

2015年9月24日 全8頁

欧州経済見通し 景況感悪化の材料が増加

中国景気懸念に加え、フォルクスワーゲンの信用失墜

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

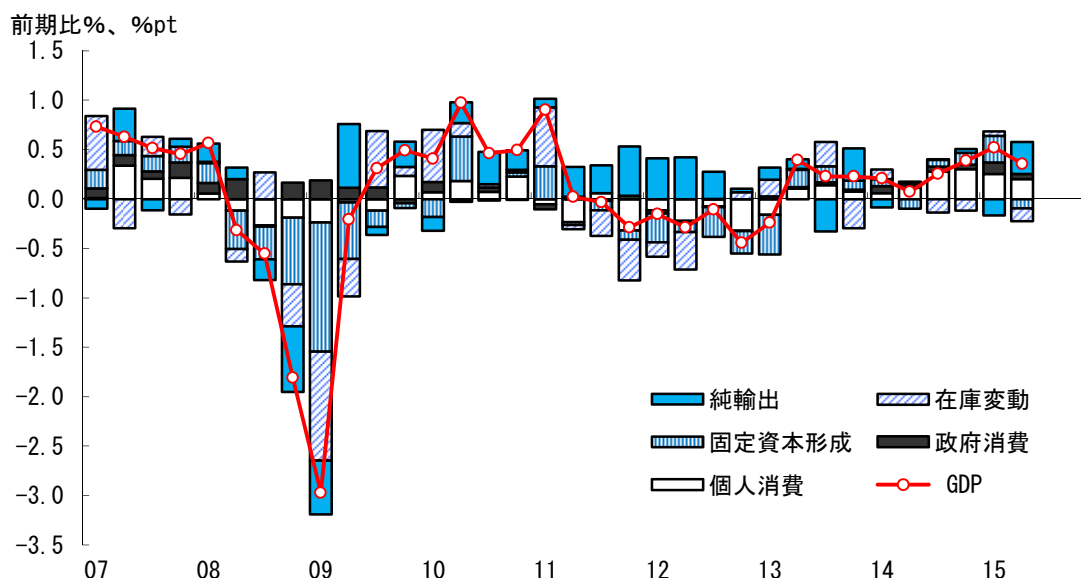
- ユーロ圏の4-6月期のGDP成長率は前期比+0.3%から同+0.4%に上方修正された。固定資本形成と在庫変動が成長率に対してマイナス寄与に転じたが、個人消費、政府消費、輸出は引き続きプラス寄与となった。ユーロ圏の企業と消費者の景況感は、7月以降もギリシャを除けば概ね強気水準にあり、緩やかな景気回復が続いていることが示唆されている。
- ただ、ここ1カ月は景気回復の阻害要因となり得る材料が増えてしまった。中国景気に対する懸念がまだ消えず、デフレ懸念もくすぶるところに、9月半ばにフォルクスワーゲンの排ガス規制逃れが発覚した。基幹産業である自動車産業の最大手メーカーの不正だけに、その悪影響が広範囲に及ぶ可能性が否定できない。ECB（欧州中央銀行）のドラギ総裁は、「現時点で追加の金融緩和措置を考えるのは時期尚早」と欧州議会で証言したが、ユーロ圏の景気には下振れリスクがあり、低インフレ状態が長期化する可能性が高まっていることは十分に認識していると思受けられる。実際に景気が下振れとなれば、「2016年9月まで」としている資産買取の期限の延長を決定すると予想される。
- さらに、欧州はシリアなどからの大量の難民流入にどう対処するかという問題に直面している。ドイツでは難民流入は労働力不足の解決策の一つになるとの前向きな意見もあるが、そのためには語学教育、職業訓練、就職斡旋などのサポートがまず必要である。
- 英国の4-6月期のGDP成長率は前期比+0.7%に加速した。足下で失業率は5.5%に低下した一方、賃金上昇率が一段と加速し、利上げ開始に向けた環境が整いつつあるように見受けられる。ところが、消費者物価上昇率は8月に前年比0.0%に低下してしまい、また企業景況感にも悪化の兆しが見られる。BOE（英中銀）は海外経済の見通しが不透明であること、インフレ圧力が高まっていないことを理由に金融政策を当面据え置く方針を維持しており、利上げ開始時期は2016年4-6月期を予想している。

ユーロ圏経済

4-6 月期の GDP 成長率は上方修正

ユーロ圏の4-6月期のGDP成長率は速報値の前期比+0.3%から、9月8日に発表された確定値で同+0.4%に上方修正された。あわせて発表された需要項目別の内訳によると、個人消費は前期比+0.4%、政府消費は同+0.3%とプラス成長が続いた一方、固定資本形成は同-0.5%となり、4四半期ぶりにマイナス成長に転じた。在庫変動もマイナス寄与となったため、4-6月期の内需寄与度は前期比+0.0%ptにとどまり、1-3月期の同+0.7%ptから顕著に縮小した。対照的に外需寄与度は1-3月期の同-0.2%ptから4-6月期は同+0.3%ptに転じ、成長率押し上げに貢献した。ユーロ圏のGDPベースの輸出は10四半期連続、輸入も9四半期連続で拡大が続いているが、この4-6月期は輸出が前期比+1.6%、輸入が同+1.0%と、輸出の伸びが輸入の伸びを大きく上回ったのである。

図表1 ユーロ圏のGDP成長率（需要項目別寄与度）



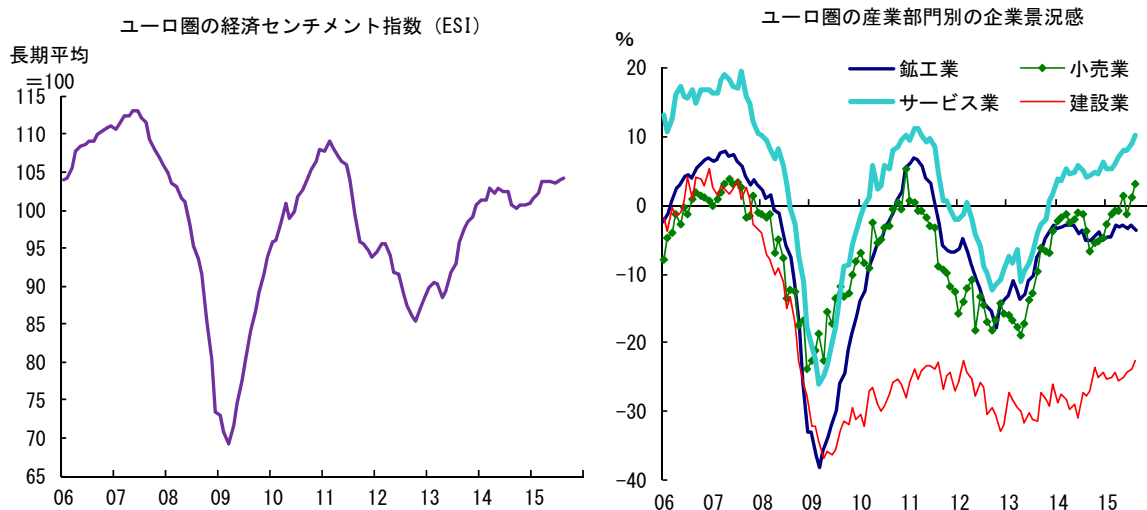
(出所) Eurostat データより大和総研作成

2015 年下半期も滑り出しは好調

ユーロ圏の景況感指数 (ESI) は7月、8月とも緩やかながら改善傾向が見られた。また、各国のESIも、大幅に悪化したのは6月末から7月半ばにかけて財政支援が延長されるか、されないかでもめたギリシャのみであり、その他各国は小幅に改善、もしくは高水準を維持した。ESIを構成する企業景況感のうち、鉱工業部門の景況感は一進一退が続いているが、サービス業部門、小売業部門、建設業部門では明確に改善している。この違いは外需依存度の高低によって生じていると考えられる。鉱工業部門にはもともと外需依存度が高い製造業と、原油価格の大幅下落の影響で生産調整を迫られている鉱業部門が含まれており、過去2年近く景況感に明確な方向性が読み取れない状況にある。これに対して、内需依存度が高いサービス業部門と小売業部門の景況感を着実に改善しており、金融危機以降の最高水準の更新は間近である。一方、

建設業部門の景況感は住宅バブル崩壊の影響で2007年までとそれ以降で大幅に異なる水準となっているが、ここ半年の景況感は改善傾向にある。

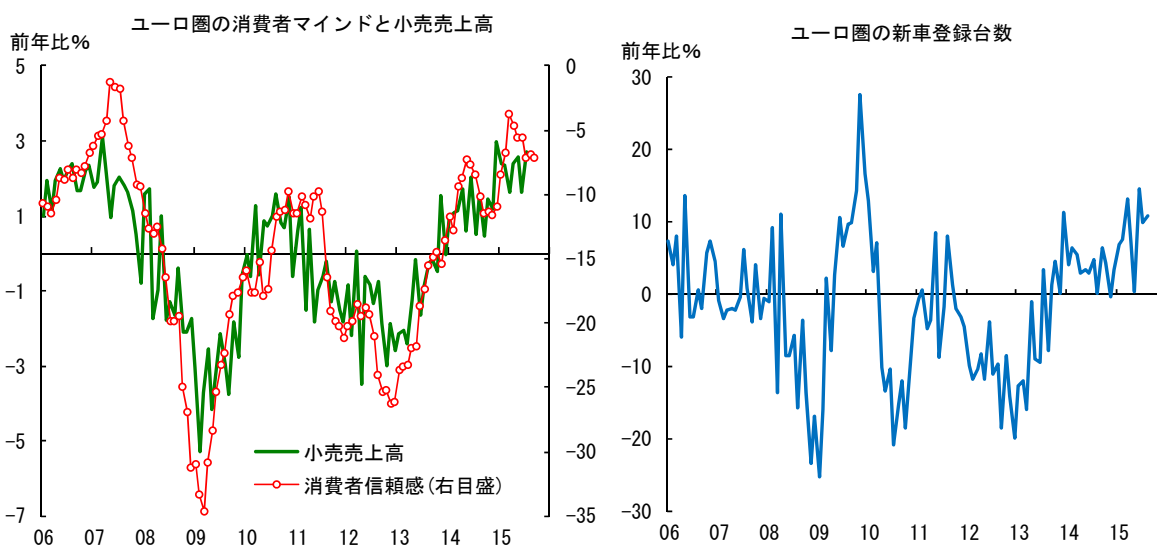
図表2 ユーロ圏の景況感指数（ESI）と部門別の企業景況感



(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

なお、消費者信頼感は2014年3月から1年半にわたって1985年以降の長期平均値を上回っている。ガソリン価格が上昇に転じたことを背景に、2015年4月から7月にかけてはやや悪化傾向にあるが、水準は依然として高い。この強気な消費者マインドを反映して、ユーロ圏の小売売上高と乗用車の新車登録台数は堅調な回復ペースを維持している。小売売上高は7月に前年比+2.7%の伸びとなり、新車登録台数は7月が同+10.0%、8月は同+10.7%と高い伸びを記録した。新車登録台数は、営業日数の違いなどカレンダー要因によってぶれが大きくなるが、1-8月の合算でも同+8.8%と好調な伸びとなっている。

図表3 ユーロ圏の個人消費は堅調に拡大



(出所) Eurostat、ACEA データより大和総研作成

「視界不良」の材料が増加

このように、ユーロ圏では8月までは個人消費を中心に内需の回復が継続していたのだが、ここ1カ月は景気回復の阻害要因となり得る材料が増えてしまっている。中国の株価急落をきっかけに景気減速懸念が高まったのは8月半ばだが、中国の9月の製造業景況感6年半ぶりの低水準となり、中国政府がさまざまな景気対策を打ち出していることが景気回復につながっていないのではないかと懸念を呼んでいる。中国の需要回復に思っていたよりも時間がかかることになれば、外需見通しに加えて、資源価格やひいてはユーロ圏の物価見通しにも下方修正要因となる。なお、米国では9月の利上げ開始が先送りされたが、先送り理由の一つに海外景気の動向を見極めるため、時間を置くことが挙げられていた。

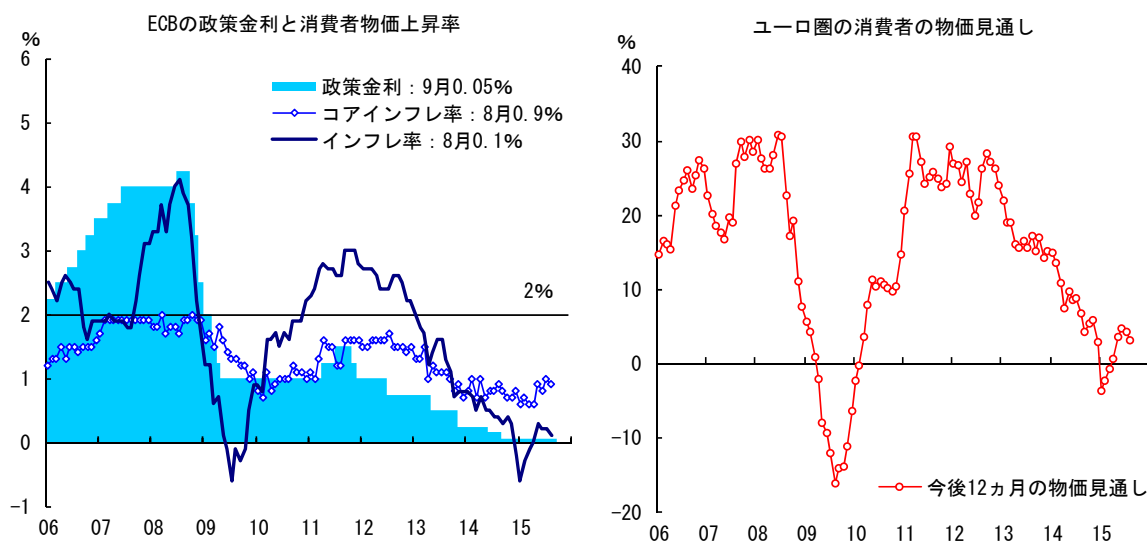
追い打ちをかけるように、9月半ばにフォルクスワーゲンが米国の排ガス規制の検査をすり抜けるべく、不正なソフトウェアを搭載していたことが発覚した。数年にわたって意図的に行われた可能性の高いこの不正は、フォルクスワーゲンにとって甚大な信用失墜を招き、巨額の制裁金の支払いに加え、大きな訴訟リスクを抱えることになることは容易に想像される。また、フォルクスワーゲンの販売も大きく落ち込むことになろう。問題は、自動車産業は欧州の基幹産業であり、フォルクスワーゲンはその最大手メーカーであるだけに、その悪影響が広範囲に及ぶ可能性が否定できないことである。今後の最大の注目点は、この一件が8月まで好調を維持している欧州の新車販売にどのような影響を及ぼすのか、他の欧州の自動車メーカーに悪影響が波及するか否かである。

ECBはもうしばらく静観の構え

ECBのドラギ総裁は、「現時点で追加の金融緩和措置を考えるのは時期尚早」と9月23日の欧州議会で証言し、しばらく静観する構えをみせている。とはいえ、ユーロ圏の景気下振れリスクが増し、低インフレ状態が長期化する可能性が高まっていることは十分に認識していると見受けられる。ユーロ圏の8月の消費者物価上昇率は前年比+0.1%と7月の同+0.2%から低下した。主因はエネルギー価格が7月の同-5.6%から8月は同-7.1%へと下落したことであるが、エネルギー・食品・アルコール・たばこを除いたコア物価指数も8月は前年比+0.9%にとどまっている。また、ユーロ圏の消費者の物価見通しは、原油価格が大幅下落した2014年末から2015年初めの低水準からいったん持ち直していたものの、原油価格はこの夏に1月の安値を更新し、その後ほぼ横ばい推移となっている。

中国政府の景気刺激策が十分な成果を上げず、新興国全体の需要も回復せず、さらにフォルクスワーゲンの不正が欧州の自動車産業全体の売上不振につながってしまうなど、実際に景気が下振れする事態となれば、ECBは現在は「2016年9月まで」としている資産買取プログラムの実施期限の延長を決定すると予想される。

図表4 ユーロ圏の低インフレは長期化の見通し



(注) コアインフレ率はエネルギー・食品・アルコール・たばこを除いた消費者物価上昇率

(出所) Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

難民急増問題

ところで、欧州ではギリシャに対する第3次支援をまとめあげて一安心と思いきや、息つく暇もなく、中東などからの難民急増という新たな問題に取り組まざるを得なくなっている。シリア内戦の長期化、イスラム過激派の勢力拡大などを背景に、欧州を目指す難民の数はシリア人を筆頭にここ数年は増加傾向にあったが、この夏はその増加ペースに拍車がかかっている。EUの難民申請者数は2014年の62.8万人から、2015年は100万人を突破すると見込まれている。労働力不足が大きな問題となっているドイツでは、難民申請者の増加は労働力不足の解決策の一つになると前向きに捉える意見も聞かれる。とはいえ、難民が労働力として機能するには、まず難民と認定される必要があり、語学教育、職業訓練などを経てきちんと就職する必要がある。EUとその加盟国にとっては、難民受け入れに伴うさまざまなコストの負担が先に生じることになる。また、異なる言語はもちろん、文化的宗教的背景を持つ難民が欧州社会に溶け込むまでにはさまざまなトラブルが予想される。これまでのところ難民受け入れの負担は一部の国に偏ってしまっているため、これを是正し、またEUとして共通の難民対策を講じることを目的にEU内相・法相会議に続いてEU首脳会議も開催されたが、難民受け入れの実績がこれまでほとんどない東欧諸国からは、難民申請者の受け入れ分担について強い反発の声が上がっている。

この難民急増問題がユーロ圏経済に及ぼす影響の中には、簡易ベッドやテントの売れ行きが伸びる、難民収容施設の建設需要が伸びるといったプラス効果もあろう。とはいえ、ドイツと英国を別とすれば、EU加盟国では失業率が依然として高い国々が多い。この状況下での難民受け入れ急増は、景気回復にかげりが見えてきた場合、失業率が上昇に転じた場合に、「職を奪われる」、「社会保障費を横取りされる」といったネガティブな受け止め方が急拡大するリスクをはらんでいると考えられる。

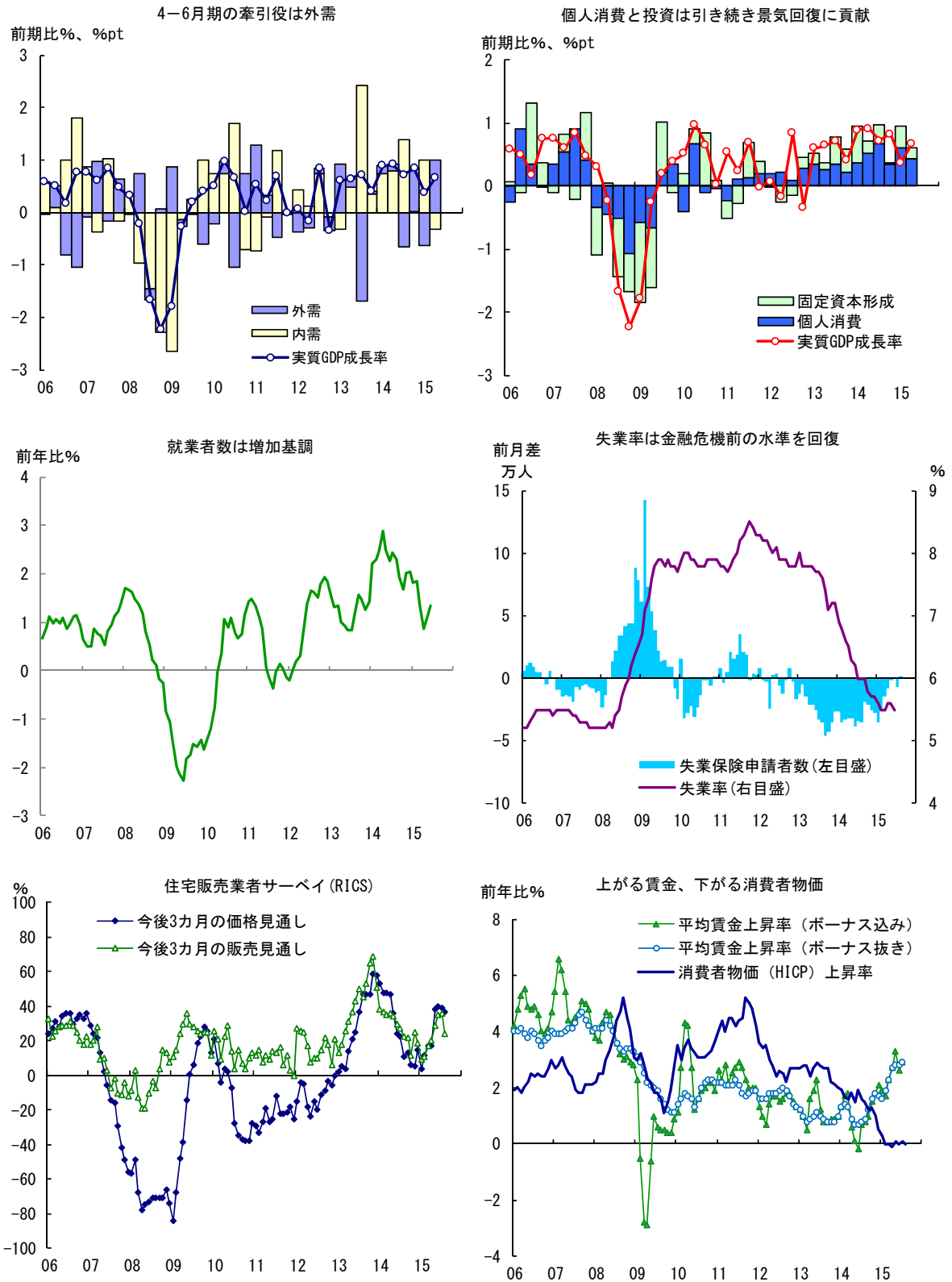
英国経済

英国の4-6月期のGDP成長率は前期比+0.7%となり、1-3月期の同+0.4%から加速して、2014年の平均的な成長ペースをほぼ取り戻した。需要項目では、個人消費は前期比+0.7%、政府消費は同+0.9%、固定資本形成は同+0.9%と内需項目はそろって堅調な伸びとなったが、在庫変動が大幅なマイナス寄与となったことで、内需寄与度は前期比-0.3%ptと実に9四半期ぶりにマイナス寄与に転じた。一方、外需寄与度は同+1.0%ptと2四半期ぶりのプラス寄与となった。輸出が前期比+3.9%と急拡大したことが貢献している。

このように4-6月期は外需主導の経済成長となったが、2015年後半は再び内需が牽引役になると予想する。一つには大幅な在庫調整の反動が見込まれるためであるが、もう一つは、英国では雇用情勢の改善が順調に進んでいることが、消費拡大を後押しすると考えられるためである。就業者数は2014年の前年比+2%台の伸びからは減速したものの、同+1%台の伸びを続けており、失業率は5-7月平均で5.5%に低下した。賃金上昇率は2014年半ば以降、緩やかに加速してきたが、5-7月平均はボーナス込、ボーナス抜き共に前年比+2.9%の伸びとなった。これに加えて、保守党が選挙公約に掲げていた新規住宅取得者を対象とした住宅取得奨励策がスタートしたことを背景に、住宅販売業者のマインドが改善している。実は4-6月期のGDP統計の固定資本形成のうち、住宅建設投資が落ち込み、それを企業の設備投資拡大が補う格好になっていたのだが、2015年後半は住宅建設投資が持ち直してくることが期待される。一方で、外需の見通しに関しては不透明感が晴れていない。輸出シェアはさほど大きくないとはいえ、中国を筆頭とする新興国の需要回復が遅々としていることは英国でも懸念材料となりつつある。特に製造業の生産が7月に落ち込み、製造業の景況感も悪化傾向にあることが、この外需見通し悪化の影響ではないかと懸念されている。

内需が順調に拡大し、失業率は金融危機前の水準を回復して、賃金上昇率も前年比+3%近い伸びとなってきている英国では、BOEの金融政策の次の一手は「利上げ」であり、そのための環境が整いつつあるように判断される。しかしながら、一歩先を行く米国と同様、BOEも消費者物価上昇率が低迷しているという悩みを抱えている。8月の消費者物価上昇率はとうとう前年比0.0%に低下してしまった。むろん、原油価格が改めて安値を更新したことが直接的な原因であるが、エネルギー・食品・アルコール・たばこを除いたコア物価指数も8月は前年比+1.0%に低下してしまった。英国の場合、ポンド高による輸入物価の下落が、消費者物価の上昇を抑制しているのだが、+3%近い経済成長が2014年以降継続しており、需給ギャップはかなり縮小してきていると判断しているBOEにとって悩ましい状況が続いている。BOEは2014年末に原油価格が急落したことを踏まえ、その影響が消える2015年末以降、英国の消費者物価は上昇してくると予想しているが、原油価格が現行水準で横ばいとなった場合、このシナリオの修正を迫られることになろう。利上げ開始時期は2016年4-6月期と予想している。

図表5 英国経済指標



(出所) 英国統計局 (ONS)、RICS 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					通年	2016				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	0.9%	2.1%	1.4%	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	
民間消費支出	0.9%	1.9%	1.5%	1.3%	1.2%	1.7%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	
政府消費支出	0.8%	2.2%	1.0%	0.4%	0.4%	1.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	
総固定資本形成	1.3%	5.6%	-1.9%	1.2%	1.2%	1.7%	2.4%	2.4%	3.2%	2.4%	1.9%	
輸出等	3.9%	4.2%	6.5%	2.4%	2.4%	4.5%	3.2%	4.1%	4.1%	4.1%	3.5%	
輸入等	4.2%	6.3%	3.9%	2.8%	3.2%	4.7%	3.6%	4.5%	4.5%	4.1%	3.8%	
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	
民間消費支出	0.9%	1.7%	1.9%	1.7%	1.5%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	
政府消費支出	0.8%	1.2%	1.3%	1.1%	1.0%	1.1%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	
総固定資本形成	1.3%	1.8%	1.9%	1.8%	1.5%	1.7%	0.7%	1.8%	2.3%	2.6%	1.9%	
輸出等	3.9%	4.8%	5.2%	4.2%	3.9%	4.5%	3.6%	3.0%	3.4%	3.9%	3.5%	
輸入等	4.2%	5.5%	5.2%	4.2%	4.1%	4.7%	3.4%	3.5%	4.0%	4.2%	3.8%	
鉱工業生産（除建設）	0.8%	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	0.8%	1.3%	1.4%	1.5%	1.2%	
実質小売売上高	1.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	1.8%	1.8%	1.4%	1.8%	
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%	0.6%	0.7%	1.1%	1.3%	0.9%	
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.1%	-1.2%	-0.2%	-1.2%	1.0%	0.3%	0.8%	0.8%	0.7%	
失業率	11.6%	11.2%	11.1%	11.0%	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	80.1	75.0	72.0	303.5	67.0	65.0	59.0	58.0	249.0	
経常収支	210.8	81.7	67.4	63.5	61.0	273.7	56.6	60.2	50.8	50.4	218.0	
財政収支	-235					-219					-193	
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.70%	0.70%	0.57%	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。それ以降は大和総研予想

(出所) Eurostat、欧州中央銀行（ECB）、大和総研

英国経済見通し

	2014 通年	2015					通年	2016				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	3.0%	1.5%	2.7%	2.6%	2.4%	2.6%	2.5%	2.3%	2.5%	2.2%	2.4%	
民間消費支出	2.5%	3.8%	2.8%	2.4%	2.2%	3.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	
政府消費支出	1.6%	3.8%	3.8%	1.2%	1.2%	2.3%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	
総固定資本形成	8.6%	8.1%	3.7%	2.4%	2.8%	4.4%	4.1%	4.1%	3.2%	2.8%	3.4%	
輸出等	0.5%	1.4%	16.5%	2.0%	3.2%	6.8%	3.6%	3.2%	3.2%	2.8%	3.9%	
輸入等	2.4%	9.3%	2.3%	2.4%	2.8%	4.9%	4.1%	3.6%	2.8%	3.2%	3.2%	
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%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	
民間消費支出	2.5%	3.4%	3.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.3%	
政府消費支出	1.6%	2.3%	1.9%	2.2%	2.5%	2.3%	1.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	
総固定資本形成	8.6%	5.0%	4.9%	3.6%	4.3%	4.4%	3.3%	3.3%	3.5%	3.5%	3.4%	
輸出等	0.5%	3.8%	8.1%	9.5%	5.6%	6.8%	6.2%	3.0%	3.3%	3.2%	3.9%	
輸入等	2.4%	4.6%	5.9%	5.1%	4.2%	4.9%	2.9%	3.2%	3.3%	3.4%	3.2%	
鉱工業生産	1.7%	1.0%	1.5%	0.7%	0.5%	0.9%	0.5%	0.2%	0.9%	1.0%	0.7%	
実質小売売上高	4.1%	5.5%	4.4%	3.9%	2.7%	4.1%	2.7%	2.7%	3.0%	3.1%	2.9%	
消費者物価	1.5%	0.1%	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	1.0%	1.2%	1.1%	1.4%	1.2%	
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.7%	-0.9%	-1.5%	-0.4%	-0.3%	0.3%	0.8%	0.1%	
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	-22.8	-28.5	-27.8	-105.6	-25.0	-23.0	-28.8	-28.6	-105.4	
財政収支	-89.4	-2.1	-23.2			-69.8					-66.9	
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	1.90%	2.00%	1.85%	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（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