

2015年2月20日 全8頁

# 欧州経済見通し 追い風を無駄にするなかれ

## 原油安とユーロ安に加え、ECBが量的緩和策の実施を決定

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2014年10-12月期GDP成長率は前期比+0.3%に加速し、2014年年央の景気停滞を抜け出しつつある。2014年通年では+0.9%と3年ぶりのプラス成長となった。10-12月期の成長率押し上げに貢献したのはドイツとスペインで、共に前期比+0.7%に成長率が加速した。他方でフランス（同+0.1%）、イタリア（同横ばい）は停滞しているが、マイナス成長は免れた。需要項目別の内訳は未発表だが、原油安とユーロ安を追い風に、個人消費と輸出が伸びたと推測される。
- 1月22日にECBは国債購入を通じた量的緩和策の導入を決めた。1月25日のギリシャ総選挙の直前に決定されたこの追加緩和策は、ギリシャ新政権とEUが財政支援の継続の是非をめぐって対立し、ギリシャ不安が再燃する中で、ギリシャ以外のユーロ圏各国の国債利回りが高騰することを防いでいる。さまざまな追い風を得て、ユーロ圏景況感はこちら数ヵ月改善傾向にあるため、ユーロ圏の2015年の成長率は+1.1%と低成長ながら回復を続けると予想する。ただし、ギリシャ問題に加え、ウクライナ・ロシア問題など解決に時間がかかり、景気下振れ要因となりうる材料は少なくない。
- 英国の2014年の成長率は+2.6%となり、リーマン・ショック以前の2007年以来7年ぶりの高い伸びとなった。失業率が低下傾向にあることに加え、物価低下で実質賃金上昇率が6年ぶりにプラスの伸びに転じたことを追い風に、2015年も個人消費を牽引役として+2.3%の経済成長が予想される。なお、1月の消費者物価上昇率は原油価格下落が主因となって前年比+0.3%に低下し、年央までにこれがマイナスの伸びとなる可能性も否定できない。BOE（英中銀）は年内については政策金利を据え置く可能性が高まったと予想される。

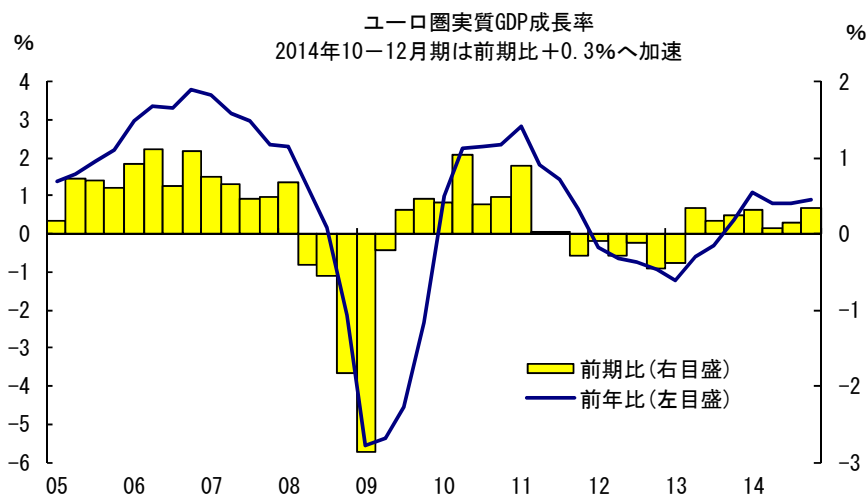
## ユーロ圏経済

### 2014年10-12月期のGDP成長率は予想を上振れ

ユーロ圏の10-12月期GDP成長率は前期比+0.3%（前期比年率+1.4%）と予想を上振れし、7-9月期の同+0.2%（同+0.6%）から加速した。なお、2014年の成長率は+0.9%となり、2012年-0.7%、2013年-0.5%と2年続いたマイナス成長をようやく脱した。

加盟国別の10-12月期GDP成長率は、経済規模1位のドイツと4位のスペインが共に前期比+0.7%と高い伸びを記録したほか、5位のオランダも同+0.5%に加速してユーロ圏の成長率を押し上げた。他方で2位のフランスは同+0.1%、3位のイタリアは同横ばいと伸び悩んだが、両国ともマイナス成長は免れた。

図表1 ユーロ圏のGDP成長率



ユーロ圏加盟国（18カ国ベース）の実質GDP成長率

	ユーロ圏 GDP比% 2013	前期比%				前年比%			
		2014				2014			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
ユーロ圏18カ国	100.0	0.3	0.1	0.2	<b>0.3</b>	1.1	0.8	0.8	<b>0.9</b>
ドイツ	28.1	0.8	-0.1	0.1	<b>0.7</b>	2.3	1.4	1.2	<b>1.5</b>
フランス	21.5	0.0	-0.1	0.3	<b>0.1</b>	0.8	0.0	0.4	<b>0.2</b>
イタリア	16.2	0.0	-0.2	-0.1	<b>0.0</b>	-0.3	-0.4	-0.4	<b>-0.3</b>
スペイン	10.9	0.3	0.5	0.5	<b>0.7</b>	0.7	1.3	1.6	<b>2.0</b>
オランダ	6.6	-0.3	0.6	0.2	<b>0.5</b>	0.0	1.1	1.0	<b>1.0</b>
ベルギー	3.9	0.4	0.1	0.3	<b>0.1</b>	1.2	1.0	1.0	<b>0.9</b>
オーストリア	3.2	0.0	0.0	-0.1	<b>0.1</b>	0.8	0.5	0.2	<b>0.0</b>
フィンランド	2.0	-0.4	0.4	0.2	<b>-0.3</b>	-0.2	0.1	0.0	<b>-0.1</b>
ギリシャ	1.9	0.7	0.3	0.7	<b>-0.2</b>	-0.4	0.4	1.6	<b>1.7</b>
アイルランド	1.8	2.8	1.1	0.1	<b>N/A</b>	5.1	6.2	3.6	<b>N/A</b>
ポルトガル	1.8	-0.4	0.3	0.3	<b>0.5</b>	1.0	0.9	1.1	<b>0.7</b>
スロバキア	0.8	0.6	0.6	0.6	<b>0.6</b>	2.3	2.4	2.5	<b>2.4</b>
ルクセンブルク	0.4	1.0	0.5	2.3	<b>N/A</b>	2.5	1.3	3.8	<b>N/A</b>
スロベニア	0.4	0.1	1.1	0.7	<b>N/A</b>	1.9	2.8	3.1	<b>N/A</b>
ラトビア	0.2	0.2	0.8	0.5	<b>0.4</b>	2.3	3.3	2.4	<b>2.4</b>
キプロス	0.2	-0.5	-0.4	-0.3	<b>-0.7</b>	-3.5	-2.1	-1.8	<b>-1.9</b>
エストニア	0.2	0.1	0.9	0.4	<b>1.1</b>	0.4	2.4	2.3	<b>2.6</b>
マルタ	0.1	0.9	1.3	0.8	<b>N/A</b>	3.5	3.1	4.0	<b>N/A</b>

(注) ユーロ圏は2015年1月にリトアニアが加入して19カ国となっているが、ここでは18カ国ベース

(出所) Eurostat データより大和総研作成

需要項目別の GDP 統計が発表されているのは、まだフランスとオランダに限られているが、ユーロ圏の 10-12 月期の経済成長を牽引したのは、第一に個人消費と推測される。ユーロ圏の 10-12 月期の小売売上高は前期比+0.8%と堅調に伸びた。一方、固定資本形成は 2 四半期連続の前期比マイナスの伸びのあと、10-12 月期は若干ながらプラスの伸びに転じたと推測される。オランダの 10-12 月期の固定資本形成は、建設投資が牽引して前期比+2.7%と高い伸びとなった。また、ドイツの需要項目別の GDP 統計は 2 月 24 日に発表予定だが、ドイツ統計局の 2 月 13 日のプレスリリースでは、10-12 月期は個人消費が力強く拡大したことに加えて、固定資本形成も持ち直したとコメントされている。なお、外需寄与度はフランスでは前期比+0.4%ポイント、オランダでは同+0.1%ポイントとそれぞれプラス寄与になった。ドイツでは外需の寄与はごく限定的だったとされるが、輸出と輸入はそろって前期比で大幅に伸びが加速したとされている。

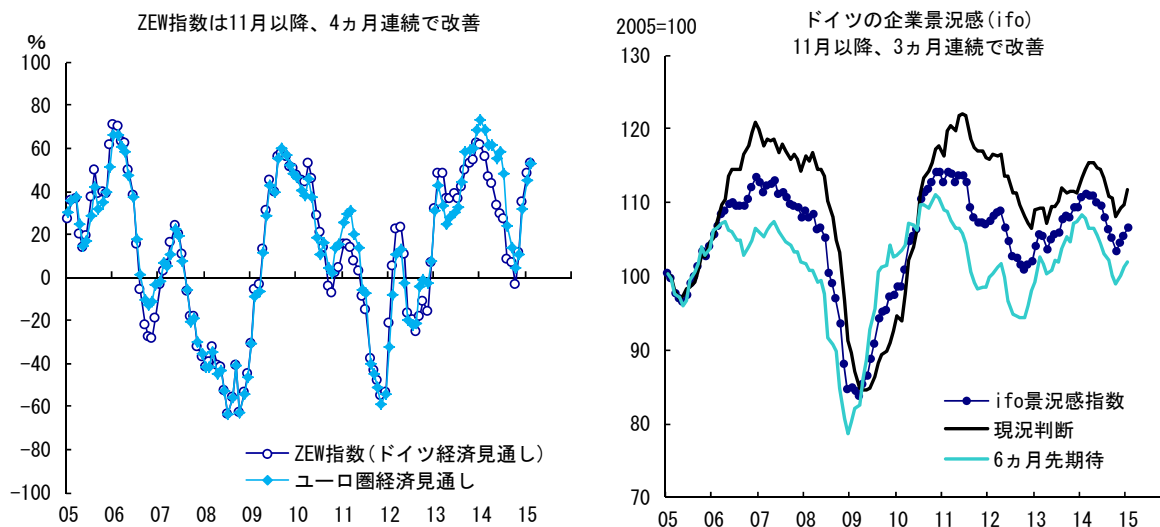
### さまざまな「追い風」を得て景況感が改善

10-12 月期のユーロ圏の GDP 成長率が予想よりも高い伸びとなったのは、さまざまな追い風が吹いており、そのプラスの影響が予想していたより早く顕在化してきたためと考えられる。追い風の筆頭は原油価格下落とユーロ安である。このうち原油価格下落は、まずはガソリン、暖房費などエネルギー価格の下落を通じて家計の実質的な購買力を高める効果がある。また、輸送費、原材料価格の下落を通じて企業のマージン改善にも貢献する。原油価格の下落傾向が鮮明となった 2014 年末以降、ユーロ圏の消費者信頼感が改善に転じており、中でもスペイン、イタリア、ギリシャで改善が目立つ。また、フランスでも 1 月に約 1 年ぶりの高水準となった。これらの国々では雇用改善が遅れており、例えば英国や米国のように雇用改善が消費者信頼感改善をもたらすことはなかなか期待できない。そのような国々にとって、原油価格下落による消費者マインドの改善は思いがけないプラス効果である。

また、ECB の金融緩和策により 2014 年半ばからユーロ安が進行してきたが、これが輸出持ち直しに貢献しつつある。12 月のユーロ圏の輸出は前年比+8.1%に加速した。ロシア向けの輸出は引き続き大幅に落ち込んでいるものの、米国と中国向けの輸出の伸びが持ち直した効果が大きい。他方で輸入は鉱物エネルギー資源の輸入が落ち込んでいる影響で同+1.0%の伸びにとどまり、その結果、貿易収支の黒字は一段と拡大した。

この環境下で消費者だけでなく、企業の景況感も改善傾向にある。11 月に改善に転じたドイツの ifo 企業景況感は、1 月まで 3 ヶ月連続で前月比改善している。また、その先行指標と目される ZEW 指数は 2 月も改善して、これで 4 ヶ月連続の改善となった。ZEW 指数はファンドマネージャーやアナリストなど市場関係者を対象に、ドイツの 6 ヶ月先の景気見通しを聞いている。ここ 1 ヶ月の金融市場は 1 月 25 日のギリシャの総選挙と SYRIZA (急進左派連合) を中心とする新政権誕生を受けて、ギリシャ発の債務不安が再燃するのではないかと懸念が浮上しているのだが、その中で、ドイツ経済及びユーロ圏経済の 6 ヶ月先の見通しは改善傾向を維持した。

図表2 マーケットと企業の景況感が改善



(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

### ついに国債購入による量的緩和策実施を決めた ECB

2010年から2012年にかけてユーロ圏の金融市場を大きな混乱に陥れた「ギリシャ危機」が再来する可能性が出てきている中で、ユーロ圏の金融市場が不安定にはなっているものの、大きく崩れていない理由はいくつか考えられる。2010年当時と異なり、ギリシャ国債が安全資産との認識はなく、民間部門での保有は大幅に縮小していること、ESM（欧州安定メカニズム）、銀行同盟、OMT（ECBによる国債買取プログラム）など、大手銀行の経営破綻やそれに伴う国家財政の危機に備えたセーフティーネット作りが進んでいること、また、ユーロ圏各国の財政状況が改善していることなどである。

これに加えて、ECBによる追加金融緩和が実に効果的なタイミングで発表された。1月22日のECB金融政策理事会で、ECBはついに国債購入を通じた量的緩和策の採用を決定した。開始時期は3月で、少なくとも2016年9月まで継続される。資産買取額はユーロ圏加盟各国の国債を中心に月額600億ユーロとされており、焦点であった国債購入の配分比率は各国中央銀行のECBに対する出資比率に決まった。なお、資産買取額の20%に関しては、そのリスクはECB全体で共有されるものの、残りの80%は各国中銀がおのおの購入した金融資産のリスクを負うことになった。また、1証券につき発行済み残高の25%、1発行体につき同33%という買取上限が設定されたが、この措置によってギリシャ国債の買取は「早くても（ECBが保有するギリシャ国債が償還を迎える）夏以降」とされた。すなわちギリシャ以外の国債に関しては、ECBという買い手が少なくとも今後1年半約束されていることになったわけである。ギリシャ総選挙の3日前のこの決定により、ギリシャ懸念が再浮上した中でも、国債利回りの急上昇はギリシャ国債に限定されている。

他方で、ECB の量的緩和措置がねらっているようなインフレ見通しの低下を食い止め、また、企業向け融資の拡大促進に効果を発揮できるかはまだ見極めは難しい。

ECB が国債購入を通じた量的緩和策の実施を決めたことを受けて、ドイツの 10 年国債利回りは 0.3% 台に低下しているが、周縁国の国債利回りもギリシャを除いて総じて低下傾向にある。この傾向は、ECB が一段の金融緩和に踏み込む姿勢を鮮明にした 2014 年 6 月以降、顕著であり、それが各国の貸出金利にも波及しつつある。実は 12 月のユーロ圏銀行の企業向け貸出は 2012 年 4 月以来初めて前月比で増加した。ほぼ 2 年半ぶりに貸出減少が止まった背景には、この貸出金利の低下と、企業景況感の改善が重なった効果があったのではないかと考えられる。ドイツの製造業稼働率は 2014 年 10-12 月期に長期平均を徐々に上回ったあと、続く 1-3 月期にさらに上昇していることが示すように、投資拡大を促す材料が徐々に増えてきていると見受けられる。原油安、ユーロ安という追い風に加え、金利低下、ECB による政策的なバックアップとの追い風を得て、2015 年のユーロ圏経済は +1.1% の経済成長を達成できると予想する。1-12 月期の経済成長率が予想を上振れしたことでプラスのゲタをはいたこと、また原油安による消費押し上げ効果が素直に出てきていると見受けられることから、前回の +0.9% 成長予想を上方修正した。

ただ、2015 年のユーロ圏経済を予想する上では、ギリシャ問題に加え、ウクライナ・ロシア問題など解決に時間がかかり、景気下振れ要因となりうる材料が少なくない。まず、ギリシャ問題に関しては、ギリシャと EU 双方が歩み寄り、財政支援の継続と、ギリシャ経済再建のための条件交渉で合意できるかこの 2 月末に大きな山場を迎える。ECB がギリシャ国債を担保として受け入れる特別措置を停止したことで、ギリシャ政府の資金繰り懸念が高まっており、ギリシャ国債のデフォルトとその後のユーロ圏離脱を懸念して、ギリシャの銀行預金の流出が加速している。この動きがギリシャ政府の強硬姿勢を変化させる誘因になるのではないかと考えているが、ギリシャと EU の交渉が最終的に決裂した場合、これまで落ち着いていた金融市場に大きなショックが生じる可能性を完全には否定できない。一方、ウクライナでは 2 月半ばにドイツ、フランス、ロシアも加えた話し合いで停戦が合意されたが、15 日の停戦開始から 1 週間足らずで早くも暗礁に乗り上げている。



## 英国経済

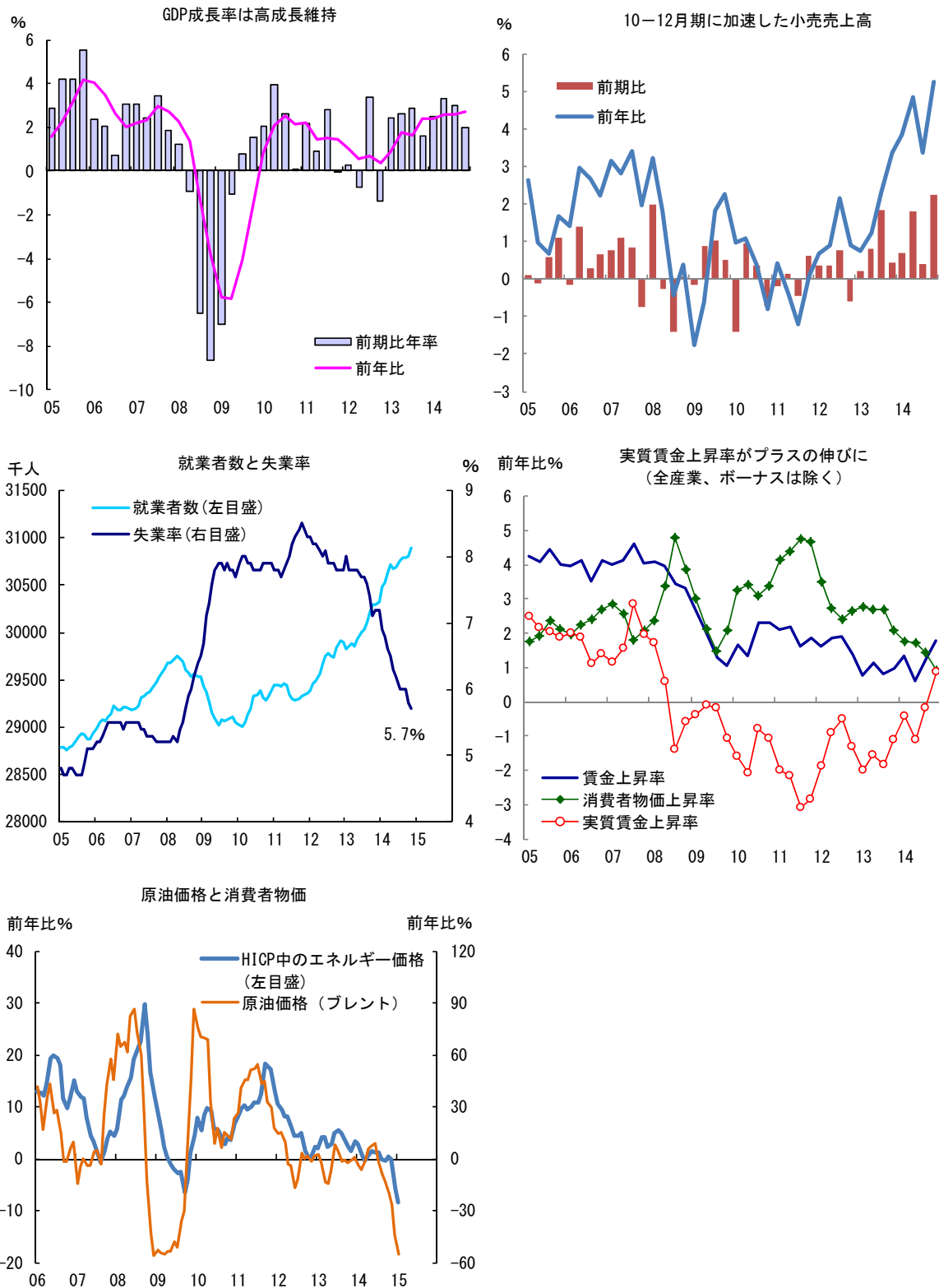
英国の2014年10-12月期GDP成長率は前期比+0.5%（前期比年率+2.0%）で、7-9月期の同+0.7%（同+3.0%）からは減速した。とはいえ、2014年通年では+2.6%成長となり、リーマン・ショック以前の2007年以来7年ぶりの高い成長率となった。

10-12月期の需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、個人消費が引き続き牽引役を果たした一方、建設投資の落ち込みが景気減速要因となったと推測される。10-12月期は失業率が一段と低下したことに加え、実質賃金上昇率が2008年4-6月期以来となる前年比プラスの伸びに転じた。原油価格急落で消費者物価上昇率が低下した効果大きいですが、ここ数ヶ月は賃金上昇率もやや加速する兆しがある。この環境下で10-12月期の小売売上高（ガソリンを除く）は前期比+2.3%と高い伸びを記録した。

一方、2013年以降の景気回復で個人消費と並んで牽引役を務めてきた建設投資は、10-12月期に息切れしたと推測される。生産ベースのGDP統計で、建設業の生産は前期比-1.8%と7四半期ぶりに前期比マイナスとなった。住宅建設の落ち込みが目立つが、背景にはBOE（英中銀）の早期利上げ観測の浮上で住宅ローン金利が2014年半ばに上昇に転じた影響があると考えられる。ただ、その後の利上げ観測の後退で、住宅ローン金利も2014年末以降、再び低下に転じた。住宅販売業者（RICS）のサーベイでは2014年8月以降不振だった新規成約件数が1月に増加に転じており、住宅取引や住宅建設投資の調整は一時的なものであったと考えられる。

BOEの利上げ観測が後退した原因は、消費主導の景気回復が続いているにもかかわらず、消費者物価上昇率の低下傾向が鮮明となったことにあるが、この傾向は2015年に入っても継続している。1月の消費者物価上昇率は12月の前年比+0.5%をさらに下回る同+0.3%となった。その主因はエネルギー価格の急落にあり、12月に同-5.8%、1月に同-8.4%と大幅下落した。また、食品・飲料価格も1月は同-2.5%と下落している。他方で、エネルギー、食品、アルコール、たばこを除いたコア物価上昇率は12月の同+1.3%から1月は同+1.4%と若干ながら加速しているのだが、原油価格急落の影響が今後どのような形で波及するか見極める必要があるだろう。BOEは年内については政策金利を据え置く可能性が高まったと予想される。なお、BOEは2月11日に公表したインフレーション・レポートで、2015年の消費者物価上昇率が一時的にマイナスの伸びとなる可能性があることを認める一方、今後2年間という政策目標期間の中でターゲットである前年比+2.0%に近づくとの予想を示した。また、インフレーション・レポートでは次の一手として利上げだけでなく、利下げの可能性についても言及がされている。個人消費に対して強い追い風が吹いていることを考えると、次の一手は利上げの可能性が高いと予想されるが、景気の強さとインフレ動向をにらみつつ、様子見がしばらく続く予想される。

図表3 英国経済：消費拡大を促す失業率低下、実質賃金上昇、原油安



(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (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

	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%	1.4%	0.9%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%	1.3%
民間消費支出	0.6%	1.1%	1.9%	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%
政府消費支出	0.5%	1.1%	1.2%	0.5%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%
総固定資本形成	1.2%	-2.6%	-1.2%	0.4%	0.6%	0.8%	2.0%	2.8%	2.8%	0.9%	2.1%
輸出等	1.6%	5.6%	5.3%	3.2%	3.7%	4.9%	4.5%	4.1%	4.1%	4.4%	4.2%
輸入等	1.6%	5.3%	5.8%	3.2%	3.6%	4.9%	4.9%	4.5%	4.9%	4.7%	4.6%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.1%	1.3%
民間消費支出	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%	0.9%	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%
政府消費支出	0.8%	0.9%	1.1%	0.8%	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%
総固定資本形成	2.2%	0.9%	0.0%	-0.6%	0.6%	-0.7%	0.5%	1.5%	2.1%	0.9%	2.1%
輸出等	3.6%	3.3%	3.9%	3.9%	3.7%	4.8%	4.5%	4.2%	4.4%	4.4%	4.2%
輸入等	3.5%	3.5%	3.3%	3.9%	3.6%	4.8%	4.7%	4.4%	4.8%	4.7%	4.6%
鉱工業生産 (除建設)	1.4%	0.8%	0.4%	0.1%	0.7%	0.3%	0.5%	1.0%	1.3%	0.8%	1.2%
実質小売売上高	1.0%	1.3%	0.9%	2.0%	1.3%	2.1%	2.0%	1.9%	1.1%	1.8%	1.5%
消費者物価	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.6%	-0.2%	-0.6%	0.7%
生産者物価	-1.5%	-1.1%	-1.2%	-1.5%	-1.3%	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.6%	-1.4%	0.5%
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	52.6	58.1	64.5	66.6	241.8	63.0	57.0	50.0	45.0	215.0	130.0
経常収支	59.0	57.8	66.1	57.3	240.2	58.9	57.8	43.8	38.7	199.2	111.9
財政収支					-255					-217	-191
独 国債10年物(期中平均)	1.69%	1.43%	1.07%	0.77%	1.23%	0.42%	0.38%	0.42%	0.45%	0.42%	0.60%
独 国債2年物(期中平均)	0.15%	0.10%	-0.01%	-0.05%	0.05%	-0.20%	-0.25%	-0.25%	-0.20%	-0.23%	-0.15%
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Q4まで実績値 (GDP内訳は同Q3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%	2.0%	2.6%	2.0%	2.2%	2.1%	1.9%	2.3%	2.1%
民間消費支出	2.4%	2.3%	3.9%	3.6%	2.4%	3.4%	3.2%	2.8%	2.4%	3.3%	2.5%
政府消費支出	0.9%	5.7%	1.2%	1.6%	1.6%	2.8%	2.0%	1.2%	1.2%	2.1%	1.4%
総固定資本形成	8.9%	6.7%	0.6%	-3.6%	6.6%	0.4%	0.8%	2.4%	2.0%	0.5%	2.5%
輸出等	2.4%	-3.1%	2.6%	1.2%	-1.2%	1.6%	2.4%	2.8%	3.2%	1.8%	3.5%
輸入等	1.7%	-6.7%	5.2%	1.6%	0.6%	1.6%	2.4%	2.2%	2.8%	1.8%	3.3%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	2.4%	2.6%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.3%	2.1%	2.1%	2.3%	2.1%
民間消費支出	1.9%	2.0%	2.5%	3.0%	2.4%	3.3%	3.5%	3.3%	3.0%	3.3%	2.5%
政府消費支出	0.0%	2.1%	1.9%	2.3%	1.6%	2.8%	1.9%	1.9%	1.8%	2.1%	1.4%
総固定資本形成	7.9%	9.1%	6.4%	3.0%	6.6%	1.0%	-0.5%	-0.0%	1.4%	0.5%	2.5%
輸出等	0.3%	-4.9%	-0.9%	0.7%	-1.2%	0.6%	2.0%	2.0%	2.5%	1.8%	3.5%
輸入等	4.7%	-0.9%	-1.4%	0.4%	0.6%	0.3%	2.7%	2.0%	2.3%	1.8%	3.3%
鉱工業生産	2.2%	1.8%	1.0%	0.8%	1.4%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
実質小売売上高	3.5%	4.2%	2.8%	5.0%	3.9%	4.1%	3.2%	3.0%	2.1%	3.1%	2.6%
消費者物価	1.8%	1.7%	1.5%	0.9%	1.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.3%	1.5%
生産者物価 (出荷価格)	-5.0%	-4.6%	-7.5%	-9.3%	-6.6%	-6.5%	-5.1%	-1.8%	2.2%	-2.9%	1.1%
失業率	6.8%	6.3%	6.0%	5.7%	6.2%	5.7%	5.6%	5.4%	5.4%	5.5%	5.4%
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		-89.6					-74.6	-68.3
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%	0.50%	0.50%	1.00%

(注) 2014年Q4まで実績値 (GDP内訳と貿易・経常収支は同Q3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