

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

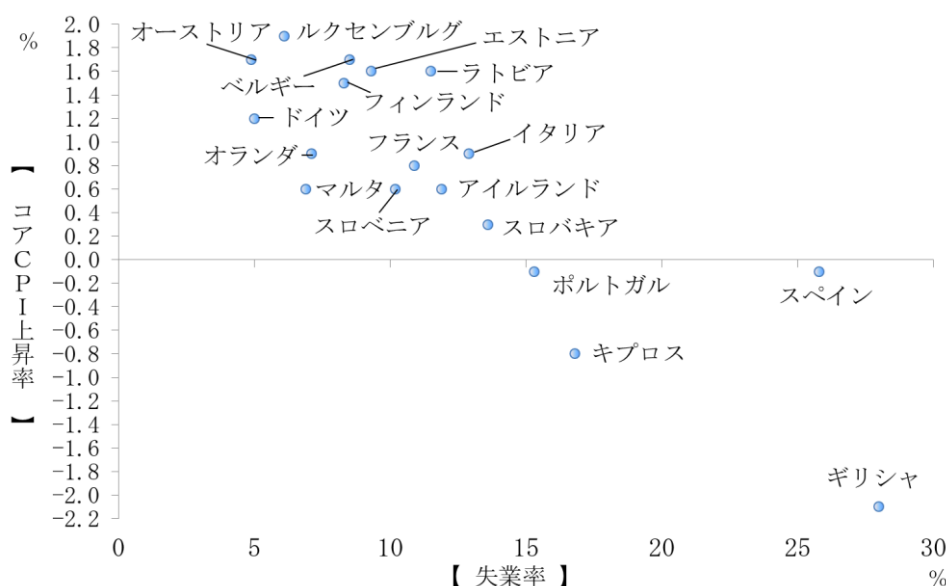
～改善するユーロ圏債務危機国の評価と台頭するデフレ懸念～

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏の景気は回復基調を維持しているが、ペースはごく緩やかで、生産・雇用の水準は危機前のピークを下回っている。域内のばらつきも大きい。
2. 債務危機国の経済は持ち直し、市場の評価も改善している。一部の新興国が呈する双子の赤字などの「症状」が劇的に改善、ユーロ圏の一員であることが、信用力を高め、安定をもたらす方向に働いている。しかし、過剰債務は解消しておらず、高失業という危機の後遺症と改革の副作用は深刻である。債務危機国の改革努力の継続、ユーロ圏レベルでの域内の分断解消、成長・雇用格差の是正への協調的取り組み、そしてECBの弾力的な金融政策による支えは欠かせない。
3. 14年の成長率は1.2%と3年振りにプラス転化が見込まれる。インフレ率は14年が1.1%、15年も1.4%でエネルギー価格の押し下げ効果の残存、債務危機国の賃金・物価下落による競争力回復（内的減価）の影響による低インフレが続く。
4. 英国の13年の成長率は世界金融危機以降で最も高い1.8%となった。14年～15年は2%台の成長を維持、インフレ率はBOEの目標近辺で推移しよう。
5. BOEは、利上げ開始前に解消すべき生産能力の余剰があると判断している。利上げの開始は15年後半となろう。

ユーロ参加国の失業率とインフレ率（2014年1月）

～債務危機国では物価が下落～



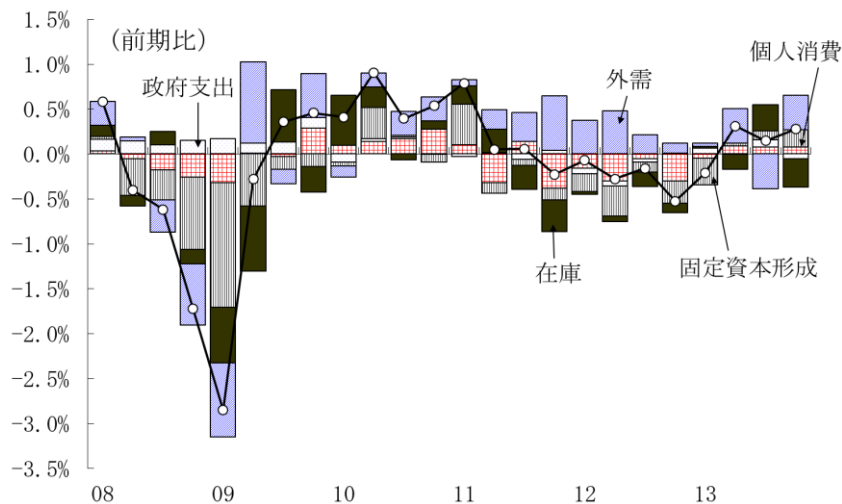
(資料) 欧州委員会統計局

1. ユーロ圏

(緩やかな回復基調を維持)

ユーロ圏の景気は回復基調を維持、回復の裾野も着実に広がっている。昨年10～12月期の実質GDPは前期比0.3%で、3四半期連続でプラス成長を維持した。昨年4～6月期以降は、もっぱら外需のみが成長に寄与する局面を脱し、個人消費、固定資本形成も3四半期連続でプラスとなっている(図表1-1)。

図表1-1 需要項目別実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局

14年1～3月期も景気回復基調は続いている。実質GDPと連動性の高い総合PMI(購買担当者指数)は、1月は52.9、2月は53.3と生産活動の拡大と縮小の分かれ目である50を上回る水準で改善している。欧州連合(EU)の欧州委員会が作成する景況感指数も1月が101.0、2月が101.2と長期平均の100を上回る水準での回復が続いている。

(未だ低い生産・雇用の水準)

しかし、景気回復のペースはごく緩やかで、生産・雇用の水準は危機前のピークを下回っている。10～12月期の段階でもユーロ圏の実質GDPは世界金融危機前のピーク(2008年1～3月期)を2.7%下回っており、13年に回復のピッチが加速した米英、日本に対する遅れをとっている。

失業の増大にはようやく歯止めが掛かり始めた。ユーロ圏全体の失業者数は、13年9月の1938万人をピークに減少に転じた。但し、今年1月でも1917万5千人で、危機前のボトム(2008年3月の1144万人)を770万人余り上回っている。失業率は、13年4～9月は12.1%、10月以降は12.0%で横這っている。

(大きい域内のばらつき)

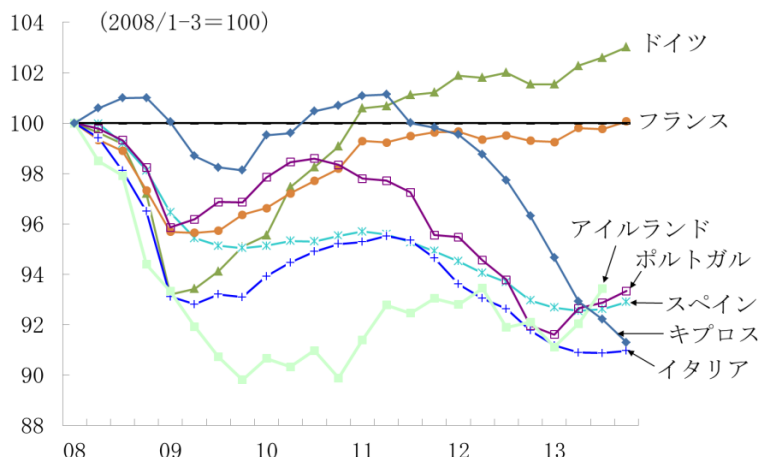
域内の景気回復ペースや生産・雇用の水準のばらつきも大きい。ドイツは、世界金融危機後、逸早く危機前のピークを回復した後、ユーロ圏の債務危機による景気後退を免れ、足もとまで堅調を維持している。逆に、イタリアは、債務危機による二番底に陥った。10～12月期に前期比0.1%とようやく景気後退を脱したものが出遅れが目立ち、経済の不振が13年4月に発足したレッ

タ政権のわずか9カ月での退陣、改革の加速を掲げるレンツィ政権発足への布石となった。フランス経済は、ユーロ危機の影響で一進一退が長引き、10～12月期にようやく危機前のピークに達したばかりだ。フランスの総合PMIは、ドイツ、イタリアが50を上回っているのに対して、47.5（2月）と低く、しかも前月から低下している。未だ一進一退を抜け出せていないおそれがある。

（持ち直し始めた債務危機国）

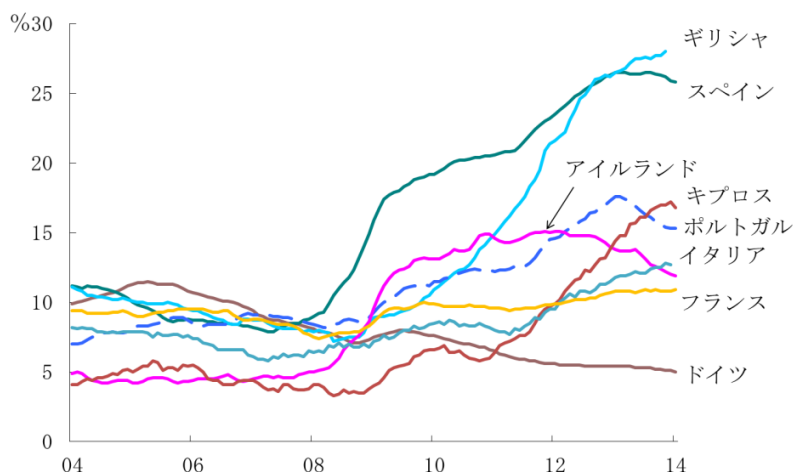
債務危機に見舞われ、欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）に支援を要請した5カ国の生産・雇用の水準は著しく低いものの、方向としては改善している（図表1-2）。キプロスは、13年春に包括支援の条件である構造調整プログラムに着手し始めたばかりで悪化が続いているが、ポルトガルとアイルランドは昨年4～6月期以降、スペインは7～9月期以降、プラス成長に転じた。債務危機の発端となったギリシャは、実質GDPの季節調整値を公表していないため、前期比ベースの回復は確認できないが、前年同期比の成長率は2012年10～12月期以降、マイナス幅が縮小しつつあり、悪化のスピードに歯止めが掛かりつつある。失業率は、ギリシャを除く国々で改善の兆しが見え始めている（図表1-3）。

図表1-2 独仏伊及び支援要請国の実質GDP



（資料）欧州委員会統計局

図表1-3 独仏伊及び支援要請国の失業率



（資料）欧州委員会統計局

(アイルランド、スペインは支援から卒業)

ギリシャ政府が資金繰りに行き詰まり、EU・IMFに支援を要請してから今年4月で4年になる。構造調整プログラムの実行を条件とする包括支援は通常3年間のプログラムであり、13年に始まったキプロスの支援は16年1～3月期まで続くが、その他の4カ国はプログラムの期限が到来ないし期限が近づきつつある。

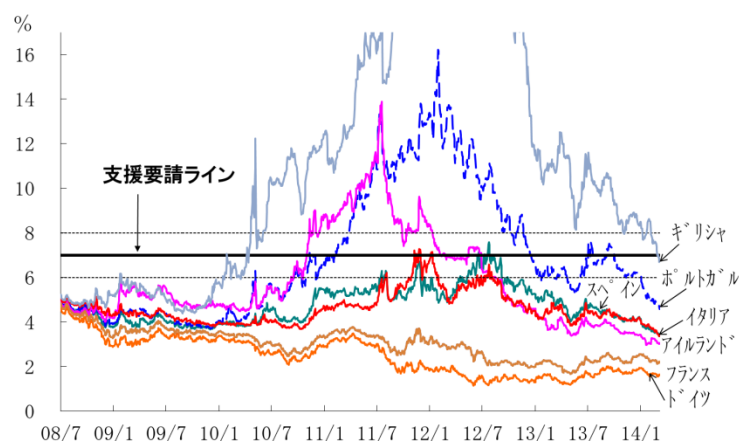
アイルランドとスペインは13年12月に支援を卒業、市場復帰はこれまでのところ順調である。アイルランドは10年11月に合意したEFSMの前身の欧州金融安定ファシリティー（EFSF）／欧州金融安定メカニズム（EFSM）とIMFなどから総額675億ユーロの支援を受け、金融システムの再建を中心とする構造改革に取り組んできた。今年1月8日には、卒業後初の10年国債の発行を成功裡に終えた。

スペインは、12年7月に欧州安定メカニズム（EFSM）による銀行増資支援のために設定した1000億ユーロの枠のうち413億ユーロを利用し、支援を卒業した。米格付け会社のムーディーズは、スペインの構造改革や不均衡是正の進展を評価し、2月21日に格付けを投資適格水準で最低のBaa3からBaa2に1段階引き上げた。世界金融危機以降、主要格付け会社による同国の格上げは初めてである。

(支援終了が近づくポルトガル)

ポルトガルの支援は今年5月に終了する。ポルトガルは11年5月にEFSF／EFSMとIMFによる780億ユーロの包括支援で合意、概ね順調にプログラムを消化してきた。今年2月下旬には、欧州委員会と欧州中央銀行（ECB）、IMFの3者（通称トロイカ）が11度目の審査を実施、構造調整プログラムへの適合を認めた。13年には経常収支の黒字転換を実現、財政赤字も13年はGDP比4.5%まで縮小、15年の同2.5%の目標達成も視野に入りつつある。10年国債利回りは、昨年4月に憲法裁判所が財政緊縮策の一部に違憲判決を下したことで一時的に上振れたものの、足もとは支援要請後で最も低い4%台まで低下している（図表1-4）。14年に入ってから5年債と10年債を発行、部分的な市場復帰も実現、2月27日には支援終了に備えて、14年10月と15年10月償還予定の国債の買戻しも実施した。

図表1-4 独仏伊及び支援要請国の10年国債利回り



(資料) ロイター

支援プログラムの期限が到来した後のポルトガルが、アイルランド型の「完全な卒業」となるか、

予防的融資枠付きの「準卒業」となるかが明らかになるのは4月に予定される最終審査後となる見通しだ。いずれにせよ、トロイカは、ポルトガルが着実に改革を実行する限り、完全な市場復帰まで支援する方針であり、市場の波乱要因となる可能性は低い。

（第三次支援を必要とするギリシャも市場の評価は改善）

ギリシャは、10年5月合意の第一次支援、12年3月合意の第二次支援に続く、第三次支援が必要となる見通しだ。第二次支援のうちIMF拠出分は、中長期的な国際収支上の問題の解決に取り組む国を対象とする拡大信用供与ファシリティー（EFF）の4年間のプログラムであるため、16年1～3月期までカバーしているが、EU（EFSF）の支援は14年末で終了する。

協議を要する点は、14年以内に予定しているECBが保有する国債の償還への対応、EFSF支援がカバーしていない15～16年の資金不足、さらに支援融資の期限延長などを通じた債務負担の軽減などである。ユーロ圏では銀行行政を一元化する銀行同盟の立ち上げを前にユーロ圏の銀行監督を担うECBが、EUの規制当局である欧州銀行監督庁（EBA）と協力して厳格な資産評価とストレス・テストからなる「包括査定」を実施している。ギリシャは、この動きに先駆けて、支援プログラムによる構造改革の取り組みとして「包括査定」を進めている。査定の結果、200億ユーロほどの資本不足が指摘されるとの観測もある^{（注1）}。

2月のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）後、ダイセルブルーム議長は、ギリシャの第三次支援について、5月に欧州議会選挙を終えた夏以降に協議する方針を表明しており、半年ほどの間は不透明な状況が続くそうだ。

ギリシャの支援継続の大前提は同国の政権による改革の実行だが、政権基盤は引き続き脆弱だ。民営化や構造改革が遅れており、トロイカによる審査のスケジュールもすでに半年余りの遅れが生じている。連立与党の議席数は辛うじて過半数を上回るに過ぎず、世論調査では12年の総選挙でEU・IMFが求める財政緊縮策への反対を唱えて台風の目となった野党第一党の急進左派連合（SYRIZA）が与党第一党の新民主主義党（ND）を上回る支持を獲得している。

果たしてギリシャが継続支援を取り付け、経済の安定化を実現できるのか、現時点では明確ではないが、市場の評価は改善している。ギリシャの10年国債利回りは2月末に一般に「支援要請ライン」と見られる7%を割り込み、足もとまで6%台で推移している。ストゥルナラス財務相も年後半の15億ユーロから20億ユーロの5年債発行への意欲を示している。

（注2） “Greece in banking sector stand-off with bailout lenders”, Financial Times, February 24

（ユーロ圏債務危機国の評価改善の3つのポイント）

こうしたEU・IMFへの支援要請国を中心とするユーロ圏の過剰債務国の評価の改善は、14年に入ってからの一部新興国への懸念の広がりや表裏一体である。評価を分けているポイントは3つある。

第1に、ユーロ圏の過剰債務国の景気は、ECBの金融緩和の継続と厳しい財政緊縮圧力の緩和で方向としては改善が期待されることである。他方で一部の新興国は米国の金融緩和縮小や中国の景気減速の影響、資本流出に対処するための利上げなどによる鈍化が予想されている。

第2に、ユーロ圏の債務危機国では、脆弱な新興国が呈する経常収支と財政収支の「双子の赤字」、成長の鈍化、高インフレ、そして構造改革の遅れといった「症状」が劇的に改善していることである。支援要請国を中心に市場の圧力を受けながら、EU・IMFプログラムに取り組んだことで、財政赤字は削減、経常収支は黒字転化、労働市場を中心とする構造改革の取り組みは加速した。最

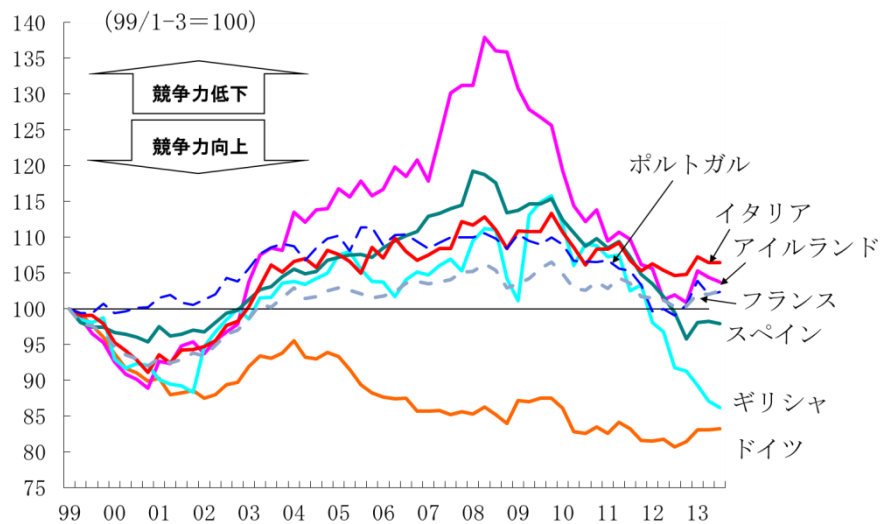
も状況が深刻なギリシャも債務再編で民間保有の国債の償還圧力から解放され、13年にはプライマリー・バランスと経常収支は黒字転化した。

第3に、ユーロ相場は、通貨切り下げのリスクが警戒される脆弱な新興国の通貨と異なり、安定が見込まれることだ。ユーロ圏全体の経常収支が大幅な黒字を計上しているため、一方向での減価は考え難く、他方、後述のとおり、ECBはフォワード・ガイダンスで早すぎる金利上昇や行過ぎたユーロ高を抑制する姿勢を示していることが上値を抑えると期待される。

（継続的な政策対応がなければ信用不安は再燃し得る）

現在の債務危機国にはユーロ圏の一員であることが、信用力を高め、安定をもたらす方向に働いている。債務危機の渦中で、為替調整を通じた競争力の回復が困難であるが故にユーロからの離脱と自国通貨再導入による切り下げのリスクが意識されていた状況からは様変わりした。債務危機国が、賃金の切り下げを通じて競争力の回復を実現したことが潮目を変えたと言えるだろう（図表1-5）。

図表1-5 独仏伊及び支援要請国の実質実効為替相場（単位労働コストベース）



（資料）ECB

短期的には安定が見込まれるとは言え、債務危機が再燃するリスクが解消した訳ではない。危機国の資金繰りに余裕が出てきたとは言え、債務が過剰であることには変わりない。極めて高い水準の失業率は債務危機の後遺症であり、EU・IMFプログラムによる副作用である。

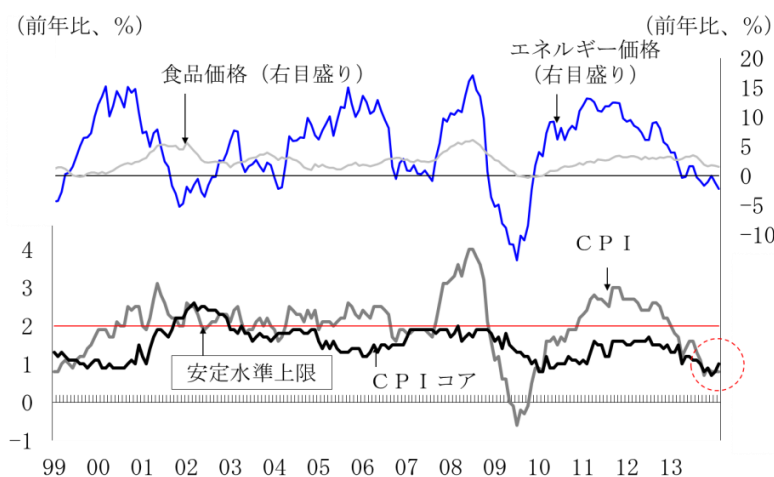
危機の再燃を回避するには、債務危機国の改革努力の継続とともに、ユーロ圏レベルでの銀行同盟の立ち上げを始めとする域内の分断解消、成長・雇用格差の是正への協調的取り組み、そしてECBの弾力的な金融政策による支えは欠かせない。

（下振れるインフレ率。主因はエネルギー価格の下落）

過剰債務国が景気後退を脱し、資金繰りの不安が後退する一方、ユーロ圏が日本型デフレに陥るリスクが取り上げられることが増えている。2月のユーロ圏のインフレ率（CPI）速報値は前年同月比0.8%で前月の0.7%を上回ったが、ECBが物価の安定の目安としている「2%以下でその近辺」を大きく割り込む状態が続いているからだ（図表1-6）。

品目別に見ると、CPI鈍化の最大の要因は、エネルギー価格の押し上げ要因の剥落にある。原油等の国際価格の前年比の上昇幅が縮小したことに加えて、ユーロ相場が前年よりもユーロ高で推移していることが、エネルギーの輸入価格を押し下げている。他方、エネルギーと食品を除いたコアCPIの上昇率は、昨年12月にはユーロ導入以来の最低水準の前年同月比0.7%まで低下したが、2月速報値では同1%に戻した。

図表1-6 ユーロ圏のCPI



(資料) 欧州委員会統計局

(債務危機国の賃金・物価の下落も影響)

ユーロ圏のデフレ・リスクを考える上では域内のインフレ率の格差に着目する必要がある。ユーロ圏18カ国のうち、1月確報値で、コアCPIがマイナスとなっているのはギリシャ、スペイン、ポルトガル、キプロスの4カ国で、いずれも支援要請国である(表紙図表参照)。借金依存型成長からの転換、競争力の調整が必要な物価と賃金の下落といういわゆる「内的減価」が複数の国で進展していることが、全体のインフレ率を低く抑えている。低インフレは、先述の債務危機国の評価の改善と切り離せない面がある。

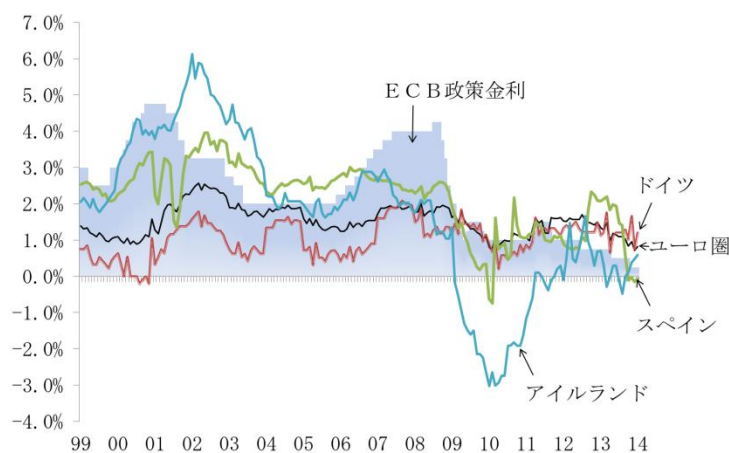
ドイツ、アイルランド、ラトビアは、物価の下落、あるいは長期にわたる低インフレを通じて競争力を回復、景気の回復を実現した事例である。「一人勝ち」の様相を呈するドイツも「欧州の病人」と異名をとった2000年代前半にはデフレ・スパイラルが心配されていた。当時のドイツのコアCPIはユーロ圏平均の半分程度の1%を割り込む状況で、金融緩和が足りないために、ドイツは不況を脱することができないと考えられていた。しかし、実際には、社会保障制度と労働市場との一体改革と労使の協調的な取り組みを通じて競争力を回復し現在に至る。

アイルランドの1月のコアCPIは前年同月比0.6%、ラトビアは同1.6%とともにプラスの領域だが、不動産バブル崩壊後の景気後退局面ではコアCPIは大幅なマイナスであった。ラトビアは、14年初にユーロを導入したばかりだが、導入前から対ユーロの固定相場制を採用していた。08年12月に世界金融危機の影響でEU・IMF支援要請に追い込まれても、固定相場制は維持、アイルランド同様、景気回復に道筋をつけて、コアCPIの下落局面を脱した。

賃金・物価の引き下げはユーロ圏内の競争力調整に伴い生じる現象だが、全体のインフレ率が低いと、競争力の回復に、より大幅な物価の下落が必要となり、調整の痛みが大きくなる。そもそも過剰な債務の実質的な負担を増幅する効果もある。2000年代前半にドイツが競争力を回復した

局面では、スペインやアイルランドなどの借金依存型の高成長国のインフレ率が高く、調整の痛みを和らげた（図表1-7）。今回の局面では、ドイツが相対的に高い賃金と物価の上昇を受け入れることが、過剰債務を抱え、競争力回復を必要とする国々の調整の痛みを緩和する効果を持つことになる。

図表1-7 ユーロ圏とスペイン、アイルランド、ドイツのコアCPIとECBの政策金利



(資料) 欧州委員会統計局、ECB

(現時点では主流ではないユーロ圏のデフレ見通し)

ECBのドラギ総裁は、ユーロ圏が日本型のデフレに陥るリスクについて再三にわたって否定している。その1つの理由として挙げるのが、先述のユーロ圏特有の相対価格の調整を通じた競争力調整のメカニズムの影響である。その他に、ドラギ総裁は、日本に比べて、ユーロ圏の方が、(1) 早い段階で大胆な金融政策や構造改革を実行した、(2) 企業・家計のバランス・シート調整圧力が小さい、(3) 物価の下落や低い伸びが観察される品目数が遥かに少ない、(4) 期待インフレ率が安定している、といった説明をしてきた。うち、(2)はユーロ圏全体で見ればあてはまるが、(1)に関しては評価の分かれるところであり、(3)と(4)は、時間の経過とともに状況が変わる可能性がある。これまでは競争力調整のプロセスであるとしても、債務危機国が、この先、デフレを回避した2000年代のドイツと同じように、景気の拡大と安定的な物価の上昇という局面に移行できるかどうかは、現時点では明確ではなく、今後の政策の舵取りに負う部分も大きい。

なお、現段階では、ユーロ圏全域が日本型のデフレに陥るとの見方は主流ではない。欧州委員会が2月25日に公表した「冬季経済見通し」ではインフレ率を14年1.0%、15年1.3%、ECBが3月6日に公表したスタッフ経済見通しの中央値は14年1.0%、15年1.3%、16年1.5%で緩やかな上昇を予測している。ECBが四半期に一度まとめている専門家予測(SPF)の2月調査も平均は14年1.1%、15年1.4%、16年1.7%と政策当局の見方から大きくは乖離しておらず、16年の物価下落を予想する専門家の割合は1%以下で、その割合の高まりも見られない。

(14年成長率は3年振りにプラス転化、低インフレは持続)

ユーロ圏では、14年半ば以降も、緩やかな景気の回復が続く見通しである。14年の成長率は1.2%と3年振りにプラス転化、15年も1.5%と回復基調の持続が期待される。債務危機国経済の持ち直しとともに、外需の寄与は低下するものの、域外で最大の貿易相手国である米国の緩

やかな回復持続、中国の安定成長、その他新興国の失速回避で成長への寄与は続く見込みである。内需は、財政緊縮圧力の緩和と、域内における緩和的な金融環境の継続、雇用・賃金の調整圧力の緩和により緩やかな回復が期待される。14年は10月末に銀行の「包括査定」が終了、11月には銀行監督一元化による「銀行同盟」移行が始まる。信用収縮の圧力も徐々に緩和する見通しである。

インフレ率は、14年が1.1%、15年も1.4%と安定的水準である「2%以下でその近辺」を割り込む推移が続く見通しである。14年内はエネルギー価格の押し下げ効果が残存すること、15年にかけても内生的なインフレ圧力は弱い状態が続く。しかしながら、景気回復に伴う経済の余剰の縮小、域内の価格調整の進展とともに徐々に上昇に向かう見通しである。

図表1-8 ユーロ圏見通し概要表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年	2013年				2014年				2015年			
						1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	▲0.7	▲0.4	1.2	1.5	▲1.2	▲0.6	▲0.3	0.5	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6
	前期比率%	▲0.7	▲0.4	1.2	1.5	▲0.8	1.2	0.6	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
内需	前年比寄与度	▲2.2	▲1.0	0.9	1.3	▲2.0	▲1.3	▲0.4	0.1	0.6	1.0	0.8	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4
	民間最終消費支出	▲1.4	▲0.4	0.9	1.3	▲1.3	▲0.6	▲0.3	0.3	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4
固定資本形成	"	▲4.0	▲2.7	1.8	2.1	▲5.3	▲3.4	▲2.3	0.1	2.0	2.2	1.9	1.2	1.8	1.9	2.1	2.4
外需	前年比寄与度	1.5	0.5	0.3	0.1	0.8	0.7	0.1	0.4	0.4	0.1	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	2.5	1.4	1.1	1.4	1.9	1.4	1.3	0.8	0.8	1.1	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
失業率	平均、%	11.4	12.1	11.9	11.6	12.0	12.1	12.1	12.0	11.9	11.9	11.8	11.8	11.7	11.7	11.6	11.5
ECB市場介入金利	期末、%	0.75	0.25	0.25	0.25	0.75	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
ドイツ10年国債利回り	平均、%	1.5	1.6	1.9	2.2	1.4	1.5	1.8	1.8	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
対ドル為替相場	平均、ドル	1.28	1.33	1.34	1.30	1.32	1.31	1.33	1.36	1.37	1.35	1.33	1.32	1.30	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	103	130	140	142	122	129	131	137	141	139	140	141	140	142	143	144

(ECBは政策金利の据え置きを継続)

ECBは、昨年7月に政策金利のバイアスを下方とするフォワード・ガイダンスを採用、実態と乖離した短期金利の上昇と、中期的なインフレ見通しの悪化には「断固とした追加緩和措置」を採る構えである。3月の政策理事会では、緩やかな景気の回復と低インフレ解消という見通しを示して追加緩和を見送ったが、追加緩和の選択肢は、ハードルが高いか、効果が乏しいか、その両方か、という悩みがある^(注3)。

政策金利(市場介入金利)は、予測期間中据え置きを予想する。インフレ見通しの悪化を理由とする利下げの可能性はあるが、下げ余地が乏しくなっており、効果も限定的である。その他の追加緩和措置として、現在14年半ばまでの継続を決めている金額無制限・固定金利の資金供給の期限延長は有力である。長期資金供給(LTRO)も、15年1月、2月に相次いで到来する3年物の満期対策として現在最長の3カ月よりも長い期間の供給を実施する可能性も高い。貸出とリンクする形での資金供給を実施することも考えられる。他方で、効果と副作用のバランスが不明確なマイナスの預金金利、政治的なハードルが高い国債購入による量的緩和は、何らかのショックをきっかけとする債務危機の再燃やユーロ相場や短期金利の急騰などの例外的な状況を除き考え難い。

なお、ウクライナ情勢緊迫化の影響は、ウクライナとの直接的な関係に限れば、ユーロ圏の経済規模に対して僅かであるが、ロシアは欧州域外では米国、中国に次ぐ貿易相手地域であり、エネルギー面での依存度も高い。ロシアとの対立の深刻化は双方にダメージが大きい。ウクライナにおける民主的な手続きと外交交渉を通じて着地点を探ることをメインシナリオとして考えている。

(注3) ECBのフォワード・ガイダンスについては、[Weeklyエコノミスト・レター2014-2-21「試行錯誤のフォー](#)

[ド・ガイダンス～修正を迫られる米英、追加策を求められる日欧～](#)、3月政策理事会の決定については経済・金融フラッシュ No.13-220「[3月ECB政策理事会：緩やかな回復、低インフレ解消シナリオを提示、追加緩和策は留保](#)」をご参照下さい。

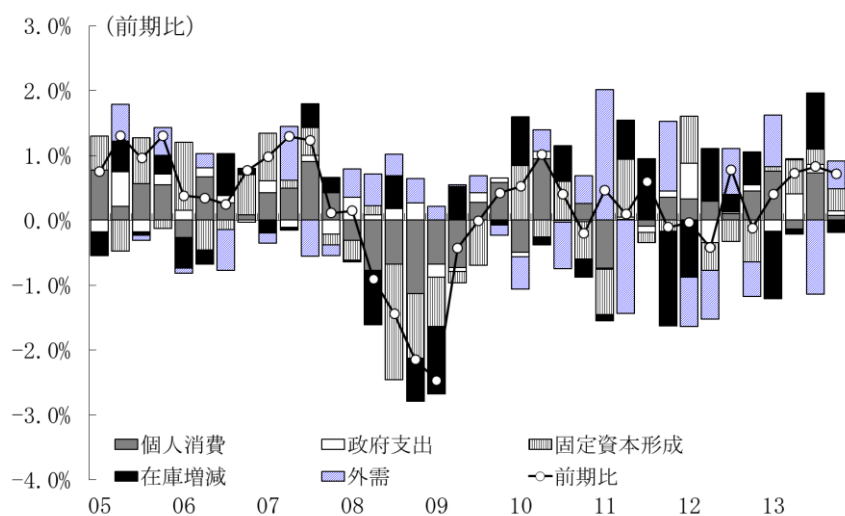
2. 英国

(13年に回復テンポが加速、14年～15年も2%台の成長を継続)

英国経済は、世界金融危機と国内の住宅バブルの崩壊、さらにユーロ危機の影響で世界金融危機前のピークをおよそ4%下回る水準での一進一退を脱し、回復のテンポが加速した。13年は四半期にわたり前期比プラス成長を維持したことで、年間の成長率は1.8%と世界金融危機後で最高となった。結びつきが強いユーロ圏の債務危機と英国内の財政緊縮策による下押し圧力が緩和する一方、中央銀行のイングランド銀行(BOE)による超金融緩和策の継続、政府の住宅購入促進策などの下支えによる住宅投資と個人消費の拡大が回復を主導した。

14年半ば以降も米欧経済の回復と緩和的な金融環境が下支えとなり、英国経済の回復基調は続く見通しである。成長率は14年が2.5%、15年が2.2%と2%を超える成長が続く見通しである。回復基調の定着により、実質GDPの水準は、14年半ばに世界金融危機前の水準を回復、失業率は15年後半には均衡水準に届く見通しである。

図表2-1 英国の需要項目別実質GDP



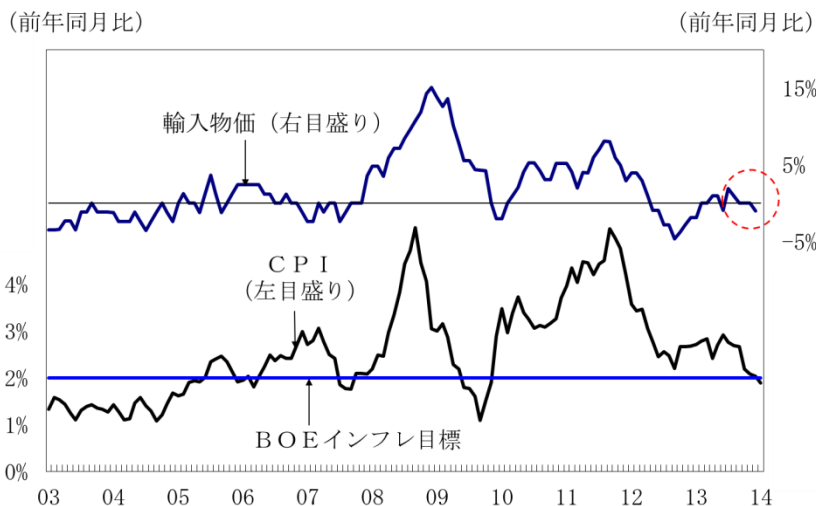
(資料) ONS

(インフレ率はBOEの目標近辺で推移)

インフレ率は、世界金融危機以降、ポンド安による輸入物価上昇や、付加価値税率引き上げなどの財政緊縮措置の影響で上振れが続いたが、昨年12月にBOEの目標(2%)水準に到達、1月は前年同月比1.9%となった(図表2-2)。

当面、インフレ率は2%近辺で推移する見込みである。英国の景気回復が加速、超金融緩和策からの出口が視野に入りつつあり、ポンド相場の堅調な推移が見込まれることは、輸入インフレによる上押し圧力を抑制することになる。

図表 2-2 英国のインフレ率



(資料) ONS、BOE

(BOEの利上げ開始は15年後半)

BOEは、2009年3月以来政策金利を過去最低の0.5%で維持、国債等の資産購入を通じた量的緩和の残高も2011年11月から3750億ドルで維持している。景気の回復基調の定着とともに、こうした異例の金融緩和の出口を巡る思惑が台頭したことに対処するため、昨年8月に「失業率7%」を「0.5%の政策金利の引き上げや資産購入残高の削減の検討開始」の数値基準とするフォワード・ガイダンスを導入、今年2月には、「失業率7%」の達成時期が近づいたことを受けて、ガイダンスを修正、生産能力の余剰に関する判断によって政策金利引き上げのタイミングとペースを決める方針を打ち出した。

新たなガイダンスでは、「生産能力の余剰の解消には2～3年を要する」、「利上げ開始前に吸収すべき余剰がある」など5つの方針を示し、利上げ開始を急がず、且つ、利上げは緩やかなペースで進めるとのメッセージを発信した。

BOEは、当面、政策金利の据え置きを継続、利上げの開始は15年後半と予測する。

図表 2-3 英国見通し概要表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年	2013年				2014年				2015年				
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
						(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.3	1.8	2.5	2.2	0.6	1.8	1.9	2.7	2.9	2.7	2.3	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4
	前期比年率%	0.3	1.8	2.5	2.2	1.6	3.0	3.4	2.9	2.3	2.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5
消費者物価(CPI)	"	2.8	2.6	2.0	2.2	2.8	2.7	2.7	2.1	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
失業率	平均、%	8.0	7.6	7.0	6.6	7.8	7.8	7.6	7.2	7.1	7.0	6.9	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.4
BOEレボ金利	期末、%	0.50	0.50	0.50	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保障するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。