

2015年3月20日 全9頁

欧州経済見通し ECBの金融緩和の有効性

マインドは改善してきたが、実体経済の回復は道半ば

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

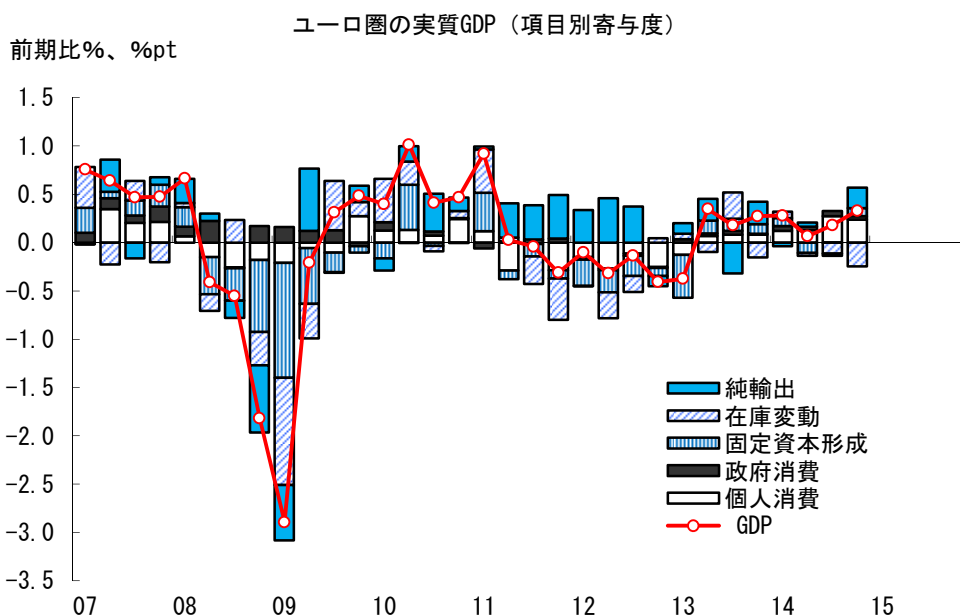
- ユーロ圏の2014年10-12月期のGDP成長率は前期比+0.3%に加速した。内需（個人消費と固定資本形成）と外需が揃って改善しており、唯一、在庫変動が成長率の押し下げ要因となった。原油安、金利低下、ユーロ安が、景気回復の追い風になったと考えられる。消費者と企業の景況感は2015年に入っても改善傾向にあり、ユーロ圏は緩やかな景気回復を続けると見込まれる。2015年の成長率予想を+1.1%から+1.3%に上方修正した。
- 金利低下とユーロ安はECBの一連の金融緩和策によってもたらされている。そのECBは1月22日にPSPP（国債等公的部門の債券買取を通じた量的緩和策）の導入を決め、3月9日に資産買取を開始した。今後はこのECBの資産買取が順調に進むか、金利低下、ポートフォリオ・リバランスなど期待された変化をもたらすか、景気回復を後押しして最終目標である「中期的に安定的な物価上昇」の実現に貢献できるかが注目点となる。3月5日公表のECBスタッフによる景気見通しでは、2015年の消費者物価上昇率が0%に下方修正された一方、2016年は+1.5%、2017年は+1.8%とかなり強気な予想になっている。その前提として2015年~2017年のGDP成長率が+1.5%、+1.9%、+2.1%と加速する予想となっているが、この実現には金融政策だけでは力不足と考える。
- 英国の2014年10-12月期のGDP成長率は前期比+0.5%となり、7-9月期の同+0.7%から減速した。個人消費と政府消費の伸び率が鈍化し、固定資本形成は前期比マイナス成長に転落するなど内需の弱さが目立った一方、輸出は前期比+3.5%と力強く拡大し、純輸出が成長率押し上げに最大の貢献を果たした。これは英国経済としてはかなり珍しい景気回復パターンだが、2015年は原油価格下落、実質賃金上昇率の伸び加速を追い風として、再び消費主導の景気回復パターンに戻ると予想される。

ユーロ圏経済

2014年10-12月期は消費と投資がそろって回復

ユーロ圏の10-12月期のGDP成長率は前期比+0.3%（前期比年率+1.3%）と7-9月期の同+0.2%（同+0.7%）からやや加速し、7四半期連続で前期比プラス成長となった。需要項目に注目すると、個人消費が前期比+0.4%となり、7-9月期の同+0.5%に続いて景気回復の主役となっている。また、内需のもう一つの柱である固定資本形成も前期比+0.4%となり、2四半期続いた前期比マイナス成長からプラス成長に転じた。なお、輸出は前期比+0.8%と7-9月期の同+1.5%から伸び率が鈍化したが、輸入も同+1.7%から同+0.4%へ減速したため、純輸出寄与度は同+0.2%ポイントと成長率押し上げに貢献した。10-12月期の成長率が7-9月期と比べて加速したのは、この純輸出寄与度がプラスに転じたおかげである。このように10-12月期は内外需が揃って景気回復に貢献したのだが、在庫変動のみ前期比寄与度が-0.2%ポイントと景気回復の足を引っ張った。

図表1 2014年後半のユーロ圏経済を牽引したのは個人消費



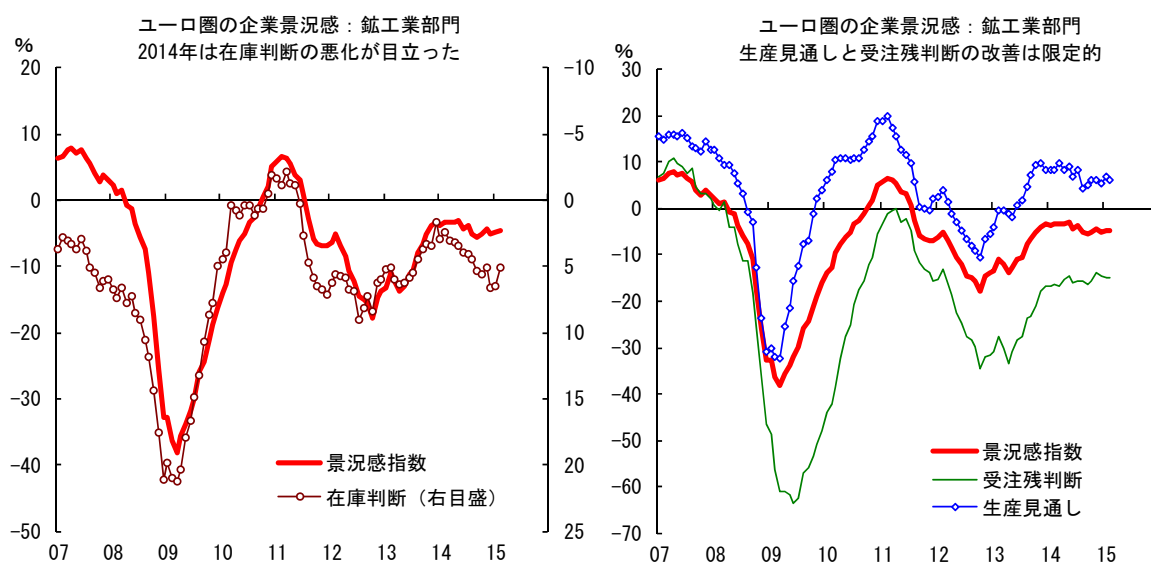
（注）ユーロ圏は2015年1月にリトアニアが加入して19カ国となっているが、ここでは18カ国ベース
（出所）Eurostat データより大和総研作成

在庫調整が進展し、在庫判断に改善の兆し

在庫変動は2014年4-6月期以降、3四半期連続で経済成長にマイナス寄与となったが、在庫に対する過剰感が高まって在庫調整が必要となっていたことは、鉱工業部門の景況感調査でも確認できる。欧州委員会サーベイの中の鉱工業部門の景況感は、2012年10月に底打ちして2014年初めまで改善傾向にあったが、その後は小幅な一進一退を繰り返した。この景況感改善を阻んだのが、在庫判断の悪化である。ECBのOMTによりユーロ圏の財政懸念国の国債利回りが低下に転じ、これを好感して企業景況感も2012年末に改善に転じたのだが、実際の需要回復は期待には届かず、2014年に入って在庫調整を余儀なくされた。

その在庫判断が2015年2月に改善の兆しをみせている。1ヵ月の変化だけで判断を下すのは時期尚早だが、在庫調整が一段落した可能性がある。ユーロ圏の鉱工業部門の景況感調査ではまだ生産見通しや受注関連の指標では明確な改善がみられない。ただ、ユーロ圏の中で景気回復が先行しているドイツにおいて、最も注目度の高い企業景況感指数であるifo景況感指数が2014年11月から4ヵ月連続して改善している。ECBのPSPP導入決定（本格的な量的緩和策への転換）により2月から3月にかけて一段とユーロ安が進んでいるが、これは輸出見通しを好転させる材料であるため、企業景況感の改善傾向は継続すると予想される。

図表2 鉱工業部門の在庫判断が2015年2月に改善



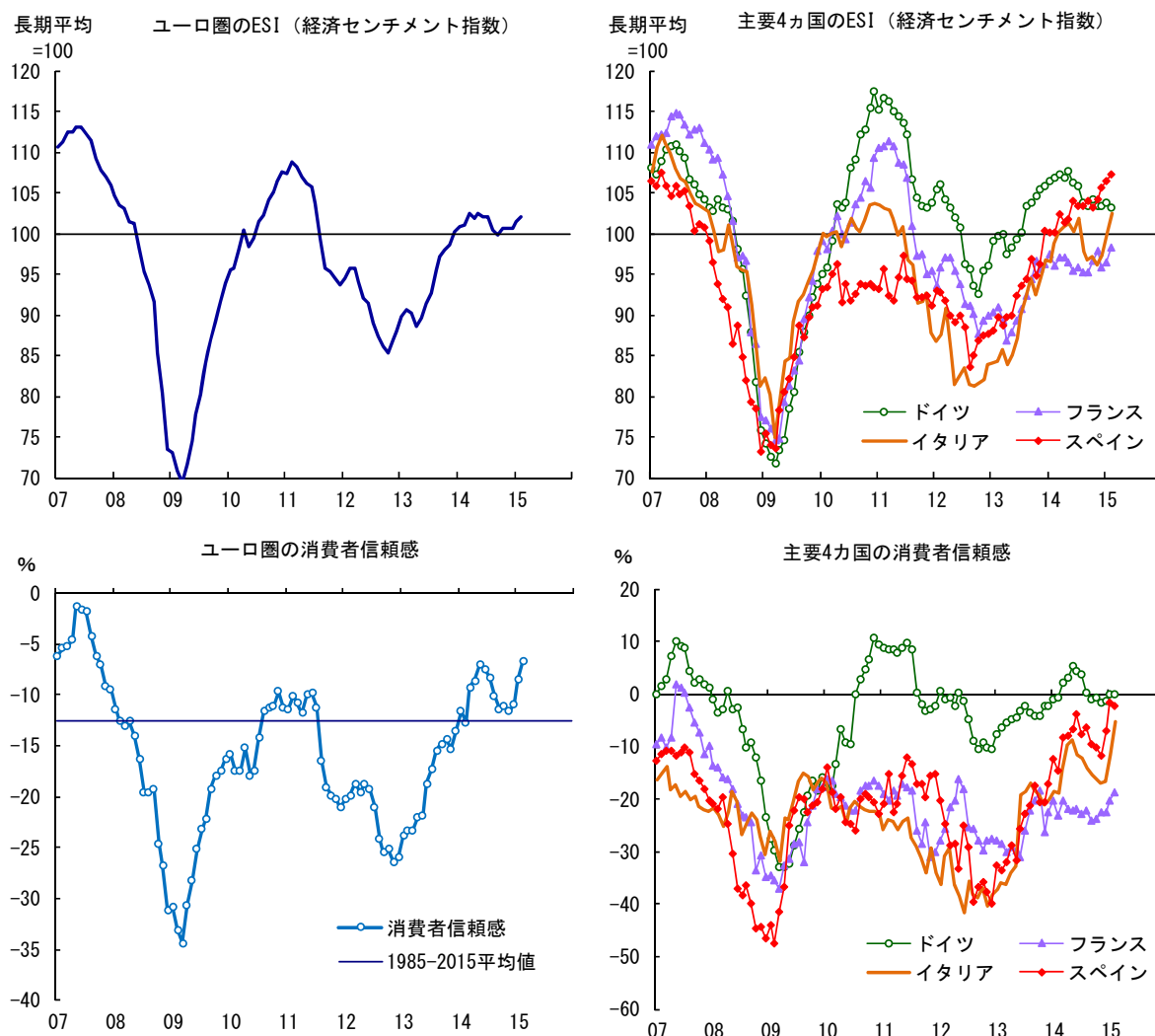
（出所）欧州委員会データより大和総研作成

消費者信頼感の改善が先行

なお、欧州委員会が発表しているESI（経済センチメント指数）も2014年10月を底としてこの2月まで改善傾向にある。ユーロ圏の主要4ヵ国のESIに注目すると、景気回復で先行しているドイツ、スペインのみならず、イタリアでも長期平均値の100ポイントを超えてきている。4ヵ国の中ではフランスのみ、ESIがまだ100ポイントを下回っているが、それでも最近2ヵ月は連続して前月の水準を上回ってきた。

ESIは鉱工業部門に加え、建設業、小売業、サービス業の景況感と、消費者信頼感の5つの指標を基に算出される。ユーロ圏では輸出主導の景気回復が通常のパターンで、そのため景況感の改善は企業部門、中でも輸出比率の高い鉱工業部門に注目するのが定石である。ところが、ここ数ヵ月のユーロ圏の景気回復に関しては、個人消費が先行しており、景況感指標でも消費者信頼感の改善がESIの改善に最も寄与している。ユーロ圏にしては珍しい、消費が先行する景気回復となっているのは、財政健全化の取り組みが多くユーロ圏加盟国でピークを越え、大きく下押しされてきた個人消費が回復局面に入ってきていることに加え、原油価格の大幅下落で家計の購買力が押し上げられた効果によると考えられる。

図表3 ESI改善の立役者は消費者信頼感



(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

国債買取による量的緩和に着手した ECB

現在、ユーロ圏では原油安、金利低下、ユーロ安という追い風が景気回復を後押ししているが、このうち、金利低下とユーロ安は ECB による継続的な金融緩和政策によってもたらされている。その ECB の最新の緩和策が 1 月 22 日に導入を決めた PSPP で、ユーロ圏各国の国債、EU 機関の発行する債券など、残存期間 2-30 年のユーロ建ての債券を ECB が継続的に購入するという量的緩和策である。ECB の量的緩和策としては、2014 年秋に開始した CBPP3 (カバード・ボンド買取プログラム) と ABSPP (資産担保証券買取プログラム) が既に存在していたが、PSPP、CBPP3、ABSPP を通じた資産購入額を月額 600 億ユーロに設定し、2015 年 3 月から少なくとも 2016 年 9 月まで継続すると明示した点が画期的である。なお、PSPP は 3 月 9 日に実際の資産買取が開始され、最初の 1 週間での 97.5 億ユーロの資産買取を実施したと公表されている。内訳に関しては 1 ヶ月後の公表となる。

今後はこの ECB の資産買取が順調に進むか、金利低下、ポートフォリオ・リバランスなど期待された変化をもたらすか、景気回復を後押しして最終目標である「中期的に安定的な物価上昇」に貢献できるかが注目点となる。

ECB は量的緩和策の波及経路として、まず金利低下効果を想定している。1月22日に PSPP の導入が正式に決定される以前から、ECB がユーロ圏各国の国債を対象にした資産買取プログラムを導入しなければ、ECB のバランスシートを 2012 年初めの 3 兆ユーロ超の規模に拡大させることは困難との見方がコンセンサスであった。このため、ユーロ圏各国の国債利回りの低下傾向に拍車がかかっていたのだが、PSPP 導入決定以降、国債利回りはさらに低下している。また、金利低下は銀行の貸出金利の引き下げにも波及しつつある。なお、国債に投資しても低い利回りしか得られないため、よりハイリスクだがハイリターンへの投資に資金が向かいやすくなるはずで、これが量的緩和策で期待されるポートフォリオ・リバランス効果である。ユーロ圏では年初から株高傾向が鮮明で、投資対象のシフトが進んでいると考えられる。

ただ、ユーロ圏各国の国債を保有している投資家にとって、国債売却は目先で大きな利益を得られるものの、次の投資対象として魅力的な商品が乏しく、特に長期運用を行っている投資家は国債売却に応じずに ECB の国債買取が早晚行き詰まるのではないかと懸念が存在する。始まったばかりの PSPP がいきなり頓挫することはないと考えられるが、資産買取が順調に進むか注目しておく必要があるだろう。

また、ECB の緩和政策を背景にユーロ安が継続しているが、これはユーロ圏経済の輸出拡大期待を高める要因となる一方、対外的には弊害となる可能性がある。すでに、デンマークやスウェーデンなど近隣国は政策金利をマイナス圏に引き下げることが余儀なくされている。また、英国や米国ではポンド高やドル高が景気に悪影響を及ぼさないか懸念する声が徐々に出てきている。両国とも個人消費が主導する経済であり、自国通貨高は輸入製品の値下がりというプラス効果もあるため、通貨高で景気回復が腰折れする可能性は低いと予想される。ただし、次の金融政策の一手として「利上げ」を想定している両国にとって、急速な通貨高が大きな物価下落圧力となれば、金融政策決定の攪乱要因となり得る。

ECB スタッフの景気・インフレ見通しは強気

ECB による資産買取が順調に進んで金利低下、株高が実現する一方、対外的な摩擦の原因となるような急激なユーロ安が回避されれば、ユーロ圏の景気回復は継続すると予想される。既に原油安と金利低下による消費者マインドの改善は、小売売上高や新車販売台数の堅調な伸びが示唆しているように個人消費回復に結びついてきている。ただ、ユーロ圏経済が持続的な景気回復軌道に乗るには、投資の回復が不可欠だが、受注、生産統計、あるいは銀行による企業向け貸出統計など関連指標の回復はまだ限定的である。ユーロ安は輸出拡大期待を高めているが、実際に輸出が伸びるかは諸外国の需要回復の強さという変数にも大きく作用される。中国の経済成長目標が下方修正され、ロシア経済のリセッション入りが現実視されている現状で、輸出の回復ペースはユーロ安進行が示唆するほど加速しないと予想される。

3月5日に公表された ECB スタッフによる定例の景気見通しでは、2015年の消費者物価上昇率が前回の12月予想の+0.7%から+0%に下方修正された一方、2016年は+1.5%、2017年は+1.8%とかなり強気な予想になっている。これが実現すれば、2016年9月時点でPSPPを終了させることが可能になると考えられる。ただし、このインフレ率予想の前提となっているのが、2015年～2017年のGDP成長率が+1.5%、+1.9%、+2.1%と加速することである。成長率予想はかなり広いレンジの予想となっており、不確実性が高いと ECB スタッフも考えていることがうかがわれるが、このような高い成長率を実現させるためには金融政策だけでは力不足と考える。

図表4 ECB スタッフによる景気・インフレ率見通し

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		12月予想		12月予想
2014	0.9	0.8	0.4	0.5
2015	1.5 (1.1~1.9)	1.0 (0.4~1.6)	0.0 (-0.3~0.3)	0.7 (0.2~1.2)
2016	1.9 (0.8~3.0)	1.5 (0.4~2.6)	1.5 (0.8~2.2)	1.3 (0.6~2.0)
2017	2.1 (0.9~3.3)	— —	1.8 (1.0~2.6)	— —

(出所) ECB 資料より大和総研作成

必要となるのは、競争力を高めるための構造改革、投資を促進するための枠組み作りで、前者には雇用コスト削減や規制緩和、後者には企業向けの減税や TTIP（環大西洋貿易投資協定：EU と米国の包括的貿易投資協定）などが含まれる。ユーロ圏各国が構造改革に取り組むことは ECB も繰り返し要請しているが、取り組みが遅れているフランスとイタリアにおいて、2015年にも構造改革の進展は遅々としていると予想される。一方、財政的に余裕のあるドイツは2015年予算で公共投資を増やす計画だが、その規模はかなり控えめである。

2014年10-12月期GDPが内外需の揃った前向きな景気回復を見せたこと、また2014年末に底打ちした消費者と企業の景況感が2015年に入っても改善傾向にあることから、ユーロ圏は緩やかな景気回復を続けると見込まれる。2015年の成長率予想を+1.1%から+1.3%に上方修正した。ただ、ここから一段と加速するには、ユーロ圏各国政府レベルで、あるいはユーロ圏やEUレベルでより景気対策重視の政策に転換する必要があると考えられるが、大きな変化が起きる可能性は高くないだろう。

英国経済

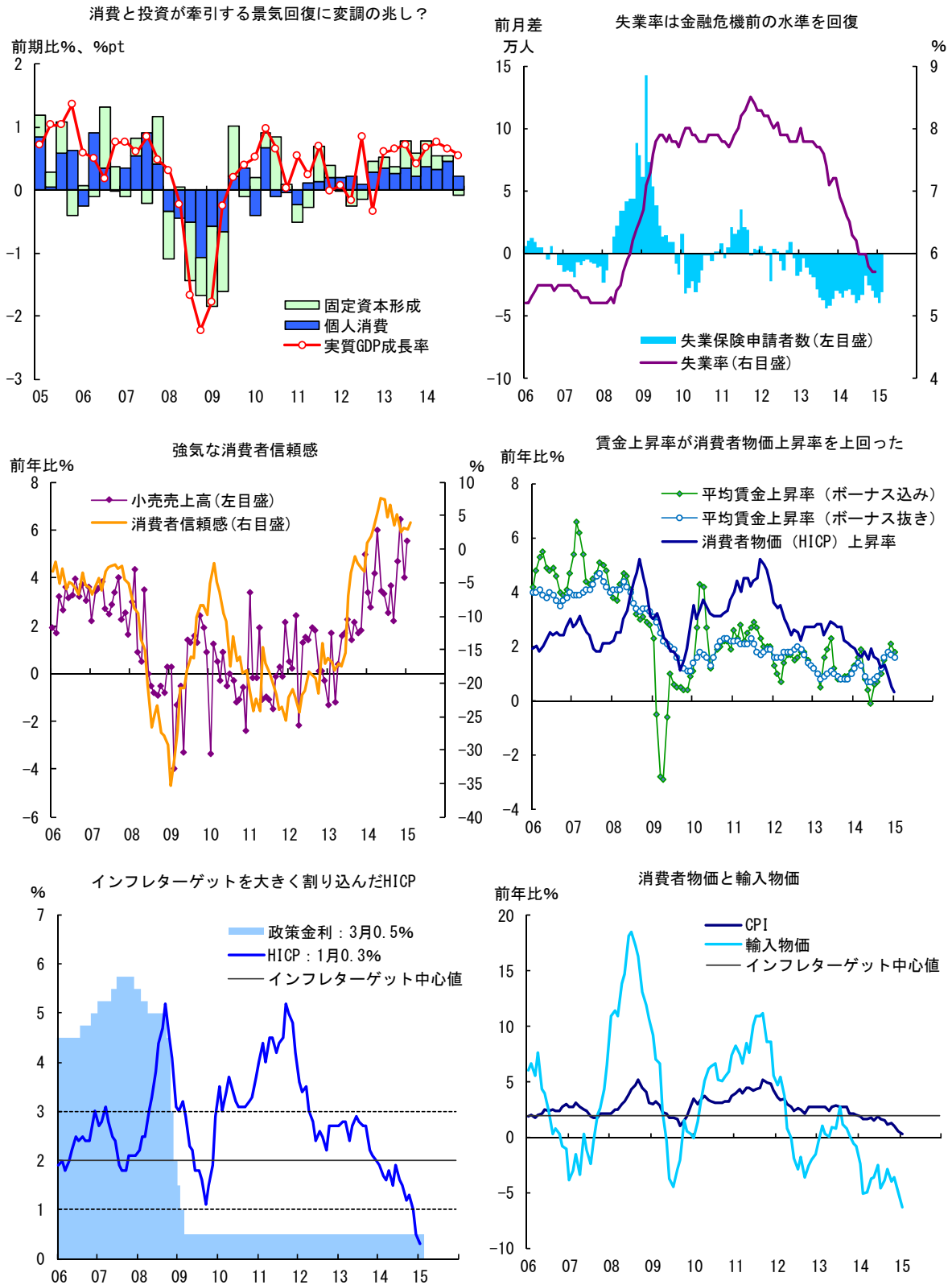
英国の2014年10-12月期GDP成長率は前期比+0.5%（前期比年率+2.2%）で、7-9月期の同+0.7%（同+2.6%）から減速した。10-12月期の個人消費は実に15四半期連続となる前期比プラス成長を記録したが、GDP成長率への寄与度は前期比+0.2%ポイントに留まり、7-9月期の同+0.4%ポイントから半減した。また、政府消費の寄与度は同+0.1%ポイントから0%ポイントに低下し、固定資本形成に至っては同+0.1%ポイントから同-0.1%ポイントへとマイナス寄与に転じてしまった。内需が減速したにもかかわらず、プラス成長を維持できたのは、輸出が前期比+3.5%成長と力強く拡大し、純輸出寄与度も同+0.6%ポイントと7-9月期の同-0.7%ポイントから大幅に改善したためである。内需不振を外需が補う景気回復パターンは、英国においてはかなり珍しい。

とはいえ、2015年の英国経済は再び個人消費が牽引役を務める景気回復に戻ると予想される。11-1月平均の失業率は5.7%と10-12月平均と同水準で、低下傾向に歯止めがかかったが、これは労働市場参加率が上昇した影響が大きい。雇用統計よりも1ヵ月早く発表される失業保険申請者数は、2月に金融危機前の2008年前半の水準にまで減少しており、雇用環境の改善が継続していることを示している。なお、1月の消費者物価上昇率は原油価格下落とポンド高による輸入物価下落の影響で前年比+0.3%に低下しており、実質賃金上昇率の押し上げ要因となっている。この環境下で、英国の消費者信頼感是非常に強気である。

BOE（英中銀）は3月4、5日の金融政策理事会（MPC）で、9委員全員の賛成で政策金利を0.5%に据え置くことを決めた。そのBOEがインフレ動向を見極める上で注目している賃金上昇率は、1月に伸び率が鈍化した。ボーナスを含むベースで12月の前年比+2.4%から1月は同+1.1%に低下し、3ヵ月平均も同+1.8%と+2%を割り込んだ。なお、ボーナスを除くベースでは12月、1月とも同+1.6%であった。賃金上昇率が加速しておらず、むしろポンド高加速が懸念される中で、BOEは金利据え置きを継続すると予想される。

ところで、3月18日にオズボーン財務相は2015年度（2015年4月～2016年3月）予算を公表した。5月7日に総選挙を控え、個人の所得税負担軽減、貯蓄利子の非課税制度の導入、非課税の個人貯蓄口座（ISA）の年間預入限度額の引き上げ、住宅を初めて取得する人を対象とした奨励策の拡充などの「アメ」が含まれている。他方で、これらの措置の財源確保の一環として銀行税の税率引き上げ、アルコール税の税率引き上げなどが盛り込まれたほか、企業の租税回避には厳しく対応することが表明された。英財務省の中期財政計画によれば、2015年度の財政赤字はGDP比4%規模の753億ポンドとなるが、その後は急速に縮小して2018年度には黒字転換するとされている。もっとも、保守党と自由民主党からなる現政権は、5年前の就任時に財政健全化を公約に掲げたのだが、財政黒字達成は次の任期に先送りされた格好である。オズボーン財務相は財政健全化を現政権の成果と強調しているが、保守党の支持率伸び悩みは、国民がこの見方に必ずしも賛成していないことを反映していると見受けられる。これまでのところ、保守党と労働党の支持率は33%前後で拮抗しており、総選挙ではどちらも過半数の議席を獲得できず、総選挙後にどのような政権が誕生するのか見極めが難しい状況にある。

図表5 英国経済：失業率低下、実質賃金上昇を背景に消費好調が見込まれる



(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	1.1%	0.3%	0.7%	1.3%	0.9%	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	1.4%
民間消費支出	0.9%	0.9%	2.0%	1.7%	1.0%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.5%	1.1%
政府消費支出	0.9%	0.6%	1.0%	0.7%	0.7%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%
総固定資本形成	1.7%	-2.2%	-0.0%	1.7%	1.0%	0.4%	2.0%	2.4%	2.4%	1.1%	2.1%
輸出等	1.7%	5.3%	6.1%	3.4%	3.7%	3.6%	4.9%	4.1%	3.2%	4.2%	4.0%
輸入等	2.3%	5.3%	6.9%	1.5%	3.8%	4.1%	5.3%	4.9%	4.1%	4.4%	4.5%
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%	1.3%	1.5%	1.5%	1.3%	1.4%
民間消費支出	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.0%	1.5%	1.6%	1.4%	1.3%	1.5%	1.1%
政府消費支出	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
総固定資本形成	2.3%	1.0%	0.4%	0.3%	1.0%	-0.0%	1.0%	1.6%	1.8%	1.1%	2.1%
輸出等	3.6%	3.1%	4.0%	4.1%	3.7%	4.6%	4.5%	4.0%	4.0%	4.2%	4.0%
輸入等	3.7%	3.7%	3.9%	4.0%	3.8%	4.5%	4.4%	3.9%	4.6%	4.4%	4.5%
鉱工業生産 (除建設)	1.4%	0.8%	0.4%	0.3%	0.7%	0.6%	0.8%	1.2%	1.3%	1.0%	1.2%
実質小売売上高	1.0%	1.3%	0.9%	2.1%	1.3%	2.7%	2.2%	2.1%	1.7%	2.2%	1.9%
消費者物価	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.8%
生産者物価	-1.5%	-1.0%	-1.2%	-1.4%	-1.3%	-2.5%	-2.2%	-1.9%	-0.9%	-1.9%	0.7%
失業率	11.8%	11.6%	11.5%	11.4%	11.6%	11.2%	11.1%	11.0%	11.0%	11.1%	10.7%
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					-218	-192
独 国債10年物(期中平均)	1.69%	1.43%	1.07%	0.77%	1.23%	0.35%	0.20%	0.20%	0.22%	0.24%	0.28%
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%	-0.25%	-0.24%	-0.20%
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。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	2.7%	3.0%	2.6%	2.2%	2.6%	2.0%	2.3%	2.2%	2.1%	2.3%	2.1%
民間消費支出	2.3%	2.1%	2.8%	1.3%	2.0%	2.8%	2.8%	2.8%	2.4%	2.5%	2.5%
政府消費支出	0.7%	5.9%	2.0%	0.2%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	2.0%	1.4%	1.7%
総固定資本形成	10.1%	5.1%	2.0%	-2.1%	6.8%	1.6%	3.2%	2.4%	2.0%	1.6%	2.6%
輸出等	7.2%	-1.3%	-3.0%	14.9%	0.4%	-2.0%	2.8%	2.4%	2.0%	2.6%	3.2%
輸入等	4.1%	-5.0%	5.6%	5.3%	1.8%	-1.6%	2.0%	1.6%	1.2%	1.6%	2.9%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	2.5%	2.6%	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.3%	2.1%
民間消費支出	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	2.3%	2.4%	2.4%	2.7%	2.5%	2.5%
政府消費支出	-0.1%	2.1%	2.0%	2.2%	1.5%	2.3%	1.1%	1.0%	1.4%	1.4%	1.7%
総固定資本形成	8.2%	8.9%	6.6%	3.7%	6.8%	1.6%	1.2%	1.3%	2.3%	1.6%	2.6%
輸出等	1.4%	-3.3%	-0.7%	4.2%	0.4%	1.9%	2.9%	4.4%	1.3%	2.6%	3.2%
輸入等	5.3%	0.1%	-0.3%	2.4%	1.8%	1.0%	2.8%	1.8%	0.8%	1.6%	2.9%
鉱工業生産	2.3%	1.9%	1.2%	1.1%	1.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%
実質小売売上高	3.4%	4.2%	2.8%	5.0%	3.9%	5.1%	4.2%	4.0%	3.1%	4.1%	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)	0.6%	0.4%	-0.3%	-0.8%	0.0%	-2.2%	-2.3%	-1.8%	-0.7%	-1.7%	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	-29.1	-29.8	-31.5	-29.1	-119.6	-29.8	-30.6	-32.3	-29.4	-122.2	-123.5
経常収支	-22.5	-24.3	-27.0	-19.1	-93.0	-21.4	-19.3	-23.1	-20.2	-84.0	-87.4
財政収支	-8.9	-30.4	-19.7		-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%	1.62%	1.60%	1.65%	1.75%	1.66%	2.00%
国債2年物(期中平均)	0.56%	0.72%	0.82%	0.59%	0.68%	0.42%	0.40%	0.43%	0.51%	0.44%	0.88%
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 (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