

2019. 7 No.87

三井住友信託銀行

調査月報



時論

令和はどんな時代となるのか.....1

経済の動き

人手不足が設備投資に与える影響.....3

欧州経済観測 2019年度上期

～外需悪化の影響が景気後退につながるか～.....10

時論

令和はどんな時代となるのか

令和が始まってまもなく2ヶ月が経とうとしている。

米中貿易戦争の再燃で株価が6営業日連続で下落するなど波乱含みのスタートとなったが、国内外で祝賀ムードも高まり、新鮮な気持ちで新しい時代を迎えることが出来たのではないかと思う。

ラグビーワールドカップ、東京オリンピック、大阪万博などの国際的なイベントを通じたインバウンドの更なる拡大や、リニア中央新幹線開通による日本の交通網の激変など将来に向けた明るい話題には事欠かない。

しかし、当然のことではあるが元号が変わったからといって、経済や社会がリセットされる訳ではなく、これから迎える令和の時代には、解決していかなければならない多くの難問がある。

令和で迎える、大きな課題の一つが人口減少の本格化である。

本格化とは、都市部での人口減少が始まるということで、国立社会保障・人口問題研究所の試算によると、令和12年に当たる2030年には東京でも人口減少が始まり、日本は本格的な人口減少時代を迎えることになる。

更に、東京では人口減少が始まるとともに急速な高齢者人口の増加が見込まれている。

団塊の世代が後期高齢者となり、社会保障費が急増する2025年問題は、元号に置き換えると令和7年問題となり、かなり間近に迫った問題となっている。

首都圏の高齢者人口は令和27年(2045年)までに約270万人増加する、これは現在の京都府や広島県の人口に匹敵する規模である。高齢者の急増に伴って、首都圏では医療介護施設など高齢者向けインフラの不足が深刻化し、一方、高齢化の先進地域である東北などでは、高齢者人口までも減少に転じ、高齢者インフラの余剰が発生してくる。ライフスタイルや働き方に応じた対流方の人口移動など、様々な社会システムを変えていく必要がある。

また、高齢化が進むのは人間だけではない、前回の東京オリンピック前後に相次いで作られた社会インフラが100年を超えて来るのが2050年前後、令和32年である。

資金的な裏付けを伴った長期的な維持保全計画が打ち出されなければ、道路や橋にとどまらず、上下水道などの生活インフラでさえ、現状のまま維持できるのかは全く分からない。地域によっては、水道の蛇口をひねると水が出てくるという、これまでは当たり前であった行政サービスが維持出来なくなる可能性もある。

財政再建の先送りにより膨張が続く財政赤字、一向に出口の見えない金融政策など、これまで抜本的な改善策もないままで先送りされ続けて来た多くの課題に、真正面から向かい合わなければならないタイミングが、どこかで訪れそうである。

人口問題は日本だけの問題ではない。しかし、わが国で人口問題というと、「人口減少」が思い浮かぶが、実は世界の中で人口減少が懸念されているのは、日本、韓国、台湾などの東アジア諸国や、ドイツ、ロシアなど一部の国に限られている。

国連の人口推計などから見えてくる当面の人口問題は「人口減少」ではなく、「人口爆発」である。

現在約70億人の世界人口は令和32年(2050年)には100億人に迫る見込みとなっており、人口が爆発的に増加するのは、アフリカ地域とインドなどの南アジア地域である。

この間の人口増加の内訳を見ると、アフリカ地域が約15億人、インドが約4億人と、世界の人口増加の約70%をこの二つの地域で占めていることになり、その結果、令和30年代にはアフリカ、インド、中国の三地域で世界の人口の約60%を占めることになる。

5年ほど前にオランダの農業大学を訪れた際に、アフリカなどの人口爆発に伴う、食料不足に向けた、新たな動物性たんぱく質として、食用昆虫や代替肉の研究を目にしたが、いよいよ現実の世界となるのかもしれない。

少し古い話ではあるが、資源の有限性を捉えて、これまでのような経済成長や人口増加は持続可能ではないと警鐘をならしたのが、約50年前にローマクラブが発表した「成長の限界」である。人口増加に加え、経済成長に伴う食料や天然資源の一人当たり消費量の増加、地球環境の汚染の深刻化などにより、いずれかの時点で地球が養える人口が限界を迎えるというものである。

直近に発表された国連の人口推計では100億人を超えた世界の人口は、2100年以降に頭打ちになるとの見通しが出されている。令和の次の時代には、世界は成長の限界を向かえるのかもしれない。

足元での米中の対立を見ても分かるように、人口バランスの変化は時間を伴って経済力の変化に繋がりと、結果として経済的、政治的なパワーバランスを変えることになる。

現在のアメリカと中国の成長率を機械的に延長していくと、令和10～20年に当たる、2030～2040年には米中の経済規模が逆転する。その時には、資本取引の自由化や人民元の変動相場制への移行というネックはあるものの、人民元がドルに変わって世界の基軸通貨になっているのかもしれない。

またSDGsに代表されるように現在は環境や持続性が重要な政策課題となっているが、インドやアフリカ諸国など新たな新興国の成長に伴い、環境重視から成長重視へと時計の針が戻るとすることも否定できない。

この先に待ち受けている様々な課題は、これまでの延長線上で更に先送りできるものもあれば、どこかの時点で臨界点を超えてしまうものがあるはずである。現在の延長線から外れたものが、全く違う新たな道に向かうのか、それとも過去に戻ってしまうのか、どの方向に変化するのかによって、令和の先行きは大きく変わってくるようになる。

(調査部審議役 上席研究員 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

人手不足が設備投資に与える影響

<要旨>

2012 年末からの景気回復局面で、労働集約型産業の設備投資は、2016 年まで横這いの動きに留まっていたが、2017 年頃から人件費の増加に伴って明確に増加し始めた。この背景には、人手不足に伴う労働需給の逼迫が設備投資を促した側面があると考えられる。2019 年度の設備投資は、米中貿易摩擦の悪化や中国景気減速などの下押し要因によって伸び率は低下するが、労働集約型産業を中心に人手不足が誘引する設備投資の増加が下支え役となって、プラスの伸びを維持すると予想する。

但し、これまでの労働集約型産業の設備投資は、人手不足に応じて増加したに過ぎず、労働生産性の改善に結びついていない。今後、労働力人口の減少は避けられず、生産・事業活動能力を維持・拡大させるには、労働生産性の改善を目的に、デジタル化や機械化など新技術も活用した質・量の双方で十分な設備投資の継続が必要となる。

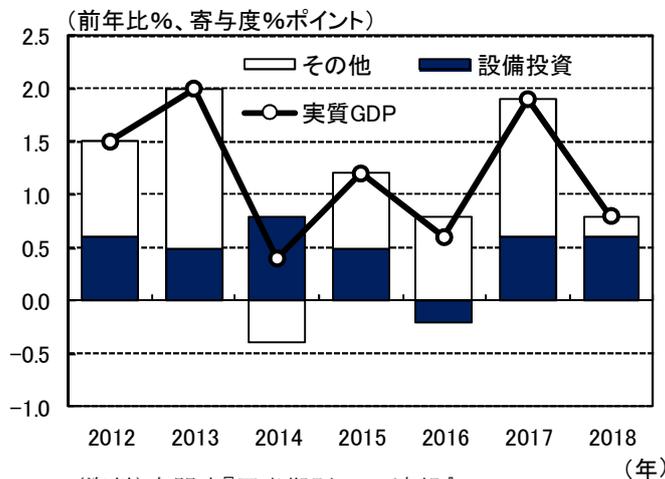
1. はじめに

民間企業の設備投資は、2012 年末からの景気回復局面において経済成長に安定して寄与してきた（図表1）。中国景気の減速懸念が高まった 2016 年を除き、プラス成長を続けている。

足元では、米中貿易摩擦の悪化に伴うグローバル景気に対する不確実性の高まり、中国景気減速に伴う日本の輸出・生産の低下などを背景に、設備投資の先行きに対する懸念が高まっている。一方で、自動運転や電気自動車、5Gなどの新技術関連投資や訪日外国人客増加に伴うインバウンド需要対応投資、そして人手不足に伴う省力化・効率化投資が今後の設備投資を支えるとの見方もある。

特に、人手不足の問題は、短期的な事象ではなく、少子高齢化に伴う構造的なものであり、中長期的に設備投資へ影響を与える。本稿では、人手不足と設備投資の関係に焦点を当てて分析し、今後の日本経済に与える影響について考察した。

図表1 民間企業の実質設備投資の推移

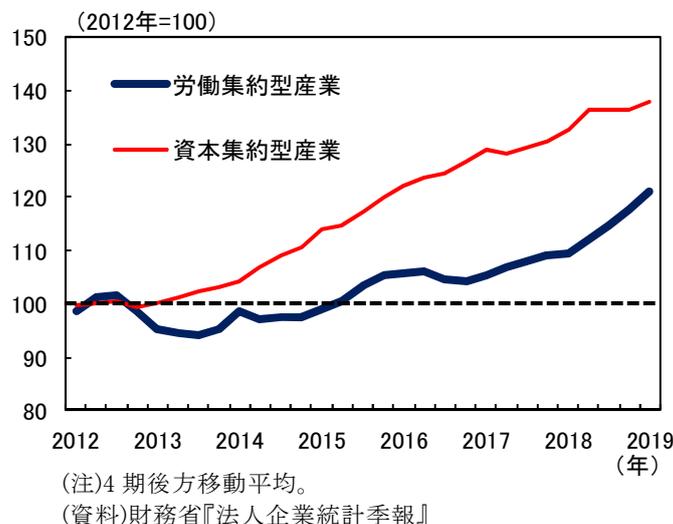


2. 人手不足を背景に労働集約型産業の設備投資が増加

企業の設備投資動機は様々あり、省力化・効率化だけを目的にすることは限られるが、人手不足が生産・事業活動能力の拡大や老朽化した設備の維持・更新、新技術開発を誘引することも相応にあると見られることから、投資目的を絞らずに設備投資全体で考える。人手不足と設備投資の関係性を分析する方法として、最初に企業部門を労働集約型産業と資本集約型産業の2つの産業特性に分類し、それぞれの動向を確認する。具体的には、法人企業統計の全産業(金融、保険業を除く)の内、売上高人件費率(売上高に占める人件費の割合)の過去10年平均(2009年～2018年)が、製造業・非製造業別に全体平均以上の業種を労働集約型産業、それ以外を資本集約型産業と機械的に分類した(後掲参考図表1を参照)。ここで、労働集約型産業は、人手不足とそれに伴う人件費の上昇が相対的に企業活動に影響を与えやすい産業と言える。分類結果は、必ずしも世間一般の感覚と整合的なものではないが、本稿では、労働集約型産業か資本集約型産業かを相対的に捉えて、上記の分類方法にて分析を進めることとする。

設備投資の動向は、産業特性別に大きく異なっている。今般の景気回復局面において、資本集約型産業は、景気回復当初から一貫して増加傾向を示している(図表2)。一方で、労働集約型産業は、当初、減少した後に2016年頃までは増加・減少を繰り返す横這い圏内の動きに留まっていたが、2017年以降、景気回復当初を超える水準で明確な増加基調を示している。

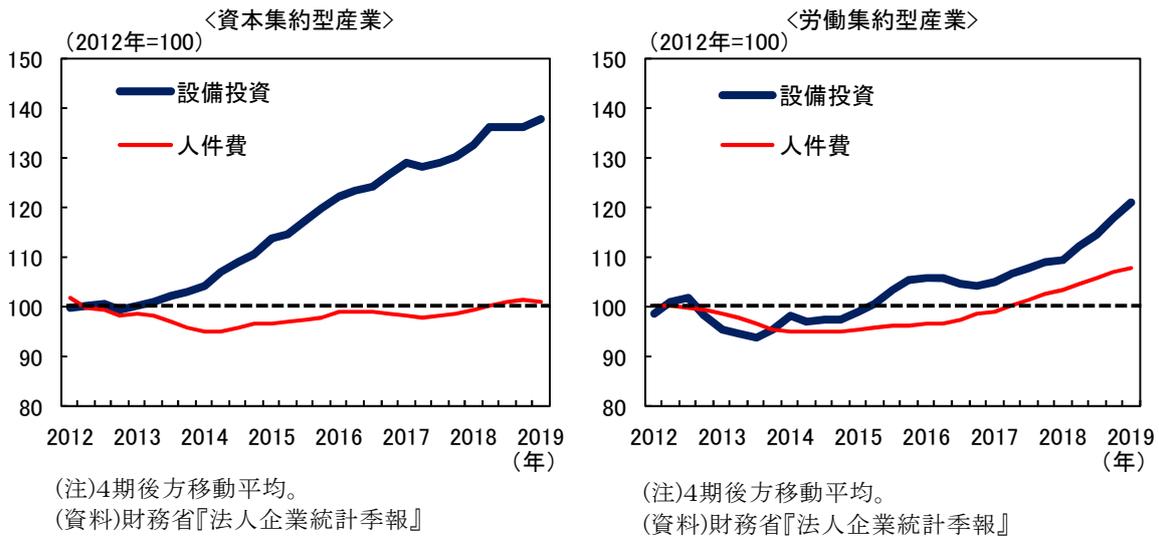
図表2 産業特別の設備投資



次に、それぞれの設備投資の動きを、人件費の動きと比較する。資本集約型産業では、当初、人件費は減少しながらも設備投資は増加した。その後、人件費が下げ止まりから増加に転じた後も、設備投資は人件費を上回るペースで増加している(次頁図表3)。資本集約型産業は、労働投入ではなく設備投資主導で、生産・事業活動能力を高める傾向が顕著である。

一方の労働集約型産業は、景気回復当初は人件費と設備投資をともに縮小させ、その後景気回復が長期化すると、人件費を増加させるのと同時期に、ほぼ同じ緩やかなペースで設備投資を増加させてきた。人件費と設備投資の動きに大差がない点が、資本集約型産業と異なっている。

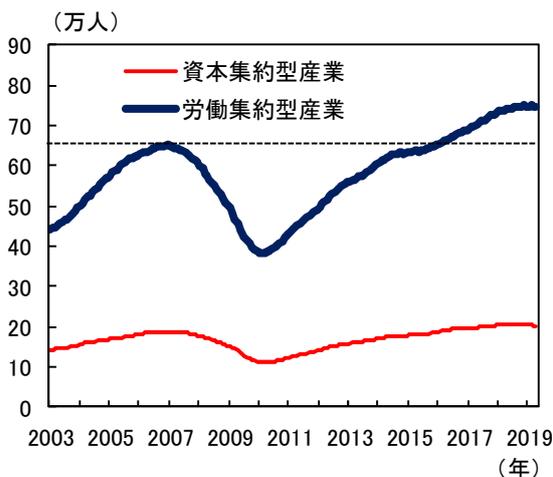
図表3 設備投資と人件費



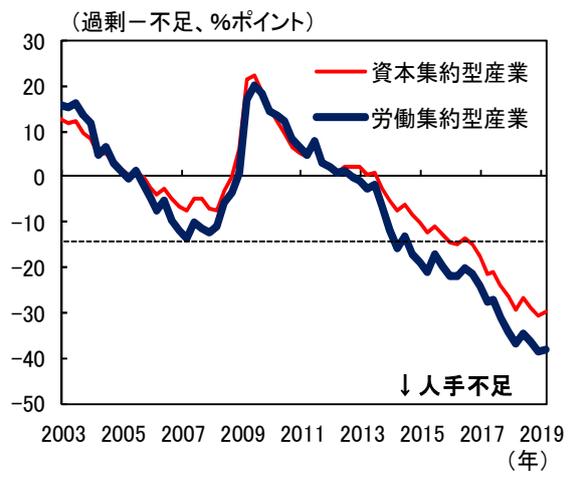
2017年頃から、労働集約型産業で、人件費の増加とともに設備投資が安定して明確に増え始めた背景には、労働需給の逼迫度合いが過去の経験以上に高まったことが要因として考えられる。新規求人数は、2015年末にリーマンショック前のピーク水準を超え、足元は2000年以降で最も高い水準にある(図表4)。労働投入を増やしたくても容易には増やせないほど労働需給が逼迫し、人件費の増加に伴って、設備投資が増加してきた。雇用人員判断 D.I.を見ても、同じくリーマンショック前の最低値を下回る水準まで低下しており、労働集約型産業の方が資本集約型産業よりも人手不足が厳しくなっている(図表5)。

労働集約型産業の設備投資は、人手不足の度合いが強まったことを背景に増加しているが、そのペースは資本集約型産業に比べると緩やかなものに留まっている。これは、積極的な投資というよりは、人手不足で人件費が増え始めた段階で、やむにやまれず最低限の設備投資をしてきた、といった消極的な姿が浮かび上がる。

図表4 新規求人数



図表5 雇用人員判断 D.I.



3. 設備投資の伸び率は低下基調も、人手不足が誘引する投資が下支え

今後も構造的な人手不足は続く見込みである。故に、労働需給逼迫による人件費の増加も続くため、労働集約型産業を中心に省力化・効率化のための設備投資は増加を続けるであろう。

実際、現時点で民間企業の設備投資計画は底堅い。2019年1月調査の『民間企業の行動に関するアンケート調査』では、上場企業の今後3年間の設備投資の見通しは、前年並みを維持している(図表6)。2019年3月調査の日銀短観でも、2019年度の設備投資計画は、2018年度計画と比較して減速するものの、過去5年平均並みの水準を維持している(図表7)。産業特性別でも同様に、両産業とも過去5年平均並みの水準を維持している(図表8)。年初からの中国景気減速に伴う日本の輸出・生産の低下を受けても、経営計画上の設備投資水準は大きく変わっていない。

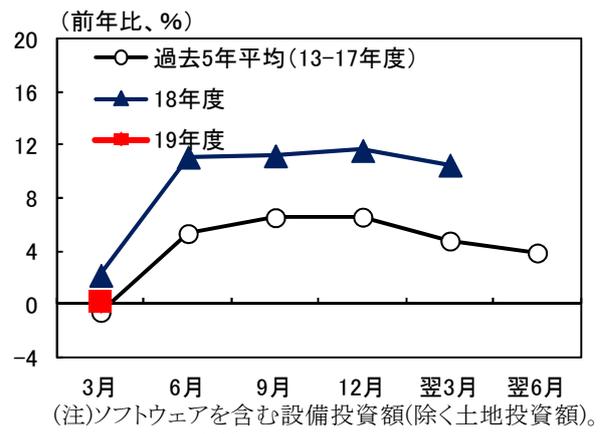
冒頭に述べた通り、足元で設備投資の下押し要因が複数あり、加えて2019年5月初旬の米中貿易摩擦の悪化¹が中国景気および日本の輸出・生産に与える影響も心配されることから、2019年度以降の設備投資の伸び率は、低下基調で推移すると見ている。しかしながら、人手不足が誘引する投資が下支え役として底堅く推移するため、プラスの伸びを維持すると予想する。

図表6 今後3年間の設備投資増減率(上場企業)



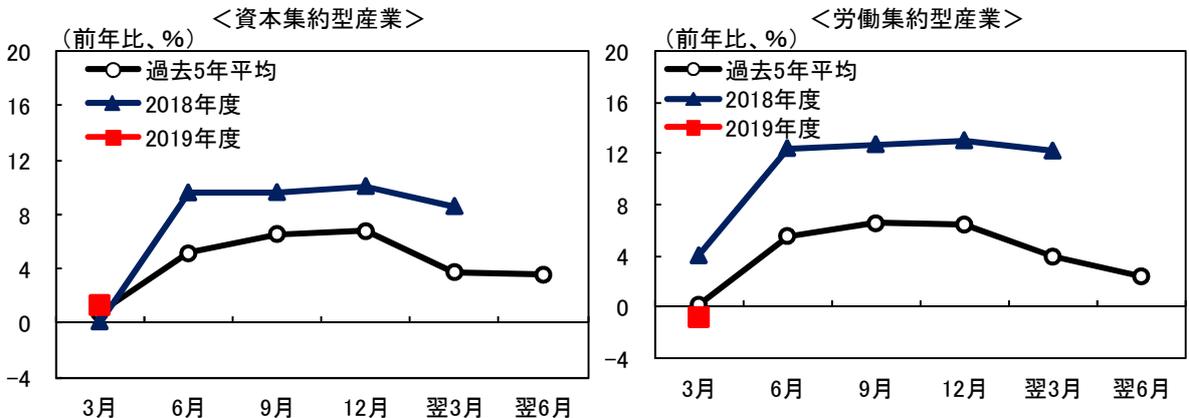
(資料)内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

図表7 設備投資計画修正パターン(全規模全産業)



(注)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)。翌6月は実績。
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

図表8 産業特性別の設備投資計画修正パターン(全規模)



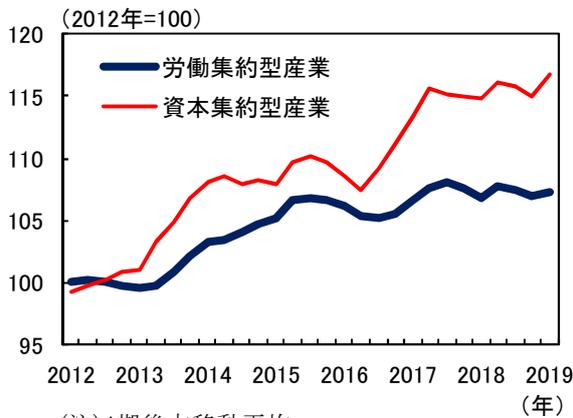
(注)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)。翌6月は実績。
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

¹ 2019年5月10日、米国トランプ政権は2000億ドル相当の中国製品への制裁関税率を10%から25%へ引き上げた。残された3250億ドル相当の中国製品にも制裁関税を課すことを検討すると発表している。

4. 労働集約型産業における労働生産性の改善は道半ば

設備投資により生産・事業活動現場の省力化・効率化が進めば、本来は日本企業の労働生産性を改善させる効果が期待できる。この点を確認するために、産業特性別の労働生産性²を算出した所、労働集約型産業では、資本集約型産業と比べて、労働生産性の改善が限定的であった(図表9)。資本集約型産業は、上下を伴いながらも上昇基調を示しているのに対し、労働集約型産業では2015年頃まで続いた増加基調が鈍化し、足元で横這いとなっている。労働集約型産業では、2015年頃まで人件費の削減や付加価値の上昇が労働生産性を押し上げたが、その後付加価値の増加と同時に人件費も増加したため、労働生産性は横這いとなってしまった(図表10)。

図表9 労働生産性



(注)4期後方移動平均。
(資料)財務省『法人企業統計季報』

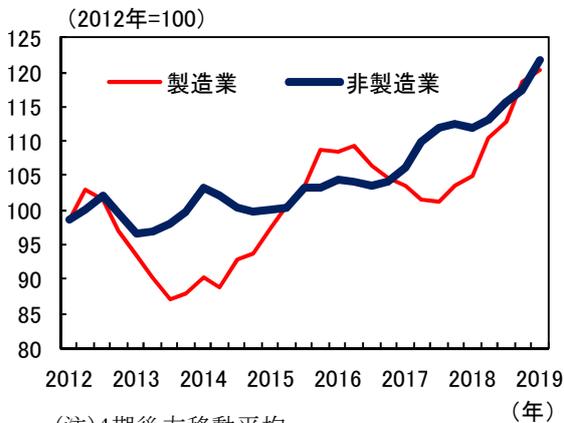
図表10 労働生産性(労働集約型産業)の要因分解



(注)4期後方移動平均。
(資料)財務省『法人企業統計季報』

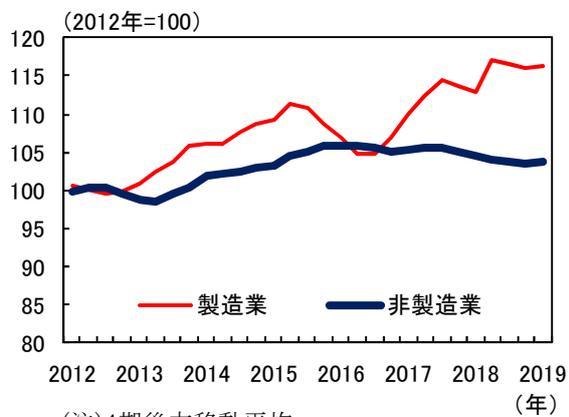
これは、労働集約型産業の設備投資が労働生産性改善に効果を発揮していないことを意味し、特に非製造業での改善が遅れている。労働集約型の製造業と非製造業の設備投資水準は、足元で、2012年と比較して同程度であるが(図表11)、非製造業の労働生産性の伸びは、製造業に劣位し、足元で弱含んでいる(図表12)。非製造業では雇用の逼迫度合いがより厳しく、人件費の伸び率が高くなる中で付加価値を増やせなかったことが背景にある(次頁図表13)。

図表11 労働集約型産業の設備投資



(注)4期後方移動平均。
(資料)財務省『法人企業統計季報』

図表12 労働集約型産業の労働生産性

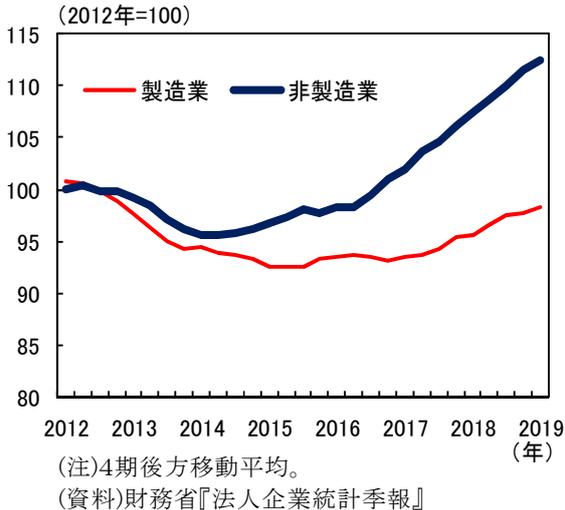


(注)4期後方移動平均。
(資料)財務省『法人企業統計季報』

² 法人企業統計上で、労働生産性は付加価値を人件費で除して算出。付加価値は、経常利益、減価償却費、人件費、支払利息等の合計値。

この間、第3次産業活動指数は上昇基調を続けていることから、非製造業の事業活動は拡大しており(図表 14)、それに労働投入の増加で対応してきたと言える。高齢者や女性の労働参加率の高まりに支えられて労働投入が増える中、設備投資は、労働需給の逼迫に伴う人件費の増加に追い込まれる形で、最低限の範囲で進められてきた側面が強く、この程度の投資では労働生産性の改善には至らなかったということであろう。

図表 13 労働集約型産業の人件費



図表 14 第3次産業活動指数
＜労働集約型の非製造業＞



高齢者や女性の労働参加率の高まりは、早晚限界に達し、日本の労働力人口は減少に転じよう。そうなれば、従来同様に労働投入を増やすことは出来なくなり、生産・事業活動を拡大させるためには、労働生産性の改善が不可欠となる。現時点で労働集約型とされる産業も徐々に、資本集約型産業へと近付いて行かざるを得なくなると考えられる。今後は、人件費の増加に並行して設備投資を増やすのではなく、労働生産性を高めることを目的に、デジタル化や機械化など新技術も活用して、質・量の双方の面で十分な設備投資が必要となろう。

少子高齢化に伴う労働力人口の減少で、潜在成長率が低下する見込みの日本経済にとって、労働生産性の改善は重要課題である。省力化・効率化のための設備投資が、労働生産性の劣る労働集約型産業で継続的に実施されなければ、日本の潜在成長率は少子高齢化による低下基調から抜け出せず、長期的にマイナスに転じる可能性がある。この点で、労働集約型産業の設備投資は、日本の中長期的な成長力を見ていく上で、重要なポイントになると考えられる。

(経済調査チーム 岩橋 淳樹 : Iwahashi_Junki@smtb.jp)

参考図表 1 産業分類表

	労働集約型産業	資本集約型産業
製造業	繊維工業 木材・木製品製造業 印刷・同関連業 窯業・土石製品製造業 金属製品製造業 はん用機械器具製造業 生産用機械器具製造業 業務用機械器具製造業 電気機械器具製造業 情報通信機械器具製造業 その他の輸送用機械器具製造業 その他の製造業	食料品製造業 パルプ・紙・紙加工品製造業 化学工業 石油製品・石炭製品製造業 鉄鋼業 非鉄金属製造業 自動車・同附属品製造業
非製造業	農業、林業 漁業 建設業 情報通信業 陸運業 その他の運輸業 その他の物品賃貸業 宿泊業 飲食サービス業 生活関連サービス業 広告業 その他の学術研究、専門・技術サービス業 教育、学習支援業 医療、福祉業 職業紹介・労働者派遣業 その他のサービス業	鉱業、採石業、砂利採取業 電気業 ガス・熱供給・水道業 水運業 卸売業 小売業 不動産業 リース業 娯楽業 純粋持株会社

(注) 製造業、非製造業別に分類。法人企業統計の全業種の内、売上高人件費率(売上高に占める人件費の割合)の過去10年平均(2009年～2018年)を、製造業・非製造業別に全体平均以上の業種を労働集約型産業、それ以外を資本集約型産業と機械的に分類。

(資料) 財務省『法人企業統計季報』

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

欧州経済観測 2019年度上期

～外需悪化の影響が景気後退につながるか～

<要旨>

現在のユーロ圏は、内需が堅調に推移する一方、外需が低迷するという対照的な姿になっているが、この先直ぐに、外需低迷が内需に波及し、ユーロ圏の経済全体が後退局面に入るとは見えない。その理由は、雇用者の大半を占める非製造業部門で良好な雇用環境が維持されると見込めることや、輸出低迷の影響を受けやすい製造業でも設備投資を取りやめる動きは出ていないことにある。

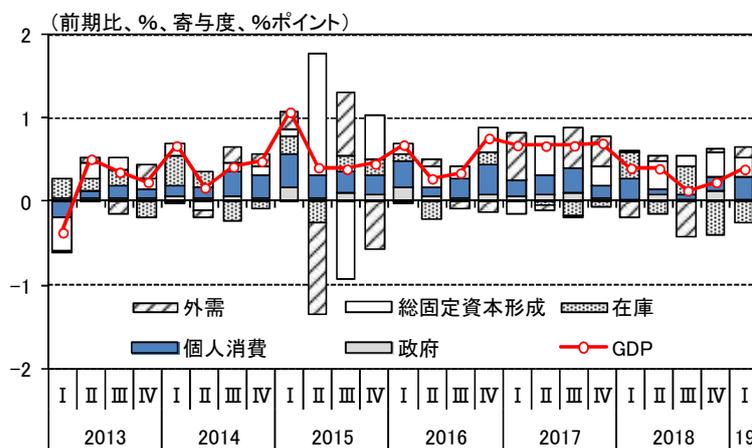
但し、米中摩擦の影響が中国景気の減速を通じて外需を更に下押しする可能性がある他、Brexit 問題の不透明感が一段と高まったことに加え、イタリアの財政問題が再浮上するなど、複数のリスク要因が浮上してきている。

こうした環境の下では、企業・家計ともに積極的な投資・消費行動を取ることができず、景気の力強い回復は見込めない。今後も一進一退の中で、景気下振れリスクが強く意識される局面が続こう。

1. ユーロ圏の堅調な内需、弱い外需

2019年1～3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、前期比+0.4%と2018年10～12月期の同+0.2%から加速し、2018年前半の成長率まで持ち直した(図表1)。但し、伸び率が高まった主因は、2018年10～12月期の大きく足を引っ張った在庫のマイナス幅がやや縮小したことや、外需のプラス寄与がやや高まったことにある。もともと外需や在庫は期毎に振れ幅が大きいこともあり、成長の加速は実感し難い。そうした中でも、内需の主要項目である個人消費と設備投資にあたる総固定資本形成は、それぞれ2018年10～12月期に前期比+0.3%、+1.4%、2019年1～3月期も同+0.5%、+1.1%と大きくプラスに寄与し、堅調さを示した。ユーロ圏の経済成長は内需が下支えている。

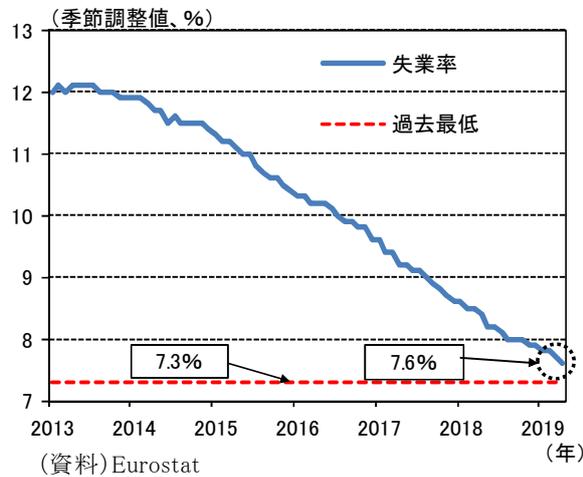
図表1 ユーロ圏実質 GDP 成長率の寄与度分解



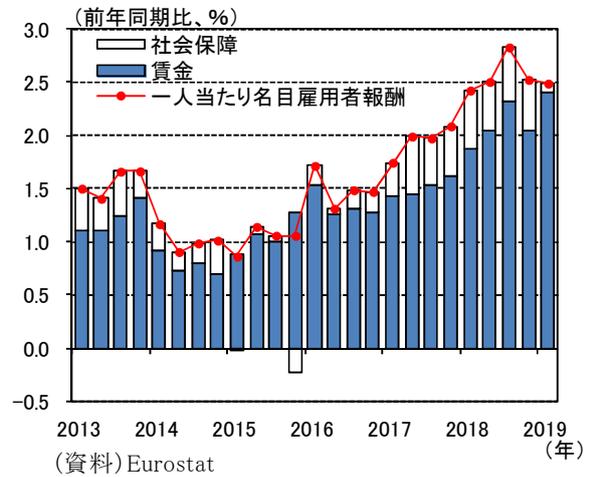
(資料)Eurostat

堅調な内需のうち、個人消費を支えているのは良好な雇用・所得環境である。2019年4月の失業率は7.6%と過去最低水準である7.3%に近づきつつある(図表2)。労働市場の逼迫を受け賃金上昇も続いており、一人当たり名目雇用者報酬も前年同期比+2.5%程度の伸びを続けている(図表3)。

図表2 失業率と見通し

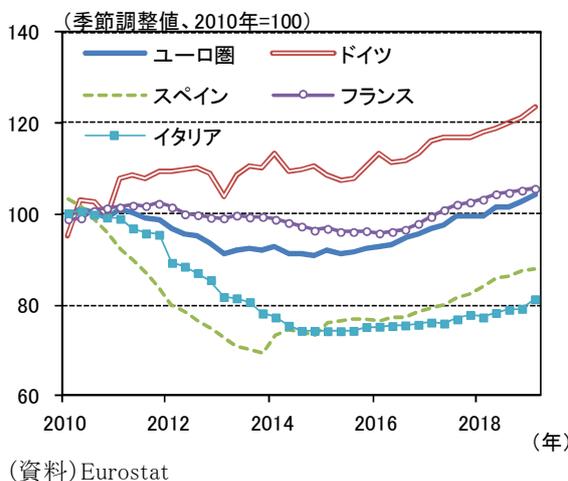


図表3 一人当たり名目雇用者報酬

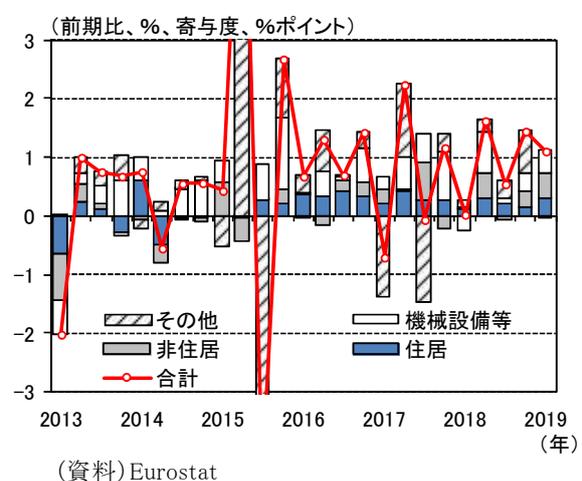


もう一方の総固定資本形成は、幅広く増えている。特に牽引役となっているのは建設投資であり、各国の建設投資は何れも増加基調にある(図表4)。更に中身を見ると住居用が安定してプラス寄与を保ち、足元では非住居用の建設投資も寄与度を高めている(図表5)。建設投資以外でも、機械設備などのプラス寄与が続いている。

図表4 ユーロ圏実質建設投資の推移

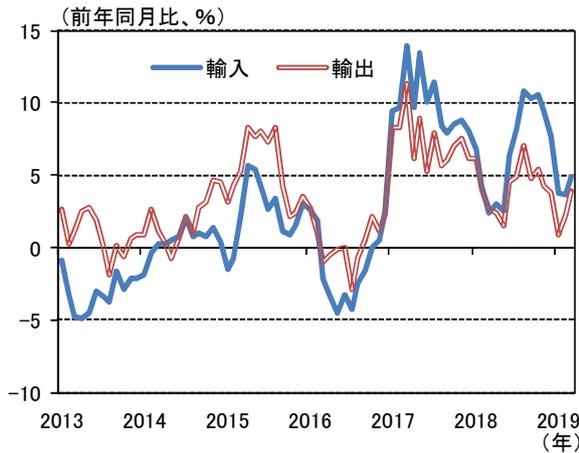


図表5 ユーロ圏総固定資本形成の寄与度分解



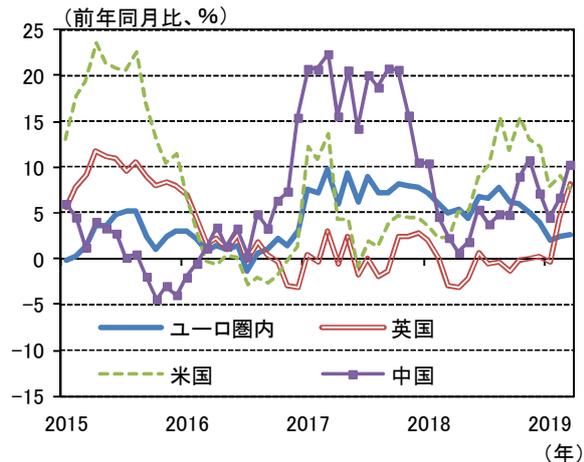
一方で、外需のプラス寄与の中身を見ると、輸入の減少幅が輸出のそれを上回ったものであり、貿易活動自体はこれまでの勢いを取り戻すには程遠い状況にある(次頁図表6)。外需の低迷でユーロ圏の輸出回復は遅れている。国別の輸出をみると、英国向けの回復は Brexit に備えた在庫積み増し需要に対応した一時的なものであり、中国向けも一旦は上向いているが中国経済の回復には黄色信号が灯っている。ユーロ圏内向けは横ばいで振るわず、米国向けも減速し始めている(次頁図表7)。

図表6 ユーロ圏輸出入の推移



(注)後方3ヶ月移動平均を使用。
(資料)Eurostat

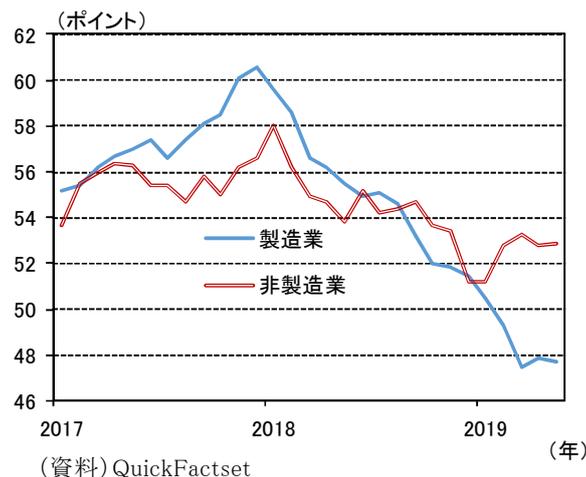
図表7 ユーロ圏からの国別輸出



(注)後方3ヶ月移動平均を使用。
(資料)Eurostat

以上の通り、ユーロ圏経済は外需が弱いものの、内需が堅調に推移していることで景気後退局面入りは回避しているというのが現状である。この構図は、製造業部門が弱くなっている一方で、非製造業部門が相対的に底堅く推移しているPMI指数の動きとも整合的である(図表8)。

図表8 ユーロ圏のPMI指数



(資料)QuickFactset

2. 今後のユーロ圏経済を見通す上でのポイント

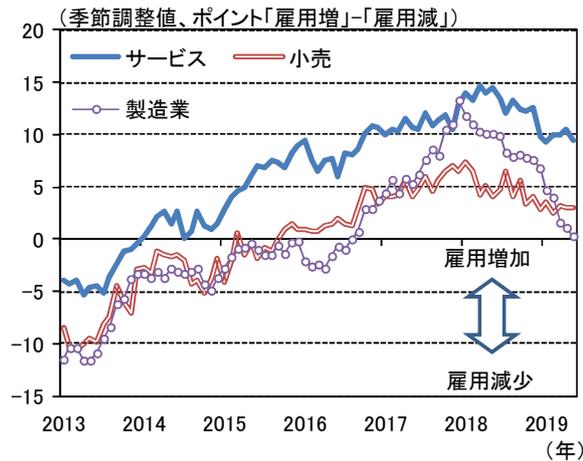
この先のユーロ圏経済を見通す上でのポイントは、外需低迷、輸出不振の影響が、ここまで堅調な内需にどこまで波及するかだと考えている。内需への負の波及経路を考えれば、まずは製造業において景況感が悪化し、設備投資が落ち込む、雇用環境も悪化し、消費にマイナスの影響を及ぼす、その次ぎに企業や家計のマインド悪化が、非製造業部門まで波及して圏内の経済活動全般の経済活動を萎縮させるというものであろう。

そうした観点から確認すると、製造業部門については、景況感を見るPMI指数の悪化に歯止めがかからない状況である(前掲図表8)。また、雇用環境を見ると、雇用見通しの数値は相当悪化し、既にゼロ近傍まで低下している(次頁図表9)。製造業部門に弱さがあることは間違いない。それでも、設備投資は、2019年の設備投資計画によると、スペインやイタリアがマイナス、ドイツとフランスがプラスと主要国内で温度差はあるものの、全体としては4%程度の伸びを示し、輸出環境が

弱くなる中でも、設備投資を取りやめる動きはまだ出ていない(図表 10)。

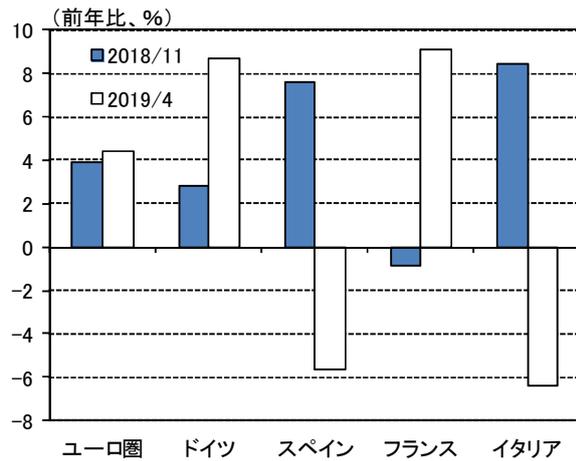
他方の非製造業を見ると、PMI 指数は製造業と同様に2018年初にピークをつけてはいるが、足元は上向き底堅く推移している(前掲図表8)。雇用環境についても、ユーロ圏の雇用者の大半を抱える非製造業のサービス、小売業の雇用見通しはプラス圏内にあり、特にサービス業はかなりの高水準で推移している(図表9)。雇用環境の悪化が非製造業まで広がり、家計所得全般の安定的な増加基調を損なうことまでは懸念される状況にない。

図表9 ユーロ圏の産業別の3ヶ月先の雇用見通し



(資料)EC

図表 10 ユーロ圏 2019年製造業の実質設備投資計画

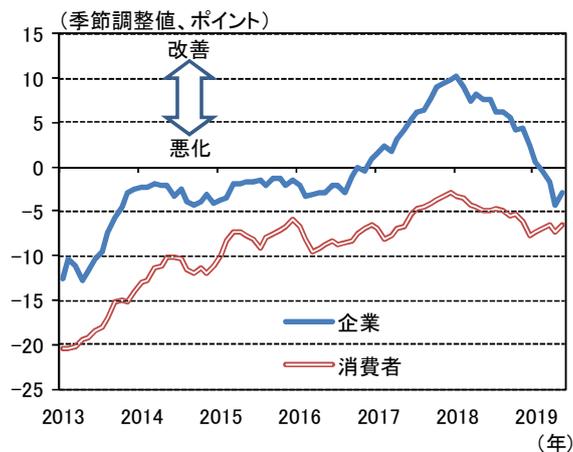


(資料)EC

以上から、全面的な景気後退に至るまでには、まだかなりの距離があると考えるのが妥当である。また、足元で ECB の金融政策は金融緩和へ傾いており、これも下支えになると見ている。

それでも、外需の低迷が長期かつ深いものとなれば、負の影響が経済全般に波及するリスクは残っており、注意の目は残しておくべきである。例えば、ユーロ圏の企業と消費者の信頼感指数を見ると、業種を問わない企業全般の信頼感指数は悪化を示している(図表 11)。

図表 11 ユーロ圏の企業と消費者の信頼感指数



(資料)EC

次の章では、外需の低迷を深刻化させるリスク、加えて他のルートから内需を下振れさせるリスクの幾つかを詳しく見ていく。

3. 域内外の下振れリスク

(1) 貿易摩擦がドイツに及ぼす影響

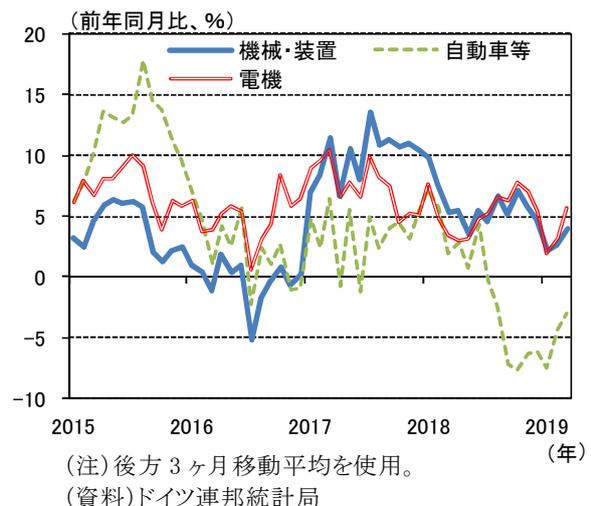
先の通り、ユーロ圏経済全般は堅調を維持しているが、牽引役と呼べるドイツ経済は2018年後半から減速している。その主要因は、EUが9月に導入した新燃料規制による自動車生産の落ち込みと、2018年末に起きたライン川の水位低下による流域周辺の化学関連企業の生産抑制という、二つの特殊要因による輸出の低迷と見られ、そのため、2019年以降はこれら供給側の特殊要因が剥落することで回復に向かうと見られていた。

ところが、米国、中国、英国など主要国への輸出は弱いままである(図表12)。輸出を財別にみると、自動車などだけでなく、機械・装置、電機など輸出比率の高い品目の回復も遅れていることは、足元の輸出低迷が供給側の要因だけでなく、外需の低迷も背景にあることを裏付けている(図表13)。特に、過去数年と比べて輸出伸び率の落ち込みが大きい中国は、過剰設備・過剰債務の構造改革へ取組む最中に、米国との貿易摩擦問題が深刻化し、緩和政策を講じても景気低迷から脱することができるか微妙である。ドイツの対中輸出依存度は2.6%と、ユーロ圏平均の1.4%を大きく上回るため、中国の景気減速がドイツに及ぼす影響は大きい。

図表12 ドイツの国別輸出の推移

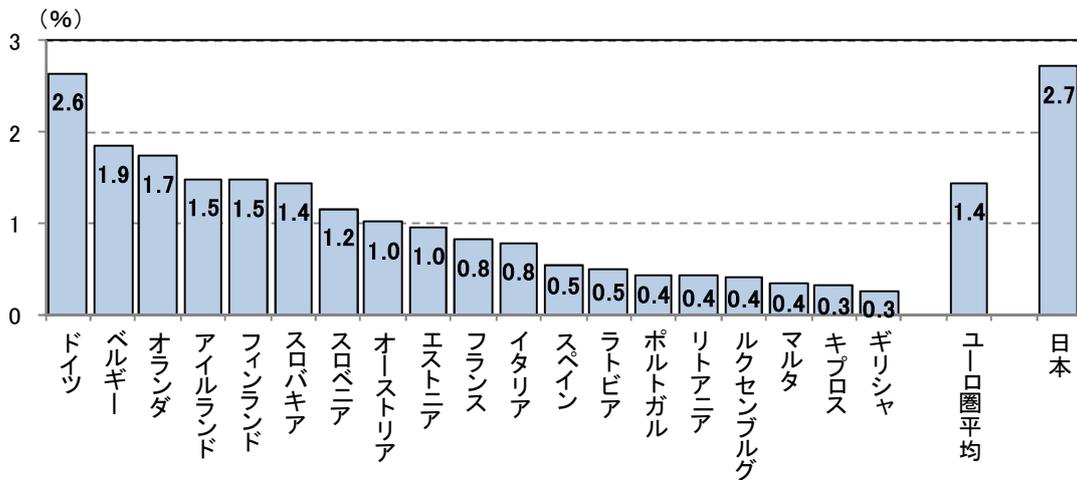


図表13 ドイツの財別輸出の推移



加えて、米国とEU間の通商交渉も下振れリスクである。再選を目指すトランプ大統領は、米中間の通商交渉が行き詰った場合、国民へのアピールのためEUに対する通商交渉圧力を強める虞がある。特にドイツの対米黒字額は中国、メキシコに次ぐ世界第3位(2018年)であり、最大の輸出産業である自動車関連財への追加関税措置がとられる可能性もある。これが実現した場合は、ドイツ経済へのマイナスインパクトが大きくなる。輸出依存度の高いドイツにとって、外需の低迷と輸出産業への打撃は何れも大きなマイナス材料であり、それはすなわちユーロ圏全体のマイナス材料となる(次頁図表14)。

図表 14 ユーロ圏各国の対中輸出依存度
(GDPに占める対中輸出額の比率、2017年)



(資料)IMF、UNCTAD のデータを元に三井住友信託銀行調査部作成

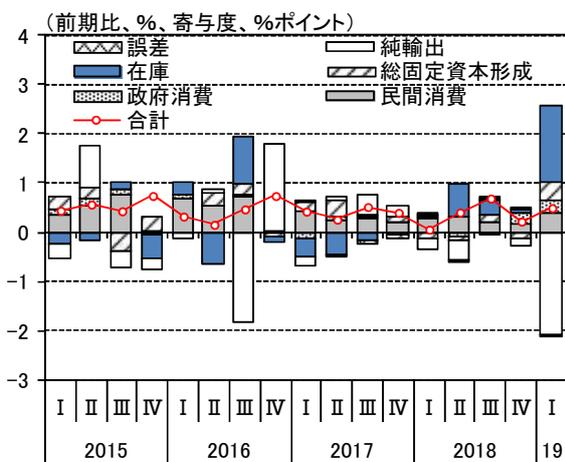
(2)Brexit 問題がユーロ圏経済に及ぼす影響

2019年3月29日に予定されていた英国のEU離脱期限は、10月31日まで延期が決定されたが、先行きの不透明感は一層増している。メイ首相が保守党党首を辞任し、次期党首選では強硬離脱派のボリス・ジョンソン前外相が有力視されており、「合意なき離脱」の懸念が高まっている。

一方、経済面では、2019年1～3月期の実質GDPが前期比+0.5%となり、2018年10～12月期の同+0.2%から伸びが高まった(図表15)。一見すると景気は堅調にも見える。但し、今回の実質GDPの伸びは、Brexitに備えた政府部門の支出と企業部門の在庫積み増しに押し上げられた面が大きく、来期はこの反動が予想される。

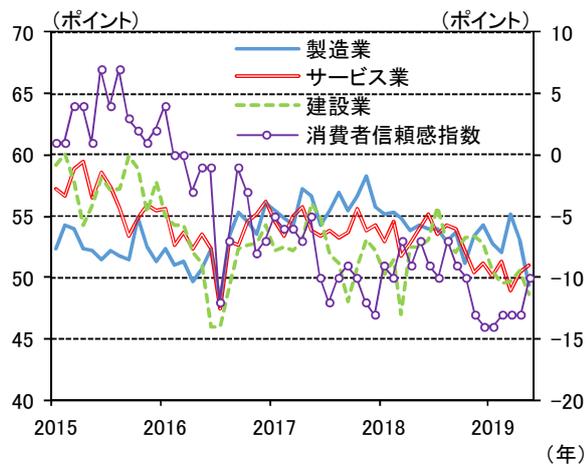
今のところ、英国でも所得、雇用環境が良好なため、個人消費が下支えになることで、2019年を通じてマイナス成長は避けられるとみているが、Brexit問題の長期化で消費・企業マインドは低迷している(図表16)。この先、英国の消費と投資が減速し、ユーロ圏においては英国向けの輸出が低迷する懸念がある。

図表 15 英国実質 GDP 成長率の寄与度分解



(注)後方3ヶ月移動平均を使用。
(資料)Eurostat

図表 16 英国 PMI と消費者信頼感指数



(資料)QuickFactset

(3) イタリア財政問題が経済に及ぼす影響

イタリアでは、2018年6月に「五つ星運動」と「同盟」の連立によってポピュリスト政権が発足し、財政拡張を志向したため、EUとの財政規律を巡る対立が表面化している。

イタリアは、中小零細企業を中心に生産性が低く、また高齢化の進展、過大な政府債務、脆弱な銀行部門、更には国内の南北経済格差など、構造的な問題を抱えている。そのため、低成長の下で財政規律を遵守すると景気が悪化しやすい。逆に財政再建の遅れにもつながりかねない。

実際、EUの勧告に基づき一定の是正措置を講じた結果、イタリアの景気は減速し、財政収支対GDP比率の見通しが、19年▲2.5%、20年▲3.5%に上昇する見通しとなった。これはEUの財政規律目標「▲3%以内」を超えるため、同委員会は今後、同国に対して是正措置や、最大30億ユーロの制裁金を課す公算が高まっている。財政を緊縮と拡張のどちらに傾けても、安定成長と財政再建に至らないというジレンマがイタリアの政策の舵取りを難しくしている。イタリアの景気減速は、もともとあった不良債権問題を再び深刻化させる虞もある。

こうした構造的な問題は、イタリアに留まらず、ギリシャやポルトガルなど他のファンダメンタルズが弱い国も巻き込み、危機が再燃しやすい状況が続く原因になっている。こうした問題が顕在化すれば、ユーロ圏内の家計・企業のマインド悪化の他、先行き金融、国債市場の動揺など金融面から実体経済へ悪影響が及ぶことが懸念される。

4. まとめと見通し

ユーロ圏経済は、内需が堅調に推移しており、外需の弱さが経済全般に波及し、全面的な景気後退に至るまでには、まだかなりの距離があると考えている。

しかしながら、域内にはドイツとイタリア、域外には英国のBrexit問題をはじめとして、域内外に複数のリスク要因を抱え、景気下振れ懸念には事欠かない。特にイタリアとEUの財政運営を巡る対立は、不十分な財政統合というEUが抱える構造的な問題が背景にあり、解決は容易ではなく今後も再燃を繰り返す可能性が高い。

英国も次期首相にボリス・ジョンソン前外相が有力視されるなど、Brexit交渉に関する不透明感の強まりと、消費者と企業マインドの一層の悪化は避けられない状況にある。こうした環境下では、企業・家計ともに積極的な投資・消費活動に出ないため力強い回復は見込めず、景気下振れリスクが強く意識される局面が頻繁に訪れるとみられる。

(ロンドン分駐 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。