

2016年2月23日 全8頁

欧州経済見通し 濃霧注意報発令

英国の国民投票は6月23日の実施が決まる

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年の成長率は+1.5%となり、4年ぶりの高い成長率となった。ドイツ、フランス、イタリア、スペインの主要4カ国で個人消費を中心に内需が拡大し、そろってプラス成長となったことが大きい。ただし、外需の伸び悩みを背景に12月の鉱工業生産は悪化した。加えて、年初からの新興国の景気停滞懸念が、世界経済の悪化懸念に波及し、欧州では金融システム不安も再燃している。これらの懸念材料は、ユーロ圏の企業と家計の景況感指数に重石となりつつある。雇用改善、低金利、原油安など消費にプラスな材料は引き続き存在するが、景気見通しの悪化が企業投資のみならず、家計消費の抑制要因となる可能性が高まっている。また、原油安を受けてインフレ予想が改めて低下する動きがみられる。この状況下でECB（欧州中央銀行）は3月の金融政策理事会で成長率とインフレ率の予想を下方修正し、マイナス金利のさらなる引き下げなど追加の緩和措置を講じると予想される。
- 英国の2015年の成長率は+2.2%となり、2014年の+2.9%には及ばなかったものの、長期平均の+2.0%を上回った。ただ、消費者物価上昇率は+0.1%にとどまり、BOE（英中銀）のターゲットである+2%を大きく下回った。BOEは2月3日の金融政策理事会で、英国の成長率と消費者物価上昇率がBOEの2015年11月時点の予想を下回り、また、賃金上昇率の加速が限定的であることを指摘し、利上げの可能性が後退していることを認めた。英国経済の牽引役である個人消費は1月も好調が続いているが、外需低迷、原油安の悪影響、市場のボラティリティ拡大への懸念は英国でも共有されている。さらに、英国のEU加盟継続の是非を問う国民投票が6月23日に実施されることが正式に決定された。BOEはこれを英国の景気見通しの不透明要因の一つと捉えて警戒している。BOEの利上げ開始は2017年以降になる可能性が高いと予想する。

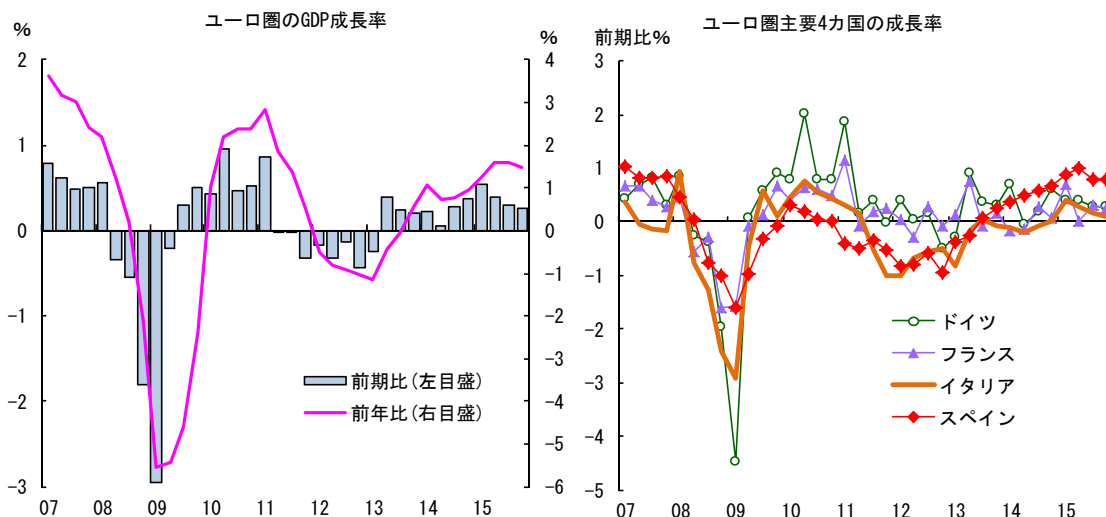
ユーロ圏経済

2015 年は+1.5%成長

ユーロ圏の 2015 年の成長率は+1.5%となり、2011 年以來 4 年ぶりの高い成長率となった。主要 4 カ国はドイツ+1.4%、フランス+1.1%、イタリア+0.6%、スペイン+3.2%とそろってプラス成長となったが、これも 4 年ぶりのことである。ユーロ圏の 10-12 月期の GDP 統計は速報値であるため需要項目別の内訳は未発表だが、2015 年は個人消費、政府消費、固定資本形成、輸出のいずれもが拡大したと推測される。ただし、輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったと見込まれるため、成長率の押し上げに寄与したのはもっぱら内需であろう。

なお、2015 年 10-12 月期のユーロ圏の GDP 成長率は前期比+0.3%で、前期比プラス成長は 2013 年 4-6 月期以來 11 四半期連続となった。もっとも 2015 年に関しては、1-3 月期に前期比+0.5%と 2011 年 1-3 月期以來の高い伸びを記録したあとは、伸び率が鈍化傾向にある。

図表 1 ユーロ圏は 11 四半期連続の前期比プラス成長



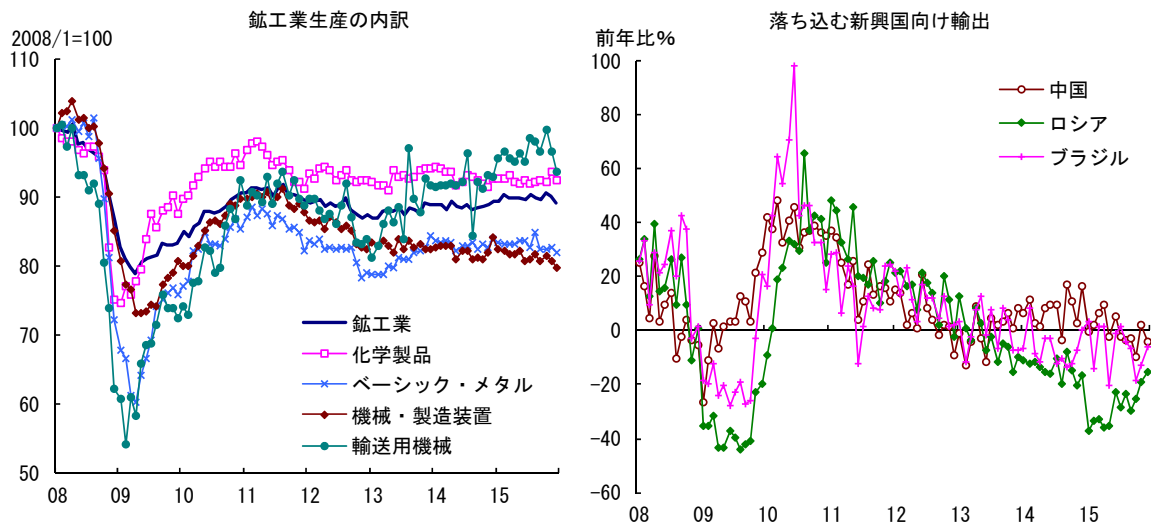
(出所) Eurostat データより大和総研作成

2015 年末に失速

ユーロ圏の 12 月の鉱工業生産は前月比-1.0%と予想以上に落ち込み、前年比では-1.3%とほぼ 1 年ぶりに前年割れとなった。中でも主要輸出品である自動車と機械・製造装置の生産が 11 月に続き 12 月も落ち込んだことが気になりである。ロシアやブラジルといった資源国向け輸出の減少が長期化しているところに、2015 年末には中国向け輸出も一段と停滞感が強まり、生産も調整局面入りした可能性がある。

年明け以降、新興国の需要停滞に対する懸念は一段と強まり、それが世界的な株価調整要因となってしまった。また、原油安が進み、金利や為替の変動が激しくなったことに加え、ドイツ銀行の赤字決算をきっかけに欧州の銀行の健全性に対する懸念も再燃している。米国経済のリセッションの可能性が取り沙汰されたのはあまりに行き過ぎた懸念と考えるが、世界各国が景気とインフレ見通しの下方修正を迫られている。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産と輸出

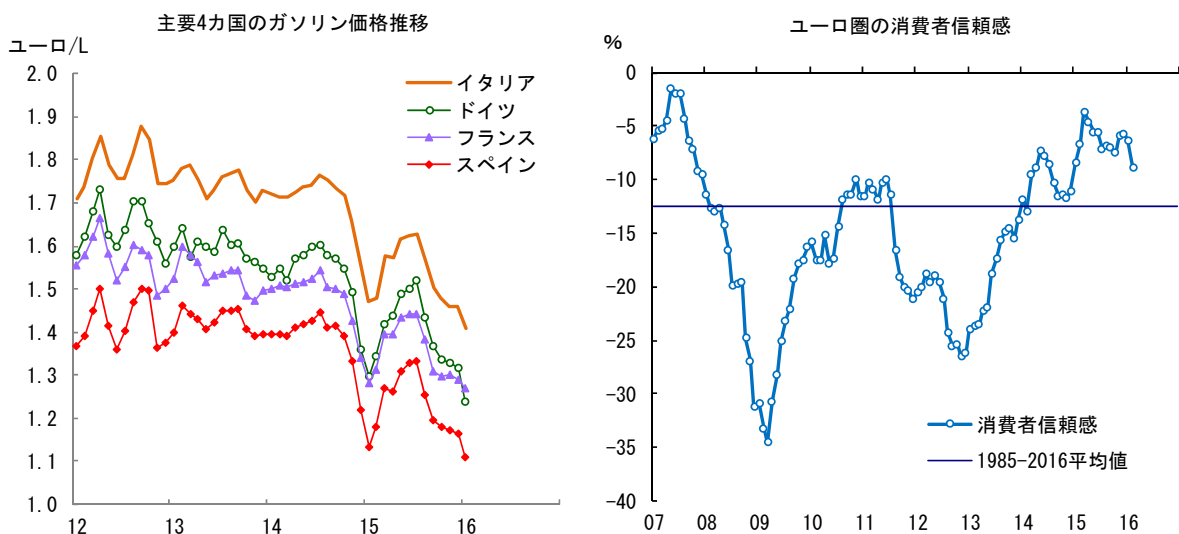


(出所) Eurostat データより大和総研作成

再点検を迫られる 2016 年の景気とインフレ見通し

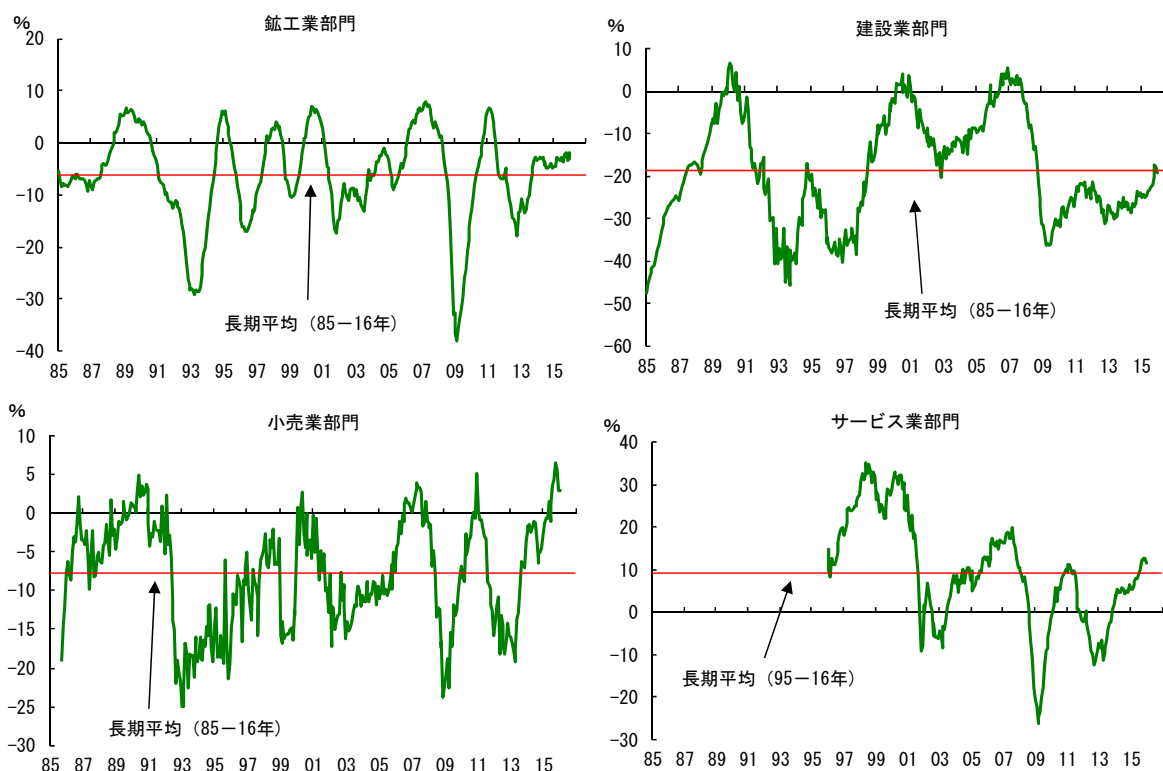
ユーロ圏もその例外ではない。原油価格下落を受けてすでに1月のガソリン価格は1年前の安値を下回っており、消費者と企業の物価見通しも一段と低下する兆しをみせている。また、金融市場の波乱が映し出した先行きの不透明感は、企業や消費者の景況感悪化の要因となりつつある。2月の消費者信頼感(速報値)は-8.8%と1月の-6.3%から大きく落ち込んだ。1985年以降の長期平均である-12.4%はまだ上回っているものの、2014年末に原油価格が急落したことを好感した改善分の大半を失った格好である。これに対して企業景況感はまだ1月分までの指標が多いが、やはり長期平均値や、好不況の分かれ目はまだ上回っているものの、改善の頭打ち感が出てきている。

図表3 ユーロ圏各国のガソリン価格は安値を更新したが、消費者信頼感悪化



(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

図表4 ユーロ圏の企業景況感は1月はそろって悪化



(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

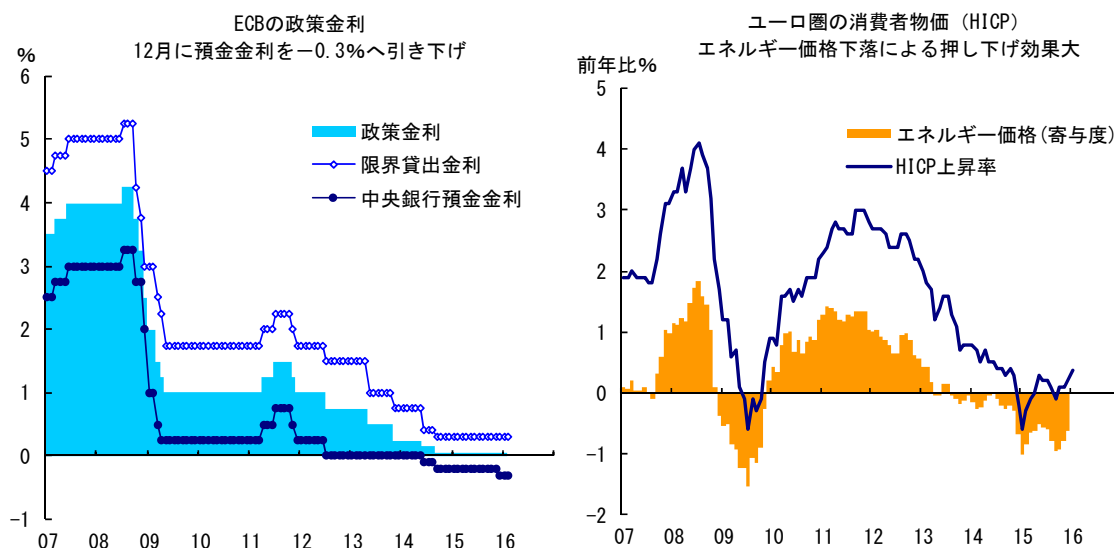
原油価格は北海ブレント先物価格で1年半ばに1バレル当たり27.8ドルまで下落したあと、産油国間で供給抑制が合意されることへの期待感から30ドル台を回復している。とはいえ、サウジアラビア、イラン、ロシアといった大国の利害関係は複雑に入り組んでおり、供給抑制の合意に至るかまだ見極めがつかない。一方、ユーロ圏では緩やかな雇用改善が継続しているが、それが賃金など雇用コストの上昇要因にはまだほとんどつながっておらず、国内の物価上昇圧力も限定的である。この状況を受けて、ユーロ圏の消費者物価上昇率の予想を2016年は+0.7%から+0.5%へ、2017年は+1.4%から+1.2%へ下方修正する。

なお、ガソリン価格下落は家計にとっても企業にとってもコスト削減要因であり、低金利とあいまって国内需要の下支え要因となると考えられる。ガソリン価格下落と低金利が特に追い風となる新車販売は、1月も前年比+6.7%と好調を維持した。ユーロ圏の新車販売は2008年半ばに急減したあと、ようやく2014年初めから持ち直しがみられるようになったばかりで、2016年1月時点でもまだ危機前の水準を大きく下回っているため、消費者マインドが大幅に悪化しない限り拡大余地は十分にあると判断される。一方、外需見通しという霧がなかなか晴れない中で、外需回復が投資拡大につながって、景気回復が加速するというシナリオの実現性は大きく低下してしまったと判断される。ユーロ圏の2016年の成長率予想を+1.4%から+1.3%へ下方修正した。

ECB は 3 月に追加緩和へ

次の 3 月 10 日の ECB の金融政策理事会に提出される ECB スタッフ見通しでも、経済成長率と消費者物価上昇率の見通しが 3 カ月前の予想から下方修正されると見込まれる。また、ECB はインフレ見通しの下方修正を理由として、一段の金融緩和策を決定することになる。その際、可能性が高いのは、1 月の ECB 理事会後の記者会見でドラギ総裁が示唆していたように預金金利の引き下げ、資産買取期間の延長などが考えられる。預金金利は -0.3% から -0.4% へ引き下げられ、また資産買取期間は「少なくとも 2017 年 3 月まで」から「少なくとも 2017 年 9 月まで」へと延長されるのではないかと予想している。これに加えて、日銀がマイナス金利導入の際にマイナス金利を適用する資産を 3 段階に分けたように、同様の措置を ECB も採用する可能性が出てきていると見受けられる。

図表 5 ECB の政策金利とユーロ圏の消費者物価上昇率



(出所) ECB、Eurostat データより大和総研作成

英国経済

2015 年は+2.2%成長

英国の 2015 年の成長率は+2.2%となり、2014 年の+2.9%から減速した。もともと 1990 年以降の成長率平均は+2.0%であり、2015 年は堅調な伸びであったと判断される。10-12 月期の GDP 統計は速報値であるため、需要項目別の内訳は未発表だが、2015 年は個人消費と固定資本形成が牽引役となったと推測される。一方、2015 年の消費者物価上昇率は+0.1%にとどまり、BOE（英中銀）がターゲットとしている+2.0%を大きく下回った。

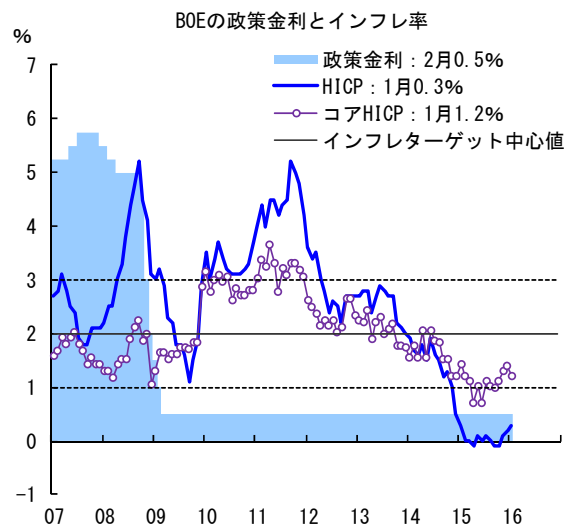
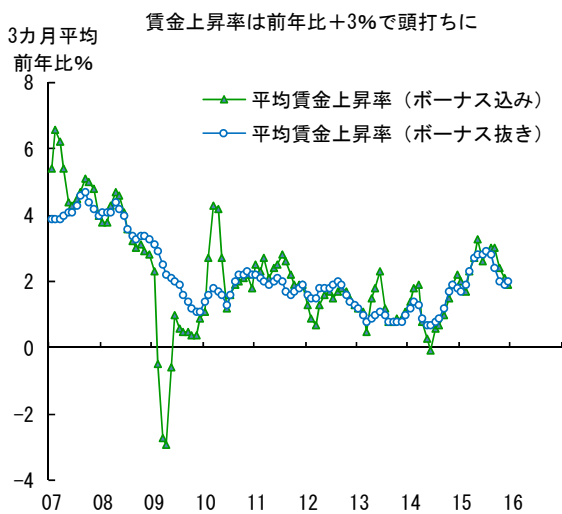
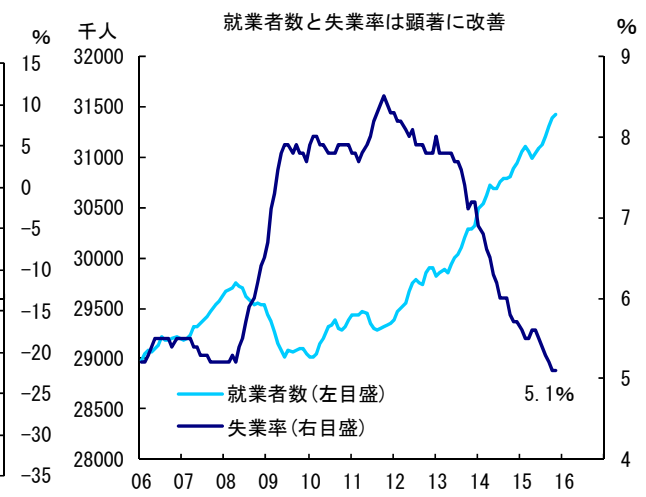
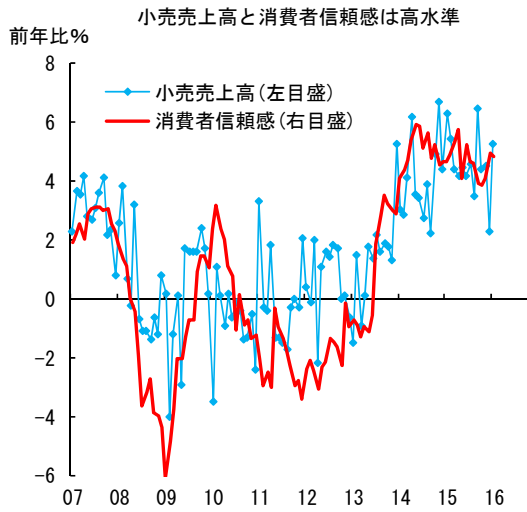
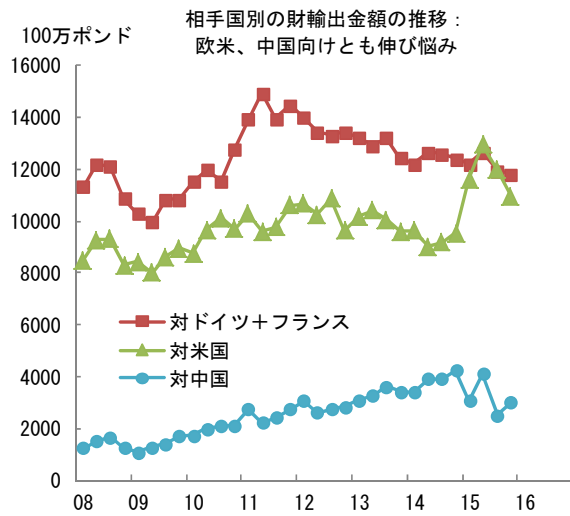
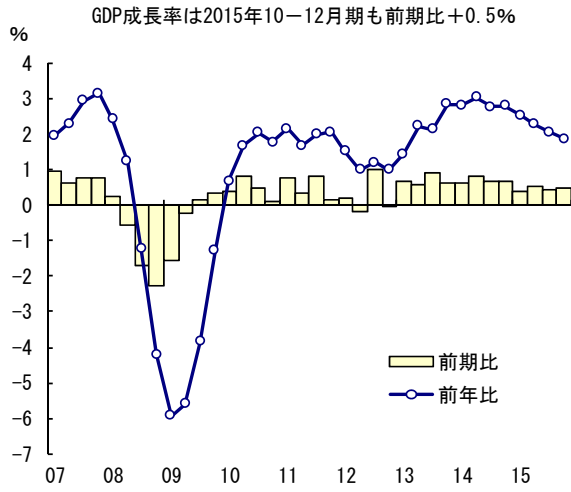
利上げ開始時期は 2017 年以降へ先延ばし

BOE は 2 月 3 日の金融政策理事会で政策金利を 0.5%で据え置き、資産購入額も 3,750 億ポンドで据え置くことを決めた。2015 年 8 月以降、0.25%の利上げを主張してきたマカフィー委員も今回は据え置きに投票したため、半年ぶりの全会一致での決定となった。BOE は英国の成長率と消費物価上昇率の双方が、11 月のインフレーション・レポートで見込んでいたより弱いことを懸念している。特に年明け以降、外需の弱さが目に付き、原油価格が一段と下落し、さらに市場のボラティリティが拡大したことが、成長率とインフレ率の下振れ要因となることを警戒している。他方で、内需とりわけ個人消費については、雇用改善、原油価格下落、金利低下など追い風が多いと判断している。実際のところ 1 月の小売売上高は前月比+2.3%となり、12 月の同-1.3%が一時的な落ち込みであったことを示す結果となった。とはいえ、個人消費の強さは賃金上昇率の伸び加速にはつながっておらず、むしろ 2015 年半ばの前年比+3%前後の伸び率から年末には同+2%程度へ減速してしまった。BOE がリーマン・ショック後の最初の利上げに踏み切るタイミングは、2017 年以降に先送りされる可能性が高まったと考えられる。大和総研予想も消費者物価上昇率を 2016 年は+0.9%から+0.7%へ、2017 年は+1.6%から+1.3%へ下方修正する。また、2016 年の成長率予想を+2.3%から+2.2%へ引き下げた。

国民投票の実施日が 6 月 23 日に決定された

英国の景気抑制要因、とりわけ企業の投資抑制要因として BOE がもう一つ警戒しているのが、英国の EU 加盟継続の是非を問う国民投票の実施である。2 月 18、19 日の EU 首脳会議で、キャメロン英首相が要求してきた EU 改革案が大筋で了承されたことを受けて、国民投票の実施日が 6 月 23 日に正式に決定された。ただ、EU から譲歩を引き出したとして EU 残留支持を訴えるキャメロン首相に対して、早くも一部の閣僚やロンドン市長などが EU からの離脱支持に回ったと報じられている。もともと保守党には根強い EU 懐疑派がおり、また、これから産業界などを中心に EU に留まることのメリット、EU 離脱のデメリットに関するキャンペーンが繰り返されると予想されるが、世論調査では EU 離脱派が残留派を上回っているものもある。国民投票は賛否が拮抗すると予想され、少なくとも結果が判明するまで英国の経済見通しや政治の見通しを不透明にする要因として強く意識されよう。

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%	1.1%	1.5%	1.1%	1.5%	1.6%	1.4%	1.3%	1.5%
民間消費支出	0.8%	1.8%	1.3%	1.7%	0.8%	1.6%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
政府消費支出	0.9%	2.0%	1.1%	2.4%	2.4%	1.5%	2.0%	1.6%	1.2%	1.2%	1.8%	1.3%
総固定資本形成	1.3%	6.2%	0.3%	-0.0%	1.6%	2.2%	-0.8%	2.4%	4.1%	2.8%	1.2%	2.4%
輸出等	4.1%	5.4%	6.5%	0.8%	0.8%	4.7%	2.8%	4.1%	4.1%	3.6%	2.9%	4.1%
輸入等	4.5%	7.7%	3.5%	3.7%	0.8%	5.0%	3.2%	5.3%	5.7%	4.5%	3.6%	4.6%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	0.9%	1.3%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%
民間消費支出	0.8%	1.6%	1.7%	1.7%	1.4%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
政府消費支出	0.9%	1.3%	1.3%	1.6%	2.0%	1.5%	2.0%	2.1%	1.8%	1.5%	1.8%	1.3%
総固定資本形成	1.3%	2.0%	2.6%	2.2%	2.0%	2.2%	0.3%	0.8%	1.8%	2.1%	1.2%	2.4%
輸出等	4.1%	5.2%	5.8%	4.4%	3.4%	4.7%	2.7%	2.1%	2.9%	3.6%	2.9%	4.1%
輸入等	4.5%	5.8%	5.5%	4.9%	3.9%	5.0%	2.8%	3.3%	3.7%	4.7%	3.6%	4.6%
鉱工業生産（除建設）	0.8%	1.4%	1.2%	1.7%	1.1%	1.3%	0.1%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.8%
実質小売売上高	1.2%	2.4%	2.5%	3.0%	2.0%	2.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.5%	0.8%	0.5%	1.2%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.1%	-1.9%	-2.4%	-1.9%	-2.2%	-2.3%	-1.7%	-0.3%	-1.6%	0.2%
失業率	11.6%	11.2%	11.0%	10.7%	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	82.1	320.1	81.0	80.0	80.0	76.0	317.0	283.0
経常収支	245.6	79.9	79.5	76.5	78.0	314.0	78.9	78.4	74.9	71.4	303.5	270.8
財政収支	-255					-219					-182	-156
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.70%	0.56%	0.54%	0.33%	0.28%	0.35%	0.40%	0.34%	0.53%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.33%	-0.25%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.43%
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Q4まで実績値（GDP内訳は同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					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%	2.0%	2.2%	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	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%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.5%	2.0%
総固定資本形成	7.3%	3.5%	6.6%	3.0%	1.2%	4.2%	2.0%	0.8%	2.0%	2.8%	2.1%	2.1%
輸出等	1.2%	0.0%	11.7%	-1.3%	-2.4%	5.1%	2.4%	2.8%	3.2%	2.8%	1.8%	3.4%
輸入等	2.4%	12.5%	-8.7%	11.3%	-0.8%	5.7%	3.2%	2.8%	4.1%	2.8%	2.6%	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%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	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%	3.0%	2.5%	2.4%	2.0%	2.5%	2.0%
総固定資本形成	7.3%	5.6%	4.5%	3.4%	3.6%	4.2%	3.2%	1.7%	1.5%	1.9%	2.1%	2.1%
輸出等	1.2%	5.4%	7.1%	6.3%	1.9%	5.1%	2.5%	0.4%	1.5%	2.8%	1.8%	3.4%
輸入等	2.4%	7.5%	5.6%	6.3%	3.2%	5.7%	1.0%	4.1%	2.3%	3.2%	2.6%	3.3%
鉱工業生産	1.3%	0.9%	1.3%	1.2%	0.6%	1.0%	0.1%	-0.1%	0.4%	0.9%	0.4%	0.6%
実質小売売上高	4.0%	5.4%	4.3%	4.8%	3.7%	4.5%	4.4%	3.3%	2.9%	2.8%	3.3%	2.4%
消費者物価	1.5%	0.1%	-0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.8%	1.2%	0.7%	1.3%
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.8%	-1.5%	-1.7%	-1.1%	-1.1%	-0.5%	0.2%	-0.6%	0.6%
失業率	6.2%	5.5%	5.6%	5.3%	5.1%	5.4%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
10億英ポンド												
貿易収支	-123.1	-33.8	-26.7	-31.8	-32.7	-125.0	-33.3	-30.8	-33.5	-34.2	-131.7	-136.0
経常収支	-92.5	-23.3	-17.5	-17.5	-18.6	-76.8	-20.3	-16.2	-17.6	-19.7	-73.8	-79.5
財政収支	-89.6	-2.1	-26.4	-16.7		-54.7					-52.1	-54.0
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	1.91%	1.87%	1.82%	1.50%	1.45%	1.50%	1.60%	1.51%	1.73%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.61%	0.61%	0.54%	0.40%	0.35%	0.40%	0.50%	0.41%	0.84%
政策金利(未値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	1.00%

(注) 2015年Q4まで実績値（GDP内訳と経常収支は同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