

2015年4月20日 全8頁

欧州経済見通し 消費が牽引する景気回復

順調なスタートを切った ECB の国債買取プログラム

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- ECB が 3 月 9 日に開始した PSPP（国債等公的部門の債券買取を通じた量的緩和策）は順調なスタートを切り、ABS など民間部門の債券買取と合わせて月額 600 億ユーロの資産買取が進行中である。PSPP を含む過去 1 年余りの ECB の追加金融緩和措置により、ユーロ圏各国で国債利回り低下や銀行の貸出金利低下が進んでいるが、2015 年 1-3 月期の銀行貸出サーベイからは、ユーロ圏の銀行が非金融機関向けの貸出に一段と前向きになり、また、資金需要が増加すると見込んでいることが読み取れる。
- 原油価格下落という追い風を得て、ユーロ圏では消費者信頼感が改善し、消費が拡大傾向にある。2015 年 1-3 月期の GDP 成長率も個人消費が牽引役となって前期比 +0.4% と堅調な伸びになったと推測される。企業部門の景況感改善はやや遅れているが、金利低下やユーロ安のプラスの効果が徐々に波及してくると予想される。なお、3 月のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年比 -0.1% となり、マイナス幅は縮小したものの、ECB が目標とする「前年比 +2% をやや下回る」水準とは大きな乖離が存在する。ECB は資産買取プログラムを計画通り遂行することに注力すると予想される。
- 英国の 2014 年の GDP 成長率は消費と投資の拡大が両輪となって +2.8% と 8 年ぶりの高い伸びを記録した。原油価格下落、実質賃金上昇率の伸び加速という追い風を得て、2015 年も消費主導の景気回復が続くと見込まれる。1 月と 2 月の消費者物価上昇率は原油安とポンド高の影響で共に前年比 0% に低下したが、堅調な消費拡大を背景に 2015 年末までには消費者物価は再び上昇してくると予想される。BOE（英中銀）の金融政策は引き続き、賃金上昇率の動向を見ながら利上げのタイミングを計ることになる。以上が英国経済見通しのベースシナリオだが、5 月 7 日の総選挙（英国議会下院選挙）が不透明要因である。二大政党である保守党、労働党の支持率が拮抗し、どちらも過半数の議席を得ることが難しいと予想される。他の小政党と組む連立政権となるのか、少数与党政権となるのか、その際、「原点回帰」の傾向がみられる両党の選挙公約がどう政策に反映されるかが注目点となる。

ユーロ圏経済

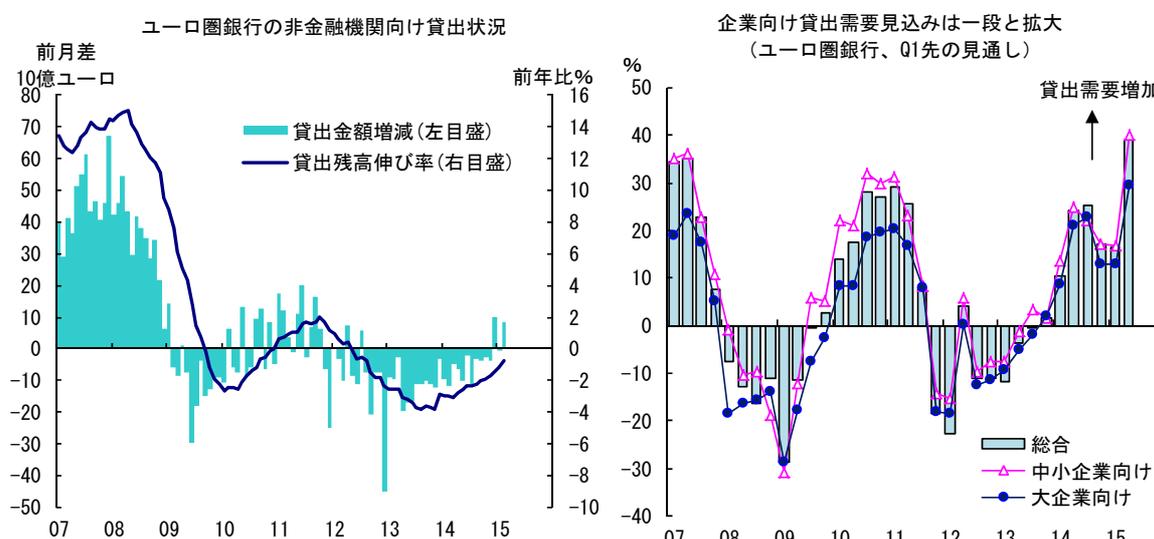
PSPP の滑り出しは順調

4月15日のECB金融政策理事会は、3月9日にPSPPがスタートしてから最初のECB理事会となったが、ドラギ総裁はPSPPがスムーズに遂行されており、明確な成果を上げているとして、ECBの緩和政策に対する強い自信を示した。4月第2週までの国債、機関債などの買取額は617億ユーロとなり、ABSやカバードボンドの買取を加えた「月額600億ユーロ」の目標を十分達成するペースで推移している。

ドラギ総裁は一連の金融緩和策の成果として、数ヵ月にわたって国債利回りが顕著に低下していることと、民間部門の資金調達コストが低下していることを指摘し、資金調達の条件緩和が企業や家計の資金ニーズの持ち直しにつながっていると評価した。ユーロ圏各国の国債利回りは、ギリシャ以外は一段と低下傾向にあり、中でもドイツでは年限の短い国債利回りだけでなく、10年国債利回りも遠からずマイナス金利となる可能性が高いと予想される。ちなみにECBがPSPPの対象とするのは利回りが中央銀行預金金利（現在は-0.2%）を下回らない国債であるため、ドイツの短期国債などは既に対象外となっており、さらに金利が低下すれば、ECBの資産買取の目標達成を阻害する要因になるのではないかと懸念が早くも出ている。この懸念に、ドラギ総裁はPSPPは柔軟性の高いプログラムであると返答しており、今後、資産買取対象の拡大などが進められる可能性を示唆したと考えられる。

ユーロ圏の銀行の非金融機関向けの貸出残高は2012年6月以降、一貫して前年比で縮小しているが、前月比の貸出金額は2014年12月と2015年2月に増加した。また、ECBが四半期ごとに実施している銀行貸出サーベイの最新号（2015年1-3月期調査）からは、銀行が非金融機関向けの貸出基準の緩和に動き、また資金需要が4-6月期に一段と増加すると見込んでいることが読み取れる。実際の貸出の伸びはこのサーベイほど目覚ましく改善してはいないが、資金調達コストの低下に加え、他行との競争激化などが、銀行の貸出を促す要因になっている。

図表1 ユーロ圏銀行の民間企業向け貸出に持ち直しの兆し



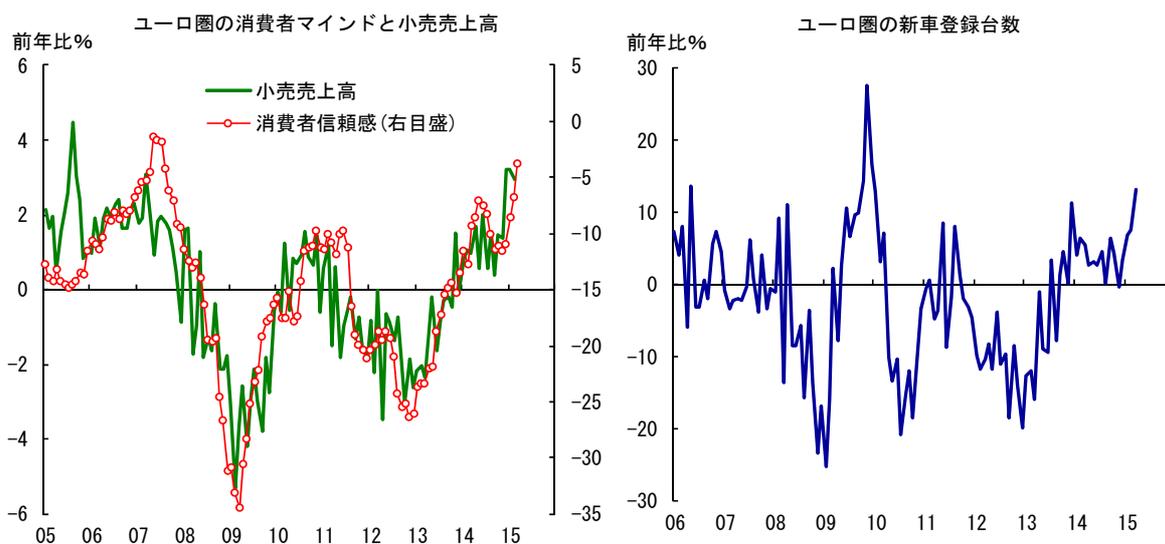
(出所) ECB データより大和総研作成

原油安が追い風となった景気回復が継続

ECB の金融緩和策の最終的なねらいは中期的に「前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」を達成することだが、そのためには景気見通しが改善し、需給ギャップが縮小し、資金需要が改善する必要があると判断している。その ECB にとって足下の動きは心強い変化を示している。

ユーロ圏景気は 2014 年半ばの停滞を脱し、改めて回復軌道に乗ってきたと判断される。最大の追い風は原油価格下落による家計の購買力向上で、金融政策とは直接関係はない。ただし、原油価格下落という追い風が吹く中で ECB の追加金融緩和は、好タイミングの政策になったと評価できる。原油及びその価格変動の影響を受けやすい天然ガスの純輸入国であるユーロ圏諸国では、原油価格下落はどこの国にとっても景気回復の追い風である。消費者信頼感指数は総じて改善しており、それが小売売上高や乗用車販売の拡大にもつながっている。ユーロ圏の個人消費は 2014 年 7-9 月期、10-12 月期に前期比年率+2%前後の高い伸びとなり、既に景気回復の牽引役となっているが、2015 年 1-3 月期も同様の消費拡大が継続したと推測される。

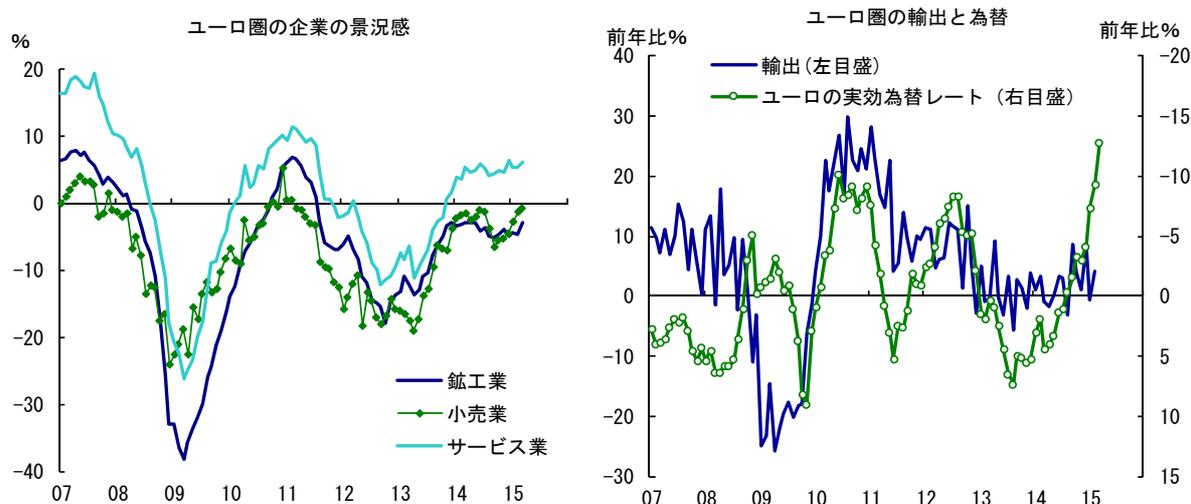
図表 2 消費者信頼感の改善に伴い、小売売上高と新車販売が拡大



(出所) Eurostat、AECA データより大和総研作成

消費者信頼感と比較すると、企業景況感の改善ペースはまだ鈍く、また国ごとのばらつきも大きい。ドイツ、スペインに加え、イタリアの企業景況感にも改善の兆しが出てきて、より広範囲な景況感改善となりつつあるが、フランスの（特に製造業の）景況感はなかなか改善していない。大幅なユーロ安が輸出拡大効果をもたらすと期待されているが、実際の輸出は 2 月まで一進一退の動きで、これが企業景況感の改善を遅らせている一因と考えられる。実のところ、ユーロ圏諸国の輸出は為替変動の影響を受けないユーロ圏向けが平均して 4 割強を占めている。加えて、中国、トルコ、ロシア、ブラジルといった新興国の大国の景気動向が足下で良好とは言いがたいことも、ユーロ安進行に比較して輸出が伸び悩んでいる原因である。ここ 1 年のユーロ安は、ユーロ圏の企業の競争力向上に貢献しているが、輸出相手国の需要回復がまだら模様の中では、輸出の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想される。

図表3 企業部門の景況感改善はまだ鈍い



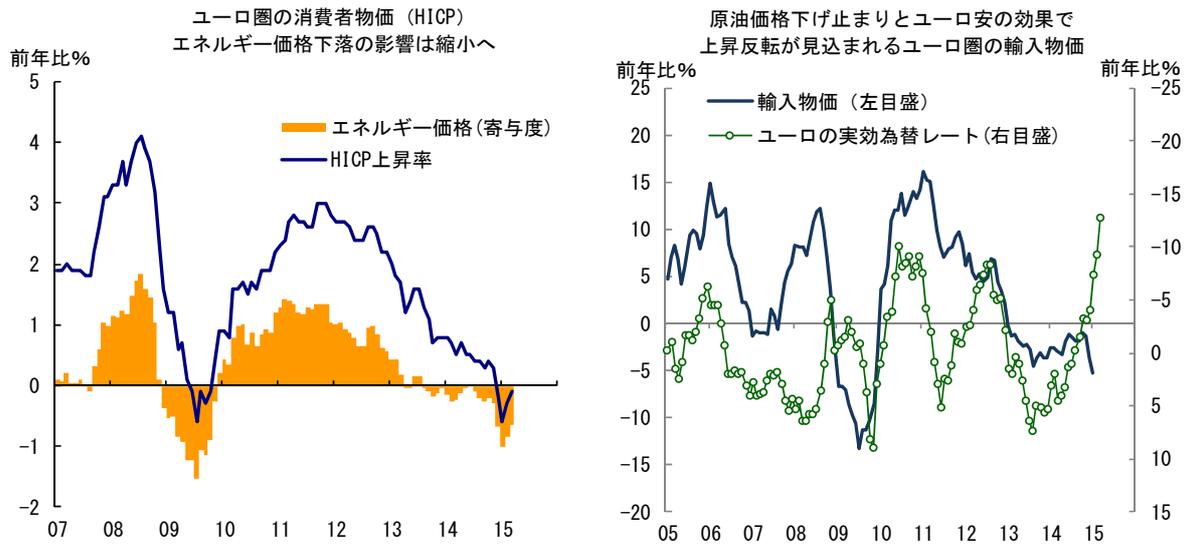
(出所) 欧州委員会、Eurostat、ECB データより大和総研作成

とはいえ、個人消費という内需が堅調に伸びてきたこと、また、10-12月期のGDP成長率を大きく押し下げた在庫（前期比寄与度-0.2%ポイント）の調整圧力が後退すると見込まれることなどから、ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は10-12月期の前期比+0.3%からやや加速し、同+0.4%となったと推測される。さらに、足下でみられる企業の資金需要の持ち直しの動きが、待ち望まれている投資回復に結びついてくれば、ユーロ圏経済は持続的な景気回復軌道に乗ることができるであろう。

原油安、ユーロ安とインフレ率の関係

ユーロ圏の消費者物価上昇率は2014年12月から4ヵ月連続で前年比マイナスの伸びが続いている。ただし、1月の前年比-0.6%を底として、3月は同-0.1%とマイナス幅を縮めてきた。最大の物価下落要因となっているエネルギー価格が、原油価格の下げ止まりと小幅反発を受けて、1月の同-9.3%から3月は同-6.0%となったためである。他方で、原油安が原材料価格や輸送コストの低下などを通じて他の財やサービス価格の低下につながる二次的な影響は、まだこれから出てくると予想される。エネルギー、食品、アルコール、たばこを除いた消費者物価上昇率は、3月は前年比+0.6%と過去最低水準にあるが、このような二次的な物価低下圧力がどのように波及してくるか注目される。

今後数ヵ月のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年比ほぼ横ばい圏での推移が続くと予想される。しかしながら、景気が緩やかながら回復すると見込まれること、また輸入物価がユーロ安によって上昇に転じると予想されることから、消費者物価が改めて大幅下落となる可能性は低いと考えられる。ECBによる本格的な量的緩和策の導入が明確となった2月以降、消費者のインフレ見通しも、それまでの低下傾向から底打ちする兆しが出てきている。

図表4 原油価格の物価押し下げ効果は徐々に剥落


(出所) Eurostat、ECB データより大和総研作成

とはいえ、ECB の金融政策が目指している「前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」を達成できる時期は、早くて 2016 年と予想される。ECB の金融政策は「2016 年 9 月までの PSPP ほかの量的緩和策の実施」を計画通りに進めていくスタンスが継続されることになるだろう。

英国経済

英国統計局（ONS）は3月31日に発表したGDP統計の3次推計で、2014年10-12月期の成長率を前期比+0.6%（前期比年率+2.5%）とし、2次推計の同+0.5%（同+2.2%）から上方修正した。2014年の成長率も+2.6%から+2.8%に上方修正された。年次ベースで上方修正に特に寄与したのは個人消費（+2.0%→+2.5%）と固定資本形成（+6.8%→+7.8%）で、内需主導で堅調な経済成長を遂げたという構図がGDP統計改定で一層鮮明になった。

なお、個人消費は10-12月期に前期比+0.4%と7-9月期の同+1.0%から減速した。しかしながら、就業者増加を背景に給与所得が伸び、それが可処分所得の伸びを加速させていることに加え、原油安とポンド高が物価低下をもたらし、家計の購買力を高めている。英国の消費者信頼感指数は高水準ながら2014年末にかけて小幅に悪化していたが、1月を底として2月、3月と連続して改善した。英国経済は2015年も個人消費が牽引役を務める経済成長が予想される。

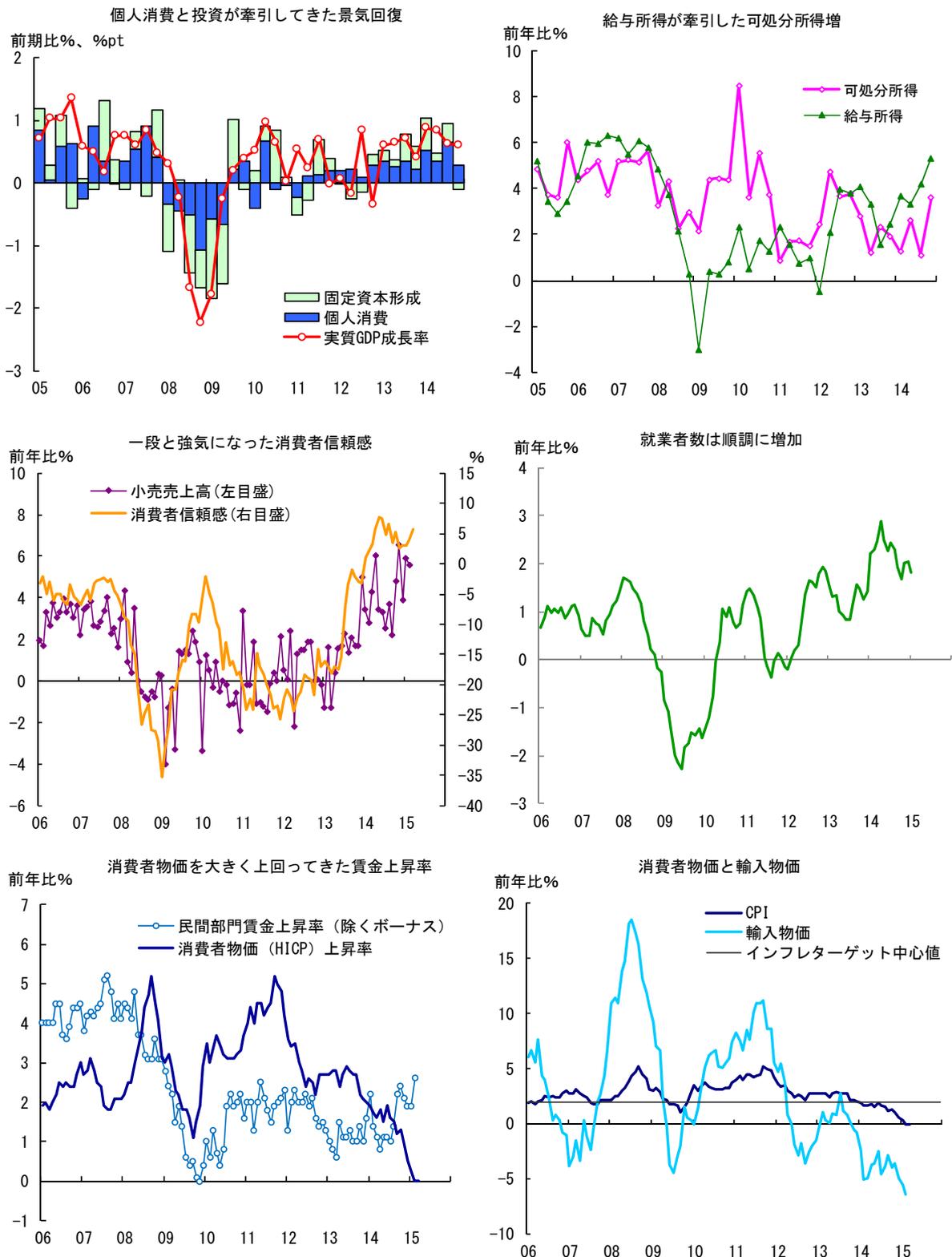
BOE（英中銀）は4月8、9日の金融政策理事会（MPC）で、政策金利を0.5%に据え置くことを決めた。原油安とポンド高の影響で英国の輸入物価は2月に前年比-6.4%に下落しており、消費者物価上昇率も1月、2月共に前年比0%に低下している。短期的にはこれがマイナス圏へ低下する可能性があり、BOEは政策金利据え置きを今後も継続すると予想される。ただ、ユーロ圏とは異なり、英国では内需主導の景気回復が3年目に入り、BOEがインフレ動向を見極める上で注目している賃金上昇率が足下でやや加速する動きが出てきている。ボーナスを除く民間部門の賃金上昇率は2月に前年比+2.6%となり、12月、1月の同+1.9%から加速した。英国の失業率は5.6%とリーマン・ショック前の水準を回復したが、今後、賃金上昇率が前年比+2%を超える伸びが定着してくるかが注目される。

以上の英国経済見通しを基本シナリオとするが、大きな不透明材料が5月7日に迫った英国議会下院（House of Commons）の選挙である。伝統ある二大政党の保守党と労働党の支持率は30%台前半で拮抗しており、どちらも過半数の議席を獲得できない可能性が高いと予想されている。2010年の総選挙以降、保守党と連立政権を組んできた自由民主党は、第1党となった政党と連立政権交渉をするとしているが、同党は与党になったあと支持率急落を経験しており、今回の選挙ではキャスティング・ボートを握るほどの存在感を示すことができない可能性が高い。一方、第3党に躍進すると予想されているSNP（スコットランド国民党）、あるいは2014年5月の欧州議会選挙での大躍進で注目されたUKIP（英国独立党）は連立政権に加わる意思はないとしているが、少数与党を閣外協力で支えるという選択肢は残している模様である。

総選挙の注目テーマは、経済、移民、NHS（国家医療制度）であるとされる。5年間政権を担ってきた保守党は、財政健全化と景気回復の実績を強調しつつ、移民流入規制の強化、EUとの関係見直しを約束し、2017年にEU加盟継続の是非を問う国民投票を実施するとしている。一方、労働党は政府の財政緊縮政策を批判し、4月15日公表の選挙マニフェストではNHSに対する25億ポンドの追加支出、大学授業料の引き下げ（年9,000ポンド→6,000ポンド）、時間当たり最低賃金の8ポンドへの引き上げ、所得税の最高税率の45%から50%への引き上げなどを盛り込んだ。さらにキャメロン首相が28%から20%へと引き下げた法人税率を引き上げることにも言

及している。以上のような労働党の方針は、1990年代後半に一世を風靡したブレア元首相の「ニュー・レーバー」の以前の労働党に戻るような政策方針である。二大政党の今回の選挙のテーマは伝統的な支持基盤の取り込み強化にあると見受けられる。

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%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.5%
民間消費支出	0.9%	0.9%	2.0%	1.7%	1.0%	2.0%	1.6%	1.3%	1.2%	1.7%	1.2%
政府消費支出	0.9%	0.6%	1.0%	0.7%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
総固定資本形成	1.7%	-2.2%	-0.0%	1.7%	1.0%	0.4%	1.6%	1.2%	2.8%	0.9%	2.7%
輸出等	1.7%	5.3%	6.1%	3.4%	3.7%	3.2%	4.5%	4.1%	3.2%	4.1%	4.0%
輸入等	2.3%	5.3%	6.9%	1.5%	3.8%	3.6%	5.3%	4.9%	4.1%	4.2%	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%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%
民間消費支出	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.0%	1.7%	1.8%	1.7%	1.5%	1.7%	1.2%
政府消費支出	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%
総固定資本形成	2.3%	1.0%	0.4%	0.3%	1.0%	-0.0%	0.9%	1.2%	1.5%	0.9%	2.7%
輸出等	3.6%	3.1%	4.0%	4.1%	3.7%	4.5%	4.3%	3.8%	3.8%	4.1%	4.0%
輸入等	3.7%	3.7%	3.9%	4.0%	3.8%	4.3%	4.3%	3.8%	4.5%	4.2%	4.5%
鉱工業生産 (除建設)	1.5%	0.7%	0.5%	0.3%	0.8%	0.9%	1.4%	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%
実質小売売上高	1.0%	1.3%	0.9%	2.1%	1.3%	2.8%	2.4%	2.3%	2.0%	2.4%	1.9%
消費者物価	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.3%	-0.1%	0.9%
生産者物価	-1.6%	-1.1%	-1.2%	-1.5%	-1.3%	-2.2%	-1.7%	-1.4%	-0.4%	-1.4%	0.8%
失業率	11.8%	11.6%	11.5%	11.5%	11.6%	11.3%	11.2%	11.1%	11.0%	11.1%	10.7%
10億ユーロ											
貿易収支	54.1	56.0	61.7	70.6	242.4	63.0	57.0	50.0	45.0	215.0	130.0
経常収支	48.3	42.7	58.1	68.1	217.3	58.1	56.9	42.8	37.6	195.3	107.0
財政収支					-255					-218	-193
独 国債10年物(期中平均)	1.69%	1.43%	1.07%	0.77%	1.23%	0.35%	0.06%	-0.05%	-0.13%	0.06%	-0.13%
独 国債2年物(期中平均)	0.15%	0.10%	-0.01%	-0.05%	0.05%	-0.19%	-0.25%	-0.25%	-0.25%	-0.24%	-0.21%
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(消費者物価と金利は2015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

	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	3.6%	3.4%	2.5%	2.5%	2.8%	2.4%	2.3%	2.2%	2.3%	2.4%	2.2%
民間消費支出	3.2%	2.2%	4.2%	1.8%	2.5%	2.4%	2.2%	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%
政府消費支出	0.9%	6.8%	1.9%	-0.9%	1.7%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	13.2%	3.0%	7.1%	-2.4%	7.8%	0.0%	2.0%	2.4%	4.1%	1.5%	2.9%
輸出等	7.0%	-2.6%	-0.5%	19.9%	0.6%	-4.7%	2.4%	2.0%	2.0%	2.8%	3.0%
輸入等	5.0%	-4.8%	5.7%	6.6%	2.2%	-3.9%	1.6%	2.4%	2.4%	1.3%	3.2%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	2.7%	2.9%	2.8%	3.0%	2.8%	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.2%
民間消費支出	2.1%	2.2%	2.7%	2.8%	2.5%	2.6%	2.6%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
政府消費支出	-0.0%	2.3%	2.3%	2.1%	1.7%	2.3%	1.0%	0.9%	1.4%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	9.0%	9.2%	8.2%	5.1%	7.8%	1.9%	1.6%	0.5%	2.1%	1.5%	2.9%
輸出等	1.4%	-3.7%	-0.5%	5.6%	0.6%	2.6%	3.9%	4.5%	0.4%	2.8%	3.0%
輸入等	5.5%	0.4%	-0.1%	3.0%	2.2%	0.7%	2.4%	1.6%	0.6%	1.3%	3.2%
鉱工業生産	2.3%	1.9%	1.2%	1.1%	1.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
実質小売売上高	3.5%	4.2%	2.8%	5.1%	3.9%	5.5%	4.6%	4.5%	3.6%	4.6%	2.6%
消費者物価	1.8%	1.7%	1.5%	0.9%	1.5%	0.1%	-0.0%	-0.0%	0.4%	0.1%	1.4%
生産者物価(出荷価格)	0.6%	0.4%	-0.3%	-0.8%	-0.0%	-1.7%	-1.3%	-0.7%	0.4%	-0.8%	1.2%
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	-28.1	-29.5	-29.9	-29.3	-116.9	-120.5
経常収支	-20.6	-24.4	-27.7	-25.3	-97.9	-24.3	-25.8	-26.2	-25.8	-102.1	-102.8
財政収支	-10.2	-30.1	-19.0		-89.9					-74.8	-68.5
国債10年物(期中平均)	2.78%	2.67%	2.52%	2.07%	2.51%	1.64%	1.60%	1.60%	1.67%	1.63%	1.90%
国債2年物(期中平均)	0.56%	0.72%	0.82%	0.59%	0.68%	0.43%	0.41%	0.43%	0.51%	0.45%	0.86%
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(物価と金利は2015年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