

西欧経済の見通し

～成長促進に目配りも、回復ペースは緩やか～

1. 総論

(1) 景気の現状

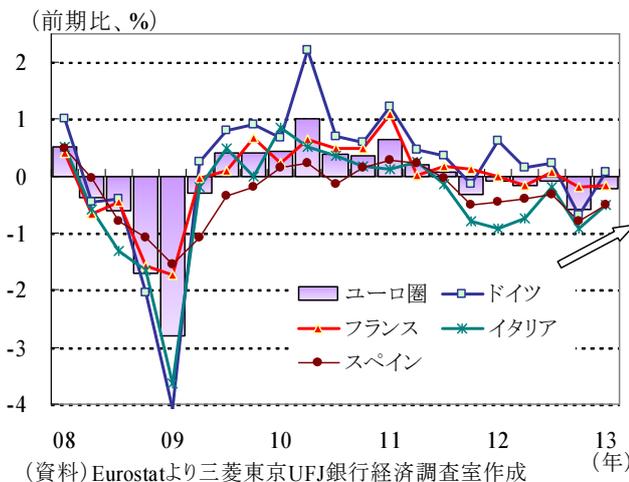
欧州経済は 6 四半期連続のマイナス成長

欧州経済は後退が続いている。2013 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%と、ユーロ導入以来最長の 6 四半期連続のマイナス成長となった。先行きに対する不透明感が長引くなか、個人消費や設備投資が引き続き低調に推移した模様である。国別にみると、フランスは同▲0.2%、イタリアとスペインはそれぞれ同▲0.5%と低迷が続いている(第 1 図)。ドイツは同+0.1%と辛うじてプラス成長に回帰したが、足元では景況感など一部の先行指標が悪化傾向にある(第 2 図)。

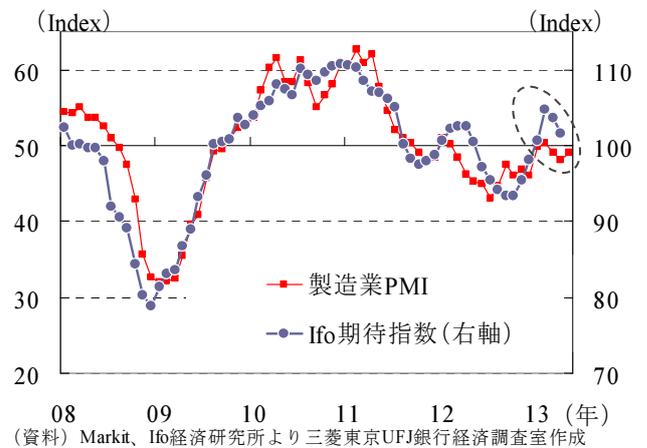
ECB は弱い経済指標を受けて利下げを決定

こうした状況下、欧州中央銀行(ECB)は5月、弱い経済指標を受けて政策金利を過去最低の0.50%に引き下げた。さらに、ドラギ総裁は追加利下げや預金ファシリティへのマイナス金利導入にも含みを残している。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



第 2 図：ドイツの景況感



2. 今後の見通し

ユーロ圏は低調な個人消費や設備投資が成長率を下押し

成長促進にも目配りした政策運営が可能に

2014年は3年ぶりにプラス成長回帰も、回復ペースは緩慢

英国では外需の不振が大きな重し

一方、住宅市場に持ち直しの兆し

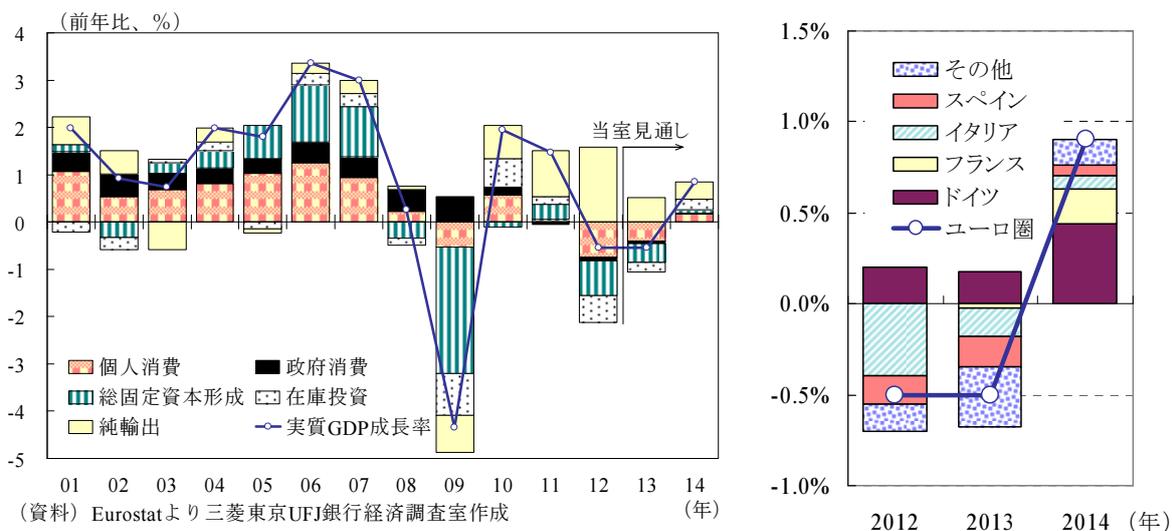
ユーロ圏経済は当面、低調な消費者や企業のマインドが個人消費や設備投資を抑制し、成長率の下押し要因となろう。緩和的な金融政策効果の浸透も緩やかにとどまると見込まれる。

他方、ECBによる国債購入プログラム（OMT）の存在が債務問題のテールリスクを後退させるなか、ユーロ圏では財政緊縮一辺倒から成長促進にも目配りした政策運営を目指す動きがみられるようになってきている。従来以上に雇用を重視した政策の実施による消費者マインドの改善や、増税の見直しによる所得増加が期待できる。

政策的な下支えもあり、ユーロ圏は2013年後半には下げ止まるとみられるが、底入れを探る展開が精一杯となろう。2014年には周縁国もマイナス成長を脱却し、3年ぶりのプラス成長に回帰すると見込まれる。2013年の成長率は▲0.5%、2014年は+0.8%を予想するが、回復ペースは緩慢にとどまる点に留意したい。

英国では、外需の不振が企業活動を弱めており、特に輸出先の半分以上を占める大陸欧州での景気後退長期化が大きな重しとなっている。先行き2014年にかけて、大陸欧州の景気が下げ止まりすることで、外需要因による下押し圧力の緩和が見込まれる。また、住宅市場は英中銀が導入した貸出促進策の影響により持ち直しの兆しがみられ始めた。2014年については、政府の新たな住宅支援策が追い風となり、回復感が強まる展開を予想する。

第3図：ユーロ圏実質GDP成長率



3. ユーロ圏

(1) 財政緊縮から成長促進を目指す動き

OMT の存在により
債務問題のテール
リスクが後退

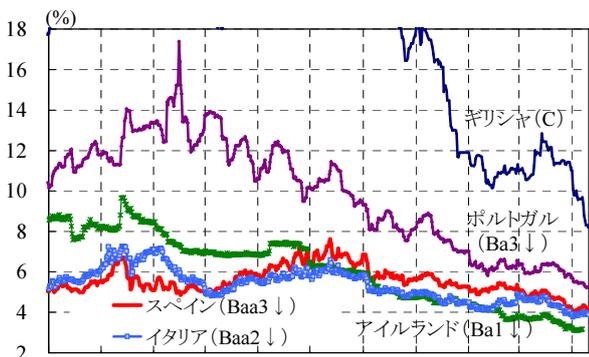
ECB が昨年発表した OMT の存在が債務問題のテールリスクを後退させたこと等から、周縁国の 10 年債利回りは低下している（第 4 図）。しかし、イタリア総選挙後の政局混迷による財政健全化の遅延懸念や、キプロスの銀行預金に対する課税を巡る混乱、スロベニアの不良債権問題などにより、依然として債務問題の抜本的な解決に至っていないことが浮き彫りになった。ただし、いずれも金融市場への波及は限定的であった。従来は債務問題に対応するセーフティネットが整っていなかったため、火種が見えれば市場の不安は直ちに金利を上昇させ、当局はその都度、後追的な対応を余儀なくされていた。特に財政緊縮への取り組み姿勢は市場から注目され、不十分とみなされると大幅な金利上昇を招いた。このため、各国政府は財政健全化に向け歳出抑制だけでなく、景気が低迷するなかでの増税を余儀なくされ、結果としてさらなる景気低迷を招くという悪循環に陥っていた。

財政緊縮一辺倒か
ら、成長促進にも目
配り

しかしながら OMT をはじめとする各種支援体制の整備により金利の急騰リスクが後退したことから、これまでの財政緊縮一辺倒の対応から、成長の促進にも目配りした政策運営を目指す動きがみられるようになってきている。

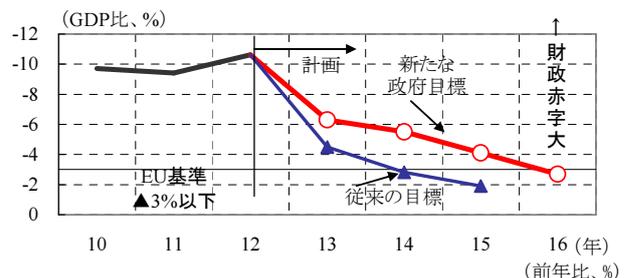
イタリアでは漸く成立した大連立内閣が成長戦略の必要性に言及した。また、スペインは景気に配慮し、財政目標達成年を 2 年先延ばしする計画を提出している（第 5 図）。このほか、欧州委員会はフランスやオランダなどに対し、財政目標の達成先延ばしを認める方針を発表した。

第 4 図：周縁国の 10 年債利回り



11/9 11/11 12/1 12/3 12/5 12/7 12/9 12/11 13/1 13/3 13/5
 (注) ()内は格付け、大手3社の中で最も低いもの。矢印はネガティブ見直し。(年/月)
 アイルランドは2011年10月12日以降9年金利、2013年1月4日以降8年金利。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図：スペイン政府の財政計画と経済見通し



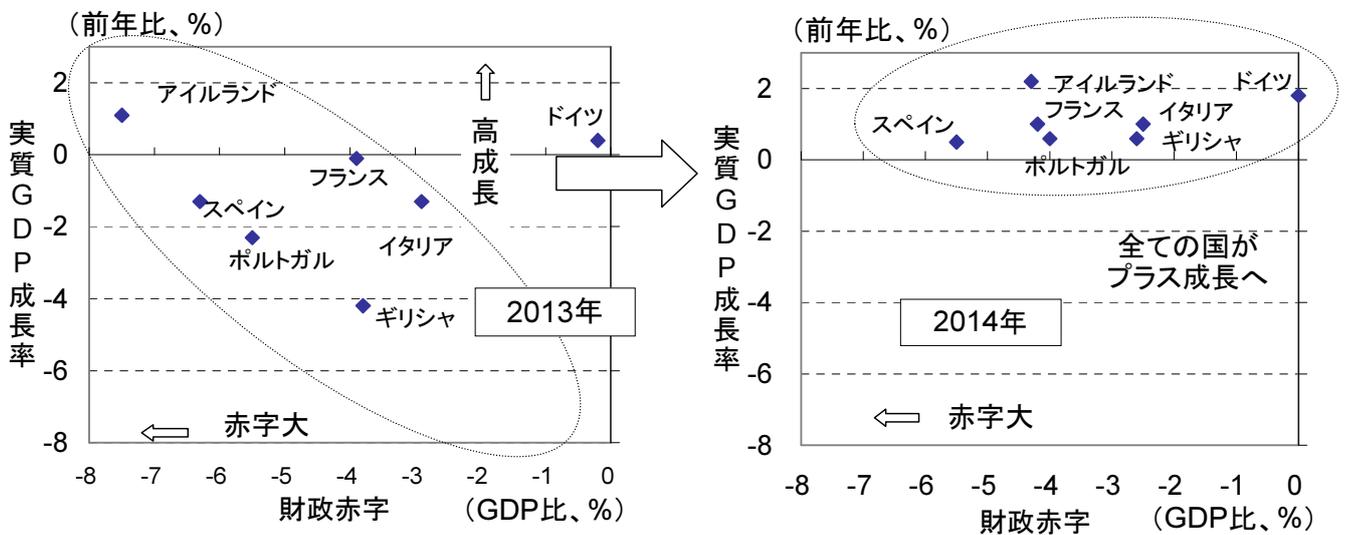
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| 実質GDP成長率 | -1.4 | -1.3 | 0.5 | 0.9 | 1.3 |
| 内需 | -3.9 | -3.7 | -0.8 | -0.1 | 0.6 |
| 個人消費 | -2.1 | -2.5 | 0.0 | 0.4 | 0.8 |
| 政府支出 | -3.7 | -4.4 | -3.1 | -3.8 | -3.6 |
| 総固定資本形成 | -9.1 | -7.1 | -0.9 | 2.0 | 4.3 |
| 外需 | 2.5 | 2.4 | 1.3 | 1.0 | 0.7 |
| 輸出 | 3.1 | 4.1 | 5.9 | 3.9 | 7.1 |
| 輸入 | -5.0 | -3.7 | 2.6 | 4.7 | 6.2 |

(資料) スペイン財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

緊縮の緩和による
マインドの回復や
雇用環境の改善に
期待

長期金利の高騰リスクが低下した状況での財政緊縮の緩和は、①個人・企業の負担軽減やマインド回復→消費や設備投資の改善、あるいは②公的需要の拡大、さらには①・②に伴う企業収益の持ち直し→雇用・所得環境の改善、といった波及経路で、実体経済へプラスの影響を及ぼすと期待できる。このため、2014年にはギリシャやポルトガル、スペインなどの周縁国を含む全ての国で従来の下押し要因が軽減し、プラス成長に回帰する計画を提出している（第6図）。これからは成長促進策と財政規律のバランスを注視する必要がある。

第6図：各国の実質 GDP 成長率と財政赤字見通し



(注) スペインは政府計画、その他は欧州委員会見通し。
(資料) スペイン政府、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

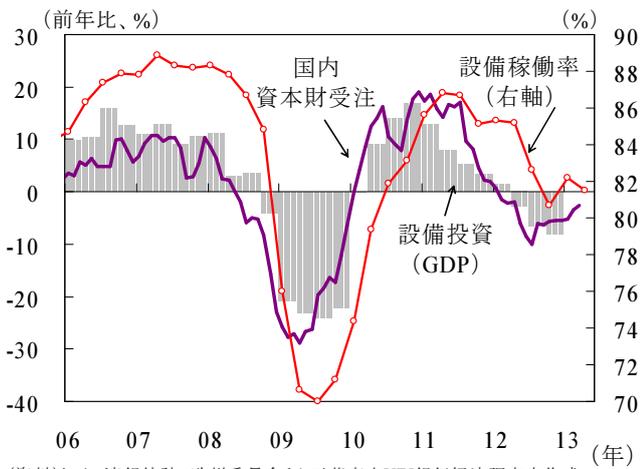
(2) ドイツは引き続きユーロ圏経済を下支え

ドイツ経済は、第1四半期に僅か前期比+0.1%の成長にとどまり、輸出や生産等の息切れが気がかりな状況にある。ただし、同期のGDPを需要項目別にみると、悪天候の影響から建設投資が落ち込んでおり、一時的に成長率が下押しされた面もある。

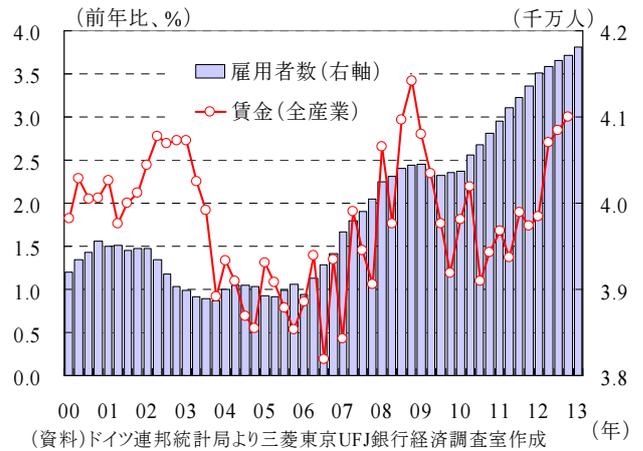
低金利や良好な雇用環境が住宅投資や個人消費を後押し

先行きについて考えると、企業の設備稼働率に底打ち感が窺え、設備投資の先行指標とされるドイツ国内の資本財受注もマイナス幅の縮小が続いている（第7図）。また、ドイツにとって、緩和的な金融環境や雇用環境の改善が続いていることから（第8図）、2014年にかけて住宅投資や個人消費が堅調に推移すると見込まれる。ドイツ経済は引き続きユーロ圏経済を下支えするとみられる。

第7図：ドイツの設備投資と国内資本財受注



第8図：ドイツの雇用者数と賃金



(3) ECB も金融面から景気を下支え

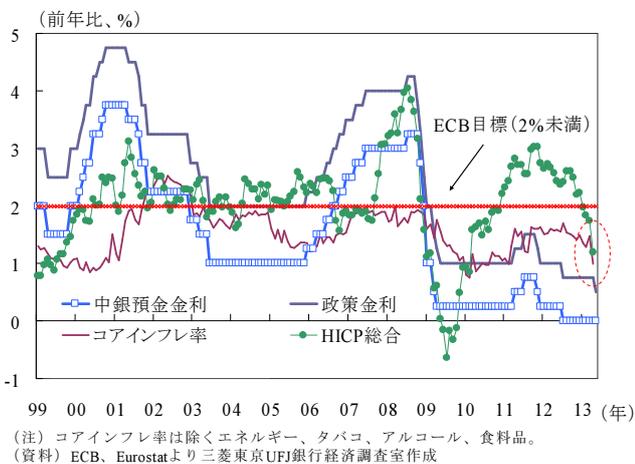
ECB は利下げを決定

追加利下げに含みも、資金需要が弱い状況下ではその効果は限定的

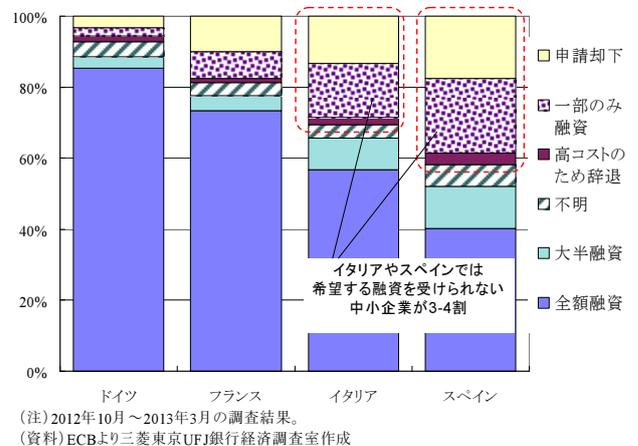
ECB は5月、インフレ率の鈍化や経済指標の改善の遅れを受けて利下げを決定した。これにより政策金利は過去最低の0.50%となった(第9図)。追加利下げにも含みを残し、今局面における政策金利の引き下げは、為替相場の減価を通じて輸出を押し上げる効果が期待できる。しかし、イタリアやスペインなどの銀行の中小企業に対する与信姿勢は慎重化しており、貸出の積極化は期待しにくい面もある(第10図)。

こうしたなか、ドラギ総裁は預金ファシリティ(ECB 翌日物預金)のマイナス金利導入や非金融企業への融資に裏づけられた資産担保証券の活用を検討していることを示唆した。ECBは、OMTを整えたことで債務問題が落ち着きつつあるなか、域内金融仲介機能の向上への取り組みを強化している。

第9図：政策金利と物価



第10図：中小企業による銀行貸出申請結果



(大幸 雅代)

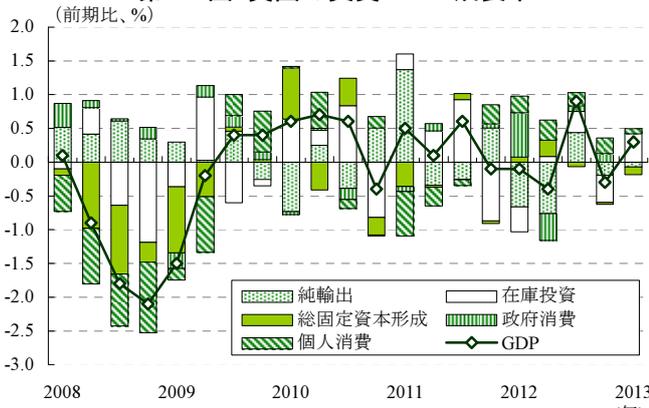
4. 英国

(1) 景気の三番底は回避するも、雇用・所得環境は悪化方向

第1四半期の実質成長率はプラスに転じ、三番底を回避 英国経済は低調が続いているが、一時期懸念された三番底のリスクは後退してきている。第1四半期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%となり、2四半期連続のマイナス成長を回避した（第11図）。需要項目別の内訳をみると、前期には成長率の押し下げ要因であった在庫投資がプラス寄与に転じており、在庫復元の動きが持ち直しを牽引した。また、個人消費の底固い推移も三番底回避に寄与した。

家計を取り巻く環境は厳しさを増しつつある ただし足元にかけて、家計を取り巻く環境が厳しさを増しつつあることが懸念される。家計のマインドは、株価上昇等を背景に低水準ながらも改善基調を辿ってきたが、年初以降は改善が足踏み状態となっている。また雇用者数が足元で減少傾向に転じているほか、実質賃金もインフレ率の上昇によってマイナス幅が拡大している（第12図）。雇用・所得環境の軟調さが増していることを踏まえると、家計に対して今後一段の景気牽引力を期待するのは難しいとみられる。

第11図：英国の実質 GDP 成長率



第12図：英国の雇用者数と実質賃金



(2) 2013 年中は一進一退の景気展開を予想

外需の不振や財政緊縮が引き続き景気を下押しする公算 企業部門については、サービス業が堅調さを増しているものの、製造業と建設業の活動は縮小傾向にあり、全体としては低調に推移している。企業活動の弱さの一因は外需の不振であり、とくに輸出先の半分以上を占める大陸欧州での景気後退長期化が大きな重しとなっている。先行き 2014 年にかけて、大陸欧州の景気が下げ止まることで、外需要因による下押し圧力の緩和が見込まれるが、今しばらくは、企業部門の低調継続は避けられないとみられる。加えて、政府は財政緊縮路線を堅持しており、財政面からの逆風も当面続く可能性が高い。

こうしたなか、数少ない明るい動きがみられるのが住宅市場である。住

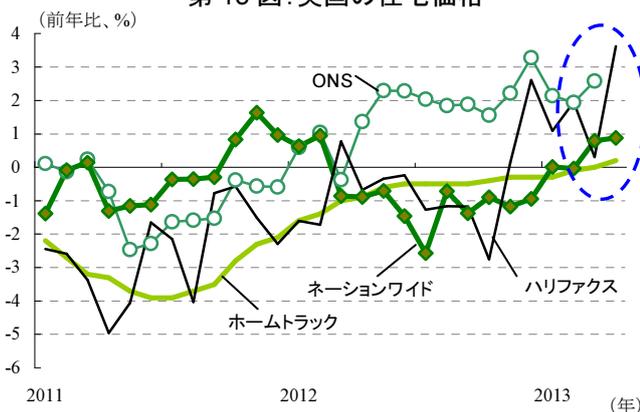
住宅市場に持ち直しの兆し

住宅市場は、2008年から2009年にかけて急速に落ち込んだ後、底ばい状態が続き、昨年末頃からようやく持ち直しの兆しがみられ始めた。英国では、複数の調査機関が各自の算出方法で住宅価格指標を作成し公表しているが、足元は主要な価格指標すべてが前年比プラスに転じている(第13図)。住宅市場の持ち直しの要因としては、昨年8月からイングランド銀行(BOE)が導入した貸出促進策(FLS)の影響が挙げられる。FLSによる金融機関の資金調達コストの低下が住宅ローン金利の低下を促し、住宅販売件数も昨秋頃から増加し始めた(第14図)。また、ロンドンの住宅市場については、アジア等からの投資資金流入による影響も指摘されている。

住宅市場の本格回復は2014年以降とみる

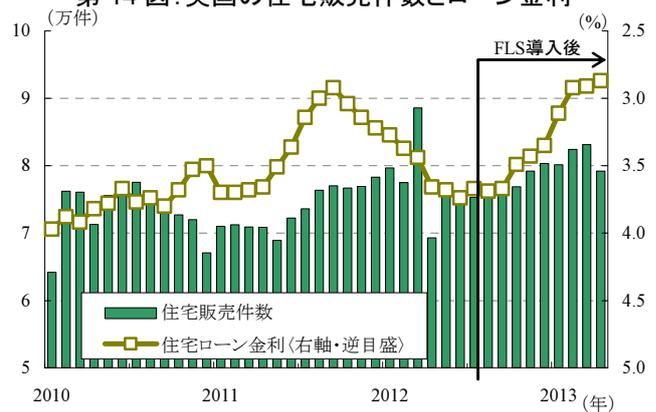
もっとも、家計のバランスシート調整は継続中であり、雇用・所得環境の本格的な回復が伴わない間は、住宅市場の回復の裾野や持続性は限定的なものとなろう。当面は、金利低下を受けたpent-up demand 顕在化による緩やかな回復に止まる可能性が高い。2014年については、政府の新たな住宅購入支援策が追い風となり、回復感が強まる展開を予想する。

第13図: 英国の住宅価格



(資料)ONS及び各調査会社より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図: 英国の住宅販売件数とローン金利



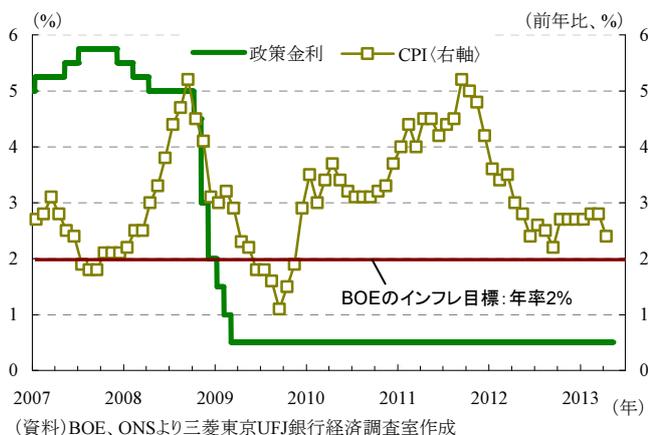
(資料)英歳入関税庁、BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 追加金融緩和の可能性が浮上したが、効果は限定的とみる

財務相がインフレ目標政策の運営柔軟化に言及

財政出動の余地が限られるなか、英国政府は金融政策による景気底上げに対して期待を強めている。足元のインフレ率は、BOEの目標である前年比+2%を上回っているが(第15図)、3月20日の予算演説では、オズボーン財務相がインフレ目標政策の運営柔軟化に言及し、現状の経済環境では、BOEが景気により配慮した政策を採りうることを示唆した。またFLSについては、4月25日に拡充が発表され、期間延長とともに中小企業向けの貸出促進策が強化された(第1表)。もっとも、金利はすでに低水準にあり、企業活動の低調によって資金需要が乏しいなかでは、追加金融緩和の効果は限られよう。

第 15 図: 英国の政策金利と CPI



第 1 表: BOE の貸出促進策(FLS)拡充の概要

- ①期間の延長
実施期間を2014年1月末までから2015年1月末までに延長
- ②中小企業向け貸出促進の強化
貸出純増額に応じて受けられる資金支援額を中小企業向け貸出については増額
 - ・家計・大企業等向け貸出
純増1ポンドにつき1ポンドの資金調達支援
 - ・中小企業向け貸出
純増1ポンドにつき2013年中は10ポンド、
2014年は5ポンドの資金調達支援
- ③利用可能金融機関の拡大
従来: 銀行、ビルディングソサイエティ
追加: リース会社、ファクタリング会社
不動産抵当・住宅信用会社

(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

| | GDP規模 2012 (10億ドル) | 実質GDP成長率 (%) | | | 消費者物価上昇率 (%) | | | 経常収支 (億ドル) | | |
|------|--------------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| | | 2012年 (実績) | 2013年 (見通し) | 2014年 (見通し) | 2012年 (実績) | 2013年 (見通し) | 2014年 (見通し) | 2012年 (実績) | 2013年 (見通し) | 2014年 (見通し) |
| ユーロ圏 | 12,198 | ▲ 0.6 | ▲ 0.5 | 0.8 | 2.5 | 1.5 | 1.6 | 152 | 176 | 187 |
| ドイツ | 3,401 | 0.9 | 0.6 | 1.5 | 2.0 | 1.6 | 1.8 | 241 | 231 | 224 |
| フランス | 2,609 | 0.0 | ▲ 0.1 | 0.9 | 2.0 | 1.1 | 1.4 | ▲ 61 | ▲ 54 | ▲ 46 |
| イタリア | 2,014 | ▲ 2.4 | ▲ 1.0 | 0.5 | 3.0 | 1.5 | 1.4 | ▲ 15 | 2 | 1 |
| 英国 | 2,443 | 0.3 | 0.3 | 1.1 | 2.8 | 2.8 | 2.4 | ▲ 914 | ▲ 642 | ▲ 590 |

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

| | ユーロ圏 | | | 英国 | | |
|------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| | 2012年 (実績) | 2013年 (見通し) | 2014年 (見通し) | 2012年 (実績) | 2013年 (見通し) | 2014年 (見通し) |
| 名目GDP | 0.8 | 0.5 | 1.8 | 1.7 | 3.1 | 3.5 |
| 実質GDP | ▲ 0.6 | ▲ 0.5 | 0.8 | 0.3 | 0.3 | 1.1 |
| <内需寄与度> | ▲ 2.1 | ▲ 1.1 | 0.5 | 1.4 | 0.5 | 1.0 |
| <外需寄与度> | 1.6 | 0.5 | 0.4 | ▲ 0.9 | ▲ 0.2 | 0.1 |
| 個人消費 | ▲ 1.3 | ▲ 0.7 | 0.3 | 1.2 | 0.8 | 1.1 |
| 政府消費 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | 0.1 | 2.2 | 0.0 | ▲ 0.4 |
| 総固定資本形成 | ▲ 3.9 | ▲ 2.3 | 0.4 | 1.5 | ▲ 1.8 | 0.7 |
| 在庫投資 (寄与度) | ▲ 0.6 | ▲ 0.2 | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.3 | 0.2 |
| 輸出 | 2.9 | 1.4 | 2.3 | ▲ 0.2 | ▲ 1.3 | 1.9 |
| 輸入 | ▲ 0.8 | 0.3 | 1.7 | 2.7 | ▲ 0.8 | 1.5 |

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタ、2009年にスロバキア、2011年にエストニアが参加し17カ国。
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
 3. 在庫投資、純輸出は実質値 (ユーロ圏は億ユーロ、英国は億ポンド)。
 経常収支は名目値 (億ドル)。
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率 (HICP)。

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 (次長 伊達)

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。