

2016年3月22日 全8頁

欧州経済見通し ECBの戦いは続く

BOEは国民投票実施に伴う景気停滞を警告

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3月10日の金融政策理事会で、利下げと量的緩和の双方を含む包括的な追加緩和策を決めた。原油安に加え、世界経済の見通しが不透明になる中で、インフレ率予想が大きく下方修正されたことを受けての措置である。同時に、資産買取プログラム（APP）の限界や、超低金利政策の副作用を指摘する声への配慮もみられる。APPの買取資産に非金融機関の債券が加えられ、また国際機関債の買取上限が引き上げられ、購入可能資産が早晩なくなるとの懸念を封じようとしている。また、TLTRO II（用途を限定した長期オペ）の導入で銀行に資金調達コストを下げる選択肢を提供し、超低金利が銀行収益を圧迫しているとの批判に対応した。直近のユーロ圏の景気指標は小売売上高、新車販売、鋳工業生産は伸びたが、輸出と景況感指標が悪化した。ECBは貸出金利低下や原油安が消費と投資の追い風となり、ポートフォリオ・リバランス効果を通じて資産価格が上昇することを期待している。とはいえ、景気下振れリスクが高まる中でインフレ期待の低下が継続するようであれば、ECBは資産買取プログラムのさらなる拡大に踏み込むと予想される。
- ECBに加えて日米の金融政策が注目された中、BOE（英中銀）の3月の金融政策理事会は特に関心をひかないまま政策金利と資産買取金額の据え置きを全会一致で決定した。英国は消費が牽引して+2%程度の成長を続けるものの、外需の落ち込みがリスク要因であり、インフレ率はターゲットである前年比+2%を回復するまでに時間を要するとの見方は2月のインフレーション・レポートと変わらない。ただ、景気下振れリスクとして、6月23日に実施が決まった英国の国民投票が新たに指摘された。EU離脱のデメリットを解説し、EU残留を訴えるキャンペーンが始まっているが、世論調査は引き続き残留派と離脱派が拮抗している。国民投票ではEU残留が選択されると予想するものの、それがはっきりするまで消費や投資が手控えられてしまうリスクがある。なお、金融政策理事会と相前後して発表された2016年度予算と今後5年の財政計画では、従来通り財政緊縮を継続し、2019年度の財政収支の黒字転換が見込まれている。ただし、足下の景気不透明感の高まりを考慮して2016年度と2017年度の歳出削減ペースは2015年秋の計画よりやや鈍化した。

ユーロ圏経済

包括的な金融緩和に動いた ECB

ECB（欧州中央銀行）は3月10日の金融政策理事会で、政策金利の引き下げと、資産買取プログラム（APP）の拡充を含む包括的な金融緩和策を決定した。すでに前回の1月21日の金融政策理事会で、3月に追加緩和策を実施することが予告されていたが、以下にまとめたこの3月の決定は大方の予想を上回る包括的な緩和策となった。

図表1 ECBが3月10日に発表した追加緩和策

利下げ <ul style="list-style-type: none"> ・ 主要オペ金利を0.05%から0%へ引き下げ ・ 限界貸出金利（上限金利）を0.30%から0.25%へ引き下げ ・ 中央銀行預金金利（下限金利）を-0.30%から-0.40%へ引き下げ
資産買取プログラム（APP）の規模拡大 <ul style="list-style-type: none"> ・ 月々の買取額を600億ユーロから800億ユーロに拡大 ・ 国際機関・多国籍開発銀行債の一発行体当たりの買取上限の引き上げ（33%→50%） ・ 買取対象資産に非金融機関の発行するユーロ建ての投資適格債を加える
TLTRO II の導入 <ul style="list-style-type: none"> ・ 住宅ローンを除く民間融資拡大を狙ったTLTRO（用途を限定した長期オペ）の第2弾 ・ 融資期間4年で、2016年6月、9月、12月、2017年3月の4回実施（最長2021年3月まで） ・ 2016年1月末の住宅ローンを除く融資残高の30%が上限となる ・ TLTROとは異なり、融資実績が少ないことを理由とした早期強制償還はなし ・ 適用金利は入札時の主要オペ金利（現在は0%）だが、融資実績がベンチマークを越えれば、償還時に中央銀行預金金利（現在は-0.4%）まで引き下げられ得る
フォワードガイダンス 主要政策金利は長期にわたり、また資産買取プログラムの期限（現在は2017年3月）を越えても現行水準またはそれを下回って推移する見込み

（出所）ECB プレスリリースより大和総研作成

今回の追加緩和策の特徴は、まず、政策金利の引き下げと APP の拡充を同時に行ったことである。加えて、ECB の金融緩和策の限界や副作用といった金融緩和の有効性に対する批判を踏まえ、それに配慮した対策が講じられている。

APP は、ユーロ圏加盟各国の国債のイールドカーブ低下、貸出金利低下、そしてユーロ安という成果を上げてきたと評価されている。ただし、消費拡大や投資回復はまだ道半ばであり、また、ユーロ安による輸出拡大は新興国の需要減退で相殺されてしまっている。消費者物価上昇率は直近2月に前年比-0.2%と改めてマイナス圏に沈み、金融緩和による物価安定効果は未だ不十分である。

APP の限界説への配慮

他方で、APP には複数の制約要因があり、いずれその上限に達してしまうとの懸念が以前から存在する。その制約とは、例えばユーロ圏加盟国の国債を（発行残高に応じてではなく）各国の ECB への出資比率に応じて買うルールになっていること、一発行体あたり発行残高の 33%ま

でという買取上限が設けられていること、中央銀行預金金利を下回る利回りの債券は購入できないことなどである。実はこれらのルールに従うと、ドイツ国債があと 1 年程度で買取不可になると懸念されていた。これに対して ECB は、昨年 12 月に地方政府債を買取対象に加えたのに続き、今回はユーロ建ての投資適格社債を新たに加え、また、国際機関や多国籍の開発銀行の債券に関しては、一発行体当たりの買取上限を 33%から 50%に引き上げた。これらの措置で、APP の買取額を月々 800 ユーロに増額したことで加速しかねない「限界論」を封じようとしている。なお、ユーロ建ての投資適格社債の買取プログラムについて、実施時期や買取金額、買取対象の具体的な条件などまだ詳細は詰められていないのだが、ECB の発表を受けて、ユーロ建ての社債市場ではさっそく売買が活発化し、また新たな起債計画が相次いで検討されているとのことである。

銀行収益圧迫批判への配慮

もう一つ ECB が配慮をみせたのが、このところ急速に関心が高まっている、超低金利の長期化が銀行収益を圧迫するとの批判に対してである。ECB が今回導入を決めた TLTRO II は、2016 年 6 月に終了する TLTRO の単なる後継制度ではない。住宅ローンを除く民間への貸出を増やした銀行に対して低利の長期資金を供給するところまでは同じだが、今回、主要オペ金利が 0%に引き下げられたことで、銀行は無利子で 4 年の長期資金を確保することができる。さらに、貸出増の実績でベンチマークを上回った銀行は、TLTRO の償還時に最大で中央銀行預金金利までの金利低下が約束されている。中央銀行預金金利は -0.4%に引き下げられたため、これは ECB から民間銀行へ 0.4%の利息が支払われるということであり、ECB は貸出を増やす銀行に対しては資金調達コストを一段と引き下げる選択肢を提供したのである。

なお、ドラギ総裁は金融政策理事会後の記者会見で「追加利下げが必要になるとは考えていない」と利下げ打ち止めを示唆したが、これも追加利下げで銀行収益が悪化するとの懸念を抑えようとしたと考えられる。ちなみにここまでの低金利政策がユーロ圏の銀行収益に及ぼした影響に関しては、ECB は全体としてはニュートラルか若干のマイナスと判断している。これは貸出金利が低下している一方、資金調達コストも低下しているために、利ザヤの縮小はまだ限定的なためである。とはいえ、個々の銀行に関しては、悪影響が甚大なところと軽微なところに大きく分かれる可能性が高いことも合わせて指摘した。

ECB の背中を押したのは低インフレ懸念

ECB がこの 3 月に包括的な追加緩和に踏み切った理由は、インフレ率予想の大幅な下方修正を余儀なくされたためである。ECB スタッフによる四半期ごとの景気予想は昨年 12 月時点では 2016 年のインフレ率を +1.0%と予想していたのだが、最新の 3 月予想でこれを +0.1%に大幅下方修正した。わずか 3 カ月で大幅下方修正となった第一の原因は原油価格の急落だが、これに加えて年初からの世界的な景気減速懸念と、それを受けた金融市場の動揺もインフレ予想の下方修正につながったと考えられる。なお、今回 2018 年のインフレ率予想が初めて発表された

が、+1.6%との予想は2018年になってもECBが目指している「+2%をやや下回るインフレ率」の達成が難しいことを示唆している。

図表2 ECBスタッフによる景気予想（2016年3月）

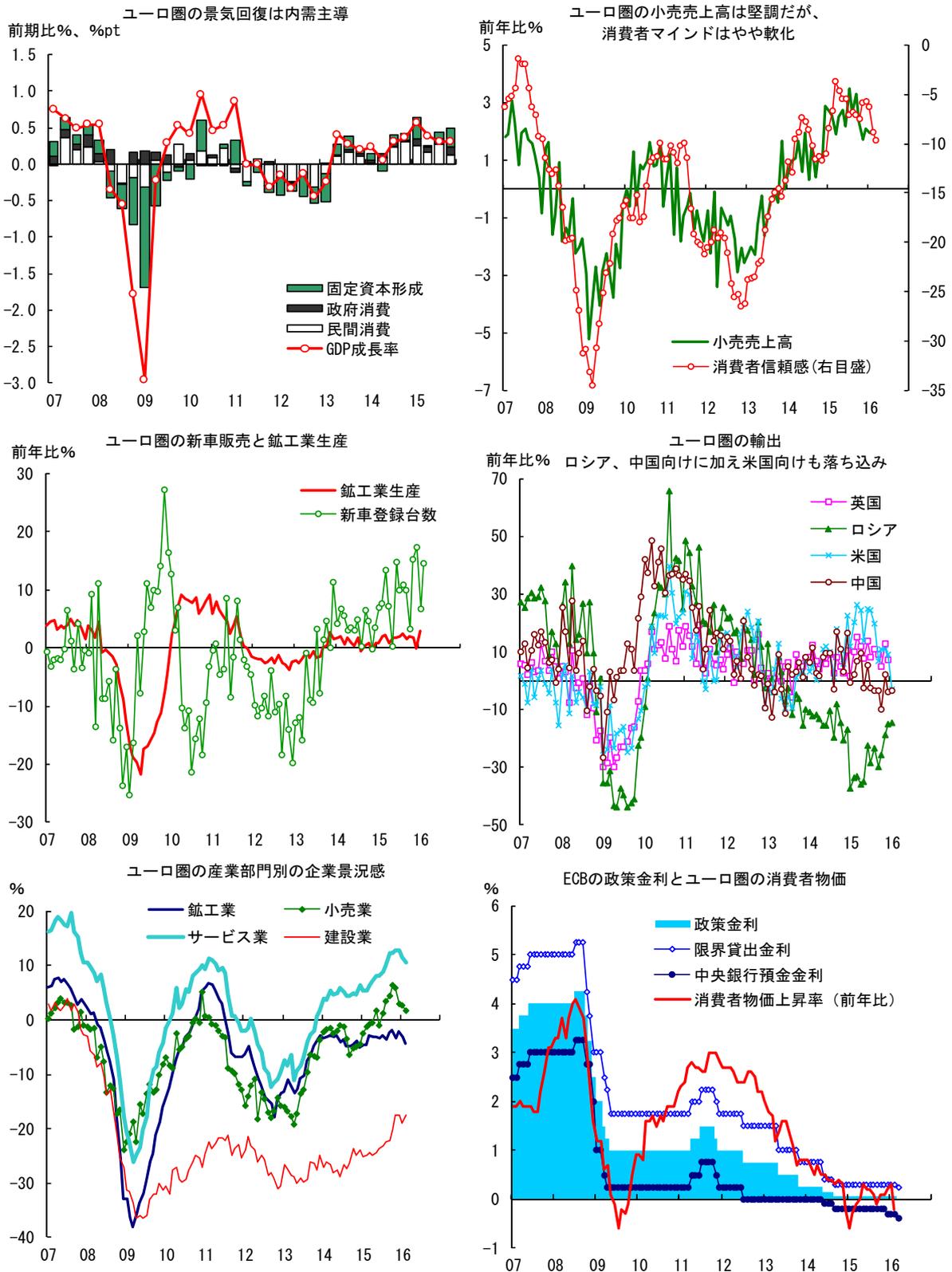
	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		12月予想		12月予想
2015	1.5	1.5	0.0	0.1
2016	1.4 (1.0~1.8)	1.7 (1.1~2.3)	0.1 (-0.2~0.4)	1.0 (0.5~1.5)
2017	1.7 (0.7~2.7)	1.9 (0.9~2.9)	1.3 (0.6~2.0)	1.6 (0.9~2.3)
2018	1.8 (0.6~3.0)	— —	1.6 (0.8~2.4)	— —

(出所) ECB プレスリリースより大和総研作成

直近のユーロ圏の景気指標は小売売上高、新車販売、鉱工業生産は伸びたものの、輸出は落ち込み、また消費者と企業の景況感が揃って悪化傾向を示している。2015年10-12月期のGDP統計でも確認されたように、ユーロ圏経済は個人消費、政府消費、それに固定資本形成という内需が牽引役となった緩やかな経済成長を続けてきた。しかしながら、その内需の先行指標である消費者信頼感、小売業とサービス業の企業景況感の悪化は景気の先行きに対してより慎重に見ざるを得ない材料である。景況感悪化に歯止めがかからなければ、低金利や原油安といった好条件が景気回復に結びつかず、景気見通しの下方修正を余儀なくされることになるだろう。

ECBは貸出金利低下や原油安が消費と投資の追い風となり、ポートフォリオ・リバランス効果を通じて資産価格が上昇することを期待している。とはいえ、低成長が長期化し、インフレ期待が高まる中でインフレ期待の低下が継続するようであれば、ECBは資産買取プログラムのさらなる拡大に踏み込むと予想される。ここまでの金融緩和において、APPのルール変更にも柔軟に取り組んできた姿勢からは、資産買取金額の一段の拡大や買取期間の延長が必要になった場合に、ECBは他のルールも柔軟に変更する可能性が示唆されていると考えられる。一方、追加利下げに関しては、想定外の大きなショックがあった場合など例外的な措置となる可能性が高いだろう。

図表3 ユーロ圏主要経済指標



英国経済

無風の BOE（英中銀）

この3月中旬は ECB（政策発表は10日）、日銀（同15日）、FRB（同16日）、BOE（同17日）と世界の主要中央銀行の政策決定会合が集中したが、その中で BOE の政策発表は例外的に注目度が低かった。金融政策はもとより、景気やインフレの見通しにも大きな変化はないと予想されていたためである。

実際、BOE は政策金利を 0.5%、資産購入額を 3,750 億ポンドで共に据え置くことを全会一致で決めた。また、同時に発表された議事録からは景気とインフレの見通しが 2 月のインフレーション・レポートの見方とほとんど変わらなかったことが読み取れる。新興国の景気減速など下振れ懸念はあるものの、英国経済は個人消費が牽引して+2%程度のまずまず堅調な成長を続けると予想されている。輸出が伸び悩み、企業景況感が悪化する一方、消費者信頼感はやや強気で、小売売上高も高水準の伸びを維持している。ただ、賃金上昇率の加速は限定的である一方、原油安や過去のポンド安の影響により、低インフレが継続し、2年後の2018年1-3月期によく BOE のインフレ・ターゲットの中心値である+2%を回復すると見込まれている。

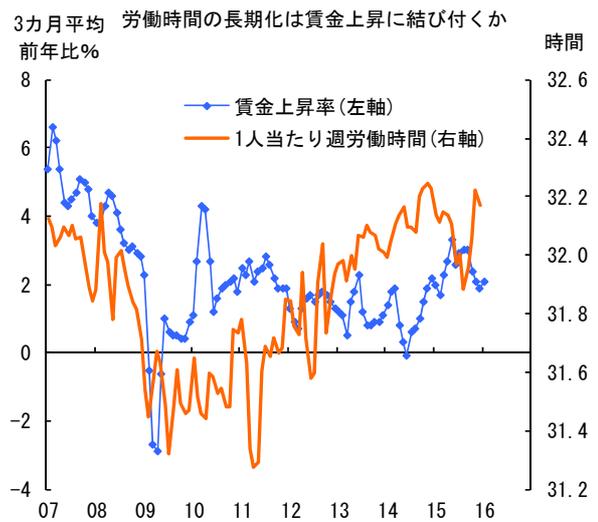
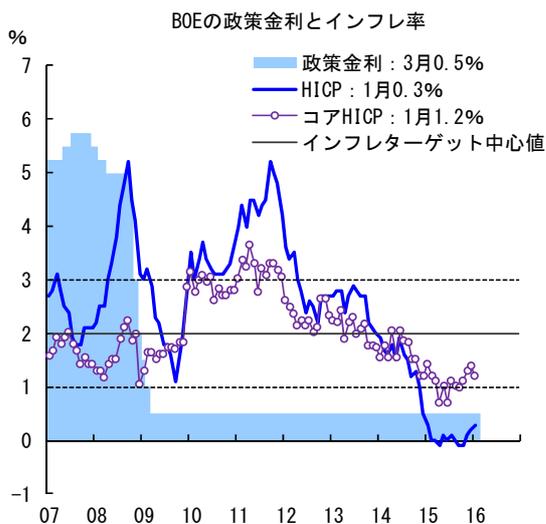
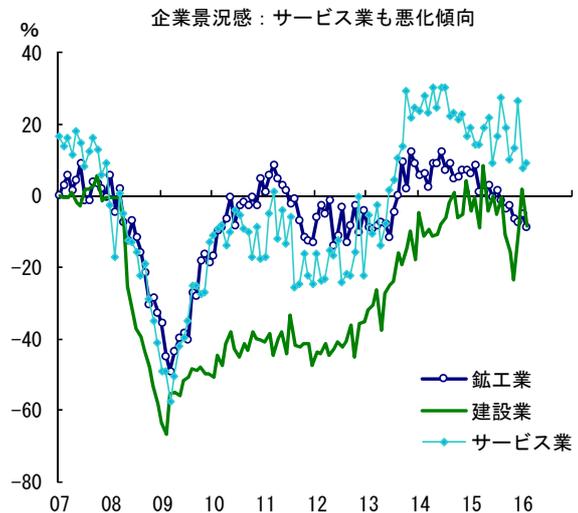
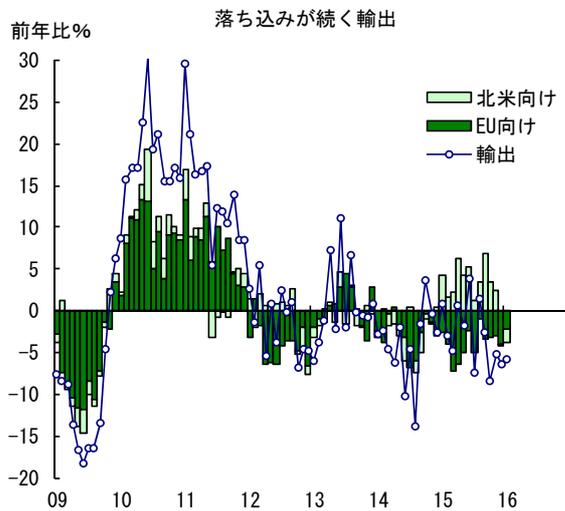
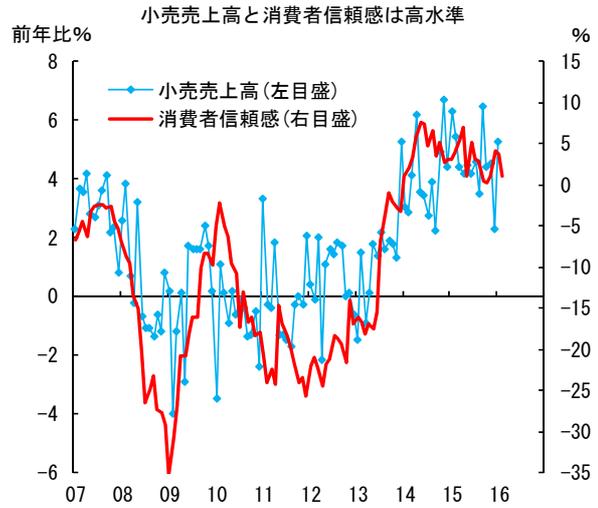
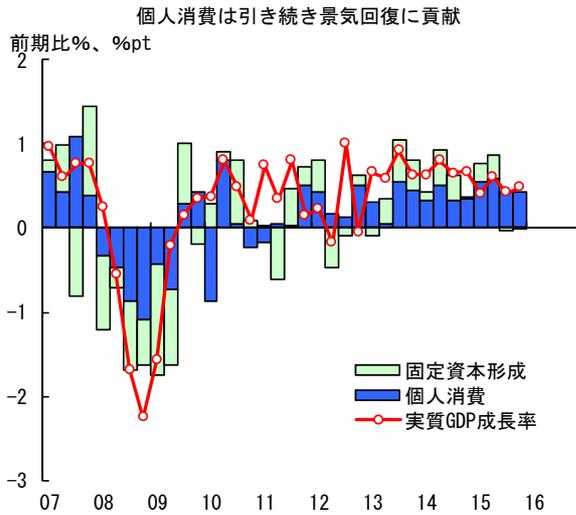
ただ、景気下振れリスクとして、6月23日に実施が決まった英国の国民投票が新たに指摘された。EU 離脱のデメリットを解説し、EU 残留を訴えるキャンペーンが始まっているが、世論調査は引き続き残留派と離脱派が拮抗している。国民投票では EU 残留が選択されると予想するものの、それがはっきりするまで消費や投資が手控えられてしまうリスクがある。

2016 年度予算の発表

BOE の金融政策発表の前日にあたる 16 日に、オズボーン財務相が 2016 年度（2016 年 4 月～2017 年 3 月）予算を発表した。同財務相は 2010 年の就任以来、英国の財政収支の黒字転換を中期的な目標に掲げてきた。2016 年度予算と共に発表された今後 5 年の予算計画でも 2019 年度に財政収支が若干の黒字に転換することを見込んでいる。

ただし、予算責任局（OBR）による最新の経済見通しは 2015 年 11 月の秋季財政報告から下方修正され、これに配慮する形で 2016 年度と 2017 年度の財政引き締め計画に関しては、秋季財政報告の際の計画から引き締め度合いがやや緩和された。また、2016 年度から 2019 年度までの予算計画では全般的な歳出削減が計画されている一方、所得税の課税控除枠の引き上げ、所得税の最高税率が適用される最低所得の引き上げ、法人税率のさらなる引き下げ（2020 年に現在の 20%から 17%へ引き下げ）、キャピタル・ゲイン税率の引き下げ（2016 年 4 月に 18%→10%）などの減税措置が盛り込まれている。このほか、原油安に苦しむ石油・ガス会社に対する税負担軽減措置、マンチェスターとリースを結ぶ高速鉄道の敷設計画と北部の都市を結ぶ道路整備への予算計上なども盛り込まれ、景気対策としての財政政策への配慮もにじませている。

図表4 英国主要経済指標



(出所) 英国統計局 (ONS)、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 通年	2015					2016					2017 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	0.9%	2.3%	1.6%	1.2%	1.3%	1.6%	0.9%	1.4%	1.6%	1.5%	1.3%	1.5%
民間消費支出	0.8%	1.8%	1.2%	2.0%	0.9%	1.7%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
政府消費支出	0.8%	1.8%	1.1%	1.3%	2.2%	1.3%	2.0%	2.0%	1.6%	1.6%	1.8%	1.5%
総固定資本形成	1.3%	5.9%	0.4%	1.7%	5.4%	2.7%	-0.8%	2.4%	3.6%	2.8%	2.1%	2.3%
輸出等	4.1%	5.7%	6.8%	0.9%	0.9%	5.0%	2.4%	3.6%	4.1%	3.6%	2.7%	4.0%
輸入等	4.5%	8.7%	3.9%	4.7%	3.8%	5.7%	1.6%	4.5%	4.9%	4.5%	3.7%	4.5%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	0.9%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%
民間消費支出	0.8%	1.6%	1.7%	1.8%	1.5%	1.7%	1.3%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
政府消費支出	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.6%	1.3%	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%	1.5%
総固定資本形成	1.3%	2.0%	2.6%	2.5%	3.4%	2.7%	1.7%	2.2%	2.7%	2.0%	2.1%	2.3%
輸出等	4.1%	5.3%	6.0%	4.6%	3.6%	5.0%	2.8%	2.0%	2.8%	3.4%	2.7%	4.0%
輸入等	4.5%	6.0%	5.8%	5.5%	5.3%	5.7%	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%	3.7%	4.5%
鉱工業生産（除建設）	0.9%	1.4%	1.3%	1.8%	1.5%	1.5%	1.6%	1.2%	1.3%	1.1%	1.3%	1.1%
実質小売売上高	1.2%	2.4%	2.5%	3.0%	2.1%	2.5%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.1%	1.9%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.3%	0.2%	0.4%	0.1%	1.2%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.1%	-1.9%	-2.4%	-1.9%	-2.4%	-2.5%	-2.1%	-1.1%	-2.0%	0.1%
失業率	11.6%	11.2%	11.0%	10.7%	10.5%	10.9%	10.3%	10.2%	10.0%	10.0%	10.1%	9.8%
10億ユーロ												
貿易収支	251.5	75.3	80.7	82.1	82.6	320.6	81.0	80.0	80.0	76.0	317.0	283.0
経常収支	245.3	79.6	79.7	76.9	84.7	320.8	78.7	78.2	74.7	71.2	302.6	270.0
財政収支	-255					-219					-182	-155
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.70%	0.56%	0.54%	0.30%	0.25%	0.30%	0.40%	0.31%	0.53%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.33%	-0.25%	-0.53%	-0.55%	-0.50%	-0.50%	-0.52%	-0.43%
欧 政策金利(末値)	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%

(注) 2015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 通年	2015					2016					2017 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.9%	1.7%	2.4%	1.7%	1.9%	2.2%	1.7%	2.0%	2.3%	2.5%	2.0%	2.2%
民間消費支出	2.5%	3.4%	3.7%	2.6%	2.7%	2.9%	3.0%	2.4%	2.8%	2.4%	2.8%	2.5%
政府消費支出	2.5%	1.8%	4.1%	2.2%	1.9%	1.7%	2.0%	2.0%	2.4%	2.4%	2.2%	2.1%
総固定資本形成	7.3%	5.6%	6.4%	-0.5%	-0.2%	4.2%	1.2%	0.4%	2.4%	2.8%	1.1%	2.1%
輸出等	1.2%	-1.0%	12.4%	-1.9%	-0.5%	5.0%	1.2%	1.6%	4.1%	2.8%	1.7%	3.4%
輸入等	2.4%	13.9%	-9.2%	11.3%	4.7%	6.2%	2.0%	1.2%	4.5%	2.8%	3.1%	3.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.9%	2.6%	2.4%	2.1%	1.9%	2.2%	1.9%	1.8%	2.0%	2.1%	2.0%	2.2%
民間消費支出	2.5%	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%	2.9%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	2.5%
政府消費支出	2.5%	1.2%	1.4%	1.7%	2.5%	1.7%	2.6%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%
総固定資本形成	7.3%	6.1%	5.0%	2.9%	2.7%	4.2%	1.7%	0.2%	0.9%	1.7%	1.1%	2.1%
輸出等	1.2%	5.1%	7.0%	6.1%	2.1%	5.0%	2.7%	0.1%	1.6%	2.4%	1.7%	3.4%
輸入等	2.4%	7.8%	5.8%	6.5%	4.8%	6.2%	1.9%	4.7%	3.1%	2.6%	3.1%	3.3%
鉱工業生産	1.3%	0.8%	1.3%	1.2%	0.8%	1.0%	0.2%	0.0%	0.4%	0.7%	0.3%	0.6%
実質小売売上高	4.0%	5.4%	4.3%	4.8%	3.7%	4.5%	4.4%	3.3%	2.9%	2.8%	3.3%	2.4%
消費者物価	1.5%	0.1%	-0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.8%	1.2%	0.7%	1.3%
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.8%	-1.5%	-1.7%	-1.1%	-1.1%	-0.5%	0.2%	-0.6%	0.6%
失業率	6.2%	5.5%	5.6%	5.3%	5.1%	5.4%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
10億英ポンド												
貿易収支	-123.1	-33.8	-26.7	-31.8	-32.7	-125.0	-33.3	-30.8	-33.5	-34.2	-131.7	-136.0
経常収支	-92.5	-23.3	-17.5	-17.5	-18.6	-76.8	-20.3	-16.2	-17.6	-19.7	-73.8	-79.5
財政収支	-89.6	-2.1	-26.4	-16.7		-54.8					-52.0	-53.8
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	1.91%	1.87%	1.82%	1.53%	1.45%	1.50%	1.60%	1.52%	1.73%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.61%	0.61%	0.54%	0.45%	0.40%	0.45%	0.50%	0.45%	0.84%
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%	0.50%	1.00%

(注) 2015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

【重要な注意事項】

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.24200%（但し、最低 2,700 円）の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかには為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 108 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会