

2014年9月18日 全8頁

# 欧州経済見通し 景気停滞打破の切り札は？

## 今こそ財政政策の有効活用を

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9月4日の金融政策理事会で追加利下げと、ABS (資産担保証券) とカバード・ボンドを対象とする資産買取計画の10月導入を決めた。9月18日開始のTLTRO (民間向け貸出増を意図した条件付き長期オペ) と併せ、銀行貸出の促進が狙いである。6月に決めたTLTROが始動する前に、ECBが追加緩和に動いた背景には、ユーロ圏の景気回復の足取りが鈍ったこと、デフレーションが長期化していることへの強い懸念が存在している。
- 追加金融緩和による金利低下とユーロ安が景気を下支えすると見込まれるが、気がかりなのはユーロ圏景況感の悪化傾向である。ここが改善しなければ、銀行貸出の回復も期待しがたい。景況感悪化の原因は、地政学的リスクの台頭と、ユーロ圏内の需要不足と考えられる。景気停滞感を打破するために各国レベル、及びEUレベルでの財政政策の有効活用が重要となろう。「借金をして公共投資を拡大するのは間違っている」との持論を崩さないドイツも、研究開発、教育などイノベーション促進のための投資の必要性は認めている。また、EU域内のエネルギー、通信、交通などのネットワーク構築にEUとその資金が貢献することには異論はない模様である。年末にかけて策定される各国の2015年予算、11月発足の新体制の欧州委員会が打ち出す投資促進基金などの議論の行方が注目される。
- 英国の注目点はいつ利上げが開始されるかである。8月に続き、9月の英中銀 (BOE) の金融政策理事会でも9人中2人の理事が0.25%の利上げを支持した。内需が牽引する英国経済は前期比+0.7%~0.8%の高成長が続き、5-7月平均の失業率は6.2%に低下した。ただ、賃金上昇率は低水準で、ポンド高による輸入物価下落の影響もあり、消費者物価上昇率は8月に前年比+1.5%に減速した。需給ギャップは縮小しつつあると考えられるが、ユーロ圏の景気停滞、地政学的リスクの台頭などが景気の不安材料である。BOEは物価上昇要因となる雇用コスト、為替、エネルギー価格、食品価格などの動向を注視しつつ、年内は政策金利を据え置く可能性が高まったとみる。最初の利上げのタイミングを2015年1-3月期に先送りし、その後の利上げ予想も順次後ろにずらした。

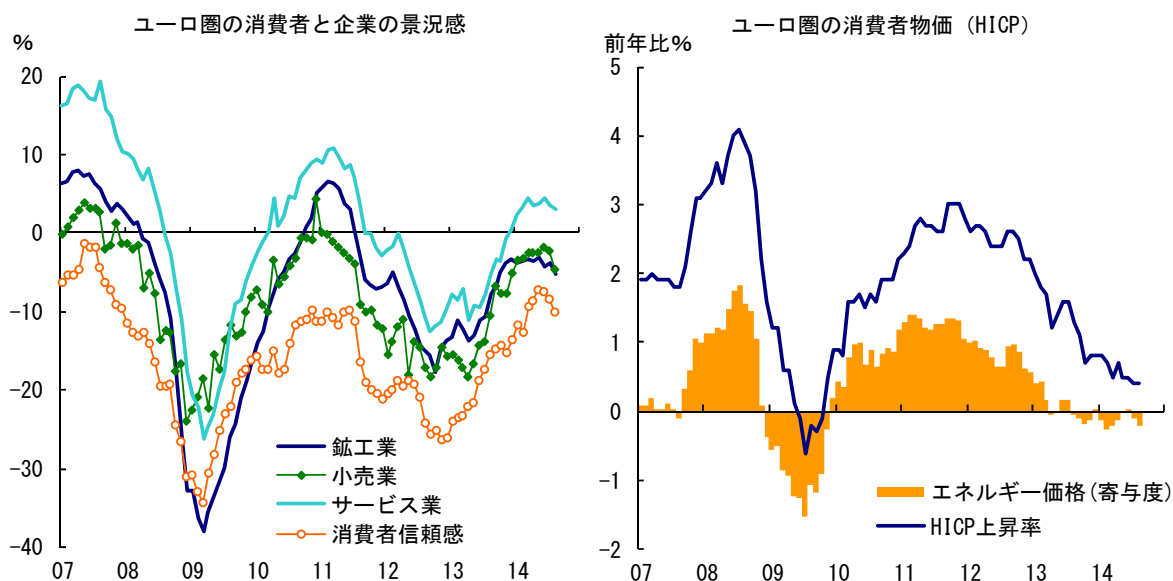
## ユーロ圏経済

### 追加緩和策の発表を前倒しした ECB

ECB は 9 月 4 日の金融政策理事会で追加利下げと、新たな資産買取計画の採用を決めた。政策金利は主要オペ金利が 0.15% から 0.05% へ、市場金利の上限となる限界貸出金利が 0.40% から 0.30% へ、同下限となる中央銀行預金金利が -0.10% から -0.20% へそれぞれ 10 ベーシスポイントずつ引き下げられた。一方、資産買取計画の対象は、6 月の金融政策理事会でも言及されていた ABS（資産担保証券）に、ユーロ圏の銀行が発行したユーロ建てのカバード・ボンドが加えられ、共に 10 月から開始されることが決まった。ただし、ABS の買取計画（ABSPP）とカバード・ボンドの買取計画（CBPP3）の詳細に関しては、次回の 10 月 2 日の金融政策理事会後に発表されることになっている。

ABSPP と CBPP3 のねらいは、ユーロ圏の銀行が保有する債権を ECB が買い取ることで銀行に資金を供給し、それを企業向け貸出など信用拡大につなげることで、最終的には景気回復に貢献することである。ECB は今年 6 月に、民間向け貸出（ただし住宅ローンは除く）を促すための対策として TLTRO（条件付き長期オペ）の実施を決め、その最初のオペがこの 9 月 18 日に実施される（第 2 回は 12 月 11 日、その後は四半期ごとに 2016 年半ばまで継続）。なお、追加緩和はこの TLTRO の開始を見届けてからとの予想が少なくなかった中で、ECB が追加緩和を「前倒し」した背景には、ユーロ圏の景気停滞とデフレーション長期化に対する強い懸念が存在した。ユーロ圏の 4-6 月期の GDP 成長率が前期比横ばいにとどまったことに加え、8 月までの企業と消費者の景況感は総じて悪化傾向にある。また、消費者物価上昇率は 8 月は前年比 +0.4% にとどまり、低空飛行を続けている。なお、9 月の追加利下げでは、TLTRO の貸出金利が「主要オペ金利 +0.1% ポイント」に固定されているため、その一段の引き下げ（と利下げ打ち止め感を出すこと）も意識された。

図表 1 ECB に追加利下げを促した景況感悪化と低インフレ



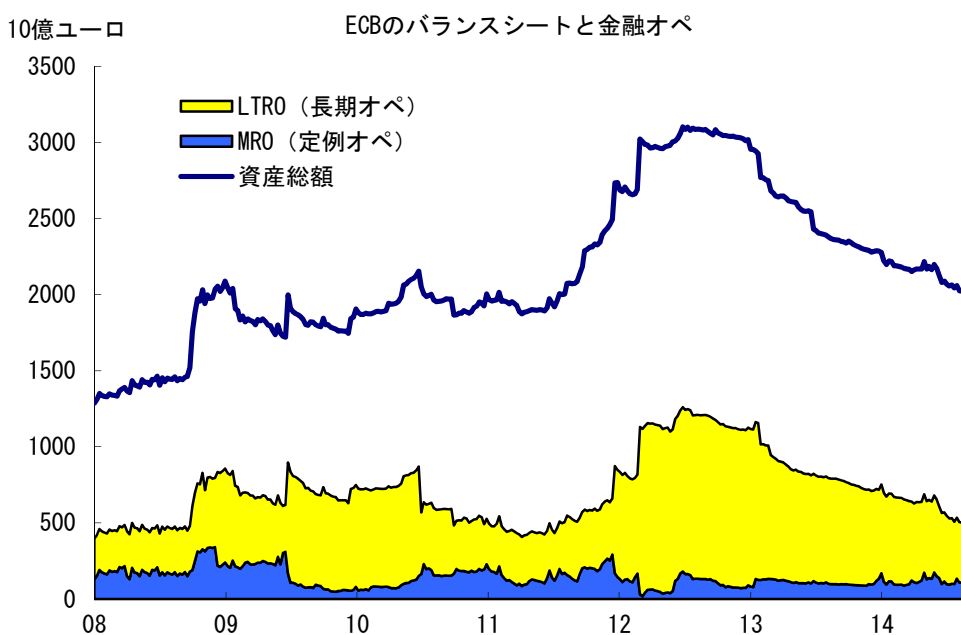
(出所) Eurostat データより大和総研作成

TLTRO、ABSPP、CBPP3 を通じてどの程度の資金供給を見込むかとの質問に対して、ドラギ総裁は ABSPP、CBPP3 の具体的な手法が決まっていな段階ではなんとも言えないと回答する一方、これらを通じて ECB のバランスシートを「2012 年初めの水準」に拡大させることを見込んでいた。

2012 年初めというのは、2011 年末にユーロ圏のインターバンクが金融システム不安を原因として機能不全に陥り、銀行の連鎖倒産への懸念が一気に高まったことへ対抗策として、ECB が 3 年物 LTRO（長期オペ）の実施を決定した直後のことである。3 年物 LTRO は 2011 年 12 月と 2012 年 2 月に実施され、計 1 兆ユーロが銀行に供給され、ECB のバランスシートは 2012 年 6 月に 3.1 兆ユーロまで拡大した。ただ、ここで銀行に供給された資金の大半は ECB への預金として還流し、民間向けの貸出には回らなかった。また、3 年物 LTRO は 1 年が経過すると早期償還が可能で、資金繰りの不安が低下した銀行から早期償還が進み、9 月半ば現在で 6 割以上の資金が既に償還されている。このため、ECB のバランスシートは 9 月初めに 2 兆ユーロとピークから 1 兆ユーロあまり縮小してしまっている。2012 年初めというのが、3 年物 LTRO の 1 回目を実施されたあとの 2012 年 1 月時点を指すのか、2 回目を実施された 2012 年 3 月を指すのかははっきりしないが、TLTRO、ABSPP、CBPP3 により、総額で 1 兆ユーロ程度の資金供給が ECB の念頭に置かれていると考えられる。

もっとも、これを実現させるには、資産買取計画の導入によって ABS とカバード・ボンドの発行が活発となり、市場拡大が実現されるという ECB の目論見が成功する必要があるだろう。ECB は 6 月の金融政策理事会で「シンプルで、透明性の高い ABS 市場の構築を目指す」ことを表明していたが、どのような方法でそれを実現するか、まずは 10 月 2 日の金融政策理事会での決定が注目される。

図表 2 ECB のバランスシートと金融オペ

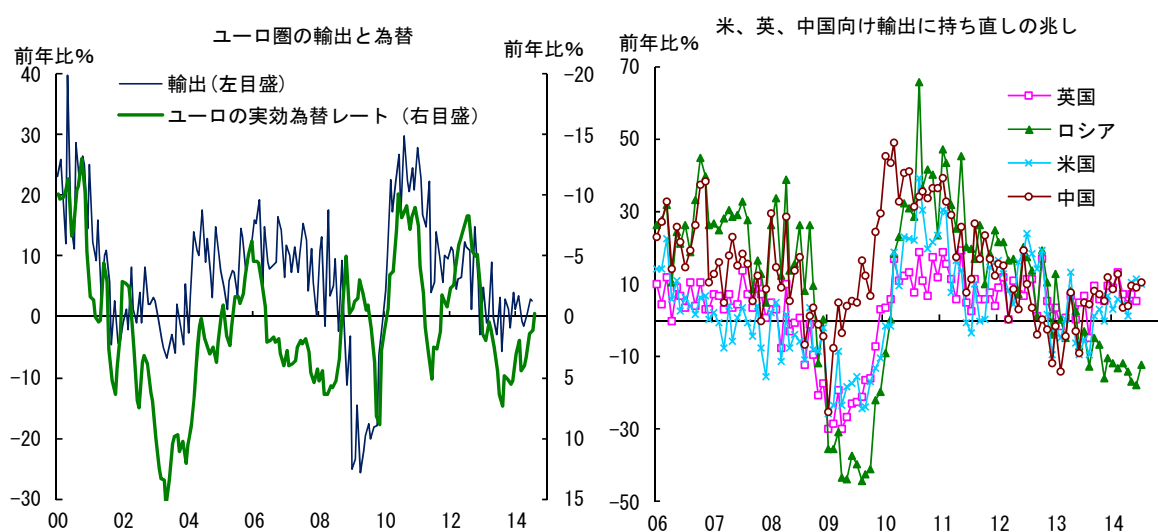


(出所) ECB データより大和総研作成

## 追加緩和策の効果

ECB の追加金融緩和で金利が低下し、加えてユーロ安も進んでいる。ユーロの対ドル・レートは9月の追加緩和発表後、1.30ドル台を一気に割り込んだ。追加緩和に動いたECBとは対照的に、米国の金融政策の注目は利上げ開始のタイミングになっており、この方向性の違いがユーロ安を招いている。主要貿易相手20か国の通貨を貿易量で加重平均したユーロの名目実効為替レートも、今年3月をピークとしてユーロ安傾向にあり、追加利下げの直後にはピークから4.5%下落した。ECBはこの金利低下とユーロ安が景気を下支えすることを期待している。

**図表3 ユーロ高是正効果が外需の下支えとなることが期待されている**



(出所) Eurostat データより大和総研作成

ただ、気がかりなのは、2014年に入って改善頭打ちとなっていたユーロ圏の景況感が、ここ数か月は悪化傾向にあることである。景況感が改善しない状況では、銀行貸出の回復も期待しがたい。景況感悪化の背景にあるのは、地政学的リスクに関連した不透明感の高まりと、ユーロ圏内の需要不足と考えられる。

このうち、地政学的リスクに関しては、9月初めにウクライナの政府軍と親ロシア派の間でようやく停戦が合意された。しかしながら、停戦の条件としてウクライナ政府が東ウクライナ2州に約束した「特別な地位」を親ロシア派が最終的に受け入れるか、ロシアの介入がどこまで続くか、東ウクライナで散発的に発生している武力衝突がエスカレートしないかなど、まだ和平実現まで不透明な材料が少なくない。EUは停戦合意のあとに、ロシアに対する追加の経済制裁を発動し、ロシアがこの和平プロセスに協力するよう圧力をかけている。ただ、経済制裁はロシア経済の悪化を通じて、欧州経済にもマイナス材料となっているだけでなく、これから冬を迎えるにあたって、ロシアからの天然ガス供給が突然止まるリスクが依然として残ることにつながっている。欧州諸国はロシアからの天然ガス供給停止に備えて備蓄を増やしているとされるが、このような懸念がある中で、景況感の改善は難しいであろう。

## 求められるのは財政政策の有効活用

景気停滞感を打破するために各国レベル、及び EU レベルでの財政政策の有効活用が重要と考えられる。ドラギ総裁は 8 月末のジャクソン・ホールでのスピーチで、ユーロ圏各国は必要な構造改革を実施すべきとの従来からの主張に加え、財政健全化を実現させた国々は景気対策に配慮すべきと一段と踏み込んだ要請を行った。労働市場の規制緩和、賃金コストの抑制など構造改革を優先すべきとみられているフランス、イタリアとは大きく異なり、財政健全化を達成した次の課題は力強い経済成長と期待されている筆頭がドイツである。そのドイツでは 2015 年予算の審議が 9 月初めから始まったが、議会に予算を提示した際のショイブレ財務相は、2015 年は財政収支均衡を達成できるということを誇示し、「借金をして公共投資を拡大するのは間違っている」との持論を崩さない姿勢であった。ただし、そのドイツも、研究開発、教育などイノベーション促進を目的とする投資の必要性は認めており、予算を拡大させる計画である。また、EU 域内のエネルギー、通信、交通などのネットワーク構築に EU とその資金が貢献することには異論はない模様である。

年末にかけて策定される各国の 2015 年予算に加え、ユンケル委員長をトップに 11 月に発足する次期欧州委員会が打ち出す投資促進基金などの議論の行方が注目される。

## 英国経済

英国経済は5四半期連続で前期比+0.7%以上の高成長を記録しており、4-6月期の実質GDPは金融危機前のピークであった2008年1-3月期の水準を初めて上回った。続く7月の小売売上高は前月比+0.1%と減速したが、新車販売は好調を維持しており、また、7月の鉱工業生産は同+0.5%と堅調な伸びとなっている。7月、8月の消費者と企業のマインドは強気を維持していることから、英国では7-9月期も内需主導の高成長が続いていると推測される。

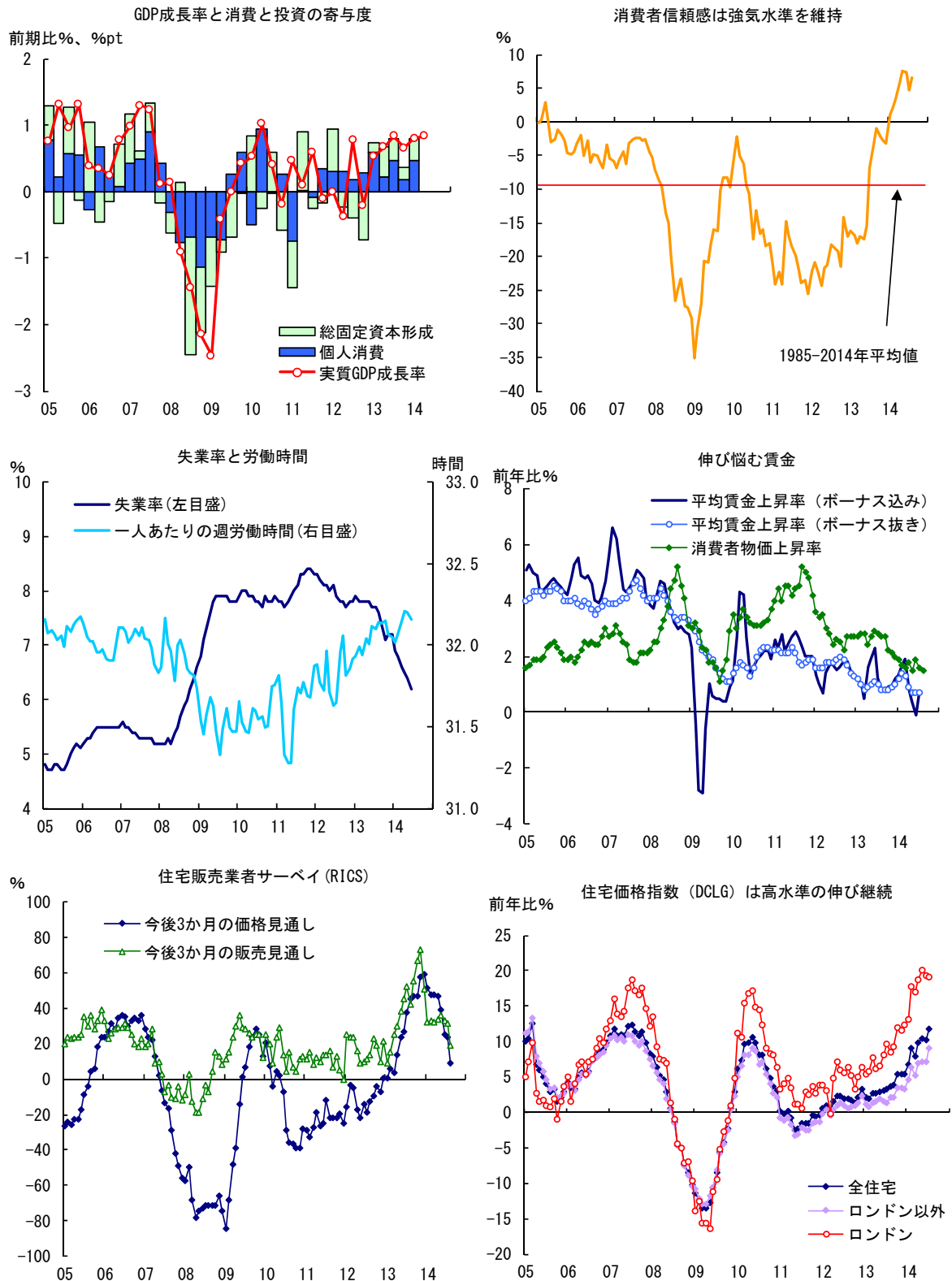
雇用改善も順調に進んでおり、5-7月平均の失業率は4-6月平均の6.4%から6.2%に低下した。就業者数の増加ペースも高水準を維持している中、一人あたりの週労働時間は徐々に長くなってきている。以上のような労働市場での需給の引き締めりが、雇用コスト上昇につながってきても不思議はないのだが、賃金上昇率は引き続き伸び悩んでいる。5-7月平均の賃金上昇率はボーナスを含むベースも含まないベースも、前年比(3か月移動平均)+1%を下回っている。雇用コストが上昇してきていないことに加え、ポンド高で輸入物価が前年割れで推移していることもあり、8月の消費者物価上昇率は前年比+1.5%と7月の同+1.6%から減速した。インフレ・ターゲット中心値の同+2%を下回るのはこれで8か月連続である。

9月3-4日に開催された英中銀(BOE)の金融政策理事会(MPC)では、8月に引き続き、9人の理事のうち2人が0.25%の利上げを支持した。高成長が続く中で需給ギャップの縮小が続いている一方、足下のインフレ率抑制にはポンド高という外部要因を考慮する必要がある、金融政策の効果が発揮されるまでのタイムラグを考慮すると、小幅の利上げを開始するのが妥当というのが利上げ派の主張である。これに対して、他の7人は金利据え置きを支持した。論点となったのは賃金上昇率が加速してこない理由で、就業者構成でより低スキルの労働者が増加しているのではないかと構造変化が指摘される一方、雇用の改善に対する自信回復が遅れており、自発的な転職が低水準にあることが原因との指摘もなされた。ただ、このところ自発的な転職が増加しつつあり、新規雇用契約では賃金が上昇する傾向があるため、今後、平均賃金上昇率が加速に転じる可能性があるとしてBOEでは認識されている。利上げ判断と据え置き判断の相違は、この賃金上昇加速の動きが近々起きそうなのか、まだしばらく先とみるかの違いだろう。

一方、英国経済見通しで懸念材料は外需である。ユーロ圏の景気停滞、地政学的リスクの台頭などが景気見通しの不安材料である。一方、国内ではここ数か月、住宅ローン承認件数や住宅販売業者景況感など住宅関連指標が悪化している。ただ、これは住宅市場の過熱を抑制するべく、住宅取得奨励策などを削減してきた効果が出ているためと考える。

BOEは物価上昇要因となる雇用コスト、為替、エネルギー価格、食品価格などの動向を注視しつつ、年内は政策金利を据え置く可能性が高まったとみる。最初の利上げのタイミングを2015年1-3月期に変更し、その後の利上げ予想も順次後ろにずらした。

図表4 英国経済：物価関連指標への注目が高まる



(出所) 英国統計局 (ONS)、RICS、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%	0.9%	0.1%	0.7%	1.0%	0.8%	1.3%	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%
民間消費支出	-0.7%	0.7%	1.2%	0.6%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%
政府消費支出	0.1%	2.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.4%	0.6%
総固定資本形成	-2.9%	0.9%	-1.3%	-0.8%	1.6%	1.0%	2.4%	3.2%	3.2%	2.0%	1.9%
輸出等	1.4%	0.3%	1.8%	2.4%	2.8%	2.6%	3.4%	4.1%	4.9%	5.1%	3.5%
輸入等	0.4%	3.1%	1.0%	2.4%	3.0%	2.9%	3.6%	4.1%	4.9%	4.9%	3.5%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	-0.4%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	1.2%
民間消費支出	-0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
政府消費支出	0.1%	0.7%	0.8%	0.6%	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%
総固定資本形成	-2.9%	1.8%	1.3%	0.6%	0.1%	1.0%	0.5%	1.6%	2.6%	2.7%	1.9%
輸出等	1.4%	3.9%	2.0%	2.5%	1.8%	2.6%	2.6%	3.2%	3.8%	4.4%	3.5%
輸入等	0.4%	4.1%	2.8%	2.3%	2.4%	2.9%	2.5%	3.3%	3.9%	4.4%	3.5%
鉱工業生産（除建設）	-0.7%	1.5%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%	1.2%	1.1%	1.3%
実質小売売上高	-0.8%	1.0%	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.2%	1.2%	1.0%
消費者物価	1.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.6%	0.5%	0.8%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%
生産者物価	-0.4%	-1.5%	-1.0%	-1.0%	-0.5%	-1.0%	-0.1%	0.4%	0.7%	1.0%	0.5%
失業率	11.9%	11.7%	11.6%	11.5%	11.5%	11.6%	11.5%	11.4%	11.3%	11.3%	11.4%
10億ユーロ											
貿易収支	168.3	46.8	40.4	37.0	34.0	158.2	32.0	29.0	20.0	20.0	101.0
経常収支	230.7	55.6	54.5	46.7	44.2	201.0	42.6	44.1	30.6	30.1	147.6
財政収支	-290					-245					-230
独 国債10年物(期中平均)	1.64%	1.69%	1.43%	1.08%	1.05%	1.31%	1.06%	1.08%	1.12%	1.16%	1.11%
独 国債2年物(期中平均)	0.14%	0.15%	0.10%	-0.02%	-0.05%	0.05%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
欧 政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.15%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%

(注) 2014年Q2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%	3.4%	2.9%	2.8%	3.1%	2.3%	2.3%	2.2%	2.4%	2.5%
民間消費支出	2.2%	2.9%	3.0%	2.8%	2.8%	2.5%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%	2.7%
政府消費支出	0.7%	-0.2%	0.4%	0.8%	1.6%	0.8%	2.0%	1.2%	0.8%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	-0.8%	9.8%	4.9%	7.4%	6.1%	7.7%	3.2%	2.4%	2.0%	1.6%	4.0%
輸出等	0.5%	-0.3%	-1.6%	2.0%	3.2%	-0.0%	3.6%	3.6%	3.2%	3.6%	3.0%
輸入等	0.2%	-4.6%	1.2%	2.0%	3.2%	-0.4%	3.2%	3.2%	2.4%	2.4%	2.8%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.7%	3.0%	3.2%	3.0%	3.1%	3.1%	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	2.5%
民間消費支出	2.2%	2.1%	2.5%	2.5%	2.9%	2.5%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.7%
政府消費支出	0.7%	1.8%	0.5%	0.1%	0.7%	0.8%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
総固定資本形成	-0.8%	9.7%	7.5%	6.9%	7.0%	7.7%	5.4%	4.8%	3.4%	2.3%	4.0%
輸出等	0.5%	0.5%	-2.2%	0.9%	0.8%	-0.0%	1.8%	3.1%	3.4%	3.5%	3.0%
輸入等	0.2%	0.9%	-1.1%	-1.7%	0.4%	-0.4%	2.4%	2.9%	3.0%	2.8%	2.8%
鉱工業生産	-0.4%	2.5%	2.1%	1.8%	1.7%	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
実質小売売上高	1.6%	3.7%	4.4%	3.0%	2.5%	3.4%	2.3%	2.1%	2.3%	2.1%	2.2%
消費者物価	2.6%	1.8%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%	2.0%
生産者物価（出荷価格）	1.3%	0.6%	0.4%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.6%	1.5%	2.1%	1.1%
失業率	7.6%	6.8%	6.4%	6.1%	6.0%	6.3%	6.0%	5.8%	5.6%	5.7%	5.8%
10億英ポンド											
貿易収支	-107.9	-26.5	-27.4	-27.2	-26.5	-107.6	-27.4	-27.8	-27.5	-26.6	-109.3
経常収支	-72.8	-18.5	-17.8	-18.2	-20.0	-74.4	-19.0	-16.5	-18.2	-17.4	-71.1
財政収支	-88.3	-5.3				-67.9					-62.1
国債10年物(期中平均)	2.36%	2.78%	2.67%	2.55%	2.60%	2.65%	2.70%	2.77%	2.88%	2.90%	2.81%
国債2年物(期中平均)	0.38%	0.56%	0.72%	0.82%	0.86%	0.74%	0.90%	0.96%	1.08%	1.17%	1.03%
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Q2まで実績値（GDP内訳と経常収支は同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