

2014年7月18日 全7頁

欧州経済見通し ドイツの減速は一時的

低インフレが長期化するユーロ圏

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

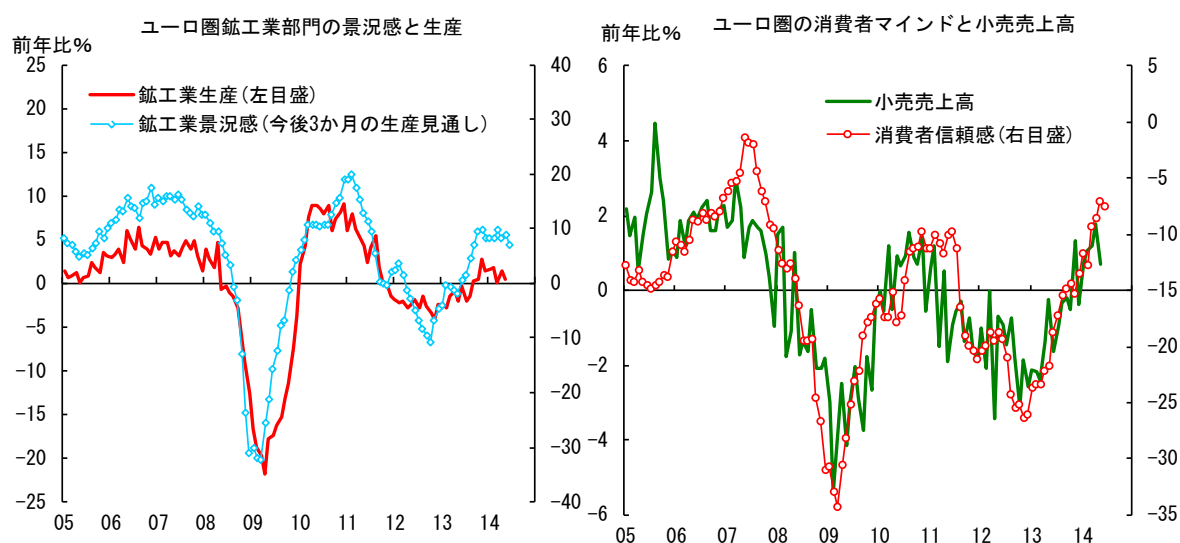
- ユーロ圏の景気回復を牽引してきたドイツの5月の生産、輸出、小売売上高がそろって前月比マイナスとなった。ドイツの景気回復が息切れしてしまった場合、現在のフランスやイタリアにドイツの代わりを務める力はなく、ユーロ圏全体でも景気失速を懸念せざるを得ない。ただ幸いなことに、米国と中国という2大輸出相手国でこのところ景況感改善がみられる。また、ドイツの消費者マインドも6月に好転し、7月に一段と改善することが示唆されている。ドイツ景気の足元の不調は一時的なもので、ユーロ圏経済はECB（欧州中央銀行）が繰り返し言及しているように景気下振れのリスクを抱えつつも、緩やかな景気回復を継続すると予想される。
- ユーロ圏では低成長を背景に低インフレの長期化が見込まれる。6月の消費者物価上昇率は前年比+0.5%と5月と同水準にとどまった。デフレ回避を目的とした大規模な国債買取や、ユーロ安実現を意図した為替介入などの要請がECBに対して一段と高まっているが、ECBにおいてこれらの意見が多数派となる可能性は低い。ECBは6月に発表したTLTRO（企業向け貸出増を意図した長期オペ）の実施やABS市場の整備を進めつつ、景気と物価動向を注視することになる。
- 英国では4四半期連続で前期比+0.7%以上の高成長が続いてきたが、5月の鉱工業生産や小売売上高にやはり減速の兆しがみられる。ただし、これは住宅取得奨励策の見直しなどを通じた過熱抑制策が奏功した結果で、スピード調整にとどまると考えられる。失業率が5年半ぶりに6.5%に低下するなど雇用改善が一段と進んでおり、個人消費が主導する景気回復は年後半も継続しよう。6月の消費者物価上昇率は前年比+1.9%とやや加速したが、賃金上昇率は低水準に抑制されており、物価高騰が懸念されるまでにはまだしばらく猶予があると考えられる。

ユーロ圏経済

景気回復に黄色信号？

ユーロ圏の景気回復の足取りが重くなっている。5月の鉱工業生産は前月比-1.1%（前年比+0.5%）と落ち込み、小売売上高は同横ばい（前年比+0.7%）にとどまった。景気先行指標である企業景況感（今後3か月の生産見通し）は2014年初めまでは明確な改善をみせていたものの、その後は半年近く膠着状態にある。例えば、企業景況感の一つである「鉱工業部門の今後3か月の生産見通し」は、悪化に転じたとはまだ判断されないが、改善が足踏みしてしまっている。

図表1 ユーロ圏の景気回復の足取りが鈍化



(出所) Eurostat データより大和総研作成

中でも気がかりなのは、ここまでユーロ圏の景気回復を牽引してきたドイツの不調である。ドイツの5月の鉱工業生産は前月比-1.4%、小売売上高は同-0.6%、さらに輸出は同-1.1%とそろって落ち込んだ。ドイツのGDP成長率は1-3月期に前期比+0.8%と高い伸びを記録したが、これは天候要因など一時的な押し上げ効果が入ったため、4-6月期に成長率が鈍化することは以前から予想されていた。ところが、5月の景気指標の悪化により、4-6月期の成長率が予想以上に鈍化する懸念が浮上している。ドイツの市場関係者（ファンドマネージャーやアナリスト）に6か月後のドイツ経済見通しを聞いているZEW指数は、この7月に19か月ぶりの水準に低下し、1991年12月の統計開始以来の平均値を辛うじて上回っている。

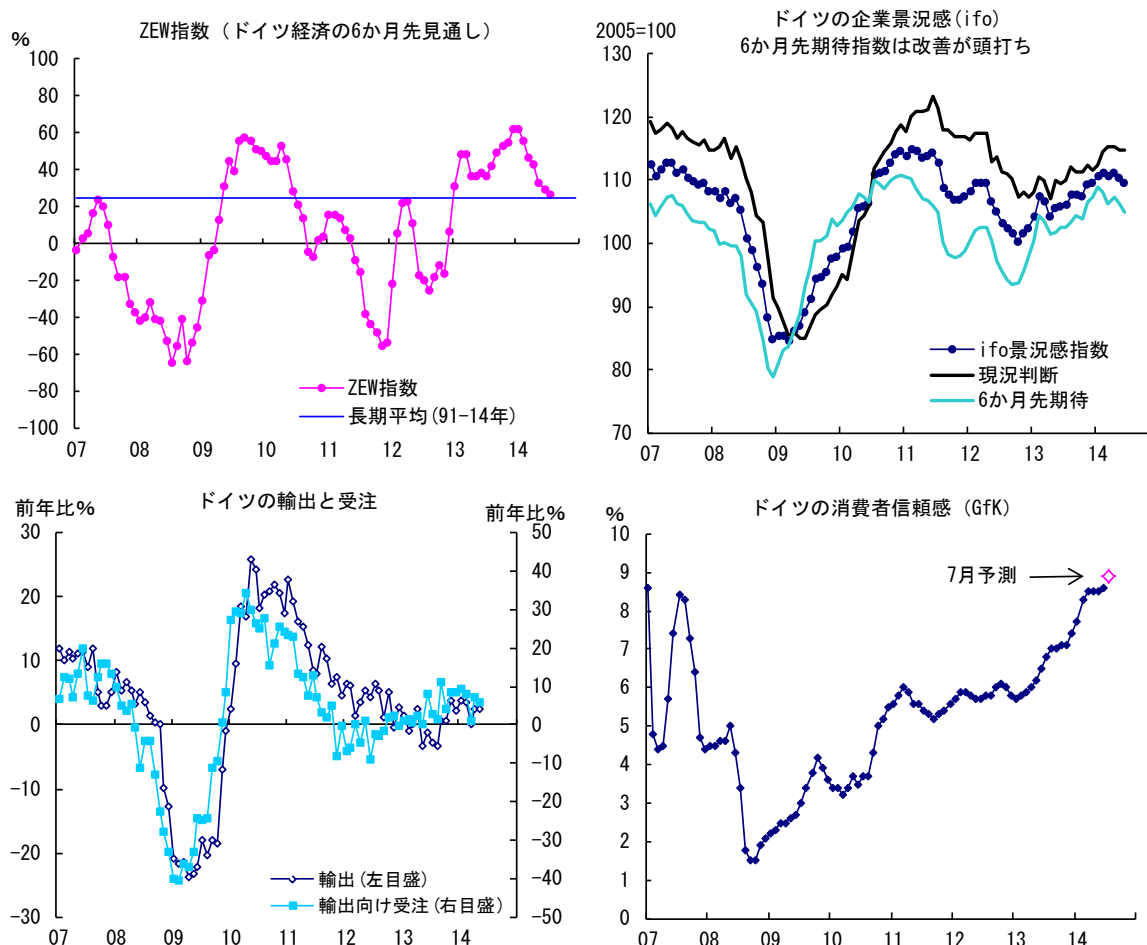
ドイツの景気回復がなかなか軌道に乗らない原因は、輸出の回復が期待外れに終わっていることにある。過去20年のドイツの景気回復期には輸出がまず拡大してそれが生産や投資の回復につながるのが通例であったが、景気回復期に入ったはずのここ1年のドイツの輸出は一進一退にとどまっている。EU向けの輸出が持ち直してきた反面、ロシア、トルコに加えて、アフリカや南米のエマージング諸国向けの輸出が不振となり、さらに米国と中国向けの輸出も期待したほど加速してきていない。

ドイツ景気が失速してしまった場合、欧州経済は牽引役不在となるだろう。住宅市場の活況が景気拡大の原動力となっている英国は例外となる可能性があるが、それ以外の国に関してはドイツが景気回復の原動力となっている。このところ欧州で高い経済成長を達成しているのは、ポーランド、ハンガリー、チェコといった中東欧諸国だが、これらの国々はドイツとの経済関係が特に強い。経済規模の大きさではフランス、イタリアがドイツに次ぐが、この両国は財政健全化と競争力向上のための構造改革にまず取り組む必要があり、当面、ドイツの代役を期待することは難しい。

ドイツの景気減速は一時的となるう

ドイツの景気回復は腰折れしてしまうのだろうか。そのリスクがないわけではないが、可能性は低いと予想する。第1の理由は、ドイツにとって重要な輸出相手である中国と米国の需要が拡大傾向にあるためである。中国経済は4-6月期に前年比+7.5%成長に加速し、米国経済も1-3月期のマイナス成長は一時的な落ち込みで、4-6月期は力強い回復を遂げたと推測される。ドイツの輸出向け受注は2013年に前年割れしたあと、この5月まではごく緩やかな回復にとどまっているが、今後伸びが加速し、それが輸出の回復にもつながることが期待される。

図表2 ドイツでは企業景況感が悪化している一方、消費者マインドは改善



(出所) ZEW、ifo 経済研究所、GfK、ドイツ連銀データより大和総研作成

第2の理由は、今回の景気回復局面はドイツにとって久々に個人消費が主役の一端を担う回復になると見込まれる中で、消費者のマインドが一段と改善してきているためである。調査会社のGfKが発表しているドイツの消費者信頼感¹は2014年3月から5月にかけて8.5%と高水準ではあるものの横ばい推移となっていたが、6月に8.6%に改善し、さらに7月予想が8.9%と一段と強気になっている。ドイツでは2009年半ば以降の失業率の低下が、ここにきて賃金上昇に反映されつつあり、2014年上半期に妥結した賃金交渉で平均して前年比+3%の賃上げが合意された。他方で消費者物価上昇率が低下しているため、実質賃金上昇率が前年比+2%程度と見込まれる。ただ、6月の消費者信頼感の改善は、家計所得見通しの改善ではなく、景気見通しの改善と消費意欲の向上によってもたらされた。ECB（欧州中央銀行）による追加緩和政策で市場金利が一段と低下し、預金金利にも低下圧力がかかっていることから、家計の貯蓄意欲が低下した可能性が考えられる。

ECBの夏休みの宿題

ドイツ経済は失速を回避し、ユーロ圏経済は景気回復を継続すると予想されるが、この景気回復はごく緩やかなペースでしか進まず、ユーロ圏の低インフレ状態は長期化しよう。6月のユーロ圏の消費者物価は前年比+0.5%と5月と同水準にとどまった。なお、6月は食品価格の下落が物価押し下げに寄与したため、食品・エネルギー・アルコール・たばこを除いたコア物価は5月の前年比+0.7%から6月は同+0.8%に若干上昇した。ECBは今後数か月のインフレ率は現行水準付近で推移したのち、緩やかに上昇してくるとの見通しをメインシナリオにしており、これを脅かすようなインフレ期待の大幅な低下が生じた場合には、国債買取を通じた資金供給策を実行するとしている。

これに対して、デフレ回避を目的とした大規模な国債買取を即座に実行すべきとの見解がIMFなどから出され、またフランス政府や大手企業などからはユーロ安実現を意図した為替介入の要請が一段と高まっている。とはいえ、ECBにおいてこれらの意見が多数派となる可能性は低い。ECBとしては6月に発表したTLTROの実施やABS市場の整備を進めつつ、景気と物価動向を注視することになる。

英国経済

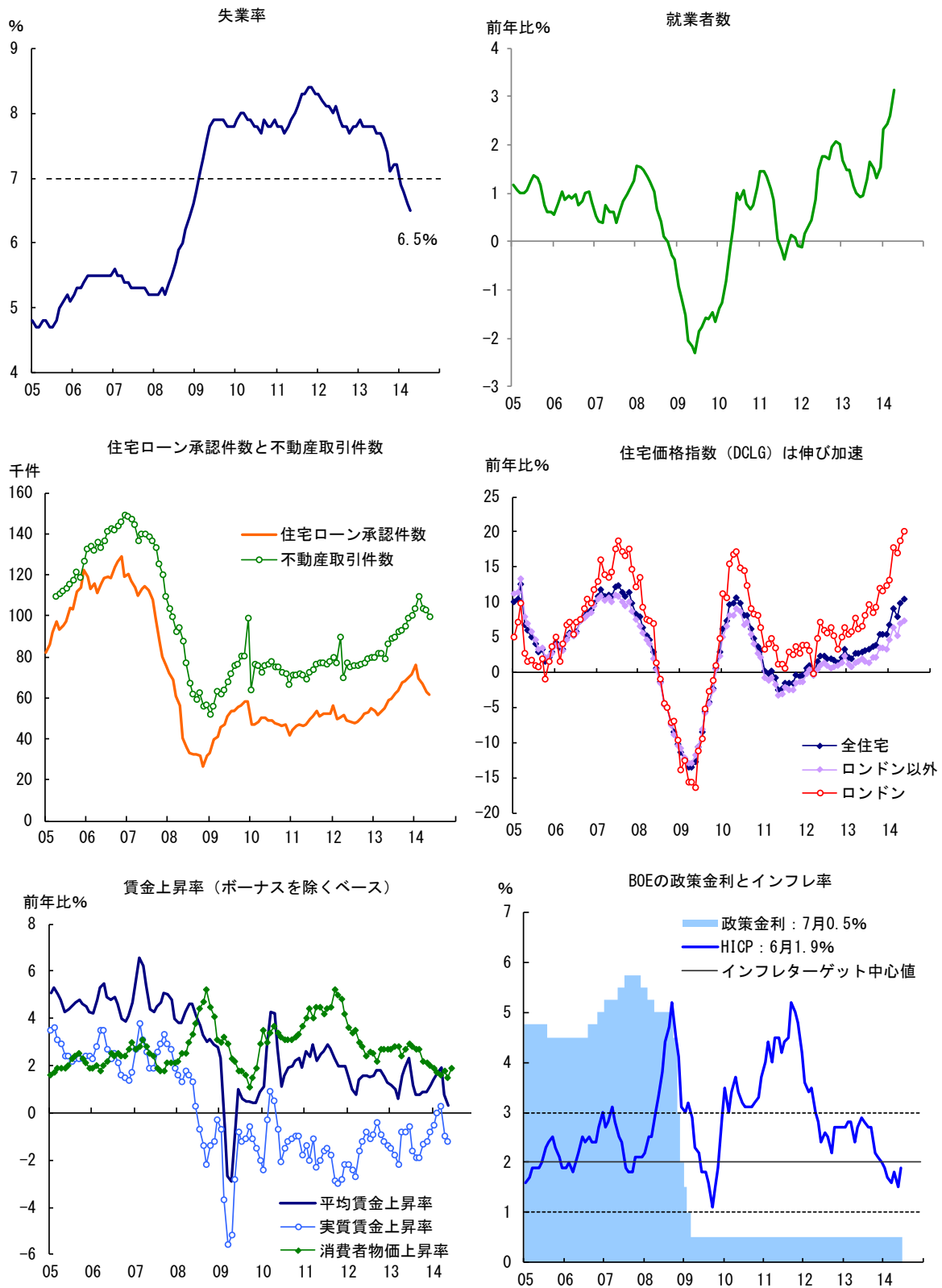
英国経済は2013年4-6月期から4四半期連続で前期比+0.7%以上の高成長を続けてきたが、2014年4-6月期に関しては回復ペースがやや鈍化したと推測される。5月の小売売上高は前月比-0.5%、鉱工業生産は同-0.7%とそろって落ち込んだ。生産の落ち込みの一因は、EU諸国の需要回復の遅れを反映して、英国の輸出不振が継続していることにあると考えられる。

とはいえ、英国にとってはるかに重要な内需に関しては、引き続き強気でみるべき材料が多い。内需ではむしろ住宅価格の上昇加速に象徴される過熱感が一部に出てきており、これを調整する目的で住宅奨励策の見直しが進められ、それが不動産取引件数や住宅ローン承認件数の増加頭打ちにつながっている。5月の小売売上高の調整は、このスピード調整の一環と判断される。英国では消費者も企業も景況感が過去最高水準にあるが、それを支えているのが雇用改善である。3-5月平均の失業率はほぼ5年半ぶりとなる6.5%まで低下し、16歳以上の就業率は59.8%に上昇してリーマン・ショック前の水準を回復した。また、就業者数の増加ペースが加速しており、前年比の伸び率が+3%台に加速した。個人消費が主導する景気回復は年後半も継続しよう。

一方、賃金上昇率は引き続き低水準で、5月はボーナスを含むベースでは前年比+0.4%、ボーナスを除くベースでも同+0.6%にとどまった。5月の消費者物価上昇率は同+1.5%であったため、実質賃金上昇率はマイナスの伸びが継続している。なお、実質賃金上昇率が2008年半ば以降、ほぼ一貫してマイナスだったのにもかかわらず、個人消費主導の景気回復が実現しているのは、就業者数の増加、給与所得以外の所得増、貯蓄の取り崩しなどが貢献している。2014年1-3月期の家計可処分所得は前年比+4.0%の伸びとなった。ところで、賃金上昇率に関しては、1人当たりの就業時間が継続的に伸びていることに加え、最近になって新規雇用者や非正規雇用者の賃金上昇率が加速しているとの報告があり、上昇圧力が徐々に高まっていると考えられる。

英中銀(BOE)のカーニー総裁は6月に、2014年中に利上げが開始される可能性があることを示唆したが、他方でその決定は今後の経済データ次第としている。6月の消費者物価上昇率は前年比+1.9%とやや加速したとはいえ、BOEのインフレ・ターゲットの中心値である同+2%と適合する。賃金上昇率の動向次第ではあるが、物価高騰が懸念されるまでにはもうしばらく猶予があると考えられる。

図表3 英国経済：内需主導の景気回復が進展



(出所) 英国統計局 (ONS)、BOE データより大和総研作成

<欧州経済・金利見通し>

ユーロ圏経済見通し

	2013 通年	2014				通年	2015				通年
		Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4	
前期比年率											
国内総生産	-0.4%	0.8%	1.1%	1.4%	1.2%	1.0%	1.5%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%
┆ 民間消費支出	-0.7%	0.6%	0.5%	0.7%	0.8%	0.6%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%
┆ 政府消費支出	0.1%	2.7%	0.4%	0.8%	0.4%	0.8%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%
┆ 総固定資本形成	-2.9%	0.7%	0.8%	2.4%	2.8%	1.8%	2.8%	3.6%	2.8%	2.0%	2.7%
┆ 輸出等	1.4%	0.7%	1.6%	2.8%	3.2%	2.7%	4.1%	4.5%	4.9%	4.9%	4.3%
┆ 輸入等	0.4%	3.3%	0.4%	2.0%	2.8%	2.7%	4.1%	4.9%	5.3%	4.9%	4.3%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	-0.4%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
┆ 民間消費支出	-0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%
┆ 政府消費支出	0.1%	0.7%	0.7%	0.6%	1.1%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
┆ 総固定資本形成	-2.9%	1.7%	1.8%	1.9%	1.7%	1.8%	2.2%	2.9%	3.0%	2.8%	2.8%
┆ 輸出等	1.4%	4.0%	2.1%	2.6%	2.1%	2.7%	2.9%	3.6%	4.2%	4.6%	3.8%
┆ 輸入等	0.4%	4.1%	2.6%	2.1%	2.1%	2.7%	2.3%	3.4%	4.3%	4.8%	3.7%
鉱工業生産 (除建設)	-0.7%	1.4%	0.6%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%
実質小売売上高	-0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	1.4%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.4%	1.2%
消費者物価	1.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%
生産者物価	-0.4%	-1.6%	-1.0%	-0.6%	0.3%	-0.7%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
失業率	12.0%	11.7%	11.6%	11.5%	11.5%	11.6%	11.5%	11.4%	11.3%	11.4%	11.4%
10億ユーロ											
貿易収支	168.1	45.5	44.0	40.0	35.0	164.5	32.0	29.0	20.0	20.0	101.0
経常収支	230.2	66.8	62.8	52.3	45.8	227.6	43.3	44.8	31.3	30.8	150.2
財政収支	-290					-246					-231
独 国債10年物(期中平均)	1.64%	1.69%	1.43%	1.18%	1.23%	1.38%	1.30%	1.36%	1.40%	1.42%	1.37%
独 国債2年物(期中平均)	0.14%	0.15%	0.10%	0.02%	0.04%	0.08%	0.06%	0.08%	0.10%	0.10%	0.09%
欧 政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%

(注) 2014年Q1まで実績値(消費者物価と金利は同Q2まで実績値)。それ以降は大和総研予想
(出所) EU統計局(Eurostat)、欧州中央銀行(ECB)、大和総研

英国経済見通し

	2013 通年	2014				通年	2015				通年
		Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4	
前期比年率											
国内総生産	1.7%	3.3%	2.6%	2.4%	2.7%	2.9%	2.0%	2.2%	2.0%	2.1%	2.3%
┆ 民間消費支出	2.2%	2.9%	2.2%	2.6%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.3%
┆ 政府消費支出	0.7%	-0.2%	0.4%	0.8%	1.6%	0.8%	2.0%	1.2%	0.8%	1.2%	1.3%
┆ 総固定資本形成	-0.8%	9.8%	4.9%	4.1%	4.1%	7.2%	2.8%	2.4%	2.0%	1.6%	3.1%
┆ 輸出等	0.5%	-0.3%	1.2%	2.8%	3.6%	0.6%	4.1%	4.1%	3.2%	3.6%	3.5%
┆ 輸入等	0.2%	-4.6%	4.1%	2.8%	3.2%	0.3%	3.2%	3.2%	2.4%	2.4%	3.1%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.7%	3.0%	3.0%	2.7%	2.7%	2.9%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.3%
┆ 民間消費支出	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%	2.6%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.1%	2.3%
┆ 政府消費支出	0.7%	1.8%	0.5%	0.1%	0.7%	0.8%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
┆ 総固定資本形成	-0.8%	9.7%	7.5%	6.0%	5.7%	7.2%	4.0%	3.3%	2.8%	2.2%	3.1%
┆ 輸出等	0.5%	0.5%	-1.5%	1.8%	1.8%	0.6%	2.9%	3.6%	3.8%	3.8%	3.5%
┆ 輸入等	0.2%	0.9%	-0.4%	-0.8%	1.3%	0.3%	3.3%	3.1%	3.0%	2.8%	3.1%
鉱工業生産	-0.4%	2.5%	2.3%	1.9%	2.0%	2.2%	1.7%	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%
実質小売売上高	1.6%	3.8%	4.6%	3.4%	3.2%	3.7%	2.9%	2.0%	2.7%	2.4%	2.5%
消費者物価	2.6%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	1.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%
生産者物価(出荷価格)	1.3%	0.6%	0.4%	0.1%	0.8%	0.5%	1.0%	1.6%	2.0%	2.3%	1.7%
失業率	7.6%	6.8%	6.4%	6.1%	6.0%	6.3%	6.0%	5.8%	5.6%	5.7%	5.8%
10億英ポンド											
貿易収支	-107.9	-26.5	-26.7	-28.1	-27.5	-108.9	-28.4	-27.9	-29.1	-28.1	-113.5
経常収支	-72.8	-18.5	-15.1	-18.1	-21.0	-72.7	-21.0	-15.6	-20.8	-18.9	-76.3
財政収支	-88.6	-6.1				-67.9					-62.1
国債10年物(期中平均)	2.36%	2.78%	2.67%	2.70%	2.86%	2.75%	2.92%	3.03%	3.08%	3.13%	3.04%
国債2年物(期中平均)	0.38%	0.56%	0.72%	0.88%	0.96%	0.78%	1.04%	1.12%	1.20%	1.35%	1.18%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%	1.25%

(注) 2014年Q1まで実績値(物価と金利は同Q2まで実績値)。それ以降は大和総研予想
(出所) 英国統計局(ONS)、英中銀(BOE)、大和総研