

2015年7月21日 全8頁

# 欧州経済見通し ギリシャを除けば堅調

## ユーロ圏の企業向け貸出に拡大の兆し

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

### [要約]

- 約1カ月に及んだ「ギリシャ危機」は、ユーロ圏やIMFによる第3次財政支援の枠組みが合意されたことでとりあえず収束へと動き出した。一連の混乱でギリシャ経済は大きな打撃を被り、財政再建だけでなく、景気回復が喫緊の課題となる。一方、ギリシャを除くユーロ圏は1-3月期の前期比+0.4%成長に続き、4-6月期も消費主導で堅調な景気回復が継続したと推測される。なお、ユーロ圏の銀行による民間企業向けの貸出にようやく拡大の兆しが出てきた。銀行貸出増はECBの金融緩和政策がまさに目的としてきたことであり、ユーロ圏の消費拡大が投資拡大に結び付き、より裾野の広い景気回復が実現されるか大いに注目される。ユーロ圏の消費者物価上昇率は5月の前年比+0.3%のあと、6月は同+0.2%と低水準にとどまっている。ユーロ圏を背景に輸入物価が上昇に転じてきたとはいえ、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、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(3次推計値)は前期比+0.4%、前年比+2.9%となり、2次推計値の同+0.3%、同+2.4%からそれぞれ上方修正された。需要項目別で上方修正されたのは消費と投資であり、内需主導の景気回復パターンに変更はない。内需主導で前年比+3%前後の高い成長を続ける英国は、米国に続いて利上げに転じる可能性が高いが、米国同様、インフレ関連指標はまちまちで、利上げ開始のタイミングを予想するにはまだ材料が十分ではない。賃金上昇率は加速しつつあるが、他方でポンド高による輸入物価下落効果が大きく、消費者物価上昇率は前年比横ばいで推移している。BOE(英中銀)から利上げに対する言及が増えてきているが、その議論が始まるのが秋以降で、実際の利上げ開始は2016年に入ってからとなろう。

## ユーロ圏経済

### ギリシャ危機は収束に向かいつつあるが、ギリシャ経済には大きな後遺症

6月末からおよそ1カ月にわたって、「ギリシャ」が欧州のみならず世界のニュースのヘッドラインを飾ってきた。ユーロ圏19カ国の財務相、首脳会合に欧州委員会、ECB、IMFも加わり、度重なる協議の末に、ようやく7月13日に860億ユーロ規模の第3次ギリシャ支援が大枠で合意され、「ギリシャがユーロ圏からの離脱を余儀なくされる」とのリスクシナリオの可能性は大きく後退した。その後、ギリシャ議会での財政緊縮策の一部可決（15日深夜）、ドイツ議会など支援国側の承認（15～17日）も予定通りに進み、ECBはELA（緊急流動性支援）の上限引き上げを2週間半ぶりに決めた（16日）。また、ESM（欧州安定メカニズム）による3カ年のギリシャ支援計画の詳細決定には数週間を要すると見込まれることから、それまでのつなぎ融資措置として、EUの基金であるEFSM（欧州金融安定メカニズム）から71.6億ユーロをギリシャに融資することも合意された。このつなぎ融資を活用して、ギリシャは20日にIMFに延滞していた20億ユーロ余りを返済すると同時に、ECBが保有する国債の償還も実行した。

このように混乱収束に向けた動きが具体化されつつあるが、この1カ月弱の「ギリシャ騒動」はギリシャ経済に深刻な打撃を与えた。6月27日にギリシャ政府が唐突に国民投票の実施を宣言したあと、ユーロ圏財務相会合は第2次ギリシャ支援の期限を6月末からさらに延長することを拒否した。この決定を受けてECBはELAの上限引き上げを停止したため、大量の預金引き出しによる資金枯渇が懸念されたギリシャの銀行は業務停止に追い込まれ、さらに資本規制が導入され、証券取引所も閉鎖された。経済にとって血液に相当する金の流れが滞ったことで、ギリシャ経済は苦境に追い込まれた。そもそもギリシャ経済は2008年から2013年にかけて景気後退が実に6年に及んだ<sup>1</sup>が、2014年1～3月期以降は3四半期連続で前期比プラス成長となっていた。ところが、大統領選挙に続いて総選挙の実施が決まった10～12月期に再びマイナス成長に落ち込み（前期比-0.4%）、続く1～3月期も同-0.2%と小幅ながらマイナス成長で景気後退局面に逆戻りしていた。チプラス政権誕生後のギリシャと債権者側との交渉の迷走期間となってしまった4～6月期に、ギリシャの消費者と企業の景況感は当然ながら大幅に悪化した。さらに、6月末からは銀行業務が停止され、停止期間は3週間に及んだ。ようやく7月20日から銀行業務は再開され、国民一人あたりの預金引き出し制限も「1日60ユーロまで」から「1週間で420ユーロまで」とやや緩和された。ただし、海外への送金が原則禁止されているなど、資本規制の解除の見通しはまだ立っていない。ギリシャ経済は4～6月期、7～9月期もそろってマイナス成長となる可能性が高い。

景気悪化が急速に進行している中で、財政再建策としてVAT増税や年金制度改革を実施せざるを得なくなったギリシャ政府に、果たして政策遂行能力があるのか疑問視される所であり、今後、総選挙の繰り上げ実施など政治的な混乱が生じる可能性を排除できない。債権者側は、ギリシャの財政健全化のみならず、景気回復も側面支援することが求められる。

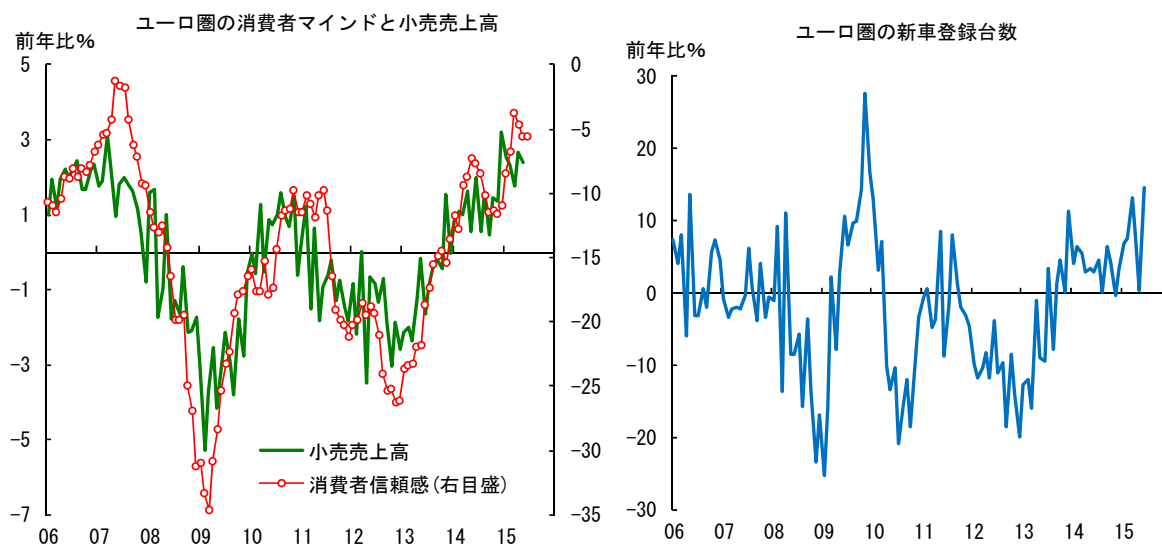
<sup>1</sup> 2015年7月16日付大和総研レポート「主要統計からみるギリシャ経済」（作成：経済調査部 井出和貴子、新居真紀）参照。

## ギリシャを除くユーロ圏は緩やかな景気回復が継続

ところで、ギリシャを除いたユーロ圏の景気は 2013 年 4-6 月期以降の緩やかな景気回復局面が続いていると判断される。ここ 1 年のユーロ圏経済には原油価格下落、金利低下、ユーロ安という追い風が吹いてきたが、中でも個人消費の着実な回復が目立っている。これに加えて、2015 年 1-3 月期には、それまで出遅れ感が強かった固定資本形成も前期比+0.8%と伸び率が加速してきた。

発表済みの経済統計を手掛かりに、ユーロ圏の 4-6 月期の成長率を推計すると、引き続き個人消費が牽引役となって 1-3 月期の前期比+0.4%と同程度の成長率となったと考えられる。小売売上高は 1-3 月期の前期比+0.7%のあと、4-5 月期も同程度の伸びとなった。なお、前年との営業日数の違いが影響して 5 月に前年比+0.2%と失速した乗用車新規登録台数は、6 月は同+14.6%と大きく盛り返し、4-6 月の累計は同+7.3%と堅調な伸びとなっている。

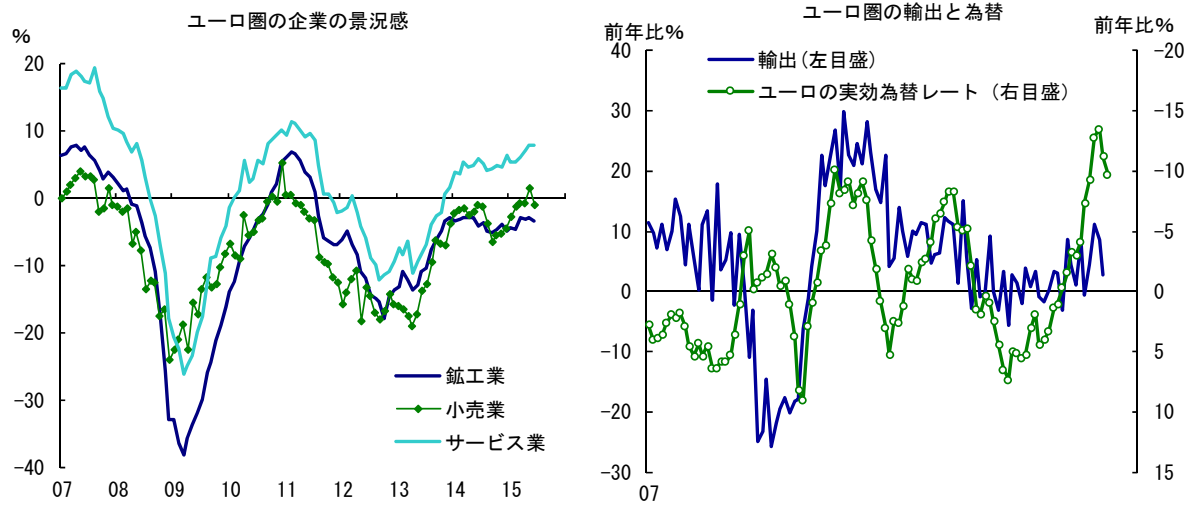
図表 1 堅調な拡大を見せているユーロ圏の消費



(出所) Eurostat、欧州委員会、ACEA データより大和総研作成

堅調な消費動向を反映して、ユーロ圏のサービス業部門と小売業部門の景況感も過去 1 年は概ね改善傾向にある。これに対して鉱工業部門の景況感はほぼ横ばいであり、前回の好況期のピークと比較しても、鉱工業部門の景況感改善の出遅れ感が目立つ。これは今回のユーロ圏の景気回復が、外需ではなく、内需主導となっていることを反映していると考えられる。2014 年半ば以降、ECB の金融政策が一段と踏み込んだ金融緩和政策に動くとの期待を背景にユーロ安が進んだが、このユーロ安による輸出押し上げ効果はこれまでのところさほど顕在化していない。その理由は、ユーロ圏にとって輸出相手先として過去 15 年で存在感を増したエマージング諸国の需要が伸び悩んでいるためである。輸出が一進一退の動きを見せる中、ユーロ圏の鉱工業生産も力強さに欠ける伸びとなっている。

図表2 伸び悩む外需

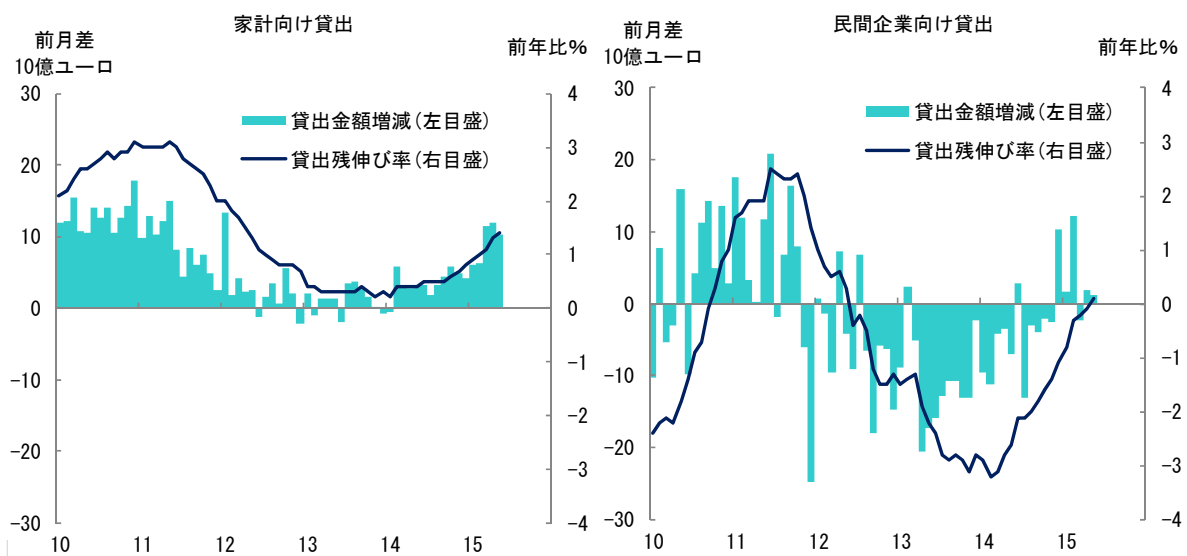


(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB データより大和総研作成

### 増加に転じた民間企業向けの貸出

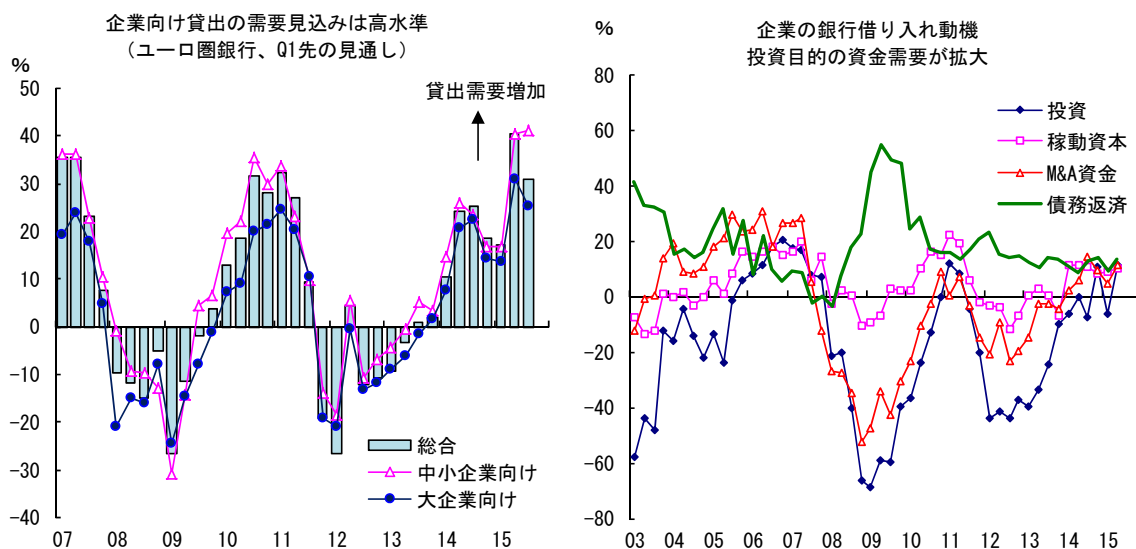
とはいえ、ユーロ圏経済は内需を中心に2年にわたってプラス成長が続いており、それが企業の投資意欲をいくらか向上させつつあると見受けられる。ユーロ圏の銀行貸出は2000年代後半の金融危機とそれに続いたユーロ圏債務危機で特に企業向けが落ち込んだが、2014年末に企業向けの貸出金額が増加に転じ、この5月には3年ぶりに貸出残高が前年の水準を上回った。なお、ECBによる銀行貸出サーベイの4-6月期調査では、銀行から見た企業の資金需要はここ半年で「需要増」を予想する銀行が一段と増加した(図表4)。大企業以上に、中小企業の資金需要も増加するとの見通しとなっており、景気回復の裾野拡大が示唆されている。なお企業の借入目的では「投資」が改めて伸びてきた。

図表3 ユーロ圏の銀行貸出は企業向けも増加へ



(出所) ECB データより大和総研作成

図表4 ユーロ圏の銀行貸出サーベイ（2015年4-6月期調査）



(出所) ECB データより大和総研作成

銀行貸出サーベイの結果が示唆しているように企業向けの貸出増加が継続するならば、それはまさしく ECB が「非伝統的な」金融緩和政策によって実現しようとしてきた成果となる。ユーロ圏の消費拡大が投資拡大に結び付き、より裾野の広い景気回復が実現されるか大いに注目される。ところで、ECB が3月に開始した資産買取プログラムは、順調に「月額600億ユーロの資産買い取り」を達成しているが、少なくとも2016年9月まで予定通り資産買取を継続すると予想される。足下の消費者物価上昇率は5月の前年比+0.3%のあと、6月は同+0.2%と低水準にとどまっている。原油価格は1月に底打ちしたものの、その後の上昇ペースが鈍いことが一因と考えられる。他方で、ユーロ安の影響により、輸入物価は4月にほぼ2年半ぶりに前年比プラスに転じており、今後、輸入物価はユーロ圏のインフレ押し上げ要因となると予想される。とはいえ、ユーロ圏の景気回復は全体として緩やかな回復になると予想され、物価上昇ペースも急速に加速する可能性は低いだろう。

## 英国経済

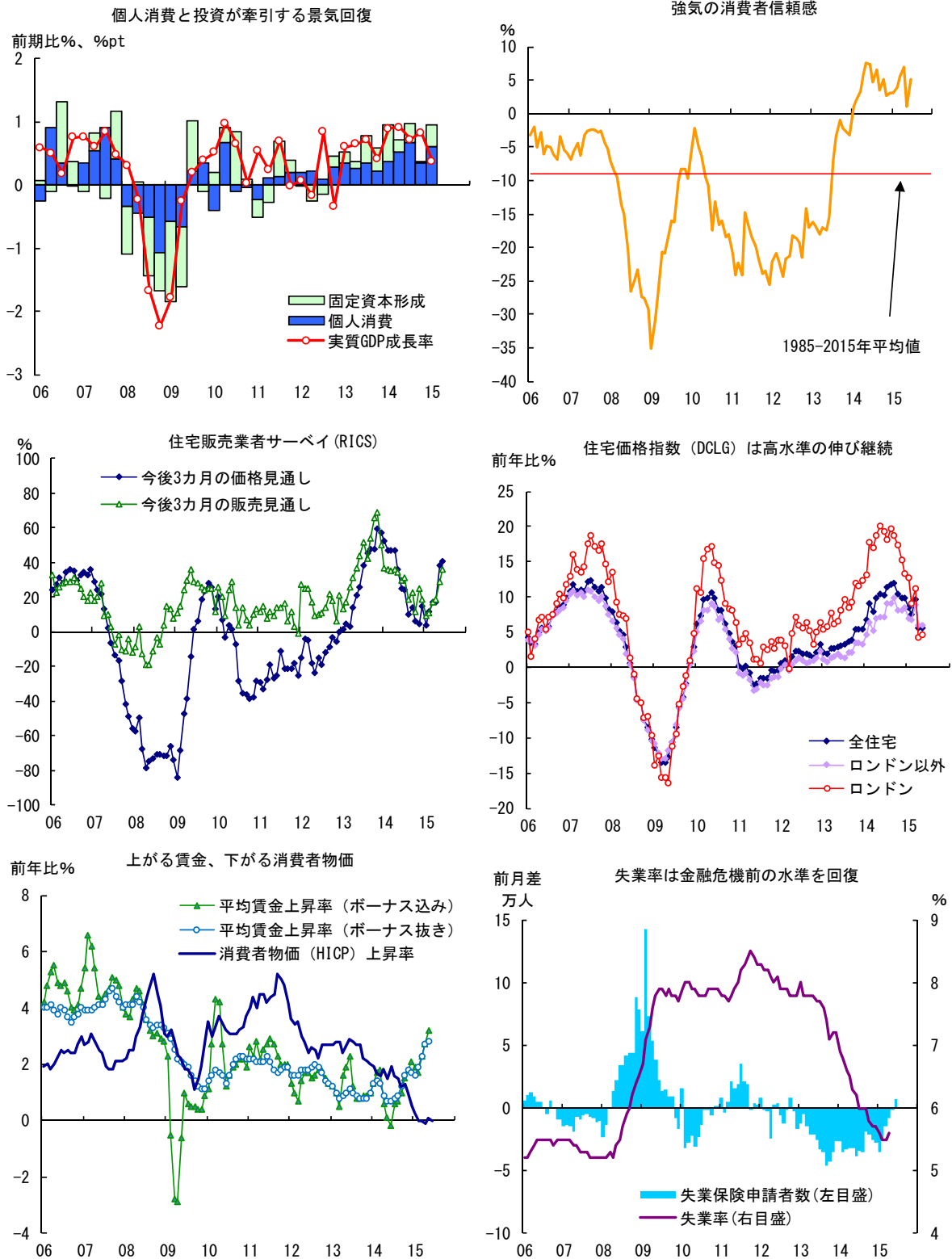
英国の2015年1-3月期のGDP成長率（3次推計値）は、2次推計値の前期比+0.3%から同+0.4%に上方修正された。なお、2014年4-6月期以降のGDPデータが遡及して上方修正され、1-3月期の前年比伸び率も+2.4%から+2.9%に修正された。

需要項目別では内需の上方修正が目立つ。1-3月期の個人消費は前期比+0.6%から同+0.9%へ、政府消費も同+0.6%から同+0.9%へ、固定資本形成は同+1.5%から同+2.0%へそれぞれ上方修正された。これにより、この3項目の寄与度の合計は前期比+0.7%ポイントから+1.1%ポイントへ拡大した。一方、在庫変動の寄与度は同+0.4%ポイントから同-0.1%ポイントへと下方修正された。なお、輸出が前期比-0.3%から+0.4%へ上方修正されたため、純輸出寄与度は引き続き下押し要因ではあるものの、前期比-0.9%ポイントから同-0.6%ポイントへとマイナス幅がやや縮小した。

続く4-6月期も内需が牽引する景気回復が継続したと推測される。5月に大きく落ち込んだ消費者信頼感指数は6月に持ち直した。5月のマインド悪化の原因は景気と家計所得の見通しが悪化したことだが、このうち特に家計所得の見通しが6月に改善した。原油価格の底打ちを受けてガソリン価格が上昇に転じていたが、6月にその上昇ペースが鈍化したことが一因と考えられる。なお、賃金上昇率はここ数カ月で一段と加速し、3-5月平均はボーナス込みでは前年比+3.2%、ボーナス抜きでは同+2.8%となった。この所得の伸びが個人消費を下支えしたと見込まれる。ところで、住宅価格は2014年9月の前年比+12.1%をピークとして伸び率が鈍化傾向にあったが、2015年4月の前年比+5.5%のあと5月は同+5.7%とこの傾向に歯止めがかかる兆しが見られる。これは、住宅販売業者サーベイで「今後3カ月の住宅価格見通し」が2015年に入って改善傾向にあることと符合する動きである。住宅価格上昇は、資産効果を通じて消費拡大につながることに加え、住宅建設拡大を促す要因ともなる。

ところで、内需主導で前年比+3%前後の経済成長が続いている英国は、米国に続いて利上げに転じる可能性がある国と考えられる。しかしながら、米国同様、英国のインフレ関連指標もまちまちな内容で、利上げ開始のタイミングを予想することはなかなか難しい。英国の消費者物価（HICP）上昇率は4月に前年比-0.1%とマイナス圏に落ち込んだあと、5月は同+0.1%と小幅反発したものの、6月は同横ばいと方向感がつかめない。ガソリン価格が上昇に転じているように、原油安による物価押し下げ効果は徐々に剥落すると見込まれるが、ポンド高による輸入物価下落効果が大きく、また、消費者のインフレ見通しもさほど上昇してきていない。賃金上昇率の加速は今後のインフレ要因となるはずだが、年内の物価上昇ペースは緩やかと予想される。このところ、BOE（英中銀）から利上げを意識したコメントが改めて増えてきているものの、利上げ開始のタイミングに関する議論が本格化するのは秋以降で、利上げ開始は2016年以降になると予想している。

図表5 英国経済：インフレ圧力は高まっているのか？



(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%	1.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.3%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.9%	1.6%	1.5%	1.3%	1.7%	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%	1.2%	2.8%	3.2%	1.8%	2.4%	3.2%	3.6%	2.4%	2.9%
輸出等	3.8%	2.4%	3.6%	4.1%	3.2%	3.6%	4.1%	4.5%	4.1%	4.1%	4.0%
輸入等	4.1%	4.9%	3.2%	4.5%	4.1%	4.5%	4.5%	4.9%	4.1%	4.1%	4.3%
前年同期比 (除く失業率)											
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%	1.7%	1.6%	1.7%	1.4%	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%	1.6%	2.2%	2.6%	1.8%	2.4%	2.9%	3.1%	2.9%	2.9%
輸出等	3.8%	4.2%	3.7%	3.3%	3.3%	3.6%	3.8%	4.0%	4.0%	4.2%	4.0%
輸入等	4.1%	5.1%	4.6%	4.0%	4.2%	4.5%	4.1%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%
鉱工業生産 (除建設)	0.8%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	0.6%	1.1%	1.4%	1.5%	1.1%
実質小売売上高	1.3%	2.2%	2.5%	2.5%	2.2%	2.4%	2.3%	1.7%	1.7%	1.4%	1.8%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.7%	0.2%	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%	1.2%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.1%	-0.8%	0.3%	-0.9%	1.4%	0.7%	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	249.2	76.4	70.0	60.0	52.0	258.4	50.0	41.0	36.0	35.0	162.0
経常収支	210.8	81.7	65.6	54.1	45.7	247.2	43.3	40.0	32.6	32.2	148.1
財政収支	-235					-219					-194
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.82%	0.85%	0.64%	0.88%	0.93%	0.98%	1.05%	0.96%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.22%	-0.18%	-0.20%	-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(消費者物価と金利は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

	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	3.0%	1.5%	3.0%	2.3%	2.4%	2.6%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.3%
民間消費支出	2.5%	3.8%	2.2%	2.4%	2.4%	2.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%
政府消費支出	1.6%	3.8%	0.4%	1.2%	1.2%	1.6%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%	1.0%
総固定資本形成	8.6%	8.1%	1.6%	2.4%	2.8%	4.0%	4.1%	4.1%	3.6%	3.2%	3.4%
輸出等	0.5%	1.4%	3.6%	2.0%	3.2%	4.4%	4.1%	3.2%	3.2%	2.8%	3.3%
輸入等	2.4%	9.3%	0.8%	1.2%	1.6%	4.4%	3.6%	3.6%	3.2%	3.2%	2.7%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	3.0%	2.9%	2.7%	2.6%	2.3%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.3%
民間消費支出	2.5%	3.4%	3.1%	2.6%	2.7%	2.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%
政府消費支出	1.6%	2.3%	1.1%	1.4%	1.7%	1.6%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
総固定資本形成	8.6%	5.0%	4.3%	3.1%	3.7%	4.0%	2.7%	3.3%	3.6%	3.8%	3.4%
輸出等	0.5%	3.8%	5.0%	6.4%	2.6%	4.4%	3.2%	3.1%	3.4%	3.3%	3.3%
輸入等	2.4%	4.6%	5.5%	4.4%	3.2%	4.4%	1.8%	2.5%	3.0%	3.4%	2.7%
鉱工業生産	1.7%	1.0%	1.8%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%	1.2%	1.1%	1.0%	1.3%
実質小売売上高	4.0%	5.3%	4.6%	4.5%	3.2%	4.4%	3.1%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
消費者物価	1.5%	0.1%	0.0%	-0.0%	0.4%	0.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%
生産者物価(出荷価格)	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.1%	-0.0%	-1.1%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%
失業率	6.2%	5.5%	5.5%	5.4%	5.4%	5.5%	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	-105.7	-26.5	-28.2	-28.6	-27.8	-111.1	-25.0	-27.6	-28.8	-28.6	-110.1
財政収支	-88.2	-2.3				-69.8					-67.0
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	2.07%	2.15%	1.93%	2.20%	2.25%	2.28%	2.32%	2.26%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.62%	0.68%	0.57%	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(物価と金利は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