

2015 年 11 月 24 日 全 8 頁

欧州経済見通し ダウンサイドリスク増大

ECB は予告通り 12 月に追加緩和へ

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

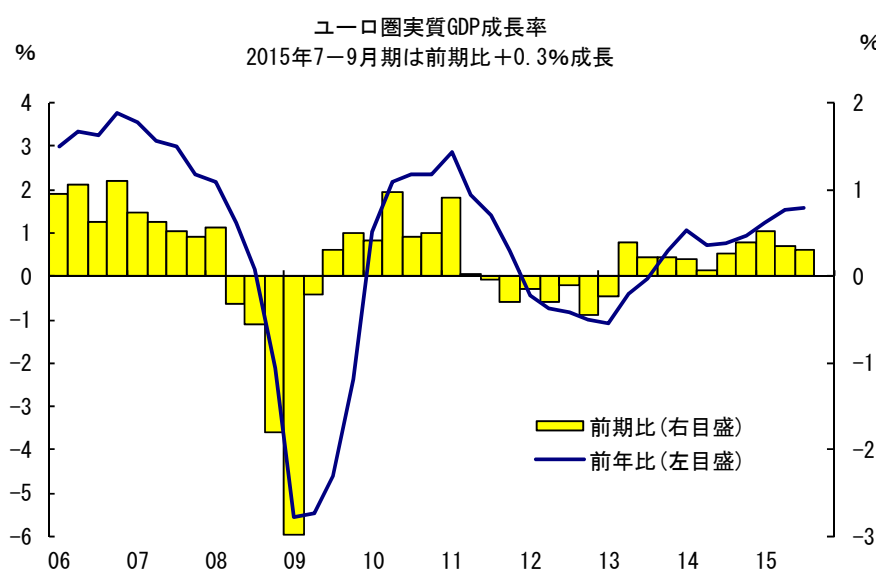
- ユーロ圏の 7-9 月期の GDP 成長率は前期比+0.3%と発表され、10 四半期連続のプラス成長となった。主要 4 カ国の成長率はドイツが同+0.3%、フランスが同+0.3%、イタリアが同+0.2%、スペインが同+0.8%とそろってプラス成長である。なお、ユーロ圏の 7-9 月期 GDP の需要項目別内訳は未発表だが、個人消費と政府消費が引き続き牽引役となった一方、投資は伸び悩み、純輸出寄与度はマイナスに転じたと推測される。
- 新興国の景気の持ち直しが遅れている中で、ユーロ圏経済は内需への依存が高い状況が今後も継続しよう。ただし、難民急増問題、フォルクスワーゲンの排ガス不正問題が雇用不安を想起させていたところに、11 月 13 日のパリ連続テロ事件が起き、さらなる消費者マインドの悪化要因となることが懸念される。また、ユーロ圏の 10 月の消費者物価上昇率は前年比+0.1%と引き続き低水準で、原油を筆頭とする商品価格が低迷していることを勘案すると、年末から緩やかに上昇するという ECB のシナリオの実現性はますます低下している。ECB は次の 12 月 3 日の金融政策理事会で追加の金融緩和に踏み切ると予想される。その内容は、中央銀行預金金利の引き下げに加えて、資産買取プログラムの期間延長となると予想される。
- 英国の 7-9 月期の GDP 成長率は前期比+0.5%と発表され、4-6 月期の同+0.7%から減速した。需要項目別の内訳は未発表だが、ユーロ圏同様、消費は堅調な一方、投資と輸出が振るわなかったと推測される。雇用改善と低インフレを追い風に家計の実質所得が伸びていることが、今後も消費拡大を下支えすると予想するが、英国の経済成長率は 2014 年の+2.9%から 2015 年と 2016 年は+2%台前半に減速すると予想される。なお、10 月の消費者物価上昇率は前年比-0.1%と 9 月に続いてマイナス圏にとどまった。原油価格下落、ポンド高というインフレ抑制要因が想定以上に長期的な影響を及ぼす可能性が高まっている中で、英中銀（BOE）は消費者物価は 2016 年後半まで前年比+1%を下回ると見通しを下方修正した。今後 2 年で同 2%のターゲットを達成するとの見通しは変更していないが、利上げ開始時期が一段と後ずれする可能性が高まっている。

ユーロ圏経済

低成長ながら 10 四半期連続のプラス成長

ユーロ圏の7-9月期のGDP成長率は前期比+0.3%となり、4-6月期の同+0.4%からはやや減速したものの、10 四半期連続のプラス成長となった。前年比の成長率は+1.6%に加速した。金融・財政危機前に景気がピークをつけた2008年1-3月期を100とすると、この7-9月期の実質GDPは99.5となり、100到達まであと一息となった。なお、主要4カ国の成長率はドイツが前期比+0.3%、フランスが同+0.3%、イタリアが同+0.2%、スペインが同+0.8%とそろってプラス成長となっている。

図表1 ユーロ圏のGDP成長率



ユーロ圏加盟国（19カ国ベース）の実質GDP成長率

	ユーロ圏 GDP比% 2014	前期比%				前年比%			
		2014	2015			2014	2015		
		Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
ユーロ圏19カ国	100.0	0.4	0.5	0.4	0.3	0.9	1.2	1.5	1.6
ドイツ	28.7	0.6	0.3	0.4	0.3	1.5	1.1	1.6	1.7
フランス	21.2	0.1	0.7	0.0	0.3	0.1	0.9	1.1	1.2
イタリア	16.0	0.0	0.4	0.3	0.2	-0.4	0.1	0.6	0.9
スペイン	10.5	0.7	0.9	1.0	0.8	2.1	2.7	3.1	3.4
オランダ	6.5	0.9	0.6	0.1	0.1	1.6	2.5	2.2	1.9
ベルギー	4.0	0.3	0.3	0.5	0.2	1.4	1.3	1.5	1.3
オーストリア	3.3	-0.2	0.7	0.3	0.1	-0.2	0.3	0.8	0.8
フィンランド	2.0	-0.2	-0.1	0.2	-0.6	-0.4	-0.1	0.0	-0.7
アイルランド	1.8	1.0	2.1	1.9	#N/A	6.1	6.6	7.3	#N/A
ギリシャ	1.8	-0.4	0.1	0.4	-0.5	0.9	0.4	1.1	-0.4
ポルトガル	1.7	0.4	0.5	0.5	0.0	0.6	1.6	1.6	1.4
スロバキア	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	2.8	3.0	3.3	3.5
スロベニア	0.4	0.4	0.7	0.7	#N/A	2.4	2.9	2.5	#N/A
リトアニア	0.4	0.5	0.7	0.4	0.5	1.6	1.4	1.4	1.8
ルクセンブルク	0.4	2.8	-0.3	-0.9	#N/A	6.8	5.3	3.1	#N/A
ラトビア	0.2	0.3	0.6	1.2	0.4	2.2	1.8	2.7	2.5
エストニア	0.2	1.5	-0.6	0.7	-0.5	3.2	1.6	1.9	0.5
キプロス	0.2	-0.1	1.3	0.5	0.5	-1.6	0.1	0.6	2.2
マルタ	0.1	1.3	0.8	1.1	#N/A	4.8	4.5	4.8	#N/A

(出所) Eurostat データより大和総研作成

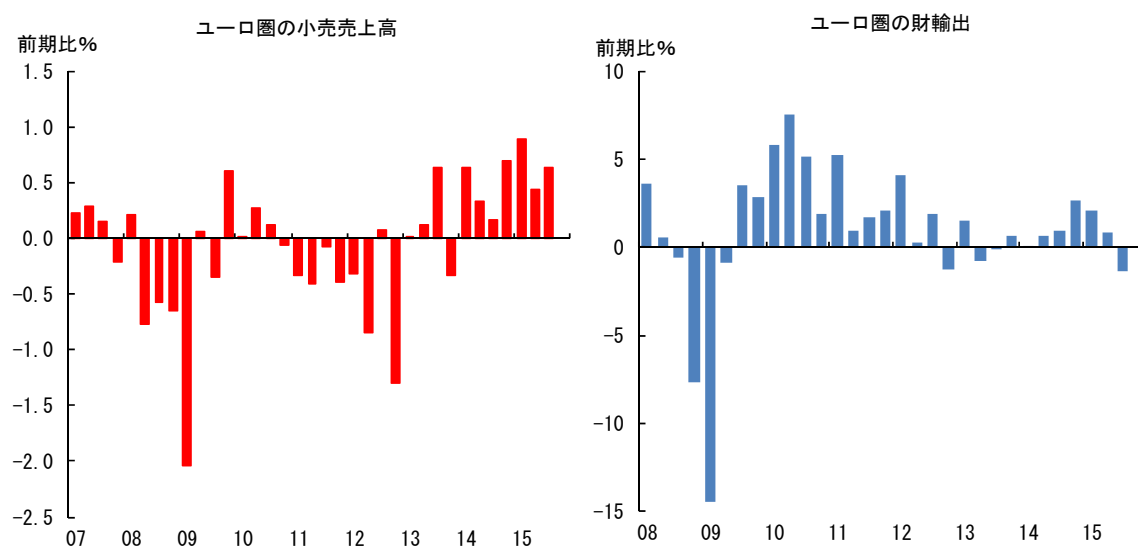
堅調な消費、軟調な輸出と投資

ユーロ圏の7-9月期 GDP の需要項目別内訳は未発表だが、個人消費と政府消費が引き続き牽引役となった一方、投資は伸び悩み、純輸出寄与度はマイナスに転じたと推測される。

7-9月期の小売売上高は前期比+0.6%と4-6月期の同+0.4%から加速した。雇用状況は緩やかな改善が継続しており、9月の失業率は10.8%と2012年1月以来の水準に低下した。また、低金利と低インフレも消費拡大の追い風となっている。なお、フォルクスワーゲン（VW）の排ガス不正問題の影響が注目された新車登録台数は、10月はユーロ圏全体で前年比+3.2%と9月の同+9.8%から減速した。メーカー別でVWグループが同-2.1%と前年割れした影響が大きい。新車の売買契約から納車までのタイムラグを考慮すれば、VWグループの新車登録は11月以降、一段と落ち込む可能性が考えられる。これに対して、ダイムラーグループの10月の新車登録台数は同+20.7%、BMWグループは同+12.5%、FCAグループは同+8.1%と高い伸びを記録し、メーカー別で大きく明暗が分かれた。

一方、7-9月期の財輸出金額は季節調整ベースで前期比-1.4%となり、8四半期ぶりに減少に転じた。ロシアとCIS諸国向けの輸出の落ち込みが長期化しているところに、中国、ASEAN、ブラジル向けの輸出にも失速の兆しが出ている。欧米向けは堅調な伸びを続けているのだが、新興国向けの落ち込みを相殺しきれなくなったと見受けられる。新興国の需要落ち込みの一因は原油を筆頭とする商品価格の下落にあるが、商品価格はこの秋に改めて下落し、世界経済の回復シナリオに水を差している。ユーロ圏ではECBの金融緩和により、市場金利も銀行の貸出金利も低下傾向にあるが、輸出の見通しが不透明な中では、企業の設備投資は慎重にならざるを得ない。ユーロ圏の7-9月期の鉱工業生産は前期比+0.1%にとどまり、4-6月期の同-0.1%に続いて停滞している。その中で設備投資の先行指標である資本財の生産は7-9月期は同+0.3%と拡大してはいるのだが、4-6月期の同+0.7%からは減速してしまった。

図表2 ユーロ圏の小売売上高は堅調だが、輸出は失速



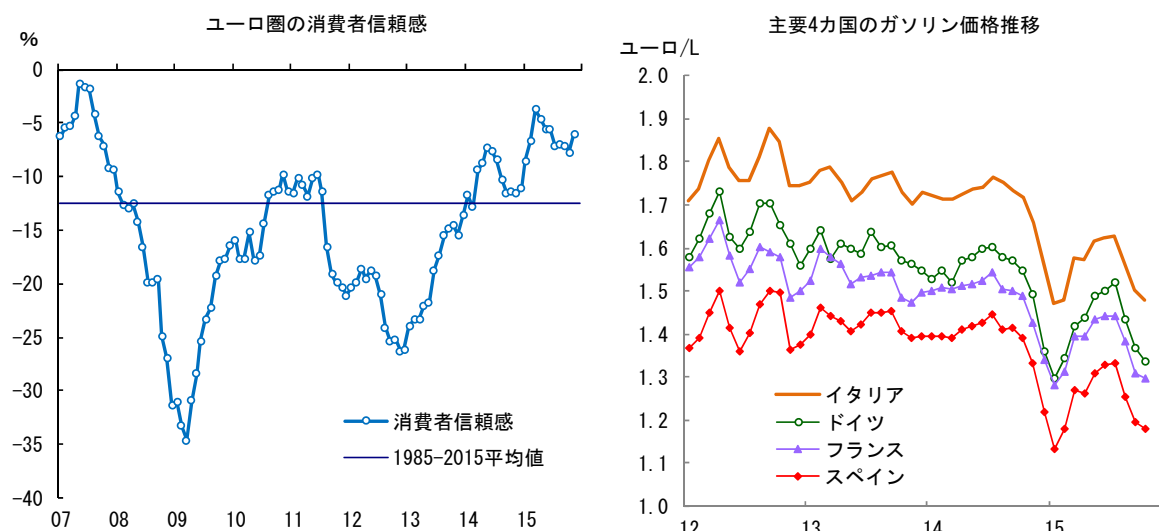
出所：Eurostat データより大和総研作成

相次ぐ消費者マインドの悪化材料

ユーロ圏の景気回復は圏内の消費拡大に支えられており、特に 2014 年後半以降はその傾向が顕著である。ただし、消費の先行指標である消費者信頼感の過去と比較して高水準にはあるものの、この半年あまりは改善が頭打ちになっている。ここにはいくつかの要因が重なっていると考えられる。まず、2014 年末に消費者マインドを大きく改善させた原油価格の急落が、2015 年に入って一服し、その後数カ月は緩やかながら上昇に転じたことである。原油価格は夏に再び安値を更新したが、今度は欧州にやってくるシリアなどからの難民急増が消費者マインドの悪化要因となった。難民対策費用の増大、難民が安い労働力を供給することで賃下げやリストラが実施されるとの懸念、さらに治安悪化懸念が消費者マインドを冷やしたと見受けられる。また、9 月末に明らかになった VW の排ガス不正問題は、まだその影響の全容は見極めがつかないが、リコールや訴訟対策費用を捻出するために投資計画の縮小が発表されており、これが雇用削減にもつながっていくことが懸念されている。

この状況下で 11 月 13 日にパリで連続テロが発生し、フランスはもとより、ベルギーやドイツでもテロに対する厳重警戒が続いている。フランス市民は「テロには屈しない」、「テロ以前と変わらない生活を続ける」としているが、パリを訪れる観光客は急減しており、サービス業を中心に 10-12 月期の売上減は避けられないであろう。実は 11 月 20 日に発表されたユーロ圏の 11 月消費者信頼感指数（速報値）は -6.0 と 10 月の -7.7 から改善したのだが、パリでの連続テロ以前の回答がほとんどであったとされており、月末に発表される確報値で下方修正される可能性が高い。

図表 3 消費者信頼感は 11 月速報値で改善したが



出所：Eurostat データより大和総研作成

難民急増には景気押し上げ効果？

ところで、難民急増がユーロ圏景気にどのような影響を及ぼすかに関して、11 月 5 日に公表された欧州委員会の秋季経済予測は「経済成長に対して若干のプラス」という評価を下してい

る。この予測では、EU28 カ国に 2015 年は 100 万人、2016 年は 150 万人、2017 年は 50 万人の難民が流入し、EU の人口は 300 万人（0.4%相当）増加することが想定され、難民の 4 分の 3 は生産年齢人口で、EU 市民と同等のスキルを有していることなどの前提がおかれている。そして、短期的には財政出動が増えることが成長率の押し上げ要因となり、中長期的には労働力増加が経済成長にプラスと試算されている。

このうち、難民が EU 市民と同等のスキルを有し、ひいては EU 市民と同等の雇用機会を有しているとの前提は、現実問題としては語学の壁があったり、就職に際して難民が敬遠されたりとハードルが高くなるのが容易に想像される。難民急増を、人口高齢化に伴う労働力不足で悩む欧州の問題解決に活用するためには、語学教育や職業訓練、就職斡旋などさまざまな対策を講じる必要があるということである。とはいえ、短期的には難民の衣食住を確保するため、公的支出が増加し、それが国内需要を押し上げる効果が見込まれる。ここ数カ月、難民が特に大量に押し寄せているのがドイツだが、難民受け入れ施設の不足による住宅建設増加、難民認定手続きを行う行政官の増員のほか、警備や子供の保育、語学教育などで新たな雇用創出が見込まれる。むろん、財政支出が拡大することになるが、ドイツの財政収支は 2014 年に GDP 比 +0.3%と黒字化し、2015 年も同+0.9%が計画されており、財政赤字拡大を懸念する必要はないだろう。なお、ドイツの ifo 経済研究所はドイツ政府の難民対策費用負担を年間 211 億ユーロと試算しているが、これは 2014 年の GDP の 0.7%相当である。

難民急増で懸念すべきは財政負担の増加ではなく、難民受け入れに対する拒否反応の高まりである。とりわけ、パリでテロを起こした犯人の一部が難民に紛れ込んでパリに来ていたことが明らかとなり、難民受け入れ反対の主張が一段と高まる懸念がある。「難民＝テロリスト」という安易な分類をいさめ、難民の受け入れを制限してもテロのリスクがなくなるわけではないとする声がある一方、テロに対する恐怖心は当然ながら強い。

ECB は 12 月の追加緩和を「予告」

10 月 22 日の ECB の金融政策理事会のあとの記者会見で、ドラギ ECB 総裁は次回の 12 月 3 日の金融政策理事会で金融政策を再点検するとして、追加緩和の可能性が高いことを示唆していた。12 月はもともと ECB スタッフによる 4 半期ごとの景気とインフレ率の予想数字が発表されるタイミングだが、金融市場ではドラギ総裁の発言を受けて、12 月にインフレ見通しが下方修正され、追加緩和が実施される可能性が高まったと受け止めた。その後、11 月 13 日のパリでのテロ事件が発生し、消費者及び企業のマインドの悪化が懸念される中で、ECB が 12 月に追加金融緩和に踏み切る可能性は非常に高くなっている。

追加的な金融緩和措置として可能性が高いのは、ドラギ総裁が敢えて 10 月の記者会見で言及した中央銀行の預金金利の引き下げで、現在の -0.2%から -0.3%への利下げが予想される。また資産買取プログラム（PSPP）の実施期限を「少なくとも 2016 年 9 月まで」から 1 年程度延ばすことが予想される。これに加えて、資産買取規模を現在の月々 600 億ユーロから拡大させる可能性もあるだろう。

英国経済

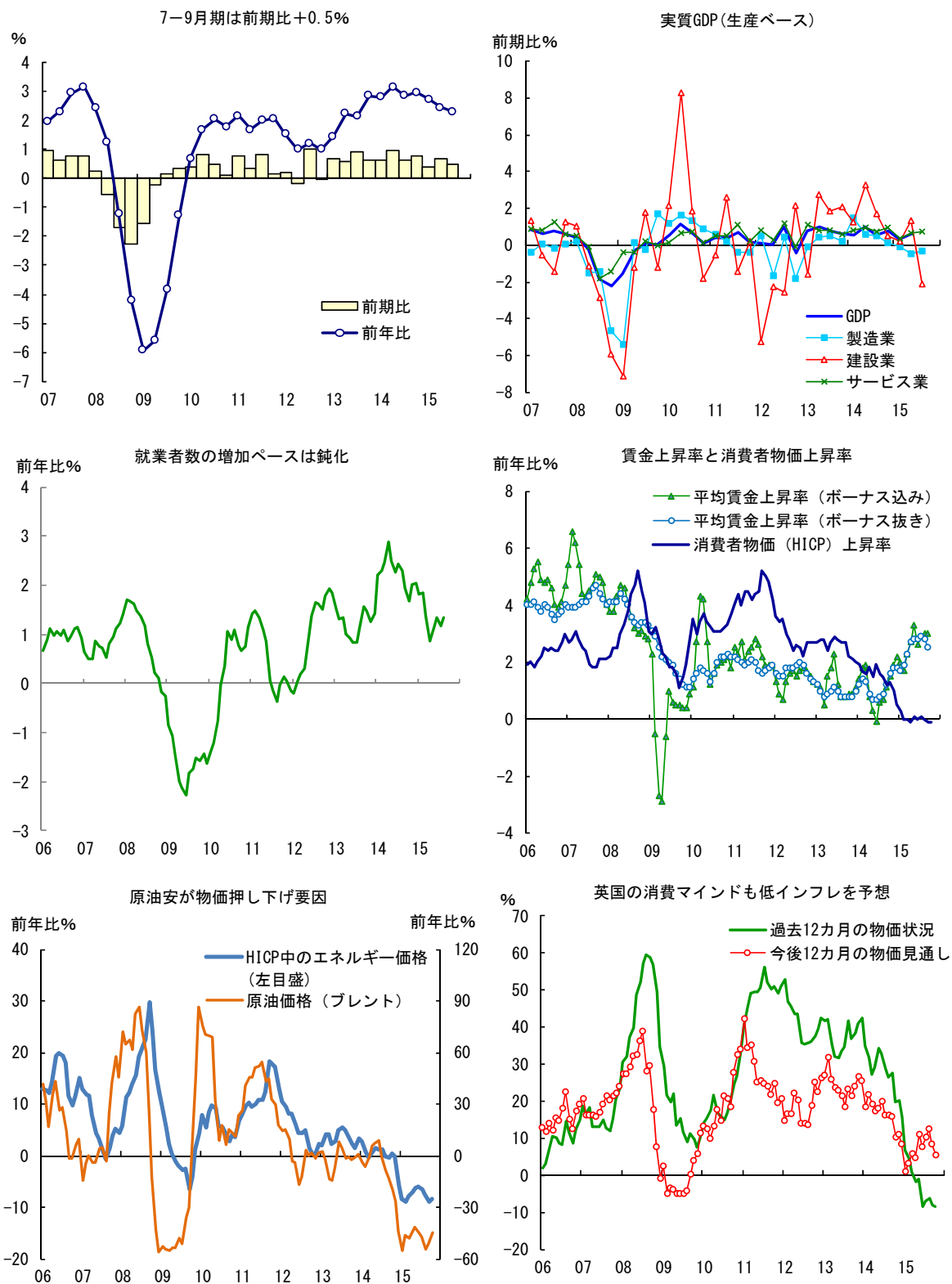
英国の7-9月期のGDP成長率は前期比+0.5%となり、これで11四半期連続のプラス成長となったが、4-6月期の同+0.7%からは減速し、前年比の成長率も+2.3%とほぼ2年ぶりの低成長となった。7-9月期の産出部門別のGDP統計では、サービス業部門は同+0.7%と堅調な伸びを維持し、中でも運輸業部門やビジネス・金融サービス業部門は前期比+1%を超える伸びとなった。他方で建設業部門は前期比-2.1%と大幅な落ち込みを記録し、製造業部門は同-0.3%で3四半期連続のマイナス成長となっている。なお、7-9月期の需要項目別の内訳は未発表であるが、個人消費が引き続き牽引役を務める一方、投資は不振で、純輸出寄与度は再びマイナスに転じたと推測される。

英国では雇用改善と低インフレを追い風に実質所得が伸びており、10月以降も個人消費は堅調な拡大を続けると予想される。ただ、失業率が5.3%と金融危機前の好況期の水準を回復したところで、雇用者数の増加ペースは鈍ってきており、賃金上昇率も予想したほど加速してきていない。一方、不動産取引件数は2015年半ば以降、緩やかに持ち直してきており、低金利と相まって住宅建設の回復要因となると見込まれるが、2013年から2014年の建設投資の伸びを回復するには至らないと予想される。なお、政府消費に関しては、パリでの連続テロを受けて、英国も軍事予算拡大の方針を打ち出している。以上を勘案すると、英国の経済成長率は2014年の+2.9%から、2015年は+2.4%、2016年は+2.3%と+2%台前半に減速すると見込まれる。

なお、賃金上昇率が金融危機前の前年比+4%台の伸びを回復できないのは、低インフレ状態が長期化していることが一因と考えられる。10月の消費者物価上昇率は前年比-0.1%と9月に続いてマイナス圏にとどまり、これで前年比+1%を下回る物価上昇率が1年近く続いている。低インフレの主因は他の先進国同様、原油価格の急落であり、コア物価上昇率（エネルギー、食品、アルコール、たばこを除く）は前年比+1%程度の伸びを維持している。原油価格が急落したのは2014年末にかけてであり、この影響は2016年に入れば剥落する。とはいえ、原油価格は2015年に入っても低迷を続けており、加えて英国の物価下落要因となっているポンド高の影響も長期化している。このため、英国の消費者物価上昇率が「前年比+2%」のインフレーションターゲットを達成できる時期はこれまでの予想よりも遅くなる可能性が高まっている。

実は英中銀（BOE）も物価見通しを下方修正し、2016年後半まで前年比+1%を下回る可能性が高いとした。なお、BOEは2年後にインフレーションターゲットを達成するとの見通しは変更していないものの、2015年末にも利上げ時期の判断をすることでこれまでのコメントをトーンダウンさせているように見受けられる。米国では12月の利上げ実施の可能性が高まっているが、英国がそれにすぐに追随する可能性は大きく低下したと考えられる。

図表4 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	2015					2016				
		通年	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%	1.2%	1.0%	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%
民間消費支出		0.9%	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
政府消費支出		0.8%	2.2%	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成		1.2%	5.6%	-1.9%	-0.4%	0.4%	1.5%	1.6%	2.4%	2.8%	2.8%	1.3%
輸出等		3.9%	4.2%	6.5%	-1.6%	2.0%	4.0%	3.2%	4.5%	4.1%	4.1%	3.0%
輸入等		4.2%	6.3%	3.9%	-1.2%	1.6%	4.1%	4.1%	5.3%	4.9%	5.3%	3.3%
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%	1.5%	1.6%	1.4%
民間消費支出		0.9%	1.7%	1.9%	1.8%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
政府消費支出		0.8%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
総固定資本形成		1.2%	1.8%	1.9%	1.4%	0.9%	1.5%	-0.1%	1.0%	1.8%	2.4%	1.3%
輸出等		3.9%	4.8%	5.2%	3.2%	2.8%	4.0%	2.5%	2.0%	3.4%	4.0%	3.0%
輸入等		4.2%	5.5%	5.2%	3.2%	2.6%	4.1%	2.1%	2.4%	4.0%	4.9%	3.3%
鉱工業生産（除建設）		0.8%	1.4%	1.1%	1.5%	0.9%	1.2%	0.7%	1.2%	1.2%	1.6%	1.2%
実質小売売上高		1.2%	2.1%	2.2%	2.7%	2.3%	2.3%	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
消費者物価		0.4%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.7%	0.8%	1.1%	1.3%	1.0%
生産者物価		-1.3%	-2.1%	-1.1%	-1.9%	-1.5%	-1.7%	-0.3%	-1.0%	0.1%	0.7%	-0.1%
失業率		11.6%	11.2%	11.0%	10.9%	10.7%	11.0%	10.7%	10.6%	10.5%	10.4%	10.5%
10億ユーロ												
貿易収支		252.8	76.0	82.3	79.6	75.0	312.9	73.0	70.0	68.0	68.0	279.0
経常収支		245.6	81.1	79.0	73.5	68.5	302.2	67.0	64.5	63.1	63.6	258.2
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%	0.52%	0.53%	0.50%	0.55%	0.65%	0.65%	0.59%
独 国債2年物（期中平均）		0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.33%	-0.25%	-0.37%	-0.37%	-0.35%	-0.35%	-0.36%
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 Q3 まで実績値（GDP 内訳のみ 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	2015					2016				
	通年	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%	2.0%	2.5%	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%	2.0%	2.0%	3.3%	-2.0%	2.4%	2.8%	2.8%	1.4%
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%	2.3%	2.2%	2.4%	2.4%	2.2%	2.3%	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%	2.5%	3.6%	3.3%	1.5%	1.1%	1.3%	1.5%	1.4%
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%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%
実質小売売上高	4.0%	5.4%	4.3%	4.9%	4.8%	4.9%	4.6%	4.3%	3.7%	2.4%	3.7%
消費者物価	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.7%	0.9%	0.8%	1.1%	0.9%
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.8%	-1.1%	-1.6%	-0.6%	-0.5%	0.2%	0.6%	-0.1%
失業率	6.2%	5.5%	5.6%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
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	-26.1	-31.4	-98.3	-28.5	-21.8	-28.0	-32.4	-110.7
財政収支	-89.5	-2.1	-24.9	-16.8		-69.9					-66.7
国債10年物（期中平均）	2.51%	1.64%	1.87%	1.91%	1.87%	1.82%	1.90%	1.96%	2.03%	2.10%	2.00%
国債2年物（期中平均）	0.68%	0.43%	0.53%	0.61%	0.60%	0.54%	0.63%	0.77%	0.90%	1.00%	0.83%
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 Q3 まで実績値（GDP 内訳と経常収支は 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