

西欧経済の見通し

～ユーロ圏は低成長が続く、英国は底堅さを維持する見込み～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

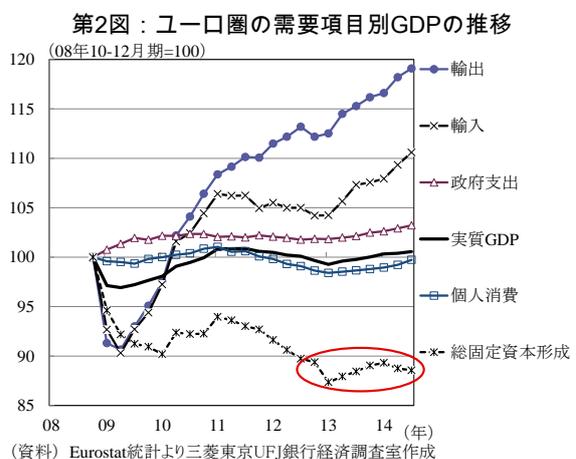
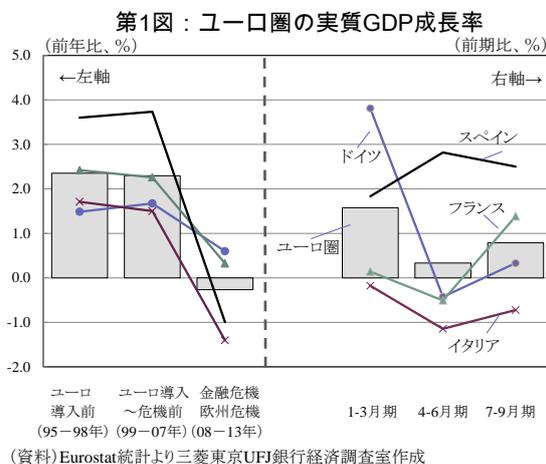
ユーロ圏経済は、低成長が続く

ユーロ圏経済は低成長が続いている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%とプラス成長を維持したものの、景気の基調は弱い。国別にみると、ドイツ（同+0.2%）、フランス（同+0.3%）は辛うじてプラス成長を確保した。周縁国ではスペイン（同+0.5%）はプラス成長を維持した一方、イタリア（同▲0.1%）は過去 13 四半期間、2 度のゼロ成長を除き景気後退が続いている（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費や輸出がプラスに寄与した一方、設備投資を含む総固定資本形成が大幅に減少し、成長率を押し下げた（第 2 図）。

設備投資が大幅に減速

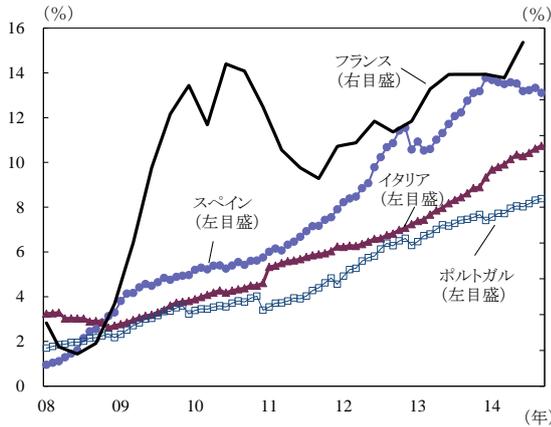
デフレリスクの高まりを受け、ECB は追加金融緩和姿勢を強化

懸案の物価は 11 月も低い伸びに止まっている。エネルギーや食品等を除くコア物価も、非エネルギー工業品を中心にドイツやフランスで一段と減速した。デフレリスクの高まりを受け、欧州中央銀行（ECB）は、9 月に初めて実施した貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）に続き、10 月にはカバードボンド、11 月には資産担保証券（ABS）の買入れを開始するなど、金融緩和姿勢を強化している。



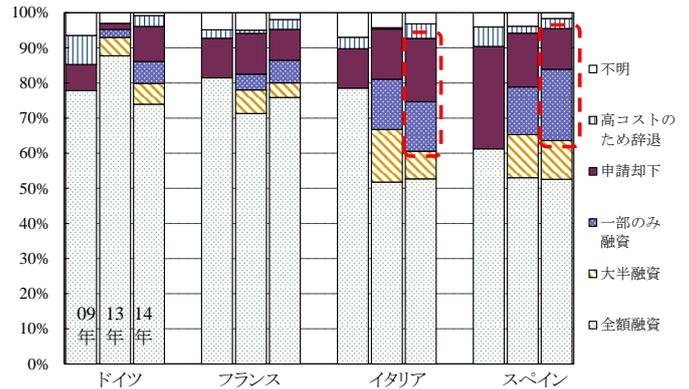
周縁国の不良債権比率は高止まり 周縁国の不良債権比率は 9 月末時点でスペインが 13.1%、イタリアが 10.7%と高止まりしている（第 3 図）。ECB が貸出増加を狙う中小企業向けの調達環境は依然厳しく、イタリアやスペインで 3 割近くが満額融資を得られぬ状況が続いている（第 4 図）。

第 3 図：ユーロ圏各国の不良債権比率



(資料)各国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 4 図：中小企業向け融資の申請結果



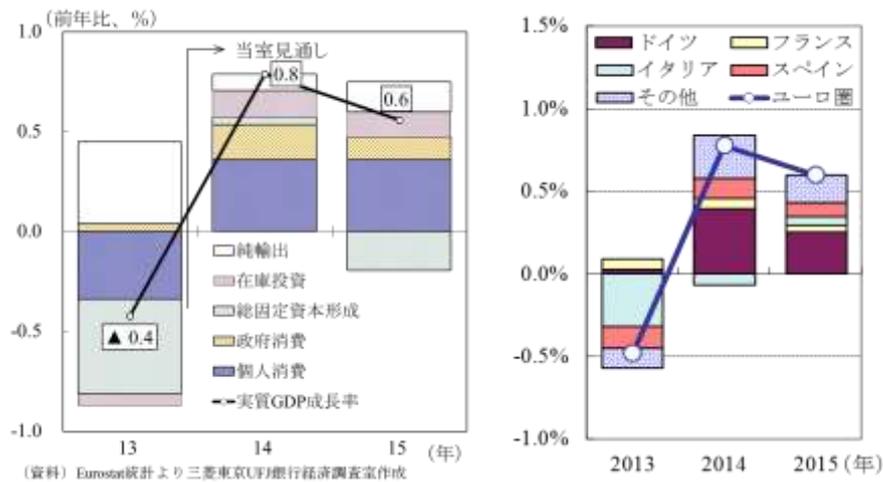
(注)2009年、2013年、2014年(4月～9月)の調査結果。
(資料)ECB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

ロシア経済減速の影響は、ドイツ経済を中心に、ユーロ圏全体の重石に 2015 年にかけてもユーロ圏経済は、底ばいの動きが続く見込みである。ロシア経済は、欧米による経済制裁強化に加え、資源エネルギー価格の大幅下落の影響が加わり、2015 年はマイナス成長に陥る公算が大きい。ロシア経済減速の影響は、同国との経済的結びつきが EU 諸国の中で相対的に強いドイツ経済を中心に、ユーロ圏経済の重石になろう。ユーロ安や低インフレに伴う実質所得の増加など景気下支え要因はあるものの、周縁国を中心に需要は弱く、日本型デフレに陥るリスクが高まっている。

2015 年にかけても 1%を下回る低成長に止まる見込み ECB はデフレを回避すべく、2015 年前半にも国債購入を含む量的緩和に踏み切る公算が大きい。これにより、景気の底割れは回避されるとみられるが、明確な回復軌道を描くには至らず、2015 年にかけても 1%を下回る成長ペースに止まる見込みである。

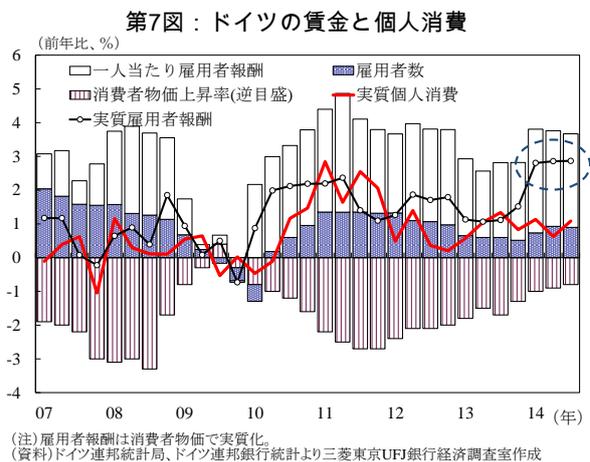
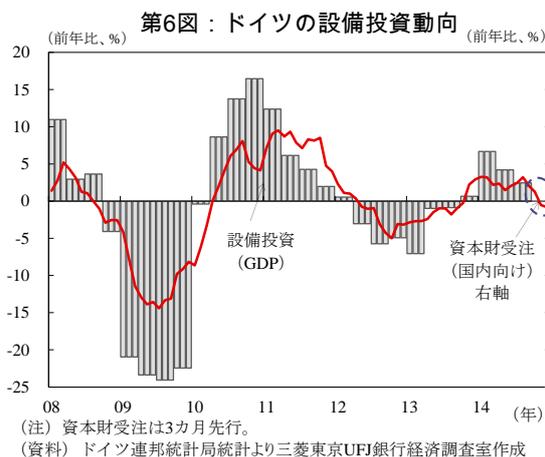
第5図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率（見通し）



(3) ドイツ経済の回復力

ロシア経済減速のドイツへの影響は、輸出から設備投資に波及

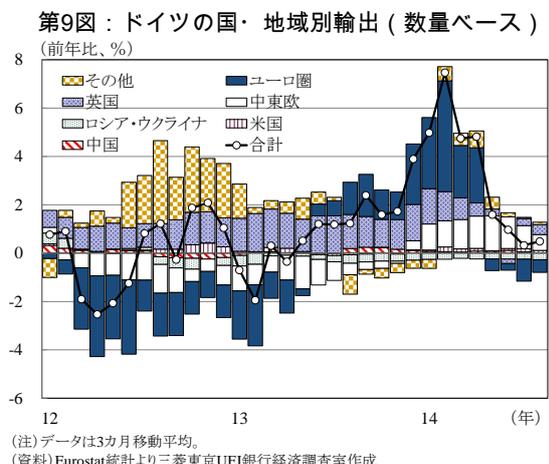
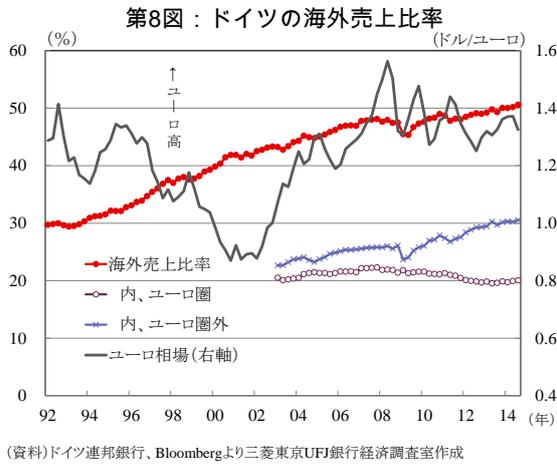
ロシア経済減速のドイツへの影響は、輸出（ロシア向け輸出：年初来約▲20%減少）から設備投資に波及している。7-9月期のドイツの機械・設備投資（GDPベース）は前年比+2.5%と1-3月期をピークに減速している。設備投資の先行指標とされる国内資本財受注も8月以降前年割れにある（第6図）。一方、良好な雇用環境や、原油価格下落による実質所得の向上を背景に、消費はこれまでのところ底堅さを維持している（第7図）。



ロシア経済減速は中東欧を含む貿易縮小をもたらす懸念あり

ドイツの成長の源泉は、製造業を中心とした高い国際競争力を武器にした海外需要の取り込みである（第8図）。とりわけ、中東欧との生産分業やロシア・中国など拡大する新興国需要の取り込みによりユーロ圏経済の牽引役になってきた。この先、ドイツにとっては低い実質金利や安価なユーロ相場により輸出競争力は維持されるとみるが、ロシア経済

の減速で、ユーロ圏と生産分業体制を敷く中東欧を含む貿易縮小がスパイラル的に生じる可能性もある（第9図）。



(4) 日本型デフレリスク

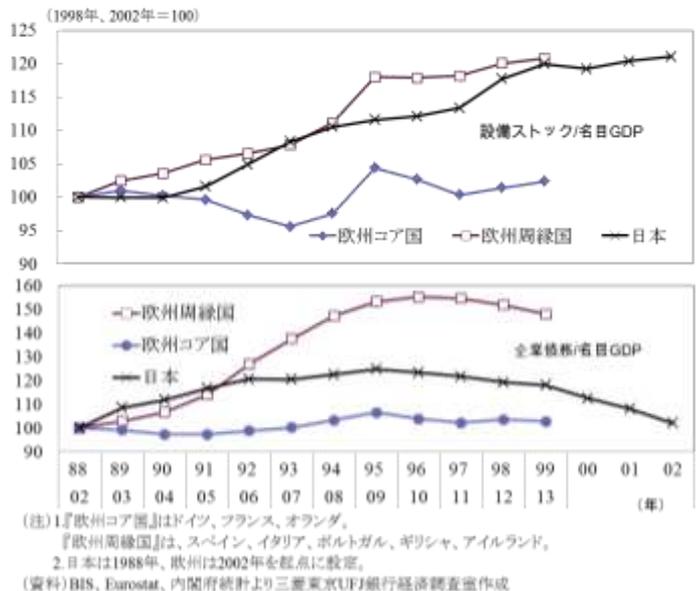
物価は前年比 +0.3%まで低下 ユーロ圏の11月の消費者物価上昇率（HICP）は、前年比+0.3%まで低下した。エネルギーや食品等を除くコア物価も、非エネルギー工業品を中心にドイツやフランスを中心に一段と減速している。

周縁国ではバブル崩壊後の日本型デフレと類似性あり ユーロ圏では通貨切り下げの選択肢がない状況下、周縁国を中心に競争力回復のため賃金上昇率を抑制する動きが継続している（第10図）。また、周縁国を中心に設備ストック・企業債務が過剰な状態にあり、スペインやイタリアなど周縁国では、バブル崩壊後の日本型デフレとの類似性がみられる（第11図）。

第10図：ユーロ圏と日本の賃金上昇率



第11図：設備ストックと企業債務の過剰感



(5) ECB の金融政策

12月、ECBは追加緩和策を見送り

デフレ懸念の高まりに対応しECBは、今年6月以降、政策金利の引き下げ等に加え、貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）や資産担保証券（ABS）及びカバードボンドの購入といった広義の量的緩和策を打ち出した。12月の理事会では、成長率とインフレ率の見通しを大幅に下方修正したものの、足元急速に下落しているエネルギー価格の物価への影響を見極めるのに時間を要することに加え、TLTROを含む一連の緩和策の効果を見極めたいとして、追加緩和策の発表は見送った。

ECBが「意図」する1兆ユーロのバランスシート拡大は不確実性が大きい

ECBがバランスシートの拡大を「意図」する1兆ユーロは、ユーロ圏の名目GDPの約1割に相当し、緩和の規模としてはFRBの量的緩和第3弾（QE3）とほぼ同程度である（第1表）。ただし、ECBが狙い通りにバランスシートを拡大できるかについては、現時点では不確実性が大きいとみられている。まずTLTROは、9月18日に行われた第1回オペの資金供給額が826億ユーロと事前予想^(注1)を大幅に下回った。また、ユーロ圏におけるABSとカバードボンドの発行残高のうち、ECBの購入対象となりうるものは約2兆ユーロに止まる。加えて、そのうち約7,000億ユーロはECBが既に担保として受け入れており、追加的な買入余地は限定的である。

(注1) ブルームバーグの調査による予想レンジは1,000～3,000億ユーロ（中央値1,500億ユーロ）であった。

第1表：日米欧中銀の近年の量的緩和政策

	ECB TLTRO+ カバードボンド・ ABS購入	FRB QE3	日銀 量的・質的緩和
中銀の バランス シート 拡大額	1兆ユーロ (1.25兆ドル)	1.7兆ドル	132兆円 (1.16兆ドル)
拡大額の 対GDP比	10.4%	10.3%	27.8%
拡大率	約1.5倍	約1.6倍	約1.8倍
期間	2014年9月 ～2016年後半 (約2年間)	2012年10月 ～2014年11月 (2年2ヵ月)	2013年4月から 約2年間

第2表：ECBによる量的緩和の試算

	(億ユーロ)	
	コンセンサスシナリオ	保守的シナリオ
TLTRO(①)	5,750	4,130
民間債権買入計(②=③+④+⑤)	5,000	3,585
ABS買入(③)	2,000	684
カバードボンド買入(④)	1,500	1,489
社債買入(⑤)	1,500	1,412
小計(⑥=①+②)	10,750	7,715
国債買入(⑦-⑥)	2,750	5,785
総資金供給額(⑦=⑧+⑨)	13,500	13,500
バランスシート拡大目標(⑧)	10,000	10,000
LTRO返済分(⑨)	3,500	3,500

【試算の前提】

コンセンサスシナリオ：TLTRO、ABS、カバードボンドはBloombergサーベイの中央値を使用。社債は、発行残高がカバードボンドに近い場合、カバードボンドと同程度と仮定。
保守的シナリオ：第1回入札の応札額が826億ユーロ、第1-2回入札における最大資金供給額が4,000億ユーロであることから、利用率を41.3% (826 ÷ (4,000 ÷ 2)) と仮定。TLTRO全体の最大資金供給額1兆ユーロ(ECB見積り)に41.3%を掛けて算出。民間債権は、それぞれの既存発行残高の10% (FRBのQE3、日銀の量的・質的緩和における資産買入額の既存発行残高に対する比率の平均) を買入れると仮定。

(注) 1. 1ユーロ=1.25ドル、1ドル=114円として計算。

2. 日銀については、2014年10月31日決定の追加緩和措置は含まず。
(資料) 各中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(資料) ECB、Bloomberg資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ECBは、バランスシート拡大を確実なものにするため、買入対象資産を拡大し、ABSやカバードボンドと比べ発行残高が格段に大きい国債の

購入に踏み切るとみられる。

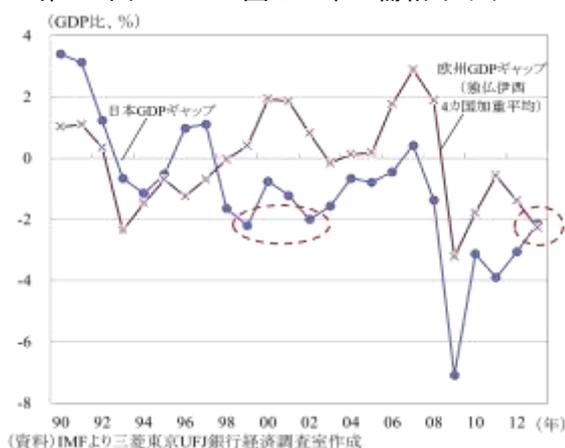
想定される国債購入の規模感は3,000～6,000億ユーロ

主要機関を対象とした調査によると、TLTRO 及び ABS・カバードボンド買入による資金供給額は、合計 9,250 億ユーロ(中央値)と見込まれている。社債も購入対象となりうることや、2015 年初に3年物長期資金供給オペ(LTRO、現在の残高は約 3,500 億ユーロ)の期限が到来することも勘案すると、不足分は 3,000 億ユーロ弱となる見込みである(第2表のコンセンサスシナリオ)。したがって、市場に相応の影響を与えるためには、3,000 億ユーロを上回る規模の国債購入が必要と考えられる。また、TLTRO と民間資産購入によるバランスシート拡大額をより保守的に見積もった場合(第2表の保守的シナリオ)、不足分は 6,000 億ユーロ近くになる。以上を踏まえると、ECB による国債購入の規模感は 3,000 億～6,000 億ユーロと想定される。

足元の需給ギャップから試算すると、1兆ユーロを上回る拡大が必要となる可能性も

もつとも、足元の需給ギャップ(IMF 試算:約▲2%)を埋めるために必要なバランスシートの拡大額は、1.3兆ユーロ(FRBによる米QEにおける推計方法を基に試算)と ECB が狙う1兆ユーロを上回る可能性もあると考えられる(第12図、第3表)。需給ギャップ推計のばらつきを考慮すると、1兆ユーロは最低限必要な規模とみなすことが可能である。

第12図：ユーロ圏と日本の需給ギャップ



第3表：需給ギャップを埋めるために必要な ECB バランスシート拡大額の試算

B/S拡大額 (兆ユーロ)	ユーロ圏 GDP ギャップ (%)	GDPギャップを埋めるために必要な 長期金利低下幅 (bp)	1千億ドル 当たりの金利 押し下げ(bp) (FRB試算)	長期金利乗数 (FRB試算)	
(兆ユーロ)	(兆ドル)	①	②	③	
1.0	1.3	1.6	64.0	5.0	2.5
1.3	1.6	2.0	80.0	5.0	2.5
1.5	1.8	2.3	92.0	5.0	2.5
1.6	2.0	2.5	100.0	5.0	2.5

(注)1ユーロ=1.25ドル。
(資料)FRB資料を基に三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国債購入の決定時期は、2015年初から春先にかけてと予想

国債購入の時期については、デフレ懸念の増大に歯止めを掛けるためには、早期決定が望ましいものの、ECB 内でもドイツ連銀を中心に反対論・慎重論が根強く、調整が必要である。カバードボンドと ABS の買入の進捗状況に加え、12月11日に実施される第2回TLTROの利用額を確認した上で、ECB は国債購入の最終的な要否・規模を判断するとみられる。以上を踏まえると、ECB 理事会における決定は2015年初から春先にかけてと予想する。

(大幸 雅代、ロンドン駐在 高山 真)

2. 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

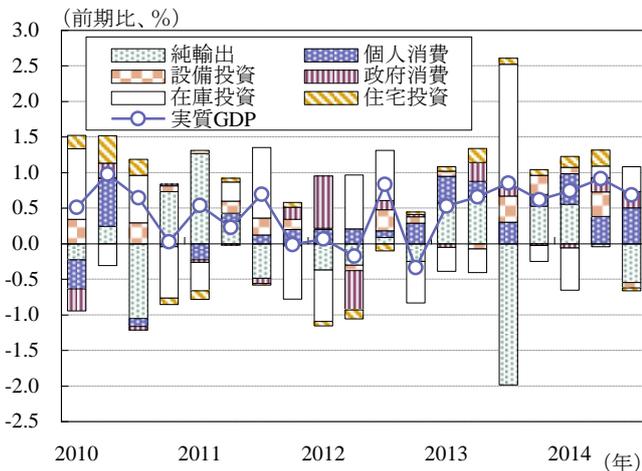
英国経済は、堅調な景気拡大が続いている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と、2013年初以降の平均(同+0.7%)並みの高い伸びを維持した(第13図)。7-9月期は、純輸出のマイナス寄与拡大に加え、設備投資が前期の大幅増加の反動から減少に転じた一方、個人消費の伸び加速や在庫投資のプラス寄与拡大が成長率を押し上げた。

(2) 景気は底堅さを維持する公算

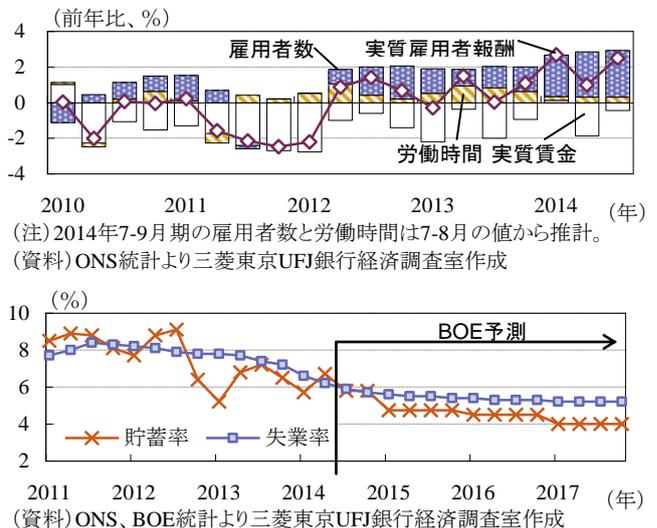
景気は今後も消費を中心に底堅さを維持する公算

景気は今後も、個人消費を起点とする好循環に支えられ、底堅さを維持する公算が大きい。足元の雇用環境をみると、雇用者数の堅調な伸びが続いており、失業率は6%と約6年ぶりの水準まで低下した(第14図)。英中銀(BOE)は、失業率は2015年末にかけ5%台前半まで低下すると見込んでいる。実質賃金の伸びはマイナス基調が続いているが、先行きは労働需給のタイト化に加え、エネルギー価格の下落等を受けてプラスに転じ、家計の実質所得を押し上げよう。また、緩和的な金融環境等を背景とする貯蓄率の低下も、所得の伸びと相まって消費の拡大基調を支えるとみる。

第13図:英国の実質GDP成長率



第14図:英国の雇用所得環境



住宅市況の沈静化が景気拡大ペースの鈍化要因に

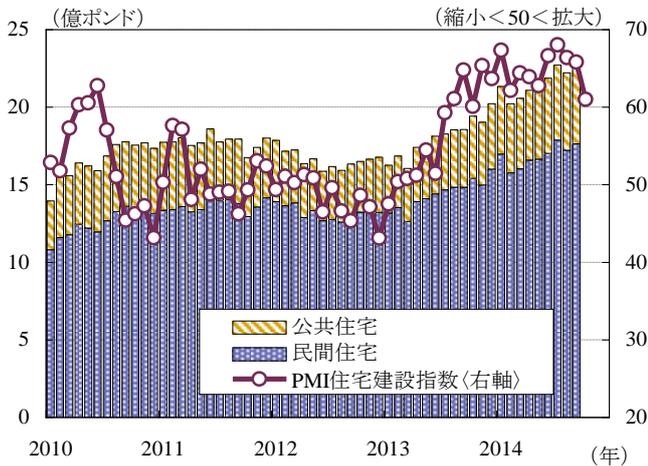
一方、住宅市場では、これまで過熱気味であった市況に沈静化の動きが増えてきている。10月の住宅販売件数は、約1年ぶりに10万戸を割り込み、同月の住宅ローン承認件数も2013年6月以来の低水準となった。建設業購買担当者指数(PMI)の住宅建設指数も7月をピークに低下傾向にあり、堅調が続いてきた住宅建設にも減速の兆しが現れ始めた(第15図)。

前述したように、景気の底堅さは今後も持続が見込まれるものの、牽引役の一つであった住宅部門が減速に転じることで、景気の拡大ペースは緩やかなものとなっていく可能性が大きい。

ユーロ圏景気の下振れリスクは要警戒

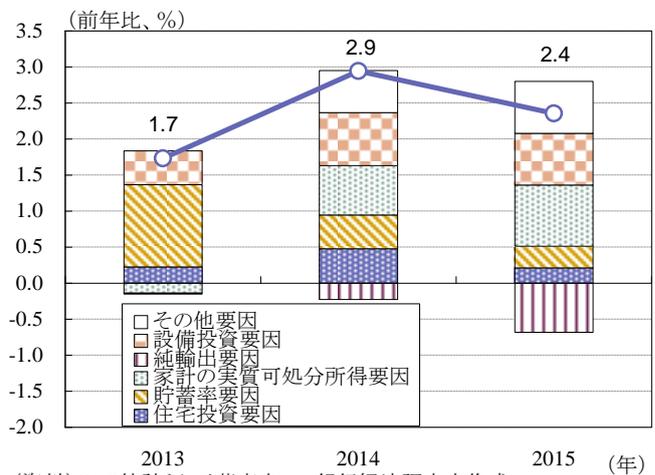
また、ユーロ圏を中心とする大陸欧州の景気低迷も下押し要因となろう。英国の輸出は約半分が EU 向けであり、実質輸出（GDP ベース）は足元まで3 四半期連続で前期比マイナスとなっている。先行きも、大陸欧州の景気が低調に推移するなか、相対的に堅調な内需を反映して純輸出（輸出－輸入）のマイナス幅は一段と拡大することが見込まれる（第 16 図）。EU 域内貿易に対する英国の依存度は、他の欧州主要国に比べて低いとはいえ^(注 2)、ユーロ圏景気の先行き不透明感は強く、さらなる下振れリスクに対し当面は警戒が必要と考える。

第 15 図：英国の実質住宅建設額と PMI 住宅建設指数



(資料) ONS、Markit統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 図：英国の実質 GDP 成長率の要因分解



(資料) ONS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(注 2) EU 域内向け輸出の GDP に対する比率は、英国が 9.3%であるのに対し、ドイツは 22.8%、フランスは 12.6%、イタリアは 13.5%、スペインは 14.7%。

(3) 英中銀はインフレ見通しを下方修正

利上げ開始は早くとも 2015 年後半以降と予想

BOE は 11 月のインフレーションレポートにおいて、インフレ見通しを下方修正し、2015 年末時点での CPI 上昇率を前年比+1.4%とした（前回 8 月の見通しでは同+1.7%）。一方、失業率が自然失業率とされる 5.5%まで低下する時期については、2015 年 4-6 月期との見通しが示された。基調としてのインフレ圧力が高まり始める時期は、2015 年後半以降とみられ、少なくとも同年前半まで政策金利は現在の 0.5%に据え置かれる公算が大きい。

(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	0.8	0.6	1.3	0.5	0.7	3,026	2,974	2,806
ドイツ	0.1	1.4	0.9	1.6	1.0	0.9	2,549	2,341	2,588
フランス	0.3	0.3	0.2	1.0	0.6	0.8	▲ 369	▲ 407	▲ 354
イタリア	▲ 1.9	▲ 0.4	0.3	1.3	0.2	0.5	205	259	237
英 国	1.7	2.9	2.4	2.6	1.5	1.2	▲ 1,133	▲ 1,439	▲ 1,337

(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	1.2	1.0	3.5	5.2	5.5
実質GDP	▲ 0.4	0.8	0.6	1.7	2.9	2.4
<内需寄与度>	▲ 0.9	0.7	0.5	1.9	3.2	3.0
<外需寄与度>	0.4	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.7
個人消費	▲ 0.6	0.8	0.8	1.6	2.1	2.2
政府消費	0.2	0.9	0.6	0.7	1.6	1.4
総固定資本形成	▲ 2.4	0.6	▲ 0.9	3.2	7.7	6.0
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
輸出	2.1	3.4	3.5	0.5	▲ 1.7	▲ 1.2
輸入	1.2	3.5	3.6	0.5	▲ 0.9	1.1

- (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 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います。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。