

2014年6月20日 全8頁

# 欧州経済見通し 格差広がるユーロ圏と英国

## 金融緩和のアクセルを踏んだ ECB、ブレーキを意識した BOE

経済調査部  
シニアエコノミスト 山崎 加津子

### [要約]

- ECB（欧州中央銀行）は6月5日の金融政策理事会で予想通り複数の追加緩和策を発表した。その目的は2つあり、1つはユーロ高で ECB の意図に反した金融引き締め効果が出ることを阻止すること、もう1つは ECB による金融緩和を民間部門に伝達する銀行部門の機能再生である。なお、国債買取を通じた量的緩和策（QE）は見送られたが、「まだ手段はある」との言い方で、今後 QE を採用する可能性が示唆されている。
- 一連の追加緩和でユーロ圏の翌日物市場金利（Eonia）のレンジが引き下げられ、短期金利が低下している。また、金融緩和政策がより長期間継続されることが示されたため、ユーロ圏各国の長期債にもう一段の低下余地が生まれたとみられる。ユーロ高抑制効果は先んじて5月に出ていたが、輸出促進など景気押し上げ効果は限定的と予想される。一方、企業向け融資が増えるかどうかは、企業の資金需要が回復するか、その前提条件である世界経済の回復が進むかにかかっている。いずれにせよ、融資拡大効果を確認できるのは2014年末以降となろう。追加緩和措置は緩やかな景気回復の後見役にはなるものの、その先導役とはならないだろう。
- ECB とは対照的に、英中銀（BOE）のカーニー総裁は6月12日の講演で英国の利上げに言及した。英景気は内需主導で年率+3%台の成長がここ1年続いており、経済状況の正常化の一環として利上げが意識されつつあると見受けられる。とはいえインフレ懸念が台頭しているわけではなく、5月の消費者物価は前年比+1.5%に低下した。過熱感が出てきた住宅価格上昇には、融資制限や住宅供給増などで対処すると予想されるため、BOE の利上げ開始のタイミングは賃金動向次第となろう。失業率が着実に低下する一方、1人あたりの就業時間が長期化しており、賃金上昇率は2014年秋頃に伸び率が加速してくるのではないかと予想される。BOE の利上げ開始時期の予想をこれまでの2015年1-3月期から2014年10-12月期に前倒しする。ただ、英国のみならず世界経済の回復ペースは緩慢であるため、今回の BOE 利上げは過去の利上げ局面よりもゆっくりと時間をかけて進められると予想する。

## ユーロ圏経済

### ECBは6月に広範囲にわたる追加緩和策を発表

ECBは事前に予想されていた通り、6月5日の金融政策理事会で複数の追加緩和策を決定した。ドラギ ECB 総裁が5月8日の金融政策理事会後の記者会見で6月に追加緩和策を講ずる可能性を示唆しており、さらにその後1か月で発表された経済指標がユーロ圏の低成長と低インフレを確認する内容であったため、追加緩和は既定路線となっていた。6月の追加緩和の目的は2つあったと考えられる。ドラギ総裁は4月24日にアムステルダムで開催されたオランダ中銀の200周年を祝う式典で講演し、ECBが追加緩和策を必要と考える3ケースとそれぞれの対処方法に言及していた。今回はこのうちの(1)ECBの意図に反した金融引き締め効果が出たケースと、(2)ECBの金融政策の伝達経路の機能不全が改善しないケースが該当する。

図表1 ECBが追加緩和策が必要と考える3ケースとその対処方法

	ケース	対処方法
(1)	金融政策スタンスがECBの意図に反して引き締められた場合。 例えば短期金融市場における緊張の高まりによる金利上昇、世界的な債券市場の金利上昇の波及、根拠の乏しい通貨高。	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利下げ（マイナス金利を含む）</li> <li>・「固定金利、無制限資金供給」でのオペ実施期間の延長</li> <li>・新規の長期オペ（LTRO）</li> </ul>
(2)	ECBの金融政策の伝達経路（とりわけ銀行貸出という経路）に関して、機能不全の状態が改善しない場合。	<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸出先を限定した長期オペの新設</li> <li>・資産担保証券（ABS）買取プログラムの推進</li> </ul>
(3)	中期的なインフレ見通しが悪化した場合。	<ul style="list-style-type: none"> <li>・より広範囲の資産買取プログラムの導入</li> </ul>

（出所）ECB ウェブサイト掲載の2014年4月24日のドラギ総裁の講演原稿より大和総研作成

このため追加緩和策は、(1)に対応した追加利下げ、「固定金利で無制限資金供給」でのオペレーション実施期間の延長と、(2)に対応した貸出先を限定した長期オペ（TLTRO）の導入、資産担保証券（ABS）買取プログラムの導入準備推進となった。ほかに、SMP（国債買取プログラム）に伴う不胎化措置の停止も決定された。

図表2 ECBの追加緩和策：意図に反した金融引き締めへの対応策

<p>利下げ</p> <p>主要オペ金利を0.25%から0.15%へ引き下げ。</p> <p>限界貸出金利（上限金利）を0.75%から0.40%へ引き下げ。</p> <p>中央銀行預金金利（下限金利）を0.00%から-0.10%へ引き下げ。</p> <p>なお、中央銀行預金金利は準備預金積立必要額の超過分や他のECBへの預金にも適用される。</p>
<p>「固定金利で無制限」の資金供給オペ</p> <p>適用期間を「少なくとも2015年7月初めまで」から「少なくとも2016年12月まで」に延長。</p> <p>対象となるのは定例の期間1週間の主要オペ（MRO）と同3か月の長期オペ（LTRO）。</p>
<p>不胎化措置の撤廃</p> <p>2010年に実施した国債買取プログラム（SMP）に伴う不胎化措置を撤廃。</p> <p>2014年6月6日に発表された最後の不胎化のための資金吸収オペは1,625億ユーロ。</p>

（出所）ECB 資料より大和総研作成

**図表3 ECBの追加緩和策：金融政策の伝達不全への対応策**

<p>用途を限定した長期オペ（TLTRO）</p> <p>住宅ローンを除く民間融資拡大を狙ったLTROを創設。償還期限はすべて2018年9月（最長4年）。まず、2014年9月と12月に第1段階のTLTROを実施。この際、2014年4月30日時点のユーロ圏民間向け融資金額（住宅ローンは除く）の7%が上限となる。</p> <p>2015年3月～2016年6月は四半期ごとにTLTROを実施。民間向け融資の純増額の3倍が上限。TLTROを利用した銀行は償還の際、当該期間の主要オペ金利+10bpの金利を支払う。</p> <p>2016年9月時点で、民間向け融資金額が基準値を下回った場合は早期償還を迫られる。</p>
<p>資産担保証券（ABS）買取プログラムの準備加速</p> <p>ユーロ圏において、シンプルで透明性の高いABS（担保は企業向け債権）市場の構築を目指す。金融政策の効果を伝達させる経路を充実させることが目的。</p>

（出所）ECB資料より大和総研作成

今回の ECB の追加緩和策はほぼ事前予想通りだったが、緩和政策の実施期間については、予想されていたよりも長期間の金融緩和を約束する内容になっている。具体的には「固定金利、無制限資金供給」方式での MRO と LTRO の実施期間が「少なくとも 2016 年 12 月まで」と 1 年半延長され、また、TLTRO に関しては 2018 年 9 月まで最長 4 年の期間設定がなされている。

### 金融緩和策の効果

一連の追加緩和でユーロ圏の翌日物市場金利（Eonia）の上限金利（限界貸出金利）と下限金利（中央銀行預金金利）が引き下げられたため Eonia が低下し、これが短期国債利回りなどにも波及している。また、金融緩和政策がより長期間にわたって継続されることが示されたため、ユーロ圏各国の長期国債利回りにもう一段の低下余地が生まれ、この低金利局面が長期化することが予想される。ユーロ高抑制効果に関しては、5月初めにドラギ総裁が6月の追加緩和に言及して以降、ユーロの対ドルレートは 1.40 ドル目前の水準から 1.35 ドル近辺まで低下しており、先んじてその効果が出ていたとみることができる。ユーロ高による輸入物価下落が消費者物価上昇率の低下要因の一つとなってきただけに、ECB にとって好ましい変化だが、輸出促進などの景気刺激効果はこの水準では限定的と予想される。

一方、企業向け融資が増えるかどうかは見通しが難しく、またそれを確認できるまで時間がかかると予想される。融資拡大の決定要因は、ECB からユーロ圏の銀行が低利で資金調達できるということよりも、企業の資金需要が回復するか、その前提条件である世界経済の回復が進むかが重要となる。世界経済は米英日などの先進国を中心に景気回復過程にあると判断されるが、ユーロ圏経済はこの外需回復をまだ必ずしも享受できていない。また、TLTRO による資金供給は最速で今年 9 月であることに加え、ユーロ圏の銀行は翌 10 月までは ECB による資産査定（AQR）とストレステストへの対策が優先されるため、民間向け融資の拡大に本格的に取り組むのはそのあとになるのではないかと予想される。融資拡大効果の有無を確認できるのは 2014 年末以降となろう。なお、企業向け債権を担保とする ABS の買取プログラムに関しては、ECB の金融政策の選択肢が増える点は歓迎される。ただし、現状ではユーロ圏の ABS は大半が住宅ローンを担保としており、加えてユーロ圏で平準化されたルールも確立されていない。ABS 買取プログラムは中期的な効果を狙った対策と考えられる。

今回の金融緩和措置はユーロ圏の緩やかな景気回復の後見役にはなるものの、その先導役とはならないだろう。すなわち、過度なユーロ高やデフレーションの長期化など景気回復を阻害するリスクの低減に資すると見込まれるが、景気拡大策ではない。ここ1年のユーロ圏経済は内需の底打ちで景気後退を脱しつつある。消費者信頼感も5月まで順調に改善しており、景気回復の継続を示唆しているが、投資や輸出の改善ペースは鈍い。輸出競争力を高め、また内需を活性化させるために必要なのは、各国の構造改革であり、財政政策であると考えられる。

### 追加の金融緩和策（=QE）は伝家の宝刀？

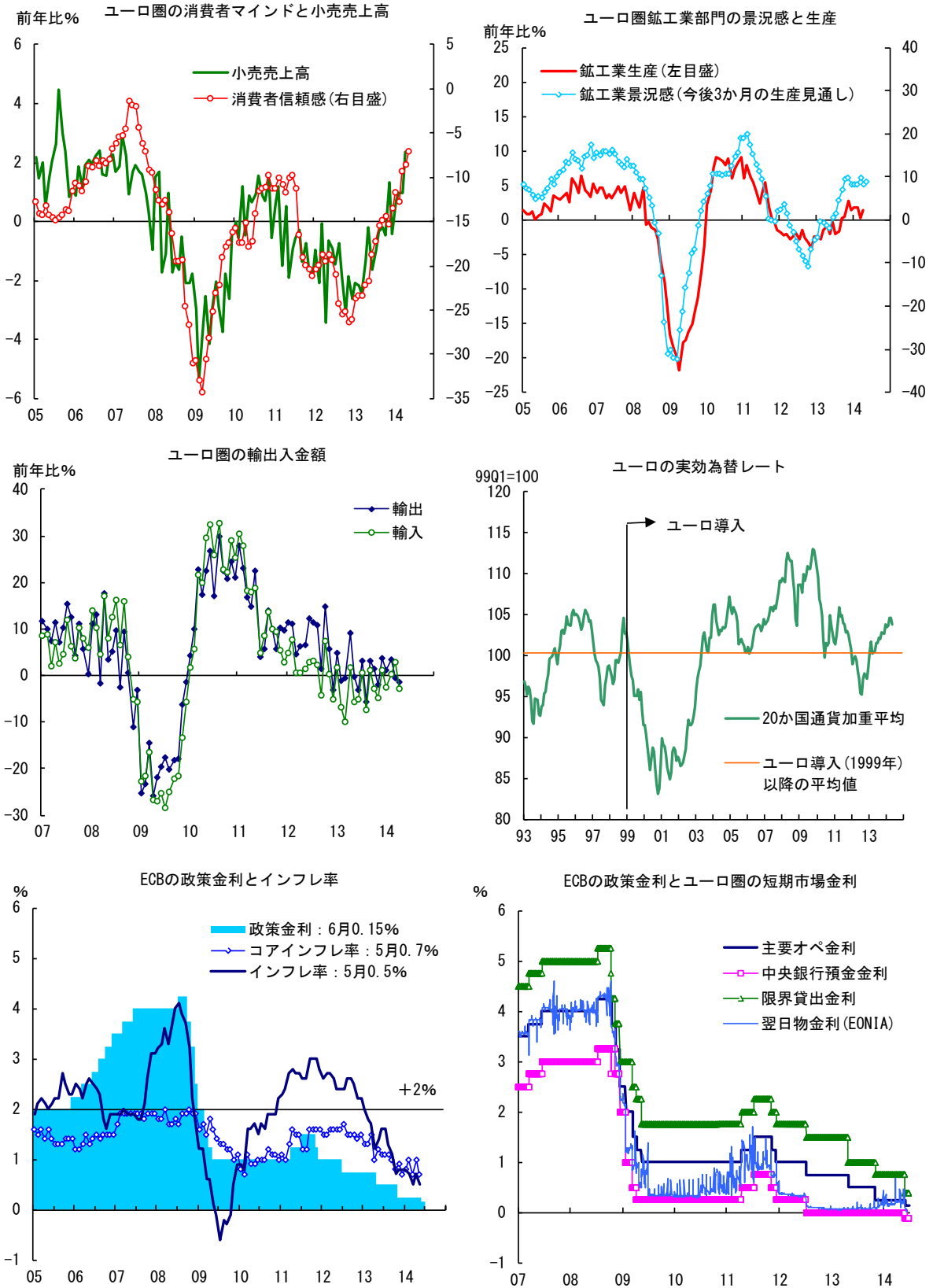
ECBは2013年7月から金融政策のフォワード・ガイダンスを採用しているが、6月の追加利下げのあと、このフォワード・ガイダンスは「現行の政策金利水準を当分の間維持する」とされた。前回までの「現行もしくはそれを下回る政策金利水準を当分の間維持する」の下線部が削除されたのである。中央銀行預金金利がマイナスとなり、主要オペ金利も0.15%に引き下げられたことで、追加利下げの可能性はほとんどなくなったと判断される。

追加緩和の手段に限られる中で、残る金融緩和策は「より広範囲の資産買取プログラム」の導入となる。ABS以外の資産買取の対象として、市場規模や流動性などの観点から最有力候補は、米英や日本が既に採用している国債である。ただし、米英や日本が実施している量的緩和措置（QE）では自国の国債を購入すればよいが、「ユーロ圏国債」は存在していない。代わりにユーロ圏18か国の国債を買取対象とすると、これはECBが禁じられている財政支援に相当すると強く反対しているドイツ連銀を説得しなければならない。ECBはこのQEを念頭に置いた資産買取プログラムを「中期的なインフレ見通しが悪化した場合」に発動するとしているため、インフレ関連指標が引き続き大きな注目材料となる。低インフレ状態がさらに長期化し、それがユーロ圏の消費者や企業のインフレ期待を低下させることにつながるのであれば、QE実施が現実味を帯びてくる。

直近のユーロ圏の消費者物価上昇率は5月に前年比+0.5%に低下した。4月のイースターの祝日に合わせて上昇していた航空運賃などが値下がりしたほか、食品価格が下落して、4月の同+0.7%から低下した。なお、価格変動が大きい食品・飲料・アルコール・たばこ・エネルギーを除いたコアの消費者物価上昇率もここ半年は低下傾向にあり、5月は前年比+0.7%にとどまった。消費者物価が全般的に上昇しづらい状況になっていることが懸念される。ただ、6月の追加緩和でユーロ高にいったん歯止めがかかり、輸入物価が一段と下落する可能性は低下したとみられる。加えて、イラク情勢の緊迫化などの地政学的リスクの高まりを受けて足下の原油価格が上昇しており、エネルギー価格は消費者物価全体を押し下げる存在から、押し上げる存在に転ずる可能性が出てきた。

中期的なインフレ見通しの悪化を回避できれば、ECBはこの6月に決めた一連の追加緩和策の波及効果を見極めるべく、2014年末まで様子見スタンスを維持すると予想される。「より広範囲の資産買取プログラム」という伝家の宝刀は存在していることが重要で、抜くに至らない状況がECBにとっては一番都合が良いだろう。

図表4 景況感改善が示唆するユーロ圏の緩やかな景気回復



(注) コアインフレ率は食品・飲料・アルコール・たばこ・エネルギーを除いた消費者物価  
 (出所) Eurostat、ECB データより大和総研作成



## 英国経済

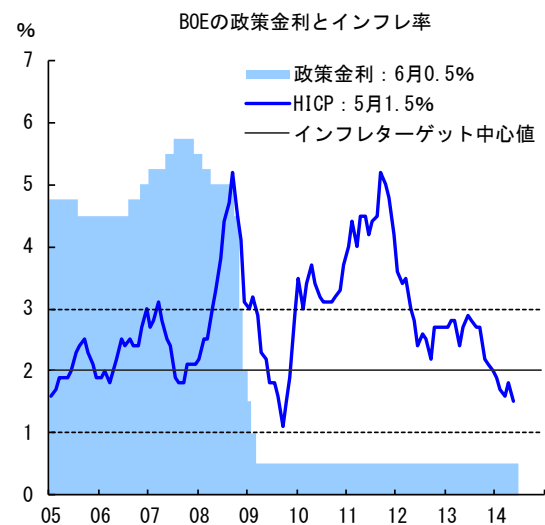
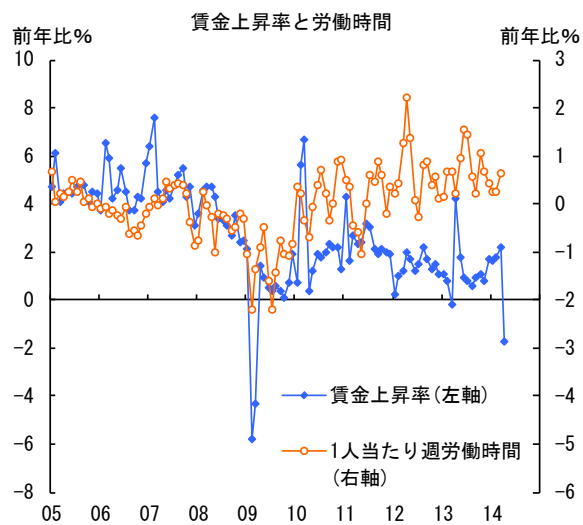
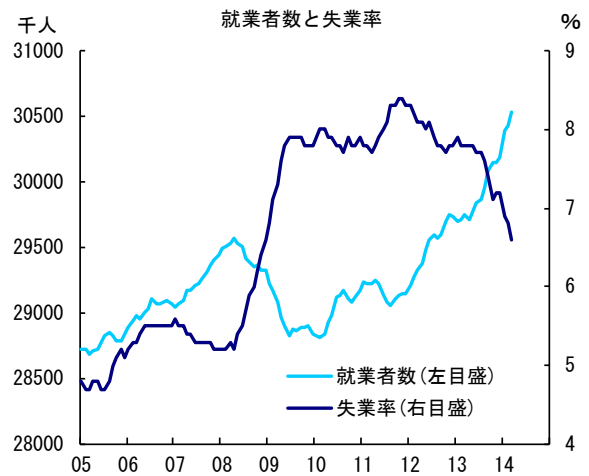
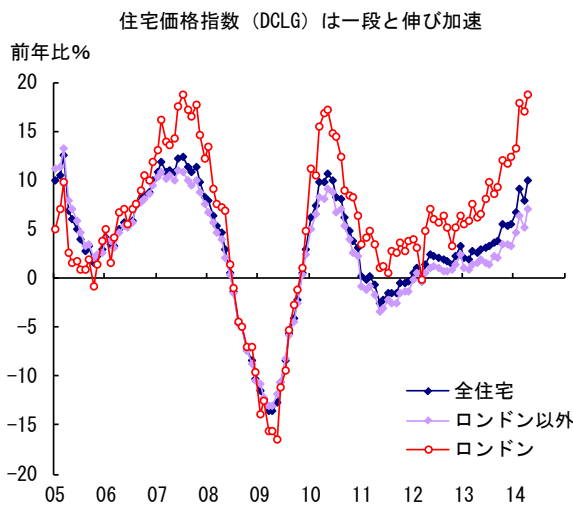
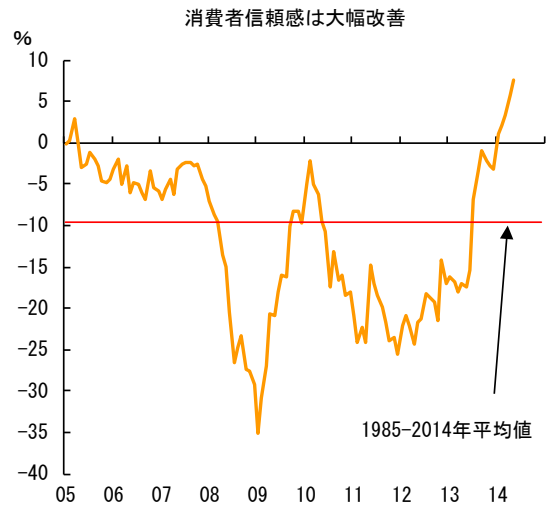
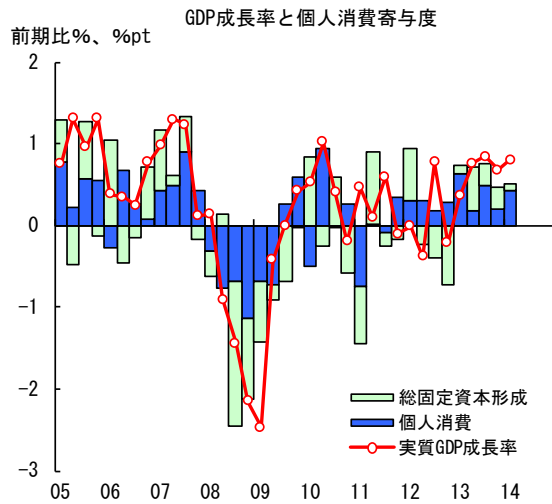
一連の金融緩和政策を決定し、しかもその次の緩和策を念頭においている ECB とは対照的に、カーニーBOE 総裁は6月12日に恒例のロンドン市長公邸でのスピーチで英国の利上げに言及した。カーニー総裁は英国の景気回復がBOEの予想を上回っているとした上で、BOEの利上げ開始が市場予想よりも早まる可能性に言及した。市場のコンセンサス予想ではBOEの利上げ開始時期は2015年前半となっていたため、この発言は2014年のうちにBOEの利上げがスタートする可能性があるとして受け止められた。

英国の1-3月期のGDP成長率は前期比+0.8%で、1980年以降の平均値である同+0.6%を4四半期連続で上回った。需要項目に注目すると、個人消費が前期比寄与度+0.4%ptで牽引役となり、また設備投資と民間住宅建設投資も拡大したため、内需寄与度は+0.8%ptに達している。4月以降も英国経済は内需主導で順調に回復していると見込まれる。消費者信頼感は雇用状況の改善を受けて、5月にかけて一段と改善した。英国の失業率は低下傾向にあり、2-4月平均は5年ぶりとなる6.6%に低下した。就業者数は順調に増えており、中でもフルタイムの就業者が顕著に増加している。

カーニー総裁が利上げに言及したのは、インフレ懸念が高まったからではない。5月の消費者物価上昇率は前年比+1.5%と4月の同+1.8%から低下した。直接の原因は、イースターの祝日に合わせて値上がりした航空運賃などが値下がりしたためだが、食品やエネルギーなどの物価上昇率も低下している。また、失業率低下にもかかわらず、賃金上昇率は上昇せず、むしろ4月はボーナスを含むベースでは前年割れとなってしまった。例外的に価格上昇が目立つのは住宅である。投資目的の外国資本の流入が指摘されているロンドンの住宅価格のみならず、ロンドン以外の住宅価格も2007年のバブル崩壊以前の価格を回復してきている。ただ、このような住宅価格上昇に対しては、すでに住宅ローンに対する奨励措置の制限や住宅ローン審査の厳格化、あるいはロンドンとその近郊の住宅建設計画の拡充など、金融政策以外での対処が進められている。

カーニー総裁の利上げ「前倒し発言」は、英国経済の状況が正常化に向かいつつあり、その中で+0.5%という低水準にある政策金利も「正常化」する必要があるとの認識を示したと考えられる。ただし、利上げ開始時期に関しては経済データ次第としているため、賃金と物価の伸び悩みはしばらく政策金利を現在の0.5%に据え置く理由となると予想される。ただ、失業率低下に加え、1人当たりの就業時間も伸びてきているため、賃金上昇圧力は徐々に高まってくると予想される。BOEの利上げ開始時期の予想を、これまでの2015年1-3月期から2014年10-12月期に前倒しする。ただ、英国のみならず世界経済の回復ペースは緩慢であるため、今回のBOE利上げは過去の利上げ局面よりもゆっくりと時間をかけて進められると予想される。

図表5 英国経済：内需主導の景気回復が進展



(出所) 英国統計局 (ONS)、BOE 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%	0.7%	1.2%	1.4%	1.1%	-1.0%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%	1.4%
┆ 民間消費支出	-0.6%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.5%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%
┆ 政府消費支出	0.1%	1.2%	0.8%	0.8%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%
┆ 総固定資本形成	-2.8%	1.4%	1.2%	2.8%	3.6%	2.1%	3.2%	4.1%	2.8%	2.0%	2.7%
┆ 輸出等	1.5%	1.3%	2.8%	3.6%	4.1%	3.2%	4.5%	4.5%	4.9%	4.9%	4.3%
┆ 輸入等	0.4%	3.4%	2.0%	2.8%	4.1%	3.3%	4.9%	4.9%	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%	1.1%	-1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
┆ 民間消費支出	-0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%
┆ 政府消費支出	0.1%	0.2%	0.4%	0.3%	0.8%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
┆ 総固定資本形成	-2.8%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.1%	2.7%	3.4%	3.4%	3.0%	3.2%
┆ 輸出等	1.5%	4.1%	2.4%	3.3%	3.0%	3.2%	3.8%	4.2%	4.5%	4.7%	4.3%
┆ 輸入等	0.4%	4.1%	3.0%	2.8%	3.1%	3.3%	3.4%	4.2%	4.8%	5.0%	4.3%
鉱工業生産 (除建設)	-0.7%	1.4%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	2.1%	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%
実質小売売上高	-0.9%	0.9%	1.4%	1.2%	1.7%	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	1.4%	1.2%
消費者物価	1.3%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%
生産者物価	-0.4%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.3%	-0.7%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
失業率	12.0%	11.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.6%	11.5%	11.6%	11.6%
10億ユーロ											
貿易収支	168.1	45.0	37.0	33.0	30.0	145.0	22.0	29.0	20.0	20.0	91.0
経常収支	230.2	66.0	50.4	44.9	40.4	201.6	35.8	41.4	30.9	30.4	138.5
財政収支	-290					-246					-232
独 国債10年物(期中平均)	1.64%	1.69%	1.40%	1.32%	1.35%	1.44%	1.40%	1.43%	1.47%	1.50%	1.45%
独 国債2年物(期中平均)	0.14%	0.15%	0.09%	0.05%	0.06%	0.09%	0.08%	0.08%	0.10%	0.11%	0.09%
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。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%	3.3%	2.8%	2.1%	2.4%	2.9%	2.3%	2.2%	2.0%	2.2%	2.2%
┆ 民間消費支出	2.2%	2.6%	2.4%	2.6%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.3%
┆ 政府消費支出	0.7%	0.2%	0.8%	0.8%	1.6%	1.1%	2.0%	1.2%	0.8%	1.2%	1.4%
┆ 総固定資本形成	-0.6%	2.2%	6.1%	4.9%	4.1%	6.0%	2.8%	2.4%	2.0%	1.6%	3.3%
┆ 輸出等	1.0%	-4.0%	1.6%	2.8%	3.6%	1.5%	4.1%	4.1%	3.2%	3.6%	3.5%
┆ 輸入等	0.5%	-4.2%	4.5%	3.2%	3.6%	1.4%	3.2%	3.2%	2.4%	2.4%	3.2%
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%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%
┆ 民間消費支出	2.2%	2.0%	2.3%	2.2%	2.6%	2.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%	2.3%
┆ 政府消費支出	0.7%	2.2%	0.9%	0.5%	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
┆ 総固定資本形成	-0.6%	8.5%	6.0%	5.3%	4.3%	6.0%	4.5%	3.5%	2.8%	2.2%	3.3%
┆ 輸出等	1.0%	2.2%	0.2%	2.9%	1.0%	1.5%	3.0%	3.6%	3.8%	3.8%	3.5%
┆ 輸入等	0.5%	2.3%	1.1%	0.4%	1.7%	1.4%	3.6%	3.3%	3.1%	2.8%	3.2%
鉱工業生産	-0.4%	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	1.9%	1.7%	1.5%	1.9%
実質小売売上高	1.6%	3.8%	4.8%	4.2%	4.1%	4.2%	3.8%	2.5%	2.7%	2.4%	2.8%
消費者物価	2.6%	1.8%	1.6%	1.4%	1.7%	1.6%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.1%
生産者物価 (出荷価格)	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%	1.1%	0.7%	1.3%	1.7%	2.0%	2.3%	1.8%
失業率	7.6%	6.8%	6.6%	6.5%	6.4%	6.6%	6.4%	6.2%	6.0%	6.0%	6.1%
10億英ポンド											
貿易収支	-107.9	-26.5	-28.6	-30.3	-28.3	-113.7	-28.3	-30.6	-32.1	-29.8	-120.7
経常収支	-71.1	-15.8	-14.0	-17.2	-15.7	-62.7	-15.9	-16.2	-20.3	-18.6	-70.9
財政収支	-89.3					-86.3					-72.4
国債10年物(期中平均)	2.36%	2.78%	2.69%	2.77%	2.86%	2.78%	2.92%	3.06%	3.11%	3.16%	3.06%
国債2年物(期中平均)	0.38%	0.56%	0.75%	0.84%	0.96%	0.78%	1.04%	1.12%	1.20%	1.35%	1.18%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%	1.25%

(注) 2014年Q1まで実績値 (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