

# 欧州経済見通し

調査部

## 目 次

### 1. 欧州経済の現状

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

### 2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント

- (1) ドイツの労働力不足への対応
- (2) フランス、イタリアの労働市場改革の進捗状況
- (3) 重債務国のバランスシート調整の進展度合い
- (4) ユーロ圏の物価と金融政策の行方
- (5) BOEの利上げが消費主導のイギリス景気の拡大を揺るがすリスク

### 3. 2016～2017年の欧州経済見通し

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

### 4. リスク要因

- (1) 欧州政治リスクの高まり
- (2) 新興国・資源国景気の一段の減速

## 要 約

1. ユーロ圏では、緩やかな景気回復の動きが続いている。雇用・所得環境の改善が続くなか、原油安による家計の実質的な購買力向上などの追い風もあり、個人消費が景気回復を牽引している。もっとも、対外環境の悪化が景気回復の重石となっている。

2. ユーロ圏主要国のなかで中国・その他新興国向け輸出依存度の高いドイツでは、輸出の大幅な増加が見込み難いなか、内需の拡大がこれまで以上に重要となっている。もっとも、労働力不足が成長のボトルネックとなっており、内需の持続的な拡大に向けては、移民・難民の労働市場への取り込みや生産性向上がカギとなる。

ドイツによるユーロ圏景気の牽引力が低下していくなかで、ドイツ以外の加盟国が自律的かつ持続的な景気回復に移行できるか否かも、ユーロ圏景気回復を大きく左右することになる。フランスやイタリアでは、構造改革がようやく進み始めたものの、フランスでは企業の対外競争力の向上につながる労働コストの削減が限られるとみられること、イタリアでは銀行部門の改革に遅れがみられることなどから、景気の本格回復にはなお時間を要する見込みである。重債務国では、バランスシート調整が徐々に進展しているものの、依然として過剰債務のデレバレッジ圧力が根強く、中期的に成長を抑制する要因となる公算が大きい。

一方、イギリスでは、BOEの利上げが個人消費に対する一定の下押し圧力になるとみられるものの、金利の大幅な上昇が回避される限り、その影響は限定的となる見込みである。

3. 以上を踏まえ、2016年から2017年のユーロ圏経済を展望すると、雇用・所得環境の改善が続くなか、ECBの金融緩和やそれに伴うユーロ安、成長志向の財政スタンスといった政策面の支援に加え、原油安も追い風となり、循環的な景気回復の動きが続く見込みである。もっとも、新興国景気の減速を背景に輸出の伸び悩みが予想されるほか、一部の加盟国で過剰債務の調整圧力や銀行部門の脆弱性が残っていることなどから、2017年末にかけて1%台半ばから後半の低成長が続く見通しである。

一方、イギリスでは、2016年中と予想されるBOEの利上げ開始が一定の景気抑制に作用するとみられるものの、良好な雇用・所得環境などを背景に、個人消費が堅調に推移し、2017年末にかけて2%台の成長が続く見通しである。

4. 上記メインシナリオに対するリスク要因としては、欧州での政治リスクの高まりや新興国・資源国景気の一段の減速等が想定される。とりわけ、欧州では、景気低迷の長期化に対する国民の不満が蓄積するなかで、難民の流入やテロへの懸念などの新たな難題に直面しており、今後予定されている国政・地方選挙において、反緊縮や反EU、反移民を掲げる政党が躍進すれば、政治の先行き不透明感が高まり、景気の下押し要因となる恐れがある。

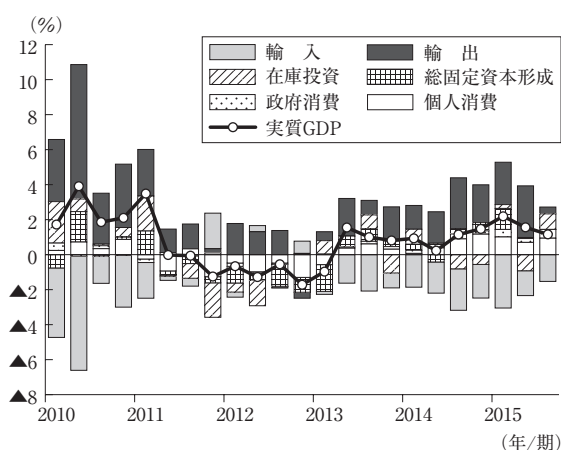
## 1. 欧州経済の現状

### (1) ユーロ圏

ユーロ圏では、緩やかな景気回復の動きが続いている。2015年7～9月期の実質GDP成長率（2次推計値）は前期比年率+1.2%と、4～6月期（同+1.4%）対比小幅減速したものの、5四半期連続で+1%超の水準を維持している（図表1）。雇用・所得環境の改善が続くなか、原油安による家計の実質的な購買力向上などの追い風もあり、個人消費が景気回復を牽引している。もっとも、2015年半ば以降、新興国景気の減速感が強まるなか、輸出の伸びが大きく鈍化しており、対外環境の悪化が景気回復の重石となっている。

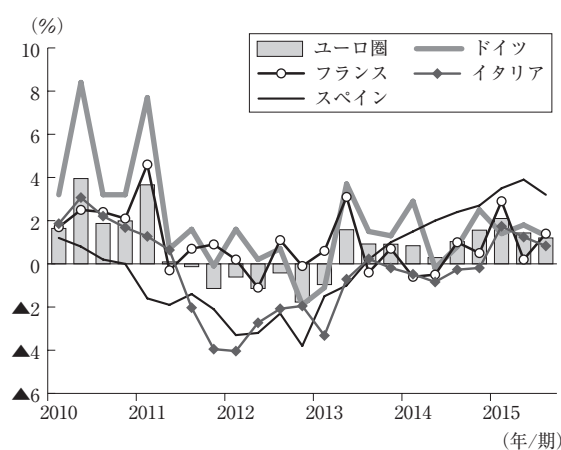
国別にみると、スペインは2015年半ば以降やや減速したものの、堅調な景気回復が続いている。一方、ドイツは2015年入り以降新興国景気の減速などを受け、伸び悩んでいる。フランス、イタリアは2014年末以降徐々に持ち直しているものの、力強さに欠ける状況が続いている（図表2）。

（図表1）ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



（資料）Eurostat

（図表2）ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）

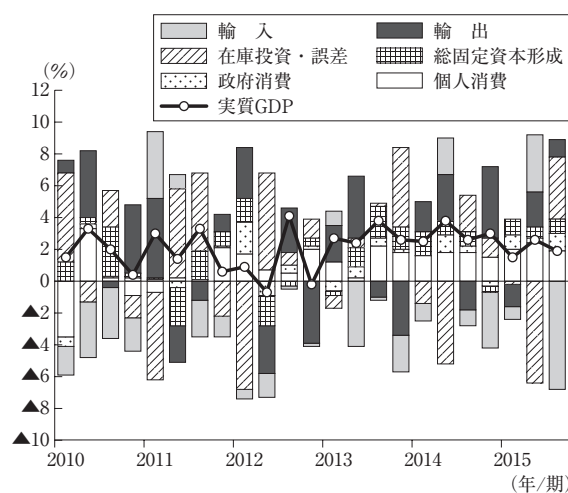


（資料）Eurostat

### (2) イギリス

一方、イギリスでは、堅調な景気拡大が続いている。2015年7～9月期の実質GDP成長率（2次推計値）は前期比年率+1.9%と、4～6月期（同+2.6%）から減速したものの、11四半期連続で潜在成長率とみられる1%台半ばを上回る伸びを続けている（図表3）。需要項目別にみると、輸出の減速と輸入の大幅な増加により純輸出がマイナス寄与となったものの、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が引き続き景気拡大を牽引している。

（図表3）イギリスの実質GDP（前期比年率）

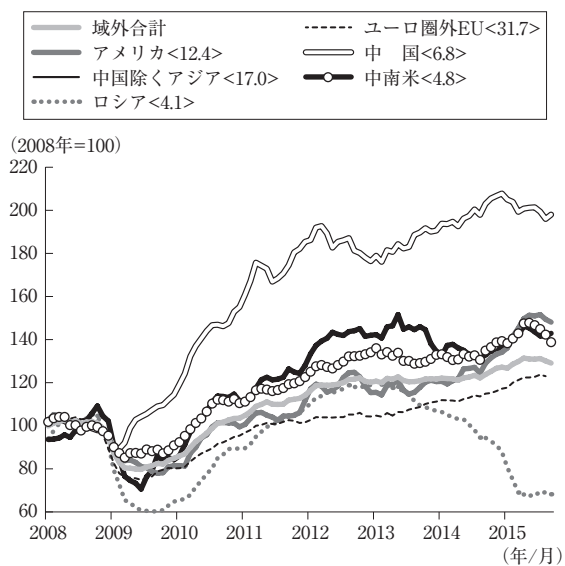


（資料）ONS

## 2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント

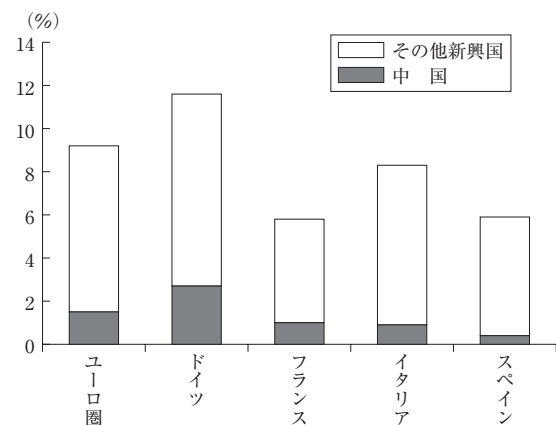
以上を踏まえ、先行きの欧州経済を展望すると、ユーロ圏ではこれまで景気の牽引役であった輸出が再び牽引役になりうるかが大きな焦点となるだろう。そこで、まず海外環境をみると、アメリカは引き続き堅調な景気拡大が見込まれるものの、先行き中国経済の長期的な成長ベースの鈍化は避け難く、それを受けた新興国・資源国経済の低迷も長期化する公算が大きい。金融危機以降、ユーロ圏の輸出は、中国など新興国向けの拡大が牽引役となってきたことを踏まえると、当面、輸出の大幅な増加は見込みにくい状況にある（図表4）。とりわけ、これまでユーロ圏景気を牽引してきたドイツは、他のユーロ圏主要国と比べ、中国・その他新興国向け輸出依存度が高く、新興国の景気減速の影響を相対的に受けやすい構造となっている（図表5）。したがって、ドイツが持続的な成長を続けるためには、内需の拡大がこれまで以上に重要となっている。同時に、ドイツの景気牽引力が低下していくなかで、ドイツ以外の加盟国が自律的かつ持続的な景気回復に移行できるか否かも、ユーロ圏景気の先行きを大きく左右することになる。

（図表4）ユーロ圏の仕向地別名目輸出



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成  
（注）季節調整値の3カ月移動平均。< >は2014年のシェア。

（図表5）主要国の中国・その他新興国向け輸出依存度（2014年、対名目GDP比）



（資料）IMF “Direction of Trade Statistics” を基に日本総合研究所作成  
（注）新興国は、IMFの “Direction of Trade Statistics” における “Emerging market and developing economies”。

そこで、本稿では、その際にポイントになるとみられる、①ドイツの労働力不足への対応、②フランス、イタリアの労働市場改革の進捗状況、③重債務国におけるバランスシート調整の進展度合い、について考察する。さらに、ユーロ圏の物価と金融政策の行方について言及したい。

一方、イギリスでは、良好な雇用・所得環境が個人消費の拡大を生み、それが雇用・所得環境のさらなる改善につながるという好循環が維持されており、今後も順調な景気拡大が続くと見込まれる。イギリスの労働市場では、BOEが長期均衡失業率とみなす5%に失業率が接近し、労働需給がタイト化するなか、2014年末以降、賃金の上昇ペースが加速している（図表6）。こうしたなか、原油安やポンド高の物価下押し圧力が一巡し、足許ゼロ近傍で推移している消費者物価が政策目標に向かって持ち直す

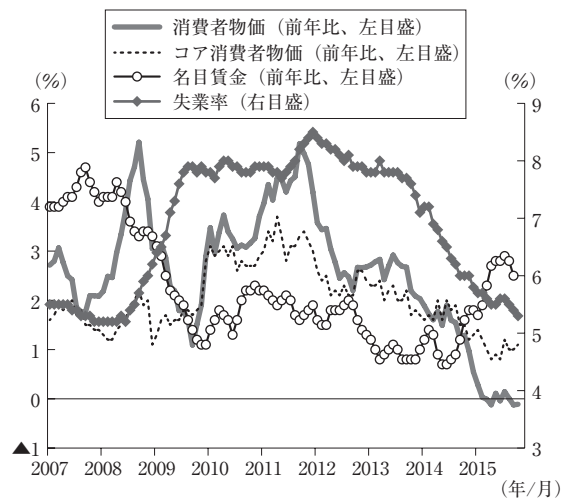
ことが展望できるようになれば、イギリスもアメリカに続いて利上げに向け動き始めることになるだろう。利上げが可能ということは、それだけ景気が堅調であることを示しているものの、利上げが消費主導の景気拡大を揺るがすリスクもある。そこで、利上げがイギリス景気に与える影響について検討する。

(1) ドイツの労働力不足への対応

近年、ドイツはユーロ圏経済の牽引役となってきた。新興国向けを中心に輸出が大幅に増加したほか、それに伴う雇用の増加を受け、個人消費も堅調に推移してきた。もっとも、中国をはじめとした新興国経済の中長期的な成長ベースの鈍化が見込まれるなか、これまでドイツの成長の原動力となってきた輸出の大幅な増加は期待し難い状況にある。このため、個人消費を中心とした内需主導の景気拡大が続けられるか否かが成長のカギとなっている。

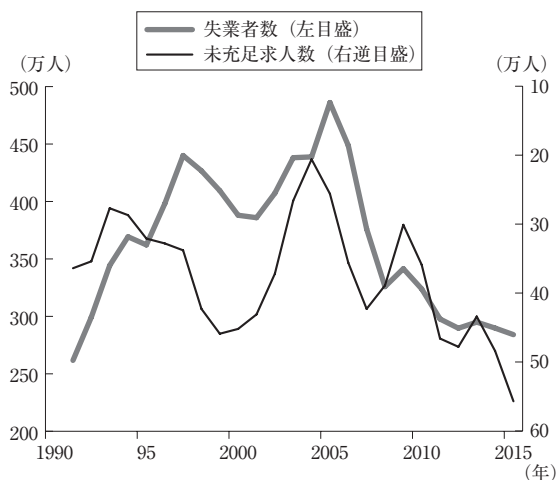
ただし、足許では労働力不足が成長のボトルネックとなりつつある。ドイツでは、失業者数が1990年代前半以来の低水準となる一方、企業の手不足感を示す未充足求人数が1990年の東西ドイツ統一以降の最高水準に達しており、労働市場が完全雇用に近い状態を示唆している（図表7）。さらに、ドイツ連邦統計局の将来人口推計によれば、少子高齢化に伴い、中長期的に人口の減少が続く見通しとなっている（図表8）。

(図表6) イギリスの雇用・所得環境と物価



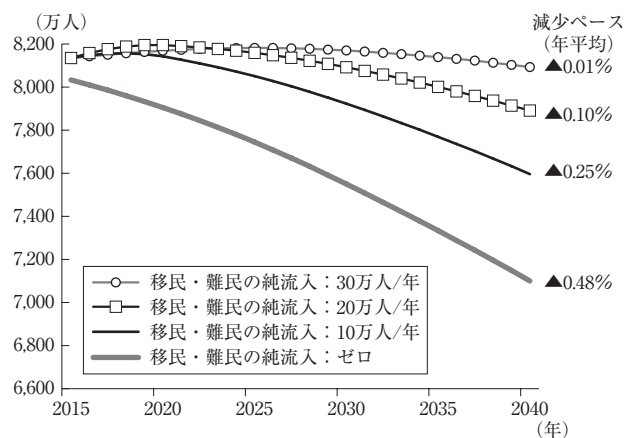
(資料) ONS  
(注) 名目賃金は賞与を除く週平均賃金、失業率はILO基準。

(図表7) ドイツの失業者数と未充足求人数



(資料) Statistisches Bundesamtを基に日本総合研究所作成  
(注) 2015年は、1～9月の平均。

(図表8) ドイツの将来人口推計



(資料) Statistisches Bundesamt "Bevölkerung Deutschlands bis 2060"を基に日本総合研究所作成

(注) 統計元の2015年4月時点の推計結果を基に作成。出生率1.4人、平均余命：男性84.8年、女性88.8年を前提。

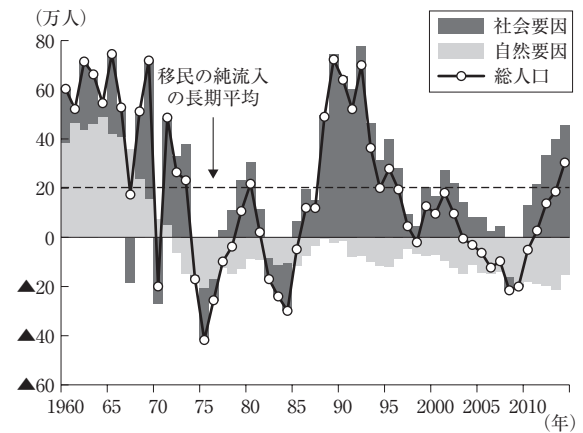


こうしたなか、足許で流入が急増している難民を労働市場に取り込むことができれば、労働力不足の緩和に寄与すると期待される。ドイツでは、1972年以降、出生者数を死亡者数が上回る自然減が続くなかで、移民・難民の純流入が繰り返し人口の押し上げに寄与してきた（図表9）。近年は、南欧などから景気が好調なドイツに向かう移民が増えているほか、2015年にはシリアなど中東を中心に100万人（ドイツ総人口の約1.2%に相当）が難民申請すると見込まれており、しばらく人口の高い伸びが続く見通しとなっている。難民の急増は、短期的には移民・難民対策の財政支出拡大、その後は労働供給の拡大や個人消費の増加を通じて、ドイツの成長を押し上げる要因として作用すると期待される。

もっとも、難民の主要な発生元となっている中東情勢が安定に向かえば、難民の純流入は次第に減少していく公算が大きい。過去、移民・難民が大量に流入する時期はあったものの、均してみれば年間20万人程度である。将来人口推計によると、毎年20万人の移民・難民を長期的に受け入れ続けた場合でも、総人口は2020年代初めにピークに達し、その後は、緩やかなペースでの減少が続く見通しとなっている（前掲図表8）。

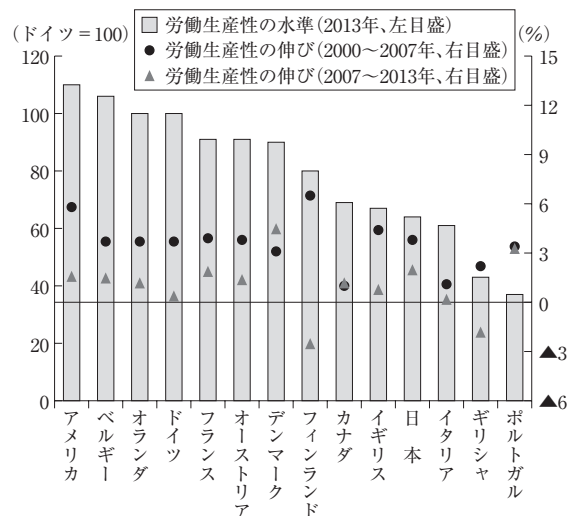
したがって、ドイツ経済が中長期的に成長力を維持するには、女性・高齢者などの労働参加率を引き上げ、労働力人口の減少を抑制するとともに、労働生産性の改善に取り組むことが不可欠となる。ドイツの主要産業である製造業の労働生産性は、主要国のなかで高い水準にあるものの、その伸びは金融危機以降、日本、アメリカ、イギリスなどと同様に伸び悩んでいる（図表10）。ドイツでは、近年、アメリカのIT企業による製造分野への参入や新興国の台頭による国内製造業の地位低下といった課題に対応するべく、情報技術を駆使して製造コストの大幅な削減などを目指す「インダストリー4.0（第4次産業革命）」を官民が連携して推進しており、労働生産性の向上に資するものとして期待される。さらに、ドイツ政府が財政拡大余力の大きさを活かし、企業の設備投資を促す減税策やインフラ投資などを行い、一人当たり労働

（図表9）ドイツの総人口の変動要因（前年差）



（資料）Statistisches Bundesamtを基に日本総合研究所作成  
 （注）自然要因は、出生者数から死亡者数を引いたもの。社会要因は、総人口から自然増減要因を除いたもので、移民の純流入（流出）を含む。移民の純流入の長期平均は1960年～2014年の平均。

（図表10）主要国の製造業の労働生産性の比較



（資料）Institut der deutschen Wirtschaft Köln “Produktivität und Lohnstückkosten der Industrie im internationalen Vergleich” を基に日本総合研究所作成

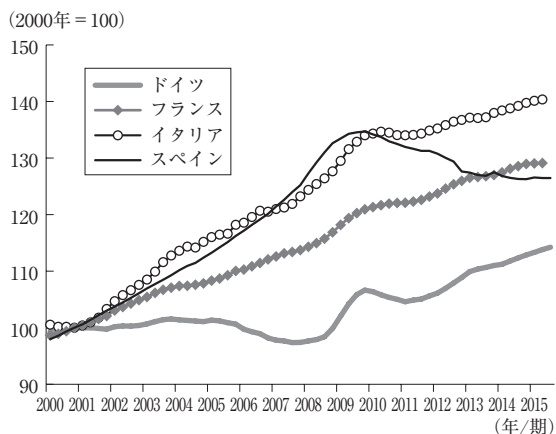
生産性の向上を後押ししていくことも必要であろう。こうした施策が結実するまでは、内需の伸びは限定的にとどまる見込みである。

(2) フランス・イタリアの労働市場改革の進捗状況

ユーロ圏経済の牽引役としてドイツに過度な期待ができないなか、ユーロ圏の成長ペースの加速には、ドイツに次ぐ経済大国であるフランスやイタリアが本格的な景気回復軌道に乗ることが期待される。

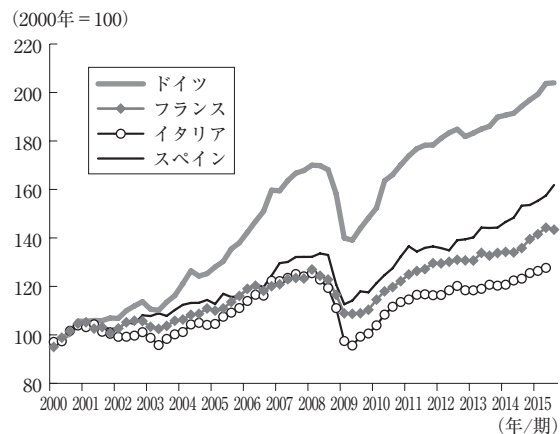
フランス、イタリアでは、これまでほぼ一本調子で上昇してきた労働コストが企業の対外競争力の低下を招き、景気回復の足かせとなってきた（図表11）。実際、2000年代前半から2008年の金融危機前にかけて単位労働コストが低下したドイツや、金融危機後に単位労働コストが低下したスペインでは、単位労働コストの上昇が続くフランス、イタリアに比べ、実質輸出が堅調に推移している（図表12）。

(図表11) ユーロ圏主要国の単位労働コスト



(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成  
(注) 後方4四半期移動平均。

(図表12) ユーロ圏主要国の実質輸出



(資料) Eurostat、各国統計局を基に日本総合研究所作成

ドイツ、スペインの単位労働コストが低下した一因として、労働市場改革の進展を指摘できる。ドイツではシュレーダー政権下で2004年1月、スペインではラホイ政権下で2012年2月に、解雇規制の緩和など労働市場の柔軟化を進める「労働市場改革法」が施行された。単位労働コストの変動要因を一人当たり名目雇用者報酬（以下、賃金）と労働生産性に分解すると、ドイツでは、2004年から2008年頃にかけて、賃金の伸び抑制と労働生産性の改善により、単位労働コストが低下した（図表13）。また、スペインでは、金融危機後の失業率の上昇を受け、賃金の伸びが大きく鈍化し、さらに労働市場改革が本格化した2012年から2013年にかけて賃下げが進み、単位労働コストの低下が加速している。

一方、フランスでは金融危機以降、失業率が上昇するなかでも、賃金の緩やかな伸びが維持されており、スペインと比べて労働市場の硬直性が強いことが示唆される（前掲図表13）。2012年5月に誕生したオランド政権が労働市場改革に取り組み始めたものの、ドイツやスペインのように企業による労働者の解雇を容易にするような改革には踏み込めておらず、むしろ雇用の拡大を志向した内容となっている（注1）。このため、企業部門の抜本的なリストラが進まず、足許にかけて単位労働コストの上昇傾向に歯止めがかかっていない。フランスでは、オランド大統領が率いる与党・社会党内の左派勢力が各種の

改革に抵抗しているほか、足許、難民の流入やテロへの懸念が高まるなか、極右政党である国民戦線のマリーヌ・ルペン党首の支持が高まっている。これらを踏まえると、オランダ政権は2017年の大統領選挙を控え、2016年以降も一時的であれ国民に痛みを強いるような大胆な労働市場改革には踏み切れない公算が大きい。この結果、企業部門の早期回復は見込み難しく、景気の本格回復にはなお時間を要すると予想される。

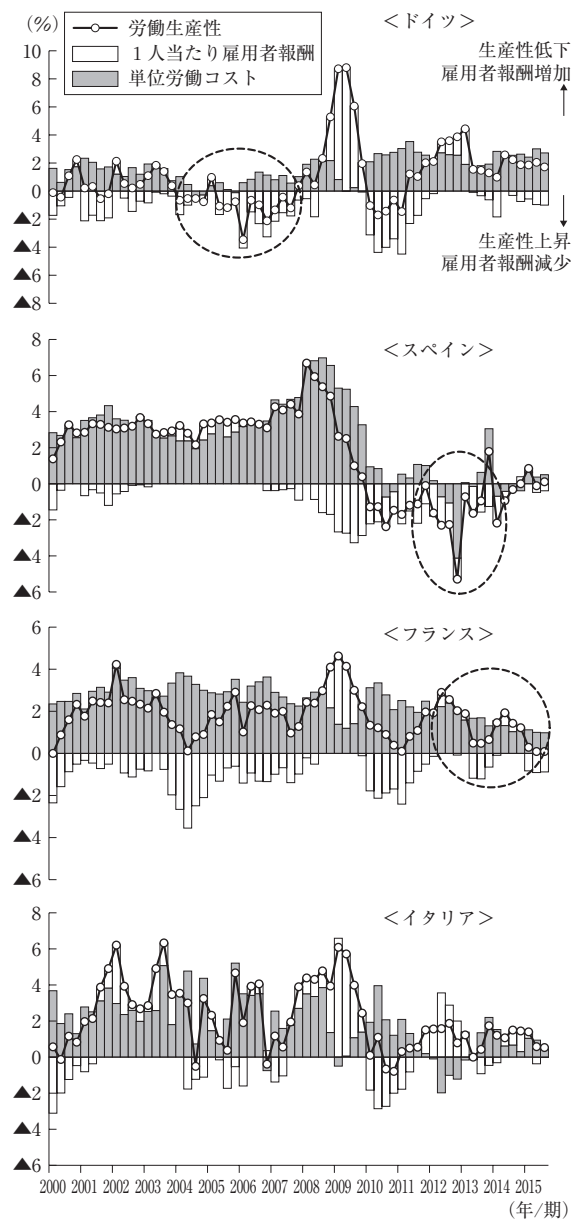
これに対し、イタリアでは、2014年2月に誕生したレンツィ政権が同年12月に解雇規制の緩和など労働市場の柔軟化につながる労働法の改正を行った（注2）。労働市場改革が進展したドイツやスペインで単位労働コストが低下したことを踏まえると、今後イタリアでも単位労働コストが低下し、企業の対外競争力の改善が進むと期待される。もっとも、イタリアでは後述の通り、銀行部門に脆弱性が残るなどの課題を抱えており、景気の本格回復を展望できるようになるには、労働市場以外の分野で更なる構造改革を進めていくことが不可欠である。

### (3) 重債務国のバランスシート調整の進展度合い

ユーロ圏の成長ペースが加速するか否かは、2010年から2012年にかけて債務危機に見舞われた重債務国において、過剰債務の調整がどの程度進展しているかにも大きく左右される（注3）。

まず、家計・企業部門の債務残高の対名目GDP比をみると、多くの重債務国で、債務危機後のピーク水準から低下傾向にある（図表14）。とりわけ、景気回復が顕著なスペインやアイルランドで低下幅が相対的に大きく、過剰債務の調整が順調に進んでいることを示唆している。また、貯蓄・投資バランス（資金過不足の対GDP比）をみると、スペインやアイルランドでは、2011年以降、振れを伴いながらも企業の資金余剰（貯蓄超過）幅が縮小傾向にあるなど、過剰債務の調整圧力が和らぐ方向にある（図表15）。もっとも、金融危機以降、両国も含めた重債務国の企業部門が資金余剰（貯蓄超過）主体となっている状況は変わっていない。企業の過剰債務のデレバレッジ圧力は根強く残っているとみられ、重債務国の設備投資の本格的な回復にはなお時間がかかると予想される。

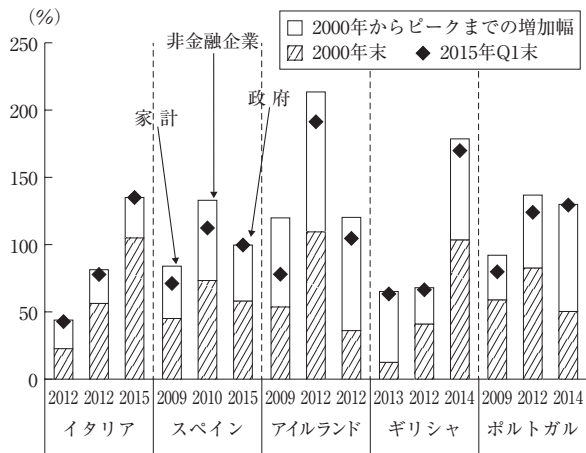
(図表13) 単位労働コストの要因分解（前年比）



(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成

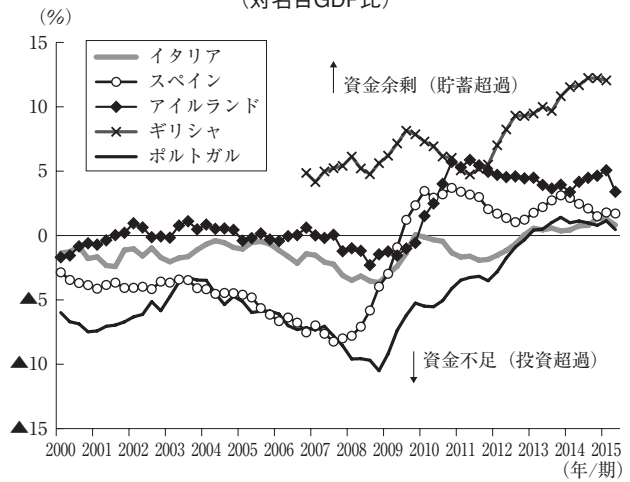


(図表14) ユーロ圏重債務国の民間・政府債務(対名目GDP比)



(資料) ECB“Quarterly Sector Accounts”を基に日本総合研究所作成  
 (注) 横軸上段は、債務のピーク年。家計債務は借入、企業債務は借入+債券。ギリシャの政府債務、アイルランドの家計・企業債務の2000年のデータがないため、ギリシャは2006年、アイルランドは、2002年のデータ。

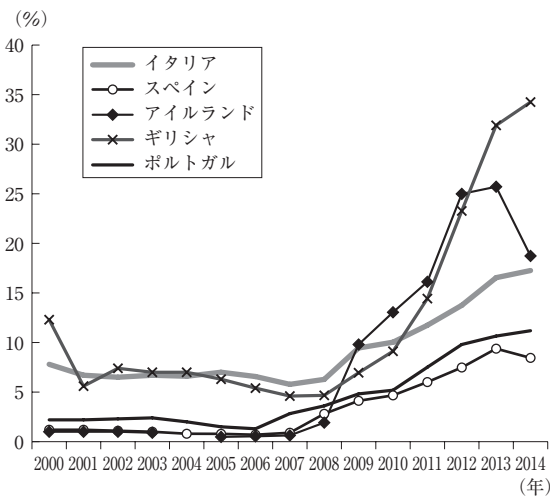
(図表15) 民間非金融企業の貯蓄・投資バランス(対名目GDP比)



(資料) ECB“Quarterly Sector Accounts”を基に日本総合研究所作成  
 (注) 4 四半期累計。

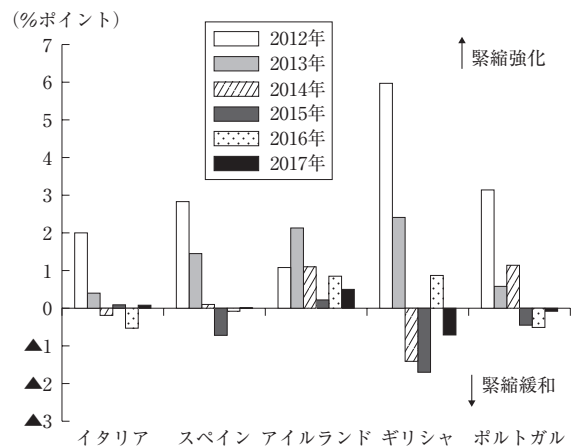
次に、銀行部門では、2014年以降、スペインやアイルランドで不良債権比率が低下に転じている(図表16)。両国では、不良債権比率が依然として高水準ながら、金融支援を受けて以降、景気の回復や政府・金融機関の対応強化などもあり、不良債権処理が進展している。一方、イタリア、ギリシャ、ポルトガルでは不良債権比率の上昇に歯止めがかかっていない状況である。イタリアでは、レンツィ政権が不良債権処理を後押しするための法改正などを検討している段階にある。ギリシャでは、2015年8月に始まった第3次金融支援の一環として銀行の資本増強が予定されているものの、足許の景気悪化により不良債権が一段と増加している可能性が高い。ポルトガルでは、これまで構造改革・緊縮財政を進めて

(図表16) 銀行部門の不良債権比率



(資料) 世界銀行  
 (注) 不良債権比率は、nonperforming loans to total gross loans。

(図表17) ユーロ圏重債務国の財政に対する姿勢(構造的財政収支対名目GDP比前年差)



(資料) European Commission“Autumn 2015 forecast”を基に日本総合研究所作成  
 (注) 2012~2014年は実績、2015~2017年は欧州委員会の2015年秋季見通し。

きたコエリョ政権が2015年11月に退陣に追い込まれており、改革の停滞が不可避な情勢にある。これらの国では、銀行のリスクテイク能力の早期回復は期待し難く、銀行の企業向け融資の拡大、ひいては設備投資の回復にはなお時間を要する見込みである。

最後に、政府部門では、大半の重債務国で債務の増加に歯止めがかかっておらず、引き続き過大な債務の削減が課題である。もっとも、重債務国の多くでは、債務危機後、不況下の緊縮財政強化が景気を一層悪化させ、かえって財政健全化を遅らせるという負のスパイラルに陥った。こうした反省も踏まえ、2015年1月には欧州委員会が各国の構造改革実施を前提としながらも、緊縮一辺倒ではなく、成長にも配慮した財政運営を許容する方針に転じており、多くの重債務国で緊縮圧力が緩和方向にある（図表17）。先行きを展望しても、中長期的には財政健全化を図りつつも、当面は景気回復に伴う税収増やECBの金融緩和による金利低下等にも支えられ、総じて成長志向の財政運営が可能となる見通しである。

#### (4) ユーロ圏の物価と金融政策の行方

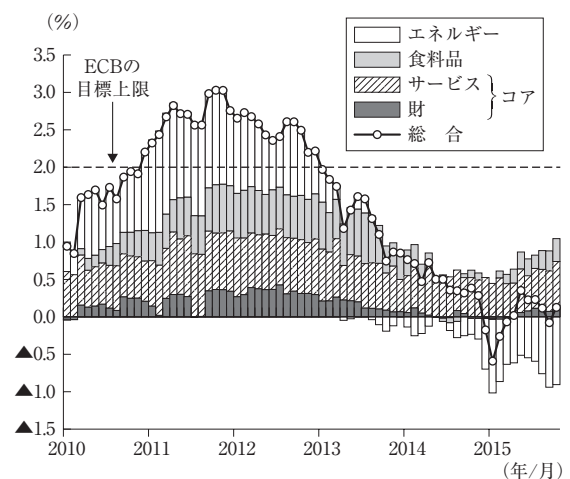
ユーロ圏では、緩やかな回復の動きが続いているものの、消費者物価（HICP）上昇率は前年比ゼロ%を挟む水準で推移し、デスインフレ傾向が続いている（図表18）。エネルギー価格の下落が主因であるものの、エネルギー、食料品を除くコア・インフレ率も+1%前後の低位にとどまっている。

原油安の長期化や、2015年夏以降の中国をはじめとした新興国景気の下振れを受け、インフレ率の持ち直しがECBの従前の想定よりも遅れるなか、ECBは、2015年12月3日の理事会で、追加金融緩和に踏み切った。具体的には、①預金ファシリティ金利の▲0.1%引き下げ（▲0.2%→▲0.3%）、②資産購入プログラム（APP）の実施期間の延長（「2016年9月まで、必要ならばそれ以降も」→「2017年3月まで、必要ならばそれ以降も」）、③APPで購入した証券の満期償還時の元本再投資、④購入対象資産への地方債の追加、⑤固定金利・無制限供給方式による資金供給オペの提供期間の延長（「2016年末まで」→「2017年末まで」）、を実施する一方、APPの毎月の資産購入額（600億ユーロ）は据え置かれた。

先行き、ECBの今回の追加措置を含めた金融緩和策がインフレ率の押し上げにつながる事が期待されるものの、以下のようなコア・インフレ率を取り巻く状況を踏まえると、インフレ率の伸びは今後緩やかなものにとどまる公算が大きい。

まず、財価格は、2015年入り以降、ユーロ安による輸入物価の上昇などを背景に、伸びが拡大している（図表19）。もっとも、金融危機以降、南欧諸国を中心に需給ギャップが大きく拡大し、その後も大幅な需要不足が続いていることが物価の抑制に作用している（図表20）。先行きも、景気回復ペースが

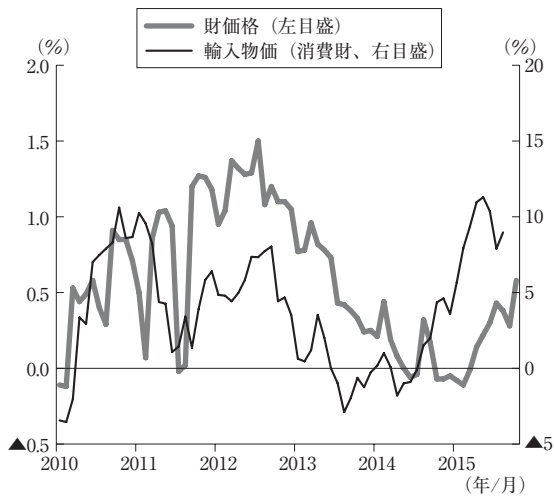
(図表18) ユーロ圏の消費者物価（前年比）



(資料) Eurostat

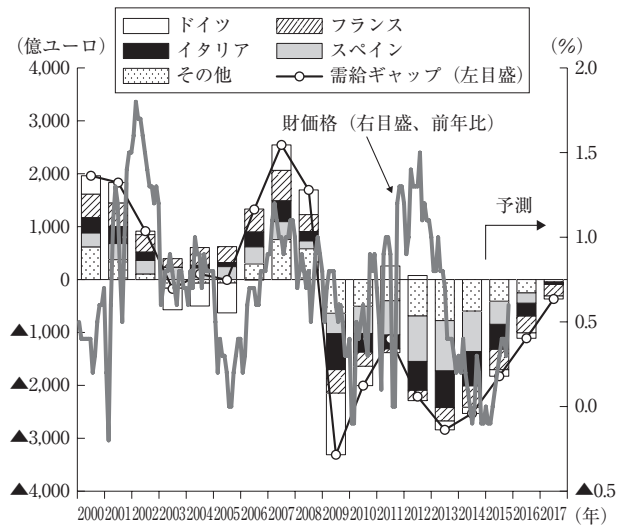
(注) 財、サービス価格は、エネルギー関連を除く。

(図表19) ユーロ圏の財価格と輸入物価 (前年比)



(資料) Eurostat  
(注) 財価格は、エネルギー関連を除く。

(図表20) ユーロ圏の需給ギャップと財価格

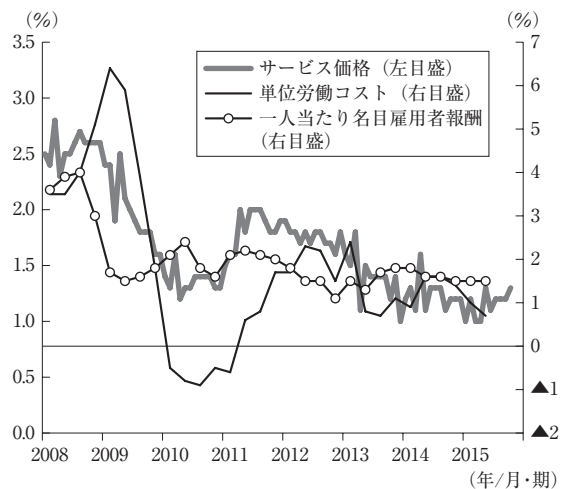


(資料) Eurostat, European Commission "Autumn 2015 forecast" を基に日本総合研究所作成  
(注) 2015年以降の需給ギャップは、欧州委員会の予測。財価格は、エネルギー関連を除く。

総じて緩慢にとどまると予想されるなか、需給ギャップの解消にはなお時間を要するとみられ、財価格の大幅な伸びの高まりは見込み難い状況にある。

次に、サービス価格は、足許で伸び率が高まる兆候がみられるものの、おおむね安定して推移している。ユーロ圏では、労働市場の硬直性により、需給ギャップの大幅な拡大がサービス価格の重要な構成要素である労働コストの削減に必ずしもつながらず、むしろ労働コストは一定の伸びが続いている(図表21)。もっとも、南欧諸国を中心に、企業の対外競争力の回復に向けて労働コストの圧縮が不可避な情勢にあるなか、先行きサービス価格に対する下押し圧力が強まる可能性がある。

(図表21) ユーロ圏のサービス価格と単位労働コスト、一人当たり名目雇用者報酬 (前年比)



(資料) Eurostat  
(注) 単位労働コストは、名目雇用者報酬/実質GDP。

以上を踏まえると、先行き、インフレ率は、原油安の影響が一巡するにつれて、徐々にプラス幅が拡大していくと予想されるものの、デフレ圧力も根強く、ECBの政策目標である2%弱を大きく下回る状況が長期化する見通しである。インフレ率がECBの中期的な物価目標に整合的な経路に復する時期は当面見通せず、ECBの金融緩和は長期化を余儀なくされる公算が大きい。

(5) BOEの利上げが消費主導のイギリス景気の拡大を揺るがすリスク

ユーロ圏では、当面、大幅な需給ギャップが残るとみられる一方、イギリスでは、これまでの堅調な

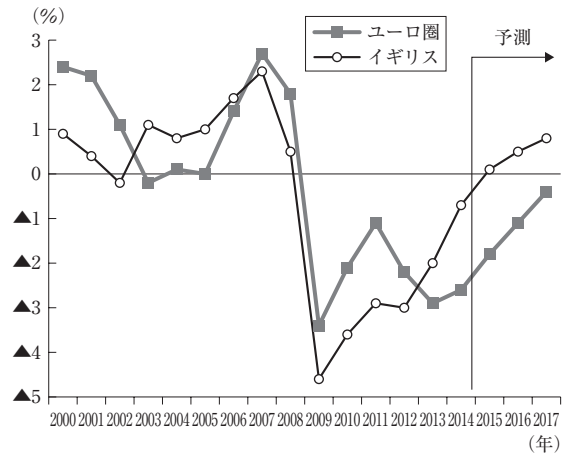
景気拡大を背景に、足許で需給ギャップが解消に近づいていると推測される（図表22）。今後、原油安やポンド高の物価下押し圧力が一巡し、物価が政策目標に向かって持ち直すことが展望できるようになれば、BOEも利上げに向けて動き始める可能性が高い。そこで、以下では、BOEの利上げが消費主導の景気拡大を揺るがすリスクについて検証したい。具体的には、①金利上昇による家計の住宅ローン返済負担の増加、②住宅価格の下落による逆資産効果、などが懸念される。

イギリスでは、金融危機後、①BOEの超低金利政策や貸出支援策、②政府の住宅取得支援策、③住宅価格の上昇、などを背景に、2012年以降、家計の借入は住宅ローンを中心に増勢が加速した。

また、2013年以降は、景気回復基調が強まるなか、住宅以外の借入も大きく増加している（図表23）。家計の住宅ローン残高を対可処分所得比でみると、金融危機以降、低下基調にあるものの、そのペースは緩慢にとどまっており、金利上昇による家計の住宅ローン返済負担の増加が懸念される状況にある（図表24）。加えて、住宅価格は足許で金融危機前を上回る水準まで上昇しており、今後BOEの利上げにより住宅価格が下落に転じれば、逆資産効果を通じて個人消費の抑制要因となる恐れがある。

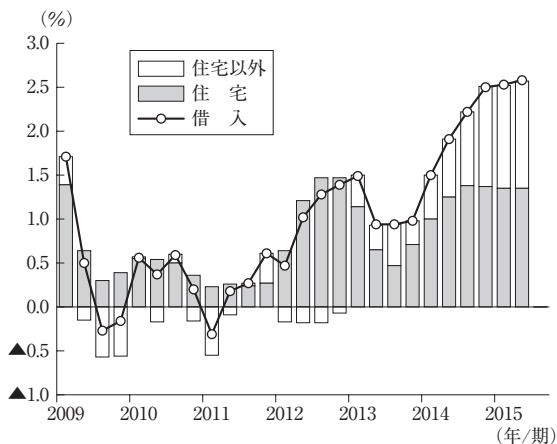
もっとも、家計の住宅ローン返済負担は、ローン金利の低下を受け、足許で2000年代半ばの住宅バブル発生前の水準まで低下しており、段階的かつ限定的な利上げが行われる限り、負担感の強まりは軽微にとどまると予想される。ちなみに、2016年7～9月期以降、2四半期毎にBOEが+0.25%のペースで

（図表22）ユーロ圏とイギリスのGDPギャップ



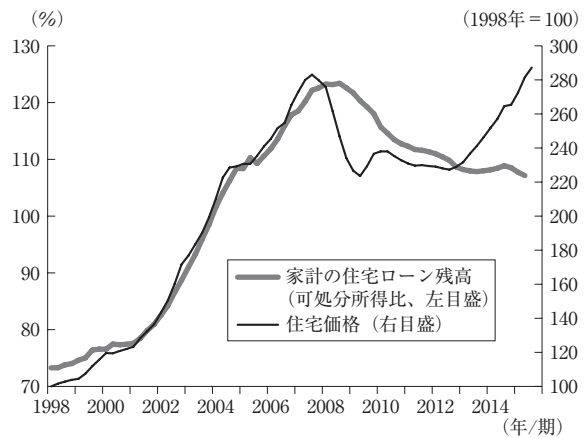
（資料）Eurostat, European Commission “Autumn 2015 forecast” を基に日本総合研究所作成  
（注）2015年以降の需給ギャップは、欧州委員会の予測。

（図表23）イギリスの家計借入の推移（前年比）



（資料）ONS “United Kingdom Economic Accounts” を基に日本総合研究所作成  
（注）住宅以外は「by UK MFIs」、 「by rest of the world MFIs」、 「Other by UK residents」を合計したもの。

（図表24）イギリスの家計の住宅ローン残高と住宅価格

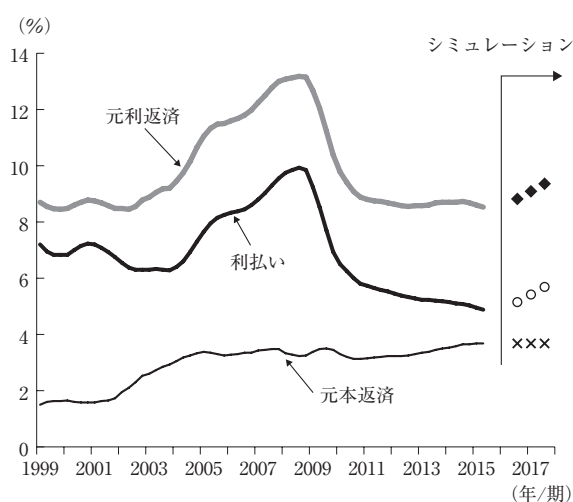


（資料）ONS “United Kingdom Economic Accounts”、Halifax を基に日本総合研究所作成

利上げを実施した場合でも、総世帯収入に占める住宅ローンの元利返済の割合は、2017年末時点で金融危機前のピークを大きく下回る水準にとどまると試算される（図表25）。

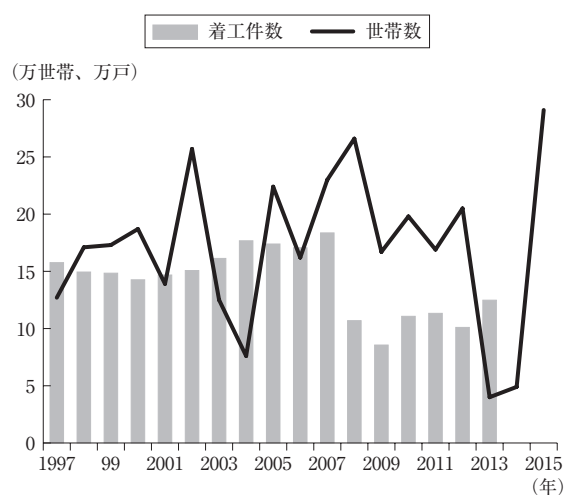
住宅価格についても、構造的な住宅の供給不足や政府の住宅購入支援策などにより、住宅価格に大幅な調整が生じるリスクは小さい。イギリスでは、景観保護や建築許可制度など建築規制が厳しく、世帯数の伸びに比して、住宅着工件数は抑制された状態が続いている（図表26）。とりわけ、都市部での住宅供給余地が限界に近づきつつあるなか、こうした供給制約が住宅価格の下支えに作用すると予想される。

（図表25）イギリスの住宅ローン返済負担（総世帯収入比）



（資料）BOE、ONSを基に日本総合研究所作成  
 （注）総世帯収入と元本返済額は2015年4～6月期の実績値で一定とし、2016年7～9月期以降、2四半期毎に政策金利が+0.25%ずつ引き上げられ、住宅ローン金利も同水準で上昇すると仮定。

（図表26）イギリスの世帯数（前年差）と住宅着工件数



（資料）イギリス・コミュニティ地方自治省を基に日本総合研究所作成  
 （注）住宅着工件数の2014年以降のデータはなし。

以上を踏まえると、BOEの利上げは個人消費に対する一定の下押し圧力になるとみられるものの、金利の大幅な上昇が回避される限り、その影響は限定的となる見込みである。利上げが雇用・所得環境の改善持続を前提として行われることを併せて考えると、利上げが景気腰折れに繋がるリスクは小さい。

（注1）フランスでは、2012年12月に、雇用を増やした企業に対して税の軽減を行う措置である「競争力強化・雇用創出のための税額控除（CICE）」、2014年4月に、政府が企業の社会保障負担を減らす代わりに、企業は雇用の拡大に努めるという政府と企業の協定である「責任連帯協定（RSP）」などが制定されている。

（注2）イタリアの従前の労働法18条では、従業員15名超の企業が経済的な理由により従業員を解雇した場合、従業員が雇用回復を求めて訴訟を起こし、裁判所がそれを認めれば、従業員には復職できる権利が生じるようになっていた。今回の改正によって、そのような企業は金銭的補償さえ行えば、再雇用する必要がなくなった。

（注3）債務危機に際して金融支援を受けたギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペインに加え、金融支援を受けるには至らなかったものの、危機波及が懸念されたイタリアの5カ国を重債務国としている。この5カ国は、「PIIGS」諸国とも呼ばれる。

### 3. 2016～2017年の欧州経済見通し

以上の分析を踏まえたうえで、2016年から2017年の欧州経済を展望する。



(1) ユーロ圏

ユーロ圏では、雇用・所得環境の改善が続くなか、ECBの金融緩和やそれに伴うユーロ安、成長志向の財政スタンスといった政策面の支援に加え、原油安も追い風となり、循環的な景気回復の動きが続く見込みである。もっとも、新興国景気の減速を背景とした輸出の伸び悩みや、主に南欧諸国での過剰債務の調整圧力や銀行部門の脆弱性といった「債務危機の後遺症」の残存などから、1%台半ばから後半にかけての低成長にとどまる見通しである（図表27）。

(図表27) ユーロ圏経済見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

	2015年			2016年				2017年				2015年	2016年	2017年
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
	(予測)													
実質GDP	1.6	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.5	1.6	1.7
個人消費	1.3	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5
政府消費	1.1	2.4	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.5	1.1	1.1
総固定資本形成	0.3	▲0.0	1.6	2.0	2.0	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	2.8	2.3	2.1	2.4
在庫投資	▲0.9	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	1.5	▲1.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.2
輸出	6.5	0.8	2.8	3.0	3.0	3.2	3.2	3.4	3.4	3.4	3.5	4.9	3.0	3.4
輸入	3.5	3.7	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	5.2	3.2	3.3

(資料) Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

主要国別にみると、ドイツでは、短期的に難民対策の財政支出拡大が見込まれるほか、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が底堅さを維持すると予想される。もっとも、新興国景気の減速を主因に、輸出の大幅な増加は見込みにくく、1%台半ば程度の成長にとどまる見通しである。ドイツ以外では、労働市場改革が進化したスペインなどで、ユーロ圏平均を上回るペースでの堅調な景気回復が続く見込みである。一方、フランスやイタリアでは、構造改革がようやく進み始めたものの、①フランスでは、企業の対外競争力の向上につながる労働コスト削減が限られるとみられること、②イタリアでは、銀行部門の改革などに遅れがみられること、等が成長を抑制する要因となる見込みである。この結果、両国では、ユーロ圏平均を下回るペースでの緩やかな景気回復にとどまる見通しである。

インフレ率は、原油安の影響が一巡するにつれて、徐々にプラス幅が拡大していく見込みである。もっとも、南欧諸国を中心に、大幅な需要不足が続いているほか、引き続き労働コストの圧縮が不可避な情勢にあるなど、デフレ圧力が残存している。この結果、ユーロ圏のインフレ率は、ECBの政策目標である2%弱を大きく下回る状況が長期化する見通しである。

(2) イギリス

イギリスでは、2016年中と予想されるBOEの利上げ開始が一定の景気抑制に作用するとみられるものの、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が堅調に推移し、2%台での成長が続く見通しである（図表28）。

インフレ率は、堅調な景気拡大が続くなか、需給ギャップの解消に近づいており、原油安やポンド高の影響が一巡するにつれて、徐々にプラス幅が拡大していく見込みである。

(図表28) 主要国別経済成長率・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整前前期比年率、%)

		2015年			2016年				2017年				2015年	2016年	2017年
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
		(予測)													
ユーロ圏	実質GDP	1.6	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.5	1.6	1.7
	消費者物価指数	0.2	0.1	0.4	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	0.1	1.2	1.4
ドイツ	実質GDP	1.8	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5	1.7	1.8
	消費者物価指数	0.4	0.0	0.5	1.3	1.2	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	0.2	1.4	1.6
フランス	実質GDP	0.2	1.4	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	1.3
	消費者物価指数	0.3	0.1	0.4	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	0.1	1.0	1.2
イギリス	実質GDP	2.6	1.9	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.4	2.4	2.3
	消費者物価指数	0.0	0.0	0.5	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	0.2	1.5	1.7

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成

#### 4. リスク要因

これまでに述べてきたメインシナリオに対するリスクとして、欧州での政治リスクの高まり、および、新興国・資源国景気の一段の減速の2点を指摘したい。

##### (1) 欧州政治リスクの高まり

欧州では、2015年夏にかけてギリシャの債務不履行やユーロ離脱が取り沙汰されたものの、最終的にはギリシャが緊縮財政や各種経済改革を行うことを条件に、金融支援が継続されることで決着した。もっとも、ギリシャの債務問題を巡る懸念が後退したのもつかの間、秋以降は、ポルトガルの政局不安や、独立を主張するカタルーニャ州とスペイン中央政府の対立深刻化など、政治リスクが再び浮上している。また、景気低迷の長期化に対する国民の不満が蓄積するなかで、難民の流入やテロへの懸念などの新たな難題に直面しており、今後予定されている各国の国政・地方選挙において、反緊縮や反EU、反移民を掲げる政党が躍進すれば、政治の先行き不透明感が高まり、景気の下押しに作用する恐れがある(図表29)。また、イギリスをめぐっては、2017年末までに実施されるEU離脱の是非を問う国民投票を前に、イギリスがEUに提出した改革案の検討が始まる予定となっている。EU側からの譲歩が引き出せなければ、イギリスのEU離脱懸念が高まり、金融市場の不安定化や企業の投資抑制を招くリスクがある。

(図表29) 欧州の主要な政治・経済日程(2015～2017年)

日程	選挙	争点・展望	
2015年	12月20日	スペイン総選挙	反緊縮政党の躍進
2016年	4月	アイルランド総選挙実施期限	ポピュリズム左派政党の躍進
	5月	イギリス・スコットランド議会選挙	独立を巡る動き
2017年	3月	オランダ総選挙実施期限	反移民を掲げる極右政党の躍進
	4～5月	フランス大統領選挙	反EU、移民排斥を掲げる極右政党候補の当落
	6月	フランス議会選挙	反EU、移民排斥を掲げる極右政党の躍進
	8～10月	ドイツ総選挙	反EU、反ユーロを掲げる政党の躍進
	2017年末	イギリス国民投票実施期限	EU離脱の是非

(資料) 各種報道を基に日本総合研究所作成

##### (2) 新興国・資源国景気の一段の減速

中国やブラジルをはじめとした新興国・資源国では、景気の減速感が強まっている。こうしたなか、アメリカの利上げを契機とした新興国からの資金流出やそれを受けた新興国通貨安が想定以上に進めば、

---

新興国景気が一段と減速する恐れがある。また、中国経済がハードランディングを余儀なくされれば、中国向け輸出の落ち込みや資源安を通じ、新興国・資源国景気を大きく下押しする可能性がある。

新興国・資源国景気の一段の減速は、輸出の大きな下振れリスクとなりうる。欧州では景気の牽引役を期待されるドイツで中国向け輸出のウェートが高いほか、ドイツ経済に依存する周辺国へのマイナス影響も懸念される。また、新興国・資源国景気の下振れを背景に世界的な株安が進行し、逆資産効果や消費者マインドの悪化が欧州景気の回復を主導している個人消費の腰折れを招くリスクも無視できない。加えて、新興国景気の落ち込みに伴う資源安は、再び欧州の物価を下押しする恐れがある。景気が低迷するなかでデイスインフレ傾向が長期化した場合には、インフレ期待の低下が消費や投資の先送りに繋がり、デフレに陥るリスクが高まることになるだろう。

研究員 井上 肇

(2015. 12. 8)