

2015年5月22日 全9頁

欧州経済見通し 追い風ときどき向かい風

ECBは資産買取プログラムを粛々と継続

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

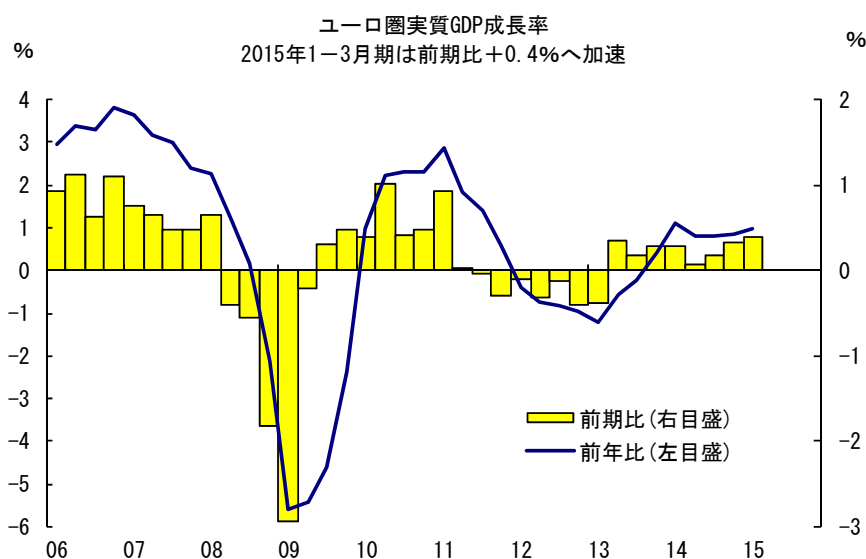
- ユーロ圏の2015年1-3月期のGDP成長率（速報値）は、前期比+0.4%に加速した。ドイツ、フランス、イタリア、スペインの主要4カ国がほぼ5年ぶりにそろってプラス成長となったが、原油価格下落という追い風を得た個人消費が牽引役となり、ユーロ圏における景気回復が広がりを持ってきたと判断される。ただ、原油安、ユーロ安、金利低下という追い風は、ここ数カ月は時に向かい風となっており、消費者信頼感や企業景況感の改善に頭打ちの兆しがある。景気指標が軒並み予想を上回り、景気回復に加速度がついた局面はそろそろ終わり、今後のユーロ圏経済は緩やかな成長局面に入ると予想される。なお、ユーロ圏の消費者物価上昇率は4月に前年比0.0%とマイナス圏を抜け出した。とはいえ、ECBが目標とする「前年比+2.0%をやや下回る」水準とはまだ大きく乖離しており、ECBは資産買取プログラムを計画通り遂行することに注力しよう。
- 英国の2015年1-3月期のGDP成長率（速報値）は前期比+0.3%となり、10-12月期の同+0.6%から予想外に減速した。ただし、原油価格下落に加え、失業率低下、実質賃金上昇率の伸び加速など、消費を取り巻く環境は明らかに改善している。BOEも指摘しているように、1-3月期の成長率は上方修正される可能性が高く、4-6月期以降も前期比+0.6%程度の堅調な成長が続くと予想される。なお、5月7日の総選挙（英国議会下院選挙）では事前予想を覆して保守党が単独過半数の議席を獲得した。迅速な政権樹立に加え、住宅取得てこ入れ策が実施されること、法人税率や所得税率の引き上げが回避されたことは英国経済にポジティブである。他方で、EU加盟継続の是非を問う国民投票が2017年末までに実施されることが新たな不透明要因となる。最近の世論調査ではEU残留派がEU離脱派を上回っているが、キャメロン政権とEUとの交渉過程でEU離脱派が勢いを増す可能性はあり、今後の交渉過程には注意が必要である。

ユーロ圏経済

1-3月期は前期比+0.4%成長へ加速

5月13日に発表されたユーロ圏の2015年1-3月期のGDP成長率（速報値）は事前予想通り前期比+0.4%となり、10-12月期の同+0.3%から加速した。緩やかな成長ながら、これで前期比プラス成長は8四半期連続となる。なお、この1-3月期にはユーロ圏加盟国の中で経済規模で上位4カ国のドイツ、フランス、イタリア、スペインがそろってプラス成長を記録したが、これは2010年4-6月期以来、ほぼ5年ぶりのことである。

図表1 緩やかな景気回復が続くユーロ圏



ユーロ圏加盟国（19カ国ベース）の実質GDP成長率

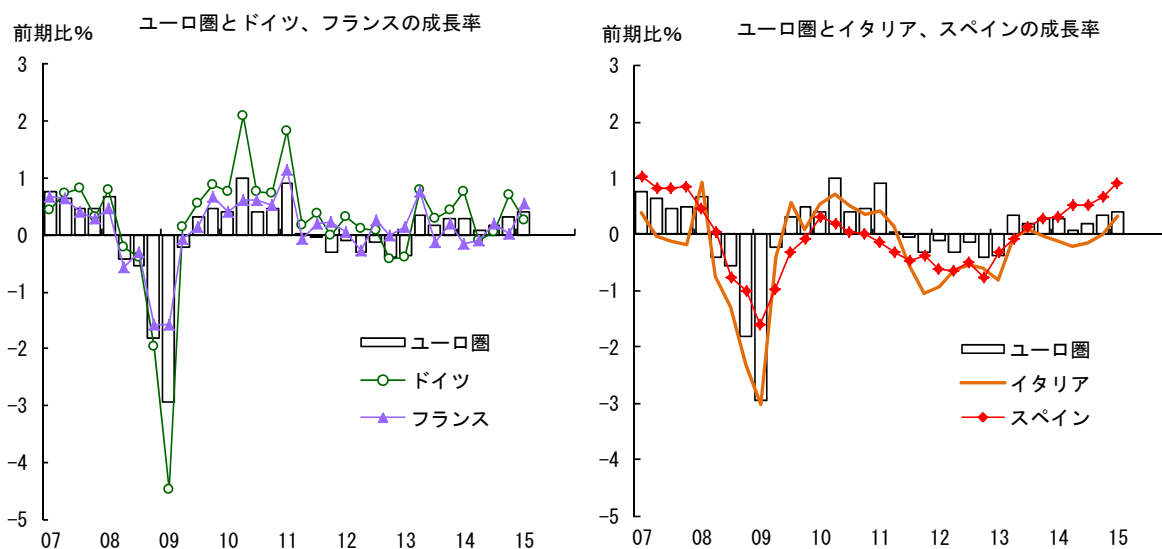
	ユーロ圏 GDP比% 2013	前期比%				前年比%			
		2014			2015	2014			2015
		Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
ユーロ圏19カ国	100.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.8	0.8	0.9	1.0
ドイツ	28.1	-0.1	0.1	0.7	0.3	1.4	1.2	1.5	1.0
フランス	21.5	-0.1	0.2	0.0	0.6	-0.2	0.2	0.0	0.7
イタリア	16.2	-0.2	-0.1	0.0	0.3	-0.3	-0.5	-0.5	0.0
スペイン	10.9	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.6	2.0	2.6
オランダ	6.6	0.7	0.3	0.8	0.4	1.1	1.0	1.4	2.4
ベルギー	3.9	0.1	0.3	0.2	0.3	1.1	1.0	1.0	0.9
オーストリア	3.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.0	0.1
フィンランド	2.0	0.2	0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
ギリシャ	1.9	0.3	0.7	-0.4	-0.2	0.3	1.5	1.3	0.3
アイルランド	1.8	1.2	0.4	0.2	N/A	6.1	4.1	4.1	N/A
ポルトガル	1.8	0.5	0.2	0.4	0.4	0.9	1.2	0.6	1.4
スロバキア	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8	2.4	2.5	2.6	2.9
ルクセンブルク	0.4	0.5	2.3	N/A	N/A	1.3	3.8	N/A	N/A
スロベニア	0.4	1.0	0.6	0.3	N/A	2.8	3.1	2.0	N/A
リトアニア	0.2	0.8	0.5	0.7	-0.6	3.3	2.7	2.6	1.5
ラトビア	0.2	0.7	0.4	0.5	0.4	3.3	2.3	2.1	2.1
キプロス	0.2	-0.2	-0.8	-0.4	1.6	-1.8	-2.1	-1.8	0.2
エストニア	0.2	1.0	0.4	1.2	-0.3	2.6	2.4	2.9	1.8
マルタ	0.1	1.2	0.8	0.8	N/A	3.1	3.9	3.9	N/A

(出所) Eurostat データより大和総研作成

スペイン経済は 2013 年 7-9 月期にプラス成長に転じて以降、順調な景気回復を続けてきたが、この 1-3 月期は前期比+0.9%成長へと加速した。一方、景気停滞が目立ったフランスとイタリアはそれぞれ同+0.6%成長と同+0.3%成長となり、フランスは 7 四半期ぶり、イタリアは 16 四半期ぶりの高い成長率となった。フランスでは GDP の需要項目別の内訳もすでに発表されているが、久々に個人消費が景気回復を牽引している。原油価格の大幅下落が消費拡大の追い風になったのだが、イタリアについても同様であろう。

一方、ドイツの 1-3 月期の成長率は前期比+0.3%とプラス成長ではあるが、10-12 月期の同+0.8%からは減速し、事前予想の同+0.5%にも届かなかった。ただ、この減速は一見するほど悪い内容ではないようである。需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、ドイツ統計局のプレスリリースによると、内需（個人消費、政府消費、投資）はいずれも前期比プラス成長となった。それにもかかわらず GDP 成長率が減速したのは、外需がマイナス寄与となったからとされるが、これは財・サービスの輸出が減少したためではなく、輸入が輸出を大きく上回る伸びとなったためとのことである。実は 2014 年半ば以降、ドイツの貿易収支黒字が過去最高を更新し続けており、IMF 等から内需でこ入れの必要性を指摘されていた。1-3 月期に待望の輸入拡大がみられたのか、この傾向が 4-6 月期以降も継続するかが注目される。

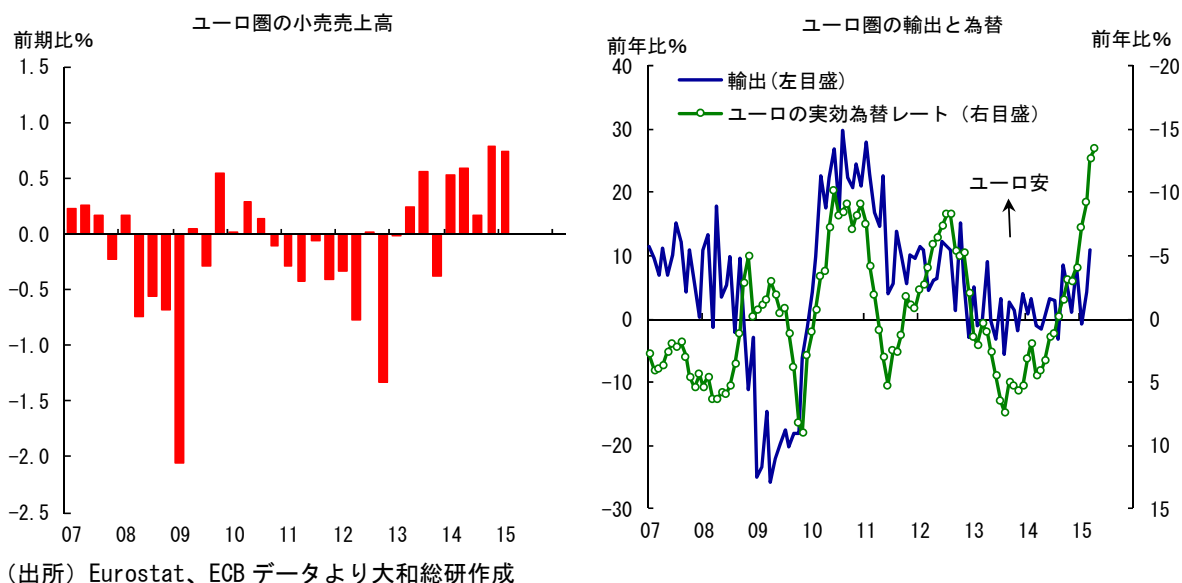
図表 2 主要 4 カ国がそろってプラス成長に



(出所) Eurostat データより大和総研作成

6 月 5 日に発表されるユーロ圏全体の需要項目別内訳でも、原油安に加え、金利低下、物価上昇率の低下が追い風となった個人消費が経済成長の第一の牽引役となったことが確認されよう。1-3 月期のユーロ圏の小売売上高は前期比+0.7%と堅調な伸びを記録し、また、新車販売も好調である。なお、この好調な消費が輸入増加要因となって、純輸出は成長率を下押しする要因になったと推測される。一方、輸出に関しては、ロシアのみならず中国でも一層の景気減速が懸念されており、また 1-3 月期は米国経済も天候要因や港湾ストの影響で前期比+0.1%成長にとどまるなど、外国需要の伸び悩みが重石となっている。ユーロ安による輸出促進効果が期待されるものの、外需の弱さがこれを一部相殺してしまっていると考えられる。

図表3 先行した消費回復、遅行する輸出の持ち直し



追い風から向かい風に変化？

以上みてきたように、ユーロ圏経済は原油安、ユーロ安、そして金利低下という追い風を得て、個人消費を中心に需要が回復しつつある。出遅れていたイタリア、フランスでも持ち直しの兆しがみられるなど、景気回復に広がりが出てきていると見受けられる。

ただ、ここ数ヶ月はこれらの追い風に変化がみられる。原油価格は2015年1月に下げ止まり、その後はじわじわ上昇している。北海ブレント先物価格は2014年6月につけた高値の1バレル当たり109.2ドルに比較すればまだまだ低価格だが、1月の安値の同52.6ドルから5月半ばに同68.5ドルまで上昇した。

このエネルギー価格の下落幅縮小を主因として、ユーロ圏の消費者物価上昇率は1月の前年比-0.6%を底として反転し、4月は同0.0%と5ヶ月ぶりにマイナス圏を脱した。ユーロ圏のデフレ懸念が後退する一方、米国では1-3月期の経済成長が期待外れとなり、FRBによる利上げ開始のタイミングが当初予想されていた6月から、9月もしくは12月、はたまた2016年以降に先送りされるとの予想が増える中で、為替相場では4月半ば以降、ユーロ安是正の動きが見られる。

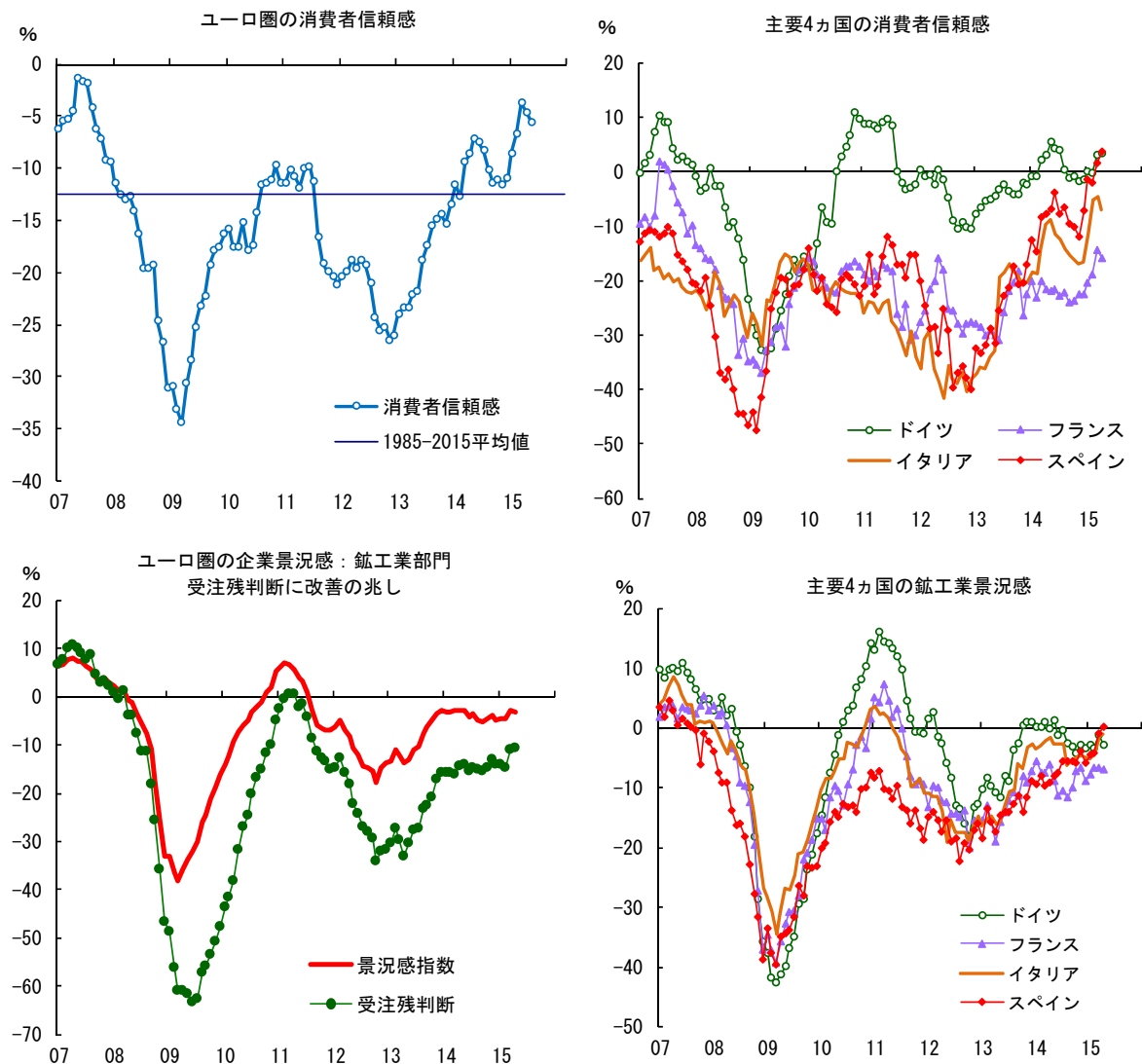
さらに、4月下旬にはドイツ10年国債利回りが上昇に転じ、ここ1ヶ月余りはユーロ圏各国の国債利回りがそろって上昇した。この金利上昇については、前例のないECBの金融緩和政策によって国債利回りが急激に低下したことに対する一時的なスピード調整であると考えられる。特にドイツの10年国債利回りは2014年初めの2%近い水準からほぼ一本調子に低下を続け、この4月20日には0.075%まで低下した。反転上昇したドイツの10年国債利回りは5月13日に0.724%をつけたあと、ボックス圏での推移となっているが、ECBの国債購入プログラムが計画通り遂行されている中では、改めて金利低下が進むと予想される。

ユーロ圏の景気回復は加速局面から、巡航速度局面へ

追い風が変じたことに呼応するかのように、このところユーロ圏の消費者信頼感や企業景況感には改善が頭打ちとなる兆しがみられる。消費者信頼感指数は3月の-3.7%をピークとして、5月（速報値）は-5.5%に後退した。もっとも、1985年以降の平均値である-12.5%は明確に上回っている。また、外需の影響を受けやすい鉱工業部門の景況感も3月の-2.9%から4月は-3.2%へ若干後退したが、受注残判断が2ヵ月連続で改善していること、スペインのみならず、イタリアでも景況感改善が明確になってきたことなど明るい材料もある。

ユーロ圏において昨年後半から継続してきた、景気指標がことごとく予想を上回り、景気回復に加速度がついた局面は、「追い風」の勢いが失われる中で、そろそろ終わると予想される。ただし、追い風が完全に向かい風になったわけではないため、ここで景気回復が中断されるのではなく、今後は（勢いには欠ける）緩やかな成長局面に入ると予想される。

図表4 消費者信頼感、企業景況感に改善頭打ちの兆し

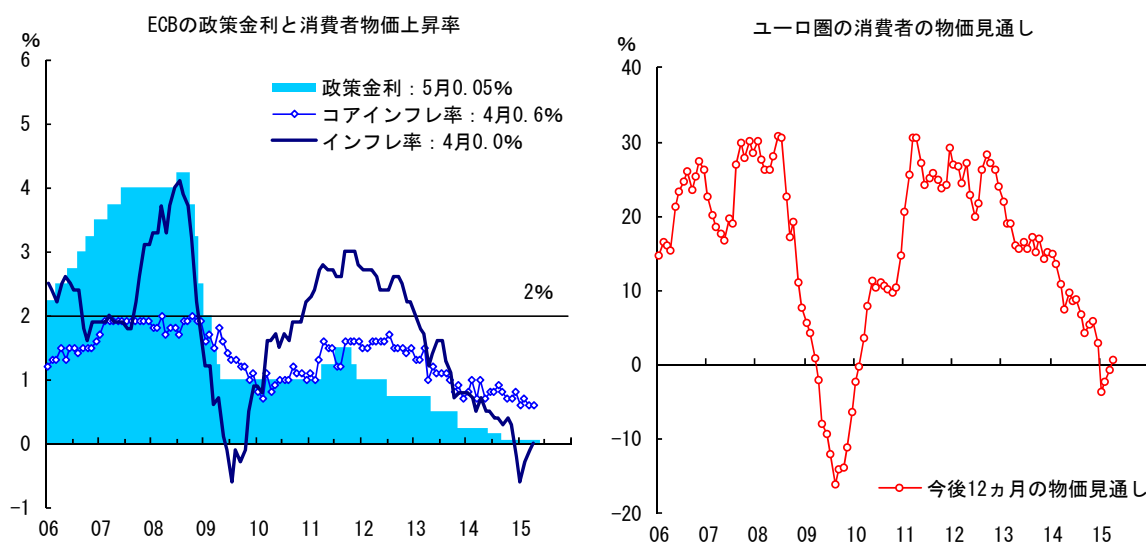


(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

ECBの金融政策

ユーロ圏の消費者物価上昇率は4月に前年比マイナス圏を脱したところだが、原油価格が下げ止まる一方、ユーロ安で輸入物価が上昇に転じる兆しがあり、今後、緩やかに消費者物価が上昇してくると予想される。ユーロ圏の消費者の価格見通しも底打ちの動きをみせている。もっとも、ユーロ圏諸国では財政健全化に取り組みつつの景気回復であり、内需に持ち直しの動きが出てきているとはいえ、かなり緩やかな景気回復が予想されるにとどまる。消費者物価上昇率の加速ペースもかなり緩やかで、ECBが目標としている「前年比+2.0%をやや下回る消費者物価上昇率」が視野に入るのは来年以降と予想される。このため、ECBは国債を筆頭とする公的部門、および民間部門の資産買取を通じた資金供給策を、当初の予定通り、2016年9月まで粛々と遂行していくことになると予想される。

図表5 ごく緩やかな上昇が見込まれるユーロ圏の消費者物価上昇率



(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会データより大和総研作成

ギリシャという頭痛の種

ユーロ圏経済見通しの波乱要因の筆頭は、引き続きギリシャ問題である。1月25日の総選挙以降、ギリシャ支援の在り方を巡って SYRIZA 政権と EU/IMF の協議が継続されているが、交渉期限を6月末に延長して以降、ほとんど進展がみられない。SYRIZA 政権は予想以上に強硬姿勢を貫き、財政支援継続を求める一方、選挙公約に掲げた最低賃金の引き上げ、リストラされた公務員の再雇用、年金改革の撤回などで譲歩はできないとしている。ただし、ギリシャ国民に対するアンケート調査からは、政府の交渉手法に対する批判が徐々に高まっていることが読み取れる。ユーロ圏残留を優先事項とし、そのためには選挙公約を一部あきらめざるを得ないというのがギリシャ国民の意見であると見受けられる。ギリシャ政府には、いくつかの公約違反を犯してでも、EU/IMF からの財政支援を取り付けるしか選択肢がないと考えられるのだが、少しでも有利な条件を得ようとするチキン・レースがぎりぎりまで続けられることが懸念される。

英国経済

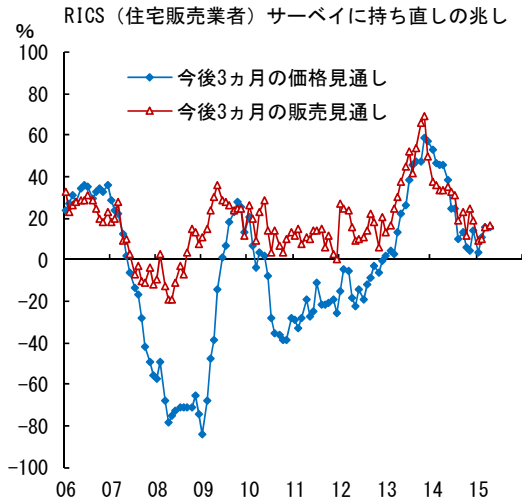
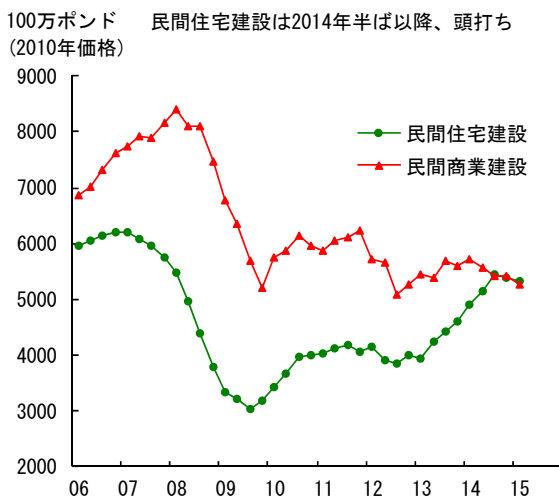
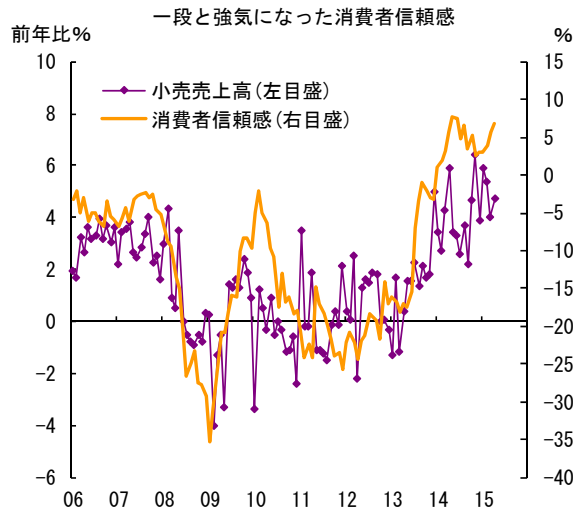
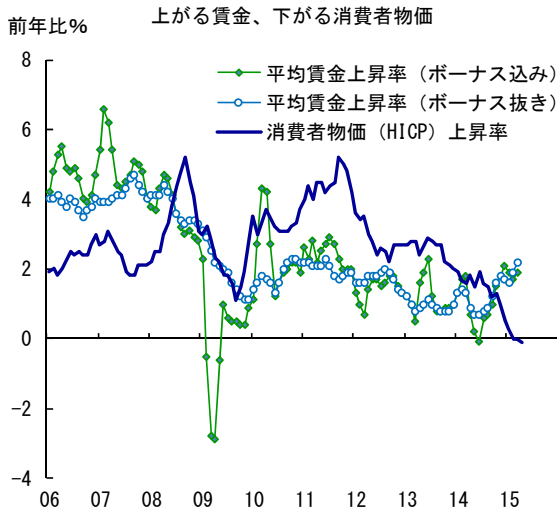
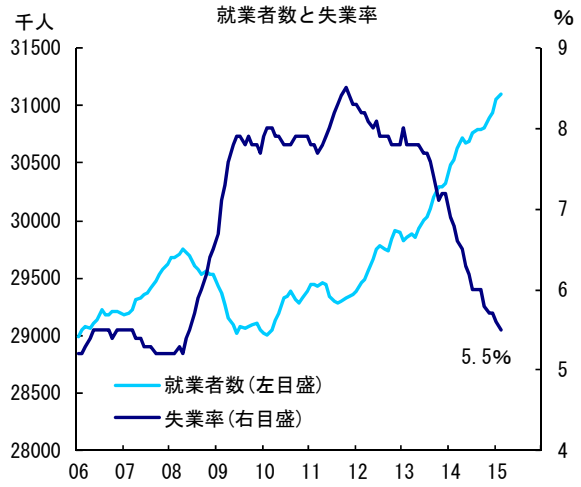
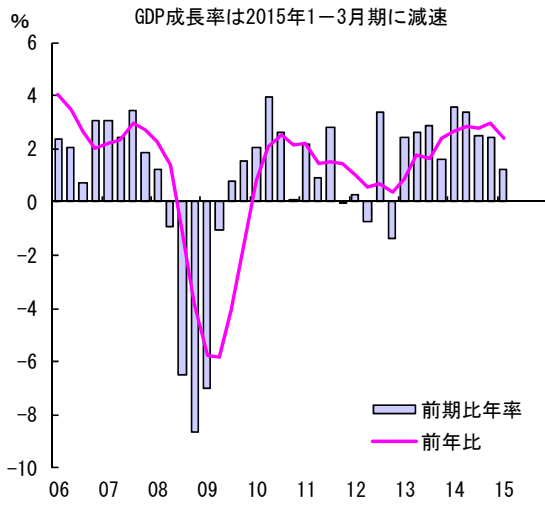
英国の1-3月期のGDP成長率(速報値)は前期比+0.3%と発表され、10-12月期の同+0.6%から予想外に減速した。生産ベースのGDP統計では建設業(前期比-1.6%)と鉱工業(同-0.1%)が振るわず、頼みのサービス業(同+0.5%)も伸び悩んだ。ただし、英国経済の牽引役である個人消費を取り巻く環境はこのところ一段と改善している。就業者数は増加を続け、失業率は2008年5-7月以来の5.5%に低下した。また、賃金上昇率が加速する一方で、消費者物価上昇率が低下し、実質賃金上昇率をさらに押し上げている。原油価格は1月に下げ止まり、やや上昇傾向が見られるが、2014年6月のピークと比べればまだ40%以上安い水準にある。家計の購買力向上を背景に、1-3月期の小売売上高は前期比+1.0%の堅調な伸びとなった。また、新車販売も1-3月は前年比+8.2%と高い伸びを記録した。BOEの5月の金融政策理事会の議事録でも指摘されているように、1-3月期のGDP統計は上昇修正される可能性が高いと考える。また、4-6月期以降の英国経済は前期比+0.5%前後の成長を達成できると予想する。

なお、4月の消費者物価上昇率は前年比-0.1%とマイナス圏に突入した。原油安に加え、ポンド高が影響したと考えられる。BOEは消費者物価上昇率に関して、今後数ヶ月は前年比0%近辺で推移するものの、その後は上昇に向かうと予想している。5月のBOE議事録では、英国経済の需給ギャップを意味する「余剰」はGDP比0.5%程度にまで縮小しており、年内に解消される見通しとされ、2016年の利上げが予想されていることが示唆された。

ところで、5月7日の英国議会下院(House of Commons)選挙は、保守党が650議席中331議席を獲得し、キャメロン首相の続投が決まった。選挙前の予想では2大政党の保守党、労働党が共に過半数議席を獲得できず、安定した連立政権の樹立も難しいかもしれないとされていたが、それが現実とならなかったのは喜ばしいことである。また、労働党政権が誕生した場合には、法人税率引き上げや高所得者の税負担引き上げなどが実現される可能性が高かったが、これも回避された。このため、選挙結果を好感してポンド高、株高がみられた。なお、保守党は財政健全化政策の堅持を掲げつつも、初めて住宅を取得する若年世帯を対象とした貯蓄奨励策や住宅供給策を公約に盛り込んでいる。このため、ここ数ヶ月停滞していた住宅市場へのこ入れ効果が期待される。

他方で、キャメロン首相が公約に掲げた「EU加盟継続に関する国民投票を2017年末までに実施する」ことが確定的となったことは、新たな不透明要因となる。今後、キャメロン政権は、EUに主権移譲することへ異議を申し立てる権利や、EUからの移民に対して社会保障制度の適用を遅らせる権利などを要求し、交渉すると予想される。この交渉で一定の成果を上げたのちに国民投票を実施して、そこで「EU残留」のお墨付きを得るとというのが、キャメロン首相の思い描く理想のシナリオとされる。英国の最近の世論調査では、EU残留賛成が、反対を上回っており、勝算の乏しい賭けではない。ただし、英国が求めている諸権利は、EU統合深化を目指す他のEU加盟国の基本方針とは合致しがたいため、キャメロン政権がどのような「成果」を得られるか見通しづらい。キャメロン政権とEUとの交渉過程でEU離脱派が勢いを増す可能性はあり、今後の交渉過程には注意が必要である。

図表6 英国経済：内需が牽引する経済成長が見込まれる



(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

	2014 通年	2015					2016				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	0.9%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.6%	1.5%	1.6%	1.3%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%	1.6%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
政府消費支出	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
総固定資本形成	1.0%	0.8%	1.6%	2.0%	2.8%	1.1%	2.8%	3.2%	3.6%	2.4%	2.8%
輸出等	3.7%	3.2%	4.5%	4.1%	3.2%	4.1%	4.1%	4.5%	4.1%	4.1%	4.0%
輸入等	3.8%	3.6%	5.3%	4.9%	4.1%	4.3%	4.5%	4.9%	4.1%	4.1%	4.5%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.6%	1.8%	1.6%	1.4%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
政府消費支出	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
総固定資本形成	1.0%	0.1%	1.0%	1.5%	1.8%	1.1%	2.3%	2.7%	3.1%	3.0%	2.8%
輸出等	3.7%	4.5%	4.3%	3.8%	3.8%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.2%	4.0%
輸入等	3.8%	4.4%	4.4%	3.9%	4.5%	4.3%	4.7%	4.6%	4.4%	4.4%	4.5%
鉱工業生産（除建設）	0.8%	1.3%	1.9%	2.1%	1.9%	1.8%	1.5%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%
実質小売売上高	1.3%	2.3%	1.7%	1.7%	1.5%	1.8%	1.5%	1.6%	1.7%	1.4%	1.6%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.5%	0.1%	0.9%	0.7%	1.0%	1.1%	0.9%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.0%	-0.7%	0.4%	-0.9%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%
失業率	11.6%	11.3%	11.2%	11.1%	11.0%	11.1%	10.9%	10.8%	10.7%	10.5%	10.7%
10億ユーロ											
貿易収支	247.2	74.6	65.0	54.0	50.0	243.6	46.0	38.0	35.0	35.0	154.0
経常収支	217.2	76.5	63.3	49.8	47.4	237.0	43.0	38.7	34.3	34.0	150.0
財政収支	-235					-218					-193
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.45%	0.50%	0.45%	0.44%	0.50%	0.55%	0.60%	0.70%	0.59%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.21%	-0.20%	-0.21%	-0.20%	-0.20%	-0.18%	-0.15%	-0.18%
欧 政策金利(末値)	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%

(注) 2015年Q1まで実績値（GDP内訳のみ2014年Q4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

	2014 通年	2015					2016				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	2.8%	1.2%	2.7%	2.6%	2.7%	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%	2.0%	2.3%
民間消費支出	2.5%	1.6%	2.0%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%
政府消費支出	1.7%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%
総固定資本形成	7.8%	0.8%	2.4%	4.9%	6.1%	2.2%	4.9%	4.1%	4.1%	3.2%	4.6%
輸出等	0.6%	-7.8%	3.6%	2.0%	2.8%	2.2%	3.2%	4.1%	3.6%	3.6%	3.3%
輸入等	2.2%	-6.2%	3.2%	2.0%	3.2%	1.0%	2.8%	4.1%	3.6%	4.1%	3.2%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	2.8%	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%	2.3%
民間消費支出	2.5%	2.4%	2.4%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%
政府消費支出	1.7%	2.3%	1.0%	0.9%	1.4%	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%
総固定資本形成	7.8%	2.1%	1.9%	1.4%	3.5%	2.2%	4.6%	5.0%	4.8%	4.1%	4.6%
輸出等	0.6%	1.7%	3.3%	4.0%	0.1%	2.2%	2.9%	3.0%	3.4%	3.6%	3.3%
輸入等	2.2%	0.1%	2.2%	1.3%	0.5%	1.0%	2.8%	3.0%	3.4%	3.6%	3.2%
鉱工業生産	1.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.7%
実質小売売上高	3.9%	5.1%	4.7%	4.6%	3.6%	4.5%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%
消費者物価	1.5%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.3%	0.1%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%	1.4%
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.0%	0.1%	-1.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
失業率	6.2%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
10億英ポンド											
貿易収支	-119.6	-29.9	-29.5	-29.9	-29.3	-118.7	-30.5	-30.5	-30.9	-30.5	-122.3
経常収支	-97.9	-25.7	-25.8	-26.2	-25.8	-103.5	-25.9	-26.1	-26.5	-26.2	-104.7
財政収支	-88.2	-1.5				-69.4					-66.6
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.82%	1.96%	2.01%	1.86%	2.08%	2.15%	2.23%	2.32%	2.20%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.59%	0.66%	0.55%	0.74%	0.83%	0.92%	1.10%	0.90%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%

(注) 2015年Q1まで実績値（GDP内訳と経常収支は2014年Q4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