

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

～相次ぐ危機でも回復は途切れないのか？～

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

1. 2015年のユーロ圏では危機が相次いだ、緩やかな回復は途切れなかった。
2. 16年もユーロ圏の内需主導の緩やかな回復は続く見通しだ。実質GDPは15年の前年比1.6%、16年同1.6%、17年同1.7%、インフレ率は、世界的な原油価格の動きが大きく影響し、15年はゼロ、16年1.1%、17年1.6%と予測する。
3. 相次ぐ危機でもユーロ圏の回復が途切れなかった最大の理由は、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和の強化にある。ユーロ高圧力の緩和や、ユーロ圏経済の内外のショックへの耐性を高める上で大きな役割を果たしたが、貸出や設備投資などへの効果はこれまでのところ限定的だ。期待される成長率が低い上に、民間企業の過剰債務や銀行の不良債権処理の遅れが、金融政策の波及を妨げていると思われる。
4. 16年も個人消費は雇用所得環境の改善に支えられて堅調に推移する見通しだ。投資も拡大が見込まれるが、域内のデレバレッジの圧力が残り、新興国を中心とする輸出も伸び悩んでいるため、現時点での計画に比べて、ペースは緩やかなものとなりそうだ。
5. 他方、難民対策費や治安対策の強化など、危機対策のための政府支出が一定の押し上げ効果を果たす見込みであり、その規模は想定よりも上振れる可能性がある。
6. 英国経済は2017年にかけて2%台半ばの成長が続く見通しであり、イングランド銀行（BOE）は、16年7～9月期に利上げに着手するだろう。
7. 英国では17年末までに欧州連合（EU）残留の是非を問う国民投票が実施される。果たして英国民が合理的な判断を下すのか。向こう2年間の最大の注目点となろう。

ユーロ圏経済見通し

	単位	2014年	2015年	2016年	2017年	2015年				2016年				2017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)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.9	1.6	1.6	1.7	1.3	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
	前期比年率%	0.9	1.6	1.6	1.7	2.2	1.6	1.2	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6
内需	前年比寄与度	0.8	1.5	1.7	1.6	1.3	1.2	1.6	1.7	1.4	1.8	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
民間最終消費支出	前年比%	0.8	1.7	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
固定資本形成	"	1.3	2.3	2.1	2.1	2.0	2.6	2.2	2.0	1.3	1.8	2.5	2.7	2.3	2.2	1.9	1.9	1.9
外需	前年比寄与度	0.0	0.1	▲0.1	0.1	▲0.0	0.4	▲0.0	▲0.1	0.1	▲0.3	▲0.0	▲0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	0.4	0.0	1.1	1.6	▲0.3	0.2	0.1	0.2	0.9	0.8	1.3	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
失業率	平均、%	11.5	10.9	10.5	10.1	11.2	11.0	10.8	10.7	10.6	10.5	10.4	10.3	10.2	10.1	10.0	10.0	10.0
ECB市場介入金利	期末、%	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	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、%	1.2	0.5	0.7	0.9	0.3	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.11	1.06	1.09	1.13	1.11	1.11	1.09	1.07	1.06	1.06	1.06	1.07	1.09	1.10	1.11	1.11
対円為替相場	平均、円	141	134	134	143	134	134	136	133	134	134	135	136	138	143	145	148	148

1. ユーロ圏：相次ぐ危機でも回復は途切れないのか？

（ 2015年の欧州—相次いだ危機— ）

2015年のユーロ圏では、年初の段階では十分に想定されていなかった「危機」が相次いだ。パリでは1月と11月に2度のテロ事件が発生、シリアなどからの欧州連合（EU）への難民流入は、まさに危機的な勢いで流入した。ギリシャの危機も、7月5日に実施された国民投票を挟んで、金融支援の「空白」が生じ、銀行が一時、営業停止に追い込まれ、危機の様相を呈した。9月に表面化したフォルクスワーゲン（VW）の排ガス不正問題も、同社が輸出型製造業を牽引役とするドイツを代表する企業の1つであるだけに、その影響が憂慮され、世界的な株安の引き金となった。さらに、世界金融危機後、世界経済の成長を牽引してきた中国・新興国の景気の減速傾向も鮮明になった。米国の連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ開始判断を前に世界の資金の流れも不安定になっている。

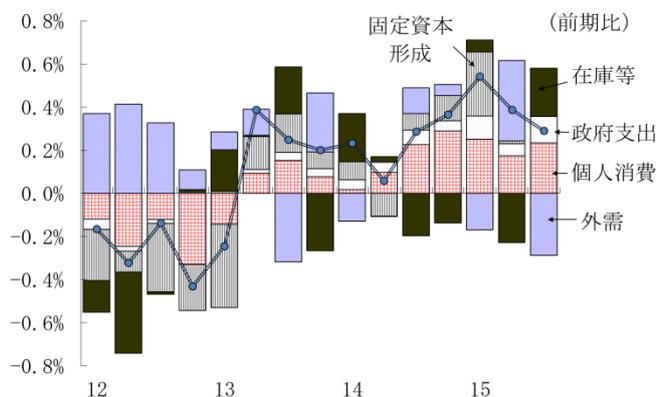
（ それでも10四半期連続のプラス成長。消費が主導、政府支出も押し上げ要因 ）

こうした相次ぐ「危機」や域内外の不安材料にも関わらず、2015年のユーロ圏では緩やかな回復が続いた。実質GDPは1～3月期の前期比0.5%をピークに、4～6月期同0.4%、7～9月期同0.3%と低下しているが、10四半期連続のプラス成長は世界金融危機後で初めてのことだ。

景気の回復が途切れなくなった要因としては、雇用の底入れとともに個人消費の拡大が定着したことが大きい。特に2015年は、世界的な原油安を背景に、エネルギー価格の前年比での下落が続いたことが、実質ベースの雇用者所得の押し上げ要因となった。個人消費に次ぐ需要項目である政府消費支出も、13年半ばに成長の下押し要因から押し上げ要因に転じた。7～9月期の実質GDPへの寄与度は個人消費の前期比0.2%に対して政府支出は0.1%であった（図表1）。

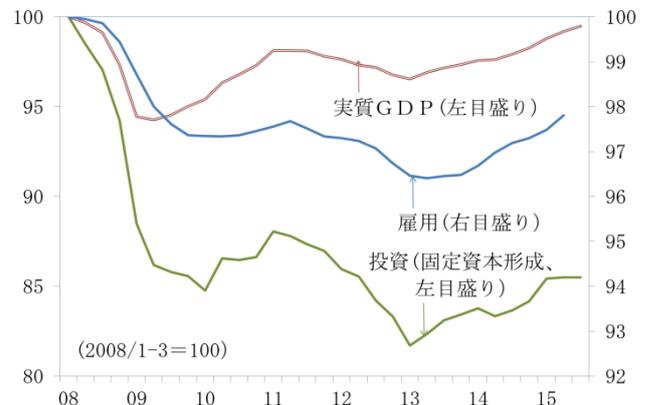
他方で、12～13年の不況期に、ほぼ唯一の成長押し上げ要因であった外需の寄与は14年以降、縮小している。15年7～9月期は、輸出の伸び（前期比0.2%）を輸入の伸び（同0.9%）が大きく上回ったため、前期比で0.3%成長を下押しした。

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 ユーロ圏の実質GDP、雇用、投資



（資料）欧州委員会統計局

（ 16年も緩やかな回復持続がメインシナリオ ）

16年についても現時点でのコンセンサスは「内需主導の緩やかな回復の持続」だ。国際通貨基金（IMF）や経済協力開発機構（OECD）などの国際機関や欧州委員会、欧州中央銀行（ECB）

B)などEU機関、その他民間の多くも16年のユーロ圏の成長率を15年の1%台半ばを上回る1%台後半と予測している。

当研究所でも実質GDPは15年の前年比1.6%、16年同1.6%、17年同1.7%と内需主導の緩やかな回復の持続を展望している。インフレ率は、世界的な原油価格の動きが大きく影響し、15年はゼロとなるが、16年後半には原油価格要因が物価押し上げ要因に効き始めることで、16年1.1%、17年1.6%と予測する（表紙図表参照）。

（ 危機のショックを吸収したECBの金融政策 ）

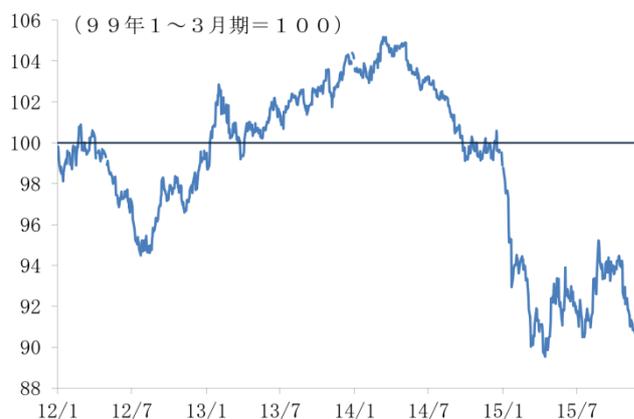
15年に相次ぐ危機に見舞われながらも、回復が途切れなかった最大の理由は、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和の強化にある。政策金利は、12年7月の利下げを最後に、民間銀行が中央銀行に預金する際の金利（中銀預金金利）はゼロで据え置いていたが、14年6月にマイナス0.1%に引き下げた後、同年9月にマイナス0.2%、さらに15年12月にマイナス0.3%まで引き下げた。資産買入れによる量的緩和も、銀行が発行するカバードボンド（債権担保付き社債）、資産担保証券（ABS）から着手、15年3月に「国債等を含めて月600億ユーロの買入れを16年9月末または2%以下でその近辺という中期物価目標の達成が見通せるまで」継続する約束をした。15年12月の政策理事会で、月600億ユーロの買入れ期限を17年3月に延長し、対象に地方債を含めること、償還資金は再投資を行なうことを決めた。

図表3 2015年12月3日ECB政策理事会での
決定内容

政策金利の引き下げ(中銀預金金利0.2%→0.3%)
資産買入れプログラム（APP）の拡張
<ul style="list-style-type: none"> ●期限延長（16年9月→17年3月） ●対象資産拡大（新たに地方債等を加える） ●償還資金の元本の再投資を行なう ●技術的パラメーターを16年春に見直す
固定金利・金額無制限の資金供給期限延長（17年末まで）

（資料）ECB

図表4 ユーロの名目実効為替相場



（資料）ECB

ECBの金融政策は、ユーロ高圧力の緩和や、ユーロ圏経済の内外のショックへの耐性を高める上で大きな役割を果たしてきたし、今後も果たすことになるだろう。15年12月3日の政策理事会での追加緩和に関する決定内容に（図表3）、事前に過度の期待を抱いていた市場は失望したが、今後も、必要に応じて、追加の中銀預金金利の引き下げや資産買入れプログラム（APP）の期限延長や規模拡大などに踏み込み、回復を支える役割を果たすだろう。12月の追加緩和でAPPは17年3月まで半年間延長されたが、その後も、規模を縮小しながら継続する可能性は高い。17年初の段階でインフレ率は1%台半ばに達するとみられるが、押し上げ要因となるのは原油価格の回復だ。量的緩和停止の条件である「2%以下でその近辺の中期物価目標が見通せる」段階に達したとの判断は困難な可能性がある。さらに政策金利の引き上げに着手するのは、GDPギャップの解消が見通せるようになる2018年以降だろう。

スペイン、イタリアは、ギリシャ危機の影響を強く受けてきたが、両国国債が量的緩和の対象となっている安心感から、15年夏のギリシャ支援の空白期間も10年国債利回りは米国並みの低水準を保った（図表5）。11月のパリの2度目のテロ事件は週末に発生し、週明けの市場に及ぼす影響が懸念されたが、大きな混乱がなかった。過去のテロ事件の事例から悪影響は一時的との判断が勝ただけでなく、ECBの追加緩和が視野に入っていたことも大きいと思われる。

しかしながら、ECBの一連の緩和策によって、国債利回りは低位で安定し、商業銀行の貸出金利にも波及しているが、貸出や設備投資などへの効果はこれまでのところ限定的と言わざるを得ない。ユーロ圏の銀行の民間部門向け貸出残高は住宅ローンを含むベースで、ごく緩やかな持ち直しの兆しが見られる。しかし、APPとともに、ECBの非伝統的手段の柱を構成するターゲット型資金供給（TLTRO）が狙いとする民間企業向けの貸出は下げ止まった段階だ（図表6）。期待される成長率が低い上に、民間企業の過剰債務や銀行の不良債権処理の遅れが、金融政策の波及を妨げていると思われる。

図表5 ユーロ参加国の10年国債利回り



(注) 国名横の記号はS & Pによる政府信用格付けを示す
(資料)ロイター

図表6 ユーロ参加国銀行の民間部門向け貸出



(資料)ECB

（消費は堅調に推移、投資も緩やかに拡大）

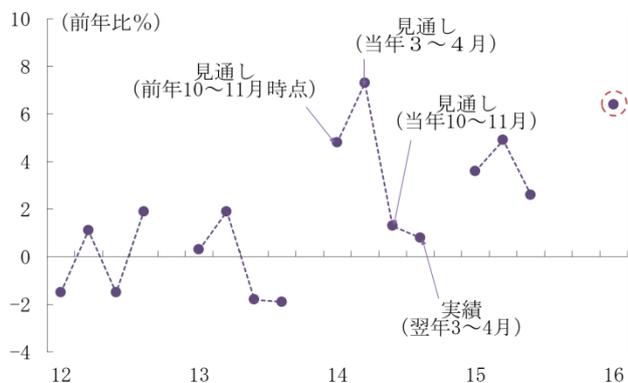
2016年も個人消費は雇用所得環境の改善に支えられて堅調に推移する見通しだ。金融緩和効果は16年以降も継続する上に、原油価格も、中国・新興国の需要鈍化で、低水準での推移が見込まれる、少なくとも16年半ばまでは前年比での押し下げ効果が続くと思われる。

構造的な失業の解消、潜在成長率の回復のために期待される投資も、拡大を予想するが、現時点での計画に比べて、そのペースは緩やかなものとなりそうだ。EUの欧州委員会が半期に一度実施している設備投資計画の15年10～11月調査の結果によれば、ユーロ圏の企業は16年の設備投資を実質で前年比6%と増やすと回答しており（図表7）、15年を上回る伸びが期待される。①直近では設備稼働率が81.5%と1990年代以降の長期平均の水準（81.2%）を上回るようになっていること、②企業マインドが概ね良好な水準を保っていること、③緩和的な金融環境が当面続く見通しであること、④債務危機により厳しい調整を迫られた南欧の国々を中心にビジネス環境の改善が進んだこと、⑤ユーロ安に加えて、労働市場改革や賃金調整の成果もあって、単位労働コストなどで見るコスト競争力も改善していることなど投資の回復を促す材料は多い。

しかし、伸び率は計画に届かない可能性も高い。ユーロ圏の景気が底入れした13年以降も、設備投資の実行は前年10～11月期の時点の計画を下回るパターンが続いてきた。既述のとおり、欧

州は、デレバレッジが完了した段階ではなく、域内の需要の伸びは、世界経済の平均よりも低い。世界を牽引してきた中国・新興国の景気はかつてのような勢いはなく、輸出の伸びも鈍っている(図表8)。企業が計画よりも慎重な姿勢をとる可能性は高い。

図表7 ユーロ圏の設備投資調査結果



(資料)欧州委員会統計局

図表8 ユーロ圏の輸出



(注)季節調整・営業日調整後

(資料)欧州委員会統計局

(高まる財政の役割)

投資不振は主要国の多くが共有する悩みだが、ユーロ圏の場合は財政健全化のために公共投資を削減し、その後、水準が回復していないことも、投資不足の原因だ。

EUの欧州委員会は、2014年以降、加盟国の財政政策の評価にあたり、「財政緊縮一辺倒」ではなく、「成長に配慮した財政健全化」を求めるようになり、財政健全化ルールも解釈を柔軟化した。政府債務残高の水準が過剰でも、マイナス成長や、GDPギャップが大きい場合には財政健全化措置のペースダウンを認める、公共投資や構造改革に関する支出であれば、約束した中期財政目標からの逸脱も許容する方針だ。

財政ルールの柔軟運用に加え、各国の財政健全化が相応に進展したこととで、イタリア、フランス、スペインなどが、所得税や法人税などの減税に動き始めるなど、財政面でも景気が下支えられるようになっている。

公共投資には慎重な立場を採る国がなお多いが、最も多くのシリア等からの難民を受け入れることになるドイツでは関連支出の増大が予定され、フランスもテロ事件の後、治安対策費として16年に6億ユーロの追加支出することを決めた。16年は公的需要が成長に一定の押し上げ効果を果たすだろう。

相次ぐ危機に対する政策対応の強化が、需要面からユーロ圏の経済を下支えすると見られる。さらに、その規模は現在の想定よりも上振れる可能性がある。

2. 英国：出口に進む？

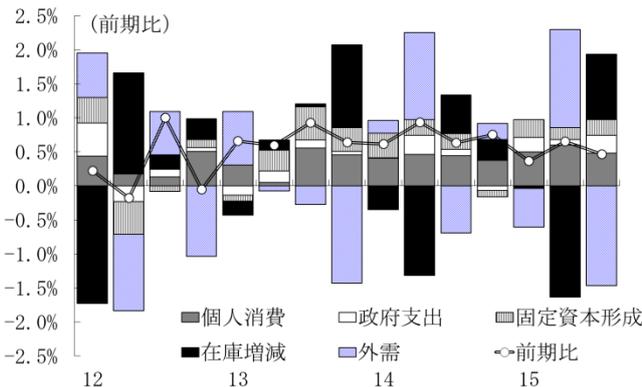
（英国は異例の金融緩和からの出口に進む。EUからの出口にも進むか？）

英国は、世界金融危機後、自国の住宅バブルの崩壊に加え、ユーロ危機の影響もあり、長期不況に陥ったものの、ここ3年間は、景気の拡大基調が定着するようになった（図表1）。2015年の年間の成長率は2.4%となる見通しだ。

15年中に雇用・所得環境の改善が明確になった。15年7月から9月の3カ月間の失業率は5.3%と中央銀行のイングランド銀行（BOE）が14年8月時点で均衡水準とした5.5%をすでに下回っている。賃金も週当たり平均賃金（ボーナスを除く）のベース2%台の伸びが定着するようになった。15年入り後、インフレ率（CPI）が、原油価格下落とポンド高の相乗効果による輸入物価の低下により前年比横這いで推移しているため、長く続いた実質賃金のマイナスの状態も脱した（図表2）。

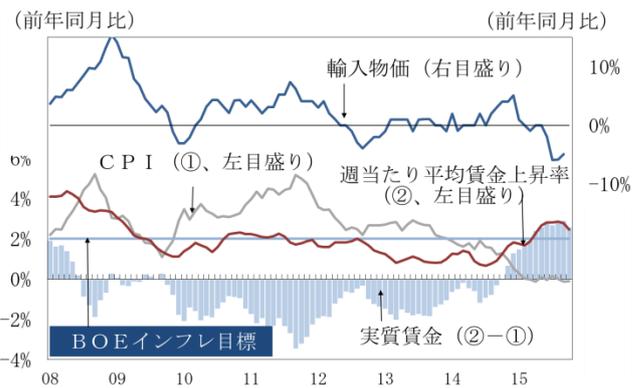
2016年も2015年並みの景気拡大が続く見通しだ（図表3）。個人消費は雇用・所得環境の改善に支えられた底堅い推移が期待される。英国にとっての外部環境も結びつきの強い米欧経済の緩やかな回復が期待されることから、大きく下振ることはないだろう。

図表1 英国の実質GDP需要項目別寄与度



(資料) ONS

図表2 英国の賃金・インフレ動向



(注) 週当たり平均賃金上昇率はボーナスを除くベース

(資料) ONS、BOE

図表3 英国経済見通し

	単位	2014年	2015年	2016年	2017年	2015年				2016年				2017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%	2.9	2.4	2.4	2.4	2.7	2.4	2.3	2.2	2.5	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3
	前期比年率%	2.9	2.4	2.4	2.4	1.5	2.6	1.9	2.7	2.7	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.2
消費者物価(CPI)	"	1.5	0.0	0.7	1.5	0.1	▲0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
失業率	平均、%	6.2	5.4	5.1	4.9	5.5	5.6	5.4	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8
BOE政策金利	期末、%	0.50	0.50	0.75	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00

中央銀行のイングランド銀行（BOE）は、政策金利を2009年3月から0.5%の過去最低水準で据え置いてきたが（図表4）、16年7～9月期には見直しに着手、異例の金融緩和からの出口戦略で米国に続くだろう。

BOEの金融政策委員会（MPC）の政策決定の叩き台となる「インフレ報告」11月号では、インフレ見通しの前提となる市場が織り込む政策金利は16年7～9月期の利上げ開始後、18年10～12月期の段階でも1.3%である。BOEの利上げのペースは、FRBと同様に、過去の利上げ局面

に比べて遥かに緩やかで、しかも、到達する水準が低いと見られている。

(EU離脱の是非を問う国民投票に向け、EUとの交渉が始動)

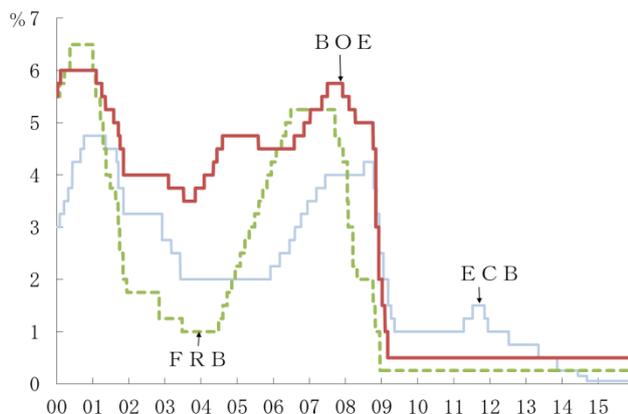
15年5月の総選挙で勝利した保守党のキャメロン政権は、今回の予測期間である17年末までに欧州連合（EU）残留の是非を問う国民投票を実施することを約束している。キャメロン政権の狙いは、EU離脱ではなく、「改革されたEUでの残留」にあり、EUから英国の加盟条件に関する一定の譲歩を勝ち取った上で、国民投票に臨む方針だ。17年は、EUの中核国である独仏が国政選挙を予定しているため、EUとの交渉が進み難いなどの理由で、国民投票は16年内に前倒しで実施される可能性がある。

英国政府とEUとの協議は始動しつつある。11月10日にキャメロン首相が4本の柱からなる改革案（図表5）をまとめた書簡をEU首脳会議議長のトゥスク大統領に提出した。改革案は12月17～18日のEU首脳会議で「テロとの戦い」や「難民危機」、「ユーロ制度改革」などととも議題の1つとして協議される。

世論調査を見ると、難民危機やテロの脅威の高まりなどの影響か、ここのところEU離脱支持派の勢いが増している。EU離脱は英国とEUの双方にとりダメージが大きい。難民問題やテロの脅威への対応も、本来はEUが分裂するよりも、共同歩調を採ることの方が望ましいはずだ。

果たして英国民は、国民投票で合理的な判断を下すのか。向こう2年間の最大の注目点となろう。

図表4 米英欧の政策金利



(資料) BOE、FRB、ECB

図表5 英国のEUに対する要望事項

経済ガバナンス：ユーロ未導入国の権利保護

競争力：EUレベルの競争力強化策推進と規制の削減

国家主権の保護：EU立法への国内議会権限強化など

EUからの移民：社会保障「均等原則」の一部制限等

(資料) キャメロン首相トゥスクEU大統領宛書簡 (2015年11月10日付)

(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。