

2015年8月20日 全7頁

欧州経済見通し 緩やかな景気回復が続く

4-6月期は輸出が久々に牽引役に復帰

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

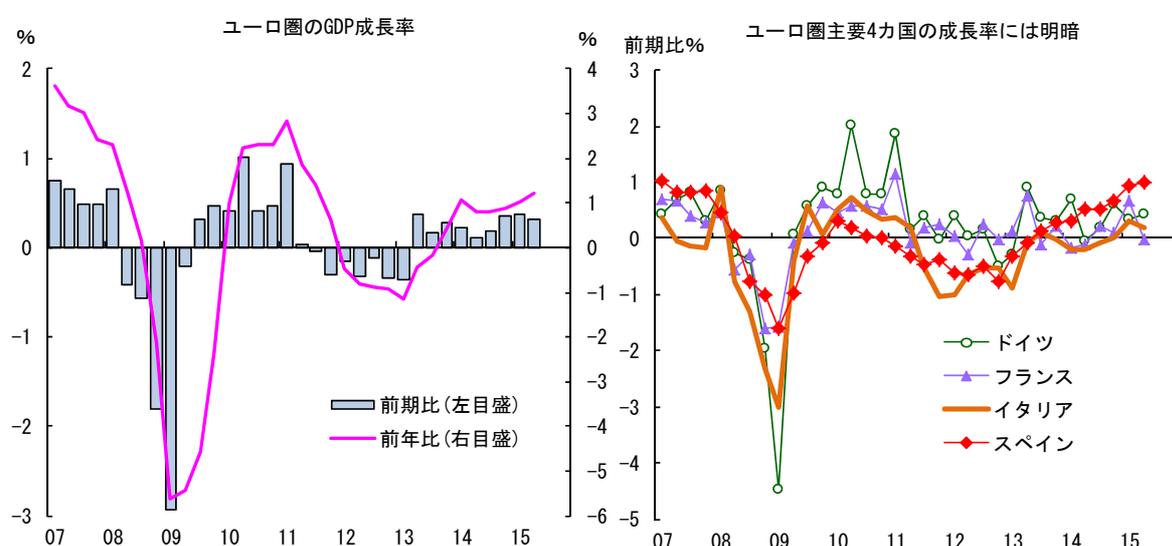
- ユーロ圏の2015年4-6月期のGDP成長率(速報値)は前期比+0.3%となり、1-3月期の同+0.4%からは若干減速したが、9四半期連続のプラス成長となった。需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、ユーロ圏を追い風に輸出が持ち直したと推測される。また、個人消費は1-3月期からは減速しつつも、引き続きプラス成長に寄与したと見込まれる。
- ユーロ圏の輸出は米・英という先進国向けに加えて、中東欧、インドなど一部の新興国向けも堅調だが、他方で中国向けは伸び悩み、ロシア向けは大幅減と明暗がわかれた。中国景気の大減速は、中国政府の景気下支え策により回避されようが、ユーロ圏の年後半の外需拡大は力強さに欠けたものになる可能性が高い。一方、ギリシャ懸念がいったん後退し、原油価格が再び低下していることを背景に、ユーロ圏の内需はやや持ち直すと見込まれる。緩やかな景気回復は、消費者物価上昇率の加速にはつながらず、ECB(欧州中央銀行)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4-6月期のGDP成長率(速報値)は前期比+0.7%となり、1-3月期の同+0.4%から加速した。需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、純輸出寄与度がマイナスからプラスに転じ、また、個人消費が引き続き牽引役になったと推測される。今後も賃金上昇率加速を追い風とした消費拡大が継続すると見込まれる。一方、7月の消費者物価上昇率は前年比+0.1%とインフレターゲットである同+2%を大きく下回る推移が続いている。BOE(英中銀)は英国の生産余力は縮小傾向にあり、賃金上昇が物価上昇に結び付きやすくなっていると判断しているが、他方で原油価格が一段と低下し、またポンド高効果もあって、消費者物価上昇率はなかなか上昇してこないと予想している。BOE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

2015年4-6月期は前期比+0.3%成長

4-6月期のユーロ圏経済は前期比+0.3%（年率換算+1.3%）成長となった。1-3月期の同+0.4%にはやや及ばなかったが、9四半期連続のプラス成長となり、緩やかな景気回復が続いていることが確認された。主要4カ国の成長率は、ドイツが前期比+0.4%、フランス同-0.01%、イタリア同+0.2%、スペイン同+1.0%とばらつきが大きい。雇用コスト削減で成果を上げて順調な景気回復が続くスペインと、構造改革の取り組みで後れをとったフランス、イタリアの停滞の対比が改めて鮮明となった。

図表1 ユーロ圏経済は9四半期連続のプラス成長



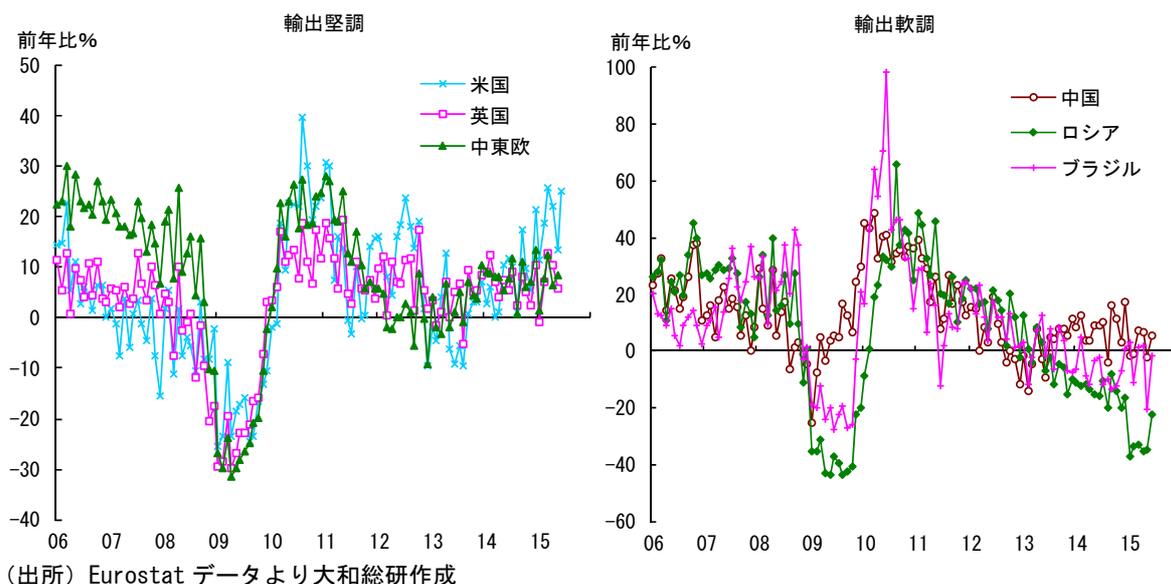
(出所) Eurostat データより大和総研作成

ユーロ圏の4-6月期GDPの需要項目別の内訳は9月8日に発表予定だが、ユーロ安を追い風に輸出の伸びが加速し、純輸出寄与度がプラスに転じたと推測される。また、個人消費は1-3月期と比べれば伸び率は鈍化したものの、引き続き成長率押し上げに寄与したと見込まれる。一方、投資は振るわず、在庫変動はマイナス寄与に転じたと推測される。

輸出は相手国別で明暗

貿易統計では輸出は1-3月期の前期比+1.1%から4-6月期は同+2.7%へと伸びが加速した（輸入は同+2.0%のあと同+1.9%の伸び）。4-6月期の輸出拡大が目立つのは、米国を中心とする北米向けだが、英国、中東欧、トルコ、インド、韓国、台湾、シンガポールなどに向けた輸出も堅調な伸びとなっている。これに対して、中国向けの輸出は伸び悩んでおり、ロシア、ブラジル向けの輸出は落ち込みが目立つ。財別輸出では鉱物エネルギーのみ大幅な落ち込みが続いている一方、製品輸出（とりわけ機械、輸送用機器、化学製品）は高い伸びを維持している。輸入も同様で、鉱物エネルギー輸入が大幅に落ち込み、原材料輸入も伸び悩んでいるが、製品輸入は2015年に入って前年比で二桁の伸び率となっている。

図表2 ユーロ圏の輸出動向（相手国・地域別）



今後のユーロ圏景気を予想する上でまず重要なのは、この外需好調が持続するか否かである。6月のユーロ圏の製造業受注は前月比+2.1%となり、特に国外からの受注が同+2.3%と牽引した。外需に関する好材料は、米国（2014年の輸出シェアは12.4%）と英国（同13.2%）が内需主導の景気拡大を続けていることである。加えて、中東欧諸国（同13.4%）の景気回復もユーロ圏のそれを上回るペースで進行中である。これに対して、外需悪化の最大の原因となり得るのは、中国経済のさらなる減速である。8月半ばの突然の実質的な元切り下げは、中国経済が予想されていたよりも悪いのではないかと懸念を呼び起こし、欧州でも高級消費財、自動車などを中心に関連株の大きな売り材料となった。2014年のユーロ圏の輸出に占める中国向けの割合は6.8%だが、中国を含むアジア向けは23.8%に上る。アジア各国にとって中国需要が大きな存在感を占めていることを考え合わせれば、中国経済の減速はアジア全体の需要後退につながりかねない。とはいえ、中国を震源地としてアジアの需要が大きく落ち込むとの予想は、あくまでリスクシナリオと考えられる。メインシナリオとしては、中国政府によるさまざまな景気対策が中国経済を下支えすると見込んでいる。一方、ロシア（2014年の輸出シェアは4.1%）に関しては、欧米との経済制裁合戦が解除に向かう見通しが立たないことに加え、7月以降、改めて原油価格下落が進み、これがルーブル安にもつながって景気見通しが悪化してしまっている。以上を考え合わせると、ユーロ圏の2015年後半の輸出はプラスの伸びを維持するものの、力強さには欠けると予想される。

ユーロ圏の内需見通し

ところで、ユーロ圏の6月の小売売上と鉱工業生産はそろって前月比でマイナスの伸びとなった。これにより、小売売上高は1-3月期の前期比+1.0%から4-6月期は同+0.3%に減速し、鉱工業生産に至っては同+1.0%から-0.2%へと失速してしまった。

消費が減速した背景には、2014 年半ば以降の原油価格急落によるガソリン価格の下落が一服したことが挙げられる。ガソリン価格は 2014 年半ばの高値と比較して 2015 年 1 月には 20% 弱下落して消費押し上げに貢献したが、その後は原油価格の反転上昇を受けて 7 月までに 15% 近く上昇していた。ただし、原油価格は 7 月以降、改めて下落しており、原油価格下落による購買力押し上げ効果は、予想していたよりも賞味期限が長くなると見込まれる。

もう一つの内需減速要因は、ギリシャ支援協議が 6 月末の期限切れを目前に控えて暗礁に乗り上げたことがユーロ圏の景気見通しの不透明感を高め、消費者及び企業の景況感を悪化させたことである。しかし、紆余曲折はあったものの、ギリシャは財政緊縮策と引き換えにユーロ圏から財政支援を受けることで合意し、その後の各国議会での承認も滞りなく進み、ギリシャに対する第 3 次支援の執行が正式に決まった。財政支援のみでギリシャ経済が回復に向かうわけではなく、構造改革の実施、財政健全化、金融システムの再構築、景気回復とギリシャ政府にとってはこれから取り組まねばならない課題が山積している。しかも、これらの政策を実行すべき政権が分裂状態にあって、9 月にも総選挙を実施するのではないかと観測も出ており、安定には程遠いだろう。とはいえ、ギリシャのユーロ圏からの離脱懸念はいったん大きく後退した。また、6 月後半から 7 月半ばにかけての「ギリシャ危機」の影響は、ギリシャの国債利回り上昇、株価低下、景況感悪化に顕著に表れたが、他のユーロ圏諸国に対する影響はかなり限定的であった。ユーロ圏各国の消費者及び企業の景況感に対する「ギリシャ・リスク」の悪影響は後退したと判断される。

ECB は現行の金融緩和政策を継続

ユーロ圏経済は内外需それぞれに持ち直しの動きが散見されるが、景気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想される。ユーロ圏の実質 GDP はまだ金融危機前のピークを 1.2% 下回っているが、これを超えるために不可欠な投資の回復が遅れているためである。

この環境下でユーロ圏の消費者物価上昇率は 7 月に前年比 +0.2% とごく低水準の伸びにとどまっている。ユーロ安というインフレ要因があるものの、エネルギー価格下落による物価下押し圧力が依然として強い。原油価格が改めて下落していることを背景に、低インフレの状態は 2016 年に入っても継続すると予想される。ECB は現行の資産購入を通じた金融緩和政策を少なくとも 2016 年 9 月まで継続すると見込まれる。また、2016 年 9 月時点で、「前年比 +2% をやや下回る消費者物価上昇率」が中期的に達成される見通しが立たず、資産買取プログラムがその後も継続される可能性が高まってきたと考えられる。

英国経済

英国の2015年4-6月期のGDP成長率（速報値）は前期比+0.7%（年率換算+2.8%）と発表された。2014年の四半期成長率の平均である前期比+0.8%には若干及ばないが、1-3月期の同+0.4%は明確に上回っており、1-3月期の景気減速は一時的なものだったと判断される。

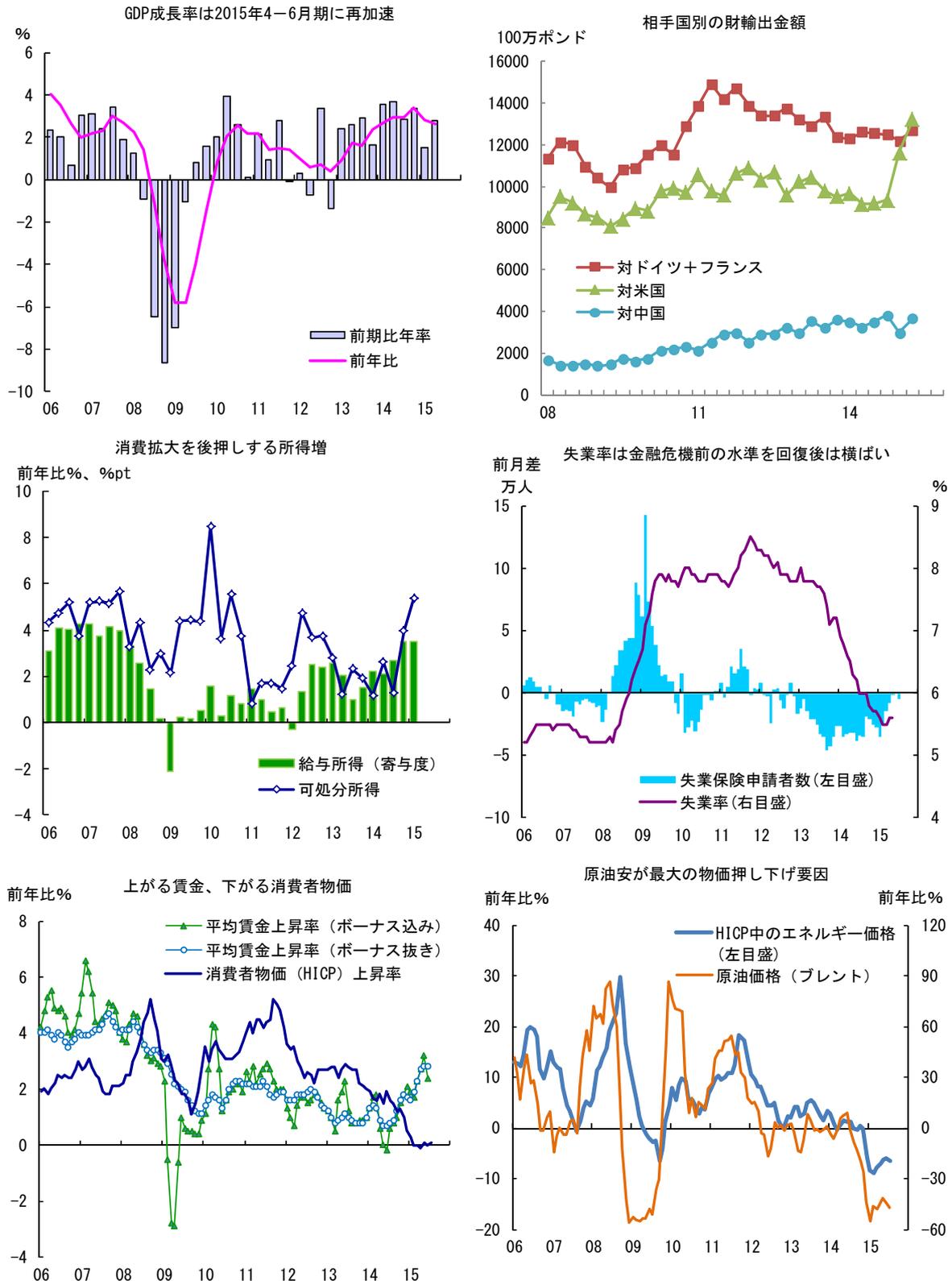
1-3月期の減速の主因は純輸出が大幅マイナス寄与となったことだったが、4-6月期は財輸出が伸びて貿易赤字が縮小しており、純輸出寄与度はプラスに転じたと推測される。財輸出は、米国向けが力強く拡大しただけでなく、不振が長引いてきた欧州向けもドイツとフランス向けを中心に回復の兆しが出てきた。なお、中国向け輸出は、春節の影響と考えられる1-3月期の落ち込みを4-6月期は相殺する伸びとなった。8月の突然の人民元切り下げからも示唆される中国の内需の弱さが、今後、輸出の伸び悩みという形で英国にどの程度波及するか注目される。中国向け輸出のシェアは2000年の0.8%から2014年は4.8%と15年で6倍に拡大しており、英国にとっても中国は重要な成長市場の一つである。もっとも、英国の輸出の5割を占めるEU向けが4月から拡大傾向にあり、これが中国向け輸出の落ち込みを穴埋めするとみている。

そもそも英国経済は内需、特に個人消費の貢献が大きい。4-6月期GDPの需要項目別の内訳は8月28日に発表予定だが、引き続き個人消費が牽引役になったと推測される。小売売上高は1-3月期の前期比+0.9%に続いて、4-6月期も同+0.7%とまずまず堅調な伸びとなっている。英国の個人消費拡大は、まず失業率低下を追い風とした消費者信頼感の改善によって支えられ、失業率は金融危機後のピークである8.5%から5.5%まで低下した。ただ、5.5%という失業率は金融危機前の好況期と同水準であり、今後の低下余地は限られよう。先行指標である新規失業保険申請者数は、減少傾向に歯止めがかかっている。他方で、2014年末以降、労働市場の需給逼迫を反映して賃金上昇率が加速してきており、これが給与所得の伸び加速の新たな原動力となりつつある。給与所得は可処分所得の最大の構成項目であり、所得増加が消費拡大を引き続き後押しする展開となろう。

ところで、BOE（英中銀）にとっては、この賃金上昇加速が消費者物価上昇率の押し上げ要因となるか否かが最大の関心事である。BOEはこの8月から金融政策決定に関わる情報の公開について、情報を小出しにするのではなく、一気に公表する方針に転換した。まず、金融政策理事会（MPC）の議事録は従来の2週間後ではなく、当日公表されることになった。また、これまで2月、5月、8月、11月の第2木曜日に公表してきたインフレーション・レポートも、当該月のMPC議事録と同時に公表されることになった。8月6日に公表されたMPC議事録とインフレーション・レポートでは、英国経済が内需を中心に順調に回復しており、生産余力は着実に縮小していると判断される一方、エネルギー、食品、その他輸入製品の価格下落の影響で足下の消費者物価上昇率は前年比横ばい近辺で当面推移すると予想している。BOEは「次は利上げ」という選択肢を念頭に置いているが、利上げを急ぐ環境ではないとの判断が大勢を占め、8月のMPCでは即時の利上げを主張したのは9委員中1委員にとどまった。その後発表された7月の消費者物価上昇率は前年比+0.1%と事前予想よりは若干高かったが、8月に入って原油価格がさらに一段と低下したこと、ポンドも強含んでいることから、物価押し下げ圧力が改めて高まっている

と予想される。年内の物価上昇ペースは緩やかと予想され、利上げ開始は2016年に入ってからとなろう。

図表3 英国経済指標



(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%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.9%	1.4%	1.4%	1.3%	1.6%	1.2%	1.2%	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%	3.2%	2.4%	1.3%	2.4%	2.4%	3.2%	2.4%	2.4%
輸出等	3.8%	2.4%	4.9%	2.4%	2.4%	3.6%	3.2%	4.5%	4.1%	4.1%	3.5%
輸入等	4.1%	4.9%	4.1%	2.8%	2.8%	4.4%	3.6%	4.5%	4.1%	4.1%	3.7%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.7%	1.8%	1.6%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	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%	1.0%	1.7%	1.9%	1.3%	1.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.4%
輸出等	3.8%	4.2%	4.0%	3.2%	3.0%	3.6%	3.2%	3.1%	3.5%	4.0%	3.5%
輸入等	4.1%	5.1%	4.9%	3.8%	3.7%	4.4%	3.3%	3.4%	3.8%	4.1%	3.7%
鉱工業生産（除建設）	0.8%	1.4%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	0.5%	1.0%	1.4%	1.5%	1.1%
実質小売売上高	1.3%	2.1%	2.1%	1.8%	1.8%	2.0%	1.7%	1.4%	1.8%	1.4%	1.6%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.1%	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	0.8%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.2%	-1.1%	0.0%	-1.1%	1.2%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%
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	80.7	75.0	72.0	304.1	67.0	65.0	59.0	58.0	249.0
経常収支	210.8	81.7	68.3	63.5	61.0	274.6	56.6	60.2	50.8	50.4	218.0
財政収支	-235					-218					-193
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.67%	0.70%	0.56%	0.76%	0.84%	0.91%	1.00%	0.88%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.23%	-0.22%	-0.22%	-0.22%	-0.20%	-0.20%	-0.21%
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Q2まで実績値（GDP内訳のみ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	3.0%	1.5%	2.8%	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%	2.2%	2.3%	2.0%	2.3%
民間消費支出	2.5%	3.8%	2.4%	2.4%	2.4%	3.0%	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%	1.6%	1.2%	1.6%	4.6%	3.2%	3.2%	2.8%	3.2%	2.5%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	3.0%	2.9%	2.6%	2.5%	2.3%	2.6%	2.5%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%
民間消費支出	2.5%	3.4%	3.1%	2.7%	2.8%	3.0%	2.4%	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%	5.7%	4.6%	3.4%	4.6%	1.9%	2.3%	2.7%	3.1%	2.5%
鉱工業生産	1.7%	1.0%	1.5%	1.3%	1.1%	1.2%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
実質小売売上高	4.1%	5.5%	4.4%	4.2%	2.9%	4.2%	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%
消費者物価	1.5%	0.1%	0.0%	0.2%	0.5%	0.2%	1.1%	1.3%	1.1%	1.4%	1.2%
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.4%	-0.4%	-1.3%	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	0.5%
失業率	6.2%	5.5%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
10億英ポンド											
貿易収支	-121.2	-30.4	-27.4	-32.2	-31.4	-121.5	-29.5	-27.5	-33.2	-32.9	-123.1
経常収支	-105.7	-26.5	-23.0	-28.5	-27.8	-105.9	-25.0	-23.0	-28.8	-28.6	-105.4
財政収支	-86.6	-2.9				-69.8					-66.9
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	1.92%	2.00%	1.86%	2.10%	2.20%	2.27%	2.32%	2.22%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.60%	0.68%	0.56%	0.76%	0.83%	0.96%	1.10%	0.91%
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Q2まで実績値（GDP内訳と経常収支はQ1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