

2015年10月21日 全8頁

# 欧州経済見通し 試される内需の回復力

## ECBの銀行貸出サーベイは企業向けの貸出増加を示唆

経済調査部  
シニアエコノミスト 山崎 加津子

### [要約]

- 「世界経済の減速懸念」が多くの国で景気の懸念材料の筆頭に挙げられる中、ユーロ圏でも輸出統計は7月に続いて8月も前月比マイナスと落ち込んだ。一方、9月の乗用車販売は力強い伸びを記録し、サービス業の企業景況感も一段と改善するなど、内需は堅調を維持しており、7-9月期の経済成長は4-6月期から若干の減速にとどまると推測される。
- 10月以降の景気指標では、フォルクスワーゲン（VW）の排ガス不正問題がユーロ圏経済にどのような影響を及ぼすかが注目される。VWにとって大打撃であるのは疑問の余地はないが、ユーロ圏の乗用車販売は金利低下、ガソリン価格下落という追い風の中で回復局面に入ったばかりであり、販売急減は回避されるのではないかと予想する。ECB（欧州中央銀行）の最新の銀行貸出サーベイでは、ユーロ圏の銀行が企業向けの貸出にも一段と前向きになっていることが示唆されており、内需の下支え役となることが期待される。
- 英国ではずっと以前から内需好調、外需不振の組み合わせで景気回復が進んできているが、このトレンドに変化は見られない。実質賃金上昇率が8年ぶりの高い伸びとなっていること、低金利、ガソリン価格の下落などを追い風として、堅調な消費が牽引役となって年率+2%台の成長を持続できると予想する。他方で、消費者物価上昇率は9月に前年比-0.1%と一段と低下してしまった。低インフレの原因であるポンドの実効為替レートはこの9月に下落に転じており、また原油価格の急落効果も年末には軽減される。とはいえ、英中銀（BOE）が利上げ開始の判断を下すことができるようになるまでにはしばらく時間を要すると考えられる。

## ユーロ圏経済

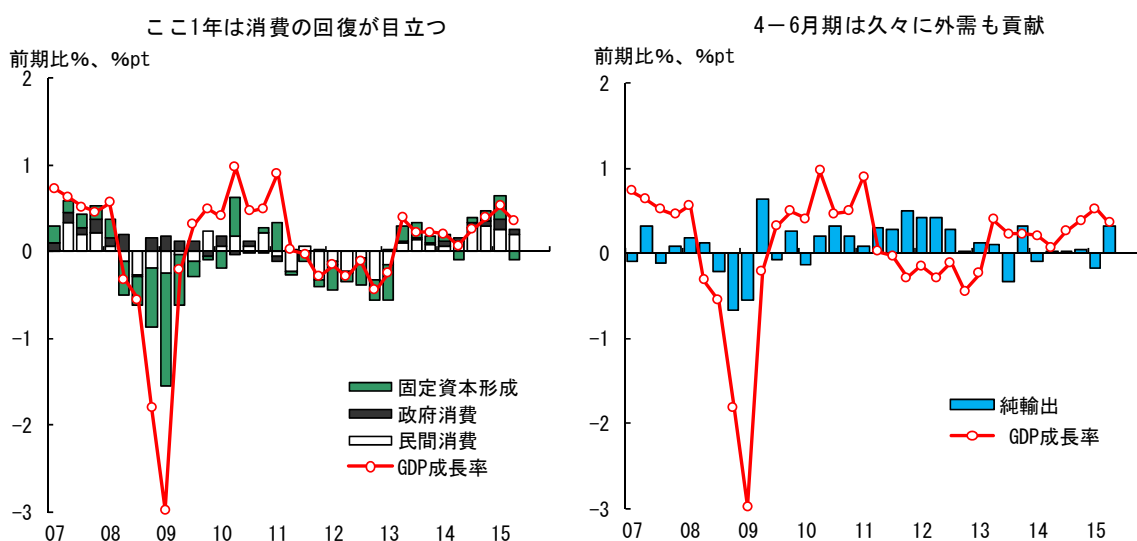
### 外需軟調、内需堅調

夏場以降、「世界経済の減速懸念」が多くの中で景気の懸念材料の筆頭に挙げられているが、ユーロ圏でも外需の弱さを示す景気指標が続いている。7月の製造業受注のうち、外需は前月比-0.9%と減少し、季節調整済みの輸出金額は7月の同-0.8%に続いて、8月は同-1.3%と大きな落ち込みを記録した。9月の輸出がよほど急回復していない限り、7-9月期の輸出の伸びは5四半期ぶりに前期比マイナスに落ち込んだことになる。

一方、ユーロ圏の内需は外需と比べて堅調を維持している。7月の製造業受注のうち、内需は前月比+2.4%と反発した。小売売上高は8月には前月比横ばいだったが、7月は同+0.6%であったため、7-8月平均では4-6月平均と比べて+0.5%とまざまざの伸びとなった。また、2014年以降、需要回復局面にある乗用車販売は、9月も前年比+9.8%と高い伸びを維持した。7-9月平均では同+10.2%となった。

ユーロ圏の4-6月期のGDPでは、内需に加えて、1年半ぶりに外需（純輸出）も成長率押し上げに大きく貢献した。しかしながら、7-9月期のGDP統計（速報値は11月13日、確報値は12月8日発表予定）では、牽引役はもっぱら内需となり、成長率はやや鈍化したと推測される。

図表1 ユーロ圏のGDP成長率：内需と外需の貢献度合い

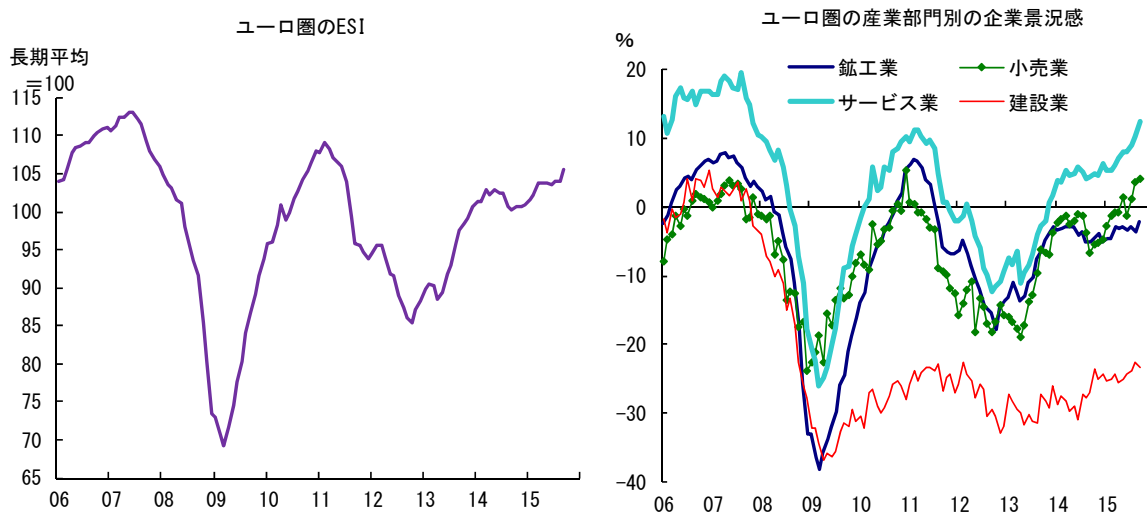


(出所) Eurostat データより大和総研作成

### 見極めに時間を要するフォルクスワーゲンの排ガス不正問題の影響

ところで、ユーロ圏の景況感指数（ESI）は9月に改善ペースが加速した。ESIを構成する企業景況感のうち、サービス業部門の改善が顕著で、小売業部門ともども内需依存度の高い産業部門がESIの改善に貢献しているのは、7月、8月と同様である。加えて、この9月は外需依存度の高い鉱工業部門の景況感も徐々に改善した。鉱工業景況感の構成項目のうち、先行性の高い「3カ月前の生産見通し」が明確に改善したことが貢献している。

図表2 ユーロ圏の景況感指数（ESI）と部門別の企業景況感は9月に一段と改善



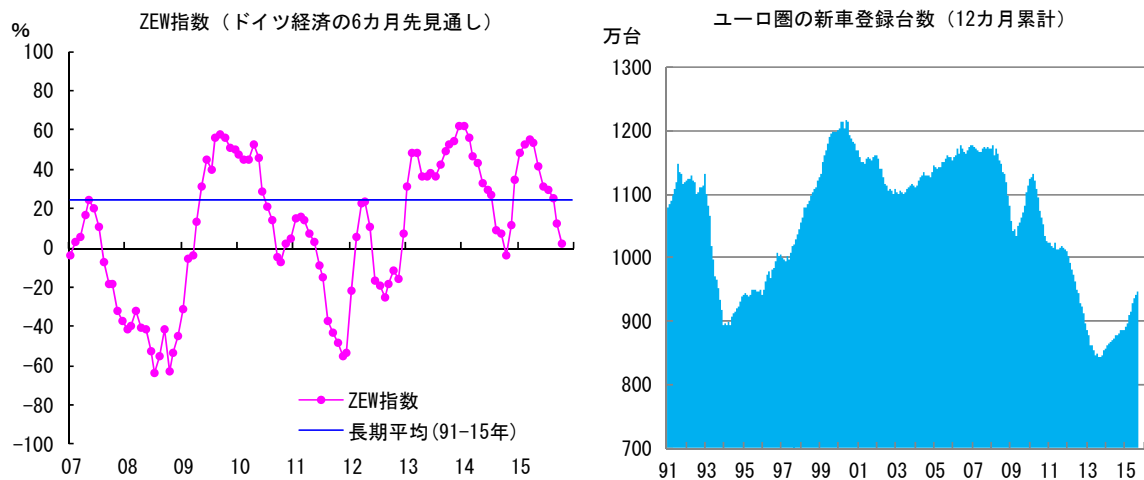
(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

とはいえ、鉱工業部門の景況感改善に関しては一過性で終わってしまう可能性が高いだろう。9月の景況感改善が特に目立ったのはドイツなのだが、そのドイツのフォルクスワーゲン（VW）による排ガス不正問題の影響は10月分以降の景気指標に表れてくると予想される。マーケット関係者は排ガス不正問題がドイツ景気に悪影響を及ぼすことを懸念しており、10月のZEW指数（今後6カ月のドイツ景気の見通し）は急速に悪化して1.9ポイントとなり、長期平均の24.8ポイントを大きく下回っている。

VWの排ガス不正問題が発覚したのは9月半ば過ぎで、その後、VWは問題となった不正なソフトウェアが搭載されているディーゼルエンジン車は最大1,100万台と発表し、10月15日にはドイツ運輸省の指導に基づいて欧州で販売した850万台のリコールを2016年初めから開始すると発表した。他地域で販売した該当車に関してもリコール計画が順次発表される見込みである。この問題に関連して、VWはさまざまな訴訟リスクにさらされている。該当車の購入者に加え、「環境にやさしい車」に対する奨励金や補助金を支払ってきた各国政府や州政府などからも訴訟の動きが出始めている。リコール及び訴訟の費用を捻出する目的で、VWは年間10億ユーロの研究開発費の削減を発表し、また派遣労働者を中心にリストラの検討も始まっている模様である。

長年にわたって不正を続けてきたVWは、信頼回復のために長く困難な道を辿らざるを得ない。VWのディーゼルエンジン車の販売は大きく落ち込むと予想される。また、ディーゼルエンジン車が本当に環境負荷の低い車であるのかという点に関しても疑念が高まっていると見受けられ、他メーカーにも悪影響が及ぶ懸念がある。他方で、この問題でユーロ圏の乗用車販売が大きく冷え込むことにはならないのではないかと考える。ユーロ圏の新車登録台数は金融危機と一部の国での不動産バブル崩壊、それに続いたユーロ圏債務危機によって5年に及ぶ調整を経験した。ようやく2014年から需要が回復し始めたばかりであり、加えて低金利とガソリン価格下落という追い風が存在する。VWの排ガス不正問題の影響の見極めには少なくとも数カ月を要しようが、多様な選択肢がある中で、乗用車に対する購買意欲は持続すると予想される。

図表3 市場関係者はドイツの景気悪化を懸念



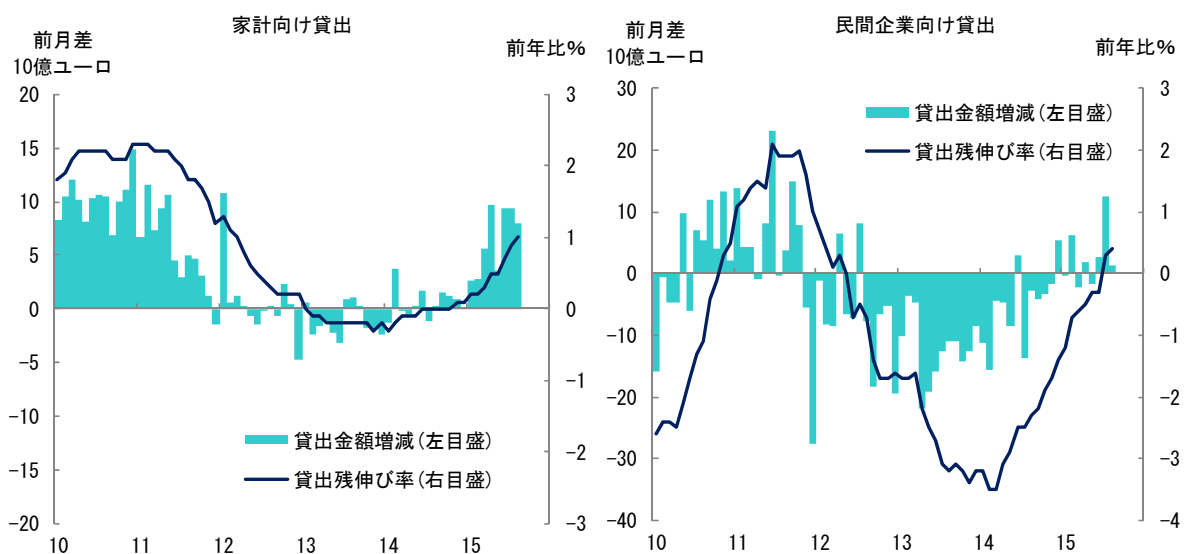
(出所) 欧州委員会、ACEA データより大和総研作成

### 銀行貸出は緩やかな拡大が見込まれる

低金利を追い風としたユーロ圏の銀行貸出の増加は、住宅ローンやその他の消費者向けローンを含む家計向け貸出に関しては、2014年半ばごろから顕在化している。まず月々の貸出金額が増加に転じたあと、貸出残高も2014年末に前年同月の水準を上回り、その後、順調に貸出が増加している。

一方、ECB（欧州中央銀行）がその金融政策に際してより重視している民間企業向けの銀行貸出は、家計向け貸出よりも回復に向けた動きが鈍く、ようやく2015年7月に貸出残高が前年比プラスに転じたばかりである。

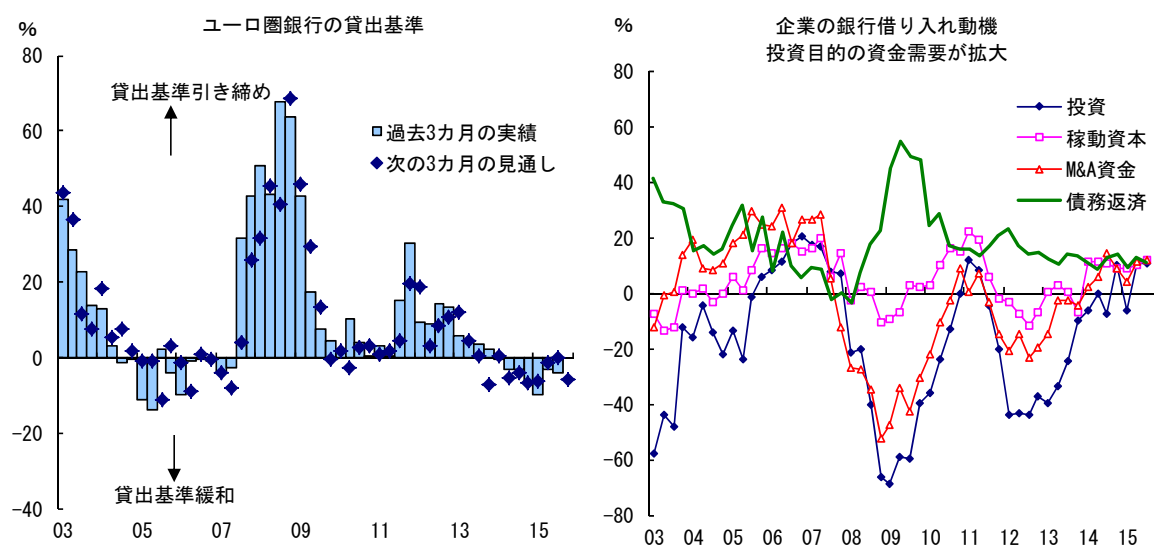
図表4 ユーロ圏の銀行による民間向けの貸出



(出所) ECB データより大和総研作成

民間企業向けの貸出が注目されるのは、ユーロ圏内の投資需要を占う指標の1つとしてであり、ひいては内需の回復力の持続性を計る指標としてである。10月20日に発表されたECBの最新の銀行貸出サーベイでは、ユーロ圏の銀行が10-12月期の企業向けの貸出基準を一段と緩和させる方針であることが示唆された。貸出基準が緩和されてきた背景には、手元流動性問題の解消、景気見通しの改善、資金調達コストの低減などさまざまな要因があるが、最近の傾向として「他行との競争」の重要性が高まっている。ECBが大規模な資産購入に踏み切り、金利低下が一段と進む中で銀行部門はマージン縮小という問題に直面している。貸出増で他行と差をつけようとする銀行が増えていると見受けられる。他方で、企業の資金需要も拡大傾向にあるが、銀行から資金を借りる動機のうち、金融危機や債務危機のダメージが最も大きかった「投資」がここ半年は復活してきていることが注目される。

図表5 ユーロ圏の銀行サーベイ (DI) : 企業向けの貸出基準の緩和継続を示唆



(出所) ECB データより大和総研作成

### ECBは今しばらく様子見か

9月の消費者物価上昇率は前年比-0.1%とマイナス圏へ逆戻りしてしまった。世界経済の減速懸念に加え、頼みの内需にはVWの排ガス不正問題が影を落とす中で、ECBの追加的な金融緩和措置を期待する声が高まっている。とはいえ、9月の消費者物価の低下要因は、もっぱらエネルギー価格が前年比-8.9%と大幅に落ち込んだことにあり、エネルギーを除いた消費者物価上昇率は同+1.0%と8月と同水準であった。また、金融緩和が銀行貸出の増加につながりつつある中で、ECBはユーロ圏の景気とインフレの先行きを見極めるための時間をもう少し置くのではないかと考えられる。ユーロ圏の内需の回復力にも陰りが出て、昨年末に原油価格が急落した影響が剥落したあともインフレ見通しが改善しない場合、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や、資産買取規模の拡大を決定すると予想される。

## 英国経済

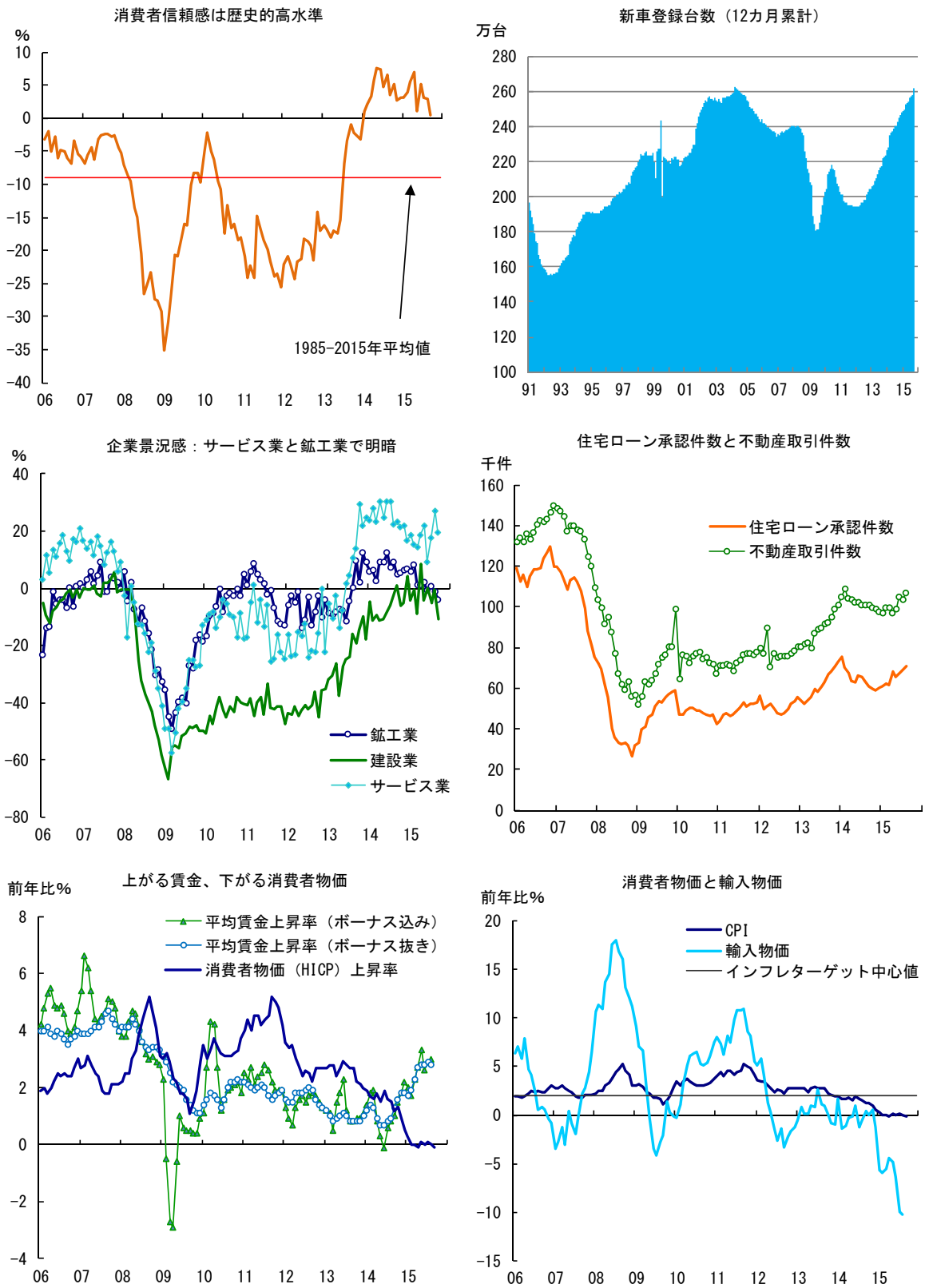
英国経済は、ここ数カ月の「世界経済の減速懸念」のずっと以前から、「強い内需と弱い外需」の組み合わせの経済であったが、このトレンドに変化は見られない。消費者信頼感指数は景気回復初期の2013年の水準からはやや低下してきているものの、1985年以降の長期平均と比較すればまだ非常に強気の水準を維持している。強気の消費者マインドを支えてきたのは、まずは就業者数増加と失業率低下に表れた雇用の改善であり、2015年以降はこれに賃金上昇率の加速と物価低下が加わっている。実質賃金上昇率は前年比+3%台半ばまで伸び率が加速しているが、これは実に8年ぶりの高水準である。

消費好調を示す指標の一つが新車販売であり、9月の新車登録台数は前年比+8.6%、7-9月平均では同+7.1%の伸びとなった。ただ、新車登録台数を12カ月累計のグラフにしてみると、2007年から2009年にかけての大規模な調整局面のあと、2011年末から始まった需要回復局面がそろそろ一巡するタイミングに差し掛かっていると見受けられる。ガソリン安に加え、歴史的な低金利という追い風はあるものの、英国の新車販売の伸び率は遠からずピークアウトすることが予想される。

企業景況感に注目すると、消費堅調を反映してサービス業の企業景況感は2013年以降、強気水準を維持している。これに対して、輸出依存度が相対的に高い鉱工業の景況感には2015年に入ってから悪化傾向が目立つ。英国の外需不振は、もともと最大の輸出相手であるユーロ圏の景気停滞の影響が大きいと見られるが、そこに新興国の景気懸念が加わり、景況感悪化の原因になっていると考えられる。また、建設業の景況感もやはりここ半年ほど悪化傾向が見られる。住宅価格の急上昇を懸念した英国政府が住宅奨励策を縮小させた2014年に、住宅ローンの承認件数や不動産取引はいったん落ち込んだが、2015年には持ち直す動きが出ている。これが、建設業の景況感改善に結びつくまでタイムラグがあるのか、あるいは期待しているほど建設投資が伸びてこないのか、今後の英国経済の強さを占う上で注目点と考える。

総じて言えば、英国経済は成長率が一段と加速する材料には乏しいものの、堅調な消費が牽引役となって年率+2%台の成長を持続できると予想する。その英国で悩みの種は消費者物価上昇率が伸び悩んでいることであり、9月には前年比-0.1%とまた前年割れとなってしまった。原因の一つはユーロ圏と同様に原油価格の大幅下落だが、英国の場合はもう一つポンド高の影響があり、8月の輸入物価は前年比-10.2%まで落ち込んでいる。ポンドの実効為替レートはこの9月に下落に転じており、また原油価格の急落効果も年末には軽減されるため、英国の消費者物価の下押し圧力は軽減へと向かうと予想される。とはいえ、英中銀（BOE）が利上げ開始の判断を下すことができるようになるまでにはしばらく時間を要すると考えられる。利上げ開始は2016年4-6月期との予想を据え置く。

図表6 英国経済指標



（出所）英国統計局（ONS）、ACEA、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%	2.1%	1.4%	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%
民間消費支出	0.9%	1.9%	1.5%	1.4%	1.2%	1.7%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%
政府消費支出	1.2%	2.2%	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	0.7%	5.6%	-1.9%	0.0%	-1.2%	1.4%	1.2%	2.0%	2.4%	2.0%	0.8%
輸出等	3.9%	4.2%	6.5%	0.8%	2.0%	4.3%	3.2%	4.1%	4.1%	4.1%	3.2%
輸入等	4.2%	6.3%	3.9%	0.8%	2.0%	4.4%	3.6%	4.9%	4.5%	4.5%	3.4%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	0.9%	1.2%	1.5%	1.5%	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%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
政府消費支出	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	0.7%	1.8%	1.9%	1.5%	0.6%	1.4%	-0.5%	0.5%	1.1%	1.9%	0.8%
輸出等	3.9%	4.8%	5.2%	3.8%	3.4%	4.3%	3.1%	2.5%	3.3%	3.9%	3.2%
輸入等	4.2%	5.5%	5.2%	3.7%	3.2%	4.4%	2.6%	2.8%	3.8%	4.4%	3.4%
鉱工業生産 (除建設)	0.8%	1.4%	1.1%	1.6%	1.4%	1.4%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
実質小売売上高	1.2%	2.1%	2.2%	2.8%	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.9%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%	0.9%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.1%	-1.8%	-1.2%	-1.6%	-0.1%	-0.8%	0.3%	0.7%	0.0%
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	252.8	76.0	82.3	65.0	66.0	289.3	62.0	61.0	60.0	60.0	243.0
経常収支	245.6	81.1	79.0	57.6	59.2	276.9	55.7	55.3	54.8	55.4	221.2
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%	0.63%	0.55%	0.70%	0.78%	0.85%	0.95%	0.82%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.26%	-0.23%	-0.24%	-0.22%	-0.20%	-0.20%	-0.22%
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(消費者物価と金利はQ3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	2.9%	1.5%	2.6%	2.5%	2.2%	2.4%	2.3%	2.1%	2.2%	2.1%	2.3%
民間消費支出	2.6%	3.1%	3.7%	2.4%	2.4%	2.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.4%
政府消費支出	1.9%	4.4%	1.6%	1.2%	1.6%	1.9%	1.2%	1.6%	0.8%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	7.5%	6.3%	4.2%	2.8%	2.0%	3.4%	-2.0%	2.4%	2.8%	2.8%	1.5%
輸出等	1.8%	-4.7%	7.8%	-3.9%	3.2%	2.6%	3.6%	3.2%	3.2%	2.8%	2.7%
輸入等	2.8%	2.5%	-10.4%	4.5%	2.0%	1.2%	1.6%	3.2%	2.8%	3.2%	1.8%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	2.9%	2.7%	2.4%	2.4%	2.2%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.3%
民間消費支出	2.6%	2.8%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%	2.3%	2.3%	2.2%	2.4%
政府消費支出	1.9%	2.6%	1.6%	1.4%	2.2%	1.9%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	7.5%	3.8%	3.4%	2.7%	3.8%	3.4%	1.7%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%
輸出等	1.8%	3.5%	2.9%	3.5%	0.5%	2.6%	2.6%	1.5%	3.3%	3.2%	2.7%
輸入等	2.8%	2.3%	1.4%	1.7%	-0.5%	1.2%	-0.7%	2.8%	2.4%	2.7%	1.8%
鉱工業生産	1.4%	0.8%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	1.1%	0.9%
実質小売売上高	4.1%	5.5%	4.4%	4.1%	3.1%	4.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.4%	2.7%
消費者物価	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.7%	0.8%	0.7%	1.1%	0.8%
生産者物価(出荷価格)	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.8%	-1.0%	-1.6%	-0.5%	-0.4%	0.3%	0.6%	0.0%
失業率	6.2%	5.5%	5.6%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
10億英ポンド											
貿易収支	-123.7	-34.0	-26.3	-31.5	-35.1	-126.9	-33.1	-26.3	-32.4	-36.8	-128.6
経常収支	-92.9	-24.0	-16.8	-27.7	-31.4	-100.0	-28.5	-21.8	-28.0	-32.4	-110.7
財政収支	-89.4	-2.1	-23.2			-69.9					-66.7
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	1.91%	1.90%	1.83%	1.95%	2.10%	2.16%	2.20%	2.10%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.61%	0.64%	0.55%	0.70%	0.81%	0.94%	1.05%	0.88%
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(物価と金利はQ3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