

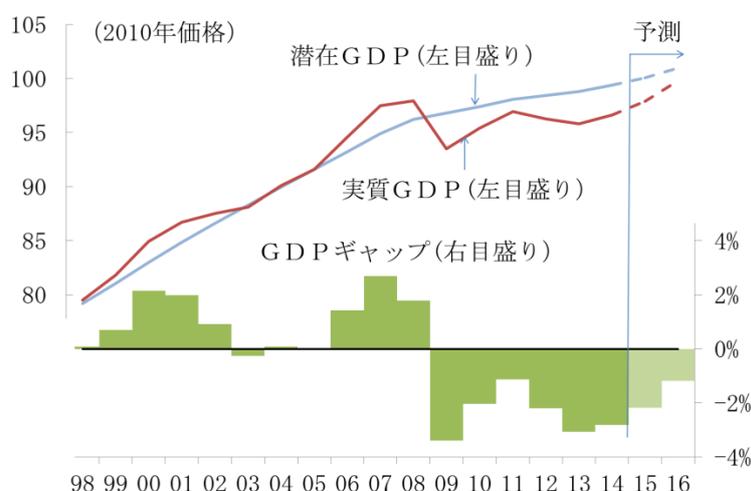
# Weekly エコノミスト・ レター

## ユーロ圏にとっての原油安、ユーロ安の効果 ～欧州委員会 15年冬季予測の見方～

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

1. EUの欧州委員会は、2月5日に公表した「2015年冬季経済予測」で、15年の実質GDPを前回（11月時点）予測からユーロ圏、EUともに0.2%ポイント引き上げた。
2. ①原油安、②ユーロ安、③ECBの量的緩和の決定、④欧州委員会が進める3150億ユーロの投資計画などの材料を加味したものだ。これらのプラス要因を新興国経済の減速のマイナスの影響が上回るとするIMFの予測とは対照的である。
3. 冬季予測では、エネルギー価格の下落は、消費者と企業にとって直接的な恩恵をもたらし、名目実効為替相場で5%のユーロ安は、1年後に物価を0.3%ポイント押し上げ、実質GDPを0.3%押し上げるとの見方を示した。
4. 先行きに対する期待によって、ECBの量的緩和や、欧州委員会の投資計画の効果も変わってくる。今回の欧州委の予測は、慎重ながらも明るいトーンでまとめられており、期待に働きかける役割を帯びているように感じられる。
5. ユーロ圏経済が脆弱さを抱える一方、外部環境の不透明感は強い。ECB、欧州委員会、各国政府が、それぞれの政策を着実に実行する必要がある。

欧州委員会は15～16年にGDPギャップの縮小が加速すると予測  
～ユーロ圏の潜在GDP、実質GDP、GDPギャップ～



(注) GDPギャップ = (実際のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP、14年は15年冬季見通しの実績推定値、15年～16年は予測値

(資料) 欧州委員会「AMECO Database」

（ 欧州委は、原油安、ユーロ安、量的緩和、投資計画を織り込み、実質GDP予測を上方修正 ）

14年後半から15年初にかけて、原油安とユーロ安が加速した。原油価格の低下は、新興国等の需要の鈍化に対する供給面での対応の遅れによるものだ。ユーロ相場は、欧州中央銀行（ECB）の量的緩和への動きと米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ期待からドル高ユーロ安が加速した。

これらの要因が、2015年の欧州経済にどのような影響を及ぼすのか、欧州連合（EU）の欧州委員会（以下、欧州委）が2月5日に公表した「2015年冬季経済予測（以下、冬季予測）」の捉え方は前向きだ。今回の予測で、15年の実質GDPを前回（11月時点）予測からユーロ圏で前年比1.1%から同1.3%に、EU全体で同1.5%から同1.7%に引き上げた（図表1）。上方修正の理由は、「著しく緩和的な金融政策と中立的な財政政策が回復を支える」という前回予測の基本的な見方を引き継ぎつつ、①原油安、②ユーロ安、③ECBの量的緩和の決定、④欧州委員会が進める3150億ユーロの投資計画という新たな材料が加わったことにある。

図表1 欧州委員会による加盟25カ国の経済予測概要

	実質GDP				インフレ率				失業率			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
ベルギー	0.3	1.0	1.1	1.4	1.2	0.5	0.1	1.1	8.4	8.5	8.3	8.1
ドイツ	0.1	1.5	1.5	2.0	1.6	0.8	0.1	1.6	5.2	5.0	4.9	4.8
エストニア	1.6	1.9	2.3	2.9	3.2	0.5	0.4	1.6	8.6	7.7	6.8	5.9
アイルランド	0.2	4.8	3.5	3.6	0.5	0.3	0.3	1.3	13.1	11.1	9.6	8.8
ギリシャ	-3.9	1.0	2.5	3.6	-0.9	-1.4	-0.3	0.7	27.5	26.6	25.0	22.0
スペイン	-1.2	1.4	2.3	2.5	1.5	-0.2	-1.0	1.1	26.1	24.3	22.5	20.7
フランス	0.3	0.4	1.0	1.8	1.0	0.6	0.0	1.0	10.3	10.3	10.4	10.2
イタリア	-1.9	-0.5	0.6	1.3	1.3	0.2	-0.3	1.5	12.2	12.8	12.8	12.6
キプロス	-5.4	-2.8	0.4	1.6	0.4	-0.3	0.7	1.2	15.9	16.2	15.8	14.8
ラトビア	4.2	2.6	2.9	3.6	0.0	0.7	0.9	1.9	11.9	11.0	10.2	9.2
リトアニア	3.3	3.0	3.0	3.4	1.2	0.2	0.4	1.6	11.8	9.5	8.7	7.9
ルクセンブルグ	2.0	3.0	2.6	2.9	1.7	0.7	0.6	1.8	5.9	6.3	6.4	6.3
マルタ	2.5	3.3	3.3	2.9	1.0	0.8	1.0	1.9	6.4	6.0	5.9	5.9
オランダ	-0.7	0.7	1.4	1.7	2.6	0.3	0.4	0.7	6.7	6.9	6.6	6.4
オーストリア	0.2	0.2	0.8	1.5	2.1	1.5	1.1	2.2	4.9	5.0	5.2	5.0
ポルトガル	-1.4	1.0	1.6	1.7	0.4	-0.2	0.1	1.1	16.4	14.2	13.4	12.6
スロベニア	-1.0	2.6	1.8	2.3	1.9	0.4	-0.3	0.9	10.1	9.8	9.5	8.9
スロバキア	1.4	2.4	2.5	3.2	1.5	-0.1	0.4	1.3	14.2	13.4	12.8	12.1
フィンランド	-1.2	0.0	0.8	1.4	2.2	1.2	0.5	1.3	8.2	8.7	9.0	8.8
ユーロ圏	-0.5	0.8	1.3	1.9	1.4	0.4	-0.1	1.3	12.0	11.6	11.2	10.6
ブルガリア	1.1	1.4	0.8	1.0	0.4	-1.6	-0.5	1.0	13.0	11.7	10.9	10.4
チェコ	-0.7	2.3	2.5	2.6	1.4	0.4	0.8	1.4	7.0	6.1	6.0	5.9
デンマーク	-0.5	0.8	1.7	2.1	0.5	0.3	0.4	1.6	7.0	6.6	6.5	6.4
クロアチア	-0.9	-0.5	0.2	1.0	2.3	0.2	-0.3	1.0	17.3	17.0	16.8	16.4
ハンガリー	1.5	3.3	2.4	1.9	1.7	0.0	0.8	2.8	10.2	7.7	7.4	6.6
ポーランド	1.7	3.3	3.2	3.4	0.8	0.1	-0.2	1.4	10.3	9.1	8.8	8.3
ルーマニア	3.4	3.0	2.7	2.9	3.2	1.4	1.2	2.5	7.1	7.0	6.9	6.8
スウェーデン	1.3	1.8	2.3	2.6	0.4	0.2	0.5	1.0	8.0	7.8	7.7	7.5
英国	1.7	2.6	2.6	2.4	2.6	1.5	1.0	1.6	7.6	6.3	5.6	5.4
EU	0.0	1.3	1.7	2.1	1.5	0.6	0.2	1.4	10.8	10.2	9.8	9.3

（資料）欧州委員会「2015年冬季経済予測」

（ IMFは、これらの効果は、新興国・発展途上国の減速に打ち消されるとの見方 ）

これに対して、国際通貨基金（IMF）は、1月20日に公表した「世界経済見通し」で、ユーロ圏の実質GDPを、15年は前年比1.2%、16年を同1.4%と、10月の前回予測からそれぞれ0.2%ポイント、0.3%ポイント引き下げた。IMFも欧州委と同じく、原油安、ユーロ安、量的緩和をユーロ圏経済の下支えとなるが、新興国市場・地域の減速のマイナスの影響が相殺すると見ている。IMFは、新興国・発展途上国の予測を15年は0.6%ポイント、16年は0.5%ポイント、10月の

予測から引き下げている（図表2）。

図表2 国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し

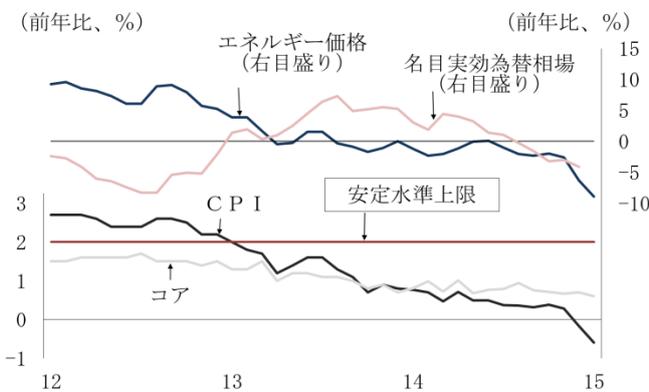
	実績及び予測				14年10月からの修正幅	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
世界経済見通し	3.3	3.3	3.5	3.7	-0.3	-0.3
先進国	1.3	1.8	2.4	2.4	0.1	0.0
米国	2.2	2.4	3.6	3.3	0.5	0.3
ユーロ圏	-0.5	0.8	1.2	1.4	-0.2	-0.3
ドイツ	0.2	1.5	1.3	1.5	-0.2	-0.3
フランス	0.3	0.4	0.9	1.3	-0.1	-0.2
イタリア	-1.9	-0.4	0.4	0.8	-0.5	-0.5
日本	1.6	0.1	0.6	0.8	-0.2	-0.1
新興国・発展途上国	4.7	4.4	4.3	4.7	-0.6	-0.5
アジア途上国	6.6	6.5	6.4	6.2	-0.2	-0.3
中国	7.8	7.4	6.8	6.3	-0.3	-0.5
インド	5.0	5.8	6.3	6.5	-0.1	0.0
ASEAN	5.2	4.5	5.2	5.3	-0.2	-0.1
欧州新興国	2.8	2.7	2.9	3.1	0.1	-0.2
中南米	2.8	1.2	1.3	2.3	-0.9	-0.5
ブラジル	2.5	0.1	0.3	1.5	-1.1	-0.7
CIS	2.2	0.9	-1.4	0.8	-2.9	-1.7
ロシア	1.3	0.6	-3.0	-1.0	-3.5	-2.5
中東・北アフリカ	2.2	2.8	3.3	3.9	-0.6	-0.5
サハラ砂漠以南のアフリカ	5.2	4.8	4.9	5.2	-0.9	-0.8

（資料）国際通貨基金「2015年冬季経済予測」

（ 15年インフレ率予測はマイナス0.1%に大幅下方修正、16年には反転 ）

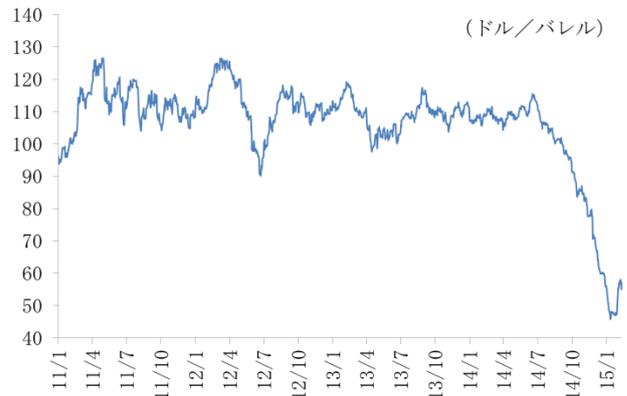
2014年のユーロ圏では、ウクライナを巡るロシアとの関係悪化なども重石となり、景気回復のペースが上がらず、時間の経過とともにデフレ懸念が強まった。今年1月のインフレ率（速報値）は、原油価格下落の影響が強く現れて、前年比マイナス0.6%と低下幅が拡大した（図表3）。インフレ期待の低下が、実質金利を上昇させて、投資とデレバレッジを妨げ、雇用・所得に影響を及ぼす悪循環が警戒される状況だ。

図表3 ユーロ圏のインフレ率の推移



（資料）欧州委員会統計局

図表4 原油価格の推移



（注）ブレント原油価格（資料）ロイター

冬季予測では、ユーロ圏のインフレ率を、15年は前年比0.8%から同マイナス0.1%に、16年も同1.5%から同1.3%に下方修正した（図表1）。下方修正の主因は、原油価格（ブレント）の想定を、前回の15年1バレル=91.0ドルから同53.0へ、16年は同92.8ドルから61.5バレルへと大

大きく引き下げたことにある。新たな前提では、16年には原油価格要因は物価押し上げ要因となるため、15年から16年にかけて、インフレ率の反転幅は、前回の予測よりも大きくなる。

### （原油価格の下落は消費者と企業に恩恵）

原油価格の下落によるエネルギー価格の低下は、消費者と企業にとって直接的な恩恵をもたらす、というのが欧州委の基本見解である。

消費者への恩恵は、実質可処分が増加し、エネルギー以外の支出を増やせるようになることだ。原油価格の下落が景気の好転をもたらすと期待し、消費性向が高まる効果もある。欧州委は、原油価格の低下が進んだ14年末から15年初にかけて消費者信頼感指数が改善に転じたことを理由に（図表5）、消費性向の高まりにも期待を寄せる。

企業にとっての効果としては、原油価格の低下は、生産コストの軽減という直接の効果に加えて、消費の増加を通じた間接的な効果も指摘する。同時に、原油価格の変動が急激である場合には、不確実性の高まりから、投資を延期するといったマイナスの影響もあるとする。今年初にかけての原油価格の低下は急激なもので、かつ、背景に新興国の需要鈍化がある。欧州委は、企業には、当面マイナスの影響が働く可能性もあることを示唆しているように感じられる。

### （5%のユーロ安は1年後に物価を0.3%ポイント押し上げ、実質GDPを0.3%押し上げ）

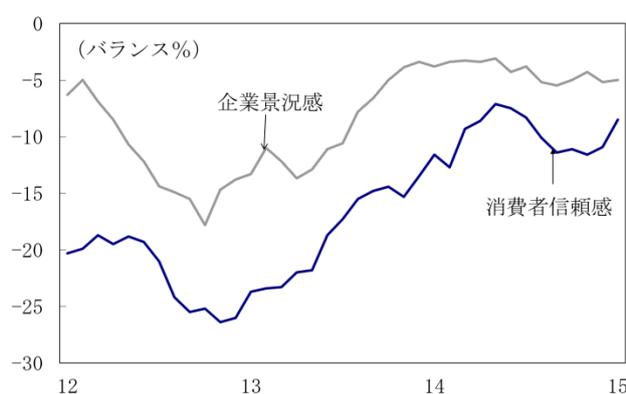
冬季予測では、ユーロ安の影響については、コラムとして分析結果をまとめている<sup>(注)</sup>。

ユーロ相場は、ECBが追加緩和の方針を示し始めた14年春から低下傾向に転じた。

特に、量的緩和の可能性が高まった15年1月に大きく低下し、主要貿易相手国でウェイト付けした名目実効為替相場はベースでは、99年1～3月期平均を100とする基準値に対して、足もとは94近辺で推移している（図表6）。

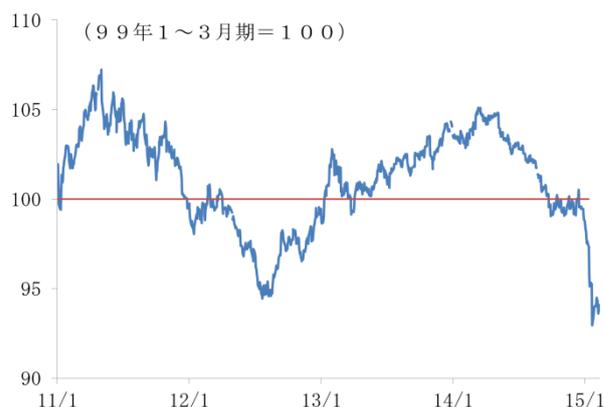
(注) “Impact of euro exchange rate movements”, pp.50-52

図表5 ユーロ圏の消費者・企業信頼感指数



(資料) 欧州委員会

図表6 ユーロの名目実効為替相場



(資料) ECB

コラムの中で、輸出入物価への影響は、平均では「名目実効為替相場の5%の減価は、1年後に輸入物価をおよそ4%押し上げ、輸出物価をおよそ2%押し下げる」としている。他方、消費者物価は、国内の要因で決定される度合いが大きいため「押し上げ効果は1年後でおよそ0.3%ポイント」と試算する。但し、商品価格はドル建てとなっているため、為替相場変動の影響は、名目実効為替相場に基づく効果よりも大きくなる可能性も指摘する。

実質GDPへの影響は、「名目実効為替相場の5%の減価は実質GDPを1年後に0.3%ポイント、2年後に0.2%ポイント押し上げる」というものだ。輸入物価の上昇と輸出物価の低下による輸出企業の収益向上が、投資を刺激し、非貿易財から貿易財への生産要素の再配分が進むことによる。

こうした基本的な見方を提示した上で、欧州委は、追加的に留意すべき点として以下の3つを挙げた。

第1に、名目実効為替相場の減価の度合いは、貿易相手国の構成比の違いから異なることだ。昨年3月から12月までの間に、ユーロ圏の殆どの国の名目実効為替相場は減価しているが、ロシア・ループルは対ユーロで減価した。このため、輸出に占めるロシアの比重が高いバルト3国、フィンランドなどの名目実効為替相場は例外的に増価している。逆に、ユーロの減価は、特に対ドルが目立ったことから、輸出に占める米国の比重が高いアイルランドは、名目実効為替相場の減価の度合いが他国よりも大きい。これらの中小国は押し並べて開放度が高いため、ユーロ圏の平均よりも影響が大きく出やすいと思われる。

第2に挙げているのが輸出の価格弾力性が国毎に異なる点だ。ドイツは、イタリアやスペインなど他の主要国よりも弾力性が低い。このため、ユーロ安は、不均衡の是正に効くという。但し、この不均衡是正の効果は、割り引いて考える必要があるだろう。南欧の国々は押し並べて輸出依存度、特にユーロ相場の変動が価格競争力に影響するユーロ圏外への輸出依存度が低い。これに対して、ドイツは、ユーロ圏外への輸出の比率が高く、そのGDPに占める比重も高いからだ（図表7）。

図表7 ユーロ圏4大国の輸出シェアと対GDP比

2013年実績	輸出シェア				対GDP比	
	ユーロ圏内	ユーロ圏外	輸出総額		輸出総額	うち ユーロ圏外
			うち EU域内	EU域外		
ドイツ	36.9%	63.1%	20.1%	43.0%	38.9%	24.6%
イタリア	39.9%	60.1%	13.8%	46.3%	24.1%	14.5%
フランス	46.5%	53.5%	12.8%	40.7%	20.6%	11.0%
スペイン	49.4%	50.6%	13.8%	36.8%	22.6%	11.5%

(注) 2013年実績 (資料) 欧州委員会

第3は、輸出の決定要因としては、価格要因よりも、海外需要の動向、つまり所得要因の方が大きいということだ。この点では、景気後退が深まっているロシアと結びつきが強いバルト3国は、名目実効為替相場が増価していることと共にマイナスの影響が増幅されるということになり、米国と結びつきが強いアイルランドでは、むしろプラスの影響が増幅されることになるだろう。

### ( 域内格差の拡大にも歯止め、期待に働きかける予測 )

冬季予測によれば、ユーロ圏のGDPギャップは、14年の実績推定値マイナス2.8%から15年は同2.2%に縮小、16年は成長テンポの加速によって同1.2%に縮小する（表紙図表参照）。世界金融危機以降続く、潜在成長率の鈍化傾向にも歯止めが掛かる見通しだ。

ユーロ圏の問題は、全体としてのGDPギャップ、潜在成長率の低下に留まらない。14年時点で、ドイツのGDPギャップは0.9%で平均を下回る一方、ギリシャは10.3%、スペイン6.1%、ポルトガル4.9%、イタリア4.3%と南欧は平均を大きく上回るなど、国ごとのばらつきが目立つ。潜在成長率も1%台半ばのドイツに対して、南欧は揃ってマイナスだ。

しかしながら、欧州委は、こうした格差は、16年にかけては縮小すると予測する。南欧のGDPは16年には最も大きいイタリアで2.1%、その他の3カ国は1%台まで縮小する。潜在成長率もプラスに転化し始める。

冬季予測の基本シナリオは、全体としてのデフレ回避、域内格差の拡大に歯止めが掛かるというものだ。2015年は、世界金融危機以来で初めて、すべての加盟国がプラス成長となることを強調するなど、慎重ながらも明るめのトーンでまとめられている印象を受けた。

先行きに対する期待によって、ECBの量的緩和や、欧州委の投資計画の効果も変わってくる。今回の欧州委の予測は、期待に働きかける役割を帯びているように感じられる。

### （ ECB、欧州委員会、各国政府が、それぞれの政策を着実に実行する必要 ）

欧州委は、上振れリスクとして、①想定以上の政策効果、②一層のユーロ安の進展、③想定以上の原油安を挙げる一方、下回れリスクとして、①地政学リスク、②（主として米国の利上げ開始を想定した）金融市場のボラティリティの高まり、③構造改革の遅れ、④低インフレの長期化を指摘した。

下振れリスクの諸項目が示すのは、ユーロ圏経済が脆弱さを抱える一方、外部環境の不透明感は強いことだ。GDPギャップの縮小と潜在成長率の引き上げ、域内格差の拡大に歯止めをかけるには、ECB、欧州委、各国政府が、それぞれの政策を着実に実行する必要がある。

---

（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証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。