

西欧経済の見通し

～景気は持ち直しの兆しをみせるが、持続的な回復はまだ遠い～

1. 総論

(1) 景気の状態

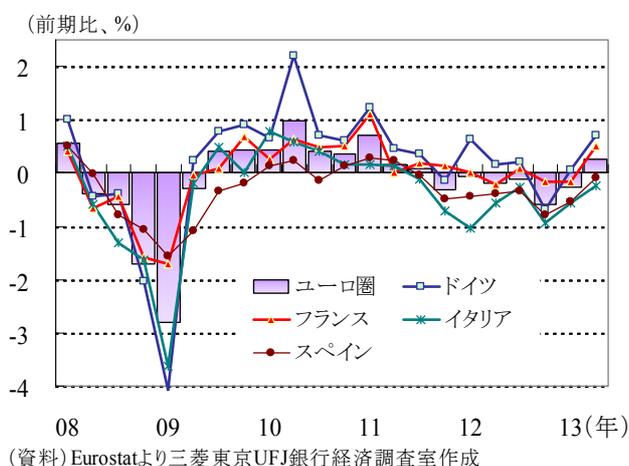
第 2 四半期に 7 期ぶりのプラス成長

欧州経済は持ち直しの兆しをみせている。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は第 2 四半期に+0.3%と、7 期ぶりにプラス成長を記録した。需要項目の動きは明らかになっていないが、個人消費が持ち直した模様である。国別にみると、ドイツが同+0.7%、フランスが同+0.5%となり、域内全体の成長を牽引した。一方、イタリアは同▲0.2%と 8 期連続、スペインは同▲0.1%と 7 期連続のマイナス成長となったが、いずれも想定以上の改善がみられた（第 1 図）。第 3 四半期入り後も、購買担当者指数（PMI）や企業の景況感等は改善の動きを続けている。

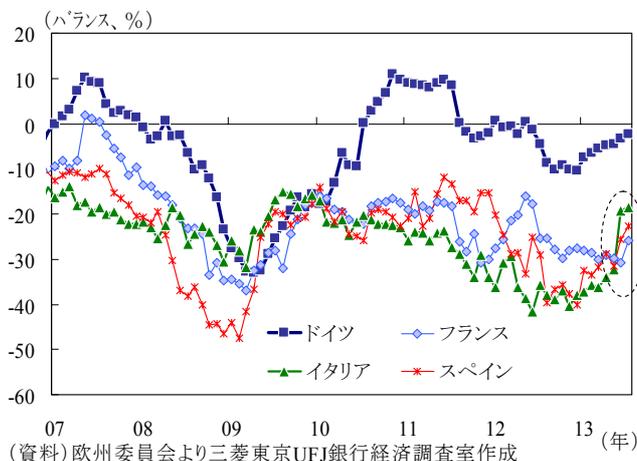
マインドの改善が個人消費の持ち直しに寄与した模様

ユーロ圏各国では、自動車販売や小売売上が足元で改善の動きをみせている。EU 全体で財政緊縮一辺倒から成長促進にも目配りする政策へ方針転換されたことや、インフレの鈍化による購買力の向上などが、消費マインド改善の一助になったと考えられる。また、特にイタリアでは連立政権の樹立によって政局の混乱が収束したこともあり、消費者の信頼感が大きく持ち直している（第 2 図）。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



第 2 図：ユーロ圏の消費者信頼感



(2) 今後の見通し

ユーロ圏は漸くプラス成長に回帰も、持続的な回復は見込みにくい

年後半にかけて持ち直しの動きを続ける可能性高まる

セーフティネットの構築により中長期的なリスクは相応に低減

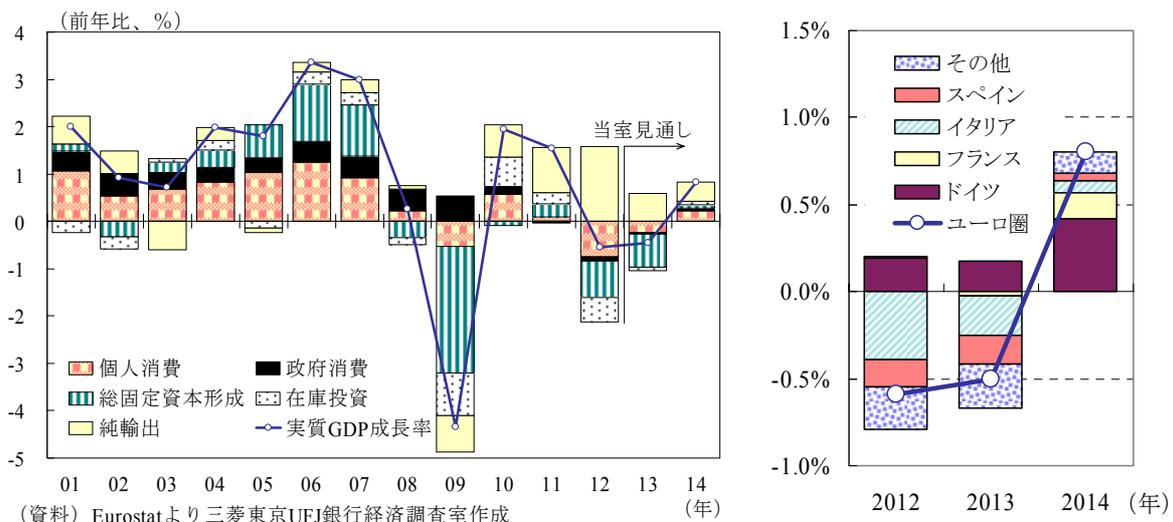
英国は回復基調が持続も、ペースは緩やか

ユーロ圏経済は、漸くプラス成長に回帰したものの、持続的な回復はまだ遠いとみられる。中国経済の減速や、ユーロ圏内の厳しい雇用情勢、域内金融市場の断片化などが成長の下押し要因として働くと考えられる。一方、欧州中央銀行（ECB）は低金利政策の継続や、担保要件の緩和など、金融緩和の強化などで実体経済を下支えする姿勢をみせており、ユーロ圏では年後半にかけて持ち直しの動きを続ける可能性が高まっているといえよう。こうしたことからユーロ圏経済はこの先、わずかながらも前期比プラス成長を維持するとみられる。2013年の実質GDP成長率は▲0.5%、2014年は+0.8%を予想する（第3図）。

なお、ECBのOMT(国債購入プログラム)や、欧州安定メカニズム(ESM)などのセーフティネットが整備されたことや、銀行同盟の構築が進んでいることからユーロ加盟国が離脱に追い込まれるようなリスクは相応に低減している。ただし、各国の政治リスクには引き続き注意を要する。

英国景気は足元にかけて底堅さを増してきたものの、現時点ではマインド先行の感が強い。先行きも回復基調が持続するとみるが、そのペースは雇用環境の改善やユーロ圏景気の持ち直しと歩調を合わせた緩やかなものとなる。

第3図：ユーロ圏実質GDP成長率

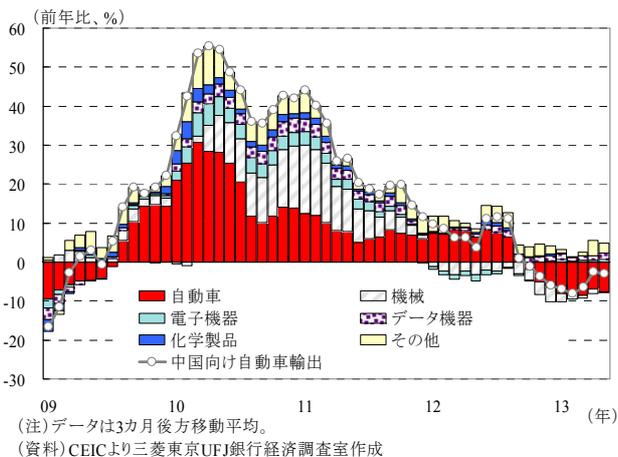


2. ユーロ圏

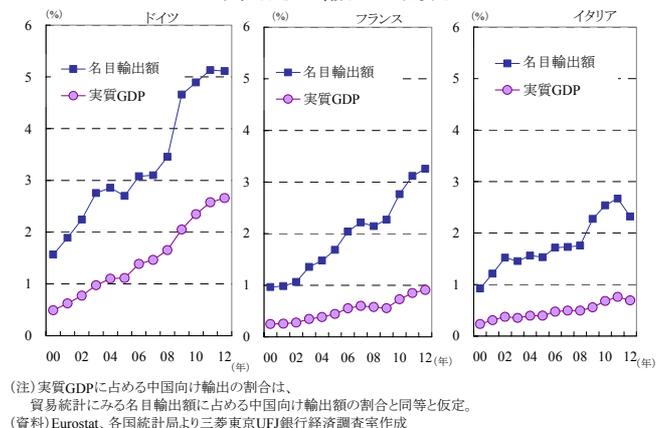
(1) 中国経済減速の影響

ユーロ圏の輸出は前年比減少に転じている。相手先別にみると、欧州域内向けの輸出低迷に加えて、中国向けの減少が大きい。昨年後半以降、ドイツから中国向けの輸出は、自動車の減少を主因にマイナスが続いている（第4図）。実質GDPに占める輸出の割合が約5割と高いドイツ経済は、これまで中国経済の高成長を取り込んできた（第5図）。中国向けの輸出動向をみると、名目輸出額に占める割合は、2000年の約1.5%から、2011年から12年にかけて5%を超えた。また、実質GDPに占める割合でみると、2000年の約0.4%から、2011年以降、3%近辺で推移している。フランスやイタリアにおいて、実質GDPに占める中国向け輸出の割合は1%を下回っており、ドイツは相対的に中国経済の影響を受けやすいと考えられる。中国政府が構造改革を優先するスタンスを鮮明にしていることを踏まえると、今後の同国向け輸出は弱含みで推移するとみられ、ユーロ圏の景気を押し下げる方向に働くとみられる。

第4図：ドイツの中国向け輸出



第5図：名目輸出額と実質GDPに占める中国向け輸出の割合



(2) 下押し圧力の継続

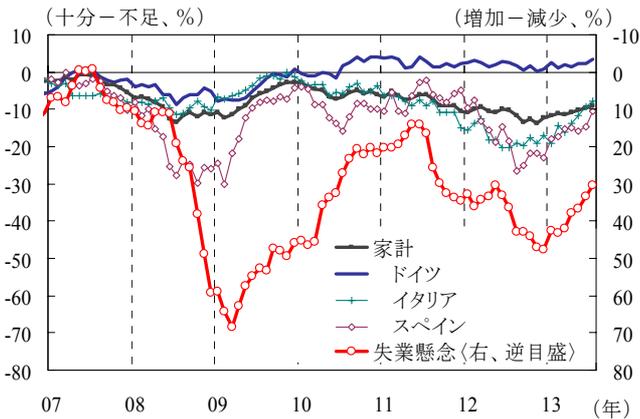
欧州周縁国の国債利回りは概ね低水準で安定しているものの、債務残高は高止まりしているため各国は財政緊縮を継続する必要があり、景気の下押し圧力として残る。

他方、ユーロ圏の信頼感指数の構成要素をみると、失業については今後失業懸念は後退するも、家計の回復見込みは緩やか

も増加するとの見方が急速に減っているが、今後家計の状況が回復するとの見方は相対的に緩やかになっている（第6図）。今後の家計の状況に対する見方を国別にみると、ドイツでは十分と回答した割合が不足と回答した割合を上回っているのに対し、スペインやイタリアでは不足と回答した

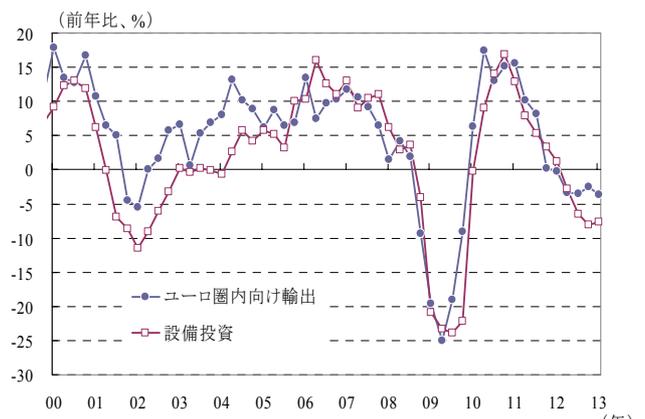
競争力向上は家計所得面では負担に 割合が依然として上回っている。欧州周縁国では、競争力向上を目的とした労働市場改革が進められているが、家計側からみると、所得が増えにくくなることから、この先個人消費が持続的に拡大するとは考えにくい。また、ユーロ圏内の内需が伸び悩むなかでは、ドイツのユーロ圏内向け輸出も低調に推移し、同国の設備投資も抑制されるとみられる(第7図)。

第6図：ユーロ圏の家計と失業懸念



(注)いずれも今後12ヵ月間の見通し。
(資料)欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：ドイツのユーロ圏内向け輸出と設備投資



(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

(3) ECBの金融政策

ECBは時間軸政策の導入に踏み切る

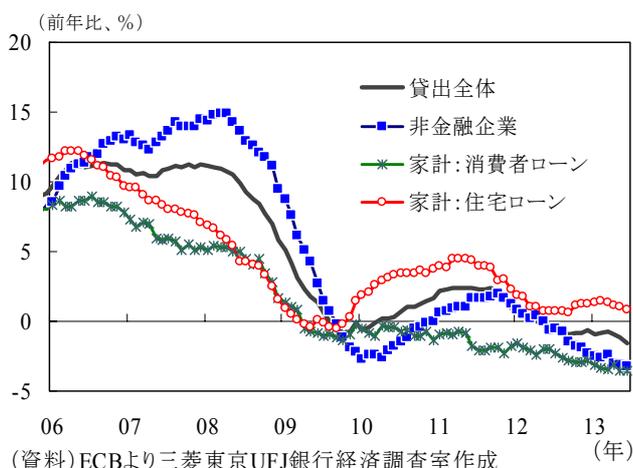
政策当局の意図しない長短金利の上昇を抑制

中小企業向け融資の促進も

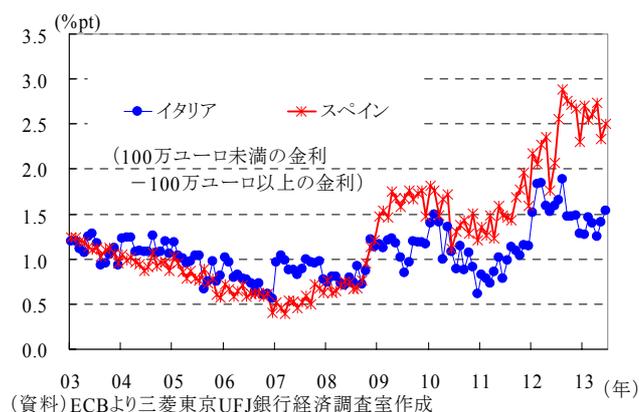
ECBは7月、従来の「金融政策において事前のコミットはしない」との立場から一転、フォワード・ガイダンス(時間軸政策)の導入に踏み切り、追加利下げも視野に、低金利政策を長期化するとの見通しを示した。長期資金供給オペ(LTRO)の返済が進み、超過準備も減少、短期金利に上昇圧力がかかるなか、意図しない長短金利の上昇を抑制するため、ECBは時間軸政策の導入に踏み切らざるを得なかったとみられる。ECBは時間軸政策導入にあたり、①インフレが抑制されていること、②脆弱な実体経済、③低調な金融活動、を理由にあげている。ECBは2014年もインフレ率が目標である2%未満を大きく下回るとみているほか、実体経済については下ぶれリスクを警戒している。さらに、銀行貸出が早期に好転する兆しがうかがえないなか(第8図)、ECBは少なくとも2014年中は金利を据え置くとの見方が多い。

また、ECBはオペとして受け入れる資産担保証券(ABS)を拡大するとともに、担保として差し入れられたABSに適用するヘアカット率も引き下げると発表した。高止まりする小口貸出金利(100万ユーロ未満)に対応し(第9図)、中小企業向け融資の促進をめざしている。

第8図：ユーロ圏の銀行貸出



第9図：貸出金利の大小スプレッド



(4) 債務問題への対応状況

ESM への直接資本
注入機能の付与な
どにより、財政と銀
行の負の連鎖の継
続リスクが低下

債務問題への対応は進捗しつつある。6月、ESM（欧州安定メカニズム）に域内の銀行へ直接資本を注入する機能が与えられ、財政と銀行の負の連鎖が発生するリスクが低下した。また、EU財務相会合が合意に至った「銀行再生・破綻処理指令」案に、処理方法として盛り込まれたベイルイン（銀行の債券保有者への損失負担）は、将来的に財政と銀行の負の連鎖防止に貢献する可能性がある。こうしたセーフティネットの構築が進むことで、先行き、加盟国がユーロ離脱に追い込まれるリスクは相応に低減しつつある。

一方、財政同盟など
はドイツの反対に
より、まだ時間を要
する模様

一方、財政同盟や域内単一の清算基金、共通の預金保険制度については、ドイツが批判的な姿勢をみせており、周縁国を資金的にバックアップする仕組みの導入には、まだ時間を要する模様である。

第1表：銀行同盟の構成要素

構成要素	進捗状況
単一の銀行監督ルール	・ バゼルⅢを反映した自己資本指令（CRDIV）を2014年1月から適用
単一の銀行監督機関	・ 2014年半ばに稼動
単一の破綻処理メカニズム	・ 銀行再生・破綻処理指令案に合意（各国当局にベイルイン権限を付与） ・ 単一の清算基金については、欧州委員会が創設案を公表
共通の預金保険制度	・ 現状、進展なし 〔ドイツのメルケル首相は明確に反対の姿勢〕

(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

3. 英国

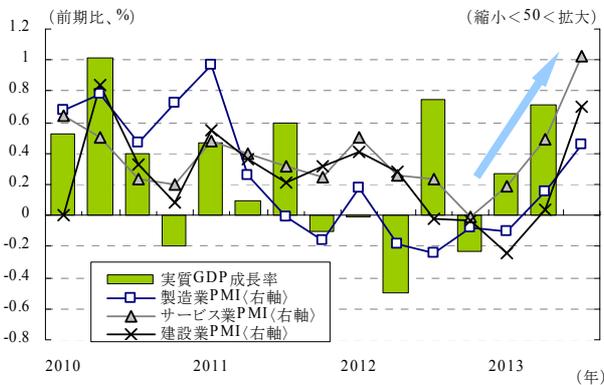
(1) マインドの改善が景気回復を牽引

第2四半期の実質成長率は2四半期連続のプラス成長に 英国景気は、持ち直しの足取りがしっかりとしてきた。第2四半期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と、前期の同+0.3%から加速した(第10図)。企業の業況感を示す購買担当者指数(PMI)は、主要3業種(製造、サービス、建設)すべてが夏場にかけて上昇傾向で推移しており、第3四半期も景気回復が進展していることを示唆している。

マインド改善による家計部門の堅調が景気回復の牽引役となっている。7月の消費者信頼感指数は2010年以来の高水準となったほか、第2四半期の小売売上高(数量ベース)は前期比+1.0%と、第1四半期の同+0.4%を大きく上回る伸びとなった。

マインドは好転するも、所得の改善に遅れ 株価の上昇や欧州債務問題に対する不安感の後退がマインドの好転に繋がっているほか、住宅価格上昇によるローンの負担感軽減も寄与しているとみられる(第11図)。ただし、所得の改善は遅れており、結果として貯蓄率が大きく低下している。第1四半期に貯蓄率は4年ぶりの低水準となり、その後一段と低下している可能性が高い。

第10図: 英国の実質GDP成長率とPMI



(注)2013年第3四半期のPMIは7月の値。
(資料)ONS、Markitより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図: 英国の貯蓄率と住宅ローン残高



(注)2013年第2四半期の住宅資産残高は住宅価格からの推計値。
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 2014年にかけて緩やかな景気持ち直しを予想

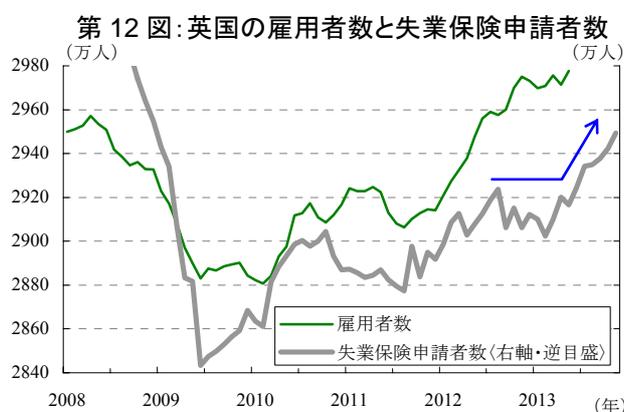
雇用の本格回復には今しばらく時間を要する 景気の回復基調が持続的なものとなるには、所得の増加が伴うことが必要だが、雇用者数の増加ペース鈍化など、足元の雇用環境は依然として厳しい。雇用者数に数ヵ月先行する、失業保険申請者数の動きをみると、昨年夏場から今年初にかけて、減少が足踏みした後、6月以降は減少基調が再び明確になり(第12図)、先行きの雇用増を示唆してはいるものの、本格的な回復には今しばらく時間を要するとみられる。また、賃金の伸び悩みとインフレ率の高止まりが続くことで、実質的な購買力が下押しされ

ることも懸念される。

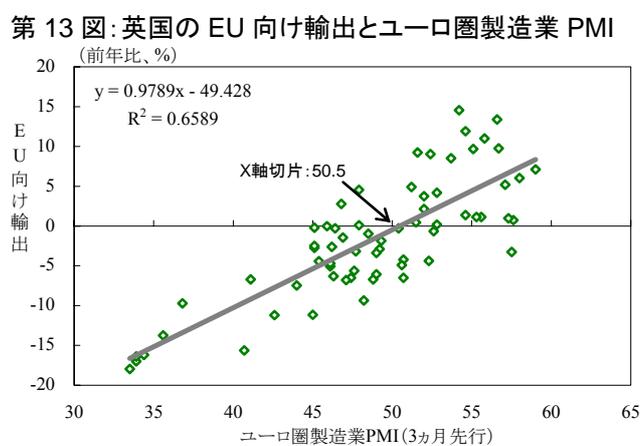
大陸欧州向け輸出は低調継続の公算

外需については、中近東など欧州以外への輸出がけん引役として期待される一方、英国の輸出シェアの半分以上を占める大陸欧州向けは低調が続こう。ユーロ圏の製造業購買担当者指数（PMI）は7月に50.3まで回復し、英国の大陸欧州向け輸出が増加に転じる水準と試算される50.5に接近したが（第13図）、当面は下押し圧力後退以上の影響は見込みにくい。

景気は足元にかけて底堅さを増してきたものの、現時点ではマインド先行の感が強い。先行きも回復基調が持続するとみるが、そのペースは雇用環境の改善やユーロ圏景気の持ち直しと歩調を合わせた緩やかなものとなるろう。



(注) 失業保険申請者数は4ヵ月先行。
(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) ONS、Markitより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) BOEはフォワード・ガイダンスを導入も効果は限定的

BOEは金融緩和継続の閾値を失業率7.0%以上と設定

8月7日、中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は、金融政策に関するフォワード・ガイダンス（先行き指針）を導入したが、市場が予想していたほど強いコミットメントではなかったことから、反応は限定的なものに止まった（第2表）。BOEは、金融緩和継続の目安となる失業率の水準（閾値）を少なくとも7.0%（ILO基準）以上と設定したが、事前予想では閾値は6.5%になるとの見方が多かった（足元の水準は7.8%）。また、インフレリスクが高まった場合にはガイダンスを無効とする等の条件が付与されたため、比較的早い段階でBOEが金融引き締め政策に転換する可能性が意識される結果となった。

インフレ率の高止まりが制約要因に

これらの背景には、インフレ警戒を緩められない状況にBOEが置かれていることがある。主要4中銀のなかで唯一、インフレ率が目標水準を上回っているBOEは（第14図）、金融政策委員会内でのインフレ警戒感が根強い。今回のフォワード・ガイダンス導入についても、委員の1人が反対票を投じ、委員9人の全会一致とはならなかった。先行き、景気回復に

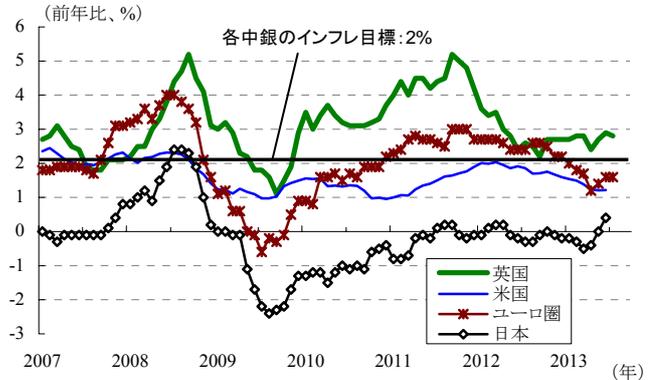
伴って、物価上昇圧力が高まる展開も想定され、市場金利の上昇抑制という、フォワード・ガイダンスに期待される効果が十分に発揮されなくなる可能性もある。

第2表:BOEのフォワード・ガイダンス

【政策金利】
少なくともILO基準失業率が7%に到達するまでは、現状の0.5%から引き上げない。
【資産買入】
失業率が7%を上回っている間、必要と判断すれば買入規模を増額する。
【ロックアウト条件】
以下の3条件のいずれかに抵触した場合、ガイダンスを無効にする。ただし、即座の利上げまたは資産売却を意味しない。
①先行き18～24ヵ月のCPI上昇率が2.5%を上回る可能性が高いとMPCが判断した場合。
②中期的なインフレ期待が十分に抑制されなくなった場合。
③金融システムが脅かされているとFPCが判断した場合。

(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図:主要先進国のインフレ率



(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	1.4	1.4	164	176	187
ドイツ	3,401	0.7	0.6	1.5	2.0	1.6	1.8	241	231	224
フランス	2,609	0.0	▲ 0.1	0.7	2.0	1.1	1.3	▲ 58	▲ 54	▲ 46
イタリア	2,014	▲ 2.4	▲ 1.4	0.4	3.0	1.4	1.3	▲ 11	2	1
英国	2,443	0.2	0.9	1.3	2.8	2.8	2.4	▲ 939	▲ 720	▲ 651

(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	0.4	1.6	1.6	3.4	3.7
実質GDP	▲ 0.6	▲ 0.5	0.8	0.2	0.9	1.3
<内需寄与度>	▲ 2.1	▲ 1.0	0.4	0.8	0.4	1.2
<外需寄与度>	1.6	0.6	0.4	▲ 0.6	0.6	0.1
個人消費	▲ 1.3	▲ 0.4	0.4	1.1	1.7	1.3
政府消費	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2	2.8	0.9	▲ 0.3
総固定資本形成	▲ 4.2	▲ 3.9	0.4	0.5	▲ 4.1	1.6
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.2
輸出	2.9	▲ 0.5	1.8	0.9	0.9	2.4
輸入	▲ 0.7	▲ 2.0	1.0	2.8	▲ 0.8	2.1

- (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。