

西欧経済の見通し

～脆弱ながらも持ち直し、今後の成長ペースは緩慢に～

1. 総論

(1) 景気の現状

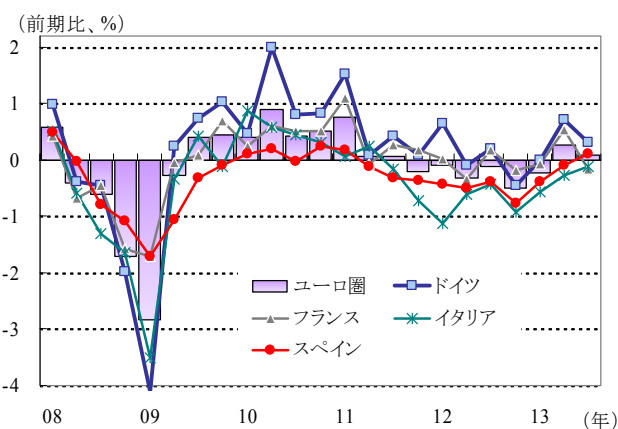
2 期連続のプラス成長も、前期から減速

個人消費の持ち直しにマインドの改善が寄与

欧州経済は持ち直しつつあるが、そのペースは鈍い。ユーロ圏第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と、2 期連続のプラス成長を確保したが、前期の同+0.3%からは失速した(第 1 図)。国別にみると、ドイツが同+0.3%と減速した一方で、イタリアは同▲0.1%とマイナス幅が縮小。また、スペインは同+0.1%と 10 期ぶりのプラス成長を記録した。マインドの改善を背景に個人消費が持ち直したとみられるが、その勢いは弱い(第 2 図)。一方、購買担当者指数(PMI)は第 4 四半期入り後も業況の境目である 50 を上回っており、ペースは緩慢ながらプラス成長は維持される公算である。

こうした状況下、欧州中央銀行(ECB)は 11 月の定例理事会において物価の下振れを背景に、政策金利の引き下げを決定した。早期の利下げ判断から、先手を打つことで脆弱ながらも持ち直し局面にあるユーロ圏経済を、確実に回復軌道に乗せたい狙いが窺える。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：ユーロ圏の消費者信頼感と小売売上



(資料) Eurostat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

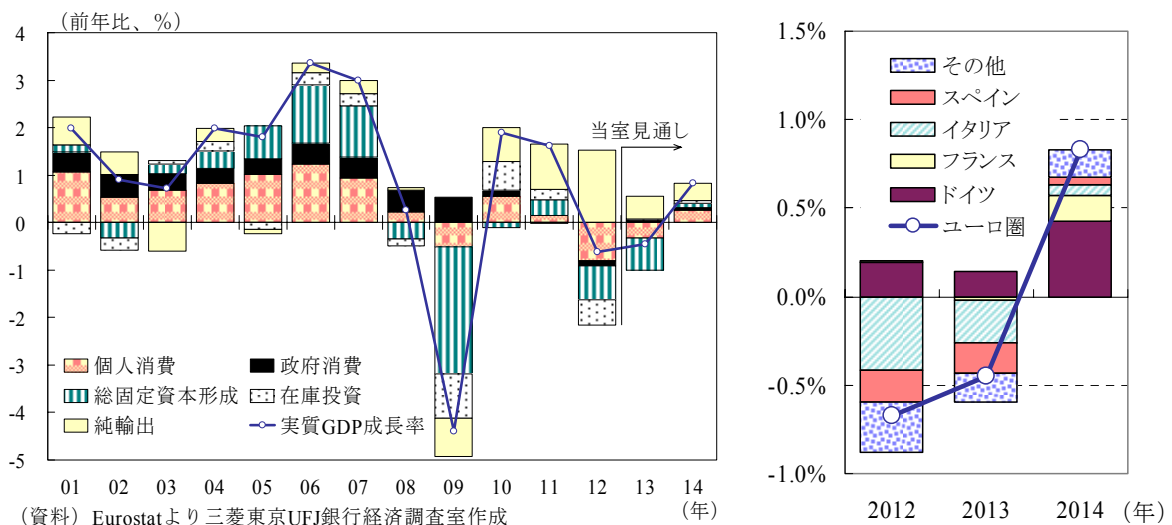
財政緊縮による景気の下押し圧力は継続

失業率が高止まり、貸出も低迷するなか、今後も成長ペースは緩慢に

ユーロ圏経済は2四半期連続のプラス成長を記録したものの、今後の成長ペースは緩慢になると予想される。経済ガバナンスの強化もあり、各国は財政緊縮を継続するため、景気の下押し圧力は続く。また、失業率は依然高水準にあり、消費や住宅投資が加速する姿は描きにくい状況である。銀行貸出も低迷が続くなか、ECBは当面、金融緩和バイアスを維持する見通しであるが、周縁国では実質金利の高止まりにより、期待される効果が発揮されない虞もある。こうした状況下、今後のユーロ圏経済は、世界経済の成長を取り込む形で輸出が再び拡大し、成長を牽引すると期待される。2013年の実質GDP成長率は▲0.4%、2014年は+0.8%を予想する（第3図）。

英国では景気の回復基調が強まってきている。消費の堅調な伸びや、住宅市場の回復持続が景気全体の押し上げ要因となっており、先行きも、家計部門を中心に回復基調を辿ると予想する。また、大陸欧州の景気持ち直しによる外需の下押し圧力後退も、景気の安定化要因となろう。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率



2. ユーロ圏

(1) 財政緊縮と高失業率

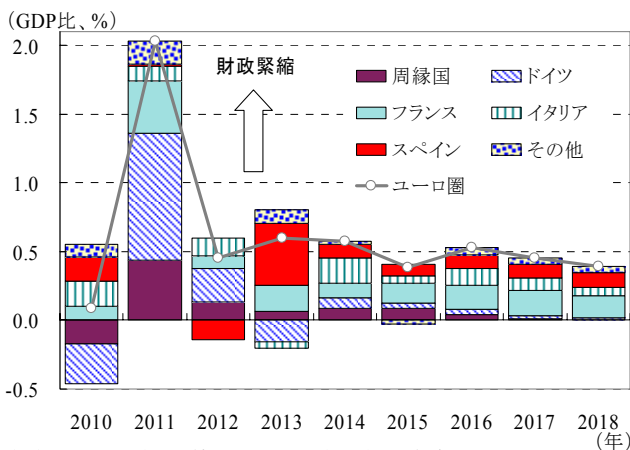
ユーロ圏全体で毎年 GDP 比 0.5% 相当の下押し圧力が継続

持続的な経済成長を見込みにくいなか、スペインやフランスなどの各国は、欧州委員会より財政目標の達成年の先送りを認められ、成長と雇用の促進に向けた取り組みを進めつつある。これにより各国で財政緊縮ペースは弱まるものの、ユーロ圏全体では毎年 GDP 比約 0.5% 相当の経済成長押し下げ圧力が続くと思込まれる（第 4 図）。

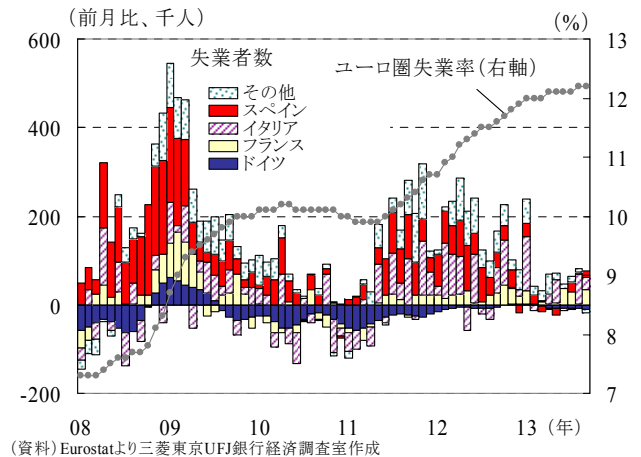
失業率も依然高止まり

また、各国の成長と雇用の促進策は財政出動を伴わない構造改革を中心とした内容とならざるをえないため、即効性は期待しにくく、ユーロ圏の失業率は 9 月も 12.2% と高止まりしている。失業者数をみると、2013 年以降は増加ペースが大きく鈍化したものの、依然増加傾向にあり、個人消費や住宅投資が加速する姿は描きにくい（第 5 図）。

第 4 図：財政緊縮の規模



第 5 図：ユーロ圏の雇用動向



(2) 物価と金融政策

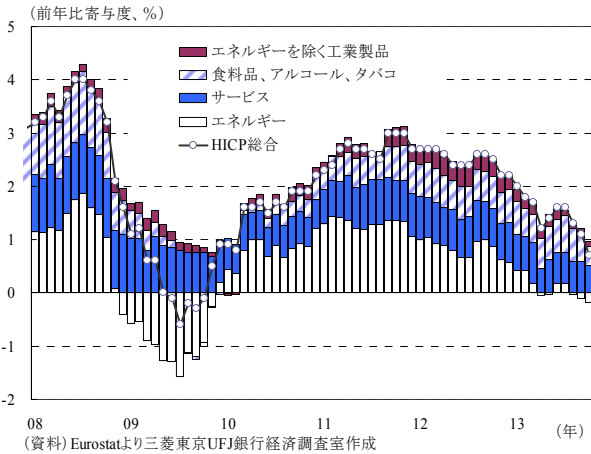
ECB は物価の下振れを受けて利下げを決定

こうしたなか、ECB は 11 月の定例理事会において利下げを決定した。ユーロ圏の 10 月の消費者物価上昇率は前年比+0.7%と、ECB が目標とする「2%未満だが 2%近く」の水準から大幅に下振れた（第 6 図）。ドラギ総裁は、デフレ圧力は抑制されているとしながらも、インフレの鈍化はエネルギーや食料品価格のみならず、サービス部門など幅広い構成項目に及ぶと指摘し、低インフレがこの先長期に渡り継続する可能性を、利下げ決定の主因にあげた。また、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改めて示し、7月に導入したフォワード・ガイダンスの継続を確認した。

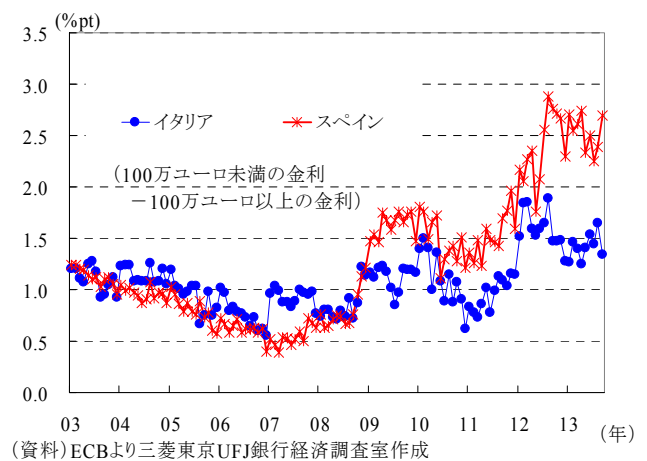
ユーロ圏経済を確実に回復軌道に乗せたい狙い

ECBの早急な利下げ決定は、貸出金利に低下余地があるなか(第7図)、先手を打つことで脆弱ながらも持ち直し局面にあるユーロ圏経済を、確実に回復軌道に乗せたい狙いが窺える。ECBは今回の決定を最後に、当面はユーロ圏景気の様子見姿勢を継続する見通しである。

第6図：ユーロ圏の物価動向



第7図：貸出金利の規模別スプレッド



周縁国ではインフレ率が低水準

多くのユーロ加盟国では財政緊縮の影響等から、需要が潜在生産力を下回っている状態にあり、物価に下押し圧力が働いている。特に金融支援を仰いだギリシャやスペインなどの5カ国は、インフレ率が相対的に低水準

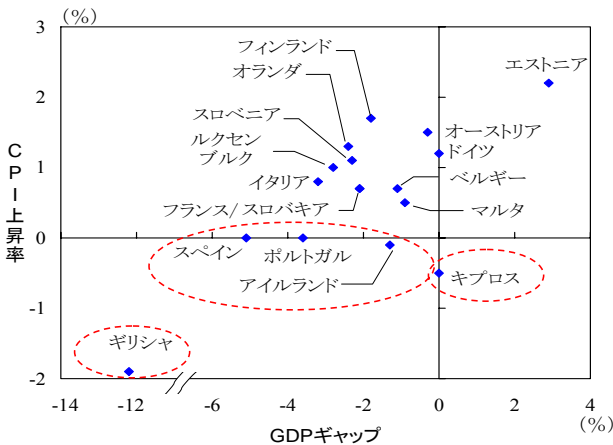
西伊の実質金利の独との格差は一層拡大

にある(第8図)。インフレ率を勘案した実質金利をみると、スペインやイタリアとドイツの格差は、名目ベースより一層拡大していることが確認できる(第9図)。このため、両国における設備投資や住宅投資は相対的に伸び悩む可能性が高い。金融緩和策は期待通りの効果をもたらさない可

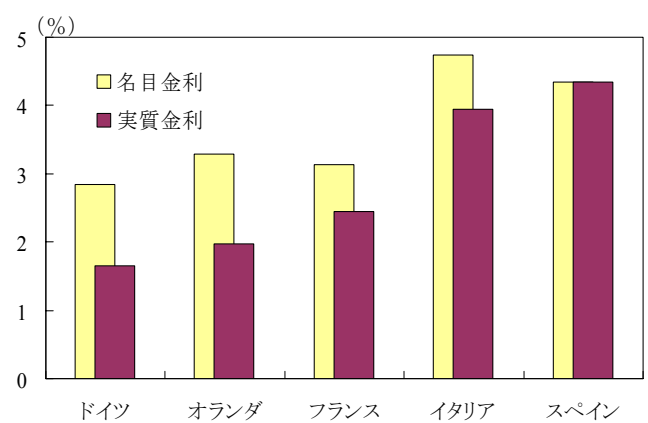
金融緩和策が期待通りの効果をもたらさない虞も

能性もある。

第8図：GDPギャップとインフレ率



第9図：主要国の名目・実質金利



(注) GDPギャップは2012年、CPI上昇率は2013年10月のデータ
(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

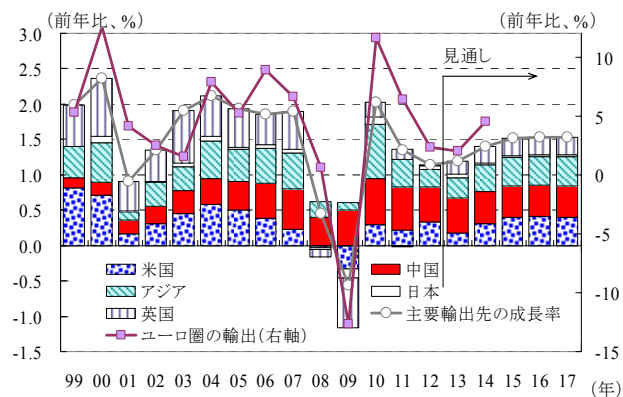
(注) 2013年9月の非金融法人企業向け貸出金利(5年以上)をもとに作成
(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 輸出

ユーロ圏の輸出はこれまで、世界経済の成長を取り込む形で拡大しており、今後も成長を下支えすると期待される（第10図）。ユーロ圏経済のドイツの成長が他の加盟国の景気を下支えする期待

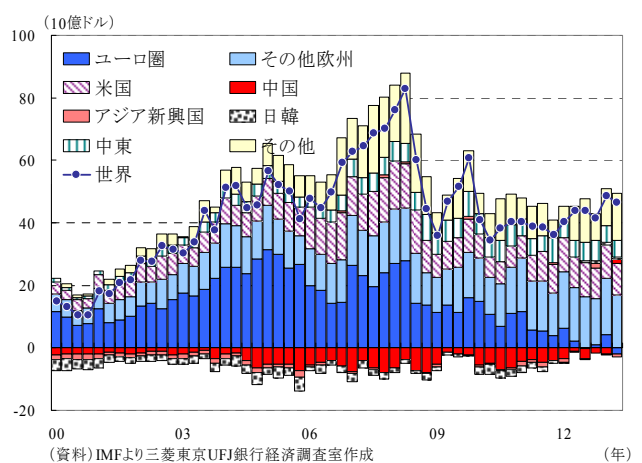
ユーロ圏の輸出はこれまで、世界経済の成長を取り込む形で拡大しており、今後も成長を下支えすると期待される（第10図）。ユーロ圏経済の牽引役となっているドイツの貿易収支を相手国別にみると、対中国は一貫して赤字傾向にある一方、対米国や、英国などのその他欧州、また中東は黒字を維持している。対ユーロ圏については、従来黒字基調で推移してきたが、足元赤字化している。こうした傾向が今後も続けば、ドイツの成長が他の加盟国に波及することも期待される（第11図）。

第10図：海外成長の取り込み



(注) 縦棒グラフは各地域の寄与度を表す。
(資料) Eurostat、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：ドイツの貿易収支



(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 債務問題への対応状況

スペインとアイルランドは金融支援プログラムを脱却

債務問題への対応は進捗しつつある。金融市場の落ち着きが継続するなか、アイルランドは本年12月、スペインは来年1月にそれぞれ金融支援プログラムから脱却することが決定した。アイルランドは年明けに国際債券市場に復帰する意向を示しており、動向が注目される。

ECB 資産査定の一環を公表

また、ECBは10月、来年11月より直接監督するユーロ圏大手約130行の銀行査定の枠組みを公表した。監督権限の移行前に、対象となる銀行の査定を行うことで、バランスシートの透明性向上や、監督手法の統一化を図るとともに、欧銀セクターに対する市場の信認を回復することをECBは目指している。査定の実施に伴い、完了までの期間において対象銀行の与信姿勢は慎重化する可能性もある。また、周縁国では不良債権比率が高水準に達している上に、依然上昇を続けており、銀行査定の終了後も、しばらくは慎重な与信運営が見込まれる（第12図）。

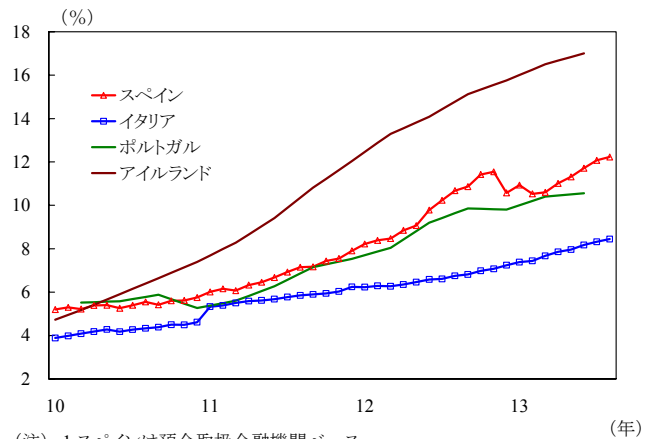
当面は慎重な与信運営に

第1表：銀行査定の概要

項目	概要等
Supervisory risk assessment	銀行の主要なリスク(流動性、レバレッジ、資金調達)について定量・定性的に評価 <ul style="list-style-type: none"> 各行固有のリスクプロファイル、業界におけるポジション、外性要因への耐性等を特定
Asset quality review (AQR)	与信・市場性資産を査定 <ul style="list-style-type: none"> 与信については、資産価格、不良債権分類、担保価値、引当等を評価 →不良債権の定義を統一 複雑な仕組み商品・高リスク資産については評価の妥当性を検証 オフバランス項目(保証、クレジットデリバティブ)やソブリン向けエクスポージャーも対象 高リスク資産は念入りに査定 リスクアセットの計算に用いる内部モデルの評価は行わない
Stress test	ストレス下におけるリスク耐性をフォワードルッキングに評価 <ul style="list-style-type: none"> EBAと協働して実施 シナリオ等については、後日公表

(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：欧州周縁国の不良債権比率



(注) 1.スペインは預金取扱金融機関ベース
 2.アイルランドは居住物件用住宅ローン
 3.アイルランドとポルトガルは四半期データ、欠損値は線形補完
 (資料) イタリアとスペインの中央銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

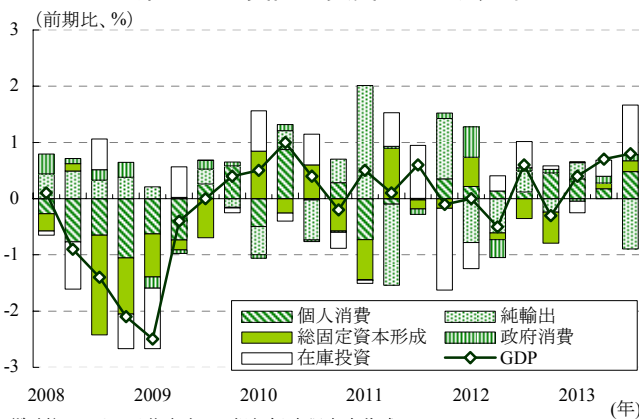
(大幸 雅代)

3. 英国

(1) 景気回復のペースが加速

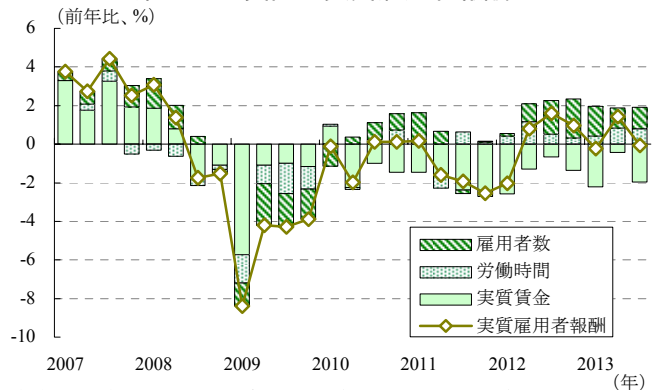
第3四半期の実質成長率は3四半期連続のプラス成長 英国経済は、景気回復のペースが加速している。第3四半期の実質GDP成長率は、3四半期連続のプラスとなり、伸び率も前期比+0.8%と、約3年ぶりの高成長となった(第13図)。家計のマインドの大幅改善や消費者信用の拡大等を追い風とする、消費の堅調な伸びが景気の持ち直しを牽引している。また、住宅市場の回復持続も景気全体の押し上げ要因である。家計の収入面については、賃金の伸び悩みとインフレの高止まりによって実質購買力が下押しされているものの、労働時間の伸びと雇用者数の増加が雇用者報酬を底上げしている(第14図)。

第13図：英国の実質GDP成長率



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：英国の実質雇用者報酬



(注) 2013年第3四半期の雇用者数と労働時間は7-8月の値から推計。

(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 2014 年にかけて景気は回復基調を辿る公算

家計部門が景気回復を牽引する見通し

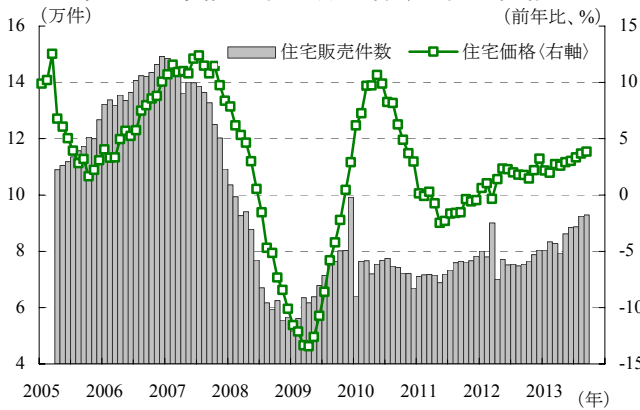
景気は先行き、家計部門を中心に回復基調を辿ると予想する。足元の労働時間は、週 32.1 時間（8 月時点）と 2008 年以前の平均水準まで戻ってきており、今後は新規雇用の拡大が家計収入の増加に寄与する可能性が大きい。加えて、住宅市場のもう一段の回復も期待される。9 月の住宅販売件数は 9.3 万件と、2008 年以来の水準（印紙税引き上げ前の駆け込み購入で上振れした月を除く）まで増加してきている（第 15 図）。住宅価格の上昇率も高まっており、9 月は前年比+3.8%まで加速し、とくにロンドンでは同+9.4%の上昇となっている。

政策効果を背景に住宅市場の回復が続く公算

こうした住宅市場の回復進展は、政策効果によるところが大きい。英中銀（BOE）が昨年 8 月から導入した、貸出促進策（FLS）を受けた住宅ローン金利の低下や、政府の住宅購入支援策（Help to Buy）の影響などである。また、これらの政策を受けた住宅価格の先高感を背景に、ロンドンについては、都心部の物件を中心にアジア等から投資マネーが流入している。

10 月から政府の住宅購入支援策が拡充されたことや、当面は低金利環境の継続が見込まれることを勘案すると、住宅市場の回復は一段と進む可能性が高い。また、住宅価格の上昇加速も予想される。英国は、厳しい建築規制等により、新規の住宅供給が限定的であるため、住宅需給が逼迫しやすいこともその一因である（第 2 表）。

第 15 図：英国の住宅販売件数と住宅価格



(資料) 英歳入関税庁、ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 表：英国と米国の住宅市場

	住宅ブームのピーク時		住宅ブーム後のボトム時	
	英国 (2006年)	米国 (2005年)	英国 (2011年)	米国 (2010年)
住宅販売件数 (①)	167.0万件	835.9万件	88.5万件	450.4万件
住宅着工件数 (②)	22.3万件	206.8万件	13.4万件	58.7万件
②÷①	13.4%	24.7%	15.1%	13.0%

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 懸念される労働生産性低下の影響

2008年以降、労働生産性が大きく低下

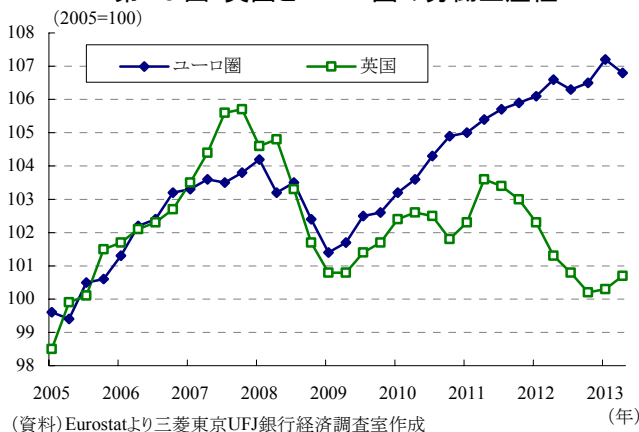
英国の労働生産性は、2008年以降大きく低下しており、リスク要因として懸念されている。足元では下げ止まりの動きもみられるものの、ユーロ圏との格差が大きく拡大している（第16図）。景気後退期において、ユーロ圏では大幅な雇用調整が行われた一方、英国では調整が限定的であったことが主な要因である。業種別にみると、雇用規模の大きい、流通・交通・飲食・宿泊や事務サービス等の労働集約型業種で、雇用の伸びがGDPの伸びを上回っており、生産性の低下に繋がっている（第17図）。

BOEは失業率が7%を下回る予想時期を大幅に前倒し

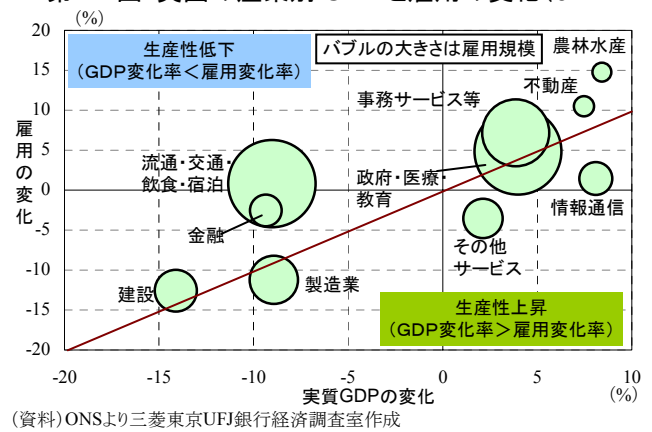
今後も労働生産性が低位に止まった場合、国際競争力の低下に加え、雇用の逼迫やインフレ圧力の増大が景気拡大の制約要因となろう。とくに失業率が想定以上のペースで低下した場合、金融政策の見通しに大きな影響を与えることになる。BOEは、フォワード・ガイダンスとして、失業率が7%を下回るまで利上げをしない方針を示しているためである（9月時点の失業率は7.6%）。失業率が7%を下回る時期について、BOEは当初、2016年後半以降との予測を示していたが、11月のインフレーションレポートでは2015年第2四半期以降と、予想時期を大幅に前倒した。

前述したように、足元の景気持ち直しは、住宅市場の回復や消費者信用の拡大など低金利に支えられている部分が小さくない。早期利上げ観測が台頭し、金利が上昇に転じた場合、景気失速リスクに対する警戒が必要になってこよう。

第16図：英国とユーロ圏の労働生産性



第17図：英国の産業別GDPと雇用の変化(07→12年)



(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	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	2.5	1.3	1.0	162	278	297
ドイツ	3,401	0.7	0.5	1.5	2.0	1.5	1.5	239	241	224
フランス	2,609	0.0	▲ 0.1	0.7	2.0	1.0	1.1	▲ 57	▲ 52	▲ 46
イタリア	2,014	▲ 2.5	▲ 1.5	0.4	3.0	1.3	0.9	▲ 8	56	98
英国	2,443	0.1	1.3	2.1	2.8	2.7	2.6	▲ 949	▲ 917	▲ 774

(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	0.7	0.5	1.6	1.8	3.5	4.7
実質GDP	▲ 0.6	▲ 0.4	0.8	0.1	1.3	2.1
<内需寄与度>	▲ 2.2	▲ 0.9	0.5	0.8	1.6	2.7
<外需寄与度>	1.5	0.5	0.4	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.6
個人消費	▲ 1.4	▲ 0.6	0.5	1.2	1.9	2.1
政府消費	▲ 0.5	0.2	0.3	1.7	0.4	0.9
総固定資本形成	▲ 3.8	▲ 3.8	0.5	0.9	▲ 2.8	3.4
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.5	0.0	0.1	▲ 0.3	0.6	0.7
輸出	2.7	1.1	2.4	1.0	0.8	1.7
輸入	▲ 0.8	▲ 0.0	1.8	3.1	1.7	3.3

- (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せよう、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。