

西欧経済の見通し

～構造的な脆弱性を抱え、総じて低成長～

1. 総論

(1) 景気の現状

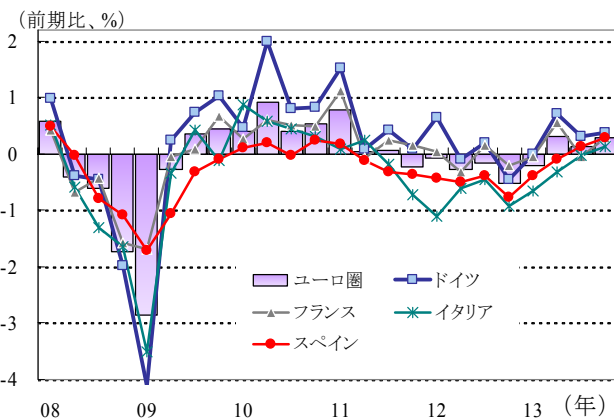
欧州経済は持ち直しの動き

昨年 10-12 月期まで、3 期連続のプラス成長

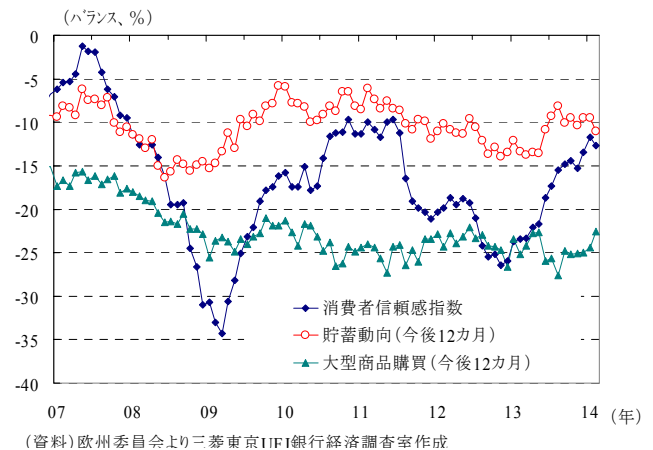
欧州経済は持ち直しの動きをみせている。ユーロ圏の昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、前期の同+0.1%から加速し、3 期連続のプラス成長を記録した。消費者や企業のマインド改善を背景に、個人消費や投資が持ち直したほか、ドイツを中心に輸出も好調であった。国別の実質 GDP 成長率をみると、ドイツが同+0.4%に加速したほか、フランスは同+0.3%、スペインは同+0.2%成長した。また、イタリアは同+0.1%と 10 期ぶりのプラス成長を記録した（第 1 図）。2014 年入り後も、購買担当者指数（PMI）や消費者信頼感指数は改善の動きを続けており（第 2 図）、欧州経済は足元 1-3 月期も緩やかなプラス成長を続けている模様である。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は、追加情報の必要性和不確実性を理由に、2 月の理事会において全ての政策金利を据え置いた。ただし、①中期的なインフレ見通しの悪化と、②正当化されない短期金融市場の逼迫に対しては、追加緩和を辞さない意向を示している。

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指数



(2) 今後の見通し

持ち直しの動きをみせるも、構造的な脆弱性を抱える

緩やかな成長を維持するものの、そのペースは総じて弱い

英国は2014年末にかけて景気回復の裾野拡大を予想

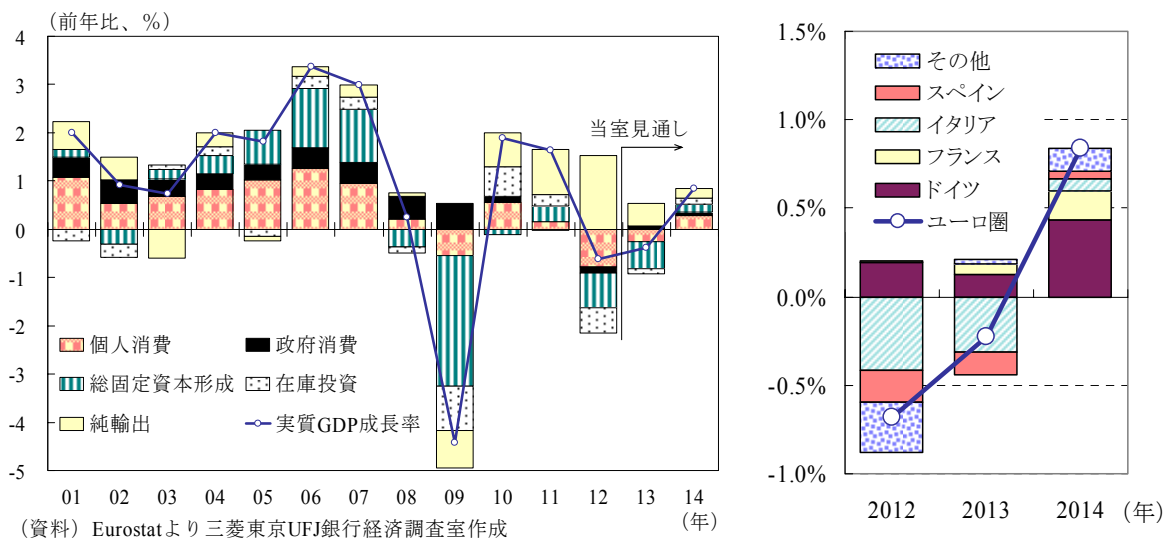
ただし、英国のリスクは早期の金利上昇、金融引き締めに対する脆弱性も

ユーロ圏経済は持ち直しの動きをみせているものの、依然として構造的な脆弱性を抱えている。周縁国を中心に引き続き財政緊縮に取り組まざるを得ない状況にあり、財政面からの景気下押し圧力が続く見込みである。また、南欧諸国の競争力強化は道半ばであり、南北経済力格差は依然大きく開いたままである。こうしたなか、需給の緩和を背景に、南欧諸国を中心に物価の下押し圧力が働いており、長期化も警戒されている。さらに、金融セクターに目を転じると、不良債権比率がスペインやイタリアのほか、フランスでも依然として上昇を続けている。

こうした構造的な脆弱性を抱えるユーロ圏は、緩やかなプラス成長を維持するものの、そのペースは総じて弱いものにとどまることが予想される（第3図）。これに対応し、ECBは当面、金融緩和姿勢を維持する見通しであり、貸出増加の条件を新たに付した長期資金供給（LTRO）の活用や追加利下げのほか、SMP（証券市場プログラム）に基づく国債購入に伴い市場に供給された資金の非不胎化などが、次の選択肢として想定される。

英国は、個人消費の高い伸びに加え、住宅市場の回復加速など、家計部門が景気回復を牽引している。先行きも、家計部門を牽引役としつつ、徐々に回復の裾野を広げていくと予想される。一方、企業部門については、設備投資の減少など、家計に比べて回復が遅れているものの、企業景況感の改善や設備稼働率の反発を踏まえると、今後持ち直しの動きが出てくるとみられる。ただし、仮に早期に利上げが行われる場合、金利の上昇は住宅購入だけでなく、個人消費全体にも影響する虞がある。英国景気は当面は堅調な回復が予想されるが、金利引き締めに対する脆弱性も有しており、失速リスクへの目配りが必要である。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率（見通し）



2. ユーロ圏

(1) 続く金融セクターの脆弱性

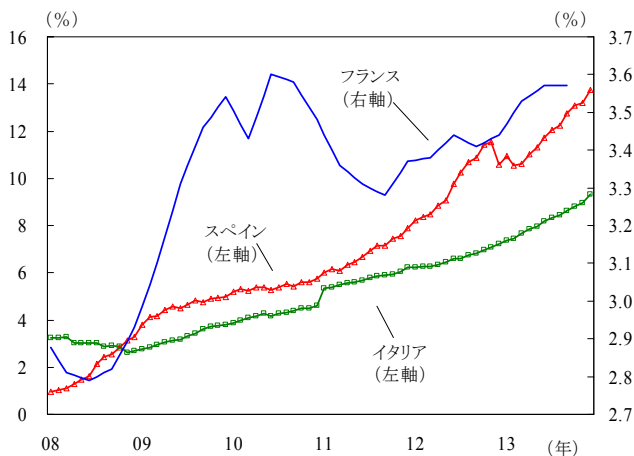
不良債権比率はフランスでも上昇

スペイン銀行の収益性は薄く、貸出の積極的な増加は想起しにくい

周縁国では、不良債権比率の上昇が続いている。スペインの不良債権比率は2012年12月に一部の不良債権をバッドバンクに移管したことで一旦低下したが、その後も上昇を続け2013年12月には13.8%に達した。スペインのような不動産ブームを経験していないイタリアでも、不良債権比率は上昇を続けている。また、フランスでも水準は低い不良債権比率は上昇しており、欧州金融セクターの苦境は続いている（第4図）。

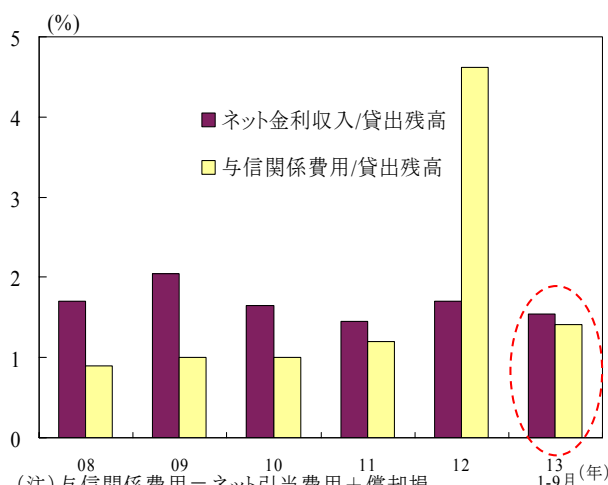
スペインでは、中銀の方針により2012年に貸出に対する引当率が引き上げられた。これにより不良債権に占める引当金のカバレッジ率は2012年に大きく上昇した。もっとも、こうした不良債権への対応は銀行の収益力を押し下げている。スペインの銀行全体の与信関係費用は2012年にネット金利収入を大幅に上回り、足元でもネット金利収入とほぼ並んでいる（第5図）。このように収益力が低下するなかでは、この先銀行が貸出を積極的に増加させ、それにより貸出金利が低下する姿は想起しにくい。また、こうした状況が続けば、将来的には資本増強の追加が必要となる可能性もある。

第4図：スペイン・イタリア・フランスの不良債権比率



(注) 1.スペインは預金取扱金融機関ベース。
2.フランスは四半期データ、欠損値は線形補完。
(資料) 各国中央銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：スペインにおける貸出の収益性



(注) 与信関係費用=ネット引当費用+償却損
(資料) スペイン銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

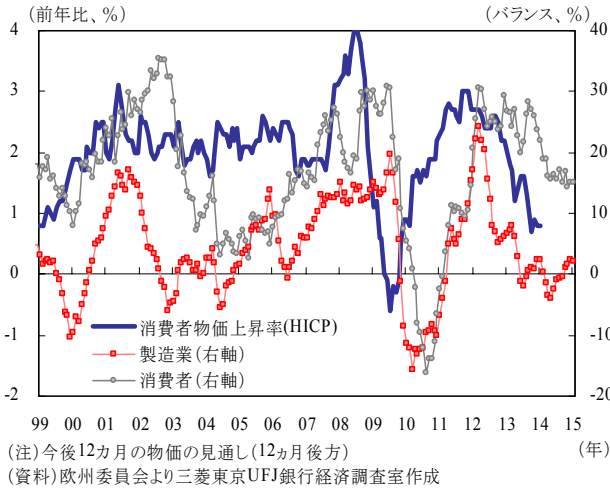
(2) 物価と金融政策

足元のインフレ率はECBの目標を大幅に下回る

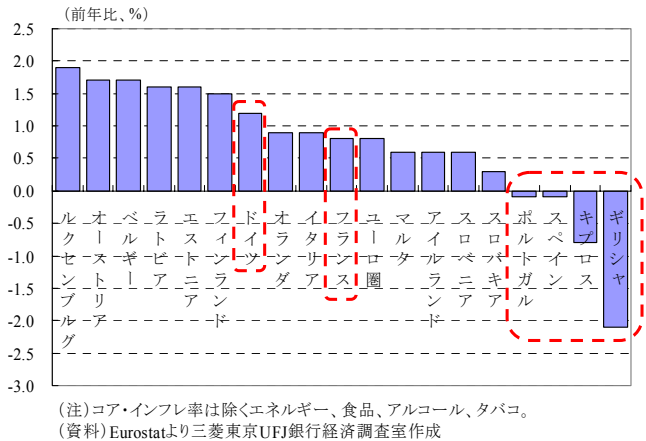
ユーロ圏の1月の消費者物価上昇率 (HICP 総合) は前年比+0.8%と、3カ月連続で1%を下回った (第6図)。ECBは目標 (2%未満かつ2%近く) からの大幅な下振れを認めたものの、エネルギー価格の低下を主因に挙げ、中長期的な物価見通しは維持されているとの見方を改めて示した。

また、日本が陥ったようなデフレリスクについては、当時の日本の下落品目の多さや、コア・インフレ率（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）の低下が周縁国に限られていることなどの違いを背景に、引き続き否定している（第7図）。

第6図：ユーロ圏の消費者物価とインフレ期待

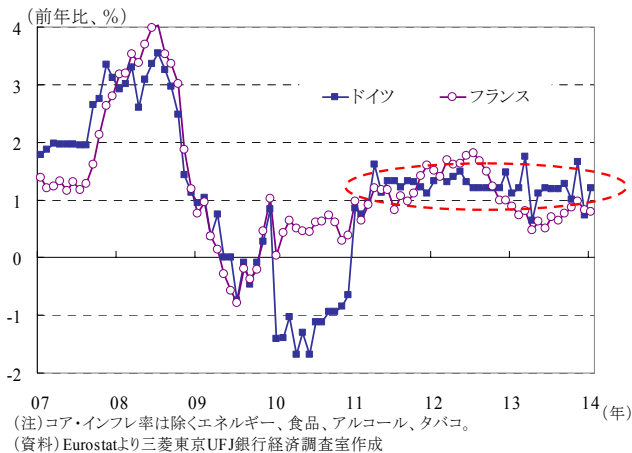


第7図：ユーロ圏のコア・インフレ率(2014年1月時点)

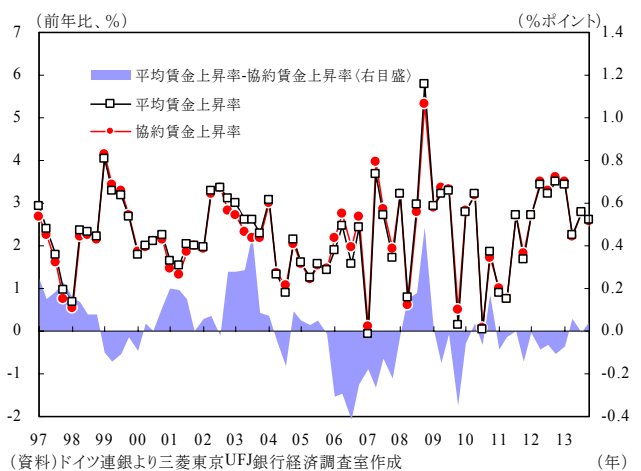


とはいえ、ドイツやフランスでもコア・インフレ率が1%近辺まで低下している点が注目される（第8図）。賃金上昇率も鈍化するなか、ドイツなど主要国においてもデysinフレが長期化するおそれもある（第9図）。需要が弱いなかでは物価に上昇圧力はかかりにくい。デysinフレの長期化は、債務の返済負担を増大させ、財政再建を遅らせることになることもあり、警戒が必要と考えられる。

第8図：ドイツとフランスのコア・インフレ率の推移



第9図：ドイツの賃金（製造業）



ECBは2月の理事会で全ての政策金利を据え置き

こうしたなか、ECBは2月の理事会において全ての政策金利を据え置いた。ECBは追加緩和の見送りの理由として、①3月発表のECBスタッフ見通し(2016年分含む)、②新興国経済の動向、③2013年10-12月期の実質GDP成長率、④最新の貸出データにてユーロ圏銀行の資産査定(AQR)の影響を確認など、追加情報の必要性和不確実性を挙げた。他方、フォワード・ガイダンス(時間軸政策)の強化を確認しており、追加緩和のトリガーは引き続き、①中期的なインフレ見通しの悪化と、②正当化されない短期金融市場の逼迫の2つを挙げている。ECBは株式の購入を除く全てのオプションを議論したとしているが、当面はガイダンスの強化と、貸出増加の条件を新たに付したLTRO(長期資金供給オペ)の活用を検討するとの見方が有力である。

追加緩和は辞さない意向

(3) 周縁国動向

資金調達環境は引き続き改善

周縁国政府の資金調達環境は引き続き改善している。アイルランドは昨年末、スペインは本年1月に金融支援プログラムから脱却し、シ団を通じてそれぞれ10年債の発行に成功している。また、ポルトガルも5年債及び10年債をシ団引受方式で発行した。各国の国債購入者を地域別にみると、投資家心理の改善や金利収入確保のため、海外投資家が積極的に購入していることがみてとれる(第10図)。

周縁国国債は海外投資家も積極的に購入

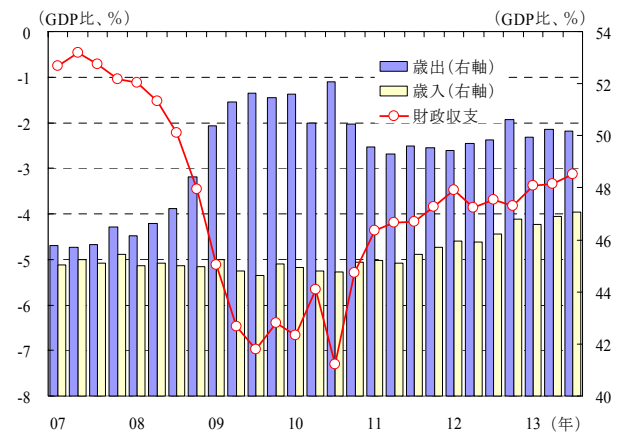
また、欧州統計局はユーロ圏の財政収支(季節調整値)の四半期公表を開始した。これまで年間で集計されてきた財政赤字是正措置(EDP)を検討するデータと同基準のものであり、昨年第3四半期の財政赤字はGDP比▲3.1%と、EU基準(▲3%未満)にあと一歩まで近づいている。内訳をみると、歳出の削減と歳入の増加の双方が財政収支改善に寄与している(第11図)。

第10図：周縁国国債の投資家の地域別内訳



(資料)各国政府債務庁より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：ユーロ圏の財政収支



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

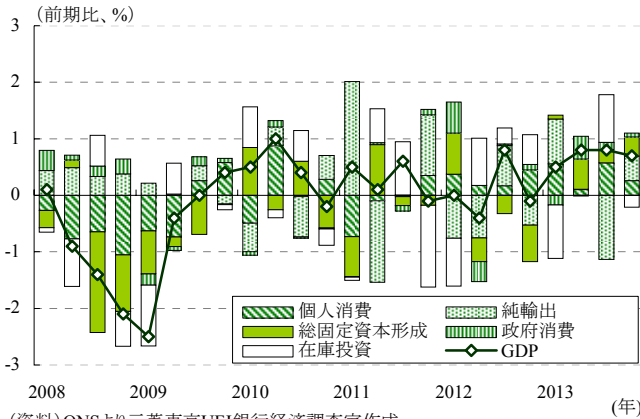
3. 英国

(1) 堅調な景気回復が継続

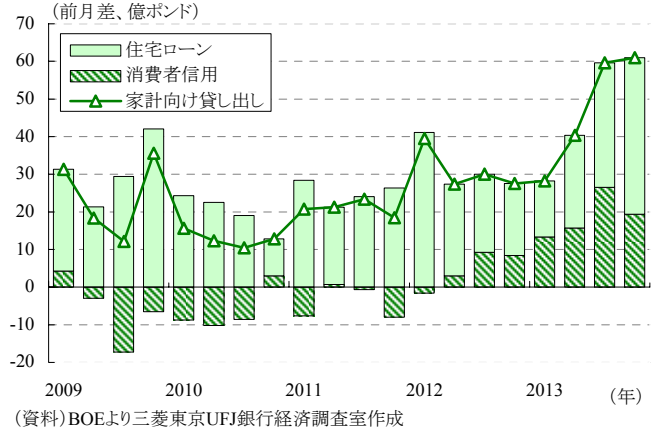
実質成長率は年率
3%前後の堅調な伸
びが続く

英国経済は、堅調な景気回復が続いている。2013年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と、4四半期連続のプラス成長となった（第12図）。個人消費の高い伸びに加え、住宅市場の回復加速など、家計部門が景気回復を牽引している。家計のマインドは、昨年後半以降、欧州債務問題の落ち着き等を背景とする株価上昇や、雇用環境の改善を受けて明るさを増しており、足元の消費者信頼感指数は、2000年以降の最高水準にある。インフレ率の高止まりと名目賃金の低い伸びにより、家計の実質所得は低調に推移しているが、金融機関の家計向け貸出が増勢を強めていることが、購買力を底上げしている（第13図）。

第12図：英国の実質GDP成長率



第13図：英国の家計向け貸し出し



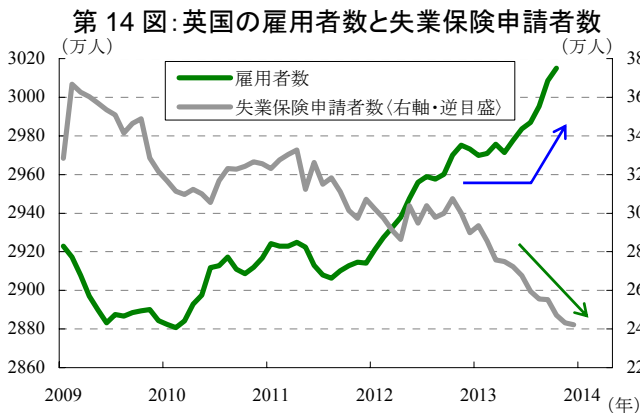
(2) 2014年末にかけて景気回復の裾野拡大を予想

家計部門から企業
部門へも景気回復
の裾野が拡大して
いく見通し

景気は、先行きも家計部門を牽引役としつつ、徐々に回復の裾野を拡げていくと予想する。住宅市場は、政府の住宅購入支援策や低金利を追い風に回復基調を維持する公算が大きい。また、足元の労働時間は週32.1時間（11月時点）と、2008年以前の平均水準まで戻り、雇用が増加しやすい環境となってきている。雇用者数の先行指標である、失業保険申請件数も足元まで減少基調を辿っており、雇用の一段の増加を示唆している（第14図）。こうしたなか、家計所得の伸びも先行き底堅さを増してくるとみられる。

一方、企業部門については、設備投資の減少など、家計に比べて回復が遅れていたものの、企業景況感の改善や設備稼働率の反発を受けて、持ち直しの兆しが出始めている（第15図）。外需も、これまでは大陸欧州向けの輸出低迷が重しとなってきたが、同地域の景気持ち直しにより、下押し圧力は低減していこう。英国景気は、足元の個人消費や住宅市場の回復

を起点に、2014 年末にかけて、雇用・所得や設備投資の増加を伴う、好循環に入っていくと予想する。



(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



(注) 実質設備投資はGDPベース。設備稼働率は製造業のもの。
(資料) ONS、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) リスクは早期の金利上昇

金融政策は総合判断に回帰

英中銀 (BOE) は、2月のインフレーションレポートにおいて、フォワードガイダンスの見直しを発表し、失業率を基準とした政策運営から、経済全体の需給バランスの総合判断に移行することを明らかにした。2013年8月に導入したフォワードガイダンスでは、失業率が7% (ILO基準) を上回っている間は政策金利を据え置くとしていたところ、失業率が7%近傍 (2013年10~12月の平均で7.2%) まで低下してきたことにより、見直しの必要性が高まっていた。

早期利上げの可能性も

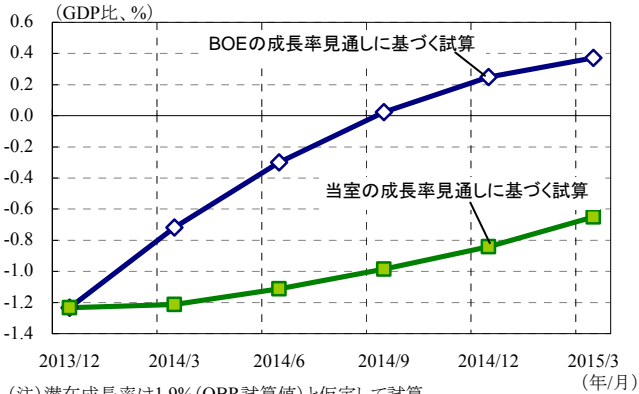
足元、英国経済の需給バランスは、供給が需要を上回るデフレギャップ状態にあるとみられ、BOEは、デフレギャップ幅をGDP比1.0~1.5%と推計している。当室の景気見通し (2014年の実質GDP成長率は前年比+2.5%) を前提とした場合、少なくとも2014年中はデフレギャップが残存するため (第16図)、BOEの利上げは2015年後半以降と予想される。一方、BOEは、2014年の実質GDP成長率を前年比+3.4%と、かなり高めに想定しており、この場合、今年後半にもデフレギャップは解消し、2015年前半の利上げの可能性もある。また、インフレの点でも、英国の消費者物価上昇率は、1月が前年比+1.9%と他の欧米諸国に比べて高い水準にある。労働生産性の低下により、潜在的に物価上昇圧力が高まりやすくなっていることもあり、BOE内におけるインフレ警戒感は根強い。

金融引き締めに対する脆弱性から、失速リスクへの目配りが必要

仮に、利上げが早期に行われる場合、金利敏感セクター、とくに住宅市場への影響が懸念される。足元の家計の住宅ローン残高は、可処分所得比1.12倍と比較的高水準にある一方、返済負担は収入の27%前後と、2000年代初頭並みの低水準となっている (第17図)。これは、BOEの実質ゼ

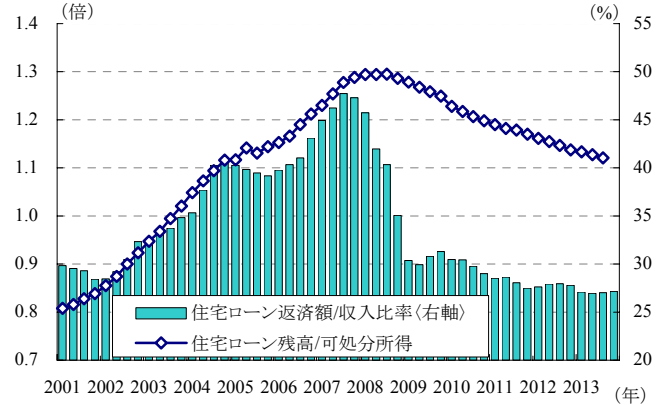
ロ金利政策によって利払い負担が大きく軽減されているためであり、金利が上昇した場合には、住宅購入だけでなく個人消費全体にも影響する恐れがある。英国景気は、当面は堅調な回復が予想されるが、金融引き締めに対する脆弱性も有しており、失速リスクへの目配りが必要である。

第16図: 英国のGDPギャップ縮小ペース試算



(注) 潜在成長率は1.9%(OBR試算値)と仮定して試算。
 (資料) ONS、BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図: 英国の住宅ローン残高と返済比率



(資料) ONS、Halifax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)		
	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)
ユーロ圏	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	2.5	1.4	1.0	162	303	297
ドイツ	0.7	0.4	1.5	2.1	1.6	1.5	239	275	266
フランス	0.0	0.3	0.7	2.2	1.0	1.1	▲ 57	▲ 43	▲ 41
イタリア	▲ 2.5	▲ 1.9	0.4	3.3	1.3	0.9	▲ 8	17	20
英国	0.3	1.8	2.5	2.8	2.6	2.0	▲ 927	▲ 895	▲ 778

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)
名目GDP	0.7	0.5	1.6	2.0	3.4	5.6
実質GDP	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	0.3	1.8	2.5
<内需寄与度>	▲ 2.1	▲ 0.9	0.6	1.2	1.9	2.9
<外需寄与度>	1.5	0.5	0.2	▲ 0.7	0.1	▲ 0.4
個人消費	▲ 1.4	▲ 0.5	0.5	1.5	2.3	1.9
政府消費	▲ 0.5	0.3	0.3	1.6	0.9	1.5
総固定資本形成	▲ 3.9	▲ 3.1	1.0	0.7	▲ 0.5	5.9
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.3	0.5
輸出	2.7	1.1	2.9	1.1	0.8	1.4
輸入	▲ 0.8	0.1	2.8	3.1	0.4	2.5

- (注) 1. ユーロ圏は2013年までドイツ、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、ルクセンブルクの計17カ国、2014年からラトビアを含む計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. 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 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuihiro_ishimaru@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。