

西欧経済の見通し

～ユーロ圏の景気回復ペースは緩慢、英国は内需主導の回復が持続～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

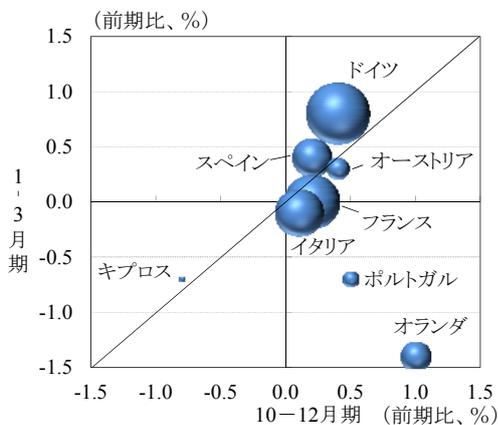
回復のモメンタムは高まらず

ユーロ圏経済は回復基調を辿っているが、そのモメンタムは高まっていない。ユーロ圏の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と 4 四半期連続でプラス成長を確保したものの、10-12 月期から伸びは不変に止まった。国別にみると、内需の堅調なドイツ(同+0.8%)がユーロ圏経済全体の成長を牽引した一方、イタリア(同▲0.1%)やポルトガル(同▲0.7%)など周縁国は再びマイナス成長に転じた(第1図)。

スペイン、イタリアの不良債権比率は依然高水準

周縁国経済が明確な回復軌道を描きにくいのは、不良債権問題を抱え、金融面で目詰まりが続いているためである。不良債権比率をみると、スペインは13%台半ばで高止まり、イタリアは9%台後半まで上昇している。スペインの不良債権比率を業種別にみると、不動産バブル崩壊の影響で建設・不動産関連が際立って高いことに加え、近年では製造業や卸・小売も上昇しており、実体経済への影響が広がっている可能性が大きい。企業の資金需要は漸く戻りつつあるものの、不良債権の増加が続く状況下、銀行は貸出に慎重であり、両国の貸出残高は前年割れが続いている(第2図)。

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のウエイト。
(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：イタリアとスペインの銀行貸出残高と資金需要



(資料)ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**デysinフレが
長期化**

懸案の物価は、4月の消費者物価上昇率（HICP 総合）は前年比+0.7%と欧州中央銀行（ECB）の物価目標（2%未満かつ2%近く）を大幅に下回っている。ECBは「低成長下でのユーロ高」がデフレをもたらすことを懸念しており、6月にも追加金融緩和策に踏み切ることを示唆している。

こうしたなか、各国の長期金利は軒並み過去最低水準まで低下している。これは、リスクプレミアムの低下に加え、期待インフレ率の低下（デysinフレの長期化予想）を反映したものと考えられる。

(2) 今後の見通し

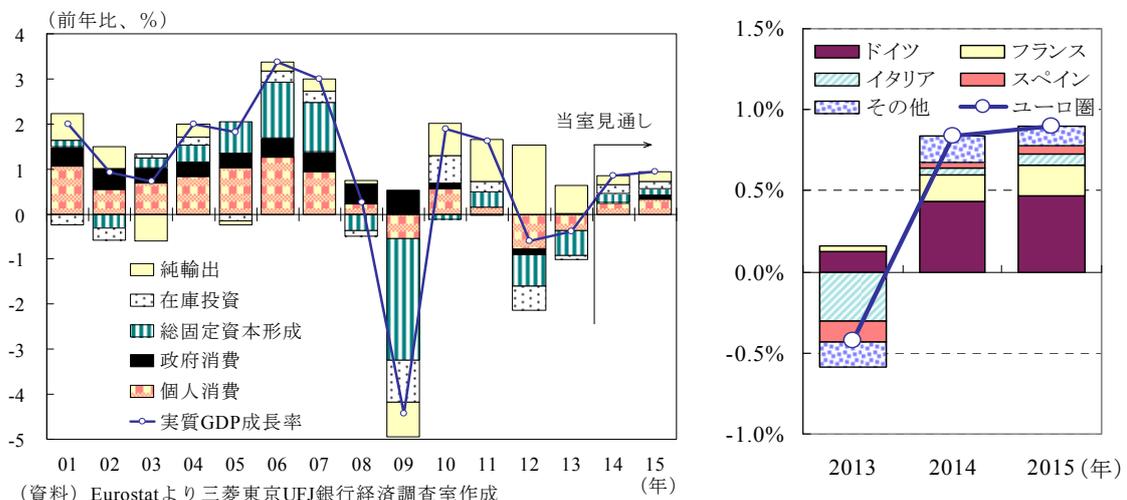
**2015年にかけても
1%弱の低成長にと
どまる**

今後のユーロ圏経済を展望すると、海外景気の持ち直しを受け、2015年にかけて回復基調を辿るとみられる。もっとも、回復ペースは緩慢で、2014年の実質GDP成長率は前年比+0.8%、2015年は同+0.9%と低成長に止まろう（第3図）。高い競争力を保持するドイツは、経済実態に比べ低い金利と割安な通貨を武器に、引き続きユーロ圏経済の牽引役となるものの、不良債権処理が道半ばである周縁国経済は辛うじてプラス成長を確保するに止まり、全体としては跛行性が残る見込みである。財政緊縮度合いが一時よりは緩和され、海外景気が緩やかながらも回復に向かうなど追い風が吹いているが、周縁国では今年10月にECBによる銀行包括査定の発表を控えて銀行は貸出拡大に慎重になること、また、若年層を中心にした高い失業率が続いていることなど懸念材料も多い。

**目下のリスクはロ
シア・ウクライナ
情勢**

とりわけ、ユーロ圏経済にとって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。EU全体では、原油消費量の約3割、天然ガス消費量の約4分の1をロシアからの輸入に依存しており、経済制裁の発動により供給制限が実施された場合、原油・ガス価格の高騰等を通じ生産、消費両面への影響が大きくなる虞がある。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率（見通し）



(3) デシインフレの背景

物価の下落はサービス部門へ拡大

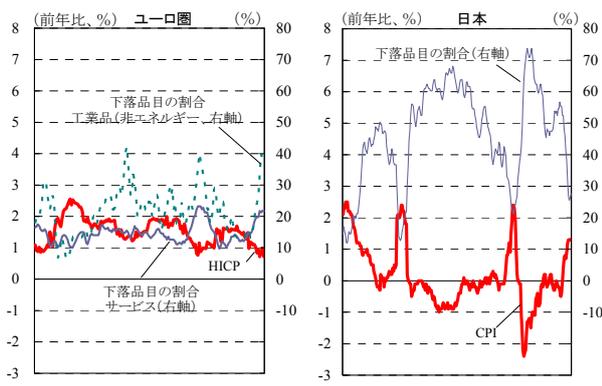
昨年10月以降、消費者物価上昇率（HICP 総合）は7ヵ月連続で1%を下回っており、物価の下落品目の割合は全体の3割近くに達している。約7割の品目が下落した日本のデフレ局面と距離はあるが、工業品に加え、サービス部門でも下落品目の割合が上昇しており、物価下落品目の裾野は拡大している（第4図）。

デシインフレの要因は需給ギャップの拡大に加え、ユーロ高の影響も

デシインフレの根底には、需給ギャップの悪化（特に需要サイドの弱さ）があると考えられる。需給ギャップの推移をみると、グローバル金融危機後、一旦はマイナス幅が縮小に向かったが、欧州債務危機の深刻化に伴い再び拡大している（第5図）。

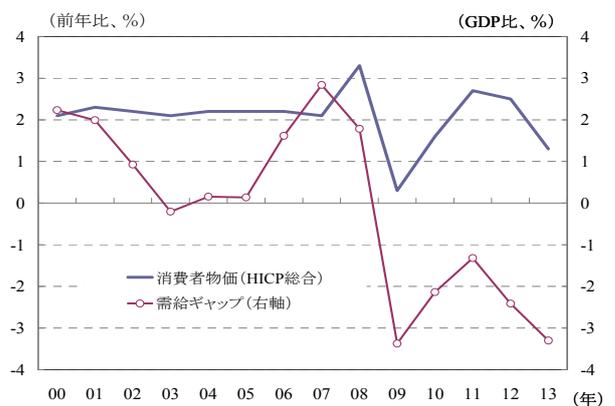
需給ギャップの拡大に加え、ユーロ相場の上昇もデシインフレの一因となっている。近年では輸入物価下落の影響を受けやすい工業品（非エネルギー）の下落品目の割合が増加している。さらに、ユーロ高を背景に輸出の伸びが抑制されることで（第6図）、需給ギャップが一段と悪化することにつながる点も重要な波及経路である。

第4図：ユーロ圏と日本の物価と下落品目の割合



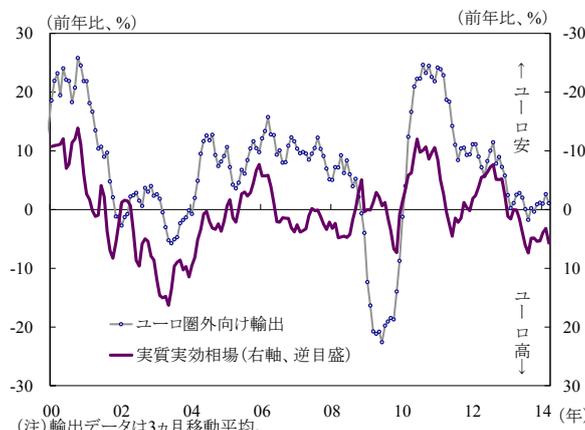
(注)1.HICPはエネルギー、食料品、アルコールを除く。
2.下落品目の割合は3ヵ月移動平均。
(資料)Eurostat、総務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：需給ギャップと消費者物価指数



(資料)Eurostat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ユーロ圏外向け輸出と実質実効相場



(注)輸出データは3ヵ月移動平均。
(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 金融政策

デフレーションの進行により実質金利は上昇傾向、追加金融緩和が必要な状況

ユーロ圏経済が緩やかながらも回復に向かっているのは、ECBによる積極的な金融緩和に支えられた側面も大きい。もっとも、足元ではデフレーションの進行により、実質金利は上昇傾向にあり、金融政策は「引き締め」方向に転じているともいえる(第7図)。景気回復のモメンタムは依然弱く、回復基調を確りとしたものにするためには、金融面からの追加サポートが必要な状況にありそうだ。

前述の通り、ECBは「低成長下でのユーロ高」を懸念しているが、これは需要の回復が鈍いなか、ユーロ高がデフレリスクを高めるためでもある。足元のユーロ高は、FRBとは対照的にECBのバランスシートも縮小していること(バランスシート格差拡大)も一因(注1)と考えられる(第8図)。

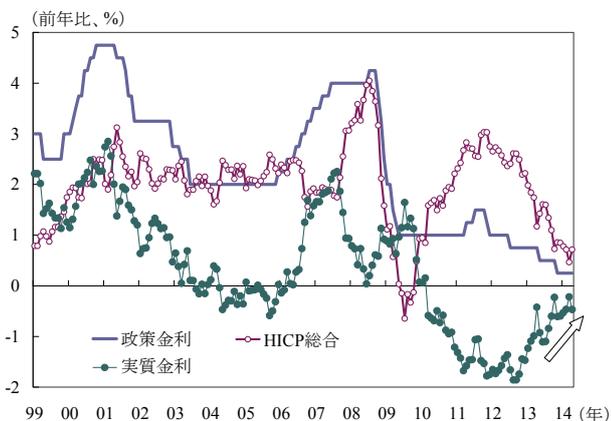
想定される追加金融緩和策は、利下げや長期資金供給策など

現時点で想定される追加金融緩和策は、利下げに加え、SMP(証券市場プログラム)(注2)の不胎化停止や貸出促進を目的とした長期資金供給などがある。この他、ECBでは量的金融緩和についても議論されている模様である。政策効果を高めるために、複数の政策を組み合わせたものが発表されるとの予想が多い。

(注1) ECBのバランスシートの縮小は、2011年12月、2012年2月の2回にわたり実施された3年物LTRO(長期資金供給オペ)の期限前返済が進んでいることが主因。

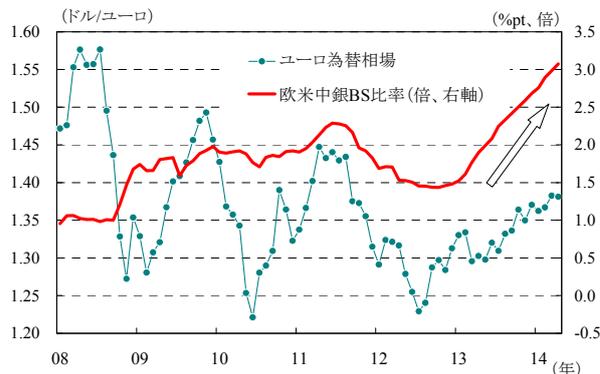
(注2) SMPは2010年5月～2012年3月にかけて実施されたECBによる国債購入プログラム。購入残高は最大約2,200億ユーロで、ECBが購入資金と同額の資金を週次で市場から吸収。なお、購入した国債は残存期間4～5年物が中心であるが、国債の対象国などの内訳は非公表。5月16日時点の残高は1,675億ユーロ。

第7図：ユーロ圏の実質金利



(注) 実質金利=政策金利-HICP総合。
(資料) Eurostat, ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：ユーロ相場とECB・FRBのバランスシート比率



(注) 『欧米中銀BS比率』=FRBの資産規模/ECBの資産規模、2008年8月=100として指数化。
(資料) ECB, FRB, Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

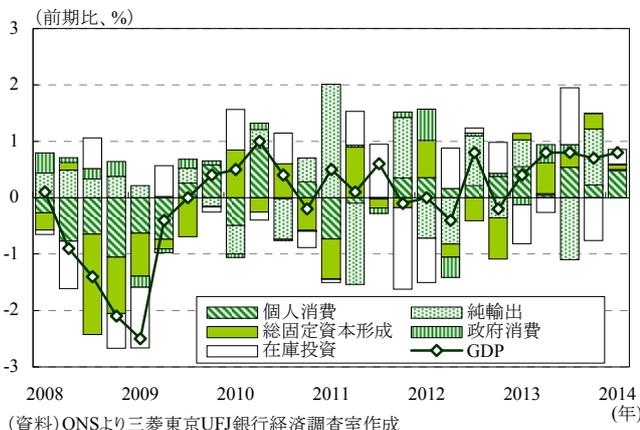
2. 英国

(1) 景気の現状

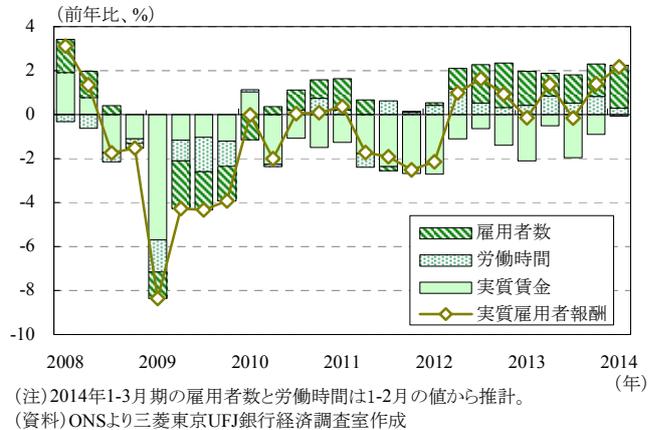
実質成長率は堅調な伸びが続く

英国経済は、堅調な景気回復が続いている。1-3月期の実質GDP成長率は、5四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9図）。需要項目別の内訳をみると、個人消費の伸び率が同+0.8%に加速し、成長率全体を押し上げた（寄与度は+0.5%ポイント）。実質雇員報酬の堅調な増加が、家計の需要拡大に寄与している。特に足元にかけては、名目賃金の伸び率上昇とインフレ率の低下によって実質賃金の減少に歯止めがかかり、購買力の一段の増加に繋がった（第10図）。

第9図: 英国の実質GDP成長率



第10図: 英国の実質雇員報酬



(2) 今後の見通し

内需は雇用・所得の増加を伴う好循環に

英国経済は、今後も家計部門を中心に内需主導の回復が持続すると予想する。雇用環境については、4月の失業率（失業保険申請ベース）が3.3%と、2008年10月以来の水準まで低下したことに加え、企業の採用意欲も高まっている。購買担当者指数（PMI）の雇用見通し指数は足元、統計開始以来の最高水準にあり、先行きの雇用増加や賃金上昇を示唆している。昨年前半からの消費持ち直しや住宅市場の復調を起点とした現在の景気回復は、企業活動の拡大と雇用・所得の増加を伴う好循環に入りつつあるとみられる。

外需の回復力は当面限定的

一方、外需については、大陸欧州向けを中心に低調が続いている。ユーロ圏の内需持ち直しが力強さに欠けることに加え、南欧等における雇用コストの低下によって、英国の相対的な価格競争力が低下していることも一因と考えられる。ユーロ圏経済の成長は、先行きも緩慢なものに止まる公算が大きいとみられる。外需の回復力は当面限定的とみられる。

足元までの高成長は持続的ではない

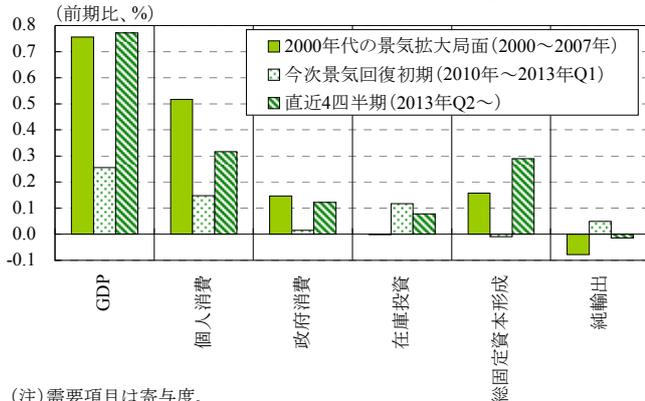
なお、先行きの成長率は、足元までに比べて緩やかなものとなる可能性が大きい。直近4四半期の実質GDP成長率の平均は前期比+0.8%と、2000

年代の景気拡大局面に匹敵する伸びとなっているが（第11図）、当時と比べて世界経済全体の成長ペースは切り下がっている。こうしたことを踏まえると、最近の成長率はかなりのハイペースであり、持続的でないと考えるのが妥当であろう。特に足元は住宅投資の増加などから総固定資本形成が上振れしているが、建設投資の先行指標である建設業 PMI には頭打ちの兆しがみられる。加えて、製造業 PMI とサービス業 PMI にも昨年末以降、上昇一服の動きが出ている。いずれの指数も水準自体は今なお高いため、景気悪化が懸念されるほどではないが、少なくとも景気拡大のペースについては今後緩やかなものとなる可能性が大きい。

住宅市場に関しても、住宅ローン金利の低下に歯止めがかかり、ローン承認件数も頭打ちになるなど（第12図）、これまで加速一辺倒であった状況にわずかながら変化がみられる。もっとも、年率+10%近い住宅価格の上昇が続くなか、住宅市場の過熱リスクが後退したと考えるのは時期尚早であろう。

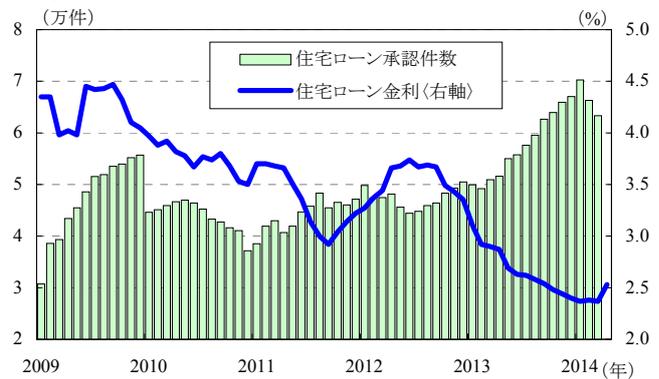
2014年の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%と2007年以来の高い伸びになる見通しで、また2015年についても同+2.3%と底堅い推移を予想する。

第11図：英国の実質 GDP 成長率の期間別平均値



(注) 需要項目は寄与度。
(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：英国の住宅ローン承認件数とローン金利



(注) 住宅ローン金利はLTV(借入額/住宅価格)比率75%、2年固定。
(資料) BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策

金融市場は来年初の利上げを織り込む

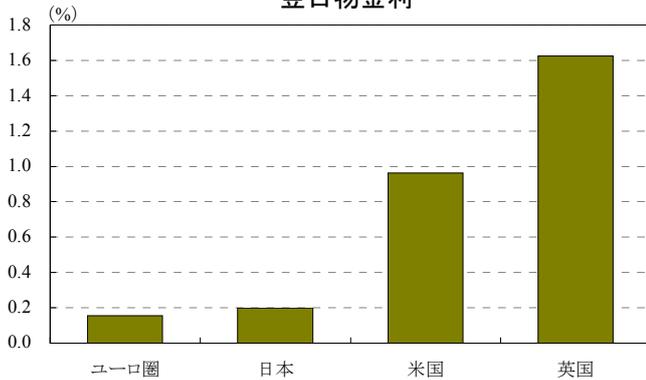
足元の景気堅調や住宅市場の過熱懸念から、早期利上げ観測が台頭している。金融市場は、英国中銀 (BOE) が主要中銀で最も早い来年初に利上げを実施することを織り込んでおり、2015年末には政策金利が1%台後半に達すると見込んでいる (現行 0.5%) (第13図)。

もっとも、経済全体の需給バランスは、今しばらく供給超過の状態が続くとみられ^(注3)、またインフレ率も BOE の目標水準を下回り、鈍化傾向にある (第14図)。そのため、住宅市場の過熱リスクに対しては、ローンの規制や購入支援策の見直しといった利上げ以外のアプローチがまず

検討されよう。来年5月に総選挙が予定されていることも勘案すると、利上げは来年後半以降となる可能性が大きいと考える。

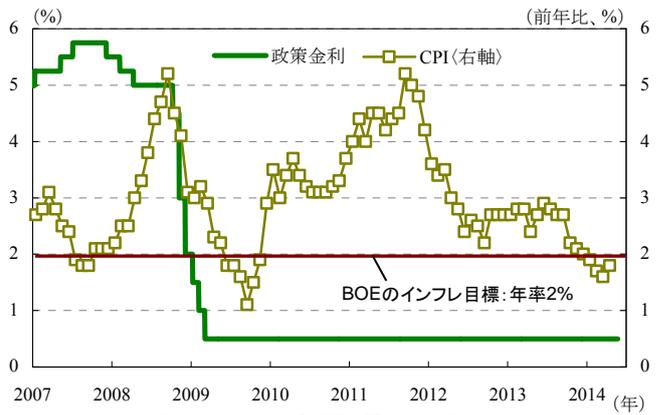
(注3) BOEは足元、GDP比1～1.5%程度のデフレギャップが存在するとみている。

第13図: 金融市場が織り込む2015年12月時点の翌日物金利



(注) 5月22日時点のOISより算出。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図: 英国の住宅ローン残高と返済比率



(資料) BOE、ONS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

	名目GDP規模 2013年 (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)		
		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	12,716	▲ 0.4	0.8	0.9	1.3	0.8	1.0	303	295	280
ドイツ	3,636	0.4	1.5	1.6	1.6	1.3	1.5	275	263	251
フランス	2,737	0.2	0.7	0.9	1.0	0.9	1.1	▲ 43	▲ 40	▲ 35
イタリア	2,072	▲ 1.9	0.3	0.4	1.3	0.6	0.9	17	20	32
英 国	2,536	1.7	2.5	2.3	2.6	1.6	1.8	▲ 1,112	▲ 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	1.6	1.4	3.5	4.9	5.3
実質GDP	▲ 0.4	0.8	0.9	1.7	2.5	2.3
<内需寄与度>	▲ 1.0	0.7	0.7	1.8	2.5	2.5
<外需寄与度>	0.6	0.2	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3
個人消費	▲ 0.7	0.4	0.6	2.2	1.8	1.6
政府消費	0.1	0.1	0.4	0.7	1.1	0.8
総固定資本形成	▲ 2.9	1.1	0.8	▲ 0.6	5.9	5.5
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6
輸出	1.4	2.5	2.1	1.0	1.8	3.4
輸入	0.0	2.3	1.8	0.5	1.7	4.1

- (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 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiko_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。