

2016年1月21日 全8頁

欧州経済見通し 原油安の功罪

消費者マインドは強気を維持できるか

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏では2015年末にかけて雇用の増加や銀行貸出の回復が確認され、内需を牽引役とする緩やかな景気回復が継続したと推測される。消費者と企業の景況感も2015年末まで改善傾向にある。ただし、年初から原油価格の一段の下落、人民元安、中国景気減速懸念などを材料に世界的な株安の連鎖が生じており、これがユーロ圏の景気見通しを不透明にしている。原油安が消費刺激に効果を発揮することはユーロ圏では2015年に証明済みだが、歯止めのかからない原油安による産油国の需要の落ち込み、資源関連会社の業績悪化などのマイナス効果が、このプラス効果を上回ってしまうことが懸念され始めている。また、ECB（欧州中央銀行）にとって原油安は物価下落要因という悩ましい側面がある。マーケットの調整が、ユーロ圏の景況感をどの程度悪化させる要因となるか、特にこれまで強気を維持してきた消費者マインドの行方が注目される。
- BOE（英中銀）は1月14日の金融政策理事会で、事前予想通り、政策金利を据え置いた。英国では消費主導の経済成長が3年近く続いているが、賃金上昇率の加速は限定的で、消費者物価上昇率はターゲットの前年比+2%を大きく下回って推移している。加えて急速に原油安が進んでいることを受けて、カーニーBOE 総裁は2015年半ばに言及した「2016年初めの利上げ判断」は時期尚早として、判断を先送りした。英国でも経済成長を主導する個人消費は堅調に推移しているが、世界経済の先行き不安、原油価格下落に伴う資源会社の業績悪化が懸念されつつある。

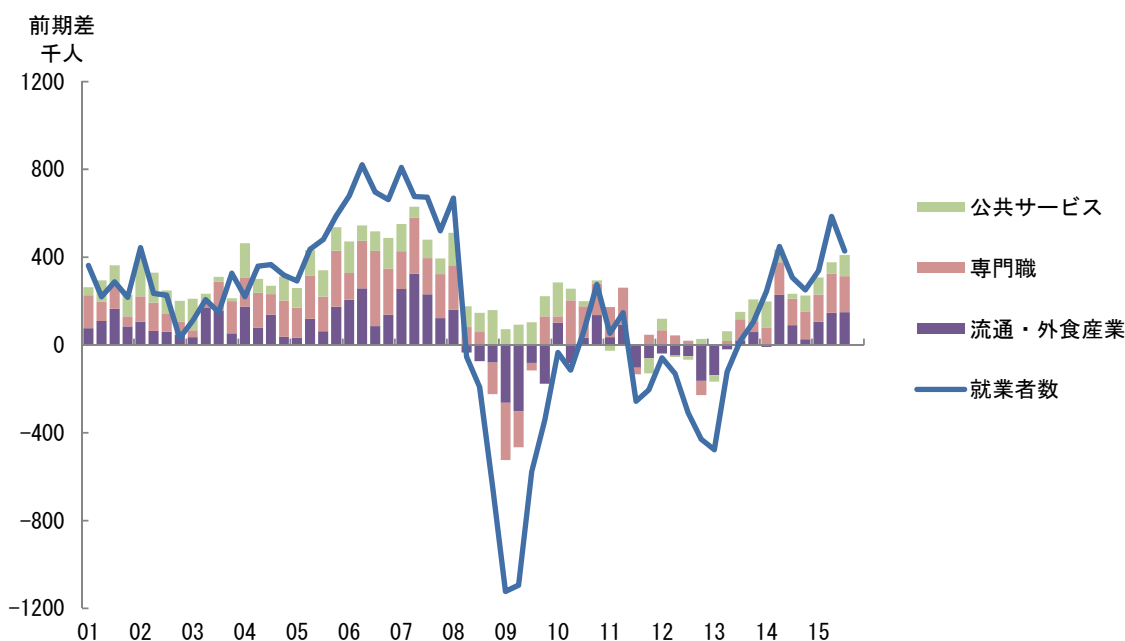
ユーロ圏経済

サービス産業が支える雇用改善

ユーロ圏では2015年末にかけて雇用の増加や銀行貸出の回復が確認され、内需を牽引役とする緩やかな景気回復が継続したと推測される。就業者数は2013年4-6月期を底として増加に転じ、2015年7-9月期までに272.7万人増加した。雇用創出の主役はサービス産業で、専門職で107.9万人、流通・外食産業で81.8万人、情報・通信サービスで11.3万人が新たに職を得た。加えて、公共サービスでも63.9万人の雇用が増加した。これに対して、金融サービスではこの期間でも5万人の就業者減と雇用調整が継続している。また、就業者減が目立つのは建設業で18.1万人減であった。

雇用拡大は家計所得の増加要因であり、個人消費が主導する景気回復に貢献している。2014年末以降は、ここに原油価格下落に伴う家計購買力の向上も加わった。

図表1 ユーロ圏の就業者数増加を担うのは主にサービス産業



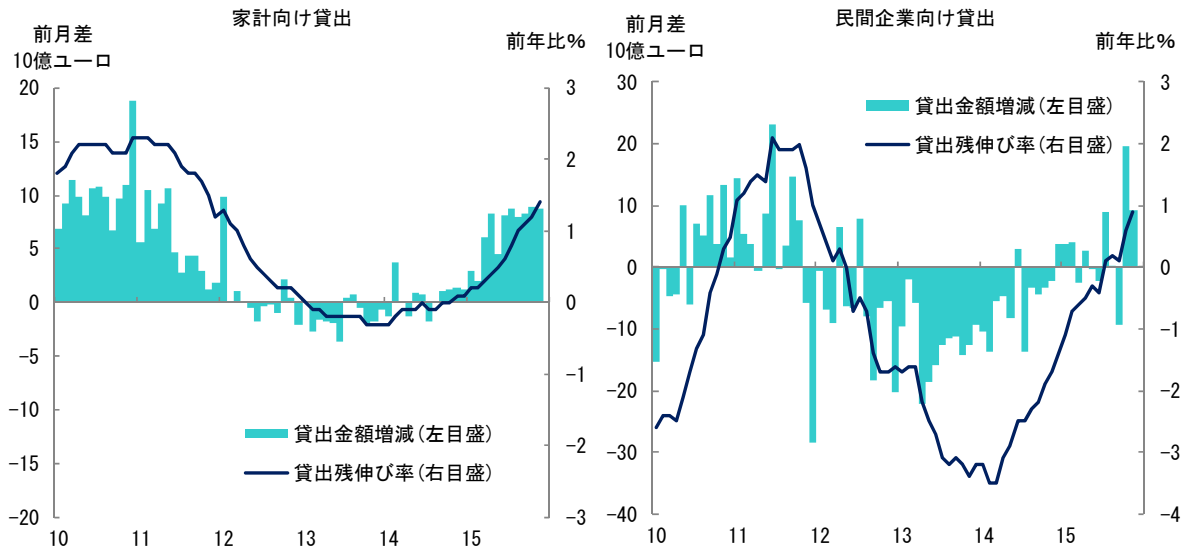
(出所) Eurostat データより大和総研作成

銀行貸出にも改善傾向

個人消費拡大を後押ししているもう一つの要因が金利低下に伴う借り入れ増である。ユーロ圏の金融機関による家計向け貸出はここ1年以上増加傾向にあり、特にECB（欧州中央銀行）が資産買取に踏み切った2015年春以降、貸出額が一段と増加した。

なお、家計向けに比べて回復が遅れていた民間企業向けの銀行貸出も2015年半ばにようやく拡大に転じた。ECBの金融緩和による金利低下に加え、ユーロ圏の銀行がバランスシートの健全化、資本増強という「宿題」をある程度こなしたことで貸出拡大に動けるようになってきたことも、企業向け貸出増加の背景にあると考えられる。

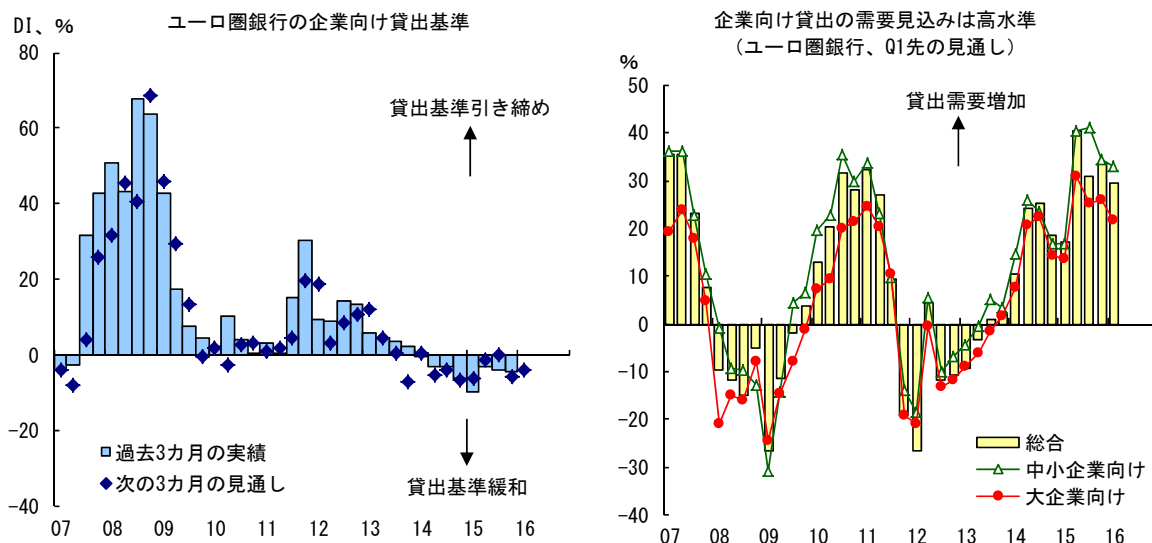
図表2 ユーロ圏の銀行貸出：家計向けに加えて企業向けも拡大に転じた



(出所) ECB データより大和総研作成

ECB が四半期ごとに公表している銀行貸出サーベイの最新号（2016年1月）によると、2015年10-12月期にユーロ圏の銀行の貸出基準が一段と緩和されたことが示された。その主な理由は銀行間の競争激化で、優良な貸出先を獲得するべく各銀行が競っていることがうかがわれる。また、続く2016年1-3月期に貸出基準はさらに緩和される見通しとなっている。なお、銀行貸出へのニーズは家計、企業とも増加するとの見通しが圧倒的に多く、企業の資金需要の内訳では設備投資や稼働資本のための資金需要が債務返済のための資金需要を上回ると予想されている。これは、大きく遅行しているユーロ圏の投資の回復がようやく加速することを期待させる結果である。

図表3 ユーロ圏の銀行貸出サーベイ：企業向けの貸出増加を示唆



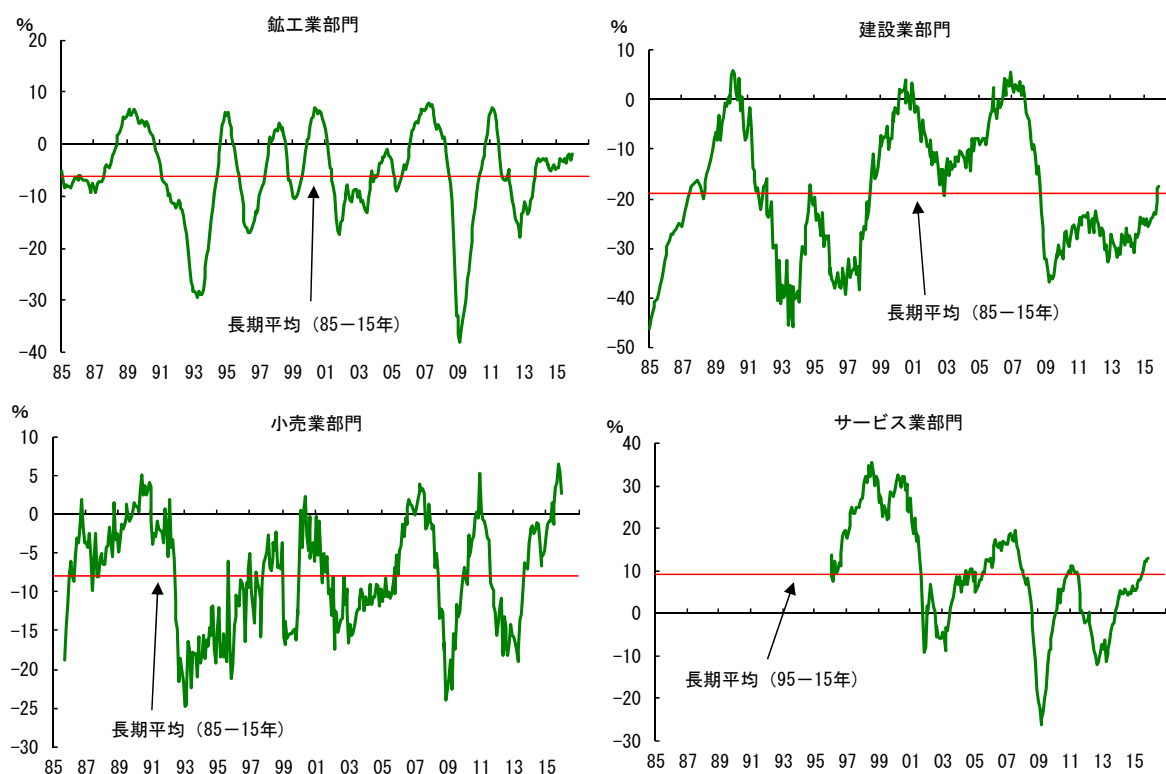
(出所) ECB データより大和総研作成

内憂外患の渦中であって意外に強気な景況感

改めて指摘するまでもないが、ユーロ圏経済を取り巻く内外の環境には昨年来、様々な懸念材料が存在する。ユーロ圏内では難民流入が急増し、その受け入れ反対を主張する右派勢力の台頭があり、また、パリの連続テロ事件に象徴されるテロの脅威も増している。これらを受けて欧州統合の成果の一つである「国境の自由な移動」を制限せざるを得ない事態となっており、難民政策や国境管理の在り方を改めて議論する必要が生じている。なお、EU加盟各国では既存政党に対する反発や不信感が高まり、新興政党に台頭のチャンスがもたらされているが、それが不安定な政治の原因にならないかにも注意を要する。一方、ユーロ圏外の懸念材料の筆頭はなんとといっても中国経済で、高成長局面から中成長局面へのソフトランディングに成功するか注目される。また、地政学的なリスクは増大傾向にあり、シリア問題を筆頭とする中東の緊張緩和の道筋は不透明である。

このように「内憂外患」とも言える環境にユーロ圏経済はあるが、意外にも消費者と企業の景況感指数は2015年末まで改善傾向にあり、長期的な平均値を明確に上回っている。消費者信頼感指数は1985年以降の平均値-12.4%に対し、直近の2015年12月は-5.7%である。また、企業景況感のうちサービス業と建設業では共に昨年末に長期平均を久々に上回った。なお、小売業の景況感のパリのテロの影響で年末に急落したが、12月の+2.8%は平均値-7.9%を大幅に上回っている。一方、鉱工業景況感は長期平均値こそ上回っているが、最近2年以上明確な改善が見られない。鉱工業部門と他の産業部門の景況感の相違は、鉱工業部門の輸出依存度が飛び抜けて高いことに原因があり、つまりは外需の伸び悩みを反映している。

図表4 ユーロ圏の企業景況感：内需関連部門で明確に改善



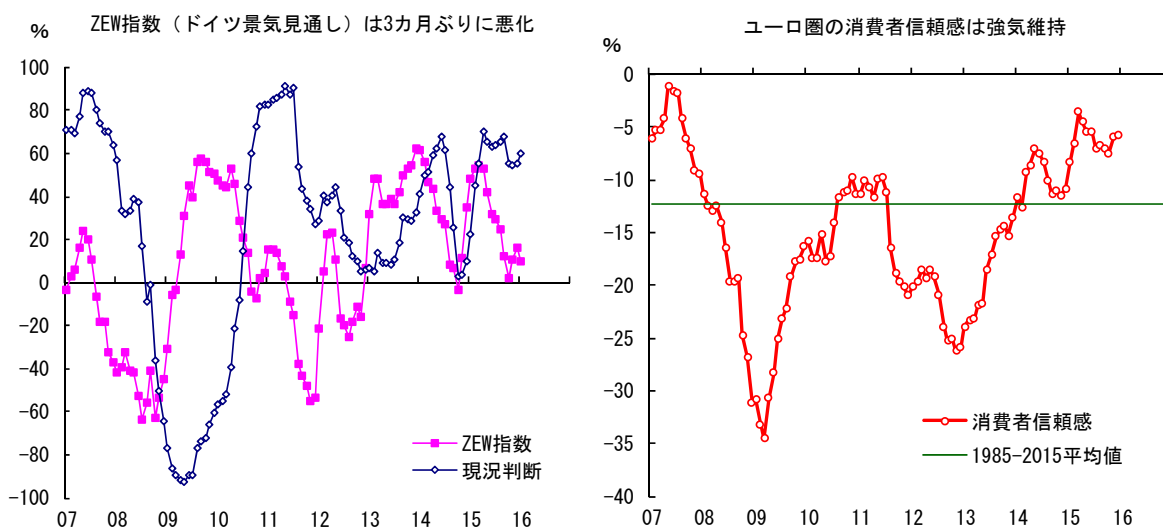
(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

年初からの世界的な株安の影響は？

ところで、このようなユーロ圏の内需主導の景気回復の継続シナリオに対して、2016 年年初からの世界的な株安の連鎖が水を差している。米国、日本、中国、欧州の株価がそろって大幅下落となった原因としては、原油価格の急落、中国人民元安、そして中国経済の成長力に対する懸念が指摘されている。中国景気に関してはマーケットの懸念が独り歩きしている側面があると考えられ、また原油安はユーロ圏では消費刺激に効果を発揮することが2015年に証明済みである。とはいえ、歯止めのかからない原油安による産油国の需要の落ち込み、資源関連会社の業績悪化などのマイナス効果が、このプラス効果を上回ってしまうことが懸念され始めている。また、ECBにとって原油安は物価下落要因という悩ましい側面がある。ユーロ圏の12月の消費者物価上昇率は前年比+0.2%、エネルギーや食品を除くコア物価も同+0.9%の低い伸びにとどまった。原油価格の最初の急落は2014年末であったため、2016年に入ればその押し下げ効果が剥落して消費者物価上昇率は緩やかに加速するとECBは予想してきたが、足下の原油価格の急落がこのシナリオの下方修正を迫るものであるかの見極めが必要となっている。

原油安の功罪、及び中国景気減速の影響を見極めるための手がかりとして注目されるのが景況感指標である。ユーロ圏の1月の景況感指標の先陣を切って発表されたドイツのZEW指数は、12月の16.1%から1月は10.1%に悪化した。ただ、この指標はドイツの6カ月先の景気見通しをアナリストやファンドマネージャーなど市場関係者に聞いている指標であるため、株価急落の影響を非常に受けやすい。また、ドイツ経済の現況判断は12月の55.0%から1月は59.7%へ改善しており、「今以上に景気が良くなることは難しい」との見方が増えたと判断される。より注目されるのは企業の購買担当者の景況感、さらに内需主導の景気回復の象徴的存在である消費者マインドの行方である。ドイツのifo景況感指数、ユーロ圏及び各国のPMI指数、消費者マインドを含む欧州委員会のサーベイと景況感指標の発表がここから目白押しである。

図表5 景況感指標の行方に注目



(出所) ZEW 経済研究所、欧州委員会データより大和総研作成

英国経済

利上げ判断の先送り

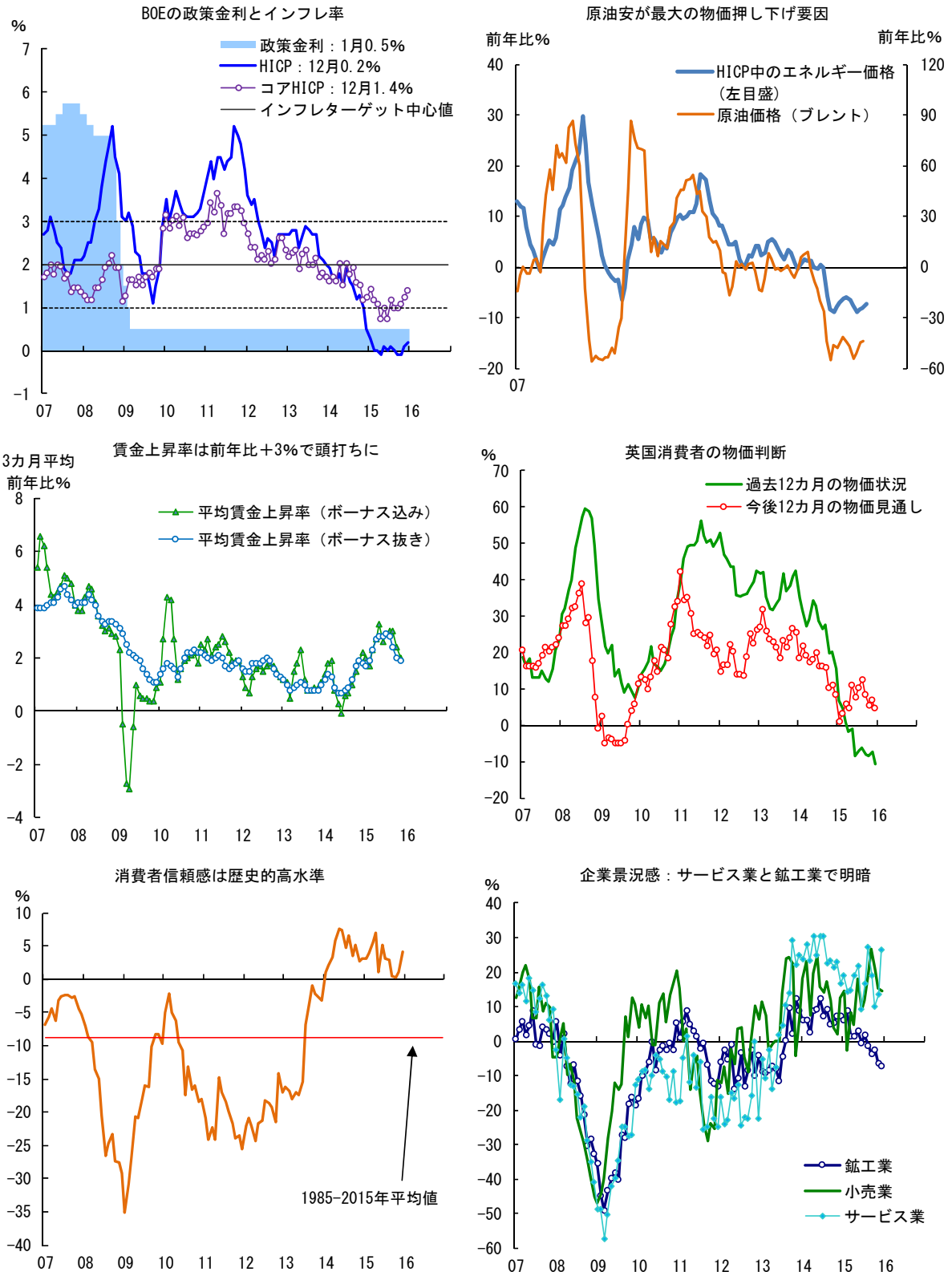
BOE（英中銀）は1月14日の金融政策理事会で事前予想通り政策金利を据え置いた。英国では消費主導の経済成長が2年以上続いているが、消費者物価上昇率は12月も前年比+0.2%にとどまり、引き続きインフレ・ターゲットの同+2%を大きく下回っている。物価低迷の主因は原油安とポンド高だが、賃金上昇率の伸び悩みも、インフレ圧力が高まってこない原因である。平均賃金上昇率（3カ月移動平均）は2015年半ばにいったん前年比+3%近くまで加速したものの、年末には同2%を割り込んでしまった。この状況下で、消費者の12カ月先の物価見通しも改めて低下してしまっている。

さらに年明け以降、原油価格が一段と下落しており、BOEにとって新たな物価低下リスクとなっている。この状況下で、カーニーBOE総裁は2015年半ばに言及した「2016年初めの利上げ判断」は時期尚早であるとして、インフレ圧力が高まってくる兆候がはっきりしないうちは政策金利の据え置きを継続する方針を表明した。英国は米国の次に利上げに転ずる可能性のある国と位置付けられてきたが、BOE総裁のこの方針転換を受けて長期金利は低下し、またポンド安が進んでいる。

雇用増、金利低下を背景に個人消費主導の緩やかな経済成長

英国では他の欧州諸国に比べてエネルギーや資源関連の大企業が多く、原油価格を筆頭とする商品価格の下落に伴う業績悪化懸念が台頭している。また、外需依存度は高くないとはいえ、世界経済の悪化から影響を受けないわけではもちろんない。英国の鉱工業部門の景況感は1年近く前から悪化傾向にあるが、2015年後半に悪化ペースが加速している。とはいえ、英国の経済成長を牽引しているのは個人消費であり、内需依存度の高いサービス業や小売業の景況感は鉱工業とは対照的に改善傾向を維持している。消費拡大の追い風となっているのは金利低下と雇用状況の改善である。賃金上昇率の伸びはここ数カ月は鈍化傾向にあるが、他方で就業者数は増加傾向を維持しており、消費者マインドも強気水準を維持している。ユーロ圏と同様に、英国でも目前の金融市場の混乱がこの強気の消費者マインドにどのように影響してくるかが大いに注目される。

図表6 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					2017 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%	2.2%	1.6%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.7%	1.3%	1.4%	1.5%
民間消費支出	0.8%	1.8%	1.3%	1.7%	1.2%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%
政府消費支出	0.9%	2.0%	1.1%	2.4%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.6%	1.3%
総固定資本形成	1.3%	6.2%	0.3%	-0.0%	2.0%	2.2%	2.4%	2.0%	3.2%	2.8%	2.0%	2.1%
輸出等	4.1%	5.4%	6.5%	0.8%	1.2%	4.7%	3.2%	4.5%	4.9%	4.5%	3.3%	4.5%
輸入等	4.5%	7.7%	3.5%	3.7%	0.8%	5.0%	4.5%	5.7%	6.1%	5.7%	4.1%	5.2%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	0.9%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%
民間消費支出	0.8%	1.6%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%
政府消費支出	0.9%	1.3%	1.3%	1.6%	1.8%	1.5%	1.7%	1.8%	1.5%	1.4%	1.6%	1.3%
総固定資本形成	1.3%	2.0%	2.6%	2.2%	2.1%	2.2%	1.2%	1.6%	2.4%	2.6%	2.0%	2.1%
輸出等	4.1%	5.2%	5.8%	4.4%	3.5%	4.7%	2.9%	2.4%	3.4%	4.3%	3.3%	4.5%
輸入等	4.5%	5.8%	5.5%	4.9%	3.9%	5.0%	3.1%	3.7%	4.3%	5.5%	4.1%	5.2%
鉱工業生産（除建設）	0.8%	1.4%	1.2%	1.6%	1.4%	1.4%	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%
実質小売売上高	1.2%	2.3%	2.5%	3.0%	2.0%	2.4%	2.0%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%	1.7%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.5%	0.4%	0.7%	0.9%	0.7%	1.4%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.1%	-1.9%	-2.2%	-1.8%	-1.5%	-1.9%	-0.8%	0.4%	-0.9%	1.0%
失業率	11.6%	11.2%	11.0%	10.8%	10.5%	10.9%	10.4%	10.2%	10.0%	10.0%	10.1%	9.8%
10億ユーロ												
貿易収支	251.5	75.3	80.7	82.1	75.0	313.1	73.0	70.0	68.0	68.0	279.0	250.0
経常収支	245.6	79.9	79.5	76.5	72.9	308.9	71.4	68.9	66.4	67.0	273.7	246.7
財政収支	-255					-219					-183	-157
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.70%	0.56%	0.54%	0.52%	0.54%	0.60%	0.65%	0.58%	0.70%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.33%	-0.25%	-0.39%	-0.38%	-0.35%	-0.35%	-0.37%	-0.28%
欧 政策金利(未値)	0.05%	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（消費者物価と金利は同Q4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					2017 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%	2.2%	1.8%	2.1%	2.2%	2.4%	2.6%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%
民間消費支出	2.5%	2.8%	3.6%	3.1%	3.6%	2.9%	3.0%	2.6%	2.6%	2.4%	3.0%	2.5%
政府消費支出	2.5%	2.1%	4.0%	2.3%	3.6%	1.9%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	2.0%
総固定資本形成	7.3%	3.5%	6.6%	3.0%	1.2%	4.2%	2.0%	4.1%	4.5%	2.8%	3.0%	2.6%
輸出等	1.2%	0.0%	11.7%	-1.3%	-1.2%	5.2%	2.4%	2.8%	3.2%	2.8%	2.0%	3.4%
輸入等	2.4%	12.5%	-8.7%	11.3%	0.8%	5.8%	3.2%	3.2%	4.1%	2.8%	3.0%	3.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.9%	2.5%	2.3%	2.1%	1.9%	2.2%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.3%	2.3%
民間消費支出	2.5%	2.5%	2.7%	2.9%	3.3%	2.9%	3.4%	3.1%	3.0%	2.7%	3.0%	2.5%
政府消費支出	2.5%	1.3%	1.5%	1.8%	3.0%	1.9%	3.1%	2.6%	2.5%	2.1%	2.6%	2.0%
総固定資本形成	7.3%	5.6%	4.5%	3.4%	3.6%	4.2%	3.2%	2.6%	2.9%	3.3%	3.0%	2.6%
輸出等	1.2%	5.4%	7.1%	6.3%	2.2%	5.2%	2.8%	0.7%	1.8%	2.8%	2.0%	3.4%
輸入等	2.4%	7.5%	5.6%	6.3%	3.6%	5.8%	1.4%	4.6%	2.8%	3.3%	3.0%	3.3%
鉱工業生産	1.3%	1.0%	1.5%	1.4%	1.2%	1.3%	0.8%	0.5%	0.6%	1.0%	0.7%	1.1%
実質小売売上高	4.0%	5.4%	4.3%	4.9%	4.4%	4.8%	4.2%	3.5%	3.0%	2.6%	3.3%	2.7%
消費者物価	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%	1.3%	0.9%	1.6%
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.8%	-1.4%	-1.6%	-0.9%	-0.8%	-0.1%	0.6%	-0.3%	0.7%
失業率	6.2%	5.5%	5.6%	5.3%	5.1%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%	5.1%	5.2%	5.1%
10億英ポンド												
貿易収支	-123.1	-33.5	-26.6	-32.0	-35.3	-127.3	-33.0	-30.7	-33.6	-36.9	-134.2	-138.5
経常収支	-92.5	-23.3	-17.5	-17.5	-22.6	-80.8	-19.9	-16.2	-17.7	-22.4	-76.2	-82.0
財政収支	-89.6	-2.2	-25.4	-16.4		-69.7					-66.5	-69.1
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	1.91%	1.87%	1.82%	1.70%	1.73%	1.82%	1.94%	1.80%	2.12%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.61%	0.61%	0.54%	0.50%	0.55%	0.65%	0.80%	0.63%	1.12%
政策金利(未値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.25%

(注) 2015年Q3まで実績値（物価と金利は同Q4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