

2014年3月19日 全8頁

欧州経済見通し 地政学的リスクが浮上

ECBの宿題は銀行貸出増を促すための対策

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- 3月6日の金融政策理事会でECB（欧州中央銀行）は政策金利を据え置き、他の金融緩和措置も見送った。注目されたECBスタッフの景気予想では2014年のインフレ率予想は+1.0%に下方修正されたが、緩やかな景気回復を背景に2016年10-12月期には前年比+1.7%まで上昇し、ECBが目指す「+2.0%をやや下回るインフレ率」が達成されるとの見通しが示された。最近のユーロ圏の景気指標は、低インフレ下での緩やかな景気回復予想を裏付ける内容となっているが、ウクライナ問題という新たなリスクの影響の見極めがまだできない中でECBは様子見を選択したと考えられる。
- ECBは2007年以降の金融・財政危機への対応として、大幅利下げ、銀行への潤沢な資金供給、国債購入プログラム（SMP、OMT）の導入などを実施し、その結果、銀行が資金繰り難で突然破綻するリスクは大きく後退し、市場金利は低下した。ただ、金融政策の伝達で重要な役割を果たす銀行部門の再生は道半ばで、特に中小企業向け融資が回復していないことが問題である。ECBも指摘しているように、銀行貸出回復には景気回復、銀行監督の透明性向上、そして実効性の高い銀行破綻処理制度の構築が重要となろう。
- 英国経済は内需が牽引して年率3%前後の成長を続けており、注目すべきはインフレ率の過度な上昇を招かずに景気回復を継続できるかである。BOE（英中銀）は英国経済にはまだ余剰生産力があり、インフレが懸念される局面ではないとの見解だが、物価動向に加え、労働市場の需給状況に引き続き注目しているとみられる。

ユーロ圏経済

金融緩和に動かなかった ECB

ECB は 3 月 6 日の金融政策理事会で主要政策金利である 1 週間物オペ金利を 0.25% に据え置いた。また、限界貸出金利は 0.75%、中央銀行預金金利は 0% にそれぞれ据え置いた。物価見通しが下方修正されて何らかの緩和措置が講じられるのではないかと期待があったが、ECB は「政策金利を現行水準またはそれを下回る水準で当面維持する」とのフォワード・ガイダンスを継続して金融緩和スタンスを保持したものの、追加緩和措置は見送った。

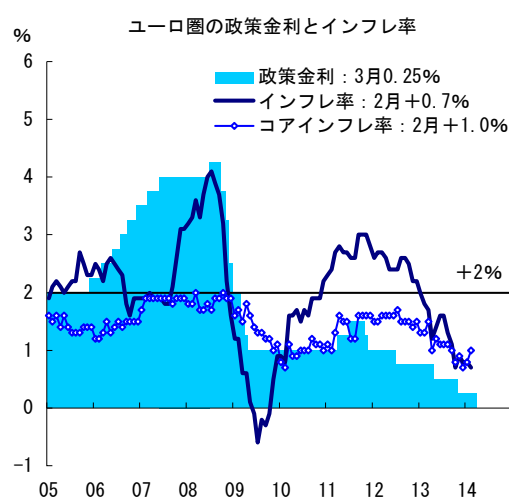
ECB は昨年 11 月にデシインフレの長期化阻止を目的に政策金利を 0.50% から 0.25% に引き下げたが、その後もインフレ率（消費者物価上昇率）は前年比 +0.8% 前後で停滞した。このため 2 月 6 日の金融政策理事会で追加金融緩和が検討されたが、(1) 10 - 12 月期のユーロ圏の GDP 統計の発表と、(2) 3 月の金融政策理事会に合わせて発表される ECB スタッフの景気・インフレ予想で 2016 年の予想数字を待ちたいという理由で追加緩和は先送りされていた。

2 月 14 日発表の 10 - 12 月期 GDP は前期比 +0.3% 成長とまずまず堅調で、3 月 5 日に発表されたその内訳も個人消費が同 +0.1% と低成長ながら 3 四半期連続でプラス成長となり、さらに固定資本形成が同 +1.1%、輸出が同 +1.2% と内外需が共に回復したことが確認された。また、3 月 6 日に公表された ECB スタッフの景気・インフレ予想では、2014 年のインフレ率は昨年 12 月時点の予想の +1.1% から +1.0% に下方修正されたものの、2015 年は +1.3% で据え置かれた。そして注目の 2016 年は +1.5% と緩やかな上昇が続く予想になっている。ドラギ ECB 総裁は金融政策理事会後の記者会見で 2016 年 10 - 12 月期のインフレ予想は前年比 +1.7% であることを明らかにし、ECB が目標とする「+2.0% をやや下回るインフレ率」が達成される予想であることを示唆した。なお、ユーロ圏は緩やかな回復が見込まれ、GDP 成長率は 2014 年に +1.2% とプラス成長に転じたのち、2015 年は +1.5%、2016 年は +1.8% となる予想である。

図表 1 ここ半年低迷している消費者物価は 2016 年にかけて緩やかに上昇する見通し

ECB スタッフによる景気・インフレ予想（2014年3月）

	GDP 成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		12月予想		12月予想
2013	-0.4	-0.4	1.4	1.4
2014	1.2 (0.8~1.6)	1.1 (0.4~1.8)	1.0 (0.7~1.3)	1.1 (0.6~1.6)
2015	1.5 (0.4~2.6)	1.5 (0.4~2.6)	1.3 (0.6~2.0)	1.3 (0.5~2.1)
2016	1.8 (0.7~2.9)	-	1.5 (0.7~2.3)	-



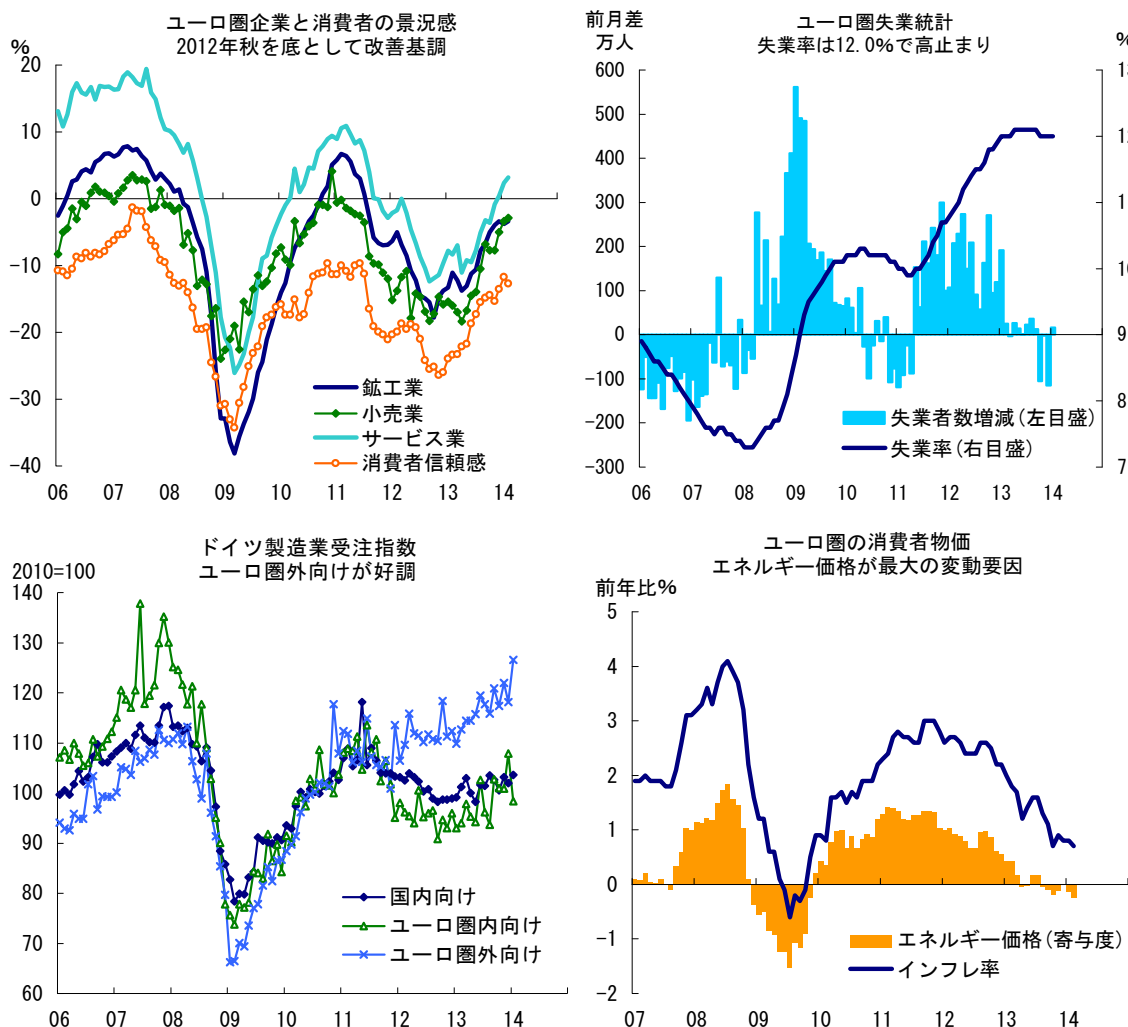
注：コアインフレ率はエネルギー・食品・アルコール・たばこを除いた消費者物価上昇率

出所：ECB、Eurostat データより大和総研作成

ECBが3月に追加緩和策を見送ったのは妥当な判断と考えられる。ユーロ圏景気は緩やかな回復が見込まれる一方、インフレ率は当面低空飛行で、次の動きが上振れと下振れのどちらになるかまだ判断が難しい。ユーロ圏の企業と消費者の景況感は今年に入ってからでも総じて改善基調にある。また、ドイツの製造業受注はユーロ圏外向けが増加しており、昨年半ばまで停滞していた輸出が今年は持ち直すことが期待される。加えて財政緊縮政策による内需減退効果は2012年、2013年と比べて縮小が見込まれる。ユーロ圏の失業率は12.0%と高水準ながら上昇に歯止めがかり、雇用者数は昨年10-12月期に前期比+0.1%と10四半期ぶりに増加した。

なお、物価低下には大きく分けて三つの原因があると考えられる。ユーロ圏で「財政懸念国」に分類されてしまった国々が財政健全化を最優先課題としたこと、ユーロ高による輸入物価の下落、そしてエネルギー価格の下落である。エネルギー価格は世界的な原油・天然ガス需要の後退、米国のシェール・ガスの普及、欧州の暖冬などさまざまな要因で下落している。2月のユーロ圏のインフレ率は前年比+0.7%に低下したが、エネルギー価格の下落が0.3%ptの押し下げ要因となった。これに対して、エネルギー・食品・アルコール・たばこを除いたインフレ率は、2月は前年比+1.0%と1月の同+0.8%からやや加速した。

図表2 2014年のユーロ圏経済は内外需がそれぞれ持ち直すと見込まれる



出所：ドイツ連銀、欧州委員会、Eurostat データより大和総研作成

景気とインフレ見通しを不透明にした地政学的リスク

ECB は以前から景気見通しには下振れリスクがあり、インフレ見通しには上振れと下振れの双方のリスクがあるの見解であったが、3 月もこのリスク判断が踏襲された。景気下振れ要因には、国際金融市場の不安定化、エマージング諸国の景気悪化、ユーロ圏諸国の構造改革の遅れなどが挙げられている。ただし、今回はここに地政学的リスクが加わった。当然ながら最近 1 か月で急速に深刻化してしまった、ウクライナを巡る欧米とロシアのにらみ合いが念頭にある。

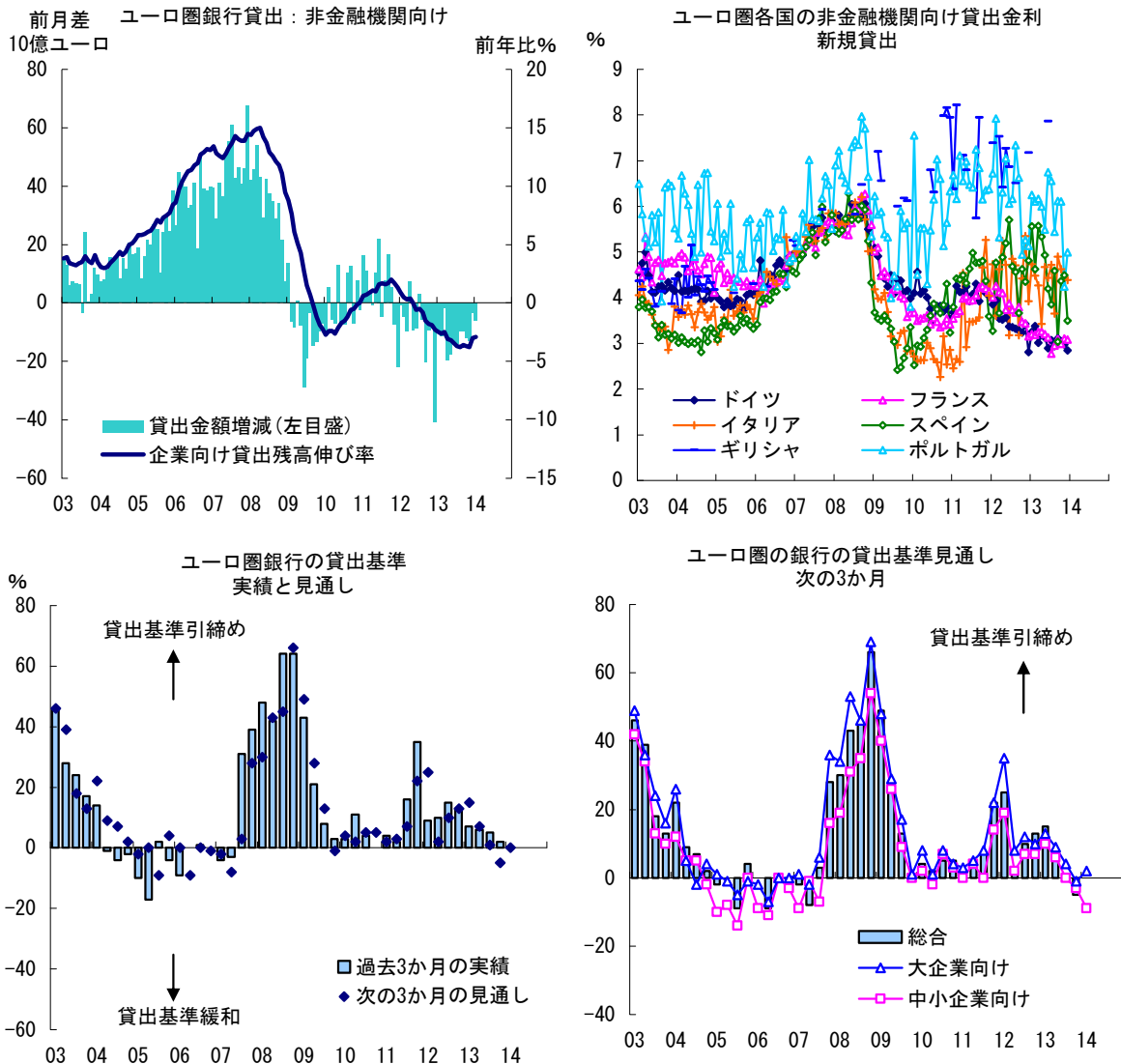
3 月 16 日の住民投票で 9 割超の支持を得たクリミア自治共和国議会は、ウクライナからの独立とロシアへの編入要請を決議した。これを受けてロシアのプーチン大統領は迅速に動き、3 月 18 日にはクリミア自治共和国のロシア編入に関する条約に調印し、ロシアの上下両院の承認を求めた。欧米諸国はクリミアの住民投票はウクライナ憲法に違反しているため無効とし、ロシアへの経済制裁強化を打ち出した。一方、ロシア系住民の保護を旗印に一気にクリミア半島の編入に動いたロシアだが、同様にロシア系住民が多いウクライナ東部に関しては、ロシアに取り込む意思のないことを示唆している。ただ、今後ロシアが、現在は承認していないウクライナ政府との対話に前向きとなるなど、欧米との対立緩和に動くのかまだ不透明である。

欧米とロシアの対立関係が解消に向かわない場合、ロシアからのエネルギー資源の供給が滞って原油や天然ガスの価格が上昇する、ロシア向け輸出が減少するなどがユーロ圏経済への悪影響として想定される。ユーロ圏は原油の約 3 割、天然ガスの約 2 割をロシアから輸入している。また、最近のユーロ高の背景には、ECB の追加緩和措置見送りに加えて、ウクライナ懸念が影響していると考えられる。ユーロ高はエネルギー資源の価格上昇を相殺する効果があるが、ユーロ高がさらに進めば、ユーロ圏外向け輸出の阻害要因となろう。ただし、欧米とロシアの緊張関係の深刻化がユーロ圏の景気回復の腰折れ懸念につながるなどして、ユーロ圏のリスクが高いと評価が変われば、逆にユーロ安に転じる可能性も考えられる。地政学的リスクが加わったことで、インフレ見通しには新たな上振れと下振れの材料が出てきている。

ECB の政策の成果と今後の課題

2007 年以降の金融・財政危機に対して、ECB は大幅利下げ、銀行への潤沢な資金供給、国債購入プログラム (SMP、OMT) 導入などを実施し、その結果、銀行が資金繰り難で突然破綻するリスクは大きく後退し、市場金利は低下した。ただ、金融政策の伝達で重要な役割を果たす銀行部門の再生は道半ばで、ECB の資金供給が民間部門への貸出増につながっていない。2 度の 3 年物 LTRO (長期オペ) で計 1 兆ユーロが銀行部門に供給されたが、その大半は銀行の自己資本増強、手元流動性の積み増し (ECB への預金が増) 、そして国債購入に充てられたと考えられる。ECB への預金に対する利子が 0% に引き下げられた 2012 年 7 月以降は同預金は急減したが、その資金は銀行の経常勘定に滞留し、超過準備 (excess reserves) となっただけである。また、財政懸念国の貸出金利が高止まりし、とりわけ銀行に資金調達を依存している中小企業向けの融資が回復していないことが問題である。ECB も指摘しているように、銀行貸出回復には景気回復、銀行監督の透明性向上、そして実効性の高い銀行破綻処理制度の構築が重要となろう。

図表3 ユーロ圏の銀行貸出は回復に向かうか



出所：ECB データより大和総研作成

ユーロ圏銀行による民間の非金融機関向け貸出は2009年以降、総じて縮小してきたが、昨年末に縮小ペースがやや緩和した。また、財政懸念国とそれ以外の格差拡大が問題となってきた非金融機関向けの貸出金利は2013年半ばから格差縮小の動きが出てきた。ECBが3か月ごとに実施している銀行貸出サーベイでは、2013年10月調査で16四半期ぶりに「次の3か月に貸出基準を緩和する」との回答が「引締める」との回答を上回った。実績では小幅ながら貸出基準は引締められたが、最新の2014年1月調査では中小企業向けの貸出基準を次の3か月で緩和するとの回答が増加した。景気回復見通しと銀行の資本増強の進展などがこのような貸出スタンスの変化の背景にあると考えられるが、このようなサーベイの結果が実際に中小企業の資金調達環境を改善させるのかが今後の大きな注目点である。

ところで、ECBが単一銀行監督制度(SSM)を11月にスタートさせる前に銀行の資産査定(AQR)とストレステストを実施しており、これに備える銀行が貸出を抑制するのではとの懸念がある。ただ、そもそもAQRとストレステストの目的は、銀行資産を同一基準で評価することで透明性

を高め、問題の残る銀行を明らかにして、その再建を図るなり清算するなりして、金融システム全体の健全性を高めることである。ドラギ総裁も指摘しているように、貸出余力のない「ゾンビ銀行」を延命させることには意味がない。ECBにとっても重要なのは、銀行部門がECBの金融緩和政策を適切に伝達する部門としての役割を果たせるようになり、さらに返済能力の高さだけではなく、将来性の高さでも融資先を決めることができる体力を回復させることである。このため、注目すべきは、効率的に機能する単一破綻処理制度（SRM）が整備されるか否かである。昨年12月に基本合意されたSRMは手続きが煩雑で迅速な決定が難しいと懸念されており、現在、欧州理事会と欧州議会がその修正案について協議中である。

英国経済

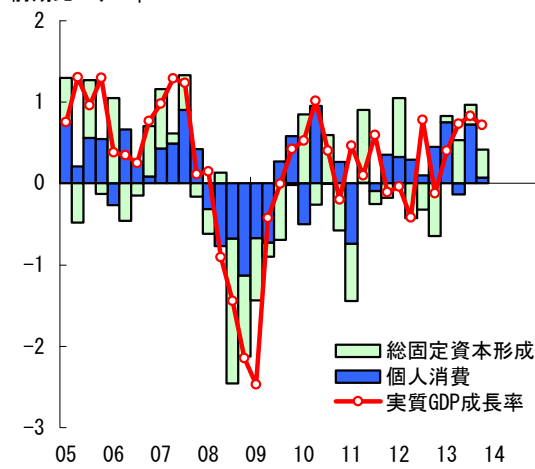
内需主導の景気回復が続く

英国経済は2013年4-6月期から3四半期連続で前期比+0.7%以上の高い成長率を維持している。10-12月期に関しては、総固定資本形成が7-9月期の同+1.7%から同+2.4%に加速し、輸出（同-2.8%から同+0.4%へとプラスの伸びに転じた）と共に牽引役となった。一方、個人消費は同+1.1%から同+0.1%へと大きく減速したが、これは一時的な現象と考えられる。消費者信頼感と家計資産の双方の改善に貢献している住宅市場の回復が、2014年に入ってから継続しているためである。不動産取引件数と住宅ローン承認件数は、共に2013年年初からの拡大トレンドがこの1月まで続いている。消費者信頼感は2月に一段と改善し、住宅バブルの最盛期だった2006年、2007年の水準すら上回った。このほか、企業景況感も高水準にあり、鉱工業生産は前年比+2%前後の堅調な伸びを続けている。一方、輸出は1月に欧州向け、北米向けとも改めて前年割れとなり、好調な内需と対照的である。

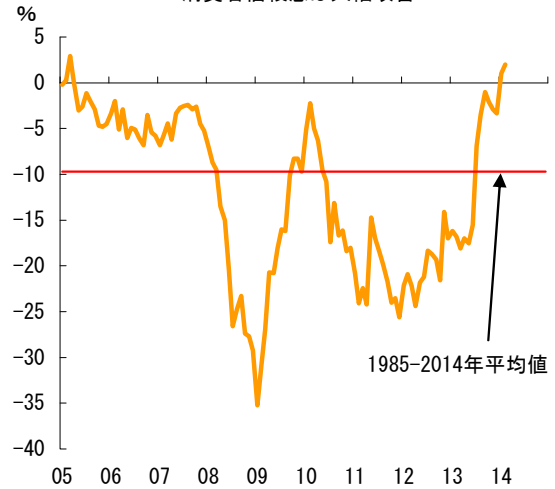
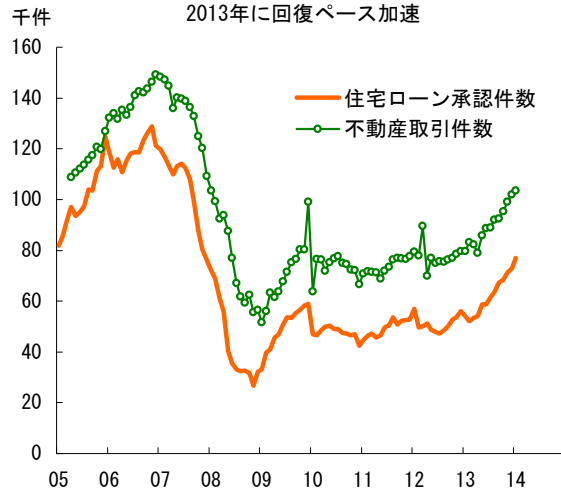
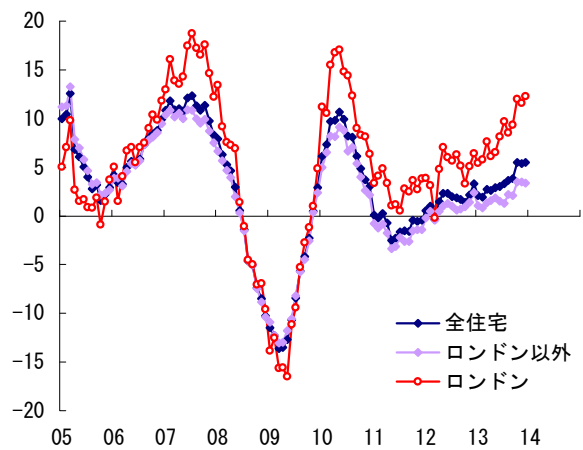
住宅市場が活況を取り戻しつつある中で住宅価格は緩やかな上昇傾向にあるが、これまでのところ消費者物価上昇率はむしろ低下傾向にある。1月の消費者物価は前年比+1.9%とBOE（英中銀）のインフレ・ターゲットの中心値である同+2.0%を割り込んだが、これは2009年11月以来の低水準である。項目別では輸送費の低下が目立つほか、食品・飲料、家具・日用品などの価格上昇も限定的である。ポンド高の影響で輸入物価が下落していることが消費者物価の上昇を抑制しており、この傾向はしばらく続くと予想される。BOE（英中銀）は3月6日の金融政策理事会で予想された通りに政策金利を0.5%に据え置いた。BOEは英国経済にはまだ余剰生産能力があり、インフレ圧力が早期に顕在化することはないとの見解で、年内の利上げには消極的である。ただ、年率3%前後の経済成長がさらに継続すれば、労働市場の需給が引き締められ、それが賃金、物価へと波及することが予想される。このため、物価動向に加え、労働市場の需給状況に引き続き注目しているとみられる。

図表4 英国経済指標

GDP成長率と個人消費寄与度



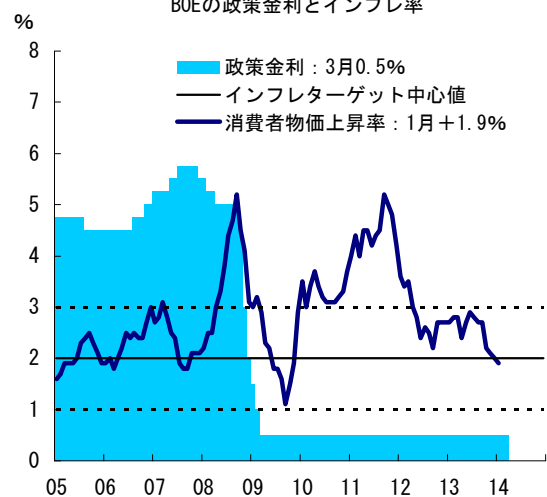
消費者信頼感は大幅改善

住宅ローン承認件数と不動産取引件数
2013年に回復ペース加速住宅価格指数 (DCLG)
ロンドン以外の住宅価格も加速

失業率



BOEの政策金利とインフレ率



出所: 英国統計局 (ONS)、欧州委員会、BOE

<欧州経済・金利見通し>

ユーロ圏経済見通し

	2011 通年	2012 通年	2013					2014					2015 通年
			Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率													
国内総生産	1.6%	-0.7%	-0.9%	1.3%	0.6%	1.1%	-0.5%	1.1%	1.4%	1.4%	1.3%	1.1%	1.4%
民間消費支出	0.3%	-1.4%	-0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	-0.7%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.8%
政府消費支出	-0.1%	-0.5%	1.1%	-0.1%	1.5%	-1.0%	0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.0%	0.1%	0.6%
総固定資本形成	1.6%	-4.1%	-6.4%	0.6%	2.3%	4.3%	-3.0%	0.8%	2.8%	2.4%	2.8%	2.3%	2.8%
輸出等	6.5%	2.5%	-3.7%	9.7%	0.1%	4.9%	1.3%	2.4%	3.2%	4.1%	4.5%	3.5%	4.4%
輸入等	4.5%	-0.9%	-4.5%	6.9%	3.9%	1.6%	0.1%	2.8%	3.2%	3.6%	4.5%	3.3%	4.4%
前年同期比 (除く失業率)													
国内総生産	1.6%	-0.7%	-1.2%	-0.6%	-0.3%	0.5%	-0.5%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.1%	1.4%
民間消費支出	0.3%	-1.4%	-1.3%	-0.6%	-0.3%	0.3%	-0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%
政府消費支出	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.7%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	-0.0%	0.2%	0.1%	0.6%
総固定資本形成	1.6%	-4.1%	-5.3%	-3.4%	-2.3%	0.1%	-3.0%	2.0%	2.5%	2.6%	2.2%	2.3%	2.8%
輸出等	6.5%	2.5%	0.1%	1.5%	0.8%	2.6%	1.3%	4.2%	2.7%	3.7%	3.5%	3.5%	4.4%
輸入等	4.5%	-0.9%	-1.9%	-0.1%	0.6%	1.9%	0.1%	3.8%	2.9%	2.8%	3.5%	3.3%	4.4%
鉱工業生産 (除建設)	3.5%	-2.5%	-2.2%	-0.9%	-1.1%	1.5%	-0.7%	1.5%	1.4%	1.8%	1.5%	1.6%	2.2%
実質小売売上高	-0.7%	-1.7%	-2.1%	-1.0%	-0.5%	0.2%	-0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	1.7%	1.1%	1.4%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.3%	0.8%	1.3%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.0%	1.4%
生産者物価	5.2%	2.6%	0.7%	-0.4%	-0.9%	-1.2%	-0.4%	-1.2%	-0.5%	0.0%	1.0%	-0.2%	1.9%
失業率	10.2%	11.4%	12.0%	12.1%	12.1%	12.0%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.8%
10億ユーロ													
貿易収支	-1.3	98.6	40.9	47.7	37.1	50.3	176.0	36.0	27.0	24.0	21.0	108.0	49.0
経常収支	6.2	128.4	50.4	61.5	42.7	66.8	221.4	40.8	34.1	26.5	22.8	124.2	49.2
財政収支	-386	-316					-290					-247	-244
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.56%	1.52%	1.40%	1.78%	1.79%	1.64%	1.68%	1.72%	1.80%	1.88%	1.77%	2.00%
独 国債2年物(期中平均)	1.09%	0.08%	0.12%	0.07%	0.19%	0.17%	0.14%	0.14%	0.15%	0.18%	0.22%	0.17%	0.35%
欧 政策金利(末値)	1.00%	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

注：2013年Q4まで実績値。それ以降は大和総研予想

出所：EU統計局 (Eurostat)、欧州中央銀行 (ECB)、大和総研

英国経済見通し

	2011 通年	2012 通年	2013					2014					2015 通年
			Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率													
国内総生産	1.1%	0.3%	1.6%	3.0%	3.4%	2.9%	1.8%	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%	2.6%	2.2%
民間消費支出	-0.4%	1.5%	4.8%	-0.8%	4.6%	0.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%	2.1%	2.3%
政府消費支出	0.0%	1.6%	-3.0%	7.4%	2.3%	1.3%	0.9%	-1.6%	0.8%	1.2%	1.6%	1.0%	1.4%
総固定資本形成	-2.4%	0.7%	2.1%	16.4%	6.9%	10.0%	-0.5%	-1.6%	6.1%	4.9%	4.1%	5.2%	3.8%
輸出等	4.5%	1.1%	-0.0%	13.2%	-10.7%	1.7%	0.8%	1.2%	2.4%	3.6%	4.1%	1.1%	3.7%
輸入等	0.3%	3.1%	-9.2%	12.6%	3.0%	-3.6%	0.4%	2.0%	2.0%	3.6%	4.1%	2.0%	3.5%
前年同期比 (除く失業率)													
国内総生産	1.1%	0.3%	0.6%	1.8%	1.9%	2.7%	1.8%	2.9%	2.8%	2.5%	2.3%	2.6%	2.2%
民間消費支出	-0.4%	1.5%	2.5%	1.8%	2.8%	2.2%	2.3%	1.6%	2.5%	2.0%	2.5%	2.1%	2.3%
政府消費支出	0.0%	1.6%	-1.7%	1.6%	2.0%	1.9%	0.9%	2.3%	0.7%	0.4%	0.5%	1.0%	1.4%
総固定資本形成	-2.4%	0.7%	-8.7%	-2.5%	1.4%	8.7%	-0.5%	7.7%	5.3%	4.8%	3.3%	5.2%	3.8%
輸出等	4.5%	1.1%	-0.0%	4.2%	-1.6%	0.7%	0.8%	1.0%	-1.5%	2.2%	2.8%	1.1%	3.7%
輸入等	0.3%	3.1%	-0.7%	0.9%	1.1%	0.4%	0.4%	3.4%	0.8%	1.0%	2.9%	2.0%	3.5%
鉱工業生産	-1.2%	-2.4%	-2.4%	-0.7%	-0.4%	2.3%	-0.3%	2.4%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	1.8%
実質小売売上高	0.3%	1.0%	-0.1%	1.4%	2.1%	3.0%	1.6%	3.6%	2.9%	2.7%	2.8%	3.0%	2.4%
消費者物価	4.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.1%	2.6%	1.8%	1.9%	1.9%	2.1%	1.9%	2.5%
生産者物価 (出荷価格)	4.7%	2.1%	1.6%	1.3%	1.5%	0.9%	1.3%	1.0%	1.1%	1.3%	2.0%	1.3%	2.7%
失業率	8.1%	8.0%	7.8%	7.8%	7.6%	7.2%	7.6%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	6.9%	6.7%
10億英ポンド													
貿易収支	-100.1	-108.7	-26.2	-25.5	-29.6	-27.1	-108.3	-29.2	-28.7	-30.3	-28.6	-116.7	-124.0
経常収支	-22.5	-58.5	-18.8	-6.2	-20.7	-12.4	-58.0	-15.0	-14.0	-15.9	-14.8	-59.7	-67.3
財政収支	-88.6	-70.0	-8.9	-28.8	-19.7		-103.7					-89.8	-76.3
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.92%	2.61%	2.79%	2.36%	2.77%	2.80%	2.94%	3.08%	2.90%	3.20%
国債2年物(期中平均)	0.87%	0.30%	0.30%	0.32%	0.41%	0.47%	0.38%	0.56%	0.64%	0.73%	0.85%	0.70%	0.95%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	1.00%

注：2013年Q4まで実績値(経常収支は同Q3まで実績値)。それ以降は大和総研予想

出所：英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、大和総研