

Weekly エコノミスト・ レター

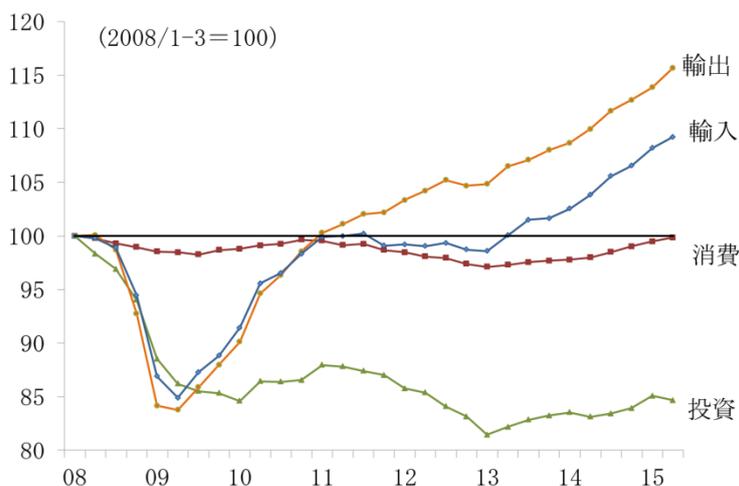
欧州経済見通し

～ユーロ圏:回復続くも、スピードと投資が不足
／英国:利上げタイミングは外部環境も考慮～

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、金融緩和とユーロ安、原油安、先進国経済の堅調、成長指向の財政運営に支えられた緩やかな回復が続いている。主要国では水準ではドイツ、ペースではスペインが好調。イタリアには、幾らか明るい材料が見られるようになったが、フランスの回復が遅れ気味だ。
2. 中国経済の減速や資源国・新興国経済の不安など外部環境の悪化による下振れリスクは増大しているが、ユーロ圏の消費主導の緩慢な回復は続き、15年の実質GDPは前年比1.5%、16年は同1.6%と予測する。
3. 16年9月の段階で、ECBが、インフレ率が中期目標に整合的なパスに調整されたと判断することは難しく、16年10月以降も資産買入れを継続することになるだろう。
4. 英国では13年以降、前期比0.7%と順調な回復が続いている。伸び悩んでいた賃金も、ここに来て持ちなおしているが、インフレ率は、エネルギー価格の下落とポンド高でゼロ近辺で推移している。15～16年は2%台半ばの成長が予想され、GDPギャップも解消するが、国際金融・経済環境からの下振れリスクの見極めも必要なため、BOEの利上げ開始は16年入り後となるだろう。

金融緩和、ユーロ安、原油安効果もあり輸出、消費は堅調だが、投資の回復は遅れている
～ユーロ圏の実質GDP（需要項目別指数）～



(資料)欧州委員会統計局

1. ユーロ圏：回復続くも、スピードと投資が不足

（ 4～6月期は前期比0.4%、前期比年率1.4% ）

9月8日に公表されたユーロ圏の4～6月期の実質GDP（二次速報値）は8月14日公表の速報値の前期比0.3%から同0.4%に上方修正された。前期比年率1.4%だった。今回は、1～3月期以前についても遡及改定されており、改定値によれば、14年半ばの踊り場を脱した後の回復は従来よりも早いペースだったことになる。

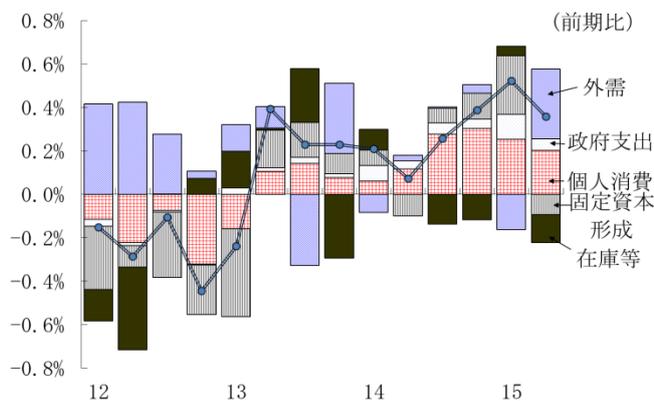
4～6月期は実質GDPに対する寄与度は、個人消費が0.2%ポイント、外需が0.3%ポイントで二本柱となった（図表1）。1～3月期は、輸出の伸びが輸入を下回ったことで、外需は成長にマイナスに寄与したが、4～6月期は、輸出が前期比1.6%増で輸入の同1.0%を上回った（図表1）。

（ 7～9月期も緩やかな拡大基調が持続 ）

7～9月期は、7月中旬まで続いたギリシャ支援の空白、8月に入ってから中国を起点とする世界的な株安、資源価格下落、新興国からの資本流出が起きるなど、国際金融・経済情勢の不透明感は増した。

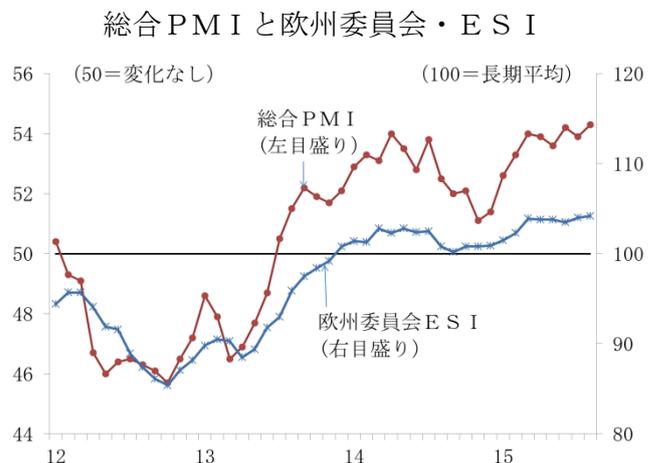
しかし、これまでのところ、ユーロ圏の景気に先行する、あるいは一致して動く指標に目立った変化はなく、ごく緩やかな回復は続いていると判断できる。例えば、実質GDPと連動性が高い総合PMI（購買担当者指数）は、8月も54.3と生産の拡大と縮小の分かれ目である50を上回る水準で改善している。欧州連合（EU）の欧州委員会が、製造業、サービス業、消費者、小売、建設業のサーベイ調査に基づき作成しているESI（経済センチメント指数）も、6月は弱含んだものの、その後2カ月は長期平均の100を上回る水準で改善している（図表2）。

図表1 ユーロ圏の実質GDP（需要項目別）



（資料）欧州委員会統計局

図表2 ユーロ圏の景気先行指数



（注）PMI = 購買担当者指数、ESI = 経済センチメント指数

（資料）Markit, 欧州委員会

（ 金融緩和、ユーロ安、原油安に加えて、先進国経済の堅調、成長指向の財政政策も下支え ）

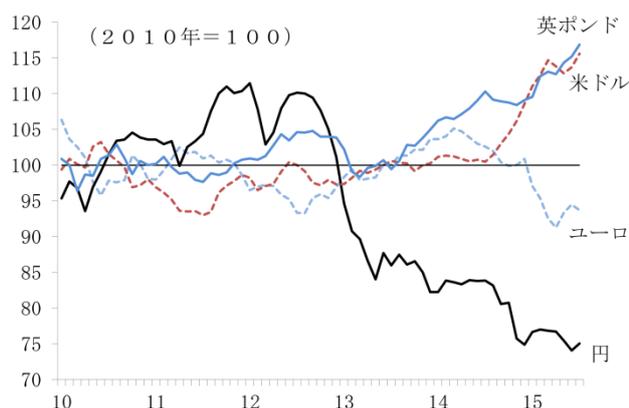
ユーロ圏で、緩やかながらも景気回復が続いている背景には5つの要因がある。

第1に、後述のとおり、14年以降、デフレ・リスク回避のため金融緩和が強化されたこと、第2に金融緩和の強化で、割高化していたユーロ相場の減価調整が進展したこと（図表3）。第3に原油価格の下落が実質所得を押し上げたこと。第4に域外で最大の貿易相手国である米国や結びつき

の強い英国など先進国経済の堅調が新興国向けの輸出の伸び悩みを補っていること（図表4）。第5に、12年まで景気を下押ししてきた財政健全化への取り組みも、多くの国で名目GDPの3%を超える過剰な財政赤字が解消し、ユーロ圏全体では中立になっていることだ。

フランスや南欧の国々は、引き続き過剰な財政赤字や政府債務の削減への取り組みを必要とするが、規制改革や労働市場などの構造改革と併せて、中期財政目標を損なわない範囲で企業負担軽減のための増税を実施する動きが広がっており、成長指向を強めている。

図表3 名目実効為替相場



(資料) B I S

図表4 ユーロ圏の輸出金額指数（地域別）



(注) 先進国にはユーロ未導入のEU加盟国も含む

(資料) E C B

（ 成長のペースだけでなく内容も物足りない ）

欧州委員会は、ユーロ圏のGDPギャップを14年時点で2.8%と推計している。足もとの4四半期の実質GDPは潜在成長率を上回る年率1%超を維持しているが、GDPギャップの大きさに対して、回復のスピードは明らかに不足している。

投資不足改善の兆しも乏しい。投資の水準は、世界金融危機前のピークを15%下回っている（表紙図表参照）。投資は、世界金融危機の後、開いたままのGDPギャップの縮小と、1%を割り込む水準まで低下した潜在成長率引き上げの両面で必要とされている。1～3月期は固定資本形成が前期比1.4%と加速の兆しがあったものの、4～6月期は同マイナス0.5%と期待外れに終わった。

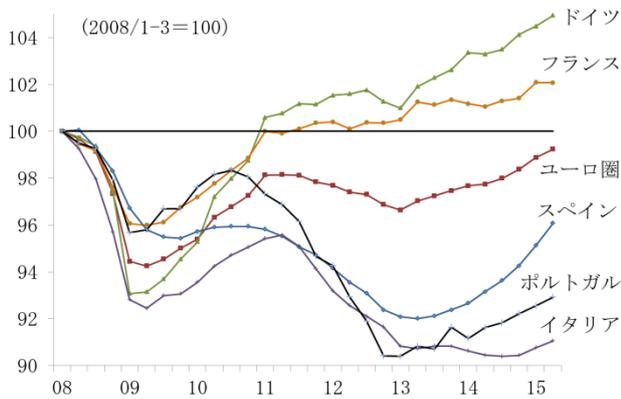
（ 明るい材料も出始めたイタリア、気掛かりなフランスの回復の遅れ ）

ユーロ圏内のばらつきも残る。ユーロ圏の4大国では、水準ではドイツ、ペースではスペインがおおむね好調で、実質GDPの推移にはその傾向が顕著だ（図表5）。イタリアでは南欧周辺国が底入れした後も、マイナス成長が続いていたが、15年に入ってから、1～3月期前期比0.4%、4～6月期同0.3%と2四半期連続でプラスとなった。失業率の上昇にも歯止めが掛かる気配があるなど、僅かながら明るい材料が見られるようになってきた。イタリアは、他のヨーロッパ主要国に比べて政権交替が頻繁だが、14年2月に発足したレンツィ政権が、一定の人気を保ち、懸案だった政治制度や労働市場の改革を推進していることも好材料だ。

フランスのオランド政権も、競争力回復のため企業負担を軽減する税・社会保障制度改革や、労働市場改革に取り組んでいるが、足もとの景気は弱い。8月の総合PMIは、ドイツ、イタリアが55に回復したのに対して、フランスは2カ月連続で低下、8月には50.2と7カ月振りの低水準となった。フランスのPMIは、サービス業、製造業ともに低下しており、特に製造業は48.3と50を割り込んでしまった。

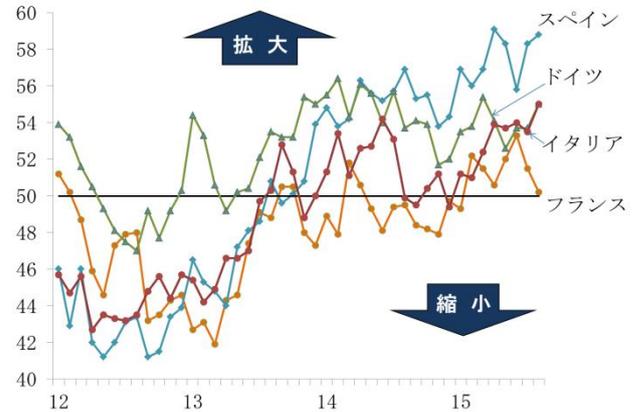
欧州委員会のESIは、フランスも上向いているが、その他の主要国が、長期平均の100を上回る水準で推移しているのに対して、フランスは8月によく100を超えたばかりで、回復が遅れている。失業率も、ユーロ圏全体では水準はまだ高いながらも低下傾向にある中で（図表4）、フランスは10%を超える水準で一進一退が続いている（図表6）。

図表5 ユーロ圏の実質GDP（国別指数）



(資料)欧州委員会統計局

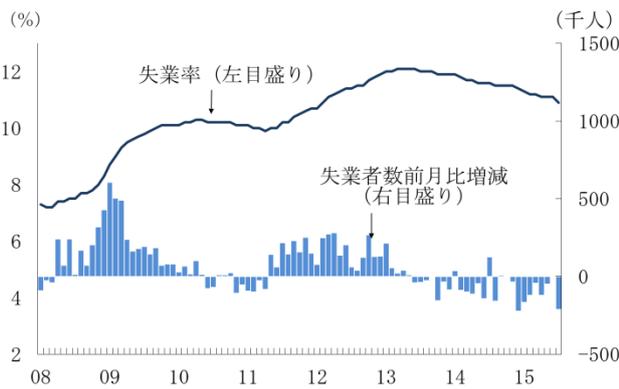
図表6 ユーロ圏主要国総合PMI



(注)50は生産活動の拡大と縮小の分かれ目を示す

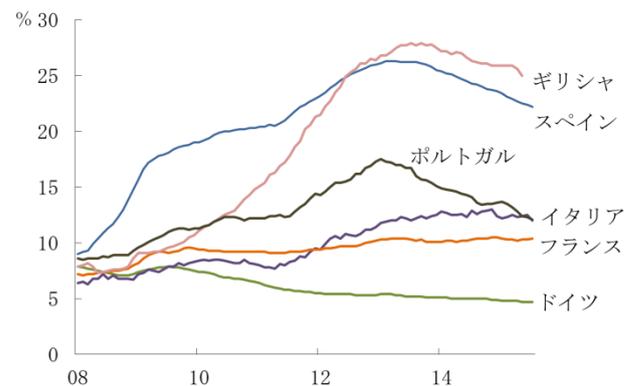
(資料)Markit

図表7 ユーロ圏の失業率と失業者数の推移



(資料)ロイター

図表8 ユーロ圏主要国・南欧の失業率



(資料)欧州委員会統計局

（ 緩やかな回復は続き、実質GDPは15年1.5%、16年1.6%と予測 ）

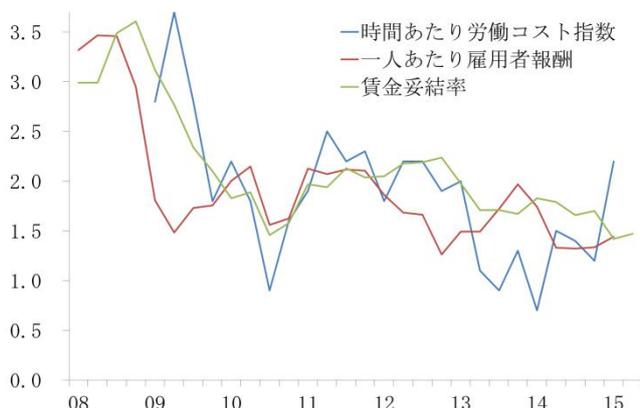
ユーロ圏では、2016年にかけて、極めて緩和的な金融政策と成長指向の財政政策に支えられて雇用・所得環境の改善（図表9）が進み、個人消費主導の回復が続くと予想される。

実質GDPは、15年は前年比1.5%、16年は同1.6%と予測する。インフレ率はエネルギー価格の押し下げ圧力が15年末にかけて続くことで、15年は前年比0.0%、16年は同1.2%と予測する（文末予測表参照）。

一進一退が続く投資も、企業収益が改善し、設備投資計画調査でも企業の前向きな姿勢が確認されること、金融環境が緩和的で、設備稼働率が長期平均を上回る水準に達していることから、徐々に回復基調が定着すると見込んでいる。EUの欧州委員会が進める3年間で3150億ユーロの資金を投資に動員する「欧州のための投資計画（通称ユンケル・プラン）」の中核の「欧州戦略投資基金（EFSI）」も10月初に始動する。民間の参加による新規需要の創出効果は限られそうだが、ドイツ、フランス、イタリア、スペインなど9カ国の政策金融機関の参加で一定の規模に達する見

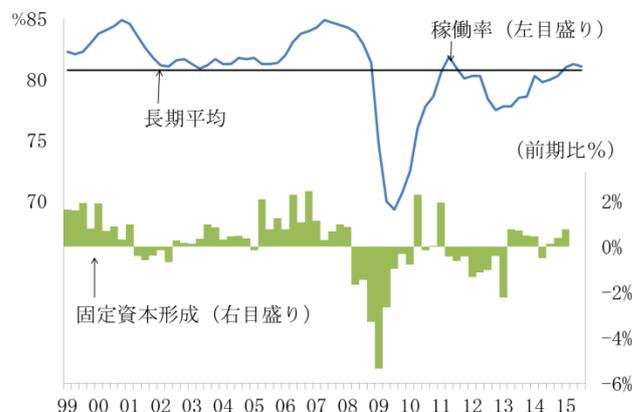
通した。

図表9 ユーロ圏の賃金指標



(資料) 欧州委員会統計局

図表10 ユーロ圏の設備稼働率と
固定資本形成



(資料) 欧州委員会統計局

ユーロ圏の回復を支えてきた5つの要因のうち、ユーロ安、原油安、先進国経済の回復という3つは外部要因であり、足もとでは下振れリスクが増大している。ユーロ相場は、米FRBが15年内にも利上げに踏み切るのに対して、ECBは量的緩和を継続する予定であり、対ドルではユーロ安基調が見込まれる。しかしながら、資源国・新興国通貨も、米国の利上げを懸念した資本の流出や競争力回復のための政策措置で対ドルで減価しており、貿易相手国の加重平均の実効為替相場で見たユーロの割安感は剥落しやすくなっている。

原油など資源価格の下落は、ユーロ圏の内需にとってはプラスだが、その引き金が中国の失速懸念にあり、資源国・新興国経済が幅広く減速する事態に発展した場合には、ユーロ圏経済へのプラスの効果は減殺される。

(ECBは資産買入れを16年9月以降も継続)

ECBは、14年9月にオペ金利を0.05%、預金金利をマイナス0.2%、貸出金利を0.3%に引き下げた後、政策金利を据え置いている。非伝統的政策では、14年9月から3カ月に1度のペースで18年9月を期限とするターゲット型長期資金供給(TLTRO)を継続する一方、今年3月からは国債等、金融機関が発行するカバード・ボンド、資産担保証券(ABS)の3種類の資産を月600億ユーロ買い入れる資産買入れプログラムを通じて量的緩和を実施している。

TLTROは14年9月から今年6月まで4回実施されており、累計の供給額は3,891億ユーロに達している

資産買入れは、夏場にややペース・ダウンしたが、均してみれば、月600億ユーロの目標通りのペースで行なわれている。9月4日時点の買い入れ残高は、国債等が3,014億ユーロ、カバード・ボンドが1,122億ユーロ、ABSが111億ユーロで合計4,251億ユーロに達している(図表11)。ECBの資産残高は2兆5,683億ユーロまで拡大している。

ECBは、資産買入れプログラムを「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継続する」方針だ。9月3日の政策理事会では、資産買入れプログラム開始から半年目の見直しとして、国債等の買入れの一銘柄当たりの買入れ上限を25%から33%に引き上げることを決めた。ドラギ総裁は、記者会見で、資産買入れプログラム

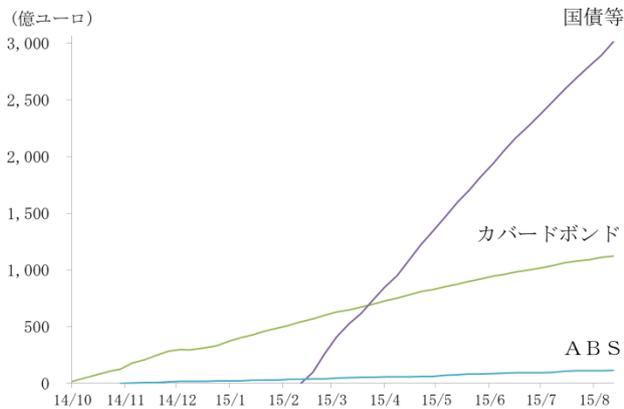
を必要に応じて柔軟に運用する意志と能力があることを強調、市場の追加緩和期待に応えた^(注)。

今回予測した景気回復のペースでは、資産買入れプログラムの当面の期限である16年9月の段階では、GDPギャップの解消が確実視される段階には至らない。エネルギー価格が夏場に再び低下したことで、インフレ率の低水準での推移は当面続く見通しとなり(図表11)、インフレ期待も弱含んでいる。

資産買入れプログラムは、16年9月で完全に停止するのではなく、10月以降、買入れ規模の縮小によるテーパリングの段階に入る可能性が高い。買入れ残高が膨らめば、9月理事会での買入れ上限引き上げのようなテクニカルな調整も必要となる。買入れ対象の拡大や、マイナス0.2%の預金金利の引き下げなどの可能性がある。

(注) 9月3日政策理事会の概要については、「9月3日ECB政策理事会：新興国の状況を見極め、行動する意志と能力を強調」経済・金融フラッシュ 2015-09-04(<http://www.nli-research.co.jp/report/flash/2015/flash150904.html>)をご参照下さい。

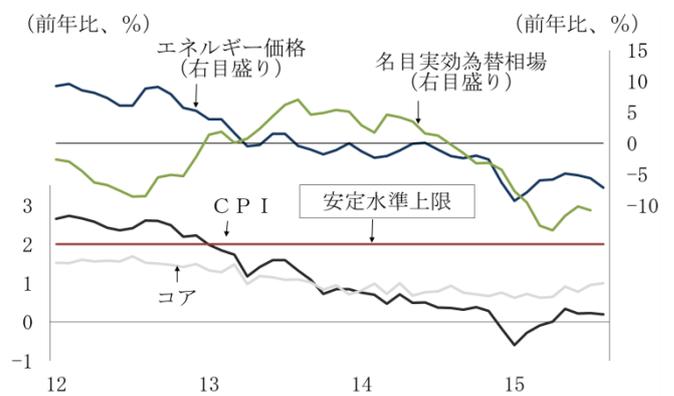
図表11 ECBの資産買入れ残高



(注) 14~15年に新たに導入したプログラムによる買入れ残高のみ

(資料) ECB

図表12 ユーロ圏のインフレ率



(資料) ECB

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)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	▲0.3	0.9	1.5	1.6	1.1	0.7	0.8	0.9	1.2	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	1.7	1.7
	前期比年率%	▲0.3	0.9	1.5	1.6	0.8	0.3	1.0	1.6	2.1	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
内需	前年比寄与度	▲0.6	0.8	1.4	1.5	1.1	0.8	0.5	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4	1.1	1.5	1.6	1.7
	民間最終消費支出	前年比%	▲0.6	0.9	1.8	1.5	0.7	0.7	1.0	1.4	1.7	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5
固定資本形成	前年比%	▲2.2	1.3	2.0	2.0	2.6	1.2	0.7	0.8	1.8	1.9	2.2	2.1	1.3	2.3	2.1	2.3
外需	前年比寄与度	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	▲0.1	0.3	▲0.0	▲0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	1.3	0.4	0.0	1.2	0.6	0.6	0.4	0.2	▲0.3	0.2	0.1	0.1	1.2	1.1	1.3	1.2
失業率	平均、%	12.0	11.6	11.0	10.5	11.8	11.6	11.5	11.5	11.2	11.1	10.8	10.7	10.6	10.5	10.4	10.3
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	0.6	0.9	1.6	1.4	1.0	0.7	0.3	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.33	1.10	1.08	1.37	1.37	1.33	1.25	1.13	1.11	1.08	1.06	1.06	1.06	1.07	1.08
対円為替相場	平均、円	130	141	134	137	141	140	138	143	134	134	135	134	134	135	137	139

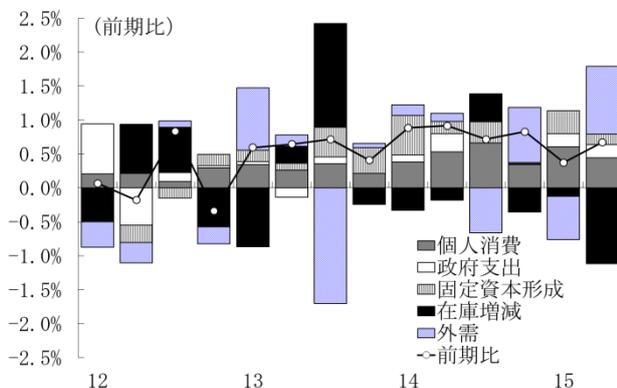
2. 英国：利上げのタイミングは外部環境も考慮

（ 景気拡大は続く、低インフレもあり実質賃金は世界金融危機後の最も高い伸びに ）

2015年4～6月期の実質GDPは、前期比0.7%と、1～3月期の同0.4%を上回り、13年に入ってから景気回復局面の平均的なペースを回復した（図表1）。1～3月期の成長を押し下げた外需が輸出の加速と輸入の鈍化によってプラスの寄与に転じ、個人消費は前期比0.7%と底堅く推移した。固定資本形成は、1～3月期の前期比2.0%から同0.9%に伸びは鈍化したが、引き続き成長に貢献した。

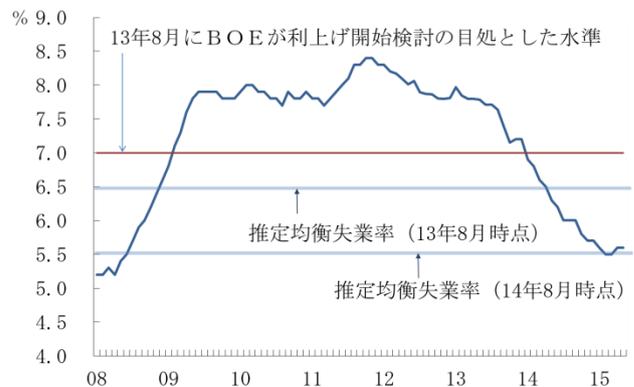
個人消費の堅調な拡大は雇用・所得環境の改善に支えられている。失業率は、景気回復が軌道に乗り始めた13年以降、低下ペースが加速、直近（4～6月）は5.6%と中央銀行のイングランド銀行（BOE）が均衡失業率と推定している5.5%近辺まで低下している（図表2）。

図表1 英国の実質GDP



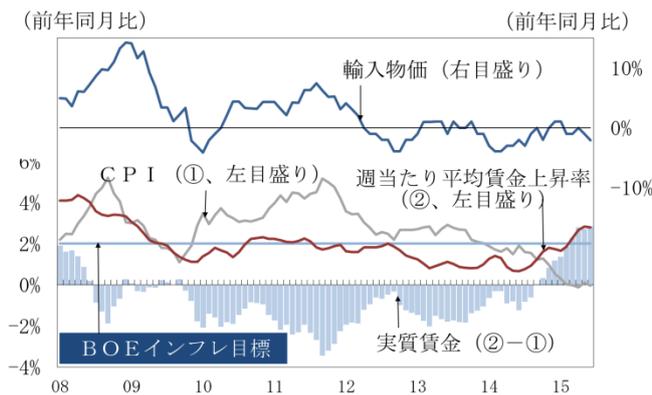
（資料）ONS

図表2 英国の失業率



（資料）BOE

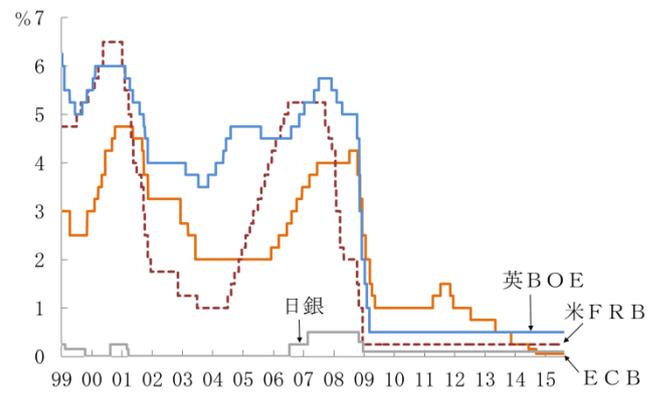
図表3 英国の賃金・インフレ動向



（注）週あたり平均賃金上昇率はボーナスを除く

（資料）ONS

図表4 主要国の政策金利



（資料）BOE

英国も、日米と同じく、雇用の量的な改善が賃金の伸びに結びつかない悩みを抱えていたが、15年に入ってから賃金の伸びが加速、6月はボーナスを除くベースで前年同月比2.8%まで回復した。その一方、インフレ率は、ポンド高とエネルギー等の価格下落による輸入物価の押し下げ要因が働き、前年同月比ゼロ近辺で推移している。このため足もとの実質賃金の伸びは世界金融危機後で最も高い水準となっている（図表3）。

英国では、雇用・所得環境の改善に支えられた個人消費主導の回復が続く見通しである。実質GDPは15年、16年ともに前年比2.6%となり、16年にはGDPギャップは解消する見通しだ。

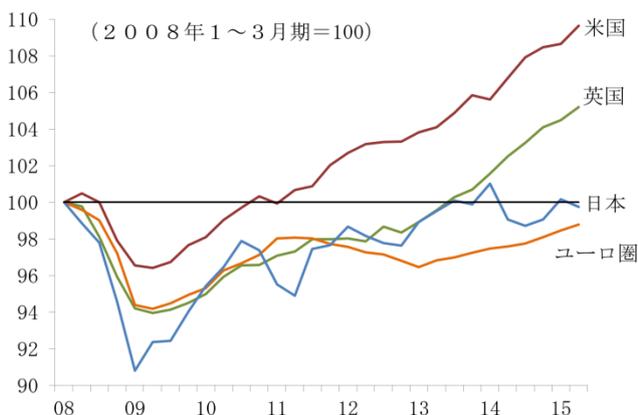
（ BOEの利上げは16年2月開始を予想 ）

BOEは、世界金融危機と自国の住宅バブル崩壊への対応として政策金利の思い切った引き下げを実施、2009年3月以降、政策金利は過去最低水準の0.5%に据え置いてきた（図表4）。政策金利が下限に達した2009年3月に国債等の資産購入を通じた量的緩和を開始、10年初に残高が2000億ポンドに達したところで買入れを一旦休止した後、11年10月に買入れを再開、12年11月に残高が3750億ポンドに達した後は新たな買入れは停止、償還分は再投資を行い、残高を維持している。

13年に入って、景気回復がようやく軌道に乗り、実質GDPの水準は、世界金融危機前のピークを回復している（図表5）。雇用・賃金の回復も明確になり、米国のFRBと同じく、危機モードの金融政策の継続を正当化しにくくなっている。しかしながら、インフレ率は、BOEの政策目標の2%を大きく下回るゼロ近辺で推移、インフレは差し迫った脅威ではない。むしろ、米国が利上げ時期を慎重に判断し、日欧が異例の金融緩和を継続する中で、BOEが先んじて利上げに踏み切れば、ポンド高の圧力が増し、外需の悪化、デフレ・リスクの増大を招くおそれがある（ユーロ圏図表2参照）。

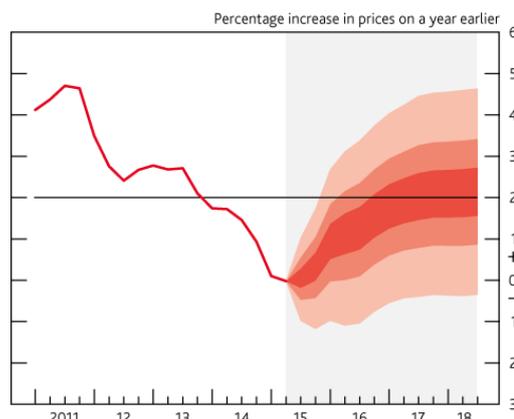
BOEの金融政策委員会（MPC）は四半期に1度の「インフレ報告」を政策決定の叩き台としている。最新の8月号では、17年にインフレ率が目標の2%を回復すると予測した（図表6）。しかし、この見通しが作られた後、中国の景気減速懸念、資源価格の下落、米利上げへの懸念から世界的に株価の動きが不安定化し、資源国・新興国経済の先行きへの懸念が強まった。現時点では、中国経済の減速の度合いや、米利上げの副作用などが見極め難く、資源価格や資源国・新興国経済への懸念は行き過ぎの可能性もある。とはいえ、これらの材料は、英国の経済とインフレ見通しに対して下方のリスクであることは間違いない。

図表5 主要国の実質GDP



（資料）各国統計

図表6 BOEのインフレ見通し



（資料）BOE「インフレ報告」2015年8月号

BOEの利上げは、四半期に一度の「インフレ報告」のタイミングとなる可能性が高いが、次回11月5日の可能性は遠のいている。11月の報告では、資源価格の下落とポンド高を織り込み、インフレ率の2%目標の達成時期を後ろにずらすと思われるからだ。足もとの国際金融・経済の不安の連鎖に歯止めをかけるきっかけとなり得るのは、①FRBが実際に利上げに動いた後、米国経済

の回復基調は損なわれず、ドル高や資源価格下落、新興国からの資本流出の圧力はむしろ緩和する、②中国で一連の政策効果が表れ、失速は杞憂であったことがデータで裏付けられることだろう。11月の段階では、これらを判断する材料は不足していると思われ、MPCで利上げへの賛成票が過半を確保することは見込めない。利上げ開始は早くても16年2月4日のMPCとなるだろう。

なお、BOEは、市場とのコミュニケーションの改善のため、今年8月からMPCの結果発表と議事要旨、インフレ報告を同日に公表する方式に改めた。従来は、MPCの後に公表されるのは決定内容のみを記した声明文であり、金融政策の変更に関する決議の有無、政策変更への賛成票の変化は、2週間後の水曜日の議事要旨公開までわからなかった。8月からの制度変更で、MPCの議論や委員の見解の変化についてより早く把握できるようになった。なお、8月のMPCは、カーニー総裁の政策金利の据え置き提案に賛成票が8、反対はマッカファティ委員の1票だけだった。9月のMPCの結果と議事要旨は10日に公表されるが、この間の外部環境の不透明性の強まりを考えると、据え置き反対=利上げ派の増加はなさそうだ。

図表9 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	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)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.7	3.0	2.6	2.6	2.7	3.0	3.0	3.4	2.9	2.6	2.5	2.3	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5
	前期比年率%	1.7	3.0	2.6	2.6	3.6	3.7	2.9	3.4	1.5	2.7	2.5	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4
消費者物価(CPI)	〃	2.6	1.5	0.1	1.3	1.7	1.7	1.5	0.9	0.1	▲0.0	0.0	0.3	1.0	1.2	1.4	1.6	1.6
失業率	平均、%	7.6	6.2	5.5	5.1	6.8	6.3	6.0	5.7	5.5	5.6	5.4	5.3	5.2	5.1	5.0	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	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。