

好調なユーロ圏の個人消費

雇用・財政・金融面からの追い風は続く

欧米調査部主任エコノミスト

松本 惇

03-3591-1199

atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp

- ユーロ圏の個人消費は、2014年以降、回復テンポが加速した。①雇用改善、②財政緊縮規模の縮小、③企業業績の改善や金利低下、④デysinフレが背景とみられる。
- 今後は、④の押し上げ効果が剥落するも、①～③が下支え要因となって2015年・2016年の個人消費は底堅く推移すると見込まれる。
- 中期的には、財政緊縮の再開とECBの出口戦略という下押し要因と、賃金加速という押し上げ要因が想定される。2017年以降の消費回復テンポは、これら3要因のバランスで決まることになろう。

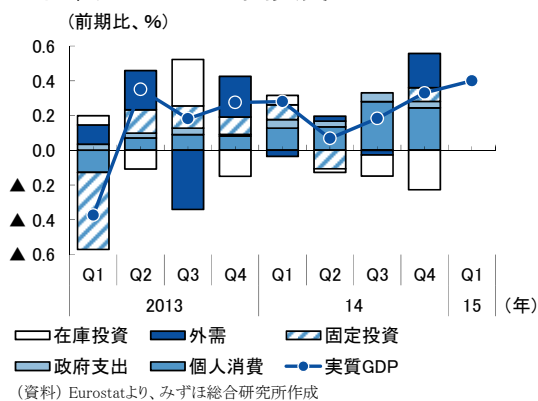
1. 強まるユーロ圏個人消費のモメンタム

2015年1～3月期のユーロ圏実質GDPは、前期比+0.4%と2014年10～12月期（同+0.3%）より加速した（図表1）。現時点で需要項目別の内訳は未公表だが、輸出の低調さから外需寄与度がマイナスに転じる一方、個人消費がGDP成長率の加速を牽引した模様である。

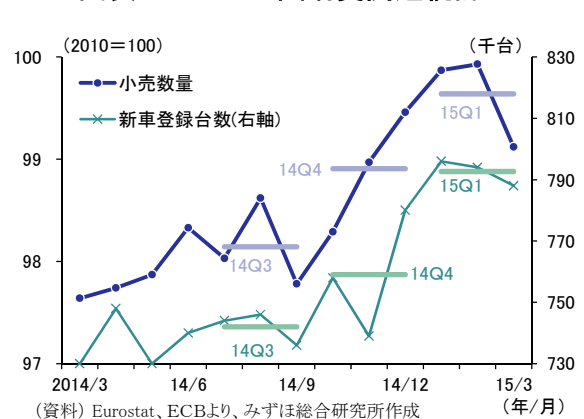
ユーロ圏の個人消費は、2014年入り後に増勢が強まった。2015年1～3月期についても、同様に個人消費の伸び率が一段と加速したとみられる。消費関連統計をみると、1～3月期のユーロ圏小売数量が前期比+0.7%（10～12月期同+0.8%）と高い伸びを維持し、同期のユーロ圏新車登録台数は同+4.7%と10～12月期（同+2.2%）から加速した（図表2）。

以下では、ユーロ圏の個人消費の好調さの背景を探った上で、2015年・2016年の短期的な見通しを概観し、2017年以降の中期的な動向を考える上でのポイントを述べる。

図表1 ユーロ圏実質GDP



図表2 ユーロ圏消費関連統計



2. 個人消費の好調さを支えた4つの要因

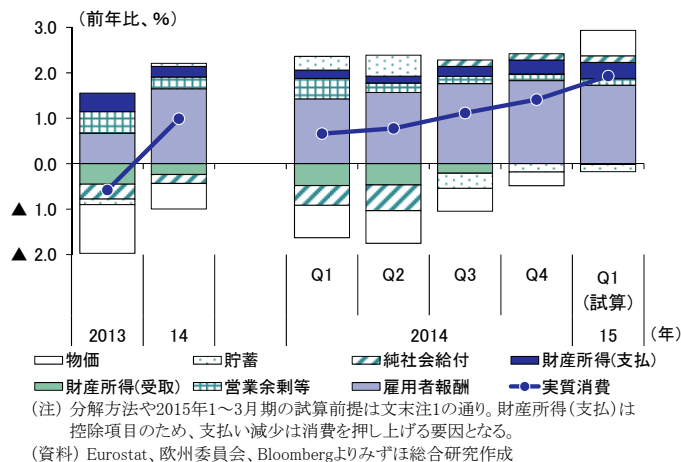
図表3は、一定の前提の下、ユーロ圏の実質個人消費を所得面から分解したものだ¹。これによると、2014年から足元にかけての個人消費の好調さは、大きく分けて4つの要因で説明される。

第1は、雇用回復である。2013年半ばにユーロ圏景気が復調し、雇用も底入れした。その後も景気回復が続く中で人手不足感が徐々に強まり、雇用の増勢は加速した。賃金上昇率は低水準だったものの、雇用回復が雇用者報酬の改善を主導した。

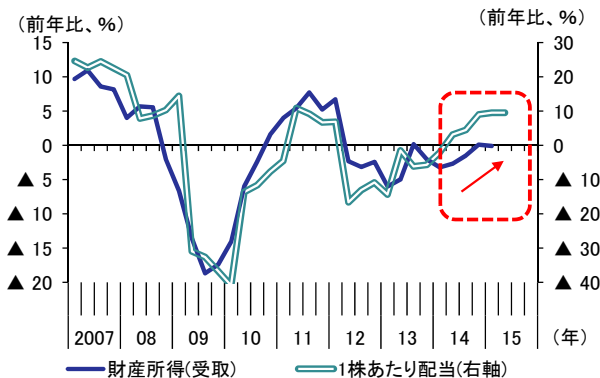
第2は、財政緊縮規模の縮小である。欧州債務危機の発生以降、ユーロ圏は財政緊縮を進め、増税や社会負担の増加などが消費を下押しした。しかし、2013年以降、景気の弱さを背景に欧州は緊縮一辺倒ではなく成長に配慮した財政再建の必要性を意識するようになり、2014年の財政緊縮の規模は縮小した²。図表3でも、2014年の純社会給付の消費押し下げ幅が、2013年よりも縮小したことが分かる。

第3は、金融面からの追い風である。まず、財産所得の受取額の落ち込みが緩和しており、背景には、欧州企業の業績改善に伴う株主配当の増加があると思われる。実際、欧州の主要企業の一株当たり配当額をみると³、財産所得の受取額との間に正の相関関係が観察される（図表4）。また、財産所得の支払額が減少したことも指摘される（図表5）。欧州中央銀行（ECB）の金融緩和策を背景に、住宅ローンの変動金利指標である短期金利は低下を続けた。この結果、変動金利型の住宅ローンを抱える家計は、利払い負担の軽減による恩恵を受けたと考えられる⁴。

図表3 ユーロ圏個人消費の要因分解



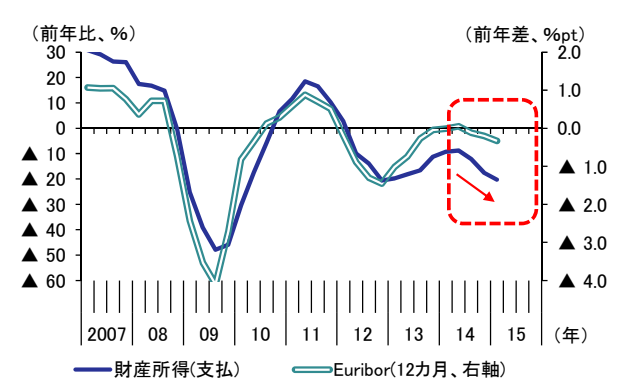
図表4 ユーロ財産所得(受取)と株主配当



(注) 2015年1～3月期の財産所得は推計値。

(資料) Eurostat、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表5 ユーロ圏財産所得(支払)と短期金利



(注) 2015年1～3月期の財産所得は推計値。

(資料) Eurostat、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

第4は、デフインフレである。景気回復テンポが緩慢な中で企業は値上げに慎重であり、2013年半ば以降もユーロ圏インフレ率は低下傾向となり家計の購買力を下支えた。2015年1～3月期には、原油価格の大幅下落を背景にインフレ率がマイナスに転じ、家計の購買力を大幅に押し上げた。

3. 2015年・2016年の見通し：消費は底堅く推移

2016年にかけてのユーロ圏の個人消費を、先述した4つの要因を踏まえて展望しよう。結論から述べると、消費を支えてきた要因が一部剥落するものの、消費は底堅く推移する見通しだ。

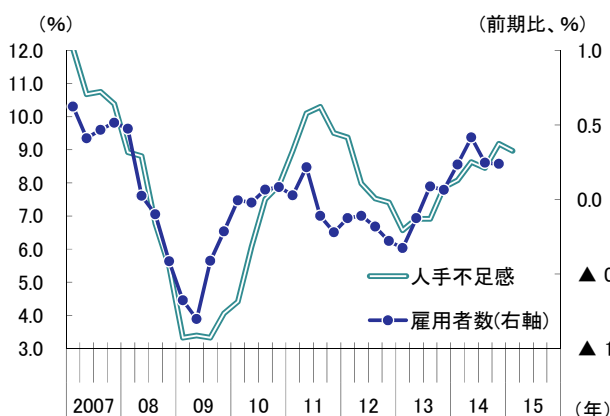
第1～3の要因については、今後も消費を下支えすると予想される。第1に、雇用者報酬の改善は続くと思われる。企業の人手不足感は一段と強まっており、雇用拡大が雇用者報酬を押し上げる構図は変わらないと考えられる（図表6）。

第2に、各国の予算計画を踏まえると、財政面からの消費下押し圧力は、これまでの想定以上に和らぐ可能性が高い。まず、2015年については、景気循環・一時的措置の影響を除いた構造的財政収支の変化幅で測ったユーロ圏の財政緊縮規模は、GDP比0.1%となる見通しだ（図表7）。フランスやイタリアが「甘い」予算計画を提出したことを主因に、2015年の緊縮規模は、2014年6月に想定されていた規模（同0.4%）からは縮小することになった⁵。当初、欧州委員会は両国の予算計画に対して厳しい見方をしていたが、結局、景気の弱さを踏まえて2015年3月に予算案を承認し、一部の緊縮策を先延ばしにした。また、最新の安定プログラムを踏まえると、ユーロ圏の2016年の財政緊縮規模は同0.0%と、やはり1年前の安定プログラムで想定されていた規模（同0.2%）よりも縮小する。

第3に、家計を取り巻く金融環境は今後も緩和的と想定される。ECBが2016年9月まで国債買取（QE）を実施する方針を打ち出す中、市場では、2016年末まで短期金利が足元の超低水準で推移を続けることが予想されている。この結果、住宅ローン金利も横ばい圏で推移するとみられ、家計の利払い負担を抑制すると考えられる。また、景気回復を背景に株主配当の増加が続けば、消費にとって更なるポジティブ材料となる可能性もある。

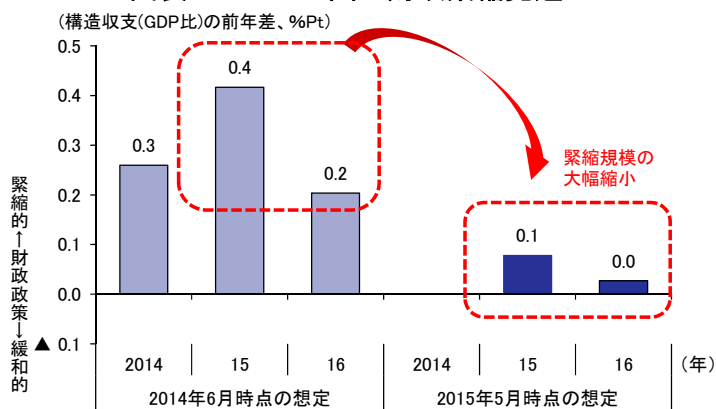
一方、第4の要因として挙げた物価面からの消費押し上げ効果は、今後剥落するとみられる。既に足元では原油価格の下落に歯止めがかかっており、先行きに関しても、緩やかな景気回復を背景にインフレ率の上昇が見込まれるからだ。

図表6 ユーロ企業の人手不足感と雇用



(注) 「人手不足感」は生産を抑制する要因として「労働力」と回答した企業の割合。鉱工業とサービス業それぞれの割合を業種別雇用者数で加重平均。
(資料) 欧州委員会、Eurostatより、みずほ総合研究所作成

図表7 ユーロ圏の財政緊縮見通し



(注) ユーロ圏各国の構造的財政収支(GDP比)の加重平均(名目GDPウェイト)の前年差。対象は2014年安定プログラム、2015年安定プログラムが公表されている国。14年6月時点での想定は、2014年安定プログラムベース。15年6月時点での想定は、2015年安定プログラムベース。
(資料) 各国財務省、欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

4. 2017年以降を展望する上での論点整理

最後に、2017年以降の消費動向を展望する上での論点として以下の3点を挙げておきたい。

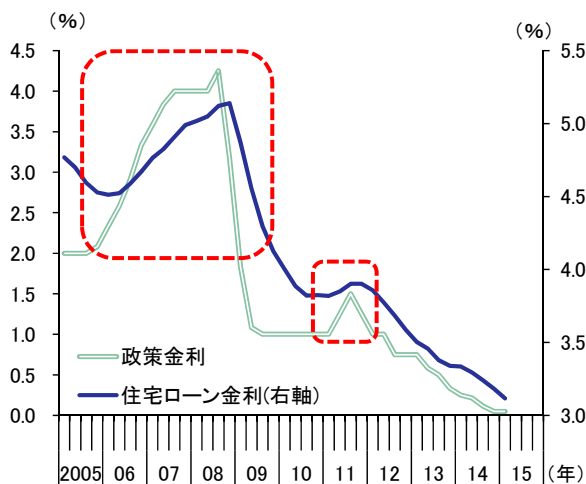
第1は、将来的な財政緊縮の影響だ。財政緊縮を先延ばしにしたことで、欧州委員会の予測によると2016年の構造的財政収支はGDP比▲1.1%に留まり、財政協定で定められた均衡水準（同▲0.5%）には届かない。このため、均衡水準からのかい離幅（0.6%pt）を埋めるべく、2017年以降、財政緊縮が再開されると思われる。

第2は、金利上昇の影響だ。2017年以降はECBが出口戦略に転じ、政策金利を引き上げると考えられる。これに伴って、住宅ローン金利が上昇に転じ、家計の利払い負担が増すことが想定される。実際、過去の利上げ局面では住宅ローン金利が上昇していた（図表8）。

第3は、賃金動向だ。2013年半ばをピークに失業率は低下しており、景気回復に伴って今後も同じテンポで失業率の低下が続けば、2016年末には失業率がNAWRU（賃金上昇率を加速させない失業率）に達する（図表9）⁶。そのため、2017年以降は賃金上昇率が加速する局面に入ることになる。

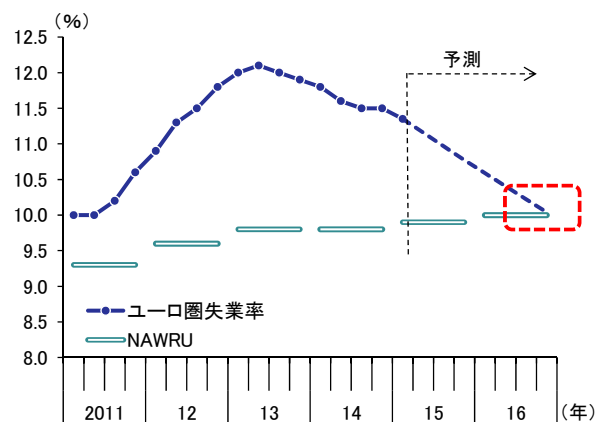
第1、第2の点は消費の下押し要因となり得るが、第3の点は家計所得の改善を通じて消費を押し上げる要因となる。2017年以降の消費動向は、これら3点のバランスがどうなるかによって決まることになるだろう。

図表8 ECB政策金利と住宅ローン金利



(注) 住宅ローン金利は、年限別の金利を残高で加重平均。
(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

図表9 ユーロ圏の失業率とNAWRU



(注) 2015年以降の失業率は、2013年Q2～2014年Q3のトレンドを延長したもの。NAWRUは欧州委員会の暦年予測値
(資料) 欧州委員会、Eurostatより、みずほ総合研究所作成

¹ 本稿では、ユーロ圏実質消費＝名目消費÷消費デフレーター、名目消費＝(1－貯蓄率)×(雇用者報酬＋営業余剰等＋財産所得(受取)－財産所得(支払)＋純社会給付等)の2式を用いて2014年10～12月期までの実質消費を分解した。2015年1～3月期については、次の前提に基づき構成項目を予測した上で分解した。①消費デフレーターは同期のユーロ圏インフレ率実績値から推計、②貯蓄率・雇用者報酬・純社会給付・営業余剰等は前年比変化率が2014年10～12月期と同等と仮定、③財産所得(受取)は2015年1～3月期の主要国一株当たり配当額(詳細は注3)から推計、④財産所得(支払)は2015年1～3月期のEuribor12カ月物より推計した。

² 欧州理事会は2013年3月に成長に配慮した財政再建の必要性に合意し、また、欧州委員会も、同年5月末に景気の弱さなどを理由に、フランスやスペインなどの過剰財政赤字の是正期限を1～2年延長するよう勧告した。この結果、ユーロ圏全体でも、2014年以降の財政緊縮規模は、それまでに想定されていた規模よりも小さくなった。

³ 一株当たり配当額は、ドイツDAX株価指数、フランスCAC40株価指数、イタリアFTSE-MIB株価指数、スペインIBEX株価指数ごとに算出される一株当たり配当額を、各国のGDPで加重平均して求めた。

⁴ European Mortgage Federationによると、2014年10～12月期において住宅購入向け新規ローンに占める変動金利型の割合は、イタリアが73%、スペインが59%となっている。一方、ドイツでは14%と低い。

⁵ 2014年秋に提出されたフランスの2015年予算案は、財政緊縮の規模を中期財政計画よりも縮小し、過剰財政赤字の是正を2年間後ろ倒しにする内容だった。また、イタリアの2015年予算案も、財政緊縮の規模を縮小し、財政赤字の削減ペースを緩和させる計画だった。これに対し、欧州委員会は、その後の景気見通しや両国の改革を踏まえて判断すべきとし、2015年予算案の承認を2015年3月まで先送りにした。結局、2015年3月、景気の基調の弱さやこれまでの改革取り組みを評価し、これらの予算案は承認された。

⁶ 2013年半ば以降の失業率の低下テンポは、従来のGDP成長率と失業率との関係(いわゆるオクン法則)が示唆するよりも早い。この背景として、賃金抑制や労働市場改革によって労働コストが資本コストよりも相対的に低下したことなどから、従来なら設備投資で需要増加に対応したケースでも、雇用で対応したことが想定される。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。