

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

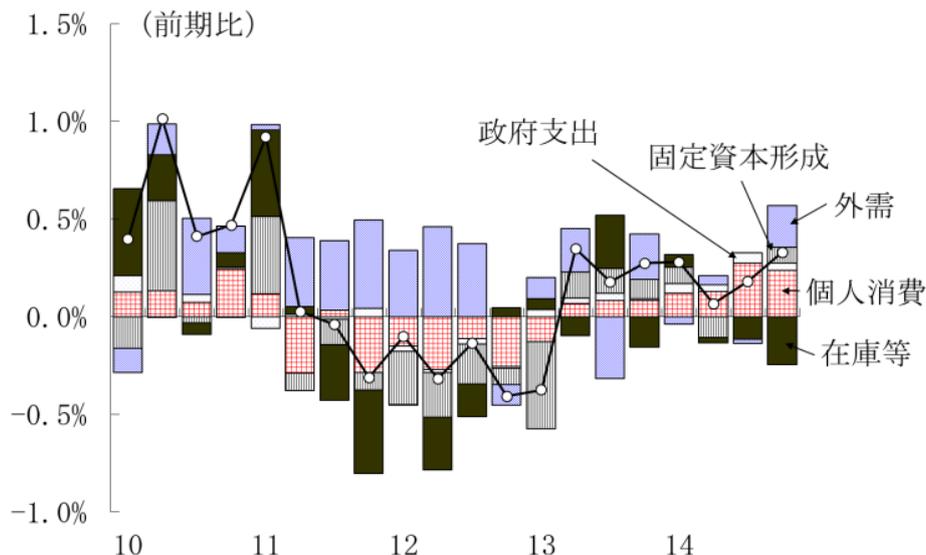
～ユーロ圏：金融緩和、ユーロ安、原油安が支える回復
／英国：消費主導で成長。総選挙後の政局は不透明～

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**経済は14年半ばの踊り場を脱し、緩やかな回復基調を取り戻しつつある。ECBの金融緩和、ユーロ安、原油安などによりユーロ圏内が改善方向で一致し始めた。
2. 回復傾向は今後も続き、成長率は15年1.3%、16年1.7%と潜在成長率を上回り、GDPギャップの縮小も進む。インフレ率はエネルギー価格の押し下げで15年7～9月期までマイナスで推移、内生的インフレ圧力は引き続き弱い見通しだ。
3. 構造改革には時間を要し、ユーロ制度の改革も容易には進まない。金融政策では構造問題を解決できないが、当面は高い期待が掛かることになりそうだ。
4. **英国**では2014年後半は投資主導で成長テンポが鈍化したが、労働市場の量的改善は途切れず、原油安やポンド高を背景とするインフレ率急低下で実質賃金はプラス転化した。
5. 15年も個人消費主導の景気拡大で2%台後半の成長が期待される。
6. BOEはポンド高への警戒もあり、利上げに慎重な姿勢を継続、利上げ開始は11月と予測する。
7. 5月総選挙は二大政党の単独過半数確保は困難で、連立協議の難航が予想される。EU残留の是非を問う国民投票実施も絡み、当面、英国は政治的側面から関心を集めそうだ。

ユーロ圏の実質GDP

～とりあえず踊り場は脱した。しかし、スピードは不足、投資も不足～



(資料) 欧州委員会統計局

1. ユーロ圏：金融緩和、ユーロ安、原油安が支える回復

（2014年は年半ばの踊り場を脱し、10～12月期は前期比0.3%成長に）

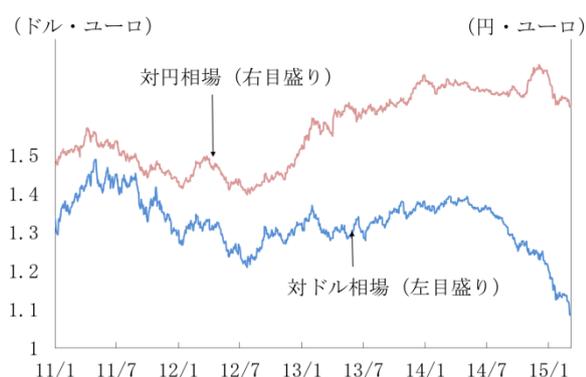
2014年10～12月期のユーロ圏の実質GDPは前期比0.3%（前期比年率1.3%）で、14年半ばの踊り場を脱し、緩やかな回復基調を取り戻した（表紙図表参照）。

12年半ばに債務危機の最悪期を脱した後、マイナス成長に歯止めが掛かったものの、14年に入って回復が途切れかけた。官民のデレバレッジの圧力が残存していること、14年11月の銀行監督一元化に先立つ資産査定やストレス・テストが実施されたこと、ユーロ高やウクライナを巡るロシアとの関係悪化などが重石となった。

踊り場からの脱却に貢献したのは、欧州中央銀行（ECB）だ。ECBは、超低インフレ長期化のリスクに対処するため、昨年6月、9月の利下げなど金融緩和の強化に動き、さらに15年に入って国債買い入れによる量的緩和を決めた^{（注1）}。こうしたECBの緩和強化を先取りする形で、年央からユーロ安が加速した（図表1-1）。さらに、原油価格の低下による購買力の向上も加わり、家計のマインドは年末にかけて持ち直し、企業マインドの悪化にも歯止めが掛かった（図表1-2）。

（注1）1月22日及び3月5日の政策理事会の詳細については経済・金融フラッシュ [No14-184](#) 及び [No14-209](#) をご参照下さい。

図表1-1 ユーロ相場の推移



（資料）ロイター

図表1-2 ユーロ圏の企業家計の信頼感



（資料）欧州委員会

（期待外れに終わった投資）

需要面から14年を振り返ると、個人消費は年間を通じて比較的堅調に推移したが、投資は期待外れに終わった。

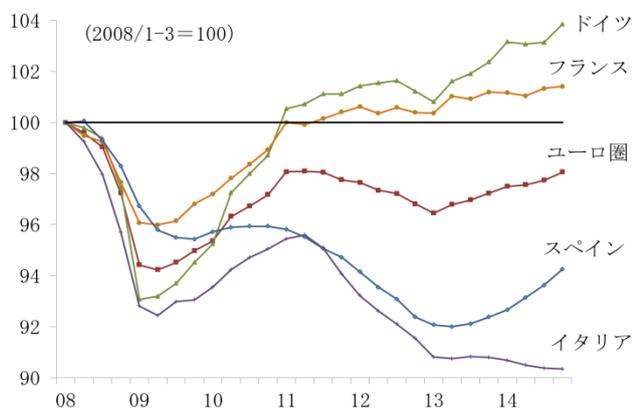
固定資本形成は4～6月期は前期比マイナス0.5%、7～9月期は同ゼロと伸び悩み、10～12月期に同0.4%まで勢いを取り戻したところだ。10～12月期は、輸出が輸入の伸びを上回る状態に戻り、外需も成長に寄与した。他方、在庫投資の削減が成長をマイナス0.2%押し下げた（表紙図表参照）。

（圏内のばらつきは残るが、足もとでは方向は改善で一致する兆し）

国別に見た生産・雇用の水準や方向にもばらつきが残った。スペインやポルトガルなど周辺国は回復が定着し、年間の実質GDPは前年比1.4%、同0.9%と漸くプラスに転じた。しかし、実質GDPは世界金融危機前のピーク（2008年1～3月期）をそれぞれ5.7%、6.8%下回っている。域内で最もダメージが大きかったギリシャはピークを26.3%も下回っている。

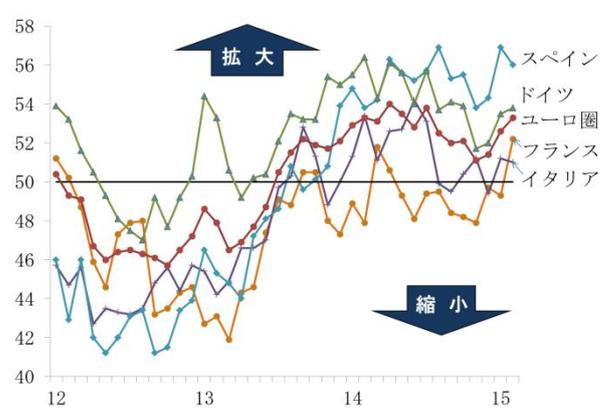
主要国では、ドイツ経済が4～6月期、7～9月期は足踏みしたもの、10～12月期は前期比0.7%に加速、年間の成長率は同1.6%と底堅く推移した。他方、イタリアは景気後退を脱することができず、年間の成長率もマイナス0.4%で3年連続のマイナス成長に沈んだ。フランスは、年後半には2四半期連続でプラス成長となったが、年前半の不振が響き、年間では0.4%に留まった。

図表1-3 ユーロ圏と主要国の実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局

図表1-4 ユーロ圏と主要国の総合PMI



(資料) Markit

しかし、ここにきてイタリアやフランスも明るさが見えるようになっている。総合PMI（購買担当者指数）は、実質GDPと連動性が高い指標だが、ユーロ圏全体では1月52.6、2月53.3と生産活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を回る水準で改善が続く。主要4カ国では、スペインが最も高い水準を保っており、直近の2月も56と前期比0.7%成長に相当する高い水準を保った。ドイツは3カ月連続で改善、景気の再加速が確認できるほか、イタリアは2カ月連続で50を超え、プラス成長の芽が出始めた。総合PMIの50割れが長く続いていたフランスも、2月は52.2と42カ月ぶりの水準に回復した。

（回復は続くがペースは緩やか。成長率は15年1.3%、16年1.7%）

ユーロ圏内が改善方向で一致し始めた背景には、金融緩和の強化、ユーロ安、原油安、さらに財政緊縮圧力の緩和や一元的な銀行監督体制の始動などがある。これらの要因に支えられた回復傾向は、当面続くと見られる。

しかしながら、ユーロ圏全体の回復のペースは、実質GDPの前期比年率で1%台半ば、年間では15年は前年比1.3%、16年は同1.7%と緩やかだ。潜在成長率を上回る回復が続くことで、GDPギャップの縮小は進むが、16年の段階では解消には至らない。

輸出面では、ユーロ安による数量拡大効果が見込まれるが、回復はあくまでも域内需要主導となる見通しだ。米国経済の個人消費主導の回復が期待されるが、中国経済の減速など新興国の需要は力強さが期待できない。対ロシア制裁は解除の目処が立っていない。

個人消費は、緩やかに回復し、成長の牽引役となる見通しだ。雇用・所得環境が最悪期を脱したことに加え、原油安による購買力向上の効果が期待される。しかし、雇用・所得の両面で底堅いのは主要国ではドイツのみであり、ユーロ圏全体では失業削減が課題であり、米英のように質の改善を問う段階にまで至っていない（図表1-5）。特に、南欧周辺国の競争力回復の圧力を受けているイタリアとフランスでは、労働市場改革を必要としており、雇用・所得面ではまだ厳しい状況が続く見通しだ。

投資も、緩和的な金融環境の下、方向としては拡大するが、現時点では力強い伸びは期待できない。欧州委員会の企業サーベイによれば、ユーロ圏の製造業企業は、昨年10～11月の時点で前年比実質3%の設備投資の増加を計画している(図表1-6)。世界金融危機以降の10～11月時点の計画としては明るめの見通しだが、量的緩和の効果で長期金利が軒並み歴史的な低水準にある(図表1-7)金融環境に比べると、物足りなさが残る。3～4月の調査結果は、4月29日に公表予定だ。量的緩和効果を織り込んで、どの位、上方修正されるか、結果が待たれる。

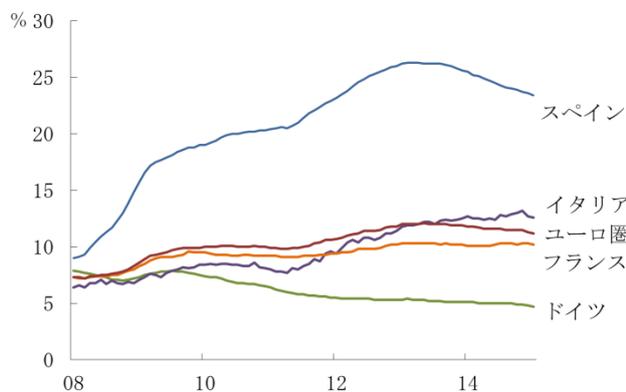
公共投資も、今のところ大幅な伸びは期待できない。すでに、緊縮策は多くの国で山を超え、全体として財政は中立となっている。さらに、EUでは、中期的な観点から必要とされる公共投資や構造改革のための支出を妨げたり、景気循環を増幅したりしないよう、財政ルールの解釈を改めて、各国の裁量の余地を拡大しようという動きが見られる(注2)。EUは、こうした財政ルールの柔軟化とセットで、15年からの3年間で3150億ユーロの規模のインフラ等への投資を行う投資計画を推進、需要不足を埋めると共に潜在成長率の低下に歯止めを掛けようとしている。

但し、こうした財政面での動きが、実際にどの位の規模で、どの程度景気を押し上げるかは、「欧州戦略投資基金(ESIF)」の具体的な内容など今後の推移を見極める必要がある。

(注2) 以下のリンクを参照

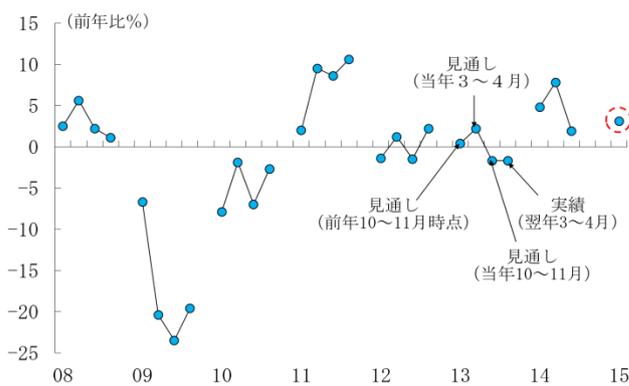
http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf

図表1-5 ユーロ圏と主要国の失業率



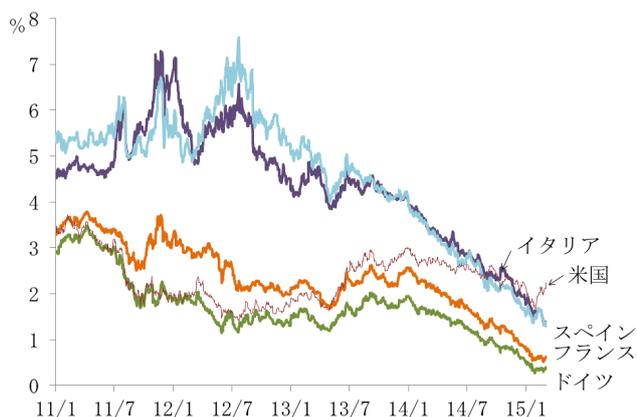
(資料) 欧州委員会統計局

図表1-6 ユーロ圏の設備投資計画



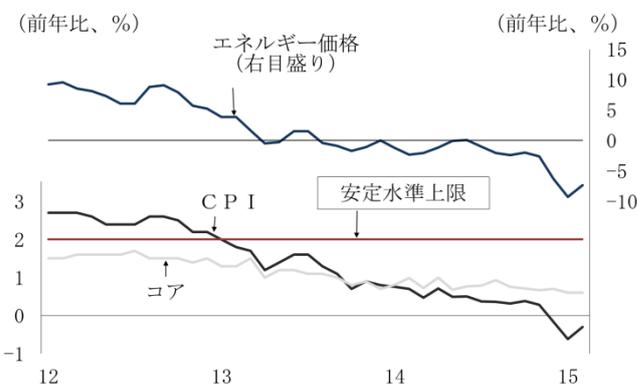
(資料) 欧州委員会

図表1-7 ユーロ圏の主要国と米国の10年国債利回り



(資料) ロイター

図表1-8 ユーロ圏のインフレ率



(資料) 欧州委員会統計局

(インフレ率は15年7~9月期までマイナスで推移)

インフレ率は13年初に安定の目安である2%を割り込んだ後、鈍化傾向が続き、14年12月には前年同月比マイナス0.2%と、ついに前年水準を割り込んだ。こうしたインフレ率の動きは、エネルギー価格の動向と連動したものであり、エネルギー価格の下落幅が縮小した2月は、1月の同マイナス0.6%から同マイナス0.3%に低下幅が縮小した(図表1-8)。

今年7~9月期までは、エネルギー価格が物価を押し下げるため、インフレ率はマイナス圏で推移する見通しだ。その後は上昇ピッチが早まるものの、内生的なインフレ圧力は引き続き弱いため、「2%以下でその近辺」という安定水準を下回る状況は続き、16年平均でもインフレ率は1.3%と予測する。

図表1-9 ユーロ圏見通し概要表

	単位	2013年	2014年	2015年	2016年	2014年				2015年				2016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)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	▲0.5	0.9	1.3	1.7	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
	前期比年率%	▲0.5	0.9	1.3	1.7	1.1	0.3	0.7	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
内需	前年比寄与度	▲0.8	0.8	1.1	1.5	1.0	0.9	0.6	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
民間最終消費支出	前年比%	▲0.6	1.0	1.6	1.5	0.6	0.8	1.1	1.4	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6
固定資本形成	〃	▲2.3	1.0	1.1	2.1	2.3	1.0	0.4	0.3	0.2	1.1	1.5	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4	2.4
外需	前年比寄与度	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	▲0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	1.3	0.4	▲0.2	1.3	0.6	0.6	0.4	0.2	▲0.6	▲0.4	▲0.1	0.2	1.0	1.3	1.4	1.5	1.5
失業率	平均、%	12.0	11.6	11.2	10.8	11.8	11.6	11.5	11.4	11.3	11.2	11.1	11.0	10.9	10.8	10.7	10.6	10.6
ECB市場介入金利	期末、%	0.25	0.05	0.05	0.05	0.25	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
ドイツ10年国債利回り	平均、%	1.6	1.2	0.5	0.9	1.6	1.4	1.0	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.33	1.09	1.08	1.37	1.37	1.33	1.25	1.13	1.09	1.08	1.07	1.06	1.07	1.08	1.09	1.09
対円為替相場	平均、円	130	141	133	134	141	140	138	143	135	133	132	132	131	133	135	136	136

(ECBに高い期待が掛かる状況は続く)

ECBは、3月9日、月600億ユーロ規模で国債等を買入れ始める量的緩和を開始した。ECBは2016年9月末までか、インフレ率が2%以下でその近辺という中期目標に整合的なパスに調整されるまで量的緩和を継続する方針だ。

ユーロ圏が単一通貨圏として安定成長軌道を維持するためには、競争力不足の国の構造改革とともに、ユーロ制度の改革、とりわけ財政政策面で協調する仕組みが必要とされている。

しかし、構造改革の成果が表れるまでには時間を要し、利害関係が異なる19もの国が関わるユーロ制度の改革も容易には進まない。

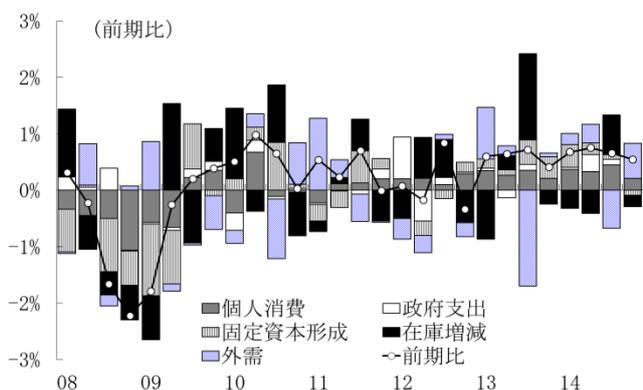
金融政策では、ユーロ圏が抱える構造問題を解決することはできないが、時間を稼ぎ、痛みを緩和するために、当面はECBに高い期待が掛かることになりそうだ。

2. 英国：消費主導で成長。総選挙後の政局は不透明

(2014 年の実質 GDP は前年比 2.6%。2007 年以降、最も高い伸び)

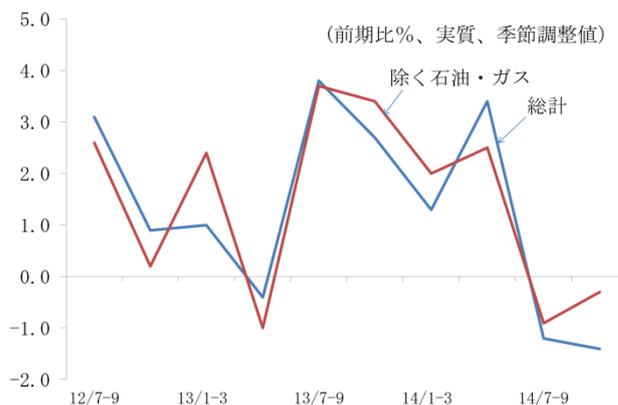
英国の 2014 年の実質 GDP は前年比 2.6% であった。期待された 3% 台には届かなかったものの、2007 年以降で最も高い伸びとなった。

図表 2-1 英国：需要項目別実質 GDP



(資料)ONS

図表 2-2 英国：ビジネス投資の推移



(資料)ONS

(14 年後半、投資主導で成長テンポは鈍化)

しかし、四半期ごとの推移を見ると、4~6 月期の前年比 0.8% をピークに、7~9 月期同 0.7%、10~12 月期同 0.5% と鈍化傾向を辿った。

年後半の成長鈍化の原因は 13 年後半から 14 年前半にかけて成長加速の主役であった投資にある (図表 2-1)。個人消費は 2014 年を通じて前期比で 0.3~0.4% 成長を押し上げてきたが、固定資本形成の寄与度は 1~3 月期の前期比 0.4% をピークに、4~6 月期は同 0.2%、7~9 月期は同 0.1% と徐々に低下、10~12 月期は同 0.1% のマイナスに転じた。

14 年後半の投資失速の最大の原因は石油・ガス採掘業が原油価格の値下がり採算が悪化、新規開発等を手控えたことにある。国家統計局 (ONS) は、10~12 月期の石油・ガス採掘業の投資の削減は、固定資本形成の約 6 割を占めるビジネス投資を前期比 1.1% 押し下げ、投資失速の主因になったとしている (図表 2-2)。

(労働市場の量的改善は途切れず。インフレ率急低下で実質賃金はプラス転化)

14 年後半に、勢いこそ鈍ったものの景気の拡大が続いたことで、労働市場の量的改善は途切れず、失業率の低下が進んだ。16 歳以上の失業率は直近の 12 月までの 3 カ月平均で 5.7% まで低下、中央銀行のイングランド銀行 (BOE) が均衡水準と見る 5.5% が目前に近づきつつある。

英国では、米国と同じく、雇用の伸びと失業率の低下が定着した後も賃金の伸びが世界金融危機以前の水準まで回復せず、インフレ率を下回る状態が続いてきた。しかしながら、10~12 月期には、賞与を含まない週当たり平均賃金上昇率が 1% 台後半で定着する一方、インフレ率が急激に鈍化したことで伸び率はようやく逆転、実質賃金はプラスに転じた (図表 2-3)。

(インフレ率急低下の主因はエネルギー、食品。ポンド高も影響)

インフレ率の急激な鈍化の主因はエネルギーと食品価格の値下がりにある。原油価格の下落に加

えて、欧州中央銀行（ECB）は金融緩和の強化、BOEは利上げに着手するという金融政策見通しの違いから、対ユーロでのポンド高が進行したことが影響した。

BOEは四半期に1度公表する「インフレ報告」の最新号（2月号）で、15年前半はインフレ率がゼロ近辺で推移すると予測、前回11月から大きく下方修正した（図表2-4）。但し、エネルギー価格の押し下げ要因剥落後は、前回想定よりも速いテンポでインフレ率が上昇、2年以内には目標圏内に届くとの見方は維持した。

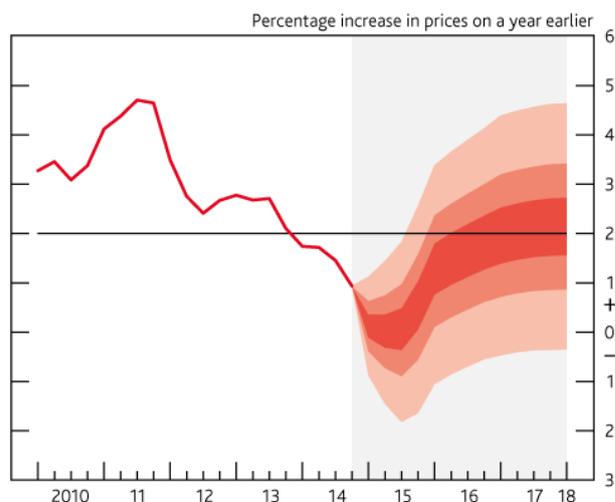
図表2-3 賃金上昇率とインフレ率



(注) 週当たり賃金上昇率は賞与を含まないベース、前3カ月の平均値

(資料)ONS

図表2-4 BOEインフレ見通し



(資料)BOE「インフレ報告」2015年2月

（ 15年も個人消費主導の景気拡大で2%台後半の成長が期待 ）

2015年も英国経済は2%台後半の拡大ペースを維持すると見られる。成長の牽引役は引き続き最大の需要項目である個人消費となろう。雇用・所得環境の改善に加え、低金利と政府の住宅購入支援策を背景とする住宅市場の堅調、さらにエネルギー価格と食品低下の低下による実質的な所得の増大が、個人消費を下支える見込みだ。

図表2-5 英国見通し概要表

	単位	2013年	2014年	2015年	2016年	2014年				2015年				2016年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	1.7	2.6	2.6	2.7	2.5	2.6	2.5	2.7	2.6	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7	2.6
	前期比年率%	1.7	2.6	2.6	2.7	2.7	3.0	2.6	2.2	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5
消費者物価(CPI)	”	2.6	1.5	0.4	1.5	1.7	1.7	1.5	0.9	0.1	0.2	0.3	0.8	1.2	1.4	1.6	1.8
失業率	平均、%	7.6	6.2	5.5	5.3	6.8	6.3	6.0	5.8	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.2
BOE政策金利	期末、%	0.50	0.50	0.75	1.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75

（ BOEはポンド高警戒もあり、利上げへの慎重姿勢を継続 ）

BOEの利上げの環境は、雇用・所得面では整いつつあるが、7～9月期までは様子見を継続すると見られる。15年前半はインフレ率の政策目標の2%からの乖離幅の拡大が見込まれる上に、対ユーロなど金融緩和を強化する地域の通貨に対するポンド高が進みやすく、インフレ率と成長が下振れるリスクがあるからだ。10～12月期に利上げに着手した後も、利上げのペースは緩やかなものとなる見通しだ。

（ 不透明な5月総選挙後の政局 ）

英国は、5月7日に5年に1度の総選挙を控えているが、総選挙後の政局の見通しは不透明だ。

第二次世界大戦後の英国では保守党と労働党の二大政党のいずれかが単独で政権を担ってきた。しかし、2010年の総選挙では、保守党が単独過半数を獲得できず、自由民主党（自民党）との連立政権を樹立する結果に終わった。今回も世論調査では、保守党と最大野党・労働党の支持が拮抗しているが、両党共に過半数超え（全650議席のうち326議席）は難しい見通しだ。

安定政権樹立のための連立協議は難航が予想される。現在の連立パートナーである自由民主党は大きく議席を減らす見通しで、保守党・自民党の連立では過半数に届かない可能性がある。大躍進が見込まれるのが昨年9月の住民投票で勢いを得たスコットランド民族党（SNP）だ。スコットランドで労働党の議席を奪い、獲得議席が50を超えるとの予測もある。反EU・反移民を掲げ支持を広げる英国独立党（UKIP）は、全議席が小選挙区制で争われるため、議席の大幅増は見込めないが、保守党に揺さぶりをかけている。緑の党も、反緊縮を掲げて支持を広げ、労働党と自民党から支持を奪う。

総選挙後の政局が見通せない上に、キャメロン首相が、保守党勝利の場合には2017年中にEU残留の是非を問う国民投票を行うと約束していることもあり、当面、英国は政治的な側面から関心を集めそうだ。

（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。