

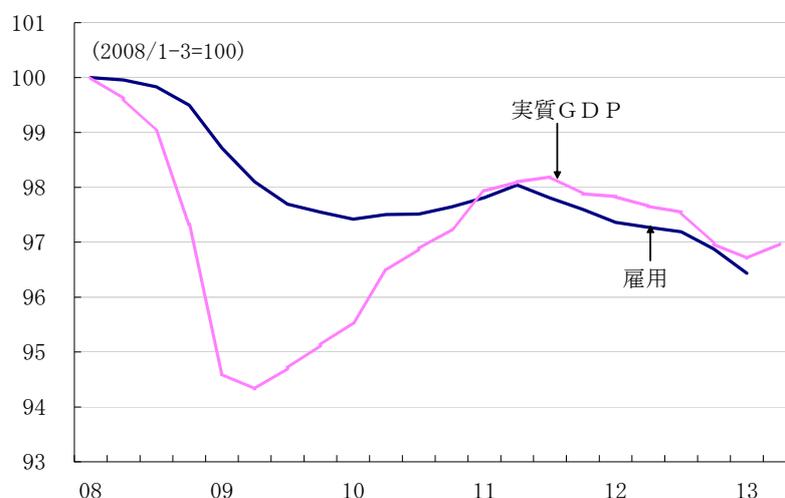
# Weekly エコノミスト・ レター

## 欧州経済見通しー広がる緩やかな回復への期待と金融緩和の出口への警戒ー

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

1. ユーロ圏の成長率は4～6月期に7四半期ぶりのプラス成長となった。域内金融市場の緊張緩和と財政緊縮圧力の緩和、先進国経済の拡大などを背景に緩やかな回復が続くと期待される。13年は年初にかけての落ち込みが響き、年間でマイナス成長となるが、14年は0.9%と3年振りのプラス転化が見込まれる。
2. 欧州中央銀行（ECB）は、7月に導入したフォワード・ガイダンスの通り、当面は超低金利政策を継続し、ユーロ圏経済の下支えを継続する見通しである。非標準的政策については自動的な縮小は容認、市場動向に応じて追加措置を講じるだろう。
3. イギリス経済は、世界金融危機と国内の住宅バブル崩壊による景気の急激な落ち込みからの回復一巡後の一進一退の局面をようやく脱しつつある。13年の年間の成長率は1.1%、14年は1.8%に回復する見通しである。
4. イングランド銀行（BOE）は、失業率7%を金融緩和の出口戦略開始の目処とするフォワード・ガイダンスを導入した。緩和縮小には慎重な姿勢を採る見通しである。

ユーロ圏では6四半期にわたるマイナス成長にようやく歯止め  
～ユーロ圏の実質GDPと雇用～



(資料) eurostat

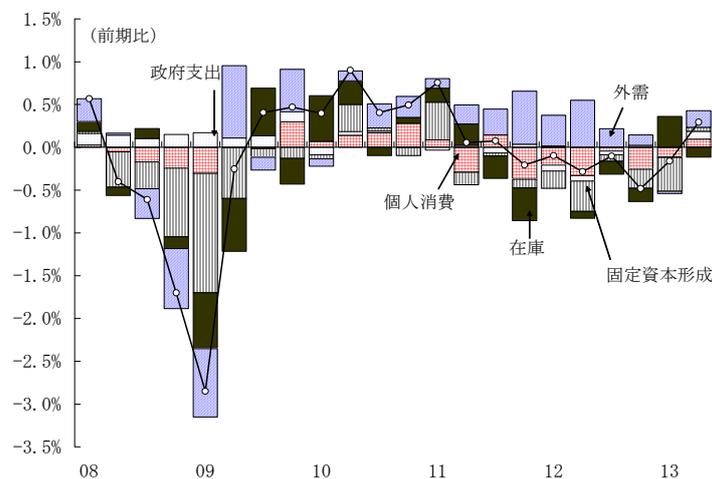
# 1. ユーロ圏経済

## ( 4～6月期は7四半期ぶりにプラス成長 )

ユーロ圏の成長率は今年4～6月期に前期比 0.3%と7四半期ぶりのプラス成長となり、債務危機を原因とする景気後退に歯止めが掛かった。4～6月期のユーロ圏GDPの需要項目別の内訳を見ると、内需では在庫を除くすべての項目がプラスとなり、9四半期ぶりに成長に貢献した。外需も、輸出が輸入を上回る伸びとなったことで、前期比 0.2%成長を押し上げた。内容面でもバランスの良い成長であった(図表1-1)。

昨年秋以降の域内金融市場の環境改善に加えて、財政緊縮による下押し圧力も緩和しつつあること、米国、日本など先進国を中心に域外経済の拡大が続いたこと、これらを背景に家計・企業のマインドが改善したことが景気下げ止まりの背景である。

図表1-1 ユーロ圏実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局

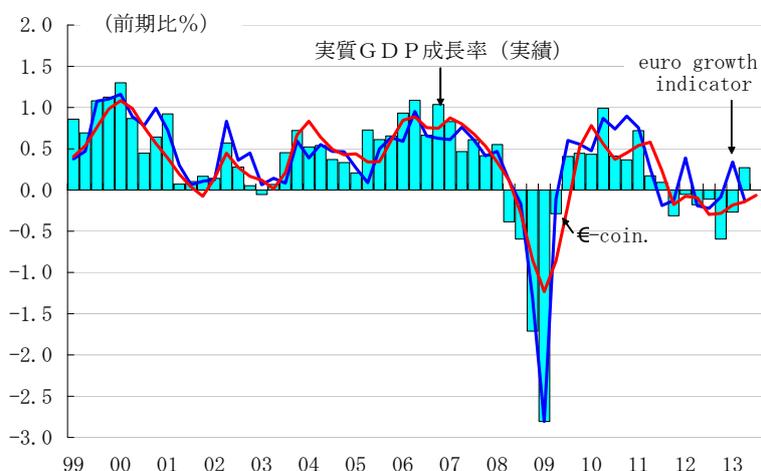
## ( ユーロ圏の景気回復の持続力は慎重に評価する必要 )

しかしながら、4～6月期の成長率のプラス転化を過大に評価すべきではない。この先も回復は続くと思われるが、そのペースは緩やかに留まるだろう。1～3月期の成長を押し下げた天候要因の反動や、前年比でのエネルギー価格低下やユーロ高によるインフレ率の一時的な鈍化(図表1-2)などの影響で押し上げられた面があるからだ。4～6月期の成長率は、欧州の有力シンクタンクで構成するユーロフレームのユーロ圏成長指数や、イタリア中央銀行の€-coinなど、欧州委員会のサーベイ調査や経済指標、市場のデータを元に推計した予測値よりもかなり強いものであった(図表1-1)。7～8月も実質GDPと連動性が高い総合PMIは活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を上回っており、欧州委員会景況感指数も長期平均からの下振れ幅が順調に縮まっており、ユーロ圏経済が全体として持ち直していることは確かだ。

また、ユーロ圏全体で実質GDPと雇用の水準は、世界金融危機前のピークをおよそ3%下回っている(表紙図表参照)。失業率もユーロ導入以来の高水準である12.1%で高止まったままで、本

格回復からは程遠い段階である。

図表 1-2 ユーロ圏実質GDPと先行指標



(注) €-coin.は各四半期の平均値(直近は7~8月の平均値)を図示

(資料)欧州委員会統計局、ユーロフレーム、イタリア中央銀行

### ( 国ごとの格差も依然として大 )

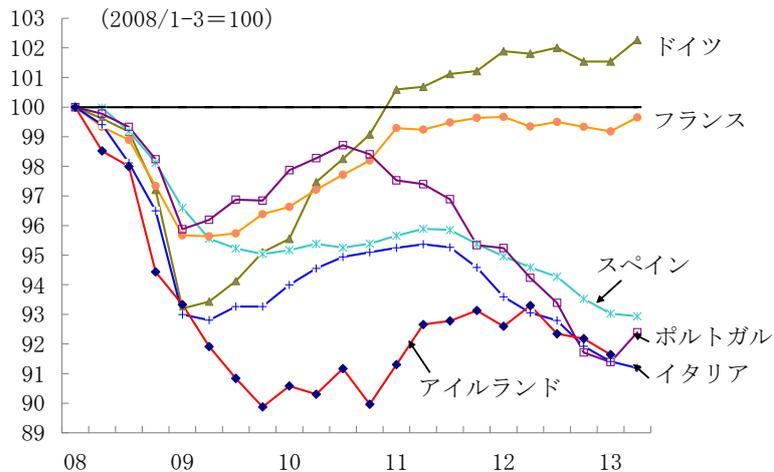
域内の成長・雇用の格差についても縮小の兆しは乏しい。4~6月期の実質GDPのプラス転化は債務危機に見舞われた国々の落ち込み幅の縮小が貢献した部分もあるが、それ以上にドイツ、フランスという両大国の牽引力が大きい。

危機国では、ポルトガルが前期比1.1%と実に11四半期ぶりのプラス成長となり、イタリア、スペイン、ギリシャも落ち込み幅が縮小した。ただ、世界金融危機後の落ち込みから殆ど回復しないまま、再度の景気後退に陥っていた債務危機国の実質GDPの水準はピークを大きく下回っている(図表1-3)。

他方、すでにピークの水準を回復しているドイツは4~6月期に前期比0.7%と加速、フランスも同0.5%成長でピーク時の水準に大きく近づいた。

雇用面での域内の格差も縮小の兆しは見えない(図表1-4)。ドイツの雇用は世界金融危機後の調整局面の後、拡大に転じ、ピークを更新し続けている。他方で、ギリシャとスペインの雇用は、世界金融危機前の08年1~3月期をおよそ20%、アイルランドポルトガルはおよそ15%下回っている。労働市場が柔軟で調整スピードが速いアイルランドでは回復傾向が見られるが、極めて低い水準にあり、南欧の国々では下げ止まりの兆しは見えていない。

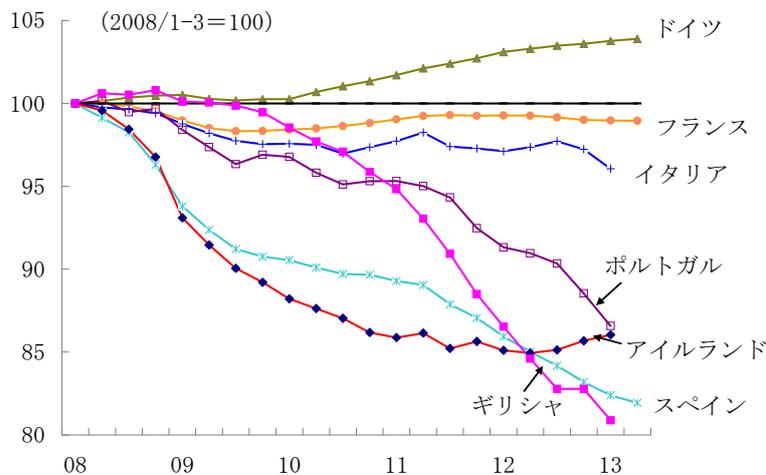
図表 1-3 独仏と債務危機国の実質 GDP



(注) ギリシャは実質 GDP の季節調整値を公表していないため図示していない

(資料) 欧州委員会統計局

図表 1-4 独仏と債務危機国の雇用



(資料) 欧州委員会統計局

**( 成長率は 2013 年マイナス 0.3%、14 年 0.9%のプラス成長が期待。リスクは引き続き下方 )**

2013 年後半のユーロ圏経済は、全体としては引き続き市場環境の改善と財政緊縮圧力の緩和、米国や日本など先進国経済の回復に支えられた緩やかな回復基調を辿ると予想される。

2013 年のユーロ圏の年間成長率は 2012 年末にかけての成長の落ち込み加速と年前半のマイナス成長が響くため、前年比マイナス 0.3%と 12 年に続くマイナス成長となる見込みだが、2014 年は 0.9%成長への回復が期待される (図表 1-6)。

景気の先行きに対するリスクは引き続き下方にある。ユーロ圏固有の要因としては債務危機に見舞われた国の回復が軌道に乗らないことである。債務危機国では、財政と経常収支の双子の赤字の

削減が進んでおり、規模こそ縮小しつつあるものの、財政健全化は継続せざるを得ない。金融政策面では、ECBが超低金利政策を継続すると見込まれるが、危機国では長期不況で銀行の不良債権が増大、バランス・シートの調整を必要としているため、緩和効果が届き難くなっている。経済の建て直しと競争力の回復に必要とされる労働市場の改革は、短期的には雇用・賃金の調整を通じて景気を下押しする効果がある。

域内の成長と雇用の格差を是正しつつ、持続的な成長軌道に復帰するためには、ユーロ圏内の銀行行政の一元化を目指す銀行同盟への取り組みが引き続き期待される。銀行同盟には、銀行の経営内容の透明性と信用力を高め、金融政策の波及を妨げる域内銀行市場の分断を解消する効果がある。

銀行同盟は、単一の銀行監督制度（SSM）、共通の銀行破綻処理制度（SRM）と預金保険制度（SDG）という3つの構成要素で進捗状況にばらつきがあり、14年秋と見込まれるSSM発足時には、破綻処理のための共通の財源を備えることは難しい見通しである。不完全な銀行同盟の発足には、財政と銀行が相互に悪影響を及ぼしあう状態が続くリスクを伴う。このため、SSMの立ち上げ前に予定されている域内銀行の資産査定とストレス・テストを厳格、且つ、透明な手続きで実施すると同時に、欧州安定メカニズム（ESM）を通じた銀行への直接支援などの枠組みも弾力的に活用することが重要である。

ユーロ危機克服のための域内の統合進化の進展には、9月22日の総選挙後に発足するドイツの新政権に期待される役割は大きい。

図表 1-6 ユーロ圏予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年	2012年				2013年				2014年			
		(実)	(予)	(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)	(予)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	▲0.6	▲0.3	0.9	1.4	▲0.2	▲0.5	▲0.7	▲1.0	▲1.0	▲0.5	▲0.2	0.4	0.8	0.7	0.9	1.1
	前期比年率%	▲0.6	▲0.3	0.9	1.4	▲0.4	▲1.1	▲0.4	▲1.9	▲0.6	1.2	0.5	0.6	0.9	1.0	1.1	1.4
内需	前年比寄与度	▲2.2	▲0.8	0.8	1.3	▲1.7	▲2.3	▲2.4	▲2.2	▲1.9	▲1.0	▲0.5	0.2	0.5	0.7	0.8	1.0
民間最終消費支出	前年比%	▲1.5	▲0.5	0.8	1.3	▲1.3	▲1.3	▲1.7	▲1.5	▲1.3	▲0.6	▲0.4	0.2	0.6	0.7	0.8	1.0
固定資本形成	〃	▲3.9	▲3.4	0.9	1.5	▲2.6	▲3.7	▲3.9	▲4.5	▲5.6	▲3.5	▲3.0	▲1.7	0.8	0.8	1.0	1.2
外需	前年比寄与度	1.5	0.5	0.1	0.1	1.5	1.8	1.7	1.2	0.9	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	2.5	1.6	1.6	1.7	2.7	2.5	2.5	2.3	1.9	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
失業率	平均、%	11.4	12.1	12.3	12.2	10.9	11.3	11.5	11.8	12.0	12.1	12.1	12.2	12.2	12.3	12.3	12.2
ECB市場介入金利	期末、%	0.75	0.50	0.50	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
ドイツ10年国債利回り	平均、%	1.5	1.7	2.3	2.7	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4	1.8	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5
対ドル為替相場	平均、ドル	1.28	1.31	1.30	1.29	1.31	1.28	1.25	1.30	1.32	1.31	1.32	1.29	1.29	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	103	128	136	141	104	103	98	105	122	129	130	132	134	137	137	138

南欧を中心とする高失業国では、労働市場改革と同時に積極的労働市場政策（ALMP）の強化も期待される。昨年6月のEU首脳会議における「成長雇用協定」での合意に続き、今年6月の首脳会議では、EU予算を有効に活用し、卒業から4カ月以内の若年失業者に良質の雇用、教育、見習い研修の機会を提供する「若者保証制度」などの若年雇用対策で合意している。これらの枠組みを効果的に活用し、危機国の構造調整の痛みを緩和し、持続可能な成長軌道への復帰を促すことが、ユーロ圏全体の安定のために重要である。

域外経済が底固く推移することもユーロ圏経済の緩やかな回復持続の条件である。米連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和の縮小が新興国経済に及ぼす影響、中国経済の回復が期待に届かないリスクには警戒が必要である。また、中東・北アフリカ情勢の緊迫化などにより原油価格の上昇

はインフレ率の上振れを通じて、景気を下押しするリスクがある。

回復の初期の段階にあるユーロ圏経済は外部環境の悪化に対して脆弱だが、債務危機が再燃し、世界的な金融混乱の引き金となるリスクは大きく後退している。ユーロ圏全体の経常収支は黒字転化、危機国の経常赤字の削減も進んでおり、欧州中央銀行（ECB）の国債買い入れプログラム（OMT）も含めて金融安全網が強化されているからである。同様に、今後本格化するギリシャの追加支援を巡る協議が難航した場合にも、他の債務国に及ぼす影響は限られる見込みである。

### （ ECBは超低金利政策を継続 ）

ECBは、7月の政策理事会で、「政策金利は長期にわたり（an extended period of time）、現在の水準か、それよりも低い水準に留まる」とのフォワード・ガイダンスを導入した。ドラギ総裁は、導入当初、新たなガイダンスについて「インフレ見通し、経済指標、金融指標（マネー総量と信用のフロー）の3つの変数から予見可能な将来の政策金利のバイアスは下方」であることを示すもので、「オペ金利の下限は0.5%ではない」、「マイナスの預金金利も含めて、他の政策金利の引き下げも排除しない」と述べていた。導入当初は市場でも追加利下げ観測が根強かったものの、4～6月期GDPのプラス転化や一連のサーベイ調査の改善などで、追加緩和観測は後退し、むしろ金利上昇期待を牽制する必要が生じている。

既述のとおり、ユーロ圏経済の回復は極めて緩やかなペースであり、内生的なインフレ圧力も弱い。債務危機国では生産活動と雇用の水準もピーク比で極めて低い水準に留まったままだ。銀行同盟の始動で域内銀行市場の分断解消に向けて歩み始める前にECBが政策金利の引き上げに動くことは考え難く、少なくとも15年までは政策金利を据え置くだらう。

他方、非標準的政策については、3年物資金供給の前倒し返済などによる自動的な縮小を容認している。過剰流動性は、すでに2度目の3年物資金供給後のピークである8000億ユーロから2500億ユーロまで縮小している。ECBは、過剰流動性縮小の動きが市場金利に及ぼす動向を注視し、必要に応じて追加措置を講じ、市場金利の過度な上昇を抑制するものと思われる。

（注1）ECBのフォワード・ガイダンスについては経済・金融フラッシュ No.13-072「7月ECB政策理事会：フォワード・ガイダンスを導入」、非標準的手段の縮小に関しては同 No.13-114「9月ECB政策理事会：経済見通し上方修正も政策金利の下方バイアスは維持」をご参照下さい。

## 2. イギリス経済

### （ 4～6月期は前期比0.7%成長に加速。回復の裾野が広がる ）

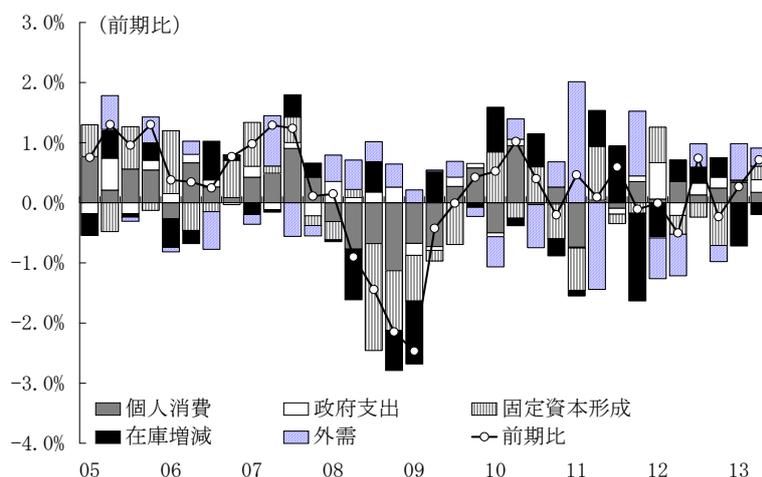
4～6月期のイギリス経済の成長率は前期比0.7%に加速、2四半期連続のプラス成長となった。世界金融危機と国内の住宅バブル崩壊による景気の急激な落ち込みからの回復一巡後の一進一退の局面をようやく脱しつつある（図表2-1）。

景気回復の裾野も広がりつつある。4～6月期は最大の需要項目である個人消費が、雇用の緩やかな拡大とマインドの改善に支えられ前期比0.4%増加、引き続き成長に貢献した他、成長を下押し

しし続けてきた固定資本形成が同 1.7%増と高い伸びとなり成長に貢献した。

外需の成長への寄与度は 0.3%で 1～3 月期の同 0.6%を下回ったが、内容は 4～6 月期の方が遥かに前向きである。1～3 月期のプラス転化の主因は輸入の減少が続いたことにあったが、4～6 月期は、輸出の伸びが同 3.6%で輸入の同 2.5%を上回った。

図表 2-1 イギリスの需要項目別実質 GDP の推移



(資料) ONS

### ( イングランド銀行は失業率7%を出口戦略開始の目処とするフォワード・ガイダンスを導入 )

中央銀行のイングランド銀行(BOE)は7月に前カナダ中銀総裁のカーニー氏を新総裁に迎え、8月の金融政策委員会(MPC)でフォワード・ガイダンスを導入した<sup>(注2)</sup>。BOEのガイダンスは、失業率7%を金融緩和の出口戦略開始の目処とするもので、失業率が7%を下回るまでは0.5%の政策金利を維持、現在3750億ポンドの資産購入残高の削減も行わないというものである。

BOEのガイダンスは、すでに4年以上にわたり継続されている超低金利政策を向こう3年間維持するという方向を示したものである。イギリスの失業率は現在7.8%と5%台で推移していた金融危機前の水準を遥かに上回る水準で高止まっている(図表2-2)。BOEは、8月の「インフレ報告」で、2016年までは7%を上回る確率が高いとの予測を示しており、今後の失業率の低下ペースを慎重に見ている。

BOEのガイダンスの意図は、景気回復の初期の段階における金利上昇圧力を抑制にあったが、意図に反して、金融緩和縮小前倒しの観測が広がりやすくなっている。イギリスでは、インフレ率が、世界金融危機以降、ほぼ一貫してインフレ目標の2%を上回る水準で推移してきた。直近の7月のインフレ率も前年同月比2.8%で、ガイダンスを停止する「ロックアウト条項」の1つである2.5%を超える水準にある。このところ景気の回復を示す指標が相次いでいることに加えて、インフレ率が上振れしやすいことも、ガイダンス停止の可能性が意識されやすい要因と考えられる<sup>(注3)</sup>。

(注2) BOE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「イングランド銀行のフォワード・ガイダンスー失業率7%が超低金利政策解除の目処ー」](#) をご参照下さい。

(注3) 3つのロックアウト条項のうち2つはインフレ率に関するものである。1年半から2年先のインフレ率が2.5%を

超える確率が高まった、あるいは、中期の物価安定が損なわれたと金融政策委員会（MPC）が判断した場合にガイダンスは停止される。

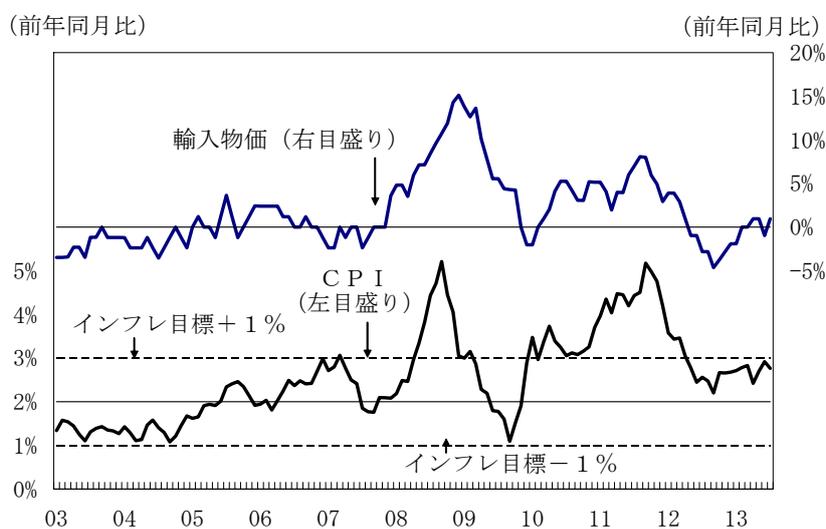
図表 2-2 イギリスの失業率



(注) 各月直近3カ月の平均値

(資料) ONS

図表 2-3 イギリスのインフレ率



(資料) ONS

**( 景気回復ペースは緩やか。BOEは緩和縮小に慎重姿勢を採らざるを得ない )**

イギリス経済は長く続いた一進一退の局面を抜け出し、緩やかな回復軌道を維持すると見込まれるが、成長率は 2013 年が前年比 1.1%、2014 年は 1.8%と回復のペースは緩やかである。失業率に代表される余剰生産能力の解消にも時間を要する見通しである。国内における官民のバランス・シート調整の圧力は残存しており、財政健全化への取り組みは規模こそ縮小するものの、景気の下

押し圧力となる。外部環境も楽観はできない。ユーロ圏は下げ止まりつつあるが、力強さを欠いており、米国の金融緩和の縮小や新興国経済の減速といった新たなリスクもある。

ようやく軌道に乗り始めた景気の回復は超金融緩和策と住宅・株価など資産価格の上昇に支えられた部分も多く、BOEは金融緩和の縮小には慎重に取り組まざるを得ない。出口戦略の開始は2015年以降になるだろう。

先行きも内生的なインフレ圧力は弱く、インフレ率は2%の目標に向けた鈍化が見込まれる。中東・北アフリカ情勢の緊迫化などにより原油価格の上昇が進んだ場合に上振れるリスクは残る。インフレの振れは実質可処分所得の抑制を通じて個人消費の抑制要因となりやすく留意が必要である。

図表 2-4 イギリス予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年	2012年				2013年				2014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)	(予)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.2	1.1	1.8	1.8	0.6	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	0.3	1.5	1.1	1.7	1.8	1.5	1.7	2.0
	前期比年率%	0.2	1.1	1.8	1.8	▲ 0.0	▲ 2.0	3.0	▲ 0.9	1.1	2.9	1.3	1.4	1.6	1.9	2.0	2.4
消費者物価(CPI)	〃	2.8	2.7	2.4	2.1	3.5	2.8	2.4	2.6	2.8	2.7	2.8	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2
失業率	平均、%	7.9	7.7	7.4	7.1	8.2	8.0	7.8	7.8	7.8	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	7.3	7.2
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	0.50	0.50

(注) 失業率はBOEのフォワード・ガイダンス導入に伴い今回からLFSベース(ILO基準)に変更した

(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。