

Weekly
エコノミスト・
レター

欧州経済見通し

～ユーロ圏:回復の裾野は広がりつつある/
英国:回復は続く、利上げ開始は16年～

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、原油安、金利低下、ユーロ安を追い風に個人消費主導で回復している。長期にわたって投資が低迷した原因のうち、デレバレッジの圧力は解消していないが、資金調達環境は改善、「欧州のための投資」計画も多少の呼び水となって、緩やかな回復が期待できる。輸出は先進国向けで伸びを保つことになるだろう。
2. 構造的な阻害要因が残るため、持続的で自律的な軌道に乗るまでに時間を要すると見られる一方、回復を後押しした原油安、超低金利、ユーロ安の構図は変化しつつある。この先、回復のペースが一気に加速することは考え難いが、裾野を広げつつ、緩やかに拡大するだろう。
3. インフレ率は、エネルギー価格の影響で15年末から16年初にかけて伸びを高めるが、内生的なインフレ圧力が弱く、16年後半の段階でも「2%以下でその近辺」のレンジを下回る。
4. ECBは少なくとも16年9月まで量的緩和を継続する。長期金利は、今後も、大きく動く場面がありそうだが、ならしてみれば、低い水準に維持されよう。
5. 英国経済の1～3月期の実質GDPは純輸出の下押しで前期比0.3%に鈍化したが、雇用所得環境の改善は続いており、底堅さを増している。足もとマイナスのインフレ率も徐々に伸びを高める見通し。BOEは16年入り後に利上げを開始しよう。

緩やかな回復が続く

～ユーロ圏経済見通し～

	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)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	▲ 0.4	0.9	1.4	1.7	1.1	0.8	0.8	0.9	1.0	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
	前期比年率%	▲ 0.4	0.9	1.4	1.7	1.1	0.3	0.7	1.3	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9
内需	前年比寄与度	▲ 0.8	0.8	1.1	1.6	1.0	0.9	0.6	0.7	0.7	1.0	1.2	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
	民間最終消費支出	前年比%	▲ 0.6	1.0	2.0	1.5	0.7	0.8	1.1	1.4	2.0	2.1	1.9	1.9	1.5	1.5	1.5
固定資本形成	前年比%	▲ 2.3	1.0	1.6	2.2	2.3	1.1	0.4	0.3	0.6	1.6	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.4
外需	前年比寄与度	0.4	0.1	0.3	0.1	0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	1.3	0.4	0.2	1.4	0.6	0.6	0.4	0.2	▲ 0.3	0.2	0.4	0.7	1.2	1.4	1.5	1.5
失業率	平均、%	12.0	11.6	11.0	10.6	11.8	11.7	11.5	11.5	11.2	11.0	10.9	10.8	10.7	10.6	10.5	10.4
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	0.4	0.6	1.6	1.4	1.0	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.33	1.09	1.07	1.37	1.37	1.33	1.25	1.13	1.10	1.08	1.06	1.05	1.06	1.08	1.09
対円為替相場	平均、円	130	141	134	138	141	140	138	143	134	134	135	134	133	136	139	142

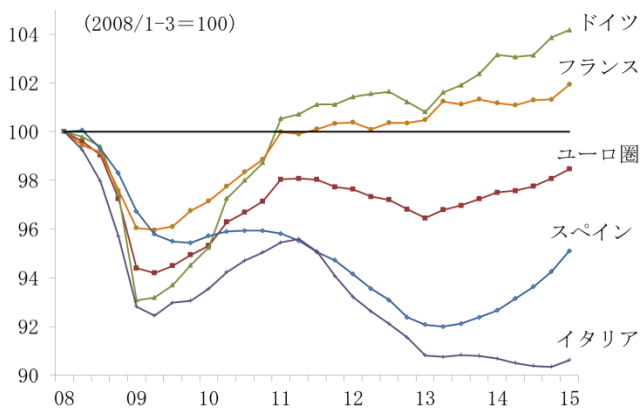
1. ユーロ圏：回復の裾野は広がりつつある

（回復ペースは緩やかに加速。個人消費が主導）

ユーロ圏経済は、14年半ばの踊り場を脱し、回復が再開した。実質GDPは、昨年10～12月期が前期比0.3%、今年1～3月期が同0.4%と緩やかに加速した。ユーロを導入する19カ国の間には、緩急や水準にばらつきはあるが、4カ月にわたり支援問題がこう着したままのギリシャ以外の国は概ね回復方向で足並みが一致している（図表1）。

原油安、超低金利、ユーロ安が景気の追い風となった。ユーロ圏では、原油安は、実質所得を増やし、企業収益にもプラスとなる。欧州委員会のサーベイでは、昨年末から年初にかけて家計マインドが大きく改善（図表2）、小売売上高の伸びも加速した（図表3）。1～3月期の需要項目別の内訳は、本稿執筆時点では明らかになっていないが、9日発表予定の二次推定値で個人消費主導の成長が確認されるだろう。

図表1 ユーロ圏実質GDP（国別）



（資料）欧州委員会統計局

図表2 ユーロ圏の企業景況感と消費者信頼感



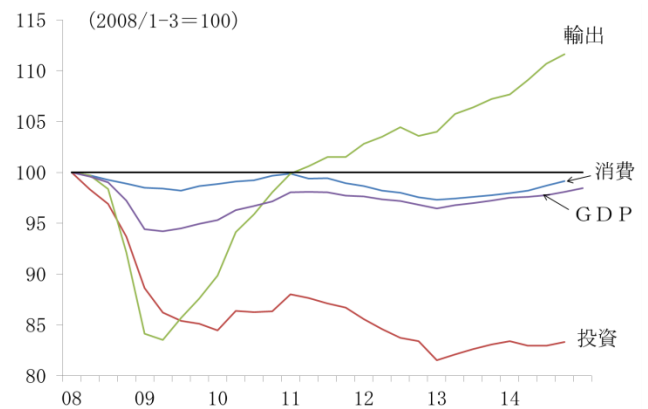
（資料）欧州委員会統計局

図表3 ユーロ圏小売売上高



（資料）欧州委員会統計局

図表4 ユーロ圏実質GDP（需要別）



（資料）欧州委員会統計局

（落ち込みが続く投資にも緩やかな回復が期待）

固定資本形成は、財政健全化のための公共投資の削減、過剰債務や経済見通しの悪化を背景とする設備投資の抑制、一部の国での住宅バブル崩壊も加わり、大きく縮小した後、底這っている（図表4）。投資に関しては、南欧を中心に官民のいずれか、ないし双方が、過剰な債務を抱え、デレ

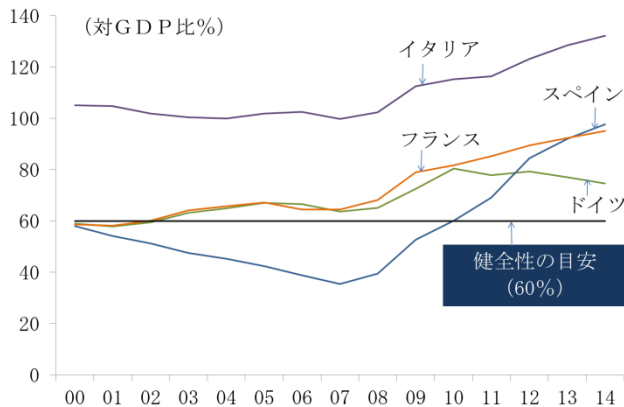
バレッジを必要としていることが引き続き抑制要因となっている（図表5、図表6）。

しかし、少なくとも資金調達環境は、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和と昨年11月の銀行監督体制の一元化にあたり実施された域内銀行の「包括査定」の終了で好転している。ECBが行う「銀行貸出サーベイ」では、設備投資関連の資金需要は未だ盛り上がりにかけるものの、全体として企業の資金需要は高まっており、銀行も融資条件の緩和で応じる姿勢が伺われる（注1）。欧州委員会の設備投資計画調査でも、15年はユーロ圏全体で実質前年比4%の増加が見込まれている（図表7）。

EU圏内の投資不足への対策として欧州委員会のユンケル委員長が提唱した3年間で3150億ユーロの官民の資金を投資に動員する「欧州のための投資」計画も6月中には中核の「欧州戦略投資基金（EFSI）」の法整備が完了、9月に稼動し始める。即効性や規模の面で過大な期待はできないものの、財政面での制約が厳しい国々などを中心に、多少の呼び水効果は期待できるように思われる。

（注1）昨年以降のECBの金融政策の流れとその効果については、[Weeklyエコノミスト・レター2015-05-22「ECBの量的緩和で何が変わったか」](#)をご参照下さい。

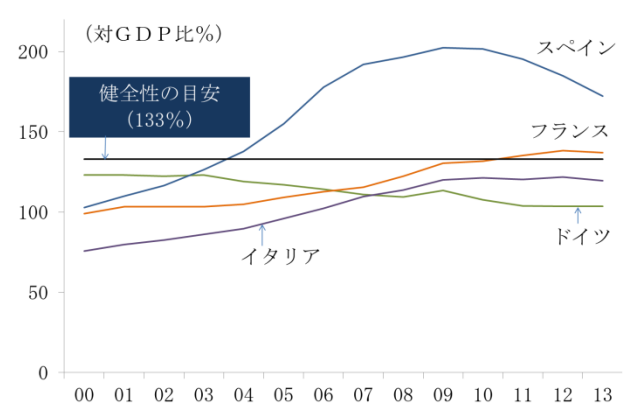
図表5 ユーロ圏主要国政府債務残高GDP比



（注）健全性の目安はEUの財政監視ルール「成長安定協定」の基準値

（資料）欧州委員会統計局

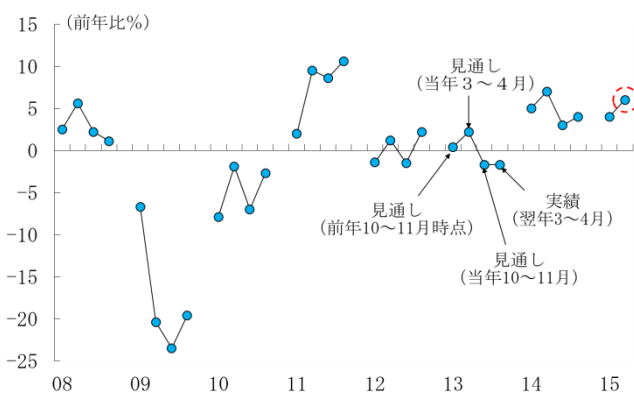
図表6 ユーロ圏主要国民間債務残高GDP比



（注）健全性の目安はEUのマクロ経済不均衡監視ルールの基準値

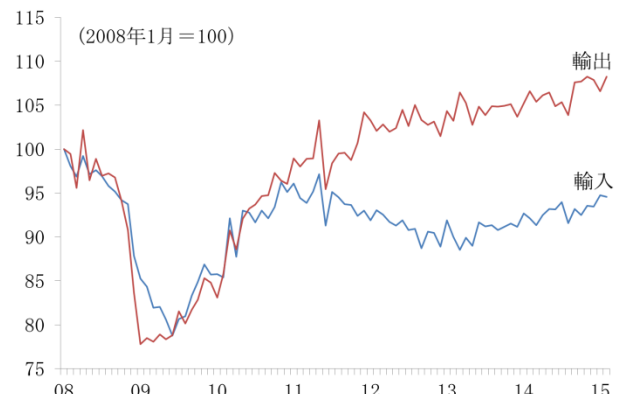
（資料）欧州委員会統計局

図表7 ユーロ圏の設備投資計画



（資料）欧州委員会「設備投資サーベイ」

図表8 ユーロ圏の実質輸出入



（資料）ECB

（ 輸出は先進国向けに拡大、成長への寄与は低下 ）

輸出は、世界金融危機後の域内需要の冷え込みもあり、景気のけん引役としての役割を高めた。月次統計では、足もとも輸出数量の拡大基調は続いているが、域内需要の回復とともに輸入も拡大に転じており（図表8）、成長への寄与は縮小傾向にある。

ECBは、6月3日開催した政策理事会で「声明文」の経済見通しに関する記述から「徐々に力強さを増す」という文言を削除した。ドラギ総裁は、その理由を、域内需要が強い半面、域外の経済、特に新興国経済が鈍化しているからと説明した。

ユーロ圏の財輸出の相手地域の4割近くは英国などユーロ未導入のEU加盟国やスイスが占め、域外では米国が最大の市場である。米国向けは14年以降、急加速しており、欧州向けも緩やかに回復している（図表9）。日本への輸出は全体の2%を占めるに過ぎず、金額はトルコ向けより小さく、しかも、12年以降、殆ど増加していない。

新興国向け（図表10）では、ロシア向けが、ウクライナを巡る関係の悪化、制裁措置、さらにロシアの景気後退の影響で大きく減少している。ロシアが、ユーロ圏の輸出に占めるシェアは、2013年のピーク時には5%を超えていたが、その後の大幅な減少で直近（15年3月）では2.7%まで縮小している。ロシア向け輸出の低迷がユーロ圏の輸出に及ぼす影響度は低下しつつある。むしろ気掛かりなのは、新興国で最大の輸出先の中国向け輸出の停滞である。中国向け輸出は、他の地域を凌ぐペースで拡大してきたが、中国経済の減速の影響で、このところ足踏み状態となっている。その他の地域では、中国と日本を除くアジア向けは比較的堅調だが、中南米やアフリカ向けは伸び悩んでいる。新興国向けの輸出は、基本的に相手地域の景気動向を反映する。15年の新興国経済は成長鈍化が予想されている（注2）。ユーロ圏の輸出は当面は景気回復が期待される米国やユーロ圏外の欧州諸国など先進国向けで伸びを保つことになると思われる。

（注2）IMFは4月の「世界経済見通し」で15年の新興国・途上国の実質GDPを前年比4.3%と予測している。IMFのデータでは新興国・途上国の成長率は10年の7.4%をピークに鈍化傾向が続いている。16年はロシア・中南米などの持ち直しで4.7%への回復を予想するが、新興国で最大の中国については15年6.8%から16年6.3%へと成長鈍化持続を予想している。

図表9 ユーロ圏の輸出（対先進国）



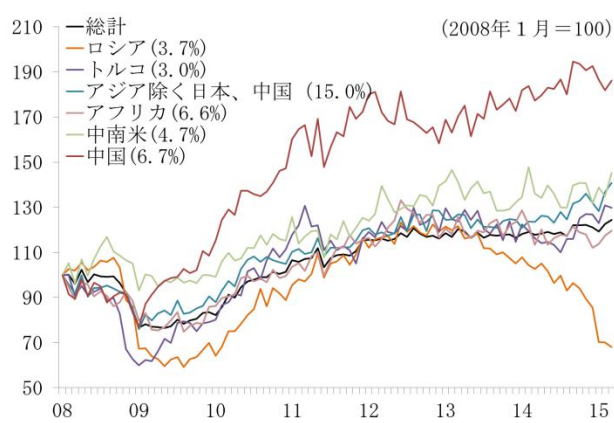
（注）金額、季節調整値

欧州はユーロ未導入のEU加盟国とスイス

括弧内の数値は直近12カ月の輸出に占めるシェア

（資料）ECB

図表10 ユーロ圏の輸出（対新興国）



（注）及び（資料）図表9と同じ

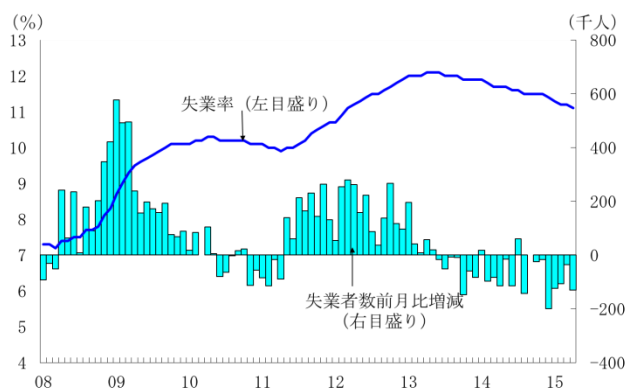
（ 残存するGDPギャップ。投資の拡大と構造的失業の解消が課題 ）

雇用情勢も改善が続いている。失業者数の減少傾向は定着し、今年4月の失業率は11.1%とおおよそ3年振りの水準に低下した（図表11）。しかしながら、直近の水準は、世界金融危機前のボトム（2008年4月）の7.2%はもちろんのこと、ユーロ導入時の水準（10.1%）も大きく上回っている。若年層の高い失業率（14年4月時点で22.3%）、長期失業の問題も解消していない。

欧州連合（EU）の欧州委員会が5月13日に公表した最新の経済見通しでは、14年時点のユーロ圏の潜在成長率を0.6%、GDPギャップを2.8%と推計している。世界金融危機以降、開いたままのGDPギャップの縮小、潜在成長率の回復は実現していない（図表12）。

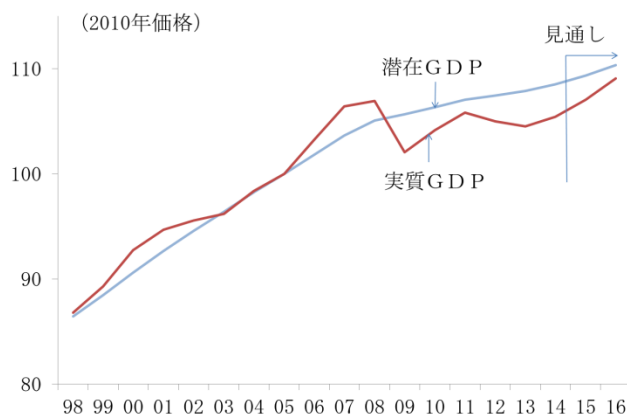
持続的で自律的な軌道に乗るには、投資の拡大と構造的失業の削減が必要である。緩和的な金融環境だけでなく、新たな投資や雇用を阻む構造的要因の除去、すなわち税制や投資・労働規制の改革も不可欠であり、時間を必要とする。

図表11 ユーロ圏失業率と失業者数の推移



（資料）欧州委員会統計局

図表12 ユーロ圏の潜在GDPと実質GDP



（資料）欧州委員会経済財政総局「2015 春季見通し」

（ 回復を後押しした原油安、超低金利、ユーロ安の変調 ）

持続的で自律的な軌道に乗るまでになお時間を要すると見られる一方、昨年半ば以降の循環的な回復を後押しした原油安、超低金利、ユーロ安の構図は変化しつつある。

原油価格は、昨年半ばまでの1バレル=100ドル超から今年始めにかけて50ドルを割り込む水準に急低下した後、反転している（図表13）。但し、足もとの水準は60ドル程度で、低下のペースに比べると反発力は鈍い。今回の見通しでは、2016年後半で70ドルと、緩やかな回復を想定している。

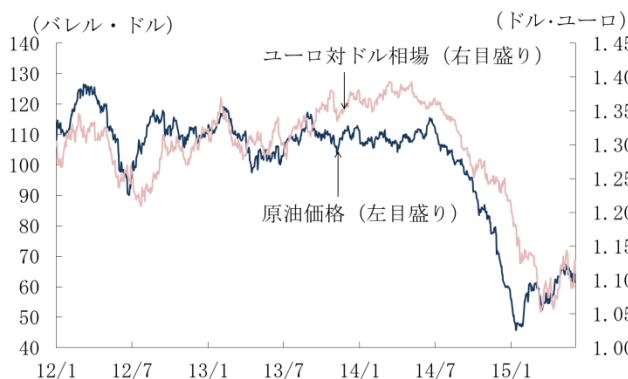
ユーロ圏のCPIのマイナス転化（図表14）の底流にはGDPギャップが示す需要不足があるが、直接の原因は、昨年後半から今年初までの原油価格の大幅な低下にある。5月のインフレ率が、前年同月比0.3%のプラスに転じたのは、エネルギー価格の下押し圧力が緩和すると同時にユーロ安の物価押し上げ効果が徐々に高まっているからだ。前年比で見た原油とユーロ相場の変動に伴う物価上昇の圧力は、今年後半から来年初にかけて高まる見通しだ。

但し、エネルギー・食品を除くコア・インフレ率の上昇ペースは、ユーロ圏が全体として大幅な余剰を抱える状況は変わらないため、緩やかに留まる。世界金融危機を引き金に雇用情勢が大きく悪化してから、ユーロ圏の賃金上昇率はそれ以前の時期に比べて低く抑えられている（図表15）。今後も、ユーロ圏の景気回復テンポは緩やかで失業の改善も緩やかであること、多くのユーロ参加国が必要としている供給面での改革もインフレ圧力を押し下げる要因となり、内生的なインフレは生じにくい。

ユーロ安と金利低下も、昨年6月のマイナス金利の導入から今年3月の国債等の買い入れ開始に至

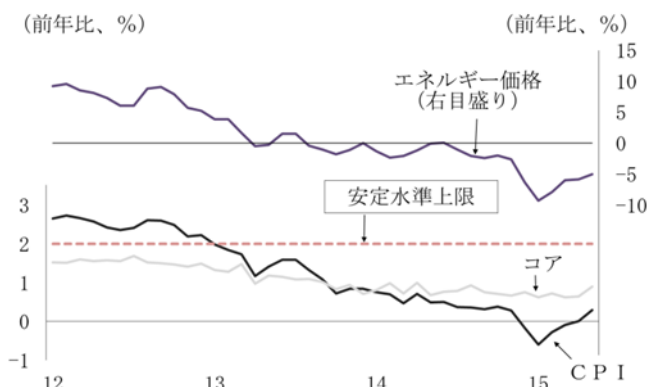
る金融緩和の強化を背景に加速したが、ユーロ圏経済の回復、デフレ懸念の後退とともに、変わりつつある。ユーロの対ドル相場は、ユーロ圏経済が予想よりも好転する一方、米国の1～3月期の経済統計が天候などの一時的要因から低迷し、金融政策の先行きに対する見通しが変わったことで、ユーロ高ドル安方向に修正された。しかし、今月5日発表の5月の米国の雇用統計が市場予想よりも強い内容となったことなどでFRBの年内利上げ観測は盛り返している。FRBは、今年9月にも利上げに着手する一方、ECBは預金金利をマイナスで据え置きつつ、量的緩和を継続する見通しであるため、対ドルでのユーロ高は進み難くなると思われる。

図表 13 原油価格とユーロの対ドル相場



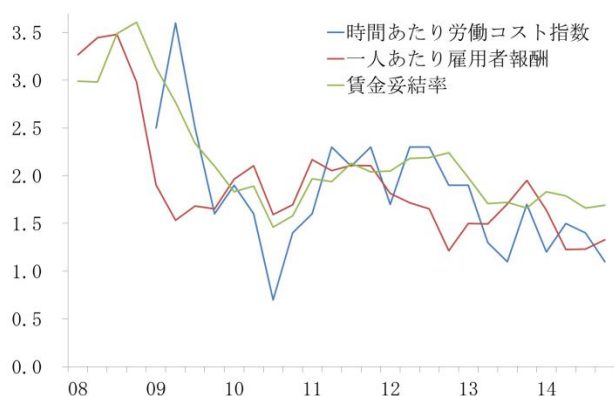
(資料)ロイター

図表 14 ユーロ圏のインフレ率



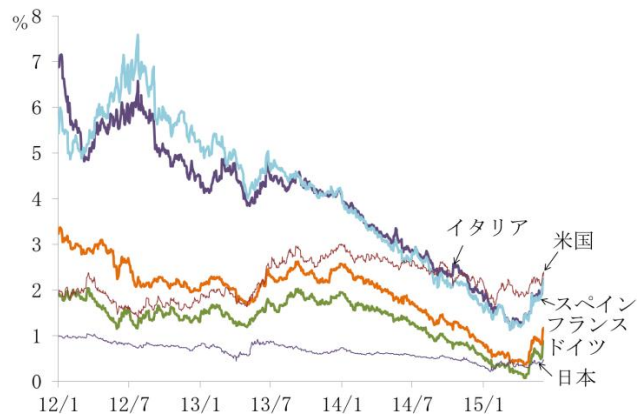
(資料) 欧州委員会統計局

図表 15 ユーロ圏賃金関連指標の推移



(資料) ECB

図表 16 日米ユーロ圏主要国 10年国債利回り



(資料)ロイター

国債市場では、景気回復とデフレ懸念の後退を裏付ける指標が相次ぎ、期待が変化したことで、量的緩和の始動で大きく低下した長期債の利回りが急反発するなど、低い水準ながら、値動きは激しくなっている(図表 15)。ユーロ圏のベンチマークであるドイツの10年国債利回りは、4月中旬には0.1%を割りこんでいたが、足もとは0.8%台まで上昇している。ECBのドラギ総裁は、6月3日の政策理事会後の会見で「非常に金利が低い環境では資産価格のボラティリティーは高まりやすい」、「我々はボラティリティーの高まりになれるべき」と発言、市場の動きを静観する構えだ。

（ 実質GDPは2015年1.4%、2016年1.7% ）

ユーロ圏経済が構造的な成長阻害要因を抱える一方、原油安、超低金利、ユーロ安の構図には変化が2015年半ば以降も、緩やかな回復基調が続く。年間の成長率は、14年の0.9%から15年は1.4%、15年は1.7%に回復する見通しだ（表紙図表参照）。

成長は引き続き個人消費が牽引する見通しだ。原油安による実質所得改善効果は縮小するが、雇用・所得環境の改善によって補われよう。

輸出は、新興国の需要鈍化を米国やユーロ圏外の欧州の需要回復が補い伸びを保つが、域内需要の回復に伴う輸入の拡大で、純輸出の成長への寄与度は中立的となろう。

投資も緩やかな回復が見込まれる。デレバレッジの調整圧力は残るものの、緩和的な金融環境、銀行の貸出スタンスの積極化、経済見通しの改善、企業負担軽減のための税・規制改革などが下支えとなろう。

インフレ率は、主としてエネルギー価格の変動の影響で15年末から16年初にかけて伸びを高めるが、内生的なインフレ圧力が弱いため、16年後半の段階でも「2%以下でその近辺」のレンジを下回る見通しだ。

ECBは少なくとも16年9月まで量的緩和を継続するだろう。内生的なインフレ圧力は弱いことから早期に停止する必要は乏しい。加えて、投資の勢いが増し、構造的な失業の削減を伴う自律的回復に移行するために、著しく緩和的な金融環境を必要としている。

長期金利は、今後も、インフレ指標の改善などを材料に大きく動く場面がありそうだが、量的緩和が続くことで、ならしてみれば、低い水準に維持されよう。ドイツ国債は、財政均衡方針の下で供給に制約があり、安全資産としての需要も根強い。量的緩和が継続している期間に、ドイツ国債で1%を大きく超える水準が定着することは考え難い。

（ ギリシャ問題は大きな混乱を引き起こさないと想定 ）

なお、ギリシャ政府の資金繰り問題は、6月末に6月に予定されていたIMFへの返済合計15億ユーロの一括返済、公務員給与・年金支払い、第二次支援プログラムの失効という節目を迎える。その後、7～8月にはECB保有分の国債合計67億ユーロの償還が続く。ギリシャは、第二次支援プログラムの残り72億ユーロの受け取りだけでなく、その後の資金需要をカバーする支援の枠組みを必要としている。今回の見通しでは、ギリシャ政府の一時的なデフォルトや資本規制の導入の可能性は排除しないものの、ギリシャの問題が、ユーロ圏経済や金融市場に大きな混乱を引き起こすことはない想定している。ギリシャが、EUとIMFによる支援の枠組みから完全に離れ、無秩序なデフォルト、ユーロを離脱する事態には発展しないと見ている。

2. 英国：回復は続く、利上げ開始は16年

（ 景気拡大テンポは鈍化も緩やかな回復は持続 ）

2015年1～3月期の実質GDPは前期比0.3%で、10～12月期の同0.6%を下回った。前期比で見た成長率は14年1～3月期の同0.9%をピークに鈍化が続いている。特に今年1～3月期は、利上げ観測を背景とするポンド高も響き、純輸出のマイナスの寄与度が拡大したことが響いた。2012年までは、英国内の住宅バブル崩壊と世界金融危機の影響で景気の拡大が長続きしなかったが、足もとの英国経済は、雇用の改善基調は続き、賃金の伸びも徐々に上向きつつあるなど、底堅さを増している。15年後半以降も緩やかな回復が続き、年間で2%台の成長ペースを維持する見通しだ。

インフレ率は2月、3月の前年同月比横這いの後、4月には同マイナス0.1%となった。物価のマイナス転化は現行統計開始以来だが、主な要因はエネルギー価格の下落にある。雇用情勢の改善が続いているため、デフレの兆候とは捉えられておらず、中央銀行のイングランド銀行（BOE）も5月のインフレ報告で17年初めまでに、2%の目標水準に達するとの見方を示している。

BOEは、物価目標の達成が視野に入り始めた16年入り後に利上げに着手する見通しだ。その後、緩やかなペースで、金融政策の正常化を進めるだろう。

（ EU残留の是非を問う国民投票は2016年前倒しの可能性も ）

5月の総選挙は予想外の保守党単独過半数確保という結果に終わった。オズボーン財務相の続投が決まり、今後の財政は3月に公表された15年度予算案に沿って運営され、財政健全化への取り組みによる一定の下押し圧力が続く見通しだ。

保守党単独政権の発足で、公約として掲げたEU残留の是非を問う国民投票を2017年末までに実施することが確実になった^(注)。国民投票は2016年に前倒しで実施される可能性もある。実施のタイミングや結果次第では、英国経済の見通しにも影響を及ぼす可能性がある。

(注) 英国のEU残留を問う国民投票の論点については、[基礎研レポート 2015-05-29「英国 EU残留の是非を問う国民投票へ」](#)をご参照下さい。

英国経済見通し

	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 (実)	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	2.8	2.3	2.6	2.7	2.9	2.8	3.0	2.4	2.2	2.2	2.2	2.6	2.6	2.6	2.5
	前期比年率%	1.7	2.8	2.3	2.6	3.6	3.4	2.5	2.5	1.2	2.6	2.5	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4
消費者物価(CPI)	〃	2.6	1.5	0.3	1.5	1.7	1.7	1.5	0.9	0.1	▲0.1	0.3	0.8	1.2	1.4	1.6	1.8
失業率	平均、%	7.6	6.2	5.5	5.1	6.8	6.3	6.0	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0
BOE政策金利	期末、%	0.50	0.50	0.50	1.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50

(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。