

欧州経済見通し

調査部 主任研究員 藤山 光雄

目 次

1. 景気の現状

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

2. ユーロ圏経済のポイント

- (1) 内需主導の景気回復が持続
- (2) 内需が堅調なドイツ
- (3) フランスでは構造改革の成果
- (4) 構造改革が進まないイタリアに脆弱さ
- (5) 金融政策正常化が格差助長

3. イギリス経済のポイント

- (1) Brexitが景気の重石に
- (2) 蝕まれる経済成長の原動力

4. 景気の見通し

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

5. リスクシナリオ

要 約

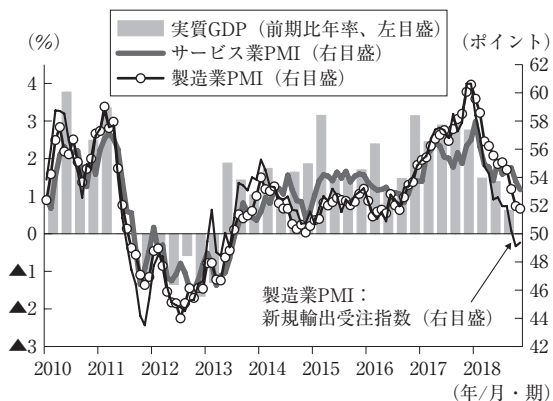
1. ユーロ圏では、中国など海外景気の減速を受け、外需の景気牽引力は減衰する公算が大きい。一方で、雇用・所得環境の改善を受けた個人消費の拡大や、過去の金融危機や政治不安などから先送りされていた設備投資需要の顕在化などで、内需の回復力は徐々に強まりつつある。
2. ただし、内需を取り巻く環境は、国ごとに相違がある。ドイツでは、労働需給の逼迫を受けた雇用・所得環境の改善や企業の設備不足感の強まりを背景に、個人消費や設備投資の増勢が続くと予想される。また、フランスでは、マクロン大統領による労働市場改革や税制改革を契機に、企業部門の業況が好転しつつあり、先行き、企業部門の回復に先導された景気の好循環が強まっていくと見込まれる。一方、イタリアでは、労働市場改革や銀行の不良債権処理が遅れているため、景気回復の糸口を掴めていない。さらに、2018年に誕生したポピュリズム政権が構造改革に逆行する政策を推し進めており、当面、景気低迷からの脱却は見込み難い。加えて、ユーロ圏全体の景気回復に伴う金融政策の正常化が、ドイツとイタリアの格差拡大を助長することになる。
3. イギリス景気の先行きは、Brexitをめぐる交渉の行方に大きく左右される。「合意なし」離脱は回避される見込みながら、Brexitの移行期間入り後も、EUや第三国との貿易協定等の交渉の早期決着は期待し難い。Brexitに対する先行き不透明感が、個人消費や設備投資の重石となり続ける見通しである。さらに、Brexitは、これまでイギリスの経済成長の原動力となってきた移民や国際金融サービス、海外からの投資などにとって逆風となり、イギリスの中長期的な成長力を下押しする公算が大きい。
4. 以上を踏まえ、景気の先行きを展望すると、ユーロ圏では、ドイツ・フランスなどの内需拡大が下支えとなり、1%台半ばとされる潜在成長率並みの成長が続くと見込まれる。ただし、構造改革が遅れるイタリアでは、低めの成長となる。イギリスでは、Brexitをめぐる不確実性が景気の重石となり、1%台前半の緩慢な成長が続く見通しである。
5. リスクシナリオとしては、アメリカのトランプ政権の保護主義姿勢の強まりや海外景気の下振れ、難民問題の再燃など、外的要因による景気下振れが想定される。また、イギリスのEUからの「合意なし」離脱のリスクも依然として無視できない。

1. 景気の現状

(1) ユーロ圏

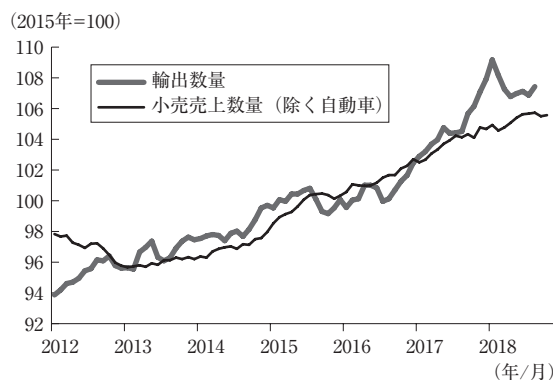
ユーロ圏経済は、2016年末以降、堅調な回復が続いていたものの、2018年入り後に大きく減速した。四半期ごとの実質GDPをみると、2017年末にかけて5四半期連続で前期比年率+2%台半ばを上回っていたものの、その後は徐々に減速し、足許で同+1%を下回る水準まで低下している（図表1）。減速の主因は、輸出の弱含みにある。2017年末にかけて増勢が加速していた輸出は、①2018年初めにかけてのユーロ高の影響顕在化、②中国を中心とした海外景気の減速、③アメリカのトランプ政権による保護主義姿勢への警戒感の強まり、などを背景に2018年初めに大きく水準を切り下げたあと、伸び悩んでいる（図表2）。一方、雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は増勢が続いている。総じてみると、外需が減速するなかでも、内需の拡大が景気の下支え役を果たしているといえる。

（図表1）ユーロ圏の実質GDPとPMI



（資料）Eurostat, IHS Markit

（図表2）ユーロ圏の輸出・小売売上数量
（後方3カ月平均）

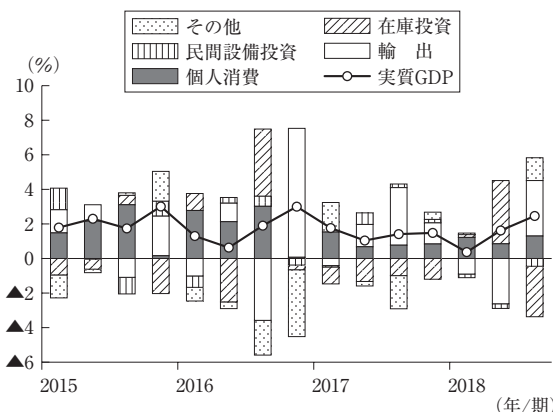


（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成

(2) イギリス

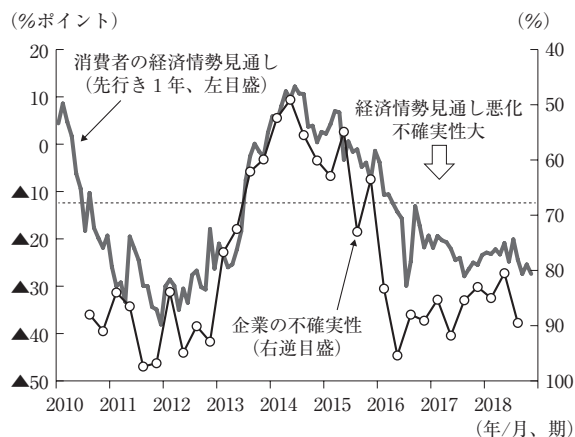
一方、イギリス経済は、足許で成長ペースが持ち直している。2018年7～9月期の実質GDPは前期比年率+2.5%と、2016年10～12月期以来の高い伸びとなった（図表3）。もっとも、足許の高成長は、2018年春にかけて大きく落ち込んでいた輸出の反動増や、猛暑を背景とした個人消費の上振れによる影響が大きい。そうした一時的要因を除いてみると、イギリス景気が力強さに欠ける状況は変わらない。Brexitへの懸念を背景とした消費者マインドの悪化が個人消費の重石となっているほか、不確実性の高まりを警戒する企業の割合が高水準で推移するなか、設備投資は2018年7～9月期にかけて3四半期連続で減少している（図表4）。

（図表3）イギリスの実質GDP（前期比年率）



（資料）ONSを基に日本総合研究所作成
（注）在庫投資には、貴重品の純取得を含む。

(図表4) イギリスの消費者・企業マインド



(資料) DG ECFIN “Business & Consumer Survey”, Deloitte “CFO Survey”

(注1) 横点線は、消費者の経済情勢見通しの1990年以降平均。

(注2) 企業の不確実性は、「とても高い」「高い」「通常以上」「通常」「通常以下」の選択肢のうち、前3者の回答割合を合計。

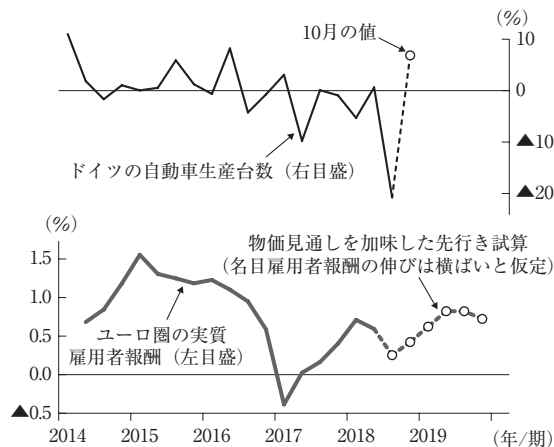
2. ユーロ圏経済のポイント

ユーロ圏経済の今後を展望すると、海外景気の減速を受け、輸出の力強い増加は見込めないものの、底堅い内需を牽引役に緩やかな景気回復が続くと見込まれる。ただし、内需を取り巻く環境を詳しくみると、国ごとに相違がある。そこで以下では、まずユーロ圏全体の景気の底堅さを確認したうえで、主要3カ国（ドイツ・フランス・イタリア）について、内需を中心に景気の先行きを検討したい。

(1) 内需主導の景気回復が持続

ユーロ圏景気は、とりわけ、2018年7～9月期に回復ペースが大きく鈍化した（前掲図表1）。この背景には二つの要因が指摘できる。第1に、9月に実施された自動車の燃費試験法の改正による影響である。法改正への自動車メーカーの対応が遅れたため、ドイツの7～9月期の自動車生産台数が前年同期に比べ2割減となるなど、自動車の生産や輸出が大幅に減少した（図表5）。第2に、原油高を主因とした物価の上昇である。名目ベースでみた所得の伸びは拡大傾向にあるものの、2018年春以降の原油価格の上昇が家計の実質購買力の下押しに作用し、個人消費の重石となった。もっとも、ドイツの自動車生産は足許で大きく持ち直すなど、自動車メーカーの規制対応が進んでいる様子がうかがえる。また、2018年10月入り後、原油価格が大きく下落しているため、物価は再び緩やかな伸びに落ち着いていくと予想される。これら

(図表5) ユーロ圏の実質雇用者報酬とドイツの自動車生産台数（前年比）

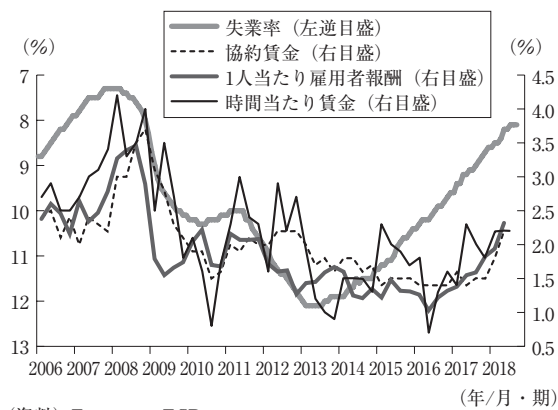


(資料) VDA、Eurostatを基に日本総合研究所作成

を踏まえると、足許の景気下押し圧力は一時的にとどまり、早晚減衰していく公算が大きい。

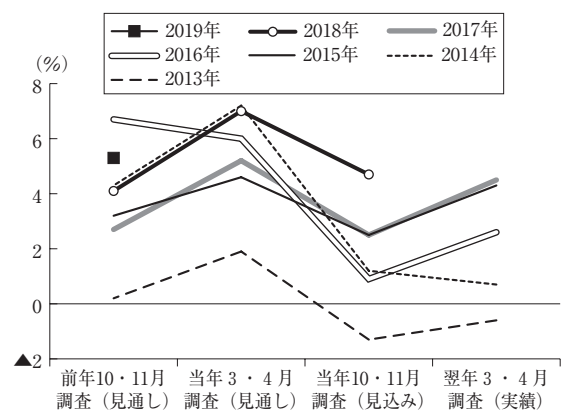
2019年入り後のユーロ圏景気を展望すると、個人消費や設備投資といった内需に支えられた景気回復が続く見通しである。家計部門では、失業率が2008年末以来の水準へと低下するなか、足許で賃金の伸びに加速の兆しがみられる（図表6）。引き続き企業は積極的な採用姿勢を示しており、先行きも雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は底堅い推移が続くと見込まれる。また、企業部門では、2018年の設備投資計画が近年で最も高い伸びとなっているほか、2019年も堅調な拡大が計画されている（図表7）。海外景気の減速などから、輸出の伸びは緩慢にとどまるとみられるものの、内需の拡大や、過去の金融危機や政治不安などで先送りされていた投資需要の顕在化などから、設備投資は緩やかな回復が続くと見込まれる。

（図表6）ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金（前年比）



（資料）Eurostat, ECB

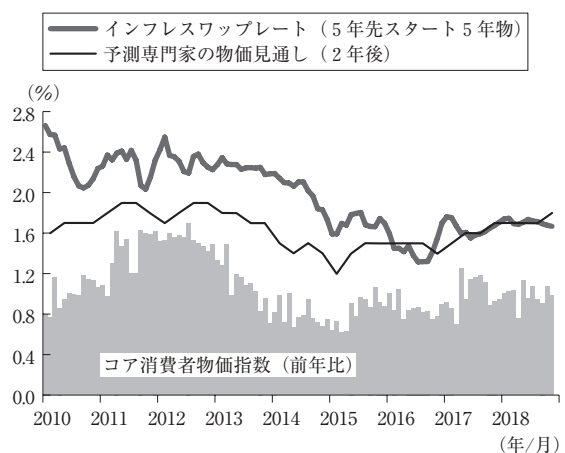
（図表7）ユーロ圏企業の設備投資計画（前年比）



（資料）欧州委員会“Industrial investment survey”

物価面では、足許でコア消費者物価指数が伸び悩んでいる。もっとも、先行き賃金面からの物価押し上げ圧力が徐々に強まっていくと見込まれる。市場参加者のインフレ期待を示すインフレスワップレートや、ECBの調査によるエコノミストなど予測専門家の物価見通しも緩やかに高まりつつある（図表8）。こうしたなか、ECBは金融政策の正常化を着実に進める見込みである。具体的には、2018年12月末に資産買入を終了後、基調的なインフレ率の上昇を見極めながら、2019年秋に利上げ（預金ファシリテイ金利の引き上げ）に踏み切ると予想される。

（図表8）ユーロ圏の消費者物価指数とインフレ期待



（資料）Eurostat, ECB, Bloomberg L.P.

（2）内需が堅調なドイツ

ドイツ景気は、前述の規制対応の遅れによる自動車産業の減産などから一時的に弱含んでいる。もっ

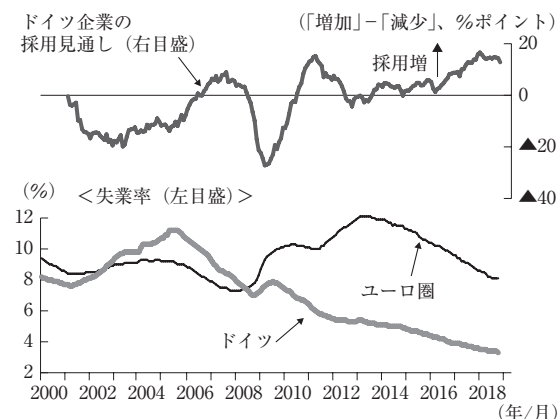
とも、内需を取り巻く基調的な環境はユーロ圏のなかでもとりわけ良好であることに変わりはない。先行き、外需の回復が緩慢にとどまるなかでも、堅調な内需に牽引された底堅い景気回復が続くと予想される。

家計部門では、雇用環境の改善が長期にわたって続いている。世界金融危機や欧州債務危機を契機に、他のユーロ圏諸国では失業率が大幅に上昇した。しかし、2000年代初めの労働市場改革が奏功したドイツでは、2度にわたる危機でも失業率がそれほど上昇せず、低下傾向が続いている（図表9）。失業率が歴史的な低水準に達するなか、賃金も堅調な伸びが続いている。さらに、依然として企業の採用意欲は高く、先行きも雇用・所得環境の改善が続くと見込まれる。

一方、企業部門では、2017年以降、設備稼働率が長期平均を大きく上回る水準で推移している（図表10）。また、製造業へのアンケート調査では、生産の制約要因として設備不足を挙げる企業が足許で急増している（図表11）。これらを受け、2019年のドイツ企業の設備投資は大幅な拡大が計画されており（前掲図表10）、先行き設備投資は増勢が強まっていく見込みである。

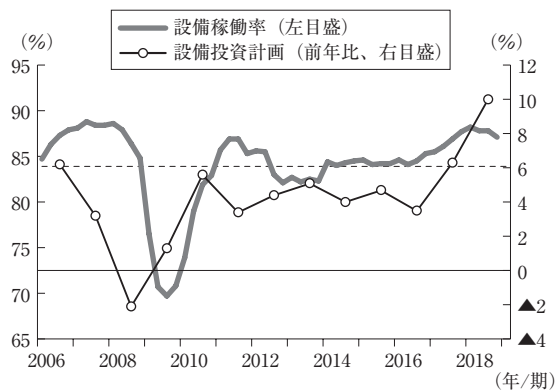
ただし、労働需給の引き締めによる供給制約の強まりも懸念され始めている。労働市場では人手不足が深刻化しており、とりわけ、宿泊・飲食業や管理・支援サービス業など賃金の低い業種でその傾向が顕著にみられる（図表12）。従来、ドイツでは、外国人労働者の受け入れ促進が人手不足の緩和に寄与してきた。もっとも、近年は移民や難民に対する反発が強まるなか、反EU・反移民勢力が急速に台頭するなど、政局が不安定化し

（図表9）ユーロ圏とドイツの失業率と企業の採用見通し



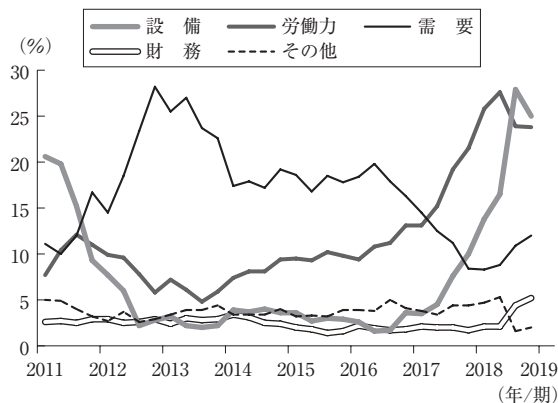
（資料）DG ECFIN “Industry survey”、Eurostatを基に日本総合研究所作成
（注）採用見通しは、鉱工業・サービス業・建設業・小売業の各数値を経済センチメント指数のウェイトに基づいて合成。

（図表10）ドイツの設備稼働率と設備投資計画



（資料）Eurostat、欧州委員会 “Industrial investment survey” を基に日本総合研究所作成
（注1）横点線は、設備稼働率の長期平均（1990年～）。
（注2）設備投資計画は、各年10～11月調査における翌年度見通し。

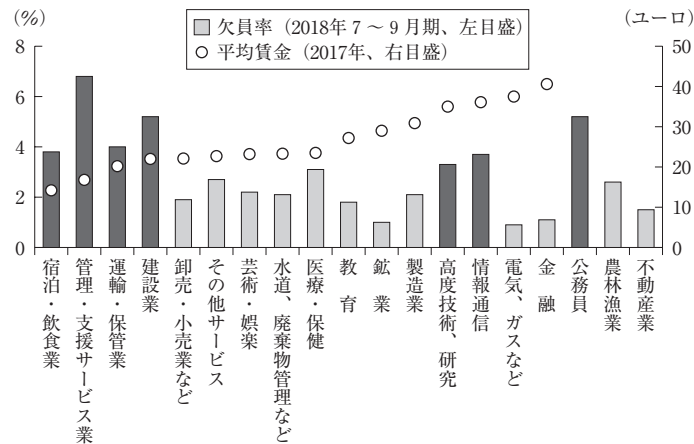
（図表11）ドイツ製造業の生産制約要因



（資料）DG ECFIN “Industry survey”
（注）「生産活動を妨げている要因は何か」という質問。「需要不足」「労働力不足」「設備不足」「財務制約」「その他」から1つを選択。

ている。このため、人手不足への有力な対応策を封じられ、先行き、内需拡大のボトルネックとなる可能性には注意が必要である。

(図表12) ドイツの業種別欠員率と平均賃金



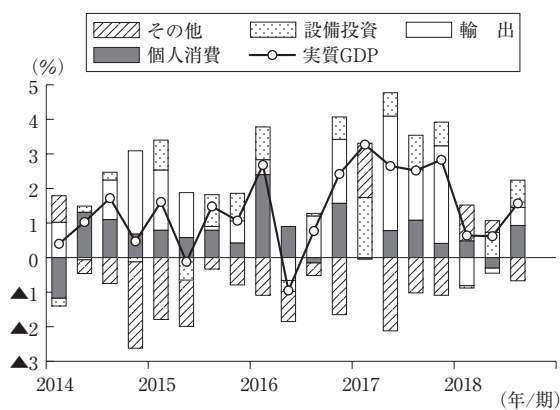
(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成
 (注1) 業種名は国際産業分類第2次改訂版に依拠。
 (注2) 農林漁業、不動産業、公務員は平均賃金のデータ無し。
 (注3) 濃い棒グラフは、平均よりも欠員率が高い業種。

(3) フランスでは構造改革の成果

ドイツに次ぐユーロ圏の大国であるフランスは、長らく構造改革の遅れが景気の低迷を招いてきた。もっとも、先行きはマクロン大統領の改革の効果が顕在化し、フランス景気は企業部門の回復に先導された好循環が強まると予想される。

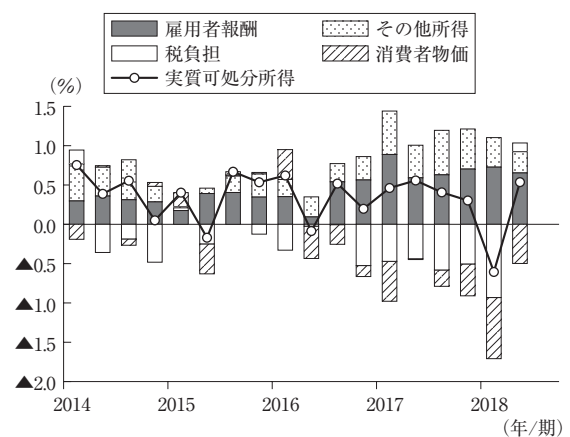
フランスでは、2018年前半に景気が大きく減速した(図表13)。もっとも、2018年4~6月期に前期比マイナスに転じた個人消費の変調は、マクロン大統領の税制改革による影響が大きい。家計を対象とした改革は、社会保障の財源となる一般社会税などの増税と、健康保険料や失業保険料の被雇用者負担

(図表13) フランスの実質GDP (前期比年率)



(資料) INSEE
 (注) 設備投資 = 総固定資本形成 - 住宅投資で算出。

(図表14) フランスの実質家計可処分所得 (前期比)



(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成

分の廃止がセットになっており、本来、家計に及ぼす影響は中立となる。ただし、実際は増税が先行して実施されたため、家計の税負担が一時的に拡大することとなった（図表14）。また、同時期には原油高に加え、ガソリンやタバコなどへの増税を背景に、消費者物価が大きく上昇した。これらを受け、2018年初めに家計の実質可処分所得が大きく減少し、その後の個人消費の下押しに作用したとみられる。もっとも、雇用者報酬の伸びは引き続き堅調に推移しており、そうした下押し圧力の剥落とともに、足許で可処分所得はプラスに転じている。このため、2018年前半の個人消費の変調は一時的にとどまり、先行き増勢が続く見通しである。

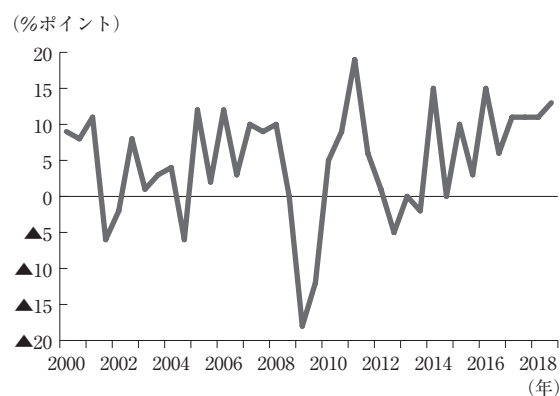
また、企業部門を取り巻く環境も好転しつつある。長年の課題であった硬直的な賃金制度や厳格な解雇規制については、2017年に一連の労働市場改革法案が成立したことで改善が進んでいる。労働市場では、労働力人口に占める無期雇用者の割合が高まっており、労働市場改革の成果が表れつつあることが示唆される（図表15）。加えて、税制改革の一環で法人税減税が実施されたことも、企業活動の追い風となっている。実際、足許にかけて製造業の設備投資意欲は高水準で推移している（図表16）。

（図表15）フランスの失業率と無期雇用者比率



（資料）Eurostat、INSEE
 （注）無期雇用者比率は、労働力人口に占める無期労働契約による雇用者の割合。

（図表16）フランス製造業の設備投資マインド
 （先行き6カ月、「増加」-「減少」）



（資料）INSEE “Industrial investment survey”
 （注）各年4、10月調査。

一方、労働市場改革の進展とともに企業のリストラが進んだことで、失業率が下げ渋るなど、構造改革の痛みの側面も無視できない（前掲図表15）。法人税が引き下げられる一方、社会保障税や燃料税が引き上げられたことも相まって、大統領の政策は企業寄りとの見方が広がり、国民の不満が蓄積している。実際に、マクロン大統領の支持率は就任当初の60%超から20%台へ急低下しているほか、2018年11月下旬には大規模な抗議デモが一部暴徒化する事態となった。もっとも、2019年入り後は、燃料税の増税延期も手伝い、企業部門の回復が徐々に家計部門へも波及していくと見込まれる。景気回復の裾野の広がりとともに、マクロン大統領への反発も徐々に和らいでいこう。

（4）構造改革が進まないイタリアに脆弱さ

ドイツやフランスと異なり、イタリアの内需には依然として脆弱さが残る。その原因は、労働市場を

中心とした国際競争力がドイツ・フランス対比で劣後していたため、外需拡大の恩恵を十分に取り込めず、景気回復の糸口を掴めなかったことにある（図表17）。加えて、銀行部門の不良債権処理が道半ばであることが、企業の資金調達環境の改善を遅らせる要因となっている。とりわけ、中小企業でその傾向が顕著であり、ECBの大規模な金融緩和政策の下でも他の主要国との格差は解消されてない（図表18）。

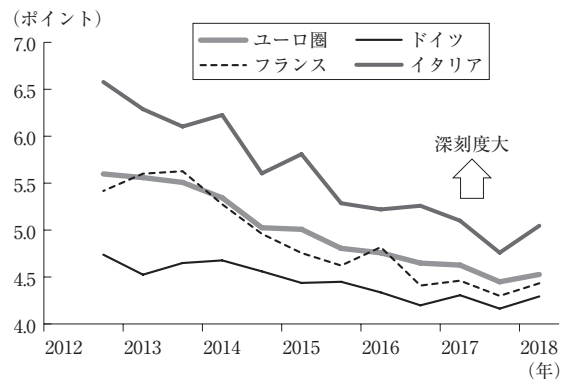
（図表17）国際競争力ランキングの順位（2017年）

	ドイツ	フランス	イタリア	アメリカ	日本
労働市場	12	53	79	1	18
退職手当	94	42	12	1	9
雇用・解雇の柔軟度	11	130	125	3	99
労使関係	19	99	114	6	5
賃金の柔軟性	87	58	135	13	11
雇用推進政策	8	31	97	2	23
労働者の権利	9	18	6	84	18
外国人労働者の雇用	11	61	51	7	77
国際的な労働力移動	15	112	25	2	77
プロ経営者の能力	22	24	100	11	16
労働生産性	6	68	127	1	33
女性の社会進出	29	21	60	37	64
雇用関連の税率	97	140	100	30	82

（資料）World Economic Forum “The Global Competitiveness Report 2018” を基に日本総合研究所作成

（注）140カ国を対象とした調査。70位以下の項目を網掛け。

（図表18）ユーロ圏中小企業の資金調達問題の深刻さ



（資料）ECB “Survey on the access to finance of enterprises”

（注1）「過去6カ月間における資金調達に関する問題の深刻さを10段階で評価せよ」という質問に対する回答の平均スコアを図示。

（注2）調査時期は、各年3～4月、9～10月。

企業部門の脆弱さを受けて、雇用環境の改善も緩慢にとどまっている。とりわけ、若年層の雇用環境は厳しく、足許の若年失業率は依然として30%を超えている（図表19）。南部に限れば50%弱と極めて高い水準にとどまっている。若年層の失業は、個人消費の下押し要因となるだけでなく、就業経験不足による生産性の低下や、婚姻率・出生率の低下を招き、長期的な供給力の押し下げに作用する恐れがある。

イタリア景気を回復軌道に乗せるためには、労働市場改革や不良債権処理といった痛みを伴う構造改革が不可欠である。しかしながら、2018年半ばにポピュリズム政権が誕生し、むしろ構造改革への期待は一段と遠のいている。さらに、同政権が掲げる拡張的な財政政策を警戒した国債利回りの上昇が景気の重石となる。EUとの対立が深刻化している2019年度予算案をめぐることは、金融市場からの圧力の強まりを受け、最終的にはイタリア政府が予算修正の要請に応じると予想される。ただし、財政拡大を主張して支持を集めた現政権にとって、政策の本質的な転換は困難だろう。先行きも折に触れて財政不安が意識される可能性が高い。

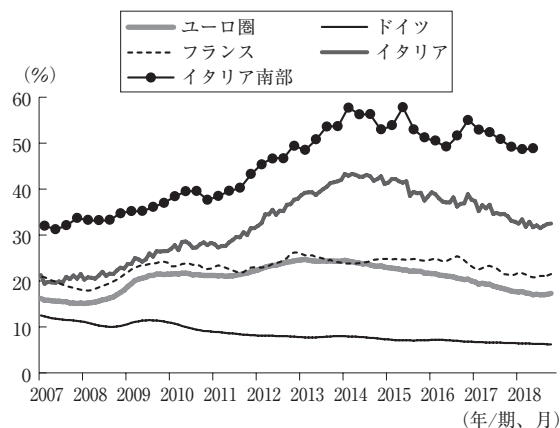
とりわけ、イタリアの銀行は、ECBの長期資金供給オペなどを背景に国債の保有割合を拡大させてきたため、国債利回りの上昇によるバランスシートの毀損など、ソブリンリスクの影響を受けやすい状況にある（図表20）。先行きも、企業や家計の資金調達環境の悪化や、金融システム不安への懸念が燻り続ける公算が大きい。

(5) 金融政策正常化が格差助長

これまでにみてきたように、国別の経済情勢には差異があるものの、ユーロ圏全体としては底堅い景気回復が続いており、2018年にはGDPギャップが解消する見通しである（図表21）。こうした状況下、ECBは金融政策の正常化を着実に進めるとみられる。2019年秋に預金ファシリティ金利の引き上げに踏み切った後、半年に1回程度の緩やかなペースで、限界貸出ファシリティ金利および主要リファイナンス金利を加えた三つの政策金利の引き上げを進めると予想される（図表22）。

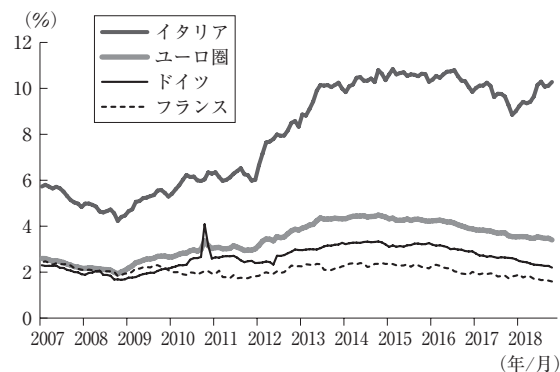
もっとも、国ごとの格差が色濃い状況下で金融政策の正常化を進めると、そうした格差の拡大を助長することになる。例えば、ドイツとイタリアのGDPギャップをみると、堅調な景気回復が続くドイツでは大幅なプラスとなる一方、景気が低迷するイタリアでは、当面マイナス圏での推移が続く見込みである（前掲図表21）。このことは、ユーロ圏全体（平均値）にとって望ましい金融政策であっても、ドイツにとっては緩和的となり、イタリアにとっては引き締めのことを意味する。このため、ドイツでは、引き続き緩和的な金融環境の下、消費や投資の増勢が続く見通しである。ただし、实体经济に比べ過度に緩和的な金融環境は、むしろ不動産市場などでバブルを招く懸念もある。近年、ドイツの住宅価格は可処分所得の伸びを大きく上回るペースで上昇しており、バブルの兆しがみられる点には留意

(図表19) ユーロ圏の若年失業率 (15~24歳)



(資料) Eurostat、イタリア統計局を基に日本総合研究所作成
(注) イタリア南部のみ、日本総合研究所による季節調整値。

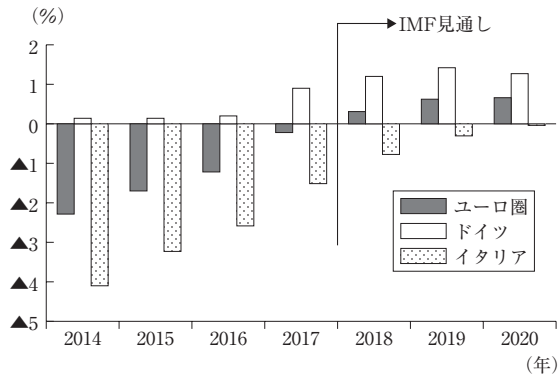
(図表20) ユーロ圏金融機関の総資産に占める
自国政府向け債権の割合



(資料) ECB

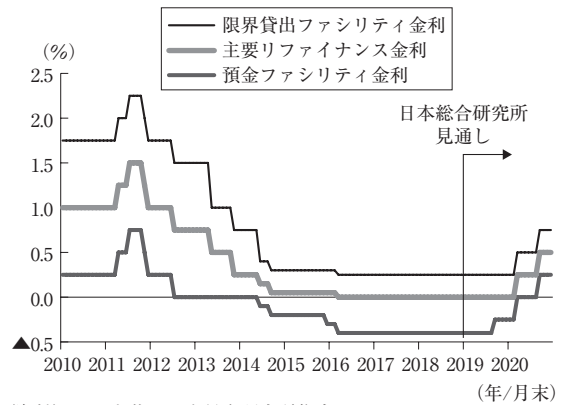
が必要である（図表23）。一方、イタリアでは、貸出金利の上昇など金融環境の引き締まりが消費や投資の重石となる。加えて、足許ではポピュリズム政権による拡張的な財政政策に対する不安の高まりがイタリアの国債利回りを押し上げる一方、安全資産とされるドイツ国債に逃避資金が流入しやすくなっている（図表24）。その結果、ドイツとイタリアの金融環境をめぐる格差は一段と強まる傾向にある。

（図表21）ユーロ圏主要国のGDPギャップ



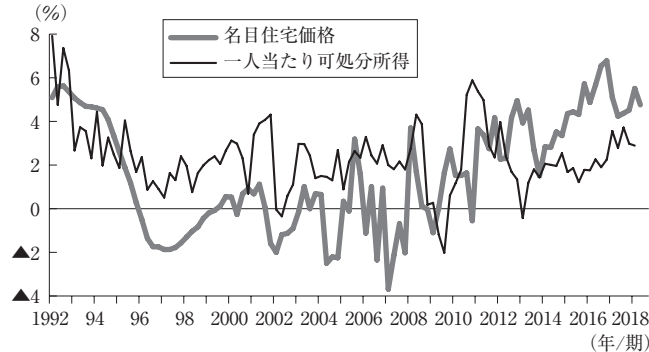
（資料）IMF “World Economic Outlook”
（注）見通しは、2018年10月9日時点。

（図表22）ECBの政策金利見通し



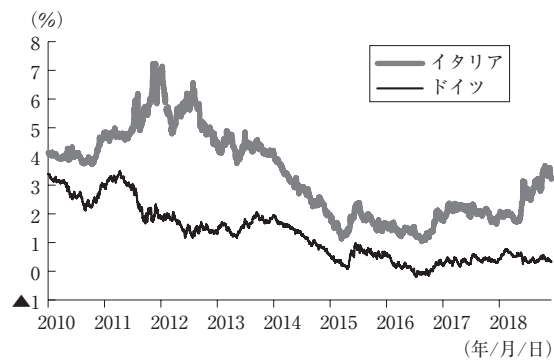
（資料）ECBを基に日本総合研究所作成

（図表23）ドイツの一人当たり可処分所得と住宅価格
（前年比）



（資料）OECD “Analytical house prices indicators”、Deutsche Bundesbank、Eurostatを基に日本総合研究所作成

（図表24）ドイツ・イタリアの10年債利回り



（資料）Bloomberg L.P.

イタリアで構造改革の進展が見込み難いなか、こうした格差拡大の構図は長期化する公算が大きい。むしろ、格差の拡大が反EUを掲げるイタリアのポピュリズム政権の追い風となり、構造改革の進展がさらに遅れるという悪循環に陥る恐れもある。

3. イギリス経済のポイント

次に、イギリス経済についてみていきたい。イギリス経済は、短期的にも中長期的にもBrexitによる影響が避けられない。そこで、当面の景気動向を展望するとともに、Brexitがイギリスの中長期的な成長力に及ぼす影響についても考察したい。

(1) Brexitが景気の重石に

当面のイギリス経済は、Brexitをめぐる交渉の行方に大きく左右される（図表25）。新たな貿易協定などがなくままイギリスがEUからの離脱を余儀なくされる事態は、イギリス内の強硬離脱派・穏健離脱派およびEUなど、全ての利害関係者にとって得策とはいえない。そのため、それぞれの歩み寄りにより、2019年3月末に「合意なし」離脱に至る事態は避けられると予想している。ただし、Brexitの移行期間入り後も、EUや第三国との貿易協定等をめぐる交渉の早期決着は期待し難く、Brexitをめぐる先行き不透明感が景気の重石となり続けるだろう。

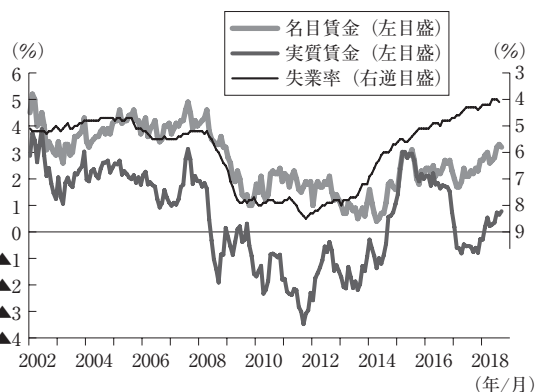
あらためてイギリス経済のファンダメンタルズについてみると、家計部門では、失業率が1970年代半ば以来の水準まで低下するなか、賃金の伸びが強まりつつある。加えて、2018年入り後、ポンド安による物価の大幅な上昇が一服するなか、一時マイナスに転じていた実質賃金の伸びがプラス圏に浮上している（図表26）。こうした雇用・所得環境の改善が、個人消費の下支えに寄与すると予想される。もっとも、Brexitへの懸念を背景とした消費者マインドの低迷が重石となるため、個人消費の力強い回復は期待し難い。さらに、Brexitにより移民の権利などに制約が強まるとの見

（図表25）イギリス・EUのBrexit関連スケジュール

2016年	6月23日	・イギリス国民投票でEU離脱派が勝利
2017年	3月29日	・イギリスがEUへ離脱を通知
	6月19日	・離脱協定の交渉開始
2018年	11月25日	・臨時EU首脳会議で、イギリス政府とEUが離脱協定案で合意
2019年	1月21日	・EU離脱法に定められたイギリスの意思決定期限（実質的なイギリス議会での離脱協定批准期限）
	～3月	・欧州議会、イギリス議会での離脱協定の批准
	3月29日	・イギリスがEUから離脱（イギリス議会で離脱協定が批准できなければ、離脱期限延長の可能性も）
（移行期間：1年9カ月）		・イギリスによるEUおよび第三国との貿易協定等の交渉および締結（移行期間延長の可能性も）
2020年	7月まで	・北アイルランドの取り扱いをめぐる交渉の進捗などを踏まえ、イギリスとEUの共同委員会が移行期間延長の要否を判断
	12月末	・移行期間終了（貿易協定等の発効）

（資料）イギリス政府、各種報道等を基に日本総合研究所作成

（図表26）イギリスの失業率と賃金（前年比）



（資料）ONSを基に日本総合研究所作成

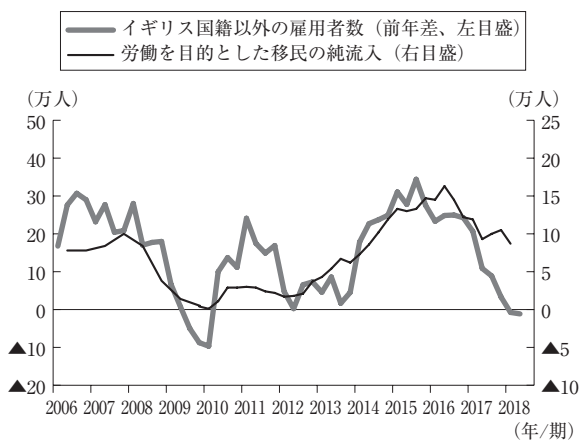
（注1）賃金は、週当たり平均賃金（除くボーナス）。実質賃金は、消費者物価で実質化。

（注2）失業率はILO基準、3カ月移動平均値での公表。

方から、労働を目的としたイギリスへの移民流入が縮小傾向にあり、2018年入り後、イギリス国籍以外の雇用者数はわずかながら減少に転じている（図表27）。すなわち、足許の労働需給の逼迫は、Brexitへの不安を契機とした移民労働者の減少による影響も大きいと推測される。労働需給の逼迫が景気の良さを反映したものと一概に言えず、手放しで喜べない状況にある。

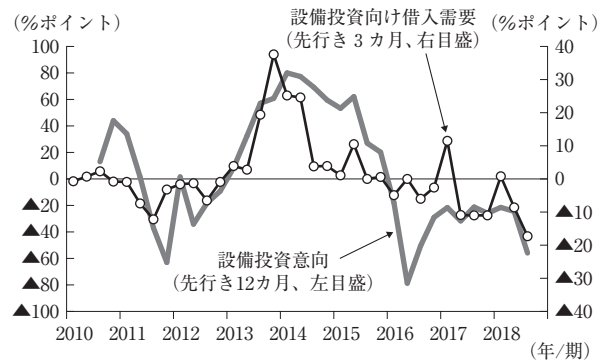
一方、企業部門では、設備投資マインドや、銀行に対する設備投資向け借入需要が低下傾向にあり、設備投資に対する慎重姿勢が一段と強まっている（図表28）。先行きも、関税率や非関税障壁などのEUとの通商関係のほか、商品やサービスに対する規制面でのEUルールとの整合性の確保などに不確実性が残るなか、企業は新たな投資に慎重にならざるを得ず、設備投資は低迷が続く見通しである。

（図表27）イギリスの外国人雇用者数と移民流入



（資料）ONS “Long-Term International Migration estimates”、“UK labour market”、を基に日本総合研究所作成
（注）移民の純流入はイギリス国籍者を除くベース。

（図表28）イギリス企業の設備投資マインドと借入需要
（「増加」-「減少」）



（資料）BOE “Credit Conditions Survey”、Deloitte “CFO Survey”

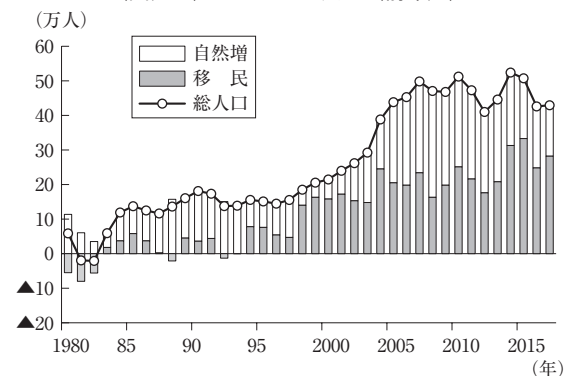
（2）蝕まれる経済成長の原動力

さらにBrexitは、これまでイギリスの経済成長の原動力となってきた、①移民による人口増、②グローバルな金融サービスの提供、③海外からの投資の取り込み、などにとって逆風となり、イギリスの中長期的な成長力の下押しとなる。

1990年代半ば以降、均してみるとイギリスの人口増加の約半数は移民によるものであった（図表29）。2010年の政権復帰以降、保守党は移民の純流入を年間10万人未満に抑えることを政策目標としている。同水準まで移民が抑制されれば、人口の増加ペースが3割程度下押しされることになる。

また、イギリスの貿易収支は大幅な赤字が続いており、その約半分を金融・保険関連のサービス収支の黒字が補う構図となっている（図表30）。Brexitによってイギリスの欧州あるいは世界の金

（図表29）イギリスの人口（前年差）



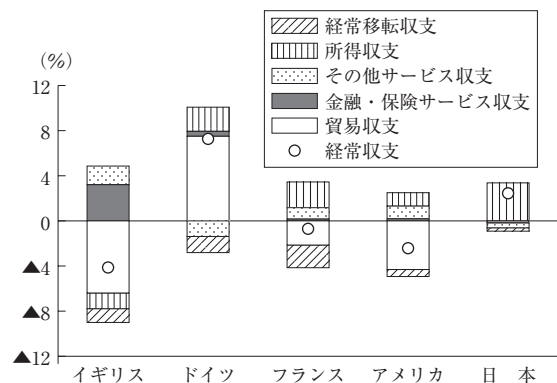
（資料）ONS “Population and migration”、Eurostatを基に日本総合研究所作成

融センターとしての地位が低下すれば、サービス収支の黒字が大きく目減りする恐れがある。

国際金融センターとしての魅力による海外金融機関の集積に加え、その他サービス業や製造業の欧州市場の開拓拠点としての位置付けもあり、イギリスの対内直接投資残高（対GDP比）は、主要国のなかでも突出している（図表31）。もっとも、Brexitにより、そうした投資妙味が薄れば、海外からの投資が大きく減少するだろう。

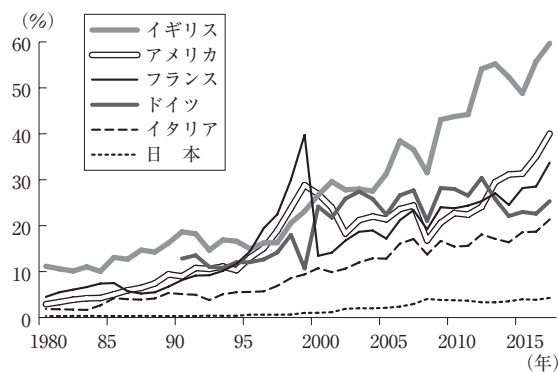
ちなみに、欧州委員会による欧州主要国の潜在成長率見通しをみると、イギリスは他の欧州諸国に比べ相対的に高い成長が期待されていた（図表32）。もっとも、その主因は労働投入の拡大であるため、Brexitによる移民の減少を受け、実際の潜在成長率はこの見通しを下回る公算が大きい。さらに、内外からの投資の減少が資本投入やTFP（全要素生産性）の下押しに作用し、潜在成長率が一段と下振れる可能性もある。

（図表30）主要国の経常収支（GDP比、2010～2017年平均）



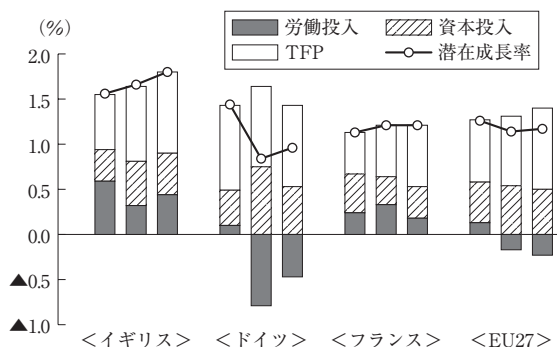
（資料）各国統計を基に日本総合研究所作成

（図表31）主要国の対内直接投資残高（対GDP比）



（資料）UNCTAD “World Investment Report”

（図表32）潜在成長率の見通し（2020、2025、2030年）



（資料）欧州委員会 “The 2018 Ageing Report” を基に日本総合研究所作成
（注）2015年時点の将来推計人口をベースとした試算。

4. 景気の見通し

(1) ユーロ圏

これまでの分析をもとに、景気の先行きをまとめると、ユーロ圏では、海外景気の減速が重石となり、輸出の伸びは緩慢にとどまる公算が大きい。一方、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が底堅く推移する見込みである。また、これまで輸出や個人消費に比べ回復が遅れていた設備投資の持ち直しが進むと予想される。外需が減速するもとでも、内需が下支えとなり、1%台半ばとされる潜在成長率並みの成長が続く見通しである（図表33、34）。ただし、構造改革の遅れるイタリアでは、高失業や金融システム不安を抱える状況から抜け出せず、好調なドイツ・フランスとの格差が際立つ格好となる。

インフレ率については、賃金面からの物価押し上げ圧力が力強さに欠けるなか、ECBの目標である

(図表33) ユーロ圏経済見通し

	(季調済前期比年率、%)												(前年比、%)			
	2018年				2019年				2020年				2017年	2018年	2019年	2020年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	(実績)	(予測)
実質GDP	1.5	1.7	0.6	2.0	1.9	1.6	1.7	1.6	1.7	1.5	1.6	1.5	2.4	1.9	1.7	1.6
個人消費	2.1	0.8	0.4	1.7	1.8	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.7	1.6	1.6	1.3	1.5	1.6
政府消費	0.1	1.7	0.9	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.3	1.4	1.2	1.0	1.4	1.4
総固定資本形成	0.5	6.3	0.7	3.6	3.0	3.1	3.3	3.0	3.0	2.9	3.1	3.0	2.6	3.1	3.1	3.0
在庫投資(寄与度)	0.8	▲0.4	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.0	0.1	0.1	0.0
純輸出(寄与度)	▲0.6	0.1	▲1.1	0.1	0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.3	0.8	0.2	▲0.2	▲0.2
輸出	▲2.9	4.2	▲0.4	3.2	2.8	2.5	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	5.2	2.8	2.5	2.4
輸入	▲1.9	4.5	2.0	3.3	3.0	3.1	3.1	3.2	2.9	3.2	3.1	3.2	3.9	2.5	3.1	3.1

(資料) Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

(図表34) 欧州主要国の経済・物価見通し

		(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)												(前年比、%)			
		2018年				2019年				2020年				2017年	2018年	2019年	2020年
		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	(実績)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.6	1.8	0.6	2.0	1.9	1.6	1.7	1.6	1.7	1.5	1.6	1.5	2.4	1.9	1.7	1.6
	消費者物価指数	1.3	1.7	2.1	1.9	1.7	1.5	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6
ドイツ	実質GDP	1.5	1.8	▲0.8	2.2	2.0	1.9	1.7	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4	2.2	1.6	1.6	1.7
	消費者物価指数	1.4	1.9	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7
フランス	実質GDP	0.6	0.6	1.6	1.8	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	2.2	1.6	1.5	1.7
	消費者物価指数	1.5	2.1	2.6	2.3	1.8	1.6	1.5	1.6	1.7	1.5	1.6	1.6	1.2	2.1	1.6	1.6
イギリス	実質GDP	0.4	1.6	2.5	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4	1.3	1.7	1.3	1.4	1.3
	消費者物価指数	2.7	2.4	2.5	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0	2.7	2.5	2.1	2.0

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成

2%弱を下回る水準での推移が長期化すると見込まれる。デフレ懸念の払拭を受け、ECBは金融政策正常化への取り組みを着実に進めると予想されるものの、そのペースは緩やかにとどまる見通しである。

(2) イギリス

一方、イギリスでは、2019年4月のBrexitの移行期間入り後も、新たな通商協定等の交渉は難航する可能性が高い。Brexitをめぐる不確実性が個人消費や内外企業の投資の重石となり、1%台前半を中心とした緩慢な成長が続く見通しである（前掲図表34）。

物価面では、景気の低迷が抑制要因として働くものの、Brexitをめぐる懸念が拭えないなか、ポンド安地合いによる物価押し上げ圧力が残る。このため、インフレ率は2020年末にかけても2%を下回る公算は小さい。BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、2019年夏に追加利上げに踏み切ると予想される。

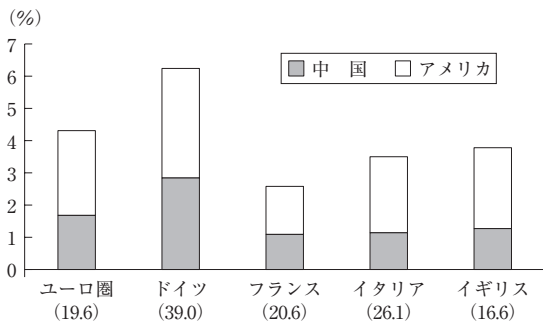
5. リスクシナリオ

これまでに見てきたように、一部の国には脆弱さが残るものの、ユーロ圏景気が基調的に底堅く推移するというのがメインシナリオである。これに対する下振れリスクとしては、アメリカのトランプ政権

の保護主義姿勢の強まりや海外景気の下振れ、難民問題の再燃などの外的要因があげられる。また、新たな貿易協定などがないままでのイギリスのEU離脱も、引き続きリスクシナリオとして無視できない。

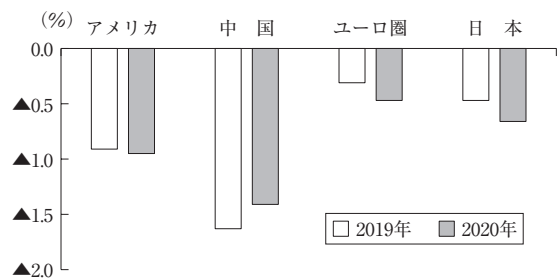
アメリカの通商政策をめぐっては、アメリカが自動車関税の引き上げに踏み切れば、欧州にも直接的な影響が及ぶほか、米中貿易摩擦の深刻化による両国の景気下振れは、欧州の輸出の下押しに作用する。その場合、とりわけ輸出依存度の高いドイツへの影響が大きくなると見込まれる（図表35）。ちなみに、IMFは貿易摩擦の深刻化や、それに伴う企業心理の悪化および金融環境の引き締まりを加味した最悲観ケースで、2019～2020年のユーロ圏のGDPが0.4%前後下振れると試算している（図表36）。当然ながら直接の当事者である米中に比べると、下振れ幅は小幅にとどまるものの、潜在成長率が1%台半ばにすぎないユーロ圏にとって、その影響は小さくない。

（図表35）ユーロ圏主要国およびイギリスの中国・アメリカ向け輸出の対GDP比（2017年）



（資料）各国統計を基に日本総合研究所作成
 （注1）ユーロ圏は域外向け輸出ベース。
 （注2）中国向けは香港を含む。
 （注3）横軸国・地域名のカッコ内は輸出依存度（輸出÷GDP×100）。

（図表36）貿易摩擦によるGDPへの影響（IMF試算の最悲観ケース）

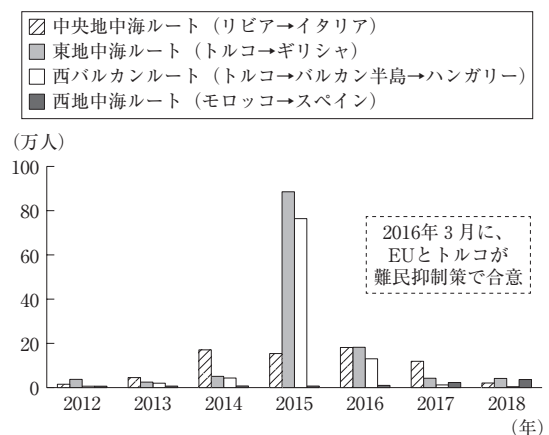


（資料）IMF “World Economic Outlook, October 2018”
 （注）IMFの最悲観ケースは、実施および検討されているアメリカの対中関税・自動車関税とそれに対する報復措置、企業心理の悪化や金融環境の引き締まりを加味したものの。

さらに、政情不安やアメリカの利上げを発端とした新興国景気の下振れも懸念材料となる。欧州にとっては、新興国向け輸出の落ち込みに加え、難民の流入抑制策で合意しているトルコ経済の混乱に警戒が必要だろう。トルコとの合意が実効性を失い、トルコを経由した中東などからの難民流入が再び拡大すれば（図表37）、反移民・反EUを訴える勢力が勢いを増し、欧州の政治不安が一段と強まる恐れがある。

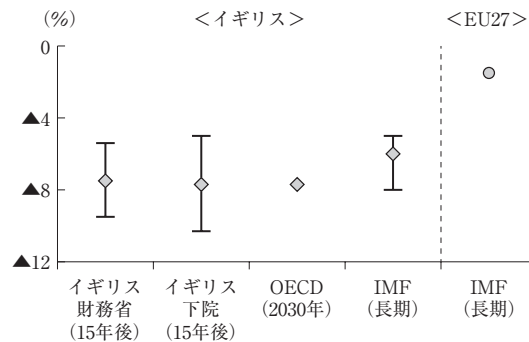
イギリスのBrexitについては、イギリス議会で離脱協定が批准できない可能性があるほか、離脱協定の批准に至った場合でも、移行期間の終了までに貿易協定などの締結が間に合わないリスクが

（図表37）欧州への主なルート別不法越境者数



（資料）欧州対外国境管理協力機関を基に日本総合研究所作成
 （注1）凡例のカッコ内は、主な通過・到着国。
 （注2）2018年は9月までの実績。

(図表38) イギリスの「合意なし」離脱 (WTOケース) によるGDP下振れ幅



(資料) イギリス財務省 “the long-term economic impact of EU membership and the alternatives”、OECD “The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision”、イギリス下院EU離脱委員会 “EU Exit Analysis: Cross Whitehall Briefing”、IMF “Country Report No.18/224, 18/316”を基に日本総合研究所作成

(注) イギリス財務省、イギリス下院、IMF (イギリス) はレンジあり。OECDは通商関係によるケース分けがないため、悲観ケースを図示。

残る。いずれにしても、「合意なし」離脱を余儀なくされ、EUとの通商関係をWTOルールに頼らざるを得なくなれば、イギリスのGDPは今後10～15年でEUから離脱しなかった場合に比べ7%前後落ち込む可能性がある (図表38)。一方、「合意なし」離脱となった場合、その他EU加盟国でも一時的な混乱は避けられないものの、イギリスからの企業の移転などを背景に、長期的な負の影響は軽微にとどまる見通しである。

(2018. 12. 10)