

2015年1月21日 全8頁

欧州経済見通し 金融緩和の成果が問われる

ドイツの景況感は3か月連続で改善

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- 1月22日のECB金融政策理事会ではついに国債購入プログラムの採用が決定されると予想される。直接の原因は原油価格急落だが、ユーロ圏の12月の消費者物価上昇率は前年比-0.2%に落ち込み、消費者と企業の物価見通しは低下傾向にある。これに歯止めをかけ、また、ユーロ圏内の企業向け融資を活性化させて投資拡大につなげることが追加緩和策の目的である。もっとも1月25日にギリシャの総選挙を控える中で、国債購入プログラムの詳細な実施方法の決定は次回の3月5日のECB理事会に先送りされる可能性がある。
- ECBの量的緩和策が物価見通しの改善や企業向け融資の活性化に効果を発揮できるか疑問視する見方は少なくない。特にドイツではECBがユーロ圏加盟国の国債を購入することに対して根強い反対意見がある。一方、ECBの金融緩和への期待からドイツの主要株価指数であるDAX指数は1月に改めて最高値を更新した。また、金融緩和でユーロ安となったことが、原油価格下落と相まって、景気見通しの改善をもたらしている。ドイツの6か月先の景気見通しであるZEW指数は11月以降、3か月連続で改善し、2014年後半に停滞感を強めていたドイツ経済が2015年は立ち直りを見せることが期待されている。ユーロ圏の2015年の経済成長率は、2014年の+0.8%（推計値）から+0.9%と低成長が継続する見込みだが、年後半に徐々に加速する展開となろう。
- 英国の2014年の成長率は、GDP統計の遡及改訂の影響で従来予想の+3.0%には届かないものの、+2.6%の堅調な伸びになったと推測される。2015年も金利低下と原油価格下落を追い風に、消費主導で+2.3%の経済成長が予想される。原油価格下落が主因となって、12月の消費者物価上昇率は前年比+0.5%に低下したが、少なくとも年央まで同1%を下回る低インフレが継続するとみている。消費主導で景気回復が継続している英国で、BOE（英中銀）の次の一手は利上げと予想しているが、そのタイミングを判断する上で、賃金上昇率が加速してくるかどうか注目している。

ユーロ圏経済

ECB は国債購入プログラムの採用に踏み切る見通し

世界が注目していると言っても過言ではない1月22日のECB金融政策理事会では、いよいよ国債購入プログラムの採用が決定されると予想される。昨年12月のECB理事会後の記者会見でドラギ総裁は「2015年の早い段階で追加的な緩和策を発表する」としていたが、その後発表されたユーロ圏の12月の消費者物価上昇率は前年比-0.2%とついに前年割れとなってしまった。原油価格下落を受けてエネルギー価格が同-6.3%と大きく落ち込んだことが主因であり、この物価低下はある程度想定されていたことである。また、原油価格下落はユーロ圏諸国のような原油純輸入国にとっては、ガソリン価格や燃料、原材料価格の下落を通じて消費を押し上げ、また企業収益を改善させる効果が期待できる。ただ、これらのプラス効果が顕在化するまでに時間がかかる一方、ECBが重視すべき消費者のインフレ見通しが原油価格下落を受けて一段と低下している。このため、ECBとしては追加的な金融緩和を実施する必要があると判断すると予想される。

金融市場やエコノミストの予想でも、1月22日に「国債の大量購入計画」が発表されること がメインシナリオとなっており、その関心は国債購入がいつ、どのような規模で、どのような方法で実施されるかという方法論に移っている。ただ、1月22日のECB理事会では全体の規模や実施時期のめどが公表されるのではないかと予想されるものの、どの国債をどのような方法で購入するかという詳細に関しては、次回の3月5日のECB理事会に決定が先送りされる可能性がある。というのも、1月25日にギリシャの総選挙の実施が決まり、その結果を待たないと、ギリシャの次期政権の顔ぶれや、政策方針が判断できないためである。

ギリシャ総選挙では野党の SYRIZA が優勢

ギリシャ議会の任期切れはもともと2016年半ばであった。ところが、2014年末に実施した大統領選挙で、与党が推した候補がギリシャ議会に必要な支持(300議員中180議員以上)を得られなかったために、解散・総選挙に追い込まれたのである。各種の世論調査では、早期の解散・総選挙を仕掛けた最大野党の SYRIZA (急進左派連合) が、与党第1党の ND (新民主主義党) をリードしており、政権交代が実現する可能性が高いとみられる¹。SYRIZA は選挙戦では EU や IMF から「押し付けられた」緊縮財政政策を放棄し、リストラされた公務員の再雇用、年金支給金額の引き上げ、増税の撤回などを実行するとしている。また、景気回復を財政健全化に優先させる方針で、EU や IMF からの財政支援の返済に関してその条件を改めて協議したいとしている。SYRIZA がこれまでの財政緊縮政策を完全に覆すのであれば、EU や IMF からの支援は期待できなくなり、その場合、ギリシャに残された道はユーロ圏から離脱して独自通貨を発行し、それを大幅に切り下げて輸出や観光産業の振興を図ることであるとの連想が、年初の「ギリシャのユ

¹ 第1党となった政党には50議席が上乗せされることになっているが、SYRIZAは第1党になっても単独で過半数の議席を獲得するのは難しいと予想されており、第3党以下の政党との連立政権となる可能性が高い。

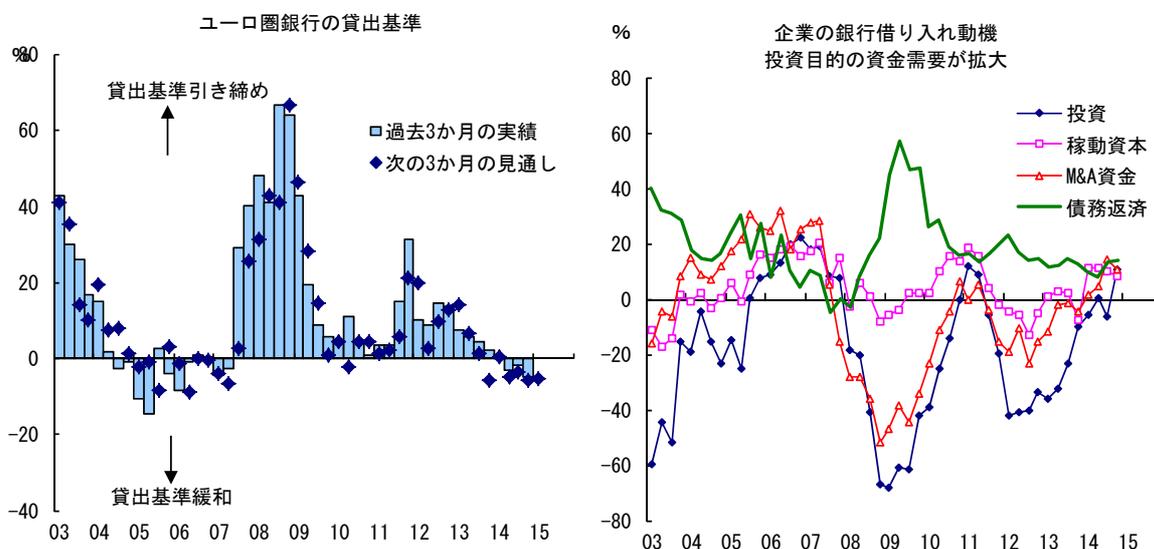
「一円圏離脱懸念」の再燃をもたらした。

ただし、実際のところ SYRIZA はユーロ圏にとどまることを望んでいるため、政権奪取に成功した場合には、2月に予想される EU、IMF との財政再建計画の再交渉において、選挙戦で主張してきたよりは現実的な路線へと軌道修正する可能性が高いと考えられる。一方、EU 側では一部にギリシャのユーロ圏からの退場を促すべきとの意見がないわけではないが、EU に懐疑的な政治勢力が各国で支持を高めつつある中で、EU 統合の最初の失敗例をここで出たくはないであろう。ギリシャ新政府と EU、IMF との再交渉においては、ギリシャが求めている債務返済負担の軽減に関して、EU、IMF がどこまで容認できるかが焦点となろう。なお、欧州委員会関係者の話として、債務返済期限の延長（現在は平均 30 年に延ばされているが、これを例えば平均 50 年に延ばす）、利払い負担の軽減であれば受け入れ可能と情報が伝えられている。

ECB の金融緩和政策の効果とは

ECB の国債購入プログラム採用の決定は、ドイツ連銀の反対を押し切って決定される可能性が高いだろう。ドイツ連銀が反対している理由は、ECB が国債を購入することが、ユーロ圏各国の財政健全化に向けたインセンティブを削ぐ効果を持ちかねないということである。また、すでに過去最低水準にあるドイツ国債利回りを低下させることに意味があるのか、国債利回りが低下しても肝心の企業向け融資拡大につながらないのではないかとといった批判がドイツでは優勢である。確かに ECB の金融政策では企業向け融資を直接促すことはできず、とりわけ国債購入がユーロ圏の景気回復やインフレ率上昇にどのように貢献するのかわかりにくい。ただ、ECB の継続的な金融緩和政策は、ユーロ圏の銀行の貸出スタンスの緩和に効果を上げつつある。最新の 2014 年 Q4 の銀行貸出サーベイでは、さらに企業の資金需要の中で、回復が遅れていた投資向けの資金の需要が拡大に転じてきたことが示された。また、ECB の金融緩和への期待からドイツの主要株価指数である DAX 指数は 1 月に改めて最高値を更新した。

図表 1 ECB の銀行貸出サーベイでは貸出スタンスの緩和傾向が継続



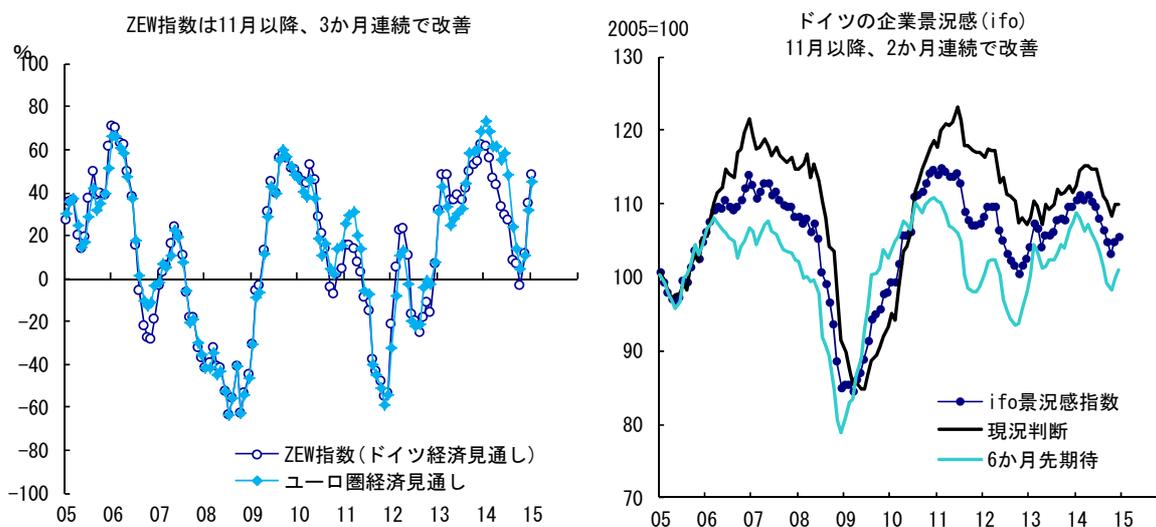
(出所) ECB データより大和総研作成

加えて、2014 年半ば以降、ECB が一段と金融緩和に踏み込んだことを受けて、ユーロ安に転じてきており、これが景況感の改善に寄与しつつある。その最初の事例がドイツで見られる。

景気停滞を脱しつつあると見込まれるドイツ経済

ドイツの 6 か月先の景気見通しをアナリストや機関投資家といったマーケット関係者に聞いて作成される ZEW 指数は、2014 年 11 月に反転したあと、1 月まで 3 か月連続で改善した。この 1 月はギリシャのユーロ圏離脱懸念で幕を開け、続いてパリの新聞社の襲撃事件、反イスラム運動とそれに抗議するデモの応酬、スイス中銀の為替政策の急転換に伴うスイスフラン暴騰、ウクライナでの停戦合意の頓挫懸念など、さまざまなリスク材料が表面化した。それにもかかわらず、ドイツ及びユーロ圏の景気見通しが揃って大きく改善したのである。金融緩和でユーロ安となったことが、原油価格下落と相まって、景気見通しの改善をもたらしていると考えられる。ZEW 指数はマーケット関係者の景況感であり、企業景況感である ifo 景況感指数に比べ期待が先行し、変動が大きくなる特徴がある。とはいえ、ドイツで最も注目度の高い ifo 景況感指数も 11 月、12 月と連続して改善し、持ち直す動きが見られる。

図表 2 ドイツの景況感は 2014 年 11 月に反転



(出所) ZEW 経済研究所、ifo 経済研究所データより大和総研作成

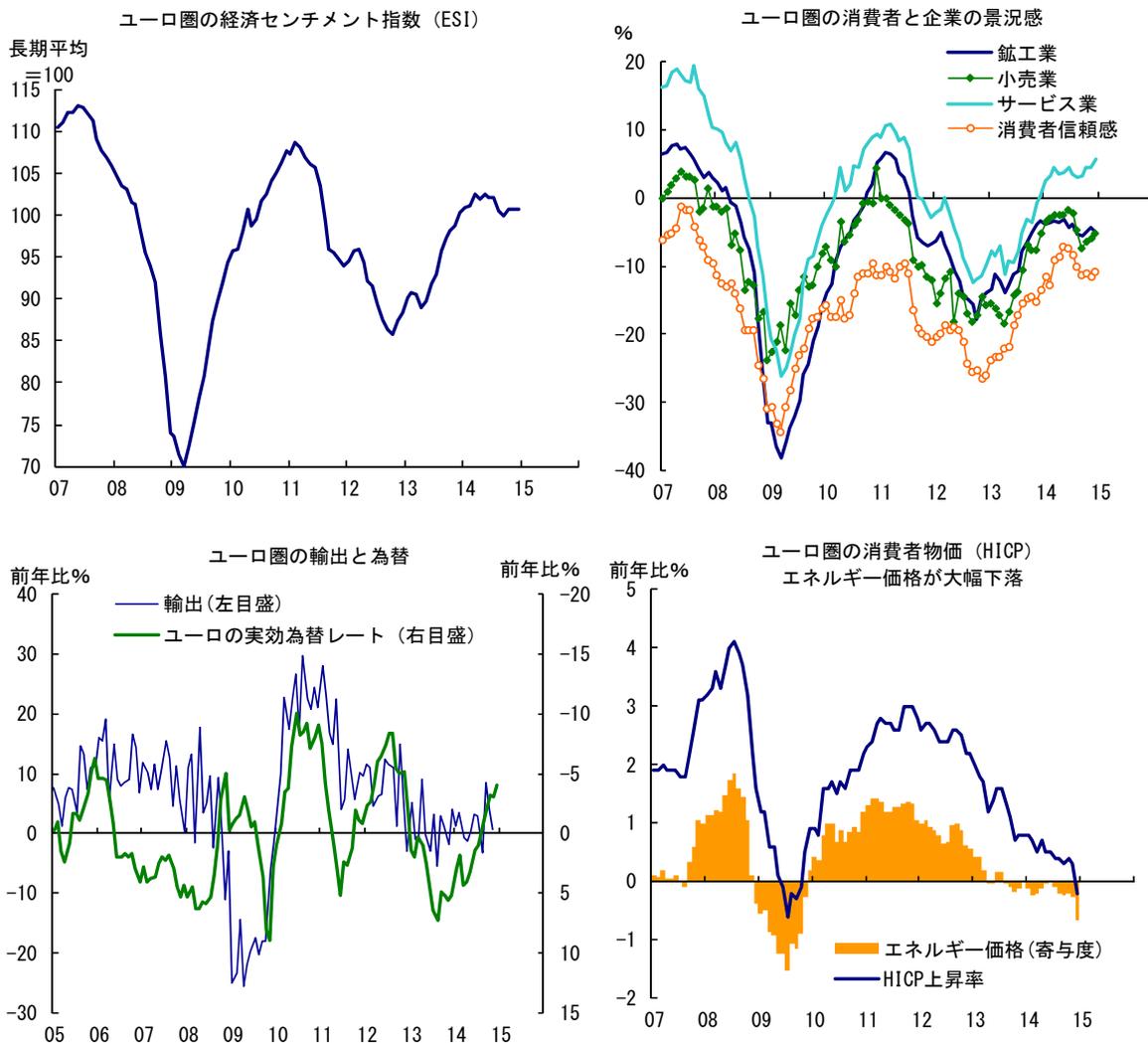
ところで、ユーロ圏各国の 2014 年 10-12 月期の GDP 統計は未発表だが、ドイツの 2014 年通年の GDP 統計の速報値が一足先に発表された。成長率は +1.5% で、2014 年半ばまで予想されていた +2.0% には届かなかったものの、年末の下方修正後の +1.3% 予想よりは高い伸びとなった。内訳は個人消費が +1.1%、政府消費 +1.0%、設備投資 +3.7%、建設投資 +3.4%、輸出 +3.7%、輸入 +3.3% といずれの項目も堅調な伸びを記録した。2014 年のドイツは年半ばから景気が失速状態にあり、それがフランス、イタリアの景気低迷と相まって、ユーロ圏の景気停滞を強く印象付けることになった。しかしながら、ZEW と ifo 景況感指数は 2014 年秋にこの景気停滞が底打ちしたことを示唆していると考えられる。

ユーロ圏全体の景況感改善につながるか注目

ユーロ圏全体の景況感指数は、2014年初めまで改善したあと、年央に悪化し、年末は横ばい推移となって、景気の前向き性が読み取れなくなっていた。ただし、金利低下、ユーロ安、原油安のプラス効果に加えて、ユーロ圏経済を牽引する力を持つドイツ経済の回復により、2015年には持ち直しの動きが出てくるのではないかと見込まれる。

ユーロ圏の経済成長率は2014年の+0.8%（推定値）に続いて、2015年も+0.9%と低成長にとどまると予想される。ただし、2014年後半の景気停滞局面から、2015年には徐々に回復感が強まり、年末にかけて成長率が加速してくる展開が予想される。

図表3 ユーロ安、原油価格下落はユーロ圏の景況感改善に貢献するか



(出所) 欧州委員会、Eurostat、ECB データより大和総研作成

英国経済

英国の 2014 年の成長率は+2.6%と推測される。2013 年 1-3 月期以降の GDP データが昨年 12 月末に総じて下方修正され、その結果、2014 年通年の成長率は従来予想していた+3.0%には届かない見通しとなった。それでも欧州先進国の中では例外的に堅調な成長率である。

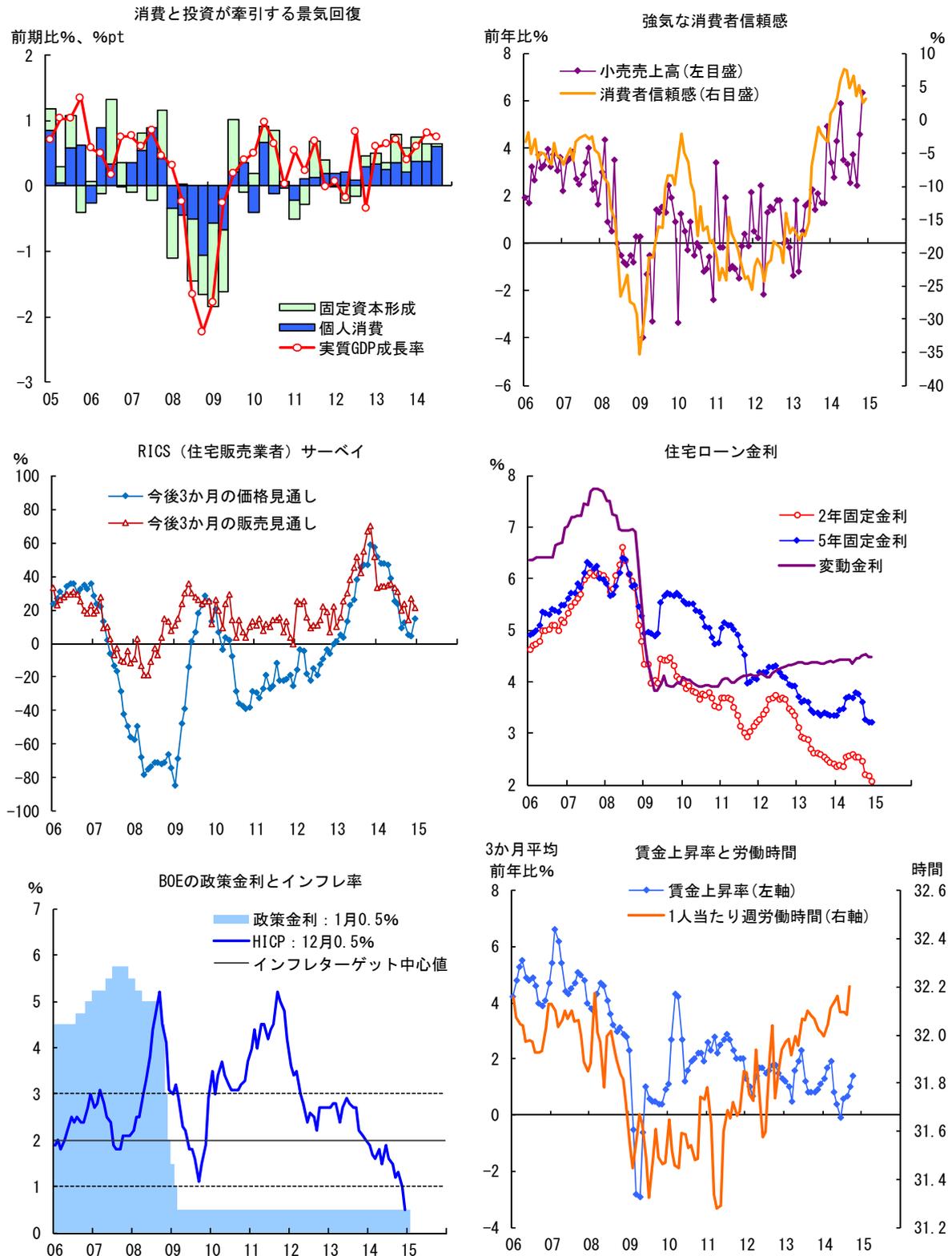
これに続く 2015 年の英国経済は+2.3%の成長を予想している。引き続き個人消費が牽引する景気拡大となろう。就業者数増加を背景に消費者信頼感は 2014 年末まで強気水準を維持しており、小売売上高も 11 月まで高い伸びを記録している。政府の住宅取得奨励措置が縮小されたことを受けて、2014 年は住宅取引が伸び悩み、住宅価格の上昇ペースも年半ば以降は鈍化した。住宅販売業者の景況感は年末にやや持ち直す動きが出てきている。これは 2014 年秋以降、住宅ローン金利が改めて低下したことが追い風になっていると考えられる。

さらに、最近の原油価格の大幅下落が個人消費を後押しすると予想される。すでに 12 月のガソリン価格は前年比-10.5%と大幅下落したが、1 月に入って大手ガス会社が相次いでガス料金の値引きを発表しており、原油価格下落による家計の負担減の効果がさらに浸透してくると見込まれる。なお、英国は欧州では数少ない原油産出国であり、大手石油資源会社も複数存在している。このため、原油価格急落は売上減少、原油在庫の評価損計上などを通じてこれら企業の業績にマイナス要因となる。ただし、英国の原油・原油精製品の輸出入は 2005 年以降、輸入超過に転じており、経済全体に対する効果としては個人消費へのプラス効果の方が上回ると予想される。

ところで、12 月の消費者物価上昇率は前年比+0.5%と過去 20 年で最低の水準に低下した。ガソリン価格の大幅下落が効いているが、食品価格も同-1.9%と下落している。BOE（英中銀）のインフレ・ターゲットの下限である前年比+1.0%を下回るのは、BOE がインフレ・ターゲットを採用してから初めてのことである。原油価格の下落が継続する中で、消費者や企業の物価見通しは低下傾向にあり、少なくとも年央まで同 1%を下回る低インフレが継続するとみている。

つまるところ、BOE にとって利上げを急ぐ理由は目下のところないわけだが、消費主導の景気回復がすでに 2 年近く継続している英国では、金融政策の次の一手は利上げになると予想される。そのタイミングを決める鍵を握っているのは賃金上昇率である。英国の失業率は 2014 年後半に 6.0%に低下して、金融危機前の 5%台の回復まであと一歩に迫っているが、これに比べると賃金上昇率が伸び悩んでいたのが 2014 年の英国経済の特徴であった。ただ、雇用市場の需給逼迫を示す指標と考えられる一人あたりの週労働時間が 2014 年末にかけて一段と長期化してきており、賃金上昇率との乖離が拡大している。週労働時間が金融危機前の水準を上回りつつあることを踏まえると、そろそろこれが賃金上昇率の加速につながってくるタイミングではないかと考えられる。賃金上昇率が加速し、安定的に前年比+3%を上回ってくるようになれば、BOE の金融政策委員会で利上げ支持派が増えてくると予想される。

図表4 英国経済：賃金上昇率の動向に注目



(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、RICS、欧州委員会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

	2014					2015					2016
	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率											
国内総生産	1.3%	0.3%	0.6%	0.4%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	0.9%	1.3%
民間消費支出	0.6%	1.1%	1.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
政府消費支出	0.5%	1.1%	1.2%	0.4%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
総固定資本形成	1.2%	-2.6%	-1.2%	-1.6%	0.5%	-0.8%	1.6%	2.4%	2.8%	-0.0%	2.0%
輸出等	1.6%	5.6%	5.3%	2.4%	3.6%	3.2%	4.1%	4.5%	4.9%	3.9%	4.6%
輸入等	1.6%	5.3%	5.8%	2.8%	3.6%	2.6%	4.3%	4.5%	5.3%	3.9%	4.8%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%	0.8%	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	0.9%	1.3%
民間消費支出	0.5%	0.7%	1.0%	1.1%	0.8%	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
政府消費支出	0.8%	0.9%	1.1%	0.8%	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
総固定資本形成	2.2%	0.9%	0.0%	-1.0%	0.5%	-1.5%	-0.5%	0.4%	1.5%	-0.0%	2.0%
輸出等	3.6%	3.3%	3.9%	3.7%	3.6%	4.1%	3.8%	3.5%	4.2%	3.9%	4.6%
輸入等	3.5%	3.5%	3.3%	3.8%	3.6%	4.1%	3.9%	3.5%	4.2%	3.9%	4.8%
鉱工業生産 (除建設)	1.5%	0.8%	0.5%	0.3%	0.8%	0.7%	0.9%	1.3%	1.4%	1.1%	1.2%
実質小売売上高	1.0%	1.3%	1.0%	1.6%	1.2%	1.6%	1.7%	1.7%	1.2%	1.5%	1.4%
消費者物価	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.8%
生産者物価	-1.5%	-1.1%	-1.2%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	-1.1%	-0.8%	-0.2%	-0.9%	0.6%
失業率	11.8%	11.6%	11.5%	11.5%	11.6%	11.5%	11.4%	11.4%	11.3%	11.4%	11.1%
10億ユーロ											
貿易収支	52.4	58.2	57.0	52.0	219.5	51.0	46.0	44.0	40.0	181.0	125.0
経常収支	59.2	60.2	70.9	59.1	249.4	54.1	53.2	47.2	39.2	193.8	118.5
財政収支					-254					-236	-211
独 国債10年物(期中平均)	1.69%	1.43%	1.07%	0.77%	1.23%	0.50%	0.54%	0.67%	0.75%	0.62%	1.00%
独 国債2年物(期中平均)	0.15%	0.10%	-0.01%	-0.05%	0.05%	-0.10%	-0.09%	-0.05%	-0.03%	-0.07%	0.04%
欧 政策金利(末値)	0.25%	0.15%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%

(注) 2014年Q3まで実績値(消費者物価と金利は同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

	2014					2015					2016
	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率											
国内総生産	2.5%	3.3%	3.0%	3.0%	2.6%	1.9%	2.0%	1.9%	1.8%	2.3%	2.1%
民間消費支出	2.4%	2.3%	3.9%	3.0%	2.3%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.8%	2.4%
政府消費支出	0.9%	5.7%	1.2%	1.6%	1.6%	3.6%	2.4%	1.6%	0.8%	2.4%	1.4%
総固定資本形成	8.9%	6.7%	0.6%	2.8%	7.0%	-0.8%	0.8%	1.2%	2.0%	1.2%	2.2%
輸出等	2.4%	-3.1%	2.6%	-0.8%	-1.4%	0.8%	2.4%	2.8%	3.2%	1.2%	3.5%
輸入等	1.7%	-6.7%	5.2%	-1.6%	0.4%	-0.4%	1.6%	2.4%	2.8%	0.6%	3.2%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	2.4%	2.6%	2.6%	2.9%	2.6%	2.8%	2.5%	2.2%	1.9%	2.3%	2.1%
民間消費支出	1.9%	2.0%	2.5%	2.9%	2.3%	3.0%	3.0%	2.6%	2.5%	2.8%	2.4%
政府消費支出	0.0%	2.1%	1.9%	2.3%	1.6%	3.0%	2.2%	2.3%	2.1%	2.4%	1.4%
総固定資本形成	7.9%	9.1%	6.4%	4.7%	7.0%	2.3%	0.8%	1.0%	0.8%	1.2%	2.2%
輸出等	0.3%	-4.9%	-0.9%	0.2%	-1.4%	-0.2%	1.2%	1.3%	2.3%	1.2%	3.5%
輸入等	4.7%	-0.9%	-1.4%	-0.4%	0.4%	-1.0%	1.2%	0.5%	1.6%	0.6%	3.2%
鉱工業生産	2.3%	1.8%	1.2%	0.9%	1.5%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
実質小売売上高	3.5%	4.2%	2.9%	5.0%	3.9%	3.9%	3.0%	2.9%	2.1%	3.0%	2.6%
消費者物価	1.8%	1.7%	1.5%	0.9%	1.5%	0.5%	0.6%	0.9%	1.5%	0.9%	1.8%
生産者物価(出荷価格)	0.6%	0.4%	-0.3%	-0.6%	0.0%	-1.0%	-0.9%	-0.4%	0.7%	-0.4%	1.2%
失業率	6.8%	6.3%	6.0%	5.9%	6.3%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.7%	5.5%
10億英ポンド											
貿易収支	-29.3	-30.1	-31.9	-27.6	-118.9	-30.0	-30.9	-32.8	-27.8	-121.5	-122.7
経常収支	-22.5	-24.3	-27.0	-21.1	-94.9	-21.6	-19.6	-23.5	-18.6	-83.3	-86.7
財政収支	-8.9	-30.7	-20.0		-89.7					-75.1	-68.9
国債10年物(期中平均)	2.78%	2.67%	2.52%	2.07%	2.51%	1.64%	1.83%	1.93%	1.98%	1.85%	2.25%
国債2年物(期中平均)	0.56%	0.72%	0.82%	0.59%	0.68%	0.46%	0.52%	0.67%	0.75%	0.60%	1.10%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.25%

(注) 2014年Q3まで実績値(物価と金利は同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