

2014年10月21日 全8頁

欧州経済見通し 勢いを失ったドイツ景気

投資促進を目指す政策の具体化は12月か

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- 世界的な株価急落の一因となったドイツの8月の鉱工業生産の急失速の背景には、今年に限って自動車工場の夏休みが8月に集中し、生産が急減したという特殊事情があった。9月の自動車生産台数は7月の水準まで持ち直しており、ドイツ経済の急失速を懸念するのは行き過ぎであろう。もっとも、企業景況感の悪化は秋になっても継続しているため、ユーロ圏の経済成長見通しを2014年+0.7%、2015年+0.9%に下方修正する。
- 国際社会のみならずドイツ国内からも「景気に配慮した財政政策」を求める声が高まっているが、ドイツ政府は財政健全化が最優先との姿勢を崩していない。この背景には、10月15日がユーロ圏各国が欧州委員会に2015年予算を提出する期限だった影響もあると見受けられる。フランスとイタリアの2015年予算案は、どちらもこれまで約束していた財政健全化の達成時期を先延ばしする内容となった。欧州委員会は10月末までにこの予算案の修正を求めるか否かを判断することになっている。欧州にとって望ましい着地点は、フランス、イタリアには財政健全化・構造改革推進を約束させる一方、財政健全化を達成した国が景気回復・雇用創出への貢献を求めることであろう。さまざまなせめぎ合いが12月のEU首脳会議まで続くと予想されるが、ドイツというハードルはかなり高いと懸念される。
- 英国では利上げの可能性が一段と後退したと判断される。世界景気の不透明感が高まったこと、また英国の消費者物価上昇率が9月は前年比+1.2%に低下したことが理由である。内需が牽引する英国では、2014年+3.0%、2015年+2.4%の堅調な成長となると予想される。ただ、賃金上昇率の加速がみられず、またポンド高、エネルギー価格下落など物価抑制要因が増えている中で、BOEはしばらく政策金利を据え置くと予想する。最初の利上げのタイミングを2015年1-3月期から7-9月期に変更し、その後の利上げ予想も順次後ろにずらした。

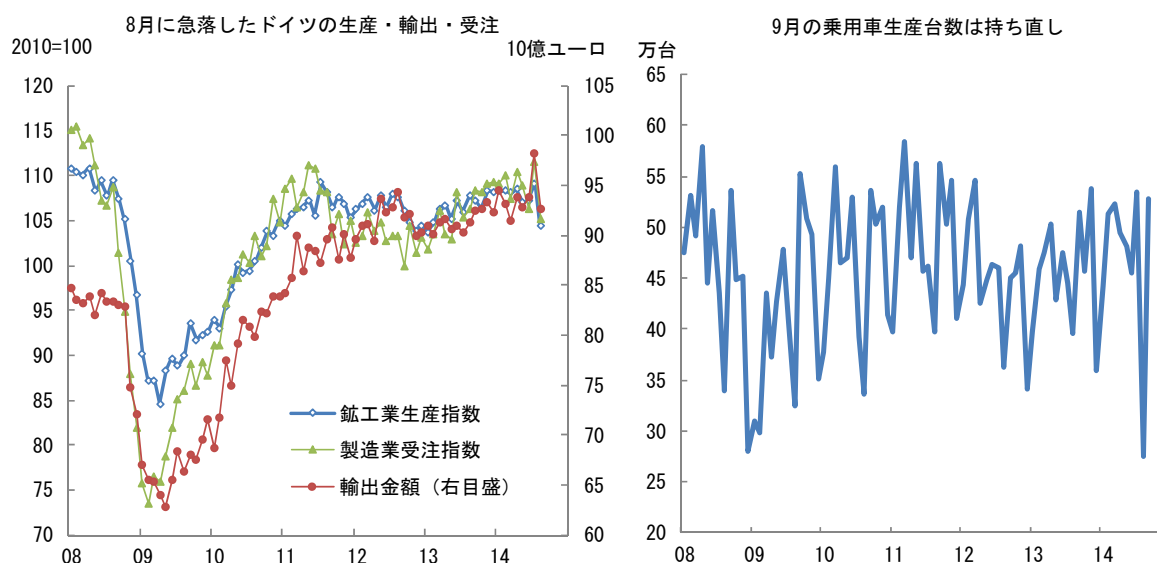
ユーロ圏経済

世界景気失速懸念の引き金を引いたドイツ

10月の金融市場は大荒れとなり、各国の株価指数が軒並み大幅下落する一方、米国、ドイツなど一部の国債に投資資金が集中した。背景には世界経済の失速懸念があった。ウクライナ、シリア、イランなどでの地政学的リスクの解決の見通しが立たず、またアフリカ発のエボラ出血熱の脅威が米欧にも拡散するなど問題が山積する中、ドイツの複数の経済指標が予想を大幅に下回る悪化をみせ、世界景気失速懸念の引き金を引いた。ドイツの8月の鉱工業生産は前月比-4.3%、輸出は同-5.8%、製造業受注は同-5.7%といずれもリーマン・ショック直後の2009年初め以来の大幅な落ち込みとなった。ここ数か月、ユーロ圏の景気停滞が懸念されてきたが、比較的堅調とみられてきたドイツの急失速でとどめを刺されたのである。

もっとも、ドイツの8月の統計には留意点がある。鉱工業生産の落ち込みの主因は自動車生産が前月比-25.4%と急減したことだが、これは自動車工場の夏休みが今年は例年になく8月に集中したことが原因とされる。工場の夏休みは学校の夏休み期間に配慮して決められるが、ドイツでは教育・文化政策は州政府の権限で、学校の夏休み期間も16州ごとにそれぞれ異なる。交通渋滞などの原因となるため、夏休み期間は6月から9月の間で分散して設定されるはずなのだが、今年の8月は「人口の90%超が夏休み期間中」が13営業日もあり、昨年と同2営業日と大差が出てしまった。ただ、ドイツ自動車産業連盟（VDA）によると、ドイツの乗用車生産台数は7月の53.5万台から8月に27.5万台へ急減したあと、9月は52.8万台に回復した。7-9月期合計では前年比-1.2%とやや減少したものの、ドイツでこの夏に起きていたことは、生産の急速な冷え込みではなく、「足踏み状態」であったと考えられる。なお、8月に集中した夏休みの影響を平準化する目的で、7-8月平均を4-6月平均と比較してみると、輸出は+2.0%と高い伸びを記録しており、受注は-0.2%とほぼ横ばい推移である。

図表1 8月に急失速したドイツ経済だが、9月には持ち直しが見込まれる

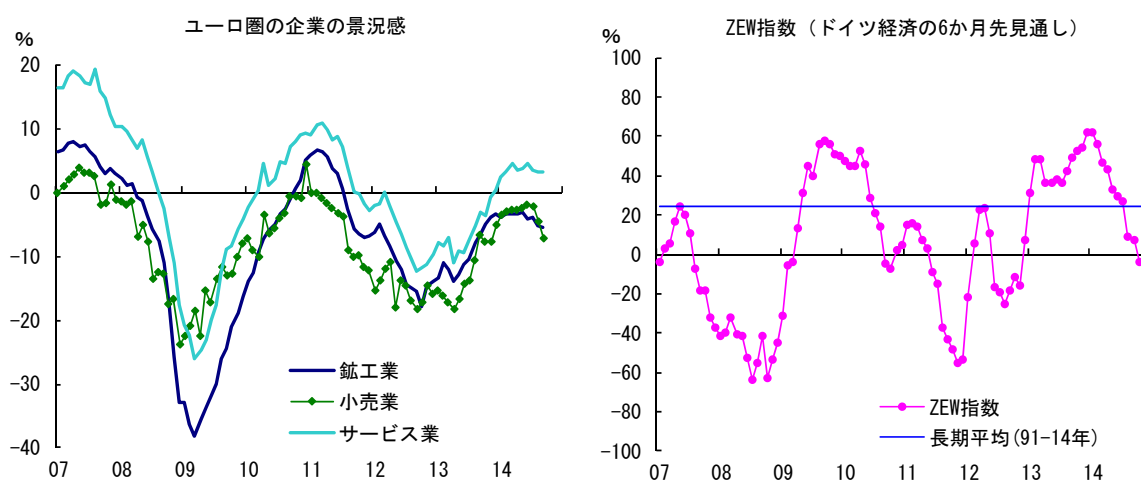


(出所) ドイツ連銀、VDA（ドイツ自動車産業連盟）データより大和総研作成

景況感改善の近道はない

とはいえ、ユーロ圏の景気のベクトルは、景況感悪化が秋まで継続していることが示すように下を向いてしまっており、ドイツもその例外ではない。10月1日に発表されたドイツの9月の製造業 PMI 指数は 49.9 ポイントと 15 か月ぶりに 50 ポイントを割り込んだ。同 3 日発表のサービス業 PMI は 55.7 ポイントと好景気を示唆しているのだが、輸出の主役である製造業が景気を牽引してきた歴史が長いドイツでは、サービス業よりも製造業の景況感の方が重視される。ファンドマネージャー、アナリストなど市場関係者の景況感指数である ZEW 指数（ドイツの 6 か月先の経済見通し）は 10 月にほぼ 2 年ぶりの水準に悪化した。

図表2 ドイツの景況感は10月まで悪化傾向が続いている



(出所) ZEW 研究所、ifo 経済研究所データより大和総研作成

製造業景況感の悪化の原因は、輸出が期待したように伸びないことであり、需要見通しが改善しないことから、投資意欲も減退してしまっている。9月初めにウクライナにおける停戦が合意されると、これがロシアと欧米間の経済制裁の段階的な解除を可能とし、景況感の改善材料となることが期待された。ところが、停戦合意以降も実際には戦闘状態が解消されておらず、東部ウクライナの和平実現は遅々としており、ウクライナ、欧米、ロシアが、それぞれ相手方の和平実現に向けた努力が不十分と批判しあっている。結果として、欧米とロシアは相互の経済制裁を解除できないままである。10月17日にはイタリアで開催された ASEM（アジア欧州会議）首脳会議の場を活用して、ドイツとフランスが仲介役となり、ウクライナとロシアの大統領が約 1 か月半ぶりに直接会談したが、和平実現に向けた具体的な進展はみられなかった模様である。

この中で進展が期待されているのが、ロシアからウクライナへのガス供給の再開である。代金滞納を理由に 6 月から供給が止まっていたが、EU を仲介役とするウクライナ、ロシアの 3 者協議でガス料金が合意され、次の 10 月 21 日の 3 者協議で供給再開が合意される可能性が出てきている。冬が目前に迫るこの時期に天然ガス供給が再開されれば、ウクライナにとって大きな安心材料となると同時に、欧州にとっても当面のエネルギー供給リスクが一つ消えることに

なろう。他方で、ロシアの思惑としては、天然ガス販売を伸ばして外貨を確保することに加え、10月26日のウクライナ議会選挙で親欧米派のポロシェンコ大統領の陣営が優勢と伝えられる中、ロシアの影響力の大きさを見せつける意味もあると考えられる。ガス供給が再開されたとしても、それはロシアが東部ウクライナへの影響力行使をあきらめたためではないと考えられ、和平交渉進展→経済制裁解除と簡単に結びつくものではないと予想される。

ドイツ国内からも高まっている「投資促進策」への要請

ユーロ圏の経済政策に関して、財政健全化のみを重視するのではなく、インフラ投資推進などで景気対策、雇用対策も重視するべきとの意見は IMF などが以前から主張していた。投資拡大要請は「過大な財政赤字」という問題を抱えていない国々に向けられており、当然のことながら念頭にあったのはドイツである。ユーロ圏の減速懸念が高まる中で、ドイツに対して投資拡大を要請する声が国外のみならず、国内でも高まってきている。ドイツ産業連盟 (BDI)、ドイツ商工会議所 (DIHK) など主だった経済団体が、9月にドイツの成長見通しを+2.0%前後から+1.5%に相次いで引き下げ、政府に対して投資促進策をとるよう求めた。

しかしながら、ドイツ政府はこれまでのところ、財政健全化を最優先の政策課題とする方針を変えておらず、ショイブレ財務相は2015年予算案で財政収支が若干の黒字に転じる見通しであることを誇っている。財政収支の赤字を解消することは、確かに2013年9月の総選挙の公約であった。しかしながら、ドイツで個人消費は堅調なもの、輸出が伸び悩み、投資の回復が遅れていることもまた事実である。ドイツの投資比率 (GDP に占める固定資本形成の割合) は2014年上半期は20.0%となり、2010年1-3月期の18.7%からは回復したものの、1990年代の平均21.5%にはまだまだ及ばない。人口高齢化が進行するドイツでは研究開発投資、エネルギー効率を高めるための投資、老朽化したインフラ投資の必要性が指摘されているのだが、ドイツ政府は「まずは財政健全化ありき」の姿勢である。

2015年予算を巡る不協和音

ドイツ政府が財政健全化に関して強面の対応をとっているのは、10月がユーロ圏各国の2015年予算の提出時期であることが大きく影響しているように見受けられる。ユーロ圏債務危機の一因は各国の財政政策が弛緩していたことにあり、また欧州委員会による監視体制も十分に機能していなかったことにあると判断したユーロ圏諸国は、各国予算を事前に欧州委員会に提出し、チェックを受ける体制を構築した。その提出期限が10月15日であったが、フランスとイタリアの2015年予算案は事前に予告されていた通り、従来約束していた財政健全化の達成時期を先延ばしする内容となっていた。フランスは「財政赤字がGDP比3%以内」という財政健全化目標を2015年に達成する約束になっていたのだが、これを2017年まで先送りする予算案となっている。一方、イタリアの財政赤字はすでにGDP比3%以内となっているが、さらなる赤字削減のペースを鈍化させる計画で、結果としてイタリア財政の最大の問題である公的債務残高の削減が遅れることになる。

以上のようなフランスとイタリアの 2015 年予算案に対して、欧州委員会は 10 月末までに修正を求めるか否かを判断することになっている。フランス、イタリアとも景気回復がユーロ圏の中でも遅行しており、2014 年、2015 年の成長率見通しの下方修正を余儀なくされ、イタリアは 2014 年にマイナス成長を脱することが困難と見込まれる。その状況下で財政緊縮策を強いることは、両国の経済状況をさらに悪化させるリスクがあるだけでなく、フランスの国民戦線、イタリアの五つ星運動など EU の政策に対する不満を糧に近年勢力を伸ばしてきた政党を一段と勢いづけるという政治的なリスクもある。

ただ、両国は以前より労働市場改革や社会保障制度改革の必要性、増税ではなく歳出削減による財政健全化の必要性を指摘されながら、その実現が遅れている 2 か国でもある。景気後退の局面で、財政健全化や雇用コスト削減などの構造改革に取り組んできたアイルランド、ポルトガル、スペイン、ギリシャなどが、フランスとイタリアは特別扱いなのかと不満を抱く事態になるのは回避する必要がある。このような問題が表面化している中で、財政健全化の徹底こそが債務危機の再燃を防ぎ、ユーロ圏経済が復活するための大前提と考えるドイツにとって、「歳出拡大による景気刺激策」はハードルの高い政策となってしまっている。

さまざまな思惑が絡む中で、欧州にとって望ましい着地点は、フランス、イタリアには財政健全化・構造改革推進を約束させる一方、財政健全化を達成した国が景気回復・雇用創出への貢献を求めることであろう。さまざまなせめぎ合いが、12 月の EU 首脳会議まで続くと予想されるが、ドイツというハードルはかなり高いと懸念される。

ユーロ圏経済見通しを下方修正

EU では 2014 年 9 月から GDP 統計の基準が ESA95 (欧州勘定システム 1995) から ESA2010 に切り替わった。研究開発費などが固定資本形成の項目に含まれるようになったほか、麻薬取引なども GDP に算入されることになり、GDP 規模が拡大している。例えば 2013 年の実質 GDP は基準変更で 12% 拡大した。他方で、成長率の修正は限定的であった。

ユーロ圏経済は 4-6 月期に前期比横ばいだったあと、7-9 月期にやや反発することを予想してきたが、7、8 月の生産統計は小幅マイナスとなっており、消費の伸びを相殺したと推測される。2014 年 4-6 月期の投資の調整は年内継続する見通しとして、2014 年通年の成長率見通しを +0.8% から +0.7% に、2015 年を +1.2% から +0.9% へ引き下げた。

英国経済

英国でも GDP 統計の新基準が適用され、ESA95（欧州勘定システム 1995）から ESA2010 に切り替わった。2009 年以降の GDP 成長率が総じてやや上方修正された結果、英国の実質 GDP が金融危機前のピークを超えたのは 2014 年 4-6 月期ではなく、2013 年 7-9 月期に早まった。なお、ESA2010 基準でも、英国経済が 2013 年 1-3 月期から 2014 年 4-6 月期にかけて 6 四半期連続でプラス成長を続け、牽引役は個人消費と固定資本形成であるという構図に変わりはない。

2014 年 4-6 月期の GDP 成長率は前期比+0.8%から同+0.9%に上方修正されたが、7-9 月期は同+0.7%程度へやや減速すると予想される。7、8 月の小売売上高、鉱工業生産とも伸び悩む動きがみられたためである。もっとも、消費に関しては大きく崩れる可能性は低いだろう。失業率が 6-8 月平均で 6.0%に低下し、金融危機前の 5%台の水準回復が視野に入ってきたことを背景に、消費者マインドは強気である。また、建設業の景況感が改善基調にあり、サービス業の景況感が高水準を維持しているのも、内需が堅調であることを示している。

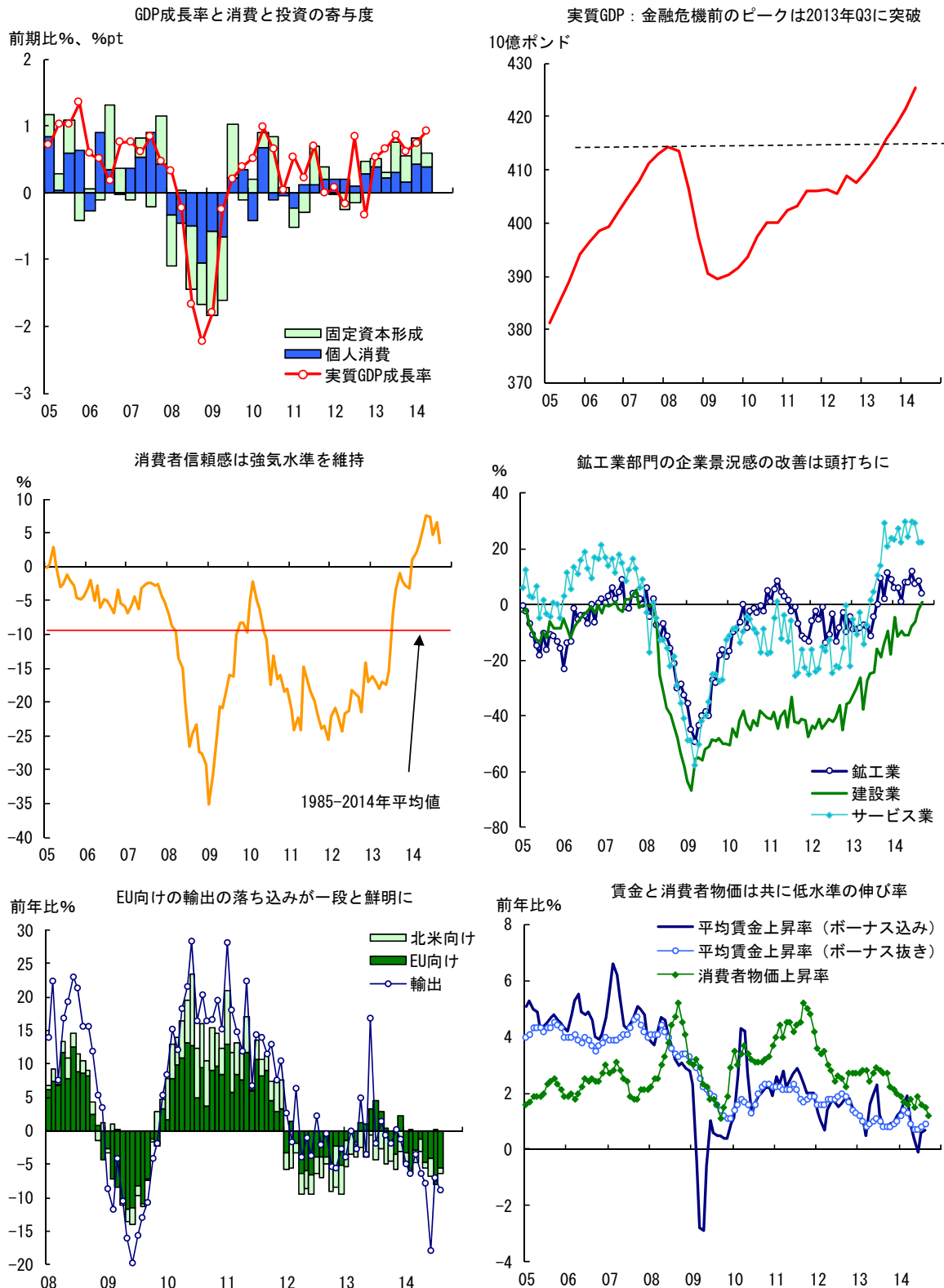
これに対して、鉱工業部門の景況感改善はピークアウトしたとみられる。背景にあるのは、外需の回復見通しが一段と不透明になってきたことであろう。最大の輸出相手であるユーロ圏向けの輸出はここ 3 年近く総じて縮小してきたが、ユーロ圏の景気回復にさらに時間がかかる見通しになりつつある。内需堅調と外需不振の対比が一層鮮明になってきた英国経済は、来年にかけて成長率がやや鈍化するものの、2014 年+3.0%、2015 年+2.4%の成長が見込まれる。

ところで、失業率が 2011 年 9-11 月平均の 8.5%から足下で 6.0%まで顕著に低下しているにもかかわらず、賃金上昇率が伸び悩んでいる点に変化はみられない。6-8 月平均の賃金上昇率は、ボーナスを含むベースも含まないベースも前年比（3 か月移動平均）+1%を下回ったままである。賃金上昇率が加速していないことに加え、ポンド高による輸入物価下落も継続しており、9 月の消費者物価上昇率は前年比+1.2%と 8 月の同+1.5%からさらに低下した。インフレ・ターゲット中心値の同+2%を下回るのはこれで 9 か月連続である。

英中銀（BOE）の 8 月と 9 月の金融政策理事会（MPC）では、9 人の理事のうち 2 人が 0.25%の利上げを支持した。10 月の議事録は 22 日発表のため、まだその投票結果は明らかではない。ただここ 1 か月の間で台頭した世界経済（特にユーロ圏経済）の回復力に対する懸念、その一方で英国の物価上昇率の一段の低下と、今後のインフレ予想で最重視される賃金上昇率の伸び悩みを考え合わせると、BOE の利上げの可能性が一段と後退したと考えられる。むしろ、失業率低下が示唆する労働市場の需給の引き締まりが、いずれ賃金上昇率の加速につながる可能性は否定できないため、BOE は次の一手は利上げと想定しつつ、しばらく様子見を続けるのではないかと予想される。

BOE は物価上昇要因となる雇用コストに加えて、為替、エネルギー価格、食品価格などの動向を注視しつつ、しばらく政策金利を据え置くと予想する。最初の利上げのタイミングを 2015 年 1-3 月期から 7-9 月期に変更し、その後の利上げ予想も順次後ろにずらした。

図表3 英国経済：内需好調と外需不調の対比が一段と鮮明に



(出所) 英国統計局 (ONS)、欧州委員会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%	1.2%	0.3%	0.0%	0.2%	0.7%	1.0%	1.4%	1.6%	1.6%	0.9%
民間消費支出	-0.6%	0.8%	1.1%	0.8%	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%
政府消費支出	0.2%	2.6%	0.9%	0.8%	0.4%	0.9%	0.4%	0.8%	0.8%	0.4%	0.6%
総固定資本形成	-2.4%	1.0%	-3.7%	-3.6%	-2.0%	-0.2%	0.0%	3.2%	2.8%	3.6%	0.1%
輸出等	2.1%	1.0%	5.2%	2.0%	2.8%	3.2%	3.4%	4.1%	4.9%	5.1%	3.7%
輸入等	1.2%	2.4%	5.1%	1.6%	2.4%	3.3%	3.2%	4.1%	4.9%	4.9%	3.5%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	-0.4%	1.0%	0.8%	0.6%	0.4%	0.7%	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%	0.9%
民間消費支出	-0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%
政府消費支出	0.2%	0.7%	0.9%	0.9%	1.2%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
総固定資本形成	-2.4%	2.0%	0.5%	-0.9%	-2.1%	-0.2%	-2.3%	-0.6%	1.0%	2.4%	0.1%
輸出等	2.1%	3.8%	3.2%	3.1%	2.8%	3.2%	3.4%	3.1%	3.8%	4.4%	3.7%
輸入等	1.2%	3.9%	3.7%	2.7%	2.9%	3.3%	3.1%	2.8%	3.6%	4.3%	3.5%
鉱工業生産 (除建設)	-0.7%	1.5%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%	1.2%	1.1%	1.3%
実質小売売上高	-0.8%	1.0%	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.2%	1.2%	1.0%
消費者物価	1.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.6%	0.5%	0.8%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%
生産者物価	-0.4%	-1.5%	-1.0%	-1.0%	-0.5%	-1.0%	-0.1%	0.4%	0.7%	1.0%	0.5%
失業率	11.9%	11.7%	11.6%	11.5%	11.5%	11.6%	11.5%	11.4%	11.3%	11.3%	11.4%
10億ユーロ											
貿易収支	168.3	46.8	48.2	46.0	43.0	184.0	40.0	39.0	37.0	35.0	151.0
経常収支	230.7	55.6	62.0	56.8	57.2	231.6	52.7	54.2	49.7	46.2	202.8
財政収支	-290					-245					-229
独 国債10年物(期中平均)	1.64%	1.69%	1.43%	1.07%	0.84%	1.26%	0.88%	0.90%	0.94%	0.98%	0.93%
独 国債2年物(期中平均)	0.14%	0.15%	0.10%	-0.01%	-0.05%	0.05%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
欧 政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.15%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%

(注) 2014年Q2まで実績値(消費者物価と金利は同Q3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%	3.0%	3.7%	2.7%	2.4%	3.0%	2.2%	2.3%	2.2%	2.4%	2.4%
民間消費支出	1.6%	2.7%	2.4%	2.8%	2.8%	2.2%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%	2.6%
政府消費支出	0.7%	-1.1%	3.9%	0.8%	1.6%	1.2%	2.0%	1.2%	0.8%	1.2%	1.6%
総固定資本形成	3.2%	9.8%	5.1%	7.4%	6.1%	8.1%	3.2%	2.4%	2.0%	1.6%	4.0%
輸出等	0.5%	-1.4%	-1.7%	-2.4%	-0.8%	-1.8%	2.0%	3.6%	3.2%	3.6%	1.2%
輸入等	0.5%	-7.9%	-1.1%	-1.6%	1.2%	-1.8%	2.0%	3.2%	2.4%	2.4%	1.5%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.7%	2.9%	3.2%	3.0%	2.9%	3.0%	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%
民間消費支出	1.6%	1.7%	2.0%	2.2%	2.7%	2.2%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%
政府消費支出	0.7%	1.5%	1.2%	0.8%	1.3%	1.2%	2.1%	1.4%	1.4%	1.3%	1.6%
総固定資本形成	3.2%	8.3%	9.1%	8.0%	7.1%	8.1%	5.5%	4.8%	3.4%	2.3%	4.0%
輸出等	0.5%	0.8%	-5.2%	-1.2%	-1.6%	-1.8%	-0.7%	0.6%	2.0%	3.1%	1.2%
輸入等	0.5%	1.5%	-2.2%	-4.1%	-2.4%	-1.8%	0.1%	1.2%	2.2%	2.5%	1.5%
鉱工業生産	-0.1%	3.0%	2.4%	1.9%	1.5%	2.2%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%
実質小売売上高	1.5%	3.7%	4.3%	3.2%	3.0%	3.5%	2.7%	2.5%	2.4%	2.1%	2.4%
消費者物価	2.6%	1.8%	1.7%	1.5%	1.3%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	2.0%	1.7%
生産者物価(出荷価格)	1.3%	0.6%	0.4%	-0.2%	-0.1%	0.2%	-0.3%	-0.1%	0.5%	1.1%	0.3%
失業率	7.6%	6.8%	6.3%	6.0%	5.9%	6.2%	5.9%	5.8%	5.6%	5.6%	5.7%
10億英ポンド											
貿易収支	-110.2	-27.1	-28.1	-26.5	-26.5	-108.2	-27.8	-28.9	-27.2	-26.7	-110.6
経常収支	-72.4	-20.5	-23.1	-17.4	-20.0	-81.1	-19.4	-17.6	-18.0	-17.5	-72.5
財政収支	-93.0	-9.7				-68.0					-62.0
国債10年物(期中平均)	2.36%	2.78%	2.67%	2.52%	2.25%	2.56%	2.30%	2.30%	2.42%	2.50%	2.38%
国債2年物(期中平均)	0.38%	0.56%	0.72%	0.82%	0.68%	0.70%	0.72%	0.75%	0.86%	1.00%	0.83%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%

(注) 2014年Q2まで実績値(物価と金利は同Q3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