

# 西欧経済の見通し

～ユーロ圏は 1%弱の低成長が続く、英国は消費主導の堅調な回復が持続～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気の現状

ユーロ圏経済は足踏み

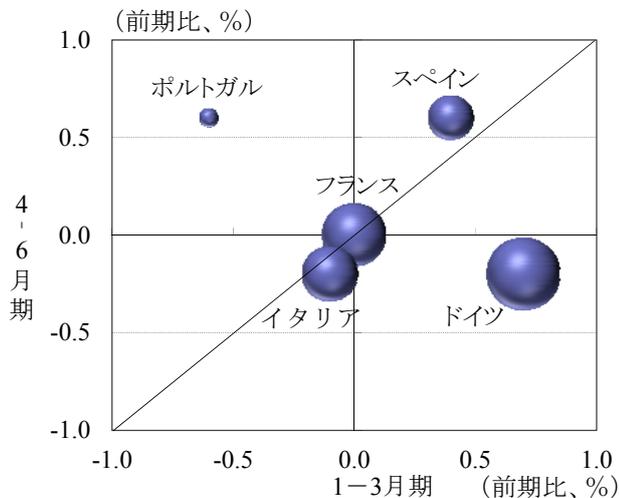
ユーロ圏経済は足踏みしている。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比横ばいと 1-3 月期 (同+0.2%) から減速した。牽引役であったドイツ (同▲0.2%) がマイナス成長に陥ったほか、フランスは前期に続き横ばいに止まった。周縁国ではスペイン (同+0.6%) は回復基調を維持する一方、イタリア (同▲0.2%) は 2 四半期連続のマイナスとなり、再び景気後退局面入りした (第 1 図)。

イタリアは再び景気後退局面入り

ドイツのマイナス成長は、暖冬により前期大幅に伸びた建設投資の反動減が主因であり、消費は堅調を維持、輸出も緩やかな回復傾向が続いている。ただし、輸出については、ロシア向けは年初来 2 桁減が続いており (第 2 図)、ウクライナ情勢の緊迫化を受けたロシア経済減速の影響が顕在化しているとみられる。

ドイツのロシア向け輸出は年初来、2 桁減が続く

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



(注) バブルはユーロ圏 18 カ国に占める名目 GDP のウェイト。  
(資料) Eurostat より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第 2 図：ドイツの輸出動向



(注) 輸出データは半年蓄積。  
(資料) ドイツ連邦統計局より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

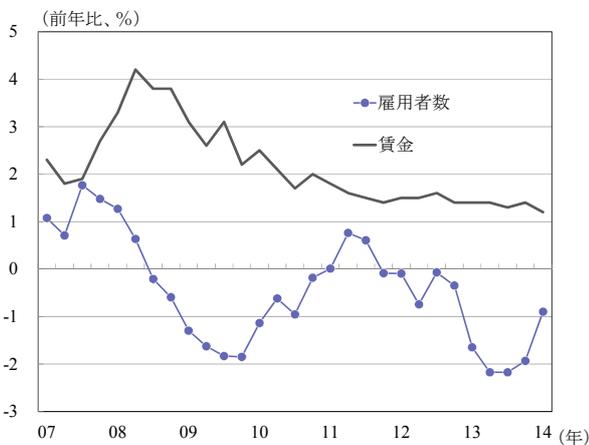
**イタリアは内外需ともにふるわず**

イタリア経済は内外需共にふるわない状況にある。雇用者数の前年割れが続くなか、賃金の伸びは加速せず（第3図）、内需は低迷が続いている。イタリアとは対照的に、スペインでは景気の底打ち感が出ている。輸出が持ち直していることに加え、低迷が続いていた消費も回復に向かっている。もっとも、消費の中身をみると、政府の販売促進策により自動車販売は大幅に伸びているが、自動車を除く小売売上の回復ペースは加速感がみられない（第4図）。

**スペインは輸出主導で回復**

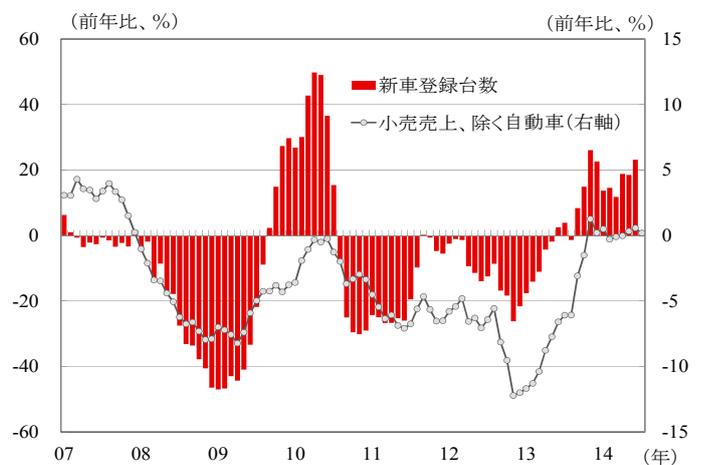
スペインで輸出が回復している背景には、大幅な雇用・賃金削減を可能にした労働市場改革などの経済改革が奏功しつつあると考えられる。こうした改革により、企業は柔軟な雇用調整・労働コストの削減が可能になり、価格競争力の改善を通じ輸出の回復につながっている。他方、こうした改革は家計に失業率の上昇など痛みを強めている。4-6月期の失業率は24.7%とピーク時から小幅低下したものの、周縁国の中ではギリシャに次ぐ高水準にある。業種別の就業者数をみると、不動産バブル崩壊の影響で2008年以降、建設業が激減。雇用吸収力が大きい製造業の回復は鈍く、「輸出増→雇用・所得増」という好循環につながりにくい状況にある。

第3図：イタリアの雇用者数と賃金



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：スペインの小売売上と自動車販売



(資料)スペイン統計局、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**低インフレが長期化**

懸案の物価は、8月の消費者物価上昇率（HICP 総合）が前年比+0.3%まで減速し、欧州中央銀行（ECB）の物価目標（2%未満かつ2%近く）を大幅に下回る状況が続いている。ECBは「低インフレの長期化」が期待インフレ率の低下を通じて、デフレリスクを高めることを懸念しており、6月に中銀預金のマイナス金利導入や、貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）などの追加金融緩和策を発表した。9月には追加利下げに加え、10月からの資産担保証券（ABS）およびカバードボンドの買取プログラムの開始を発表した。

**ECBは6月に続き、9月にも追加金融緩和策を発表**

## (2) 今後の見通し

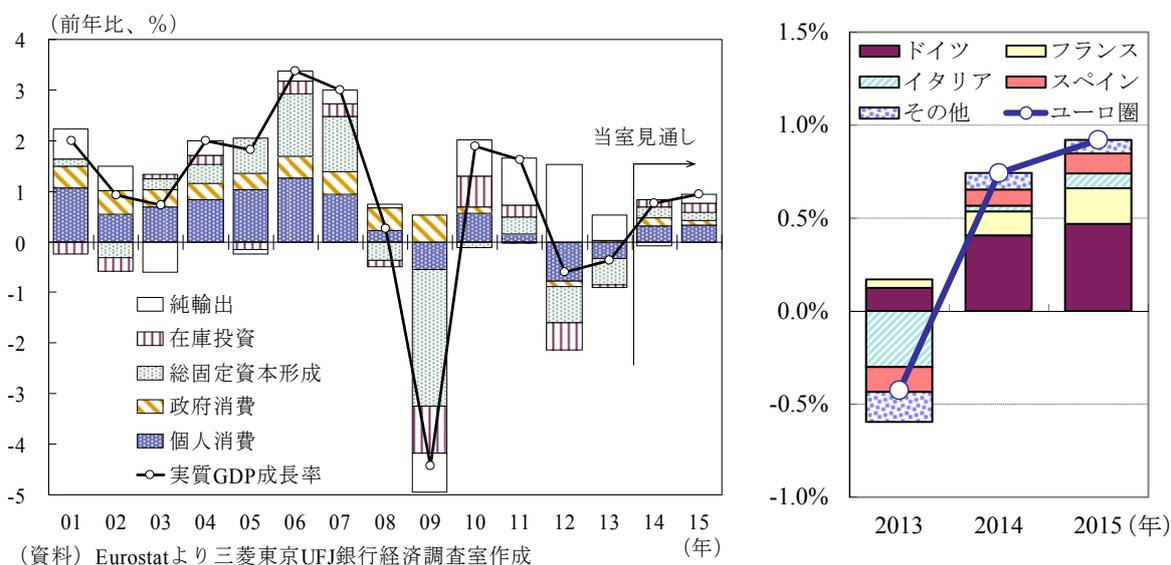
2015 年にかけても  
1%弱の低成長に止  
まる

今後のユーロ圏経済を展望すると、追加金融緩和策や海外景気を持ち直しが景気の一定の下支えになるとみられるが、内需の回復ペースは緩慢で、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%、2015 年は同+0.9%と 1%弱の低成長に止まると予想する（第 5 図）。とりわけ、不良債権処理が道半ばである周縁国は、辛うじてプラス成長を確保するに止まる見込みである。

目下のリスクはロ  
シア・ウクライナ  
情勢の緊迫化に伴  
う輸出、投資の抑制

ユーロ圏経済にとっての目下のリスク要因は、緊張が続くロシア・ウクライナ情勢である。7 月のマレーシア航空機墜落を契機に、EU・米国がロシアに対し経済制裁を強化、これに対抗すべくロシアは一部食料品の輸入を禁止するなど緊張感が高まっている。ロシア向け輸出の減少を通じた各国の成長率押し下げの影響は限定的であるとみるが、企業マインドの悪化による設備投資の抑制など間接的な影響が拡大する懸念もある（詳細は後述）。ユーロ圏の中では、ドイツは相対的にロシア向け輸出比率が高く、ロシア経済減速の影響を受けやすいといえる。ドイツは内需が堅調であること、経済実態に比べ安価な通貨や低い金利を武器に景気の腰折れリスクは小さいとみるが、ロシア・ウクライナ情勢を巡る下振れリスクには注意が必要である。

第 5 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率（見通し）



### (3) 物価と金融政策

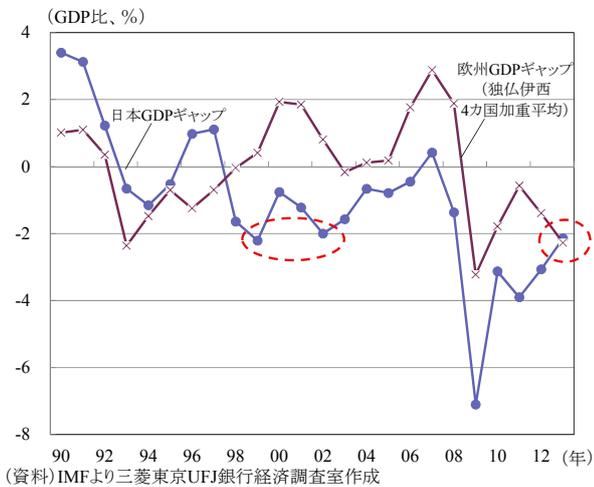
エネルギーや食料品が物価全体を押し下げ

低インフレの主因を品目別にみると、エネルギーと食料品・アルコール・タバコが物価全体を押し下げている。6月の追加金融緩和策を受けて、低インフレの一因となっていたユーロ高が反転しており、輸入物価の下落圧力は緩和しつつあるが、①内需の回復が脆弱であること、②ロシアの一部食料品輸入禁止を受け、輸出先を失った在庫がユーロ圏域内に流通し、食料品価格の押し下げ圧力になること、などから物価上昇圧力は当面弱いといえそうだ。

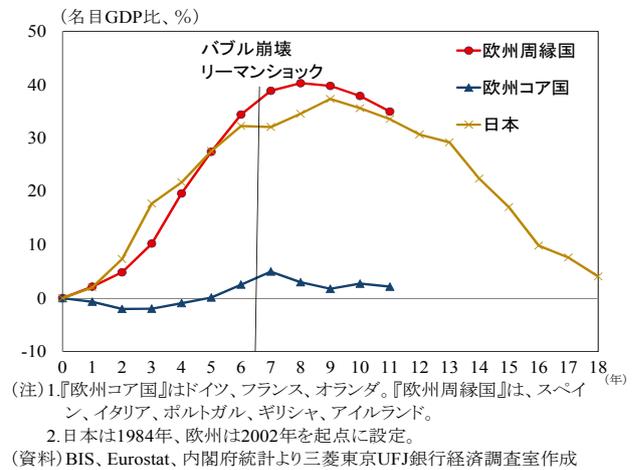
低インフレの長期化に伴い、デフレリスクが高まっている。デフレリスクをみる上で影響が大きい需給ギャップをみると、2008～09年のグローバル金融危機以降、一旦は縮小に向かったものの、欧州債務危機の深刻化に伴い再拡大している。足元では日本のデフレ局面における最大の供給超過幅とほぼ同程度の規模にまで拡大している（第6図）。

また、企業債務残高（GDP比）をみると、ドイツやフランスなどコア国の調整圧力はさほどではないものの、イタリア、スペインなど周縁国では調整は半ばであり（第7図）、企業のバランスシート調整を通じて中期的にデフレ圧力がかかりやすい状況が続く見込みである。

第6図：日本とユーロ圏の GDP ギャップ



第7図：日本とユーロ圏の企業債務残高



ECBは9月に追加金利下げ、および2種類の資産買取プログラムの開始を発表

デフレリスクの高まりを受けて、ECBは6月の金融緩和策（中銀預金金利のマイナス化やTLTROの実施など）に続き、9月4日には追加金利下げ（政策金利を各々0.1%ポイント引き下げ）と、資産担保証券（ABS）およびカバードボンドの買取プログラムの実施を決定した。資産買取プログラムの詳細は、10月の理事会で発表される予定であるが、9月から実施されるTLTROとあわせて、ECBのバランスシート拡大とそれに伴う一段のユーロ安が期待される。

**追加金融緩和策の背景には、インフレ期待の低下**

6月の追加金融緩和からわずか3ヵ月という短期間で追加策を打ち出した背景には、ドラギ総裁が8月22日の米ジャクソンホール演説で言及した通り、インフレ期待の低下がある。今回の金融緩和は市場予想よりも早いタイミングで実施されたが、これは政策金利（主要リファイナンス金利は0.05%）が事実上の下限に達したことを示すことで、9月18日に実施予定の第1弾のTLTROの積極的な利用を促す狙いがあるとみられている。

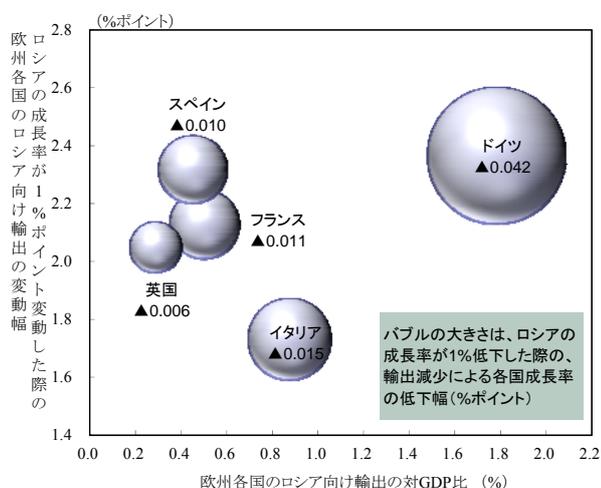
追加金融緩和策と同時に発表されたECBスタッフによる物価見通しでは、2014年のインフレ率は前回比0.1%ポイントの引き下げに止め、2015年、2016年の見通しは据え置かれた。ECBは一連の緩和策により、インフレ期待の更なる低下は抑制されるとみているが、足元でロシア・ウクライナ情勢による景気下振れリスク等も高まっており、予断を許さない状況にある。

**(4) ロシア・ウクライナ情勢の影響**

**ロシア向け輸出減少に加え、マインド悪化を通じた間接的な影響波及も**

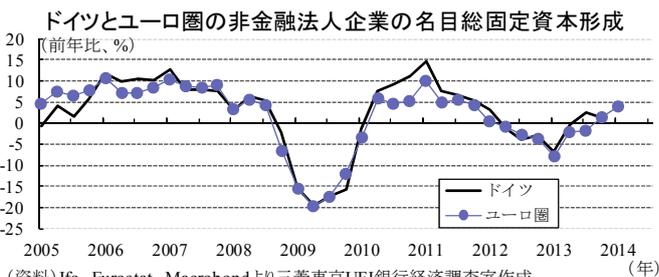
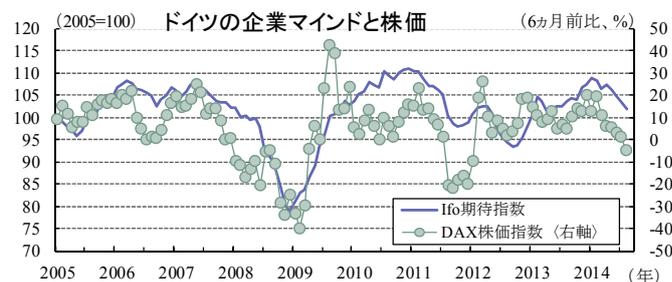
足元でロシア・ウクライナ情勢は緊迫した状況が続いている。7月のマレーシア航空機墜落を契機に、EU・米国がロシアに対し経済制裁を強化、これに対抗すべくロシアは一部食料品の輸入を禁止するなど緊張感が高まっている。ロシアの食品輸入禁止の影響は軽微とみられるが、ロシアの景気悪化も欧州の輸出押し下げ要因となる（第8図）。特にドイツは、ロシア向け輸出の所得弾性値とGDPシェアが他の欧州主要国比大きいため、今後の情勢次第では、マインド悪化による間接的な影響が一段と拡大する虞もある。ドイツの株価と企業マインドは軟化傾向にあり、これらと相関性が大きい設備投資の下押しが懸念される（第9図）。

第8図：ロシア向け輸出減少による欧州への影響



(資料)Eurostat等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：ロシア懸念のドイツへの影響



(資料)Ifo, Eurostat, Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

### 3. 英国

#### (1) 景気の現状～堅調な景気拡大が継続

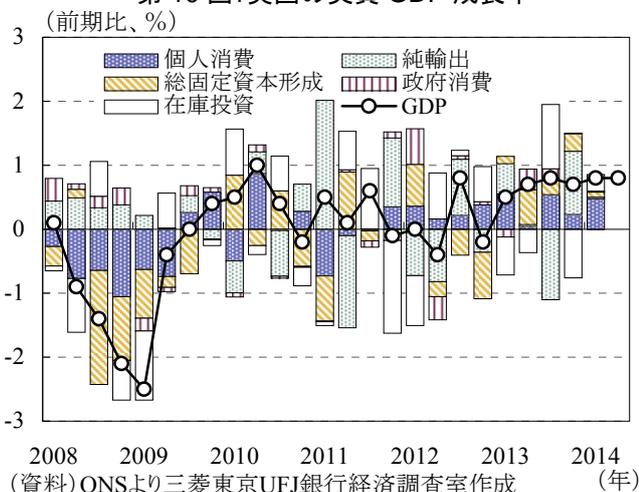
**実質成長率は堅調な伸びが続く** 英国経済は、堅調な景気拡大が続いている。4-6 月期の実質 GDP 成長率は、6 四半期連続でプラスとなり、伸び率も前期比+0.8%と高成長が持続した（第 10 図）。実質小売売上高の伸びが前期から加速し、住宅建設も堅調に推移するなど、引き続き家計部門の好調が景気を牽引した。雇用の増加や消費者マインドの改善、歴史的な低金利環境などが家計部門の需要拡大に寄与している。

#### (2) 今後の見通し～住宅市場の勢いは先行き一服の見込み

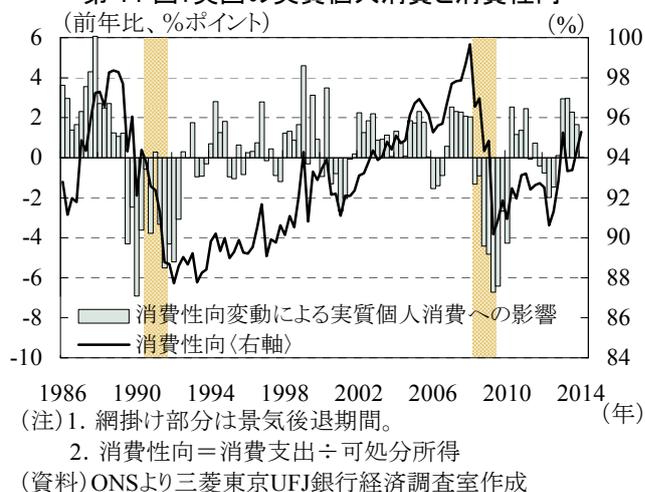
**消費性向の上昇も消費の押し上げ要因** 景気は今後も、家計部門、特に個人消費を牽引役に堅調を維持する公算が大きい。1 人あたり賃金の伸び悩みが足元でも続いているが、労働時間と雇用者数の伸びが家計部門の購買力増加に貢献しよう。また、消費性向の上昇も消費の堅調を支えるとみる。英国の消費性向は、足元まで上昇傾向を辿っており、2013 年 1-3 月期以降、実質個人消費の伸び率（前年比）は每期平均して 2%ポイント程度押し上げられている（第 11 図）。消費性向の上昇は永続的なものにはなりえないが、英国では景気拡大期に消費性向が上昇する傾向がみられることや、足元の消費性向は 95.3%と、前回のピークである 99.7%を 4%ポイント以上下回っていること等を勘案すると、今しばらくは消費の押し上げ要因となる可能性が大きい。ユーロ圏の低成長継続など、外需については明るい材料が少ないなか、内需における、個人消費を起点とした企業活動拡大と雇用・所得増というプラスの循環が引き続き景気を牽引すると予想する。

**内需の好循環が引き続き景気の牽引役に**

第 10 図: 英国の実質 GDP 成長率



第 11 図: 英国の実質個人消費と消費性向



**住宅市場については、当局の過熱抑制策が一定の効果**

なお住宅市場では、市況の加速一服を示唆する指標が増え始めた（第1表）。販売件数が減少に転じたほか、先行指標である新規問い合わせDIも、昨年1月以来初めてマイナスとなった。住宅価格も前月比ベースでは7月にかけて伸び率が鈍化傾向にある。これらの背景には、住宅市場の過熱懸念に対応した当局の規制・監督強化があるとみられる。英金融監督委員会（FPC）は今年に入ってから、借り手の返済能力審査の厳格化や年収倍率4.5倍以上の新規住宅ローンの制限（新規貸出額の15%以内）等を打ち出した。先行きを展望すると、当局による過熱抑制策の効果浸透に加え、来年には英中銀（BOE）が利上げを開始する可能性が大きく、住宅需要の伸びはある程度抑えられよう。英国の景気は、今後も全体としては堅調さを維持する一方、住宅市場の減速等により、足元までの高成長からは拡大ペースが緩やかなものになっていくと予想する。

第1表：英国の住宅関連指標

	2014年								評価
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
住宅販売件数(万件)	10.3	11.0	10.4	10.3	10.2	10.3	10.1		↓ 2月をピークに低下傾向
RICS新規問い合わせDI	29.3	22.2	21.6	19.4	10.9	6.2	▲ 3.6	▲ 15.7	↓ 7月に昨年1月以来のマイナスに
住宅価格 ONS(前年比、%)	6.8	9.2	8.0	9.9	10.4	10.2			↑ 5、6月は約4年ぶりの二桁上昇
Hometrack(前月比、%)	0.3	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1	↓ 春先以降、鈍化傾向に
住宅ローン承認件数(万件)	7.6	7.0	6.7	6.3	6.2	6.7	6.7		↓ 1月をピークに減少傾向
住宅ローン金利(%)	2.37	2.38	2.37	2.54	2.56	2.60	2.54	2.55	↑ 年初以降、上昇に転じる
PMI住宅建設指数	67.3	62.1	64.4	63.9	62.7	66.6	68.0	66.4	↑ 過去最高圏で推移

(資料)ONS、BOE、RICS、Hometrack、Markitより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**(3) 金融政策～英中銀は賃金動向重視の姿勢を示す**

**早期利上げ観測は後退**

英中銀（BOE）の8月のインフレーションレポート（以下、インフレレポート）では、利上げ開始の判断にあたって賃金動向を重視する方針が明らかになると同時に、賃金の伸びが当面低水準に止まるとの見通しが示された（2014年の賃金上昇率見通しは、前年比+2.5%から同+1.25%に下方修正）。BOEは従来、自然失業率を6%台前半（ILO基準）と想定してきたところ、足元で失業率が6.4%まで低下してきたにもかかわらず、賃金の伸び悩みが続いており（第12図）、今回のインフレレポートでは自然失業率の想定値が5.5%に引き下げられた。金融市場等では、年内の利上げ開始も有力視されていたが、同レポートの発表を受け、早期利上げ観測は後退した。

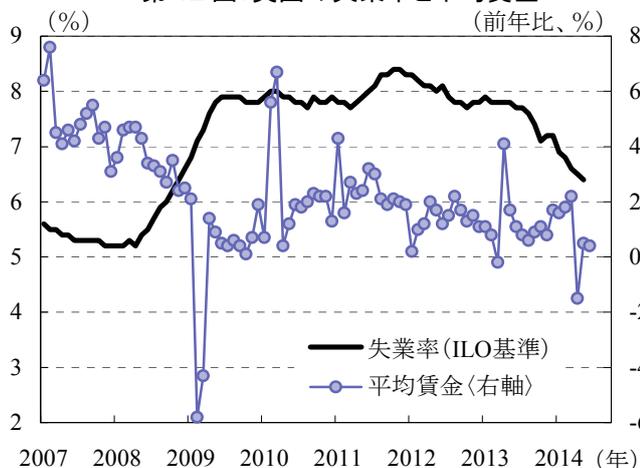
また、経済全体の需給バランスについても、GDP比1%程度のデフレギャップ（供給超過）状態にあるとの見方が示された。前回（5月）、前々

利上げ開始は来年  
半ば以降と予想

回(2月)のインフレレポートでは、デフレギャップの大きさは同1~1.5%とされていたことからラフに試算すると、BOEは潜在成長率を2.4%程度とみていると推察される。これは、英国の実質成長率の長期平均(2.6%)に近い一方、英予算責任局(OBR)の2%前後や欧州委員会の1%台前半に比べると高めの見積もりである。

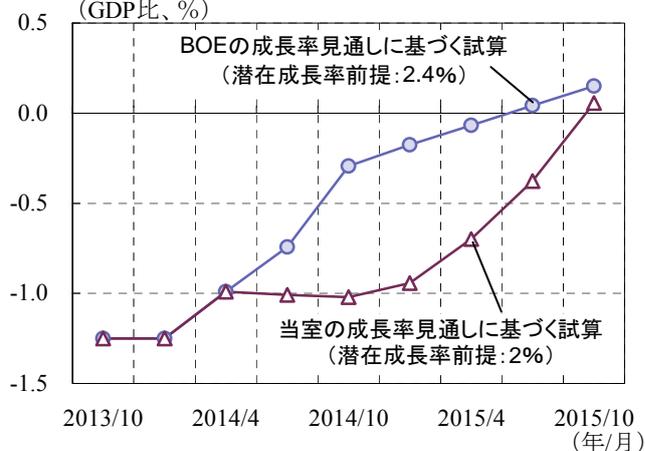
先行きの需給バランスの推移を試算したところ、潜在成長率の前提を2.4%とし、BOEの実質GDP成長率見通し(2014年:前年比+3.5%、2015年:同+3.0%)を当てはめたケースでは、デフレギャップの解消時期は2015年7-9月期となった(第13図)。また、潜在成長率の前提を2%とし、当室の景気見通し(2014年:前年比+2.9%、2015年:同+2.6%)を当てはめたケースでのデフレギャップ解消時期は、2015年10-12月期と試算された。いずれのケースも、相当の幅をもって評価する必要があるが、来年にかけての需給の引き締まりを背景に、賃金上昇率にも上向きの動きが出てくる可能性が高いとみる。なお、2015年は5月に総選挙が予定されており、景気への配慮が高まることも勘案すると、BOEによる利上げ開始は来年半ば以降と予想される。

第12図:英国の失業率と平均賃金



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図:英国のGDPギャップ縮小ペース試算 (GDP比、%)



(資料)ONS、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

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)
ユーロ圏	▲ 0.4	0.7	0.9	1.3	0.6	0.8	3,660	2,862	2,903
ドイツ	0.4	1.4	1.6	1.6	1.1	1.5	2,735	2,431	2,599
フランス	0.2	0.6	0.9	1.0	0.7	1.1	▲ 442	▲ 408	▲ 368
イタリア	▲ 1.9	0.2	0.4	1.3	0.4	0.7	161	179	247
英国	1.7	2.9	2.6	2.6	1.6	1.8	▲ 1,138	▲ 1,460	▲ 1,089

(2) 需要項目別見通し (単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)
名目GDP	1.1	1.4	1.3	3.5	5.3	5.6
実質GDP	▲ 0.4	0.7	0.9	1.7	2.9	2.6
<内需寄与度>	▲ 0.9	0.8	0.8	1.8	3.1	2.8
<外需寄与度>	0.5	▲ 0.0	0.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
個人消費	▲ 0.6	0.7	0.7	2.2	2.0	1.6
政府消費	0.2	0.8	0.4	0.7	1.1	0.8
総固定資本形成	▲ 2.8	1.0	0.8	▲ 0.6	9.0	7.5
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.5
輸出	1.5	2.4	2.1	1.0	1.2	3.2
輸入	0.4	2.7	1.9	0.5	1.6	3.8

- (注) 1. ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリアのほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルク、ラトビアの計18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. 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 竹島 慎吾 shingo\_takeshima@mufg.jp  
 大幸 雅代 masayo\_taiko@mufg.jp  
 ロンドン駐在 高山 真 shin.takayama@uk.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、金融商品の販売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、宜しくお願ひ申し上げます。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。