

2014年4月18日 全7頁

# 欧州経済見通し リスクは過度な通貨高

ユーロ圏、英国ともエネルギー価格下落が物価を押し下げ

経済調査部  
シニアエコノミスト 山崎 加津子

## [要約]

- ユーロ圏の3月の消費者物価上昇率は前年比+0.5%に低下し、ECB（欧州中央銀行）が目指す「前年比+2.0%をやや下回るインフレ率」からさらに乖離してしまった。ただし、イースターが昨年は3月、今年は4月とずれたことが物価下押しに作用したと考えられ、また4月のエネルギー価格は3月ほどには下落しないと見込まれるため、4月の消費者物価上昇率は前年比+0.8%程度に加速すると予想する。ユーロ圏は内需を中心に緩やかな景気回復の初期過程にある。景況感は改善トレンドを維持しており、景気回復が継続するとの見通しをメインシナリオに考えている。
- 景気回復シナリオのリスクは、急速なユーロ高の進行と考えられる。ユーロ高はようやく回復の兆しが出てきたユーロ圏の輸出にマイナス材料となる。また、ウクライナ問題の解決の見通しがなかなか立たないことに加え、5月は欧州議会選挙があり、フランスを中心に欧州の政治動向が注目されやすくなるのではないかと予想している。
- 英国では最新（2013年12月-2014年2月の平均）の失業率が6.9%となり、5年ぶりに7.0%を下回った。就業者数も引き続き拡大傾向にあるため、内需主導の経済成長が続くと見込まれる。ただ、同時期の賃金上昇率は前年比+1.7%となり、4年ぶりによりやく消費者物価上昇率を上回ったばかりである。他方で住宅価格の上昇はこのところ加速が見られ、これが英中銀（BOE）がユーロ圏はむろんのこと、米国にも先んじて利上げに踏み切るのではないかとという観測を呼んでいる。ただ、BOEは住宅市場の過熱に対して、利上げよりも住宅ローン奨励策の制限などで対応する方針で、金融政策の方針転換に関しては、景気の強さを見極めつつ、2015年の課題となると予想している。

## ユーロ圏経済

### 3月の消費者物価は一段と低下

ユーロ圏の3月の消費者物価（HICP）上昇率は前年比+0.5%と2月の同+0.7%からさらに低下し、2009年11月以来の低水準となった。ECBが中期的に目指している「前年比+2.0%をやや下回るインフレ率」から一段と乖離してしまったことになる。ユーロ圏の18加盟国を物価上昇率が低い順に並べると、ギリシャ（前年比-1.5%）、キプロス（同-0.9%）、ポルトガル（同-0.4%）、スペイン（同-0.2%）と財政再建中の国がずらりと並んでいる。これにスロバキア（同-0.2%）を加えた5か国のHICP上昇率がマイナス圏にある。ただ、その他の加盟国の物価上昇率も低水準にあり、一番高いオーストリアとマルタでも前年比+1.4%にとどまっている。

3月のHICP上昇率が低下した主因は、エネルギー価格が前年比-2.1%と大きく下落したことで、これだけで消費者物価上昇率を0.2%pt押し下げた。エネルギーの中でもガソリンを筆頭とする液体燃料の価格下落が目立っており、3月は前年比-4.5%と落ち込んだ。また、ガス価格も同-1.7%と値下がりしている。ユーロ圏経済は大きく落ち込んだあとの底打ちからまだ間がないこと、暖冬で暖房需要が伸びなかったことなどが、エネルギー価格が上昇しなかった原因だが、もう一つユーロ高の効果も忘れるわけにはいかない。ユーロ圏はエネルギーの原料となる原油、天然ガスなどの鉱物資源の大半を輸入に頼っているが、ユーロ圏の輸入物価は2013年1月から下落を続けている。鉱物資源価格が伸び悩んだことに加え、2012年8月を底としてユーロが上昇に転じたことが輸入物価下落につながっている。

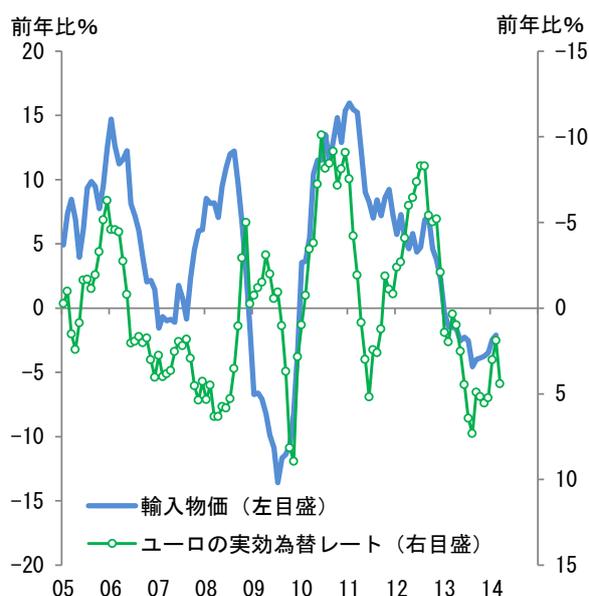
図表1 ユーロ圏の消費者物価を押し下げているエネルギー価格の下落



注：直近データは2014年3月

出所：Eurostat データより大和総研作成

図表2 輸入物価とユーロの実効為替レート



注：直近データは為替は3月、輸入物価は2月

出所：ECB、Eurostat データより大和総研作成

#### 4月のHICP上昇率の反発を予想する2つの理由

ただ、4月のHICP上昇率は3月の前年比+0.5%からさらに低下するのではなく、同+0.8%程度へ加速すると見込まれる。ECBも指摘しているが、3月のHICP上昇率はイースターの祝日が去年は3月、今年は4月とずれたことで、実態より押し下げられた可能性が高い。イースターは宗教行事ではあるが、現在の欧州では年に一度の4連休でしかも季節も良いため、絶好の旅行シーズンとなっている。このため、イースター期間はパッケージツアー価格などが値上がりする。HICPの1項目であるパッケージツアー価格は昨年3月には前年比+11.4%だったのに対し、今年の3月は同-1.1%と大きく下振れしており、4月に上昇していると思込まれる。

加えて、過去1年余りのユーロ圏の物価低下に大きく寄与してきたエネルギー価格が、この4月は3月までほどには下落しないことが予想される。これは原油や天然ガスの価格が4月に入って緩やかな上昇傾向にあり、昨年4月に調整したのと対照的な推移となっているためである。他方で為替に関しては、この4月はほぼ横ばい圏で3月半ばまでのユーロ高が一服している。

#### ECBの追加緩和策は物価動向を見極めてから

ユーロ圏の物価安定に責任を持つECBは、これまでのところユーロ圏がデフレに陥る可能性は低いとの見解だが、現状のようなディスインフレが長期間継続した場合、これが消費者のインフレ見通しを引き下げ、デフレに至るリスクを警戒している。

昨年11月の利下げ（政策金利を0.50%から0.25%へ引き下げ）以降も低インフレ状態が継続していることを受けて、ECBは追加の金融緩和措置をさまざま検討していることを明らかにしている。例えば、マイナス金利も視野に入れた追加利下げ、長期の資金供給オペ（LTRO）、資産買入れ（対象は国債、ABSなど）が検討されたとされる。ただし、インターバンク市場においては資金逼迫感がない現状で、民間貸出を促す方法としてECBがどのような手法を用いるのが適切かまだ合意形成がなされていないと見受けられる。いずれにせよ、ECBは追加の金融緩和策を「消費者のインフレ見通しが一段と低下した場合」に実施するとの条件を付けており、5月以降のユーロ圏のHICP上昇率が改めて低下トレンドに戻ってしまうかどうかを見極めてから行動に移ると予想される。

#### ユーロ圏経済のリスク要因

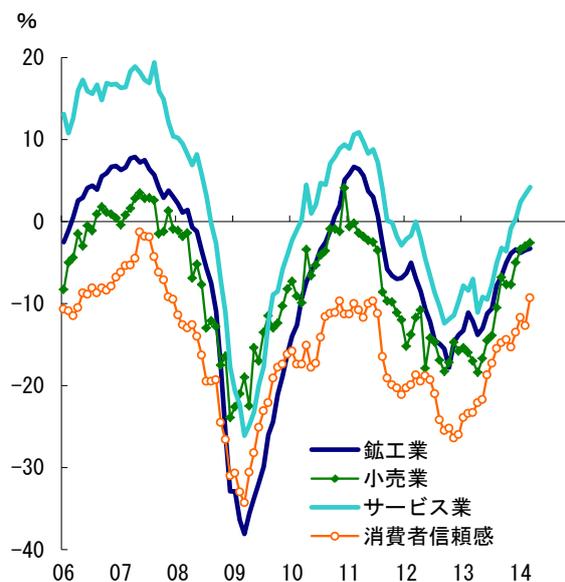
ユーロ圏経済は昨年半ば以降、内需が底打ちして緩やかな回復の局面に入った。3月の自動車販売は前年比+5.5%となり、最近9か月のうち7か月で前年比プラスの伸びとなった。また、鉱工業生産は昨年9月にほぼ2年ぶりの前年比プラスの伸びとなり、その後6か月連続で緩やかな回復を続けている。内需に比べて回復の遅れが目立っていた輸出も、2014年に入って改善の兆しが出始めている。2012年末に始まった企業と消費者の景況感の改善トレンドはこの4月まで概ね維持されているため、ユーロ圏の景気回復が緩やかに継続するとの見通しを引き続きメインシナリオとしている。

図表3 ユーロ圏の需要回復



注：直近データは新車登録は3月、鉱工業生産は2月  
出所：ACEA、Eurostat データより大和総研作成

図表4 景況感は改善傾向を維持



注：直近データは3月  
出所：欧州委員会データより大和総研作成

ユーロ圏の緩やかな景気回復シナリオが脅かされる可能性としてまず考えられるのは、急速なユーロ高が進行した場合である。ユーロ圏の輸出は2013年12月から2014年2月にかけて平均前年比+2.6%となり、2013年1-11月の同+0.9%を上回ってきているが、急速なユーロ高は輸出に対して不利な条件となる。特に輸出競争力を高めるための、雇用コスト削減があまり進展を見せていないフランス、イタリアが他のユーロ圏諸国に比べて景気回復で一段と劣後する原因になる可能性がある。

なお、ここ数か月大きな注目材料となってきたウクライナ問題に関しては、ロシアと欧米が直接軍事的な衝突に至る可能性はごく低いと予想される。ただ、ウクライナの暫定政権と東部地域の親ロシア派の対立関係の解消には時間がかかるだろう。4月17日に初めて開催されたウクライナ、ロシア、EU、米国の4者の外相会談がその端緒となる可能性はあるが、まだ最終的な着地点は見えていない。ユーロ圏にとっては、ロシアからのエネルギー供給が突然停止するリスク、ロシア経済の悪化でユーロ圏の輸出の一部に打撃を受けるリスクが残る。

ユーロ圏内部の問題としては、5月22日から25日にかけて欧州議会選挙が実施されることもあり、政治リスクが注目されやすくなる。特に欧州で財政健全化と景気回復で遅行しているフランスで、オランダ政権の支持率が史上最低を記録しており、欧州議会選挙でそれがさらに鮮明になるのか、その際、EU 懐疑派の国民戦線がどこまで議席を伸ばすかが注目されている。確かにEU 懐疑派はフランス以外でも勢力を伸ばしつつあり、今回の欧州議会選挙で初めて一つの会派を形成することができる可能性がある。ただ、本当に注目されるのは、欧州議会選挙後にオランダ政権が年初に約束した歳出削減策と企業の雇用負担軽減を盛り込んだ構造改革を具体化できるかという点であると考えている。

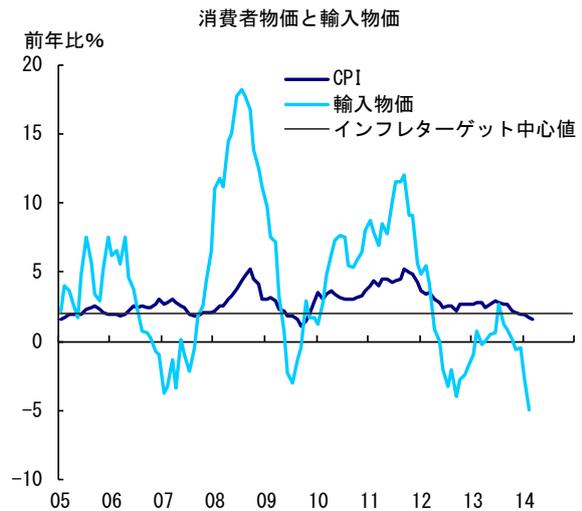
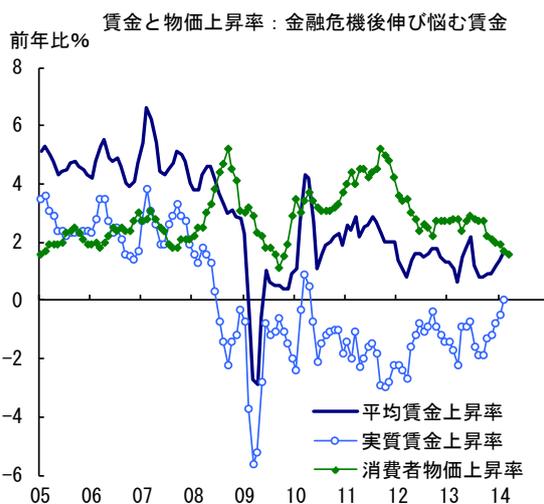
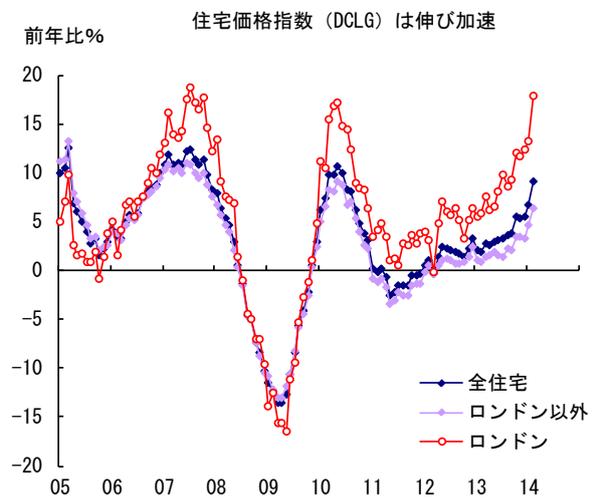
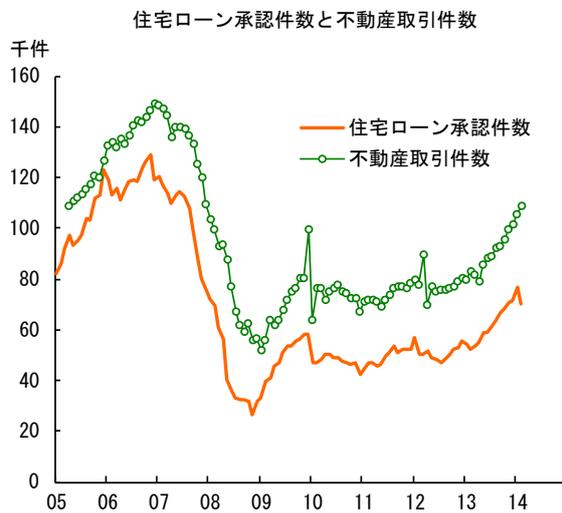
## 英国経済

英国では最新(2013年12月-2014年2月の平均)の失業率が6.9%となり、5年ぶりに7.0%を下回った。就業者数は2010年3月を底として拡大傾向にあるが、ここ1年ほどはその拡大ペースが加速している。また、個人消費回復を後押ししてきた住宅市場の回復も継続している。実は、2014年2月から、英中銀(BOE)の融資奨励措置であるFLS(Funding for lending scheme)の対象から住宅ローンが外された(中小企業向け融資は2015年1月のFLS終了予定時期まで引き続き奨励対象)。この方針が明らかとなった2013年末以降、住宅販売業者の景況感の改善傾向にブレーキがかかり、2月には住宅ローン承認件数が1年ぶりに前月の水準を下回った。ただし、これは1月に駆け込み需要で住宅ローン件数が大きく増えた反動とみられる。就業者数増加や好調な住宅市場動向を背景に、英国経済は引き続き内需主導の景気回復が継続すると見込まれる。ただし、英国の輸出は伸び悩んでおり、特に財の輸出はEU向けを中心にまだ低迷を抜け出せていない。

ところで、雇用改善が続いているものの、賃金上昇率は伸び悩みが長く続き、ようやくこの2013年12月-2014年2月の平均で前年比+1.7%まで回復した。他方で英国でもポンド高とエネルギー価格下落で消費者物価(HICP)上昇率が低下傾向にあり、3月は前年比+1.6%まで低下した。賃金上昇率からHICP上昇率を差し引いた実質賃金上昇率は、実に4年ぶりにプラスの伸び率となったところである。HICP上昇率は低下傾向にあるのだが、住宅価格の上昇傾向が続いており、これが過熱ではないかと懸念され始めている。ただ、住宅価格の上昇ピッチを緩めるための対策として利上げが検討されているわけではなく、先に触れたFLSの対象から住宅ローンを外したことが、この対策の一つである。また、住宅価格上昇は需要拡大に供給が追い付いていないことが一因であるため、住宅供給を増やす計画も進行中である。

英国経済は、雇用、住宅市場という強い側面がある一方で、賃金上昇、輸出という回復が遅れている側面も有している。この中で、HICP上昇率はBOEのインフレターゲットの中心値である前年比+2.0%を下回って低下傾向にあるため、BOEは利上げという金融政策の方針転換をまだしばらく先の課題として位置付けていると見受けられる。米国同様、金融政策がいつ緩和政策を卒業するかが議論の対象となってくるとは予想されるが、利上げは2015年に入ってからと予想している。

図表5 英国景気指標



出所：英国統計局（ONS）データより大和総研作成

## <欧州経済・金利見通し>

### ユーロ圏経済見通し

	2013					2014					2015
	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率											
国内総生産	-0.9%	1.3%	0.6%	0.9%	-0.4%	-1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	-1.1%	1.4%
民間消費支出	-0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	-0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	0.5%	0.9%
政府消費支出	0.9%	-0.2%	1.5%	-1.2%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.2%	0.6%
総固定資本形成	-6.8%	0.6%	2.1%	4.3%	-3.1%	1.6%	2.8%	2.4%	2.8%	2.5%	2.8%
輸出等	-3.7%	9.9%	0.4%	5.3%	1.3%	2.0%	3.2%	4.1%	4.5%	3.5%	4.4%
輸入等	-4.8%	7.1%	3.7%	2.0%	-0.1%	2.4%	3.2%	3.6%	4.5%	3.2%	4.5%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	-1.2%	-0.6%	-0.3%	0.5%	-0.4%	-0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	-1.1%	1.4%
民間消費支出	-1.4%	-0.8%	-0.6%	0.1%	-0.7%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.9%
政府消費支出	-0.3%	-0.1%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.0%	0.3%	0.2%	0.6%
総固定資本形成	-5.5%	-3.7%	-2.5%	-0.0%	-3.1%	2.1%	2.7%	2.8%	2.4%	2.5%	2.8%
輸出等	0.1%	1.6%	0.9%	2.8%	1.3%	4.3%	2.7%	3.6%	3.4%	3.5%	4.4%
輸入等	-2.1%	-0.2%	0.4%	1.9%	-0.1%	3.8%	2.8%	2.8%	3.4%	3.2%	4.5%
鉱工業生産 (除建設)	-2.2%	-0.9%	-1.1%	1.5%	-0.7%	1.5%	1.2%	1.6%	1.3%	1.4%	2.2%
実質小売売上高	-2.2%	-1.0%	-0.5%	0.3%	-0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	2.0%	1.3%	1.4%
消費者物価	1.9%	1.4%	1.3%	0.8%	1.3%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%	1.2%
生産者物価	0.7%	-0.4%	-0.8%	-1.2%	-0.4%	-1.5%	-0.6%	0.0%	0.9%	-0.3%	1.1%
失業率	12.0%	12.0%	12.0%	11.9%	12.0%	11.9%	11.9%	11.8%	11.8%	11.9%	11.7%
10億ユーロ											
貿易収支	39.6	46.8	38.6	47.6	172.6	36.0	27.0	24.0	21.0	108.0	49.0
経常収支	47.9	56.8	46.3	63.4	214.4	40.8	34.1	26.5	22.8	124.2	49.2
財政収支					-290					-246	-243
独 国債10年物(期中平均)	1.52%	1.40%	1.78%	1.79%	1.64%	1.69%	1.55%	1.70%	1.84%	1.70%	2.00%
独 国債2年物(期中平均)	0.12%	0.07%	0.19%	0.17%	0.14%	0.15%	0.16%	0.19%	0.22%	0.18%	0.35%
欧 政策金利(末値)	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（消費者物価と金利は2014年Q1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

	2013					2014					2015
	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率											
国内総生産	1.4%	3.1%	3.4%	2.7%	1.7%	2.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.7%	2.2%
民間消費支出	3.9%	1.1%	3.1%	1.2%	2.2%	2.0%	2.4%	2.6%	2.6%	2.1%	2.3%
政府消費支出	-2.1%	5.9%	2.5%	0.1%	0.7%	-1.6%	1.2%	1.2%	1.6%	0.8%	1.4%
総固定資本形成	3.4%	16.8%	7.7%	7.9%	-0.6%	2.4%	6.1%	6.1%	4.1%	6.2%	3.3%
輸出等	-3.8%	10.3%	-7.5%	11.6%	1.0%	-4.7%	2.4%	3.2%	4.1%	1.6%	3.7%
輸入等	-9.1%	9.6%	6.1%	-1.6%	0.5%	-2.8%	3.6%	4.1%	4.1%	1.7%	3.6%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	0.5%	1.7%	1.8%	2.7%	1.7%	3.0%	2.8%	2.5%	2.4%	2.7%	2.2%
民間消費支出	2.2%	2.0%	2.5%	2.3%	2.2%	1.8%	2.2%	2.1%	2.4%	2.1%	2.3%
政府消費支出	-1.7%	1.3%	1.7%	1.6%	0.7%	1.7%	0.6%	0.2%	0.6%	0.8%	1.4%
総固定資本形成	-8.3%	-3.2%	1.4%	8.8%	-0.6%	8.6%	6.0%	5.6%	4.7%	6.2%	3.3%
輸出等	-0.2%	3.7%	-1.6%	2.3%	1.0%	2.1%	0.2%	3.0%	1.2%	1.6%	3.7%
輸入等	-0.7%	0.4%	1.4%	1.0%	0.5%	2.7%	1.3%	0.8%	2.2%	1.7%	3.6%
鉱工業生産	-2.4%	-0.7%	-0.4%	2.3%	-0.3%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.6%	1.8%
実質小売売上高	-0.1%	1.4%	2.1%	3.0%	1.6%	3.8%	3.4%	3.1%	3.2%	3.4%	2.4%
消費者物価	2.8%	2.7%	2.7%	2.1%	2.6%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	1.9%	2.5%
生産者物価 (出荷価格)	1.6%	1.3%	1.5%	0.9%	1.3%	0.6%	0.6%	0.7%	1.5%	0.9%	2.7%
失業率	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	-26.0	-25.4	-29.7	-26.7	-107.8	-29.0	-28.7	-30.3	-28.2	-116.2	-123.4
経常収支	-16.5	-9.4	-22.8	-22.4	-71.1	-19.2	-14.0	-17.2	-15.7	-66.0	-73.4
財政収支	-9.6	-29.0	-19.5		-103.7					-89.8	-76.2
国債10年物(期中平均)	2.01%	1.92%	2.61%	2.79%	2.36%	2.78%	2.75%	2.90%	3.08%	2.88%	3.20%
国債2年物(期中平均)	0.30%	0.32%	0.41%	0.47%	0.38%	0.56%	0.70%	0.75%	0.85%	0.72%	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%	1.00%

注：2013年Q4まで実績値（物価と金利は2014年Q1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