

2014年5月22日 全7頁

欧州経済見通し 「デフレ阻止」に動く ECB

低成長+低インフレを受けてマイナス金利を含む追加緩和へ

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1-3月期のGDP成長率は10-12月期と同じ前期比+0.2%と発表された。これで4四半期連続のプラス成長となるが、ごく緩やかな成長にとどまっている。加盟各国の成長率はドイツ、スペインは予想を上振れしたが、フランス、イタリアは予想を下振れし、明暗が分かれた。フランスとイタリアは以前から構造改革の必要性が指摘されながら、その実行が遅れている国々である。5月22-25日の欧州議会選挙の終了後、構造改革着手に舵を切れるか両国政府は正念場を迎えると思込まれる。
- ユーロ圏の低成長と低インフレの継続を受けて、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は6月5日の金融政策理事会で追加緩和に踏み切ると予想される。民間企業への貸出促進を目指して複数の対策が組み合わせられる可能性が高いだろう。政策金利を0.25%から0.15%へ引き下げ、さらに中央銀行預金金利を-0.1%と初めてマイナス金利にする予想する。また、企業向け貸出に用途を限定した長期オペ（LTRO）が導入され、将来の資産買い取りプログラムの対象とすることを明示して、資産担保証券（ABS）の市場整備計画の詳細が発表されるとみている。加えて、主要オペ（MRO）の「無制限、固定金利」という緩和条件の適用期間を、これまでの「少なくとも2015年7月初めまで」から「少なくとも2016年1月初めまで」へ延長すると予想される。
- 英国の1-3月期のGDP成長率は前期比+0.8%となり、ここ1年しっかりとした成長が続いていることを確認した。住宅市場の再活性化を背景に、個人消費と住宅建設投資が牽引役となったと見受けられる。雇用改善が進む一方、賃金上昇率は抑制されており、輸入物価低下も加わってインフレ懸念は顕在化していない。英中銀（BOE）は最新のインフレーション・レポートで英国経済の需給ギャップはさほど縮小していないとの判断を示し、金融緩和と政策の変更を急いでいないことを示唆している。住宅市場の過熱懸念には住宅ローン奨励策の制限などで対応し、金融政策の方針転換は2015年の課題となるとの予想を据え置く。

ユーロ圏経済

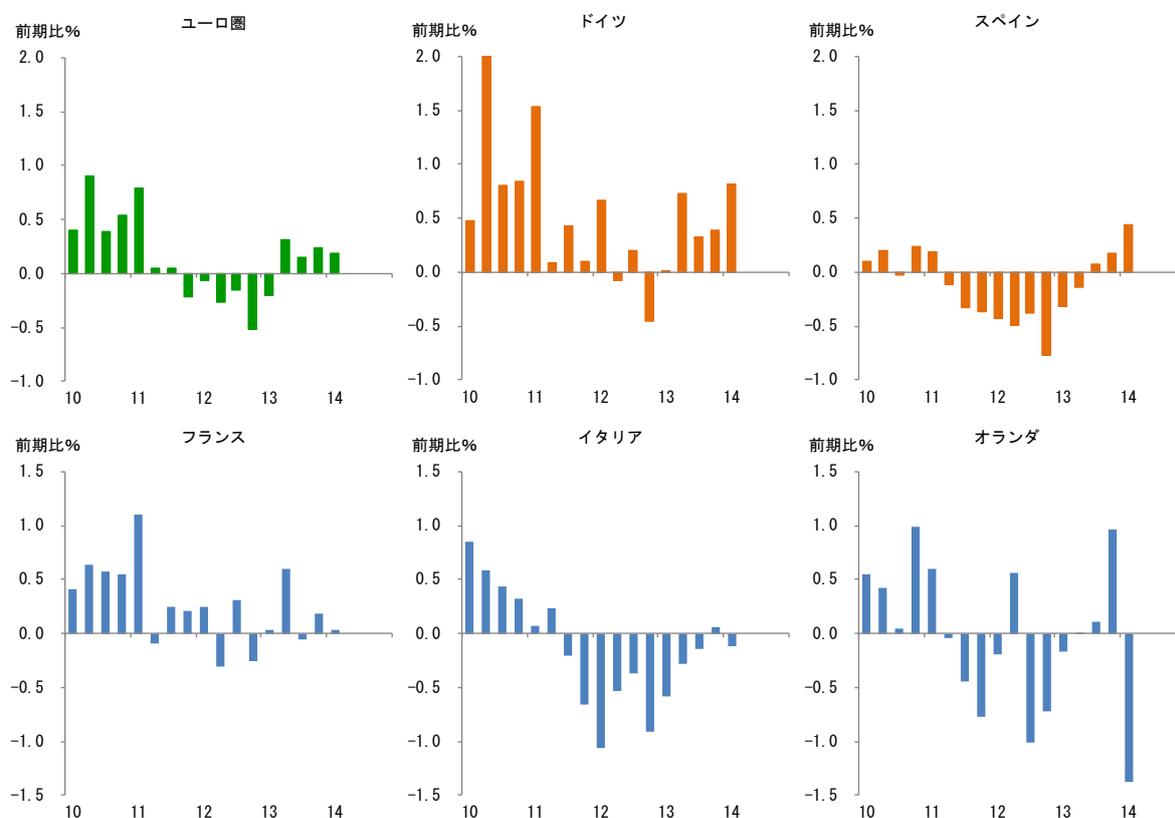
明暗が大きく分かれた1-3月期 GDP

5月15日に発表されたユーロ圏の1-3月期 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.2%となり、前年10-12月期と同水準の伸び率にとどまった。これで2013年4-6月期以降、4四半期連続のプラス成長とはなったものの、ごく緩やかな景気回復である。直前の市場コンセンサスでは同+0.4%と成長率が加速することが予想されていたため、GDP 統計は失望材料となって欧州株は売られた。

強めの GDP 成長率が予想されていた一因は、例年にない暖冬だった影響で建設投資が休止に追い込まれず、ドイツの成長率が上振れしたと予想されていたことである。そのドイツの1-3月期の成長率は確かに前期比+0.8%と予想された以上に高い伸びとなった。また、スペインも同+0.4%成長となり、ここ数か月の景況感改善が示唆していた景気回復が確認された。

しかしながら、フランス（同0.0%）とイタリア（同-0.1%）の GDP 成長率は予想を下振れしてしまった。またオランダでは暖冬の影響で主力輸出品目である天然ガス、石油、石油製品の生産と輸出が振るわず、1-3月期の GDP 成長率は同-1.4%と予想外に大きな落ち込みを見せた。以上の5か国は GDP 規模でユーロ圏18か国中の上位5か国であり、ユーロ圏の名目 GDP の83%を占める。

図表1 ユーロ圏と主要加盟国の GDP 成長率

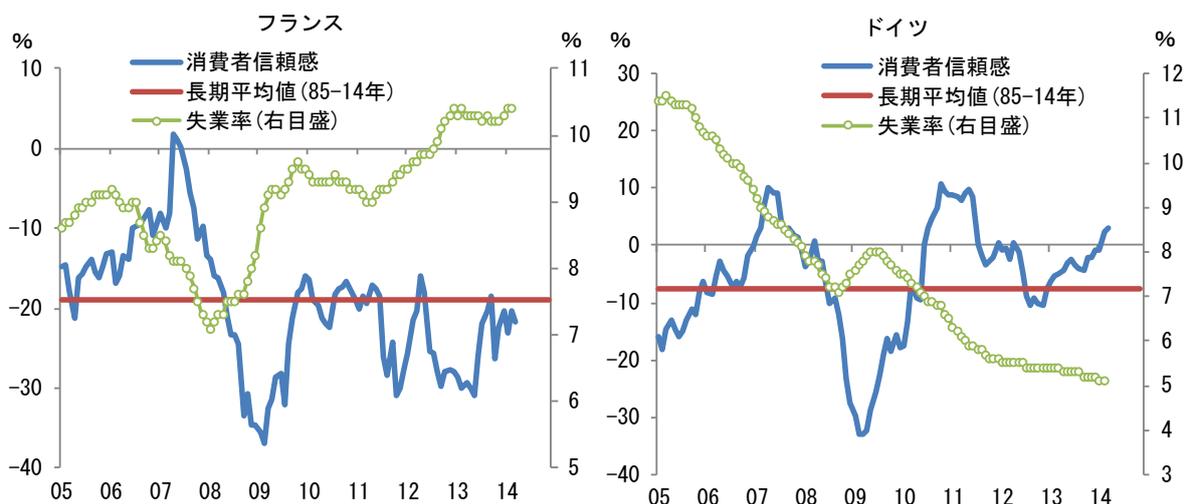


（出所）Eurostat データより大和総研作成

独仏の内需の強さの違いが一段と鮮明に

1-3 月期 GDP 成長率の明暗を分けたのは、内需の好不調であったと推測される。GDP 内訳はまだほとんどの国で発表されていないが、高成長を記録したドイツでは建設投資のみならず、個人消費、政府消費、設備投資の内需が揃って堅調に伸びたと統計局がコメントを出している（他方で輸出は振るわず、外需寄与度はマイナスとなったとされる）。これに対して、フランスは 1-3 月期 GDP 内訳がすでに発表されているが、個人消費は前期比-0.5%、固定資本形成は同-0.9%と落ち込んだ。フランスの消費が落ち込んだ理由の一つに暖冬で暖房費の支出が少なかったことが挙げられているが、そこで節約できた資金を他の消費に回していないところにフランスの消費の弱さが見て取れる。ユーロ圏全体の消費者信頼感指数は 2012 年 11 月を底として反転したあとはほぼ一本調子で改善しており、ここ数か月は 1985 年以降の長期平均を上回る水準まで改善してきている。その中でフランスの消費者信頼感指数は長期平均を今も下回っており、とりわけドイツとの景況感格差が一段と鮮明になってきている。

図表 2 雇用不安の有無に大きく影響される消費者信頼感



(出所) Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

ユーロ圏の景気回復が今後も持続するのか、それとも腰折れしてしまうのかを考える上で、最も注目されるのは輸出動向である。ただ、今回の景気回復局面では消費と投資という内需も、従来とは異なり重要になると考えられる。これは最大の経済規模を有し、また今回の景気回復を牽引しているドイツで、今回は内需を伴った景気回復が進行しているためである。

ドイツの消費者信頼感指数は雇用改善を追い風に、2013 年初めに長期平均を上回ったあとも改善傾向にある。ドイツの最近の懸念材料は、電力料金などエネルギー価格が高いことに加え、専門知識を持つ労働力の不足が経済成長の阻害要因となることである。そのドイツでは 2013 年秋以降、複数の産業別労使交渉で前年比+3%以上の賃上げ合意が相次いでいる。最大手の金属・電機労組 (IG Metall) は 2013 年に期間 2 年の労使協約で合意したため今年には賃金交渉がないが、それに次ぐ有力労組の化学・建設労組 (IG BCE) は 2 月に前年比+3.7%の賃上げを勝ち取った。3 月には連邦政府・市町村職員労組 (TVöD) が同+3.0%の賃上げで妥結した。他方で足

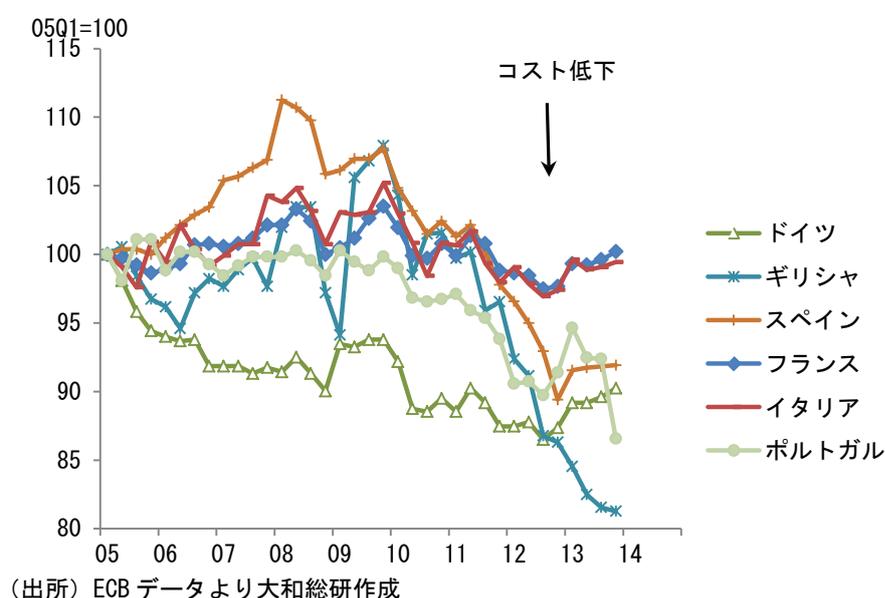
下の消費者物価上昇率は前年比+1%近辺に低下しているため、2014年の実質賃金上昇率はほぼ20年ぶりの高水準となる+1.5%程度となるとの予想が出されている。雇用者増に加え、賃金上昇率の加速が見込まれることは、ドイツの消費拡大の追い風になると期待される。

ドイツで久々に個人消費拡大が景気回復で存在感を示し、それが住宅建設投資や設備投資にも好影響を及ぼすことになれば、各方面から批判が高いドイツの経常収支の黒字拡大を是正することにも貢献しよう。欧州委員会はギリシャ、スペイン、イタリアなどの財政懸念国に対して、構造改革の推進により財政赤字と経常収支赤字を縮小させることを勧告してきた。他方で、欧州委員会が問題視する「不均衡拡大」にはドイツで拡大している経常収支黒字も含まれており、内需拡大で輸入を増やすことでこれを是正することを求めている。

フランスとイタリアの「宿題」

ユーロ圏加盟国のうちユーロ導入以降、経常収支赤字が拡大していた国々の大半はここ3年で赤字を大幅に縮小させ、あるいは黒字転換を実現させた。財政赤字縮小にも成果を上げつつあり、それが各国の国債利回り低下に反映されている。ただし、フランスとイタリアに関しては構造改革がまだ不十分と判断される。両国では雇用に関する規制緩和、社会保障制度改革などを通じた雇用コスト削減が進んでおらず、ユニット・レーバー・コストをもとに算出されたECBの競争力指数でも、コスト低下を実現させたスペインやギリシャと対照的である。どちらも構造改革の必要性は認識しているが、政治基盤が安定せず、5月22-25日の欧州議会選挙でEUに懐疑的な政党が躍進する可能性が高いという共通点がある。フランスの国民戦線、イタリアの五つ星運動が欧州議会選挙で躍進した場合、次の国政選挙に向けて一段と政府批判を強めよう。ただし、この1-3月期のGDP統計でこの2か国が期待外れの成長率で注目されたように、改革を先送りしても景気回復にはつながらないと考えられる。欧州議会選挙が終わったあと、構造改革着手に舵を切れるか、両国政府は正念場を迎えることになるろう。

図表3 競争力指数にみる雇用コスト動向



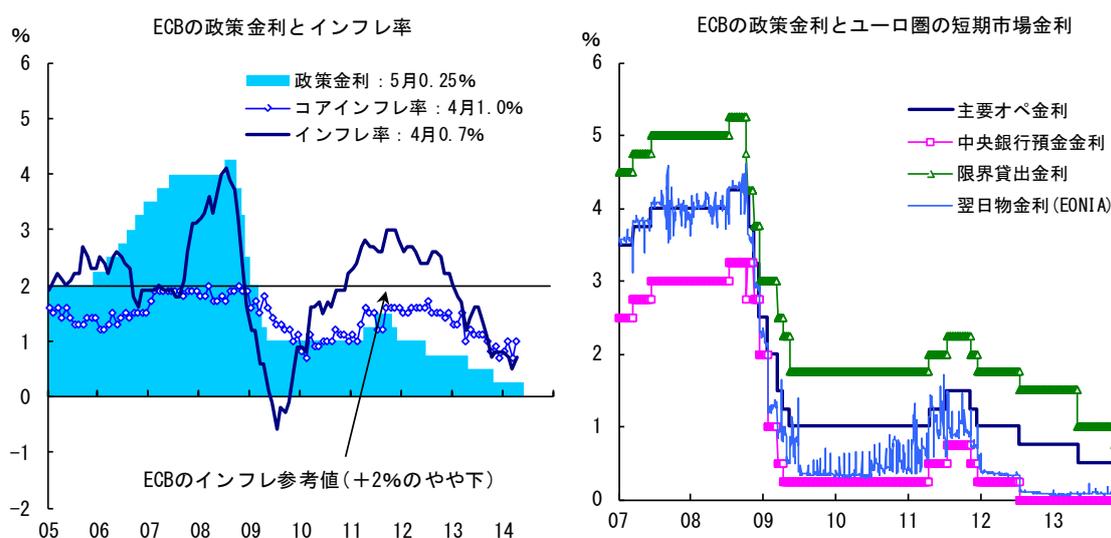
ECBは予告通り6月に追加緩和を実施すると予想

以上みてきたようにユーロ圏経済は緩やかな景気回復が継続しているが、フランス、イタリアという経済規模でユーロ圏2位と3位の両国で構造改革が遅れている。両国が構造改革に本格的に着手できれば、中期的な景気見通しの上方修正要因となろう。ただし、短期的には構造改革による景気下押し圧力が予想されるため、ユーロ圏全体として2015年まで低空飛行が続くとの見通しを変更する材料とはならないと考えられる。なお、4月のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年比+0.7%と3月の同+0.5%からは予想された通り上昇したものの、低インフレ状態が続くとの見通しを変更させるような材料も出てきていない。

低成長と低インフレが確認されたことを受けて、ECBは次の6月5日の金融政策理事会で追加の金融緩和に踏み切ると予想する。5月8日の金融政策委員会で、ドラギ ECB 総裁はユーロ圏はデフレではないとしつつも、低インフレ局面が長期化することに強い警戒感を示し、「6月に行動を起こす可能性が高い」と予告していた。ECBが懸念しているのは、ECBから銀行に供給された資金が、その先の民間部門に十分に届いていないという点で、特に周縁国の中小企業部門への資金の流れが、以前よりは改善してきているものの、まだ問題があると判断している。

この状況下で6月5日に予想される追加緩和は、複数の方法が組み合わせられる可能性が高いだろう。政策金利である主要オペ金利を0.25%から0.15%へ引き下げ、合わせて中央銀行預金金利を-0.1%と初めてのマイナス金利とすると予想する。また、企業向け貸出に用途を限定した長期オペ（LTRO）が導入され、加えて、将来の資産買い取りプログラムの対象とすることを明示して、資産担保証券（ABS）の市場整備計画の詳細が発表されるのではとみている。さらに、主要オペ（MRO）の「無制限、固定金利」という緩和条件の適用期間をこれまでの「少なくとも2015年7月初めまで」から「少なくとも2016年1月初めまで」と延長すると予想される。

図表4 低インフレ長期化の見通しを受けてECBは追加緩和へ



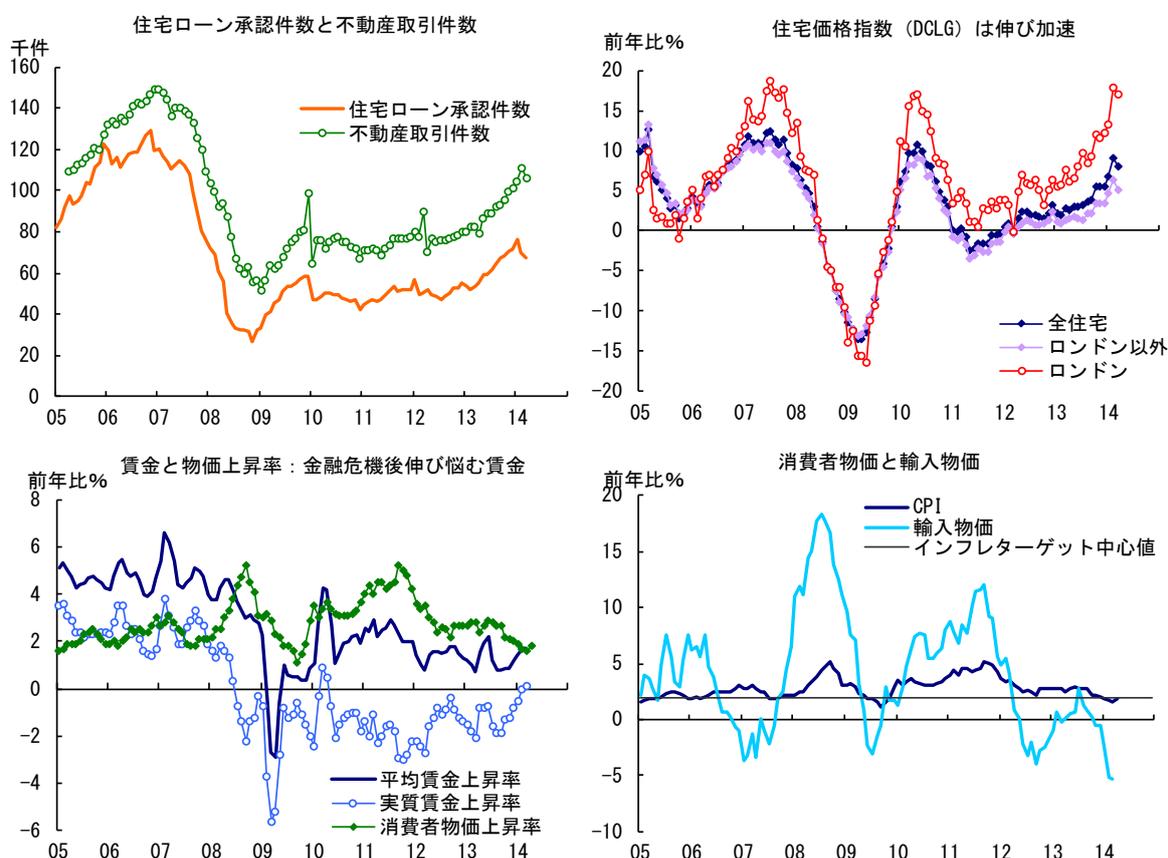
(出所) ECB、Eurostat データより大和総研作成

英国経済

英国経済は+3.0%前後の高成長が続いている。1-3月期のGDP成長率は前期比+0.8%（年率換算+3.2%）と発表された。生産ベースに注目すると、引き続きサービス業が堅調に伸び、さらに建設業と製造業も拡大局面に入ったと判断される。サービス業の中では流通・外食とビジネスサービス（特に不動産ビジネスと技術サポート）が好調である。1-3月期GDPの需要項目別内訳は未発表だが、個人消費と住宅建設投資の拡大が牽引役となったと見込まれる。

英国では就業者数が増加傾向にあり、失業率は1-3月平均で6.8%まで低下した。5月のインフレーション・レポートでは、「失業率7%」というフォワード・ガイダンスを撤回したBOE（英中銀）が、英国の景気とインフレ動向をどのように判断するかが注目された。BOEは需給関係は3か月前より若干引き締まった可能性はあるが、まだ「ゆるみ」があると判断しており、インフレ懸念を理由とした利上げには消極的と見受けられる。4月の消費者物価上昇率は前年比+1.8%と3月の同+1.6%からやや加速したが、これはイースターの祝日に伴う季節要因が作用したと考えられる。一方、賃金上昇率が抑制されたままであること、ポンド高効果で輸入物価が下落していることから、インフレ懸念は乏しいと考えられる。住宅価格は上昇しているが、住宅取引件数、住宅ローン承認件数などの指標はいずれも前回のピークにはまだ大きく届いていない。BOEは住宅市場の過熱懸念には住宅ローン奨励策の制限などで対応し、金融政策の方針転換は、2015年の課題となるとの予想を据え置く。

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 通年	2014				通年	2015				通年
		Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4	
前期比年率											
国内総生産	-0.4%	0.8%	1.2%	1.4%	1.3%	1.0%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
┆ 民間消費支出	-0.7%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%
┆ 政府消費支出	0.1%	0.8%	0.8%	0.4%	0.0%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%
┆ 総固定資本形成	-3.1%	2.0%	1.2%	2.4%	2.8%	2.3%	2.8%	3.2%	2.8%	2.4%	2.7%
┆ 輸出等	1.3%	1.2%	2.8%	3.6%	4.1%	3.2%	4.5%	4.5%	4.9%	4.9%	4.3%
┆ 輸入等	-0.1%	2.4%	2.4%	3.2%	4.1%	3.0%	4.9%	5.1%	5.3%	4.9%	4.3%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	-0.4%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.0%	1.3%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%
┆ 民間消費支出	-0.7%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%
┆ 政府消費支出	0.1%	0.2%	0.5%	0.2%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	0.6%
┆ 総固定資本形成	-3.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%
┆ 輸出等	1.3%	4.1%	2.4%	3.2%	2.9%	3.2%	3.8%	4.2%	4.5%	4.7%	4.3%
┆ 輸入等	-0.1%	3.8%	2.6%	2.5%	3.0%	3.0%	3.6%	4.3%	4.8%	5.0%	4.5%
鉱工業生産 (除建設)	-0.7%	1.4%	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	1.5%	1.9%	1.9%	2.0%	1.8%
実質小売売上高	-0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.6%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%
消費者物価	1.3%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%
生産者物価	-0.4%	-1.5%	-0.8%	-0.1%	0.8%	-0.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%
失業率	12.0%	11.8%	11.8%	11.7%	11.7%	11.8%	11.7%	11.6%	11.6%	11.6%	11.7%
10億ユーロ											
貿易収支	168.1	42.0	36.0	30.0	26.0	134.0	22.0	29.0	20.0	20.0	91.0
経常収支	230.2	51.5	47.9	38.4	33.8	171.6	32.3	40.8	29.3	29.8	132.1
財政収支	-290					-246					-232
独 国債10年物(期中平均)	1.64%	1.69%	1.50%	1.57%	1.64%	1.60%	1.70%	1.78%	1.86%	1.94%	1.82%
独 国債2年物(期中平均)	0.14%	0.15%	0.10%	0.10%	0.14%	0.12%	0.17%	0.22%	0.27%	0.35%	0.25%
欧 政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%

(注) 2014年Q1まで実績値 (GDP内訳、貿易・経常収支は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

	2013 通年	2014				通年	2015				通年
		Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4	
前期比年率											
国内総生産	1.7%	3.2%	2.5%	2.4%	2.4%	2.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
┆ 民間消費支出	2.2%	2.2%	2.4%	2.6%	2.6%	2.2%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.3%
┆ 政府消費支出	0.7%	-1.6%	1.2%	1.2%	1.6%	0.8%	2.0%	0.8%	1.2%	1.2%	1.4%
┆ 総固定資本形成	-0.6%	2.4%	6.1%	6.1%	4.1%	6.2%	2.4%	2.4%	2.0%	1.6%	3.3%
┆ 輸出等	1.0%	-4.7%	2.4%	3.2%	4.1%	1.6%	4.1%	4.1%	3.2%	3.6%	3.7%
┆ 輸入等	0.5%	-3.9%	2.8%	4.1%	4.1%	1.3%	4.1%	3.2%	2.4%	2.4%	3.5%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.7%	3.1%	3.0%	2.7%	2.6%	2.9%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%
┆ 民間消費支出	2.2%	1.9%	2.2%	2.1%	2.5%	2.2%	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%	2.3%
┆ 政府消費支出	0.7%	1.7%	0.6%	0.2%	0.6%	0.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
┆ 総固定資本形成	-0.6%	8.6%	6.0%	5.6%	4.7%	6.2%	4.7%	3.7%	2.7%	2.1%	3.3%
┆ 輸出等	1.0%	2.1%	0.2%	3.0%	1.2%	1.6%	3.4%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%
┆ 輸入等	0.5%	2.4%	0.8%	0.3%	1.7%	1.3%	3.8%	3.9%	3.4%	3.0%	3.5%
鉱工業生産	-0.3%	2.5%	2.0%	2.2%	2.2%	2.3%	1.9%	1.9%	1.6%	1.4%	1.7%
実質小売売上高	1.6%	3.8%	3.6%	3.4%	3.4%	3.6%	2.8%	2.6%	2.4%	2.1%	2.5%
消費者物価	2.6%	1.8%	1.9%	1.9%	2.1%	1.9%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%	2.4%
生産者物価 (出荷価格)	1.3%	0.6%	0.7%	0.8%	1.6%	0.9%	2.1%	2.6%	2.7%	2.9%	2.6%
失業率	7.6%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.6%	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%	6.3%
10億英ポンド											
貿易収支	-107.8	-26.7	-28.7	-30.3	-28.2	-113.9	-28.5	-30.6	-32.1	-29.7	-121.0
経常収支	-71.1	-15.9	-14.0	-17.2	-15.7	-62.8	-16.0	-16.2	-20.3	-18.5	-70.9
財政収支	-91.4					-86.6					-72.8
国債10年物(期中平均)	2.36%	2.78%	2.65%	2.75%	2.88%	2.77%	2.95%	3.10%	3.15%	3.20%	3.10%
国債2年物(期中平均)	0.38%	0.56%	0.70%	0.74%	0.84%	0.71%	0.90%	0.95%	1.10%	1.20%	1.04%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.00%

(注) 2014年Q1まで実績値 (GDP内訳、経常収支は2013年Q4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