

2015年6月19日 全9頁

欧州経済見通し 内需が主役の景気回復

デフレ懸念は後退したが、インフレ懸念にはまだ早い

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成長率は、前期比+0.4%の堅調な伸びとなった。個人消費(同+0.5%)のみならず、固定資本形成(同+0.8%)と政府消費(同+0.6%)も成長に貢献した。消費回復には原油安効果に加えて、就業者増と賃金上昇率の加速も追い風となっている。なお、4月以降の消費者信頼感には改善が頭打ちとなっているが、これは景気回復の腰折れを示唆するものではなく、年後半の景気回復ペースがやや鈍化することを示していると考えられる。なお、ユーロ圏の消費者物価上昇率は5月に前年比+0.3%と6ヵ月ぶりにプラスの伸びとなった。消費者や企業の価格見通しも上向いてきており、デフレ懸念が後退したと判断される。とはいえ、ECBが目標とする「前年比+2.0%をやや下回る」消費者物価上昇率を達成できる見通しとなるのは、早くも2016年になってからと予想される。ECBは現在の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成長率は前期比+0.3%に減速したが、個人消費(同+0.6%)、固定資本形成(同+1.5%)、政府消費(同+0.6%)と内需はいずれも堅調な伸びを記録した。成長率減速の原因は輸入が同+2.3%と急拡大したことだが、これも内需の強さを反映したものと言うことができる。原油価格は下げ止まり、ガソリン価格は上昇しているが、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引き続き良好である。また、住宅販売業者の景況感が明らかに改善しており、いったん調整局面にあった住宅取引が再び活発化してくることが期待される。英国経済は消費と投資が牽引する景気拡大が2015年も継続することになる。4月に前年比-0.1%とマイナス圏に転じた消費者物価上昇率は5月は同+0.1%と小幅に反発した。賃金上昇率の加速が一段と見えてきていることもあって、今後、消費者物価上昇率は上昇を続けると予想されるが、ポンド高による輸入物価下落が効いているために、物価上昇ペースは緩やかと予想される。BOE(英中銀)の利上げ開始は2016年に入ってからとなろう。

ユーロ圏経済

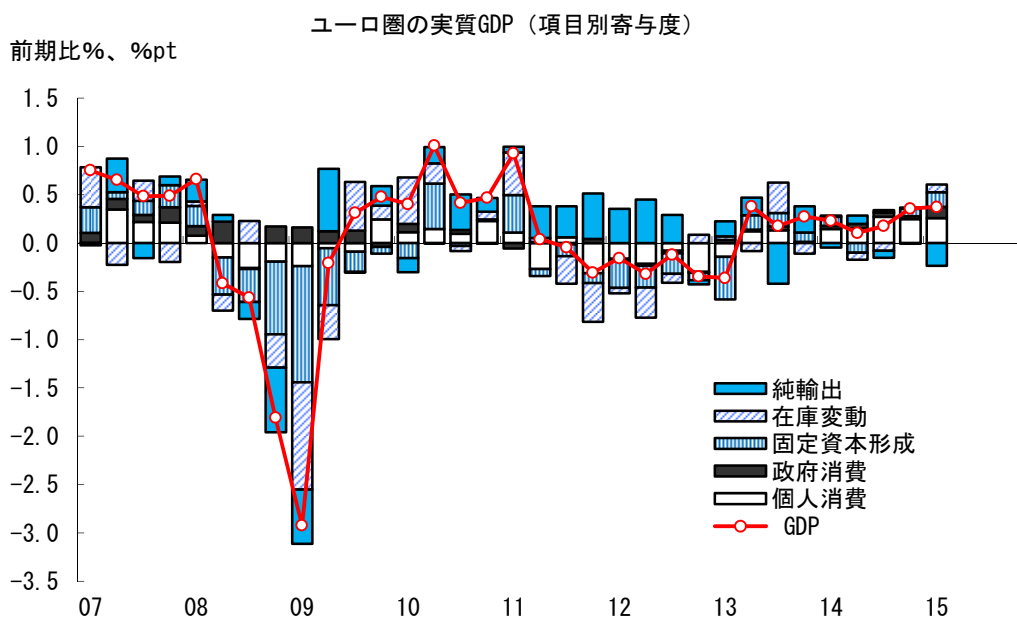
消費に加えて投資も牽引した1-3月期

6月9日に発表されたユーロ圏の2015年1-3月期のGDP成長率（2次推計値）は、速報値と同じ前期比+0.4%であった。個人消費が前期比+0.5%となり、3四半期連続となる堅調な伸びを記録したのは予想していた通りだが、固定資本形成が同+0.8%、政府消費が同+0.6%とそれぞれ伸び率が加速したのはやや予想外であった。

固定資本形成は建設投資の不振で2014年4-6月期に前期比-0.5%と落ち込んだあと、それに続く3四半期は同+0.1%、同+0.4%、同+0.8%と小幅ながら加速している。内訳を見ると、この1-3月期の伸び加速に最も貢献したのは輸送用機械の投資で、前期比+4.1%となった。ただし、その他の設備投資は同+0.3%、知的財産関連の投資は同+0.5%、住宅建設投資は同+0.7%、非住宅建設投資は同+0.4%とそろってプラスの伸びとなっており、投資全般で回復が見られる。

1-3月期の個人消費、固定資本形成、政府消費の内需3項目の寄与度を合計すると、前期比+0.5%ポイントとなるが、これはほぼ5年ぶりの高水準である。一方、純輸出寄与度は同-0.2%ポイントとマイナス寄与に転じた。輸入が前期比+1.2%の伸びとなって、輸出の同+0.6%を上回ったことが原因である。ここ1年余りのユーロ安進行で、ユーロの実効為替レートは2014年のピークから2015年の安値まで15%近く下落しているのだが、この通貨安による輸出押し上げ効果はあまり明確ではなく、輸出の伸びは低調である。もともと輸出にとっては為替動向よりも外国需要の動向の方が重要となるが、その外需が新興国で力強さに欠けているのである。

図表1 ユーロ圏の今回の景気回復は、個人消費を中心とする内需が牽引

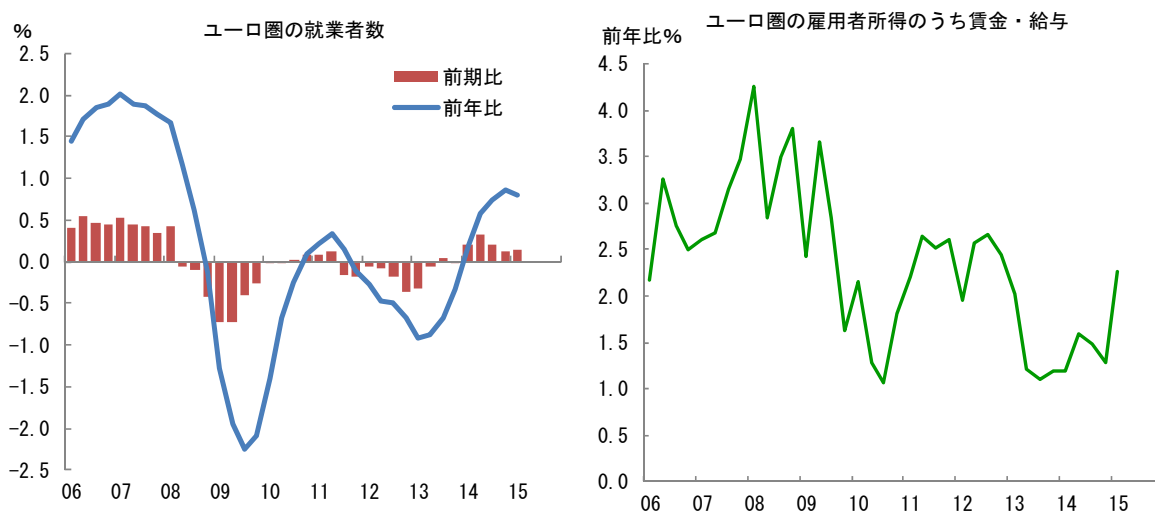


(出所) Eurostat データより大和総研作成

緩やかな雇用改善が進み、雇用者所得の伸びも加速

消費回復を後押ししてきたのは原油価格下落と金利低下だが、就業者数の増加と雇用者所得の伸び加速も追い風となってきた。ユーロ圏の1-3月期の就業者数は前期比+0.1%となり、小幅ながら5ヵ月連続で増加した。業種別では専門サービス業、流通業などサービス産業での雇用創出が目立つが、最近2四半期は、金融危機のあと大規模なリストラが実施された製造業と建設業でも就業者が増加している。また、この1-3月期は雇用者所得が目立って加速した。ユーロ圏の雇用者所得のうち賃金・給与は、10-12月期の前期比+0.4%から1-3月期は同+1.0%となり、前年比では+1.3%から+2.3%へと加速した。この前年比伸び率は2年ぶりの高い伸びとなる。ユーロ圏の1-3月期の家計所得データはまだ発表されていないが、以上のような雇用者所得の拡大に、株式や債券の価格上昇による財政所得の拡大が加わって、可処分所得の伸びが加速し、消費拡大を促したと推測される。

図表2 ユーロ圏の雇用は改善傾向



(出所) Eurostat データより大和総研作成

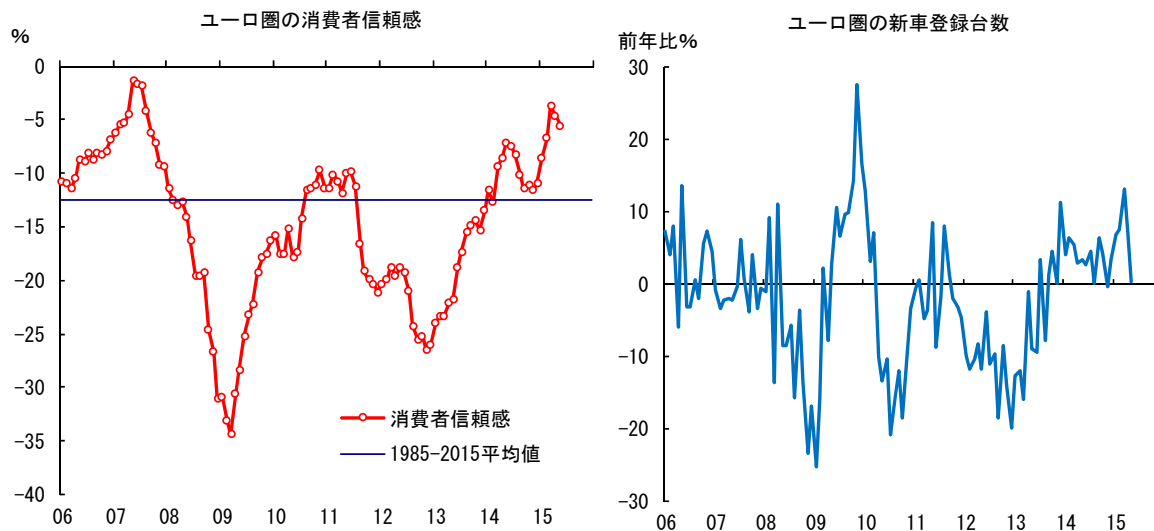
消費者マインドの改善は頭打ちだが

ただし、4月以降のユーロ圏の消費関連指標はやや勢いを失っている。消費者信頼感は4月、5月は連続して前月の水準を下回り、2014年末以降の顕著なマインド改善が一服したことを示している。その一因は2014年後半に各国で20%前後の急落をみせたガソリン価格が、1月に反転し、5月までに10%を超える上昇となったことだろう。なお、5月の新車販売はドイツでは前年比-6.7%、フランスでは同-3.5%と大きく前年割れし、ユーロ圏全体でも同横ばいと減速してしまった。

とはいえ、この落ち込みには昨年より営業日が少なかったというカレンダー効果が作用している。ドイツ自動車産業連盟(VDA)は、ドイツの5月の新車販売はこのカレンダー効果を除けば前年比+4%と堅調に伸びたとしている。また、ユーロ圏の消費者信頼感も悪化したとはいえ、5月の-5.5%は、1985年以降の平均値である-12.5%と比較すればかなりの強気水準である。

消費者信頼感と連動性が高い小売売上高は、4月は前年比+2.2%と堅調な伸びを維持した。ユーロ圏の消費は拡大ペースの加速は見込みにくいものの、緩やかな回復を続けると予想される。

図表3 ユーロ圏の消費関連指標は伸び鈍化

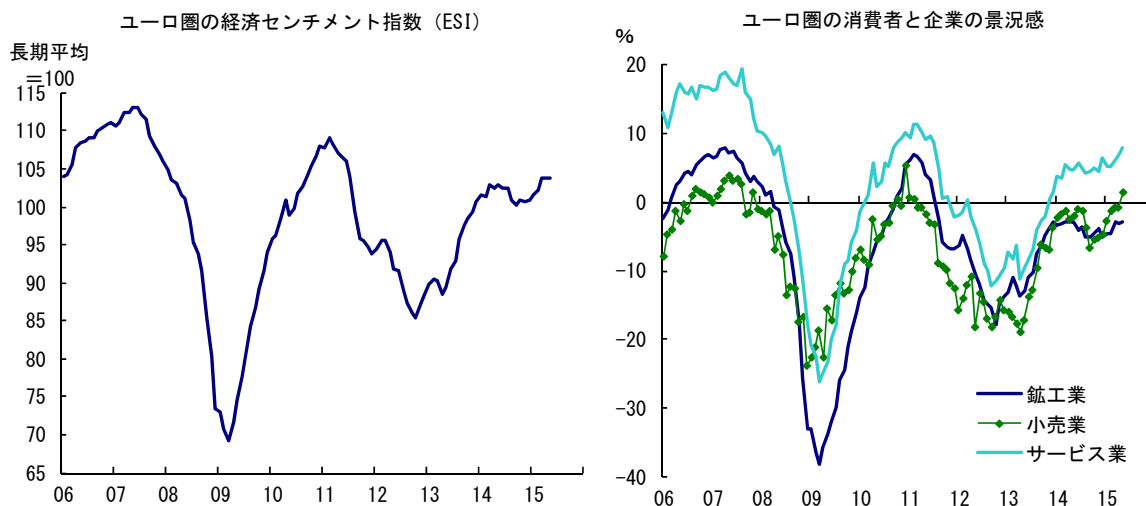


(出所) 欧州委員会、ACEA データより大和総研作成

企業マインドは内需関連を中心に緩やかな持ち直し

今回のユーロ圏の景気回復局面はここまで8四半期連続のプラス成長だが、内需の回復が先行し、外需の回復が遅れているというユーロ圏としては珍しい回復パターンである。当然ながら、景況感の改善動向でも同様の傾向があり、特にここ1年は消費者信頼感の改善が企業景況感の改善よりも目立っている。また、過去の景気回復局面では、企業景況感の中でも、輸出比率の高い鉱工業部門の景況感改善が先行することが多かったが、ここ1年はまず小売業部門の企業景況感が持ち直し、次いでサービス業部門の企業景況感に改善の兆しが出てきている。

図表4 企業景況感も内需比率の高い部門を中心に改善

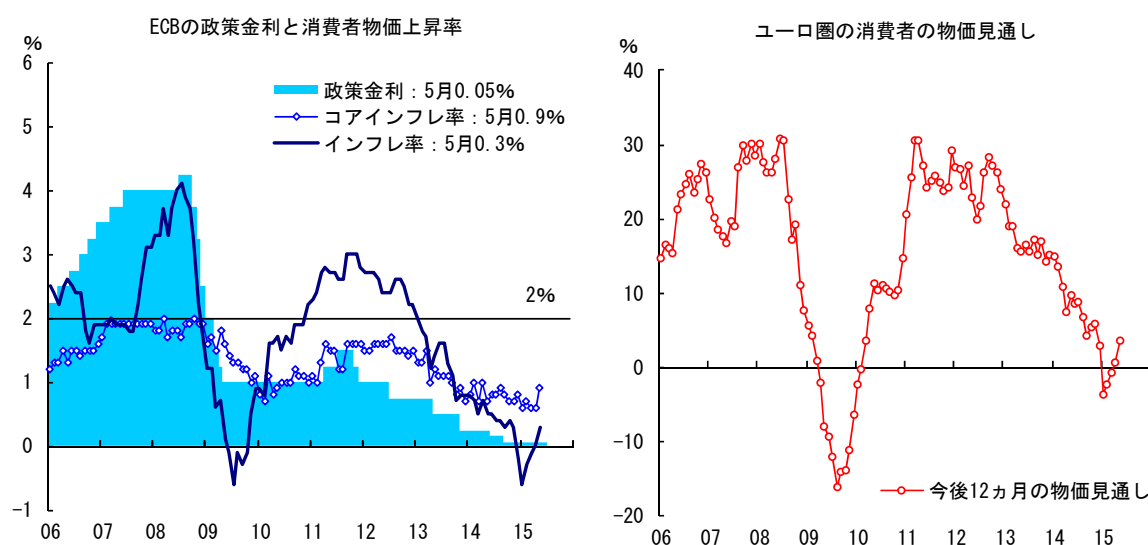


(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

後退したデフレ懸念

ユーロ圏の5月の消費者物価上昇率は前年比+0.3%と6ヵ月ぶりにプラスの伸びを回復した。原油価格が1月に底打ちしたあと緩やかに上昇している影響で、エネルギー価格の物価押し下げ効果が徐々に縮小してきている。また、年末年始には前年割れしていた食品価格が上昇に転じ、エネルギー以外の財や、サービス価格も伸び率がやや加速する兆しが見られる。ここにはユーロ安による輸入物価上昇の影響も波及しつつあると考えられる。この状況下で、消費者の今後12ヵ月の物価見通しが「低下」から「上昇」に転じた。また、企業サイドの販売価格見通しも「低下」から「上昇」へと転じつつある。2013年末以降、ECBにとって最大の懸念材料であり、その後の追加金融緩和の理由となった、ユーロ圏のデフレ懸念は後退したと判断される。

図表5 消費者物価上昇率は6ヵ月ぶりに前年比プラスの伸びを回復



(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会データより大和総研作成

とはいえ、ユーロ圏の物価上昇率はまだ非常に低く、また、今後の物価上昇ペースはなかなか加速してこないと見込まれる。就業者数が増加し、雇用者所得の伸びが加速する中で消費が回復しているが、いずれも緩やかな変化である。企業側は仕入れコストや雇用コストの上昇分を販売価格に転嫁したいと考えてはいるが、大幅な値上げで需要が減ってしまえば元も子もない。ECBが中期的な目標としている「前年比+2.0%をやや下回る」消費者物価上昇率の達成が視野に入り、金融緩和政策の見直しが意識されるようになるのは早くても2016年以降と予想される。

6月5日のECBの金融政策理事会に合わせて公表された最新のECBスタッフによるインフレ見通しでも、かなり緩やかな物価上昇が予想されている。3ヵ月前の予想と比較して、2015年のインフレ率予想は前年比横ばいから+0.3%に上方修正されたが、金融政策にとってより重要な2016年、2017年の見通しはそれぞれ+1.5%と+1.8%で据え置かれた。ECBは1月に決定した資産購入プログラムを予定通り2016年9月まで継続しよう。

図表6 ECBスタッフの景気・インフレ予想 (2015年6月)

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		3月予想		3月予想
2014	0.9	0.9	0.4	0.4
2015	1.5 (1.1~1.9)	1.5 (1.1~1.9)	0.3 (0.2~0.4)	0.0 (-0.3~0.3)
2016	1.9 (0.5~3.3)	1.9 (0.8~3.0)	1.5 (0.9~2.1)	1.5 (0.8~2.2)
2017	2.0 (0.3~3.7)	2.1 (0.9~3.3)	1.8 (1.0~2.6)	1.8 (1.0~2.6)

(出所) ECB データより大和総研作成

ボラティリティ上昇と金利上昇は同じではない

ところで6月5日の金融政策理事会のあとの記者会見で、ドラギ ECB 総裁が「金融市場のボラティリティ上昇に投資家は慣れないといけない」とコメントし、ユーロ圏各国の国債利回りが急上昇した。ドイツの10年国債利回りは、ユーロ圏の景気回復とデフレ懸念の後退を示唆する景気指標の発表を受けて、4月下旬から反転上昇する動きをみせていたが、このドラギ発言を受けて一段と上昇し、一時1.0%を上回った。確かに、ユーロ圏のデフレ懸念が後退し、ECBが追加的な金融緩和措置を講じる可能性は大きく低下している。とはいえ、ユーロ圏の景気回復もインフレ上昇も緩やかなペースで進むと予想され、ECBが国債購入など、現在計画している金融緩和措置を途中で停止することにはならないと考える。ボラティリティの上昇が、すなわち金利上昇というわけではなく、いよいよ6月末に最終期限を迎えるギリシャ問題が、市場のメインシナリオである財政支援延長で合意できれば、改めて金利低下トレンドが形成されると予想される。もっとも、リスクシナリオとしてギリシャ支援協議が最後までまとまらず、ギリシャがデフォルトと認定され、資本規制の発動、ユーロ圏からの離脱などが実現する可能性があり、残念ながらその可能性は徐々に高まっている。その場合、ユーロも、ユーロ圏の株も、債券もいったん大きく売られることになろう。質への逃避の過程で、ドイツ国債と周縁国の国債のスプレッド拡大が進行することが予想される。

英国経済

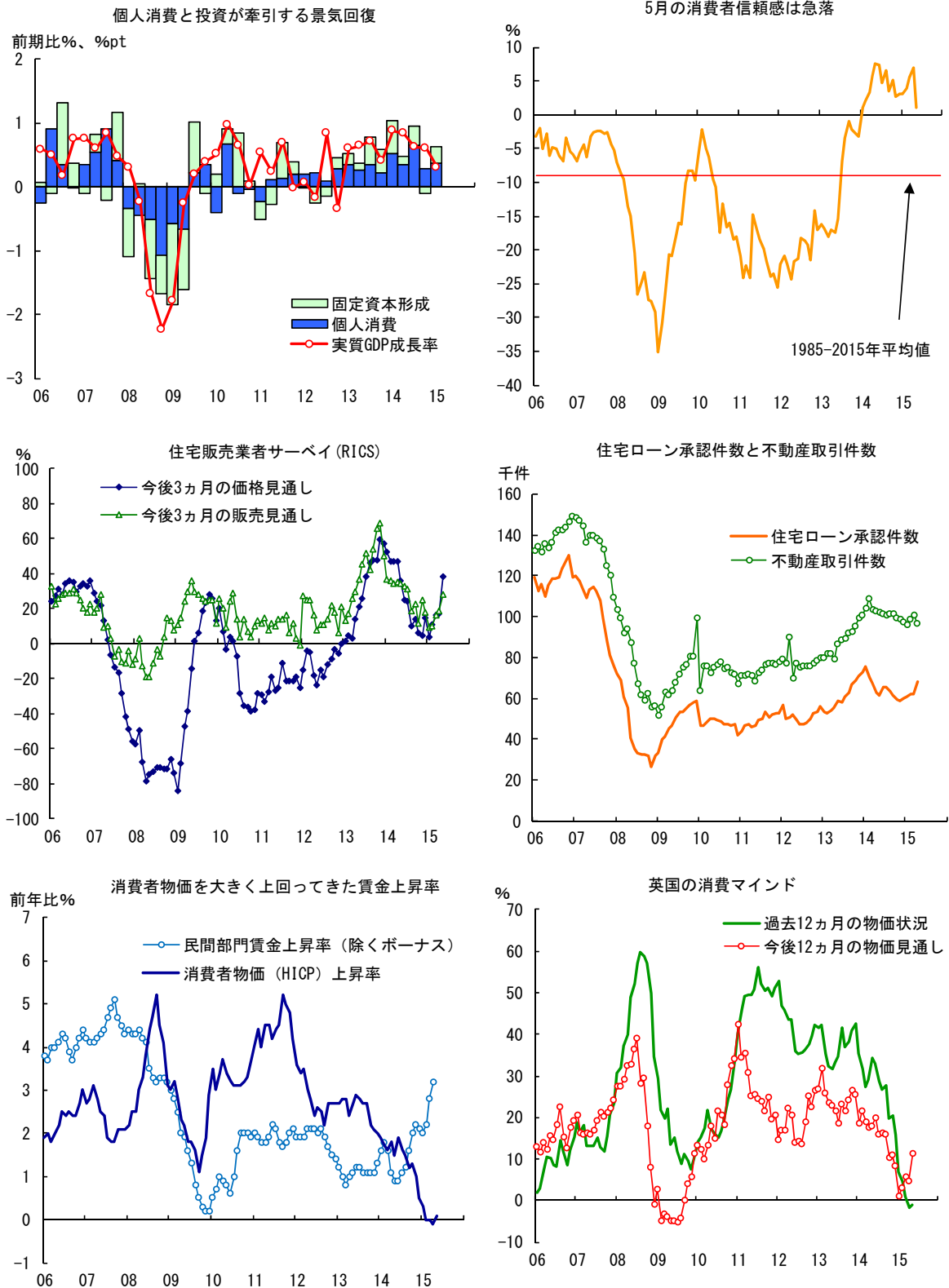
英国の1-3月期のGDP成長率(2次推計値)は、前期比+0.3%という速報値から変更はなく、10-12月期の同+0.6%から伸び率が半減した形になっている。ただし、2次推計が発表された後に、建設部門の1-3月期の生産統計が上方修正されたため(前期比-1.1%→同-0.2%)、GDP成長率も上方修正される可能性が高いとみられる。

2次推計によれば、1-3月期の個人消費は前期比+0.6%で、これは1990年以降の平均値とちょうど同水準である。また、政府消費は同+0.6%、固定資本形成も同+1.5%と堅調な伸びを記録し、この3項目の寄与度の合計は前期比+0.7%ポイントとなった。また在庫変動の寄与度も同+0.4%ポイントと成長率を押し上げた。それにもかかわらずGDP成長率が減速したのは、純輸出寄与度が同-0.9%ポイントと大きな下押し要因となったためである。輸出が同-0.3%と落ち込んだ一方、輸入が前期比+2.3%と急拡大したのだが、この輸入の強さも内需の強さの反映とみることができる。

今後の英国経済の行方を決めるのは、引き続き個人消費であると考えられる。その先行指標である消費者信頼感は、4月の6.9%から5月は1.1%に大きく落ち込んだ。1985年以降の平均値は-9.1%であるため、景気に悲観的と判断するのは行き過ぎだが、1ヵ月の変化としてはかなり大きな部類に属する。構成項目に注目すると、景気見通しが4月の6.7%から5月は-3.3%に急落し、家計所得見通しも4月の7.2%から5月は1.4%に後退した。原油価格の下げ止まりを受けてガソリン価格が反発したことが一因と考えられる。とはいえ、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引き続き良好である。また、住宅販売業者の景況感が2015年に入って改善傾向を強めている。今後3ヵ月の住宅販売見通しと住宅価格見通しがそろって改善している。また、2014年にいったん落ち込んでいた住宅ローン承認件数も最近になって増加に転じている。住宅取得奨励措置の縮小を受けて、いったん調整局面にあった住宅取引が再び活発化してくることが期待される。英国経済は2015年も消費と投資の内需に牽引される景気回復が継続すると予想される。

ところで4月に前年比-0.1%とマイナス圏に落ち込んでしまった消費者物価上昇率は、5月は同+0.1%と小幅に反発した。原油価格下落による物価押し下げ効果は、今後、徐々に剥落することが見込まれる。また、内需主導の景気回復が継続しているにしては、なかなか加速がみられないとされてきた賃金上昇率は、ここ数ヵ月で一段と加速する動きが出てきた。他方でポンド高による輸入物価下落効果があり、また、消費者の物価見通しもまだあまり上昇してきていないため、年内の物価上昇ペースは緩やかと予想される。賃金上昇率がこのまま加速を続け、前年比+4%台の金融危機前の水準を回復するのでなければ、BOE(英中銀)の利上げ開始は2016年に入ってからとなろう。

図表7 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	0.8%	1.5%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.3%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.9%	1.4%	1.3%	1.2%	1.6%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
政府消費支出	0.6%	2.2%	0.4%	0.4%	0.4%	1.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
総固定資本形成	1.2%	3.1%	2.0%	2.8%	3.2%	1.9%	2.4%	3.2%	3.6%	2.4%	2.9%
輸出等	3.8%	2.4%	4.1%	4.9%	3.2%	3.8%	4.1%	4.5%	4.1%	4.1%	4.1%
輸入等	4.1%	4.9%	3.6%	4.9%	4.1%	4.6%	4.5%	4.9%	4.1%	4.1%	4.4%
前年同期比 (除失業率)											
国内総生産	0.8%	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%	1.7%	1.8%	1.6%	1.4%	1.6%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
政府消費支出	0.6%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
総固定資本形成	1.2%	0.8%	1.8%	2.4%	2.8%	1.9%	2.6%	2.9%	3.1%	2.9%	2.9%
輸出等	3.8%	4.2%	3.8%	3.6%	3.6%	3.8%	4.1%	4.2%	4.0%	4.2%	4.1%
輸入等	4.1%	5.1%	4.8%	4.2%	4.4%	4.6%	4.3%	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%
鉱工業生産 (除建設)	0.8%	1.3%	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%
実質小売売上高	1.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.0%	2.2%	2.1%	1.6%	1.7%	1.4%	1.7%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.4%	0.8%	0.3%	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%	1.3%
生産者物価	-1.3%	-2.2%	-1.1%	-0.7%	0.3%	-0.9%	1.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
失業率	11.6%	11.2%	11.1%	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	241.8	74.6	65.0	55.0	52.0	246.6	50.0	41.0	36.0	35.0	162.0
経常収支	240.2	76.5	62.2	50.9	47.6	237.1	45.2	42.0	34.7	34.4	156.3
財政収支	-235					-219					-194
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.70%	0.66%	0.56%	0.79%	0.86%	0.96%	1.05%	0.92%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.21%	-0.18%	-0.17%	-0.19%	-0.16%	-0.14%	-0.12%	-0.10%	-0.13%
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。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%	3.0%	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.3%
民間消費支出	2.5%	2.3%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%
政府消費支出	1.7%	2.3%	0.4%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%	1.0%
総固定資本形成	7.8%	6.1%	1.6%	2.4%	2.8%	2.9%	4.1%	4.1%	3.6%	3.2%	3.4%
輸出等	0.6%	-1.2%	3.2%	-2.0%	3.2%	3.5%	4.1%	3.2%	3.2%	2.8%	2.8%
輸入等	2.2%	9.5%	-1.6%	-2.4%	1.6%	3.4%	3.6%	3.6%	3.2%	3.2%	2.1%
前年同期比 (除失業率)											
国内総生産	2.8%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.3%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%
民間消費支出	2.5%	2.6%	2.6%	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%
政府消費支出	1.7%	2.5%	0.9%	0.8%	1.3%	1.4%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
総固定資本形成	7.8%	3.4%	3.0%	1.9%	3.2%	2.9%	2.7%	3.3%	3.6%	3.8%	3.4%
輸出等	0.6%	3.5%	5.0%	4.6%	0.8%	3.5%	2.1%	2.1%	3.4%	3.3%	2.8%
輸入等	2.2%	4.1%	5.0%	2.9%	1.7%	3.4%	0.3%	1.6%	3.0%	3.4%	2.1%
鉱工業生産	1.7%	1.0%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%
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%	0.2%	0.6%	0.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.8%	1.6%
生産者物価 (出荷価格)	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.0%	0.1%	-1.1%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
失業率	6.2%	5.5%	5.4%	5.4%	5.3%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
10億英ポンド											
貿易収支	-121.2	-30.4	-31.9	-32.2	-31.4	-126.0	-29.5	-32.0	-33.2	-32.9	-127.7
経常収支	-97.9	-25.5	-28.2	-28.6	-27.8	-110.0	-25.0	-27.6	-28.8	-28.6	-110.0
財政収支	-88.2	-0.7				-69.5					-66.8
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.85%	1.98%	2.08%	1.89%	2.13%	2.19%	2.23%	2.32%	2.22%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.54%	0.60%	0.66%	0.56%	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 (経常収支のみ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