

# Weekly エコノミスト・ レター

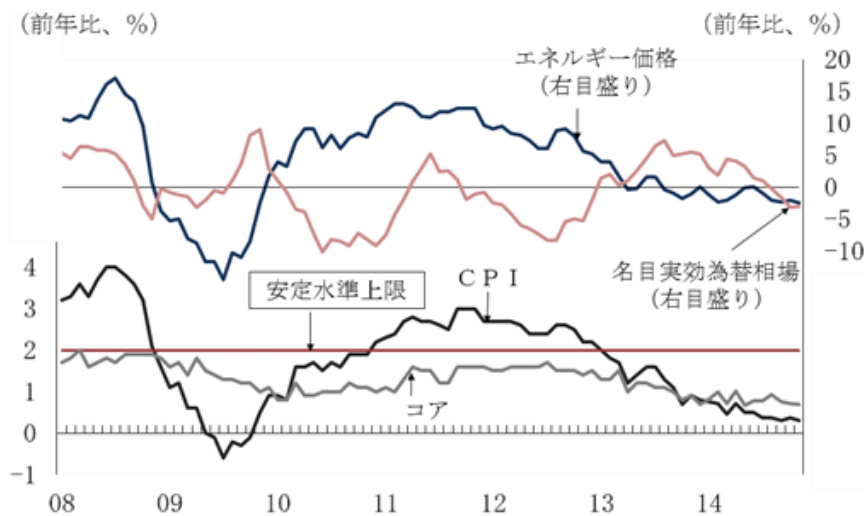
## 欧州経済見通し

～ユーロ圏：強まるデフレ懸念。政策対応を強化／  
英国：GDPギャップ解消へ～

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

1. 2014年のユーロ圏の実質GDPは0.8%と3年振りにプラス成長に転じる見通しだが、GDPギャップの縮小は殆ど進まず、デフレ懸念が強まった。15年入り後もしばらくは原油価格下落のため超低インフレが続き、インフレ期待の下振れが心配される。
2. 15年は、ECBによる金融緩和の強化とこれに伴うユーロ安、EUの投資プロジェクトの始動、財政緊縮圧力の緩和、さらに最大の輸出相手国である米国経済の回復などから、実質GDPは前年比1.1%、16年は同1.6%に回復し、GDPギャップは徐々に縮小する。
3. 2015年のインフレ率は平均1バレル=75ドル程度の原油価格が続くと想定した場合、年間で0.4%まで低下するが、16年はその反動とGDPギャップの縮小で1.6%まで回復しよう。
4. 英国は内需主導で回復しているが、インフレ率は輸入物価の影響で鈍化しており、実質賃金のプラス転化が視野に入ってきた。15年の成長率は14年の3%を下回るものの、潜在成長率を上回り、GDPギャップの解消が見込まれる。BOEは7～9月期に利上げを開始、5月総選挙は二大政党離れ、EU離脱問題で市場の関心を集めよう。

長期化する超低インフレ～本来プラス要因の原油価格低下もインフレ期待への影響が懸念～



(資料) 欧州委員会統計局

# 1. ユーロ圏：強まるデフレ懸念。政策対応を強化

(2014年は0.8%成長、GDPギャップの縮小は進まず)

2014年入り後のユーロ圏の実質GDPは1～3月期が前期比0.3%（前期比年率1.2%）、4～6月期は同0.1%（同0.3%）、7～9月期同0.2%（同0.6%）とごく緩やかな拡大が続いてきた。

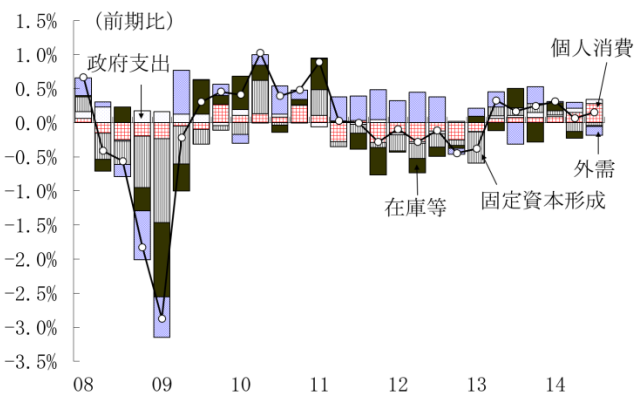
10～12月期も7～9月期並みの成長は続いたと思われる。実質GDPと連動性が高い指標の1つである総合PMI（購買担当者指数）は、10月52.1、11月51.4と生産活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を幾分上回る水準で推移している。

14年の年間の実質GDPの成長率は0.8%程度に落ち着く見通しだ。3年振りのプラス成長とは言え、経済全体の供給力を示す潜在成長率を辛うじて上回る程度のペースであり、財政危機で拡大したGDPギャップの縮小は殆ど進まなかった。

需要面では個人消費の概ね順調な回復の半面、世界金融危機～債務危機で大きく落込んだ固定資本形成が4～6月期、7～9月期に再びマイナスに転じ、期待を大きく下回った（図表1-1）。

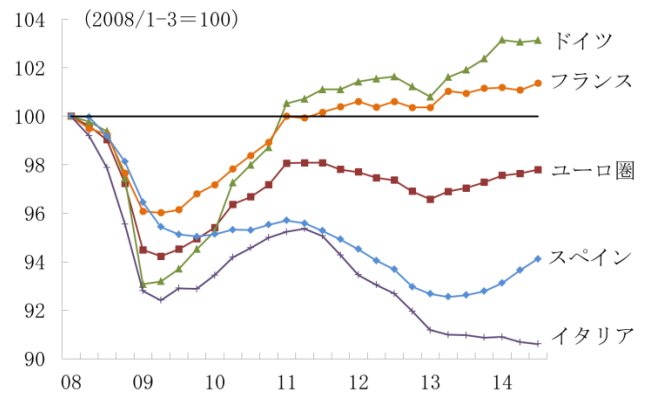
国別には、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランドなど債務危機で深刻な景気後退に陥った周辺国の回復が続いたが、ドイツ、フランス、イタリアは期待を下回った（図表1-2）。イタリア経済の停滞は低い生産性、フランス経済の伸び悩みは高コスト体質に原因がある。持続的な成長軌道に乗るためには構造改革を必要としている。ドイツの減速は、ウクライナを巡るロシアとの関係悪化という地政学的なリスクの高まりや中国など新興国の成長鈍化という外部要因の影響が大きい。

図表1-1 ユーロ圏の需要項目別実質GDP



(資料)欧州委員会統計局

図表1-2 ユーロ圏の実質GDP



(資料)欧州委員会統計局

(続く低インフレ。本来はプラスのエネルギー価格下落もインフレ期待への影響が懸念)

インフレ率は2013年10月以降、前年同月比で1%を割り込んでおり、14年は年間で前年比0.5%と欧州中央銀行（ECB）が安定的と見る「2%以下でその近辺」を大きく下回る見込みだ。

インフレ率低下のきっかけはエネルギー価格の下落にあり、ユーロ高も輸入物価を押し下げた。うち、ユーロ相場は、ECBが追加の金融緩和の方針を打ち出し始めた3月を転換点に修正されずで前年比では物価押し上げ要因に転じている。しかし、世界的に原油価格が急低下しているため、エネルギー価格の下落は止まっていない（表紙図表参照）。

ユーロ圏は、エネルギーを域外に依存しているため、本来、エネルギー価格の下落は、実質可処分所得を通じて、成長にプラスに働くはずだ。しかし、大幅なGDPギャップを抱える状況では、

低インフレが長引くことで、インフレ期待がさらに低下し、需要を抑制、供給力の拡大を阻むリスクが強く意識されている。

### （ ECBは非伝統的手段の拡張で1兆ユーロのバランス・シート拡大を目指す ）

欧州中央銀行（ECB）の政策金利は今年6月と9月の利下げですでに下限に達した。ECBは超低インフレの長期化によるインフレ期待の下振れへの対応として、非伝統的政策を通じて向こう2年間でバランス・シートを3兆ユーロまでおよそ1兆ユーロ引き上げる方針を表明している。

ECBの非伝統的政策は、現時点では、①14年9月から16年6月まで合計8回実施、18年9月を償還期限とするターゲット型資金供給（TLTRO）、②資産担保証券（ABS）の買入れ、③金融機関が発行するカバードボンドの3本柱からなる。12月4日開催の政策理事会では新たな政策決定はなかったが、15年初に政策の見直しを行う方針を確認したことで、「国債購入による本格的な量的緩和」への市場の期待をつないだ<sup>（注1）</sup>。

ECBが政策決定を15年初に先送りした理由の1つは、原油価格急落の影響を見極める時間が必要だったことにあるが、もう1つ、今月11日に2回目のTLTROを控えていることもあった。

2回目のTLTROが、来年1月末、2月末の3年物LTROの償還額（2800億ユーロ余り）を大きく上回らない限り、従来の枠組みではバランス・シート目標の達成には不十分と判断せざるを得なくなり、何らかの追加措置に動くことを迫られよう。

（注1）12月の政策理事会の内容については、経済金融フラッシュ No.14-167「[12月ECB政策理事会：15年初に政策効果を再評価、規模、ペース、構成比を見直しへ](#)」をご参照下さい

### （ 強まる国債買い入れ開始への期待 ）

ECBの国債購入に関しては、一般に指摘される財政ファイナンスの懸念の他にも、EU運営条約123条の「救済禁止条項」に抵触するリスク、共通債がなく、均質ではないユーロ圏の国債市場でどのように購入する国債を選択するのかなどユーロ圏固有のハードルがある。

ただ、これらのうち、流通市場での購入であれば救済禁止条項には抵触せず、ECBの出資比率をベンチマークとし、担保評価の枠組みを活用すれば、選択の問題もクリアされと考えられるようになっている。ECBの最大の出資国であるドイツは、一貫して国債購入に反対の立場を表明しているが、ドラギ総裁は12月の政策理事会後の記者会見で「量的緩和の決定に全会一致は必要ない」と述べ、理事会内のコンセンサスが形成されれば、例えドイツが反対の立場を維持しても、国債を含む量的緩和を決定することは可能との見解を示した。

ECBが非伝統的手段に国債を含めるか否かによる大きな違いは、バランス・シート目標の達成可能性が高まることにある。3年物資金供給の前倒し償還が続く影響もあって、ECBのバランス・シートは、未だ実際には拡大に転じていない。しかし、今後の緩和強化への期待から、ユーロ相場は低下、国債利回りは、支援卒業問題を抱えるギリシャを除いて全般に低下、社債・金融債市場にも緩和期待の効果は波及し、株価も下支えられている。

### （ 包括査定終了、銀行同盟始動でも、銀行を通じた金融政策波及には限界 ）

他方、当初の段階でECBが重視していた銀行貸出の回復の兆しは見えない。10月には貸出抑制の一因となってきたECBによる銀行の包括査定が終了、11月には一元的な銀行監督体制が始動し、母国監督当局の信用格差が銀行の経営に影響を及ぼす度合いが低下したため、金融政策の効果は従来よりも浸透しやすくなったはずだ。

しかし、国債買い入れを開始したとしても、その効果が、銀行貸出の増加を通じて、中小や零細企業等に波及することは考え難い。民間の過剰債務、新たな自己資本比率などへの銀行のバランス・シート調整のニーズが残っているからだ。

**( バランス・シート拡大策がEUの投資基金への資金動員にも効果を及ぼす可能性も )**

ECBが、バランス・シート拡大策に転じた背景には、財政健全化と構造改革、銀行を通じた金融政策の波及を期待するという従来の政策の枠組みだけでは、ユーロ圏が抱えるGDPギャップの解消と潜在成長率の引き上げに弾みをつけることは困難であることがはっきりしてきたからだろう。

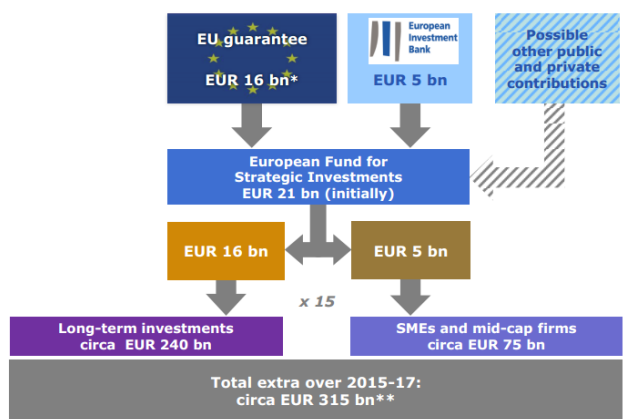
国債を買入れ対象資産に加えてバランス・シート拡大の達成可能性を高めることは、ユーロ圏の現状打開の切り札とは言えないまでも、市場を通じた一定の効果を期待することはできる。

ユーロ安には、輸出促進や資本流入の拡大を通じて、圏内全体の成長の下支えになる。輸入物価上昇、特にエネルギー価格上昇という弊害は、世界的原油価格の下落で抑えられよう。

企業や銀行の資金調達コストを引き下げ、バランス・シート調整を促す効果もある。

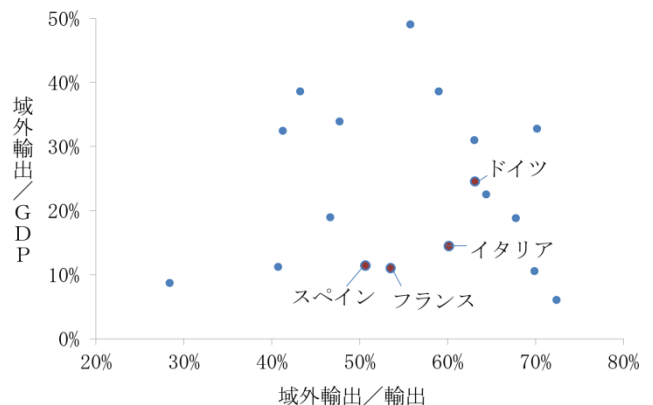
さらに、欧州委員会のユンケル委員長が提案し、今年18日～19日のEU首脳会議での承認、15年6月の立ち上げを目指す3150億ユーロの「戦略的投資のための欧州ファンド (European Fund for Strategic Investments)」への長期資金動員効果も期待される (図表1-3)。

図表1-3 「戦略的投資のための欧州ファンド」の仕組み



(資料)欧州委員会「欧州のための投資計画」14年11月

図表1-4 ユーロ参加国の域外輸出比率



(注) 2013年実績 (資料) 欧州委員会統計局

景気低迷が深刻なイタリアの場合、構造改革の成果が表れるまでにはなお時間が必要であり、追加緩和による下支えは必要だ。ユーロ安の恩恵は、イタリアのように輸出に占めるユーロ圏外の比重が高く、しかも、GDPに占める輸出の比重が高いために相対的に大きい (図表1-4)。イタリアのように政府債務残高が大きい国にとって、国債利回りの低下による財政の負担軽減効果も大きい。相対的に格付けが低いイタリアの場合、ハイ・イールド債の起債環境の改善からも、大企業を中心とはなるものの、恩恵が期待できよう。

**( しかし、国債購入を主軸とすることは困難 )**

ユーロ圏の物価の下振れが続く一方、ドラギ総裁の意欲的な姿勢もあり、市場では、ECBが来

年3月にも国債買入れを開始、本格的な量的緩和に踏み込むとの期待が高まっている。

但し、政策理事会内でコンセンサスが形成され、国債を買い入れ対象資産に含める決定をしたとしても、現在のユーロ圏の国債市場の構造から考えて、英国のようもっぱら国債を買い入れるような量的緩和を実施することは困難である。様々な資産を組み合わせる形を採ることになるだろう。「本格的な量的緩和」というイメージとはやや異なったものとなるように感じられる。

### （ユーロ圏が目指す成長にやさしい協調的財政政策—政策協調は理想に留まる）

GDPギャップの縮小に向けて需要の創出が期待されるものの、EU、特にユーロ圏では、財政危機を教訓として、ルールの一連の法体系は強化されたばかりであるため、積極的な財政政策への転換は困難である。とは言え、財政緊縮策は多くの国で山を越えたため、全体の政策スタンスは中立的なものとなりつつあり、「成長にやさしい協調的な財政政策」を目指すようになってきている。

「成長にやさしい財政政策」は、主としてルールの枠内で歳入構造の見直しを行うことを指す。消費税や環境税、資産・財産税は引き上げ、課税ベースを拡大する一方、法人税・所得税は減税、社会保険料負担を軽減することで労働や雇用、設備投資への重石を取り除く取り組みだ。

「協調的な財政政策」は、フランスなどが主張してきたもので、圏内で財政ルールに抵触する国が緊縮に取り組む一方、余力のある国は財政出動で景気を下支えしようというものだ。現時点では、前者に相当するのが、財政赤字削減が遅れるフランス、過大な債務を抱える財政危機国やイタリア、ベルギーなどで、後者にはドイツが相当する。

15年度の暫定予算案について、EUの欧州委員会はフランス、イタリア、ベルギーには約束した改革の実行状況を15年3月に再審査するとし、12月8日のユーログループ(ユーロ圏財務相会合)は、この方針を承認した。フランスの財政赤字削減目標の2年先送り(15年→17年)は、重大な違反の扱いとはせず、微修正を条件に受け入れることで決着が図られつつある。但し、フランスが景気低迷下での財政健全化措置の継続という厳しい環境に置かれることは変わらない。

他方、財政に余力が認められるドイツに対して、欧州委員会は、公共投資の社会的利益の方が投資資金の調達コストよりも大きいと、財政出動が望ましいという意見を表明したが、ユーログループは、ドイツの暫定予算案がルールに適合することと、「遅すぎて小さすぎる」と批判される16年スタートの100億ユーロの公共投資計画に歓迎の意を表明するに留まった。

そもそも、EUの財政ルールは、過剰な赤字と債務の是正と未然防止のためのものである。本格的に「協調的財政政策」を目指す場合には、新たなルールや枠組みが必要だ。

### （15年は成長率、インフレ率ともに緩やかな回復）

2015年もユーロ圏の回復は続くが、しばらくはごく緩やかなペースに留まりそうだ。財政危機国の回復基調は続くが、過剰債務の調整圧力は残存しており、ユーロ圏第2位のフランスで財政緊縮が続く、フランス、イタリアの構造改革は、まだ効果が発揮される段階にはない。ドイツ等の北部に影響を及ぼしたウクライナ情勢、対ロシア関係など地政学的なリスクも、一層の悪化は回避すると期待されるが、解消には至らず、投資マインドの重石となりそうだ。

しかしながら、景気の一層の下振れは回避し、15年半ばからは回復のペースが幾分加速するだろう。ECBの金融緩和の強化とこれに伴うユーロ安、EUの投資プロジェクトの始動、財政緊縮圧力の緩和、さらに域外最大の輸出相手国である米国経済の回復は、ユーロ圏の回復を後押しする材料となる。

実質GDPは、14年の前年比0.8%から15年は同1.1%、16年は同1.6%となり、GDPギャップ

プは、解消はしないものの、縮小に向かう。

インフレ率は、原油価格次第の面もあるものの、2015年平均で1バレル=75ドル程度という緩慢な持ち直しを想定する場合、15年のインフレ率は0.4%となるだろう。16年は同80ドルまで戻すとの前提では、域内のGDPギャップ縮小も加わって、インフレ率の上昇ピッチはやや加速し、年間で1.6%となろう。

ECBは、非伝統的手段の規模、ペース、構成比を弾力的に見直しながら、予測期間中は極めて緩和的な環境を維持する見通しである。他方で、米連邦準備制度理事会（FRB）は、14年10月に量的緩和を停止、15年には利上げに着手するため、対ドルでのユーロ安基調が続き、15年は年間で1ユーロ=1.23ドル、16年は1ユーロ=1.21ドルとなろう。ECBの金融緩和の規模やペースは日銀を下回る見通しであり、対円ではユーロ高基調が続くだろう。

図表1-5 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)	(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)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	▲0.5	0.8	1.1	1.6	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7	1.0	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7
	前期比年率%	▲0.5	0.8	1.1	1.6	1.3	0.3	0.6	0.6	1.1	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6
内需	前年比寄与度	▲0.9	0.7	1.1	1.6	0.9	0.8	0.6	0.7	0.7	1.0	1.1	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
民間最終消費支出	前年比%	▲0.6	0.9	1.2	1.4	0.5	0.7	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
固定資本形成	"	▲2.3	0.7	1.0	2.3	2.3	0.9	0.1	▲0.4	▲0.3	0.8	1.6	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3
外需	前年比寄与度	0.4	0.1	▲0.0	0.0	0.2	0.0	0.2	▲0.0	▲0.0	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	1.3	0.5	0.4	1.6	0.7	0.6	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4	0.7	1.2	1.5	1.7	1.8
失業率	平均、%	12.0	11.6	11.3	10.9	11.8	11.6	11.5	11.5	11.4	11.3	11.2	11.1	11.4	11.3	11.2	11.1
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
ドイツ10年国債利回り	平均、%	1.6	1.2	1.1	1.4	1.6	1.4	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.33	1.23	1.21	1.37	1.37	1.33	1.25	1.23	1.23	1.22	1.22	1.22	1.21	1.21	1.21
対円為替相場	平均、円	130	141	146	149	141	140	138	143	145	146	146	148	149	149	149	150

## 2. 英国：GDPギャップ解消へ

### ( 2014年の成長率は世界金融危機後で初めて3%台に乗る見通し )

2014年の英国経済は1～3月期が前期比0.7%、4～6月期が同0.9%、7～9月期が同0.7%と概ね順調な回復が続いた。成長は内需が主導しており、個人消費の寄与度が最大である。固定資本形成も足もとの伸びは幾分鈍化しているが、8四半期にわたって拡大が続いている。外需はポンド高や結びつきが強いユーロ圏の伸び悩み、新興国経済の減速で輸出が減少、寄与度もマイナスとなっている(図表2-1)。10～12月期も成長の勢いはさほど衰えておらず、14年の年間の成長率は世界金融危機以降で初めて3%台に乗る見通しだ。

### ( インフレ率は鈍化、実質賃金プラス転化も視野に入る )

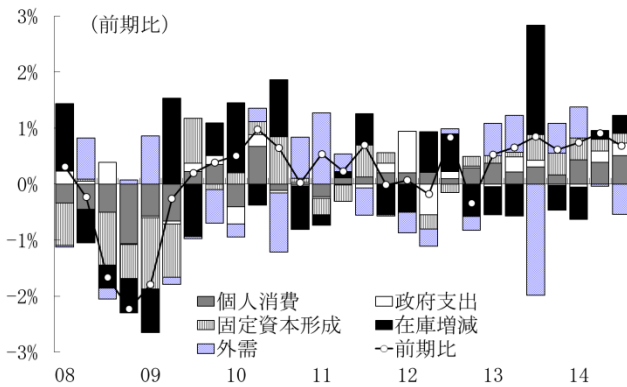
インフレ率(CPI)は中央銀行のイングランド銀行(BOE)の目標水準である2%を下回っている。14年入り後、利上げ期待からポンド高が進み、輸入物価が下落したことが響いた。

インフレ率の鈍化の一方、賃金の伸びは上向き兆しがある。賃金の主要な指標である賞与を含まない週当たり平均賃金上昇率は9月単月では前年同月比1.8%に回復、9月までの前3カ月平均値では1.3%と10月のインフレ率と並んだ(図表2-2)。実質賃金のプラス転化が視野に入ってきた。

**( GDPギャップの解消が期待される 2015 年。BOEは 15 年 7~9 月期に利上げ開始)**

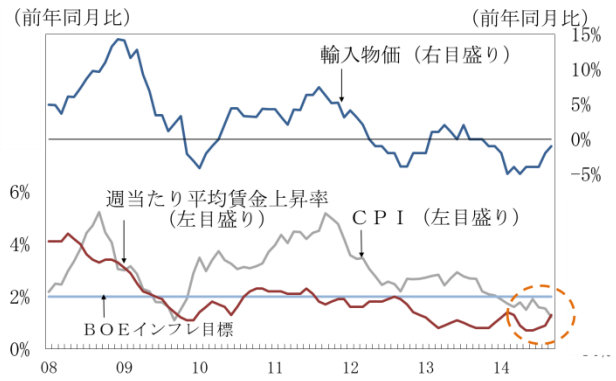
15 年の成長率は、ユーロ圏経済の回復が緩やかに留まることに加え、BOEの利上げ開始もあって、景気拡大のペースはいささか鈍化する。それでも、潜在成長率を上回るペースは維持、世界金融危機以降初めて、GDPギャップが解消する見通しだ。失業率は、11 年のピーク時の 8.4%から 14 年 7~9 月は 6%まで低下してきたが、15 年半ばにはBOEが均衡水準と見る 5.5%に達するだろう。

図表 2-1 英国：実質GDP



(資料)ONS

図表 2-2 英国：物価と週あたり賃金



(注) 週あたり平均賃金は賞与を含まないベース、前3カ月の平均値

(資料)ONS

**( BOEは 15 年 7~9 月期に利上げ開始)**

BOEは12月の金融政策委員会(MPC)で政策金利を過去最低の0.5%、国債等の資産購入による量的緩和の残高を3750億ポンドで維持することを決めた。BOEの出口戦略の原則の1つが利上げ開始前に資産残高の削減は行わないというものであり、当面の焦点は利上げ開始のタイミングである。

今年8月以降、MPCの9名の委員のうち2名が25bpの利上げに票を投じているが、利上げの開始時期に関する市場の期待は、前回9月の予測時点に比べると後ずれしている。インフレ率の鈍化や外部環境の不透明感の高まりに伴う変化である。

今回の予測では7~9月期には利上げに着手すると考えた。15年入り後も、インフレ率は、ポンド高や世界的な原油価格の値下がりという外的要因の影響で、BOEの目標水準を下回る推移が続くが、GDPギャップの縮小に対応し、金融政策正常化への一步を踏み出すと見た。

図表 2-3 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)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (予)	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	3.0	2.6	2.5	2.9	3.2	3.0	3.0	2.9	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6
	前期比年率%	1.7	3.0	2.6	2.5	3.0	3.7	2.8	2.5	2.6	2.6	2.5	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7
消費者物価(CPI)	"	2.6	1.5	1.0	1.6	1.7	1.7	1.5	1.2	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7
失業率	平均、%	7.6	6.2	5.6	5.4	6.8	6.3	6.0	5.8	5.7	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3
BOE政策金利	期末、%	0.50	0.50	0.75	1.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50

**( 2015 年は総選挙の年。二大政党離れ、EU離脱問題で市場の関心を集めることに )**

2014年の英国はスコットランド独立問題に揺れたが、2015年は5月7日に5年に1度の議会選挙を控える。二大政党離れで総選挙の結果が見極め難くなっている上に、結果次第では英国のEU離脱へと発展する可能性もあり、市場の関心を集めることになりそうだ。

総選挙後に二大政党のいずれかが単独で過半数を獲得する可能性が低下している。景気回復ピッチの加速にも関わらずキャメロン首相率いる保守党と連立パートナーの自民党への支持の回復には結び付かず、最大野党・労働党の支持も低下している。替わってEU離脱・移民制限を掲げる英国独立党(UKIP)への支持が広がっている。キャメロン首相は、次期総選挙で勝利した場合には、EUとの間で加盟条件に関して再交渉を行った上で、EU残留の是非を問う国民投票を行う方針を表明している。労働党が勝利した場合にも、EU残留の是非を問う国民投票への要請は高まる可能性がある。

EU離脱は、ユーロ離脱と異なり、金融システムの混乱を引き起こすイベントとはならないが、世界金融危機以降、遠心力が目立つEUにとってネガティブな材料であり、地盤沈下をもたらす。英国にとっても各種法律の見直しなどによる負担が一時的に増大するほか、EUの政策に関与する権限を手放すことも損失となろう。

---

(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。