

西欧経済の見通し

～ユーロ圏は原油安・ユーロ安が景気を下支えするも、1%弱の低成長が続く～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏の景気の
基調は依然弱い

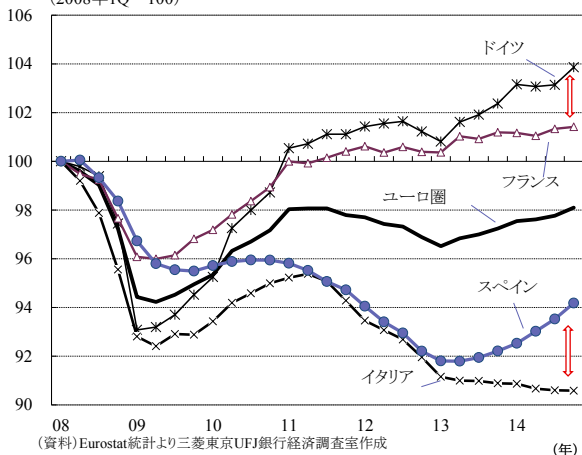
ユーロ圏経済は原油安の追い風もあり、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%とやや持ち直したが、景気の基調は依然弱い。国別にみると、回復ペースの差が広がっている（第 1 図）。ドイツ（同+0.7%）は持ち直したが、フランス（同+0.2%）は引き続き低調であった。周縁国ではスペイン（同+0.5%）は回復が続く一方、イタリアはゼロ成長に止まった。また、需要項目別にみると、原油価格下落を受けた実質所得の増加が個人消費を押し上げたが、設備投資は低迷が続いている（第 2 図）。

デフレリスクの高
まりを受け、ECB
は国債購入含む追
加緩和策を決定

物価面では、需要の伸び悩みを背景にデフレリスクが一段と高まっている。2 月の消費者物価上昇率は前年比▲0.3%と昨年 12 月以降マイナスが続いている。デフレを回避すべく欧州中央銀行（ECB）は、1 月に国債購入を含む追加緩和策を決定した。3 月 9 日から開始した資産買入は総額 1.1 兆ユーロ以上に達する見込みである。予想を上回る規模の量的金融緩和策を受け、ユーロ相場は 3 月 10 日には一時 1 ユーロ=1.06 ドル台と、2003 年 4 月以来の水準まで下落した。

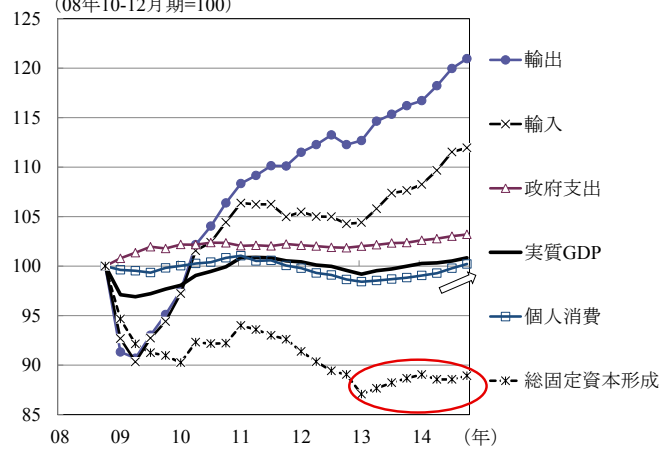
第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率

(2008年1Q=100)



第 2 図：ユーロ圏の需要項目別 GDP

(08年10-12月期=100)

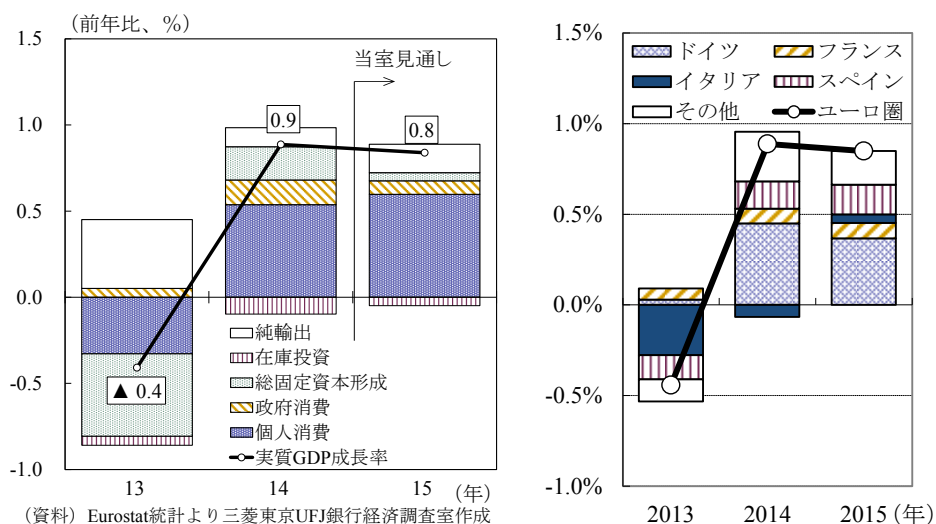


(2) 今後の見通し

原油安、量的金融緩和、ユーロ安が景気を下支えするも、2015年も1%弱の成長に止まる公算

2015年のユーロ圏経済は、原油安の追い風が吹くなか、大規模な量的金融緩和策とユーロ安が景気を下支えする見込みである。原油価格下落による実質所得の増加が個人消費を押し上げるほか、ユーロ安が交易条件の改善を通じて、外需の伸び悩みを一定程度相殺することが期待できる。しかし、高水準の不良債権を抱える周縁国の回復力は依然脆弱であり、ロシアや中国など新興国経済の減速が引き続き重石となりうる。以上を踏まえると、2015年のユーロ圏の実質GDP成長率は、2014年に続いて1%弱に止まる見通しである（第3図）。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率（見通し）

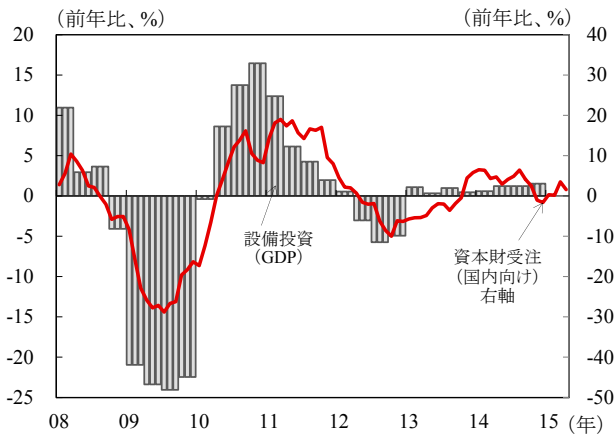


ドイツは家計部門が堅調を維持する一方、企業部門は低調

ドイツ経済は昨年4-6月期以降、ロシア経済悪化の影響で輸出・投資中心に減速したが、10-12月期は良好な雇用環境（失業率は過去最低水準）が続くなか、原油価格下落による実質所得の増加も相まって、消費が牽引役となり持ち直した。もっとも、家計部門が堅調を維持する一方、企業部門は低調である。ロシア・中国など新興国経済減速の影響で輸出が伸び悩んでいることに加え、設備投資も低調に止まっている（第4図）。株価はECBによる追加金融緩和策もあり年初来最高値圏にあるが、企業収益は足踏みしている（第5図）。

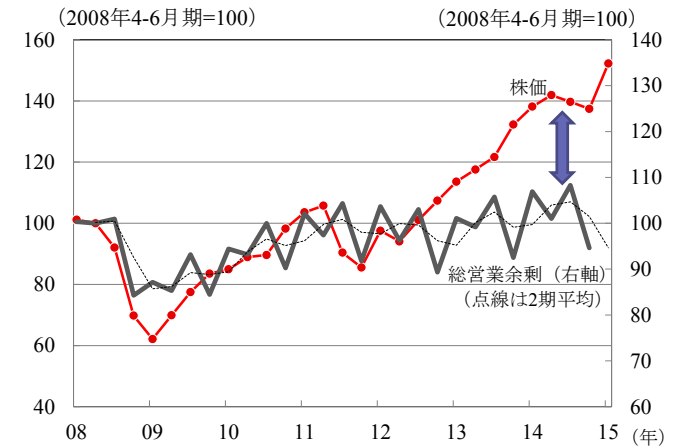
この先、原油安が個人消費を押し上げることや、ドイツにとっては安価なユーロ相場が輸出を下支えするとみるが、以下で述べるようにロシア経済を取り巻く環境は一段と悪化しており、引き続き企業部門の重石となることが想定される。

第4図：ドイツの資本財受注と設備投資



(注)資本財受注は3カ月先行。
(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

第5図：ドイツの株価と企業収益



(資料)ドイツ連邦統計局、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

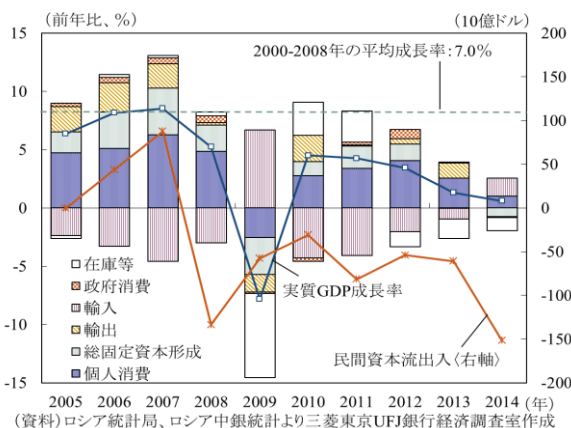
(3) ロシア経済減速の影響

経済制裁、原油安、
資本流出等により、
ロシア経済を取り
巻く環境は一段と
悪化

ロシア経済を取り巻く環境は、欧米による経済制裁強化に原油安の影響が加わり、一段と厳しさを増している。資本流出が加速し（2014年の民間資本ネット流出額は1,515億ドルと前年の610億ドルから大幅に拡大）、今年に入り大手格付機関2社が投資不適格級への格下げを発表した。2014年の実質GDP成長率は、消費の鈍化や投資の減速等からゼロ近辺まで低下したが（第6図）、2015年は前年比▲4.1%と2009年のリーマンショック時（同▲7.8%）以来の大幅なマイナス成長に陥る見通しである。

ロシア経済の減速を受け、同国向け輸出は、多くの国で10-12月期も前年比二桁のマイナスが続いている（第1表）。輸出全体の伸び悩みが予想されるなか、同国との経済的結びつきがEU諸国の中では相対的に強いドイツを中心に、引き続きユーロ圏経済の重石となる公算が大きい。

第6図：ロシアの実質GDP成長率



(資料)ロシア統計局、ロシア中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：ユーロ圏のロシア向け輸出

	上:輸出全体の伸び 下:内、ロシア向け (前年比、%)					ロシア向け 輸出シェア (%)	ロシア向けの 寄与度 (%ポイント)
	2014年						
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	通年		
ユーロ圏	1.1 ▲11.6	0.5 ▲14.4	2.6 ▲12.3	2.0 ▲16.9	1.5 ▲13.8	2.5	▲0.3
ドイツ	3.0 ▲12.1	1.9 ▲17.2	5.8 ▲18.0	3.4 ▲22.6	3.5 ▲17.5	3.2	▲0.6
イタリア	1.4 ▲7.6	0.8 ▲11.4	2.2 ▲10.3	2.3 ▲16.8	1.7 ▲11.5	2.7	▲0.3
フランス	▲0.1 ▲2.3	▲2.3 ▲15.4	0.6 ▲3.7	1.7 ▲10.7	▲0.0 ▲10.7	1.6	▲0.2
スペイン	1.3 ▲9.4	▲0.9 ▲4.7	4.2 ▲5.3	2.9 ▲19.0	1.8 ▲9.6	1.2	▲0.1

(資料)Eurostat統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

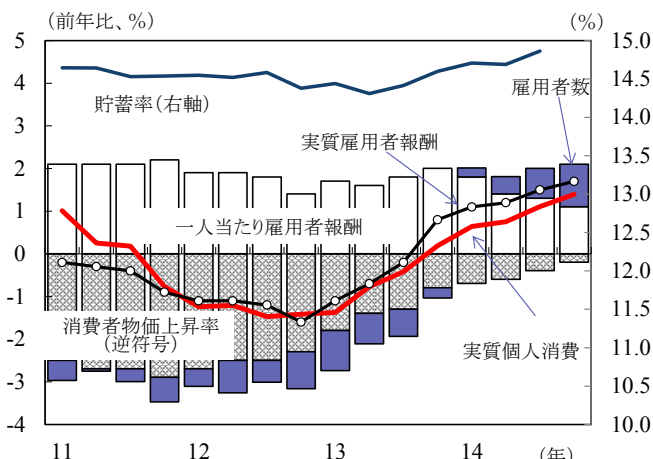
(4) 原油下落の個人消費への影響

原油価格の下落を受けた実質所得の増加が個人消費を押し上げ

昨年終盤の個人消費を押し上げた原油安は、2015 年もプラス効果が期待できる。実質雇用者報酬の伸び率は緩やかに高まっているが、項目別寄与度をみると、2014 年以降、雇用者数の寄与度が高まる一方、一人当たりの雇用者報酬の寄与度は低下しており、雇用環境の改善を通じた所得の増加ペースはほぼ横ばいに止まっている（第7図）。今後も、原油安を受けた物価下落が実質ベースでみた雇用者報酬にプラスに働くことが期待できる。

原油価格が 10%下落した場合、物価下落と実質所得の増加を通じ、実質個人消費を 0.1%ポイント弱押し上げる効果が見込まれる（第8図）。2015 年の原油価格（WTI）は、年間平均で前年比 4 割近い下落が見込まれ、実質消費を約 0.3%ポイント押し上げることが期待できる。

第7図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



(注1) 実質雇用者報酬は名目雇用者報酬を消費者物価(HICP)で実質化。
 (注2) 貯蓄率は独仏伊の3カ国のデータを基に算出。
 (資料)Eurostat統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図 10%の原油価格下落がもたらす実質個人消費への影響試算

	原油価格(WTI)の10%の下落(前年比、%)	▲ 10.0
物価への影響	原油価格1%の変化に対するエネルギー価格指数の変化幅(前年比、%ポイント)	0.14
	個人消費価格指数の全体に占めるエネルギー価格のウェイト	0.11
	原油価格10%の下落による個人消費価格指数の変化幅(前年比、%ポイント)	▲ 0.15
実質所得への影響	原油価格10%の下落による実質所得の変化幅(前年比、%ポイント)	0.15
	実質所得1%の変化に対する実質個人消費の変化幅(前年比、%ポイント)	0.52
実質個人消費への影響	原油価格10%の下落による実質個人消費の変化幅(前年比、%ポイント)	0.08

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

(5) ECB の金融政策

過去 2 回の TLTRO は低調

ECB は、昨年 6 月以降、中銀預金金利のマイナス化に加え、貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）や資産担保証券（ABS）・カバードボンドの購入を含む金融緩和策を打ち出してきた。もっとも、昨年 9 月と 12 月に実施された TLTRO の応札額は合計約 2,100 億ユーロと上限（4,000 億ユーロ）の半分程度に止まり事前予想を大幅に下回った。

3 月以降、ECB は 国債購入を開始

需要の弱さに原油安が加わり、デフレリスクが一段と高まるなか、ECB は 1 月の理事会で、国債を含む毎月 600 億ユーロの資産購入策を打ち出した。資産購入は 3 月から少なくとも 2016 年 9 月まで、あるいは物価目

標の安定的な達成が展望できるまで継続する方針である。ECB には、株高など資産効果やユーロ安等を通じ景気の下支えを図る狙いがあると推察される。ただし、ECB が貸出増強を狙う周縁国では、不良債権比率が高止まるなか、銀行は中小企業向け融資に慎重な姿勢を崩しておらず、貸出残高の減少に歯止めがかかっていない。一連の金融緩和策の効果が貸出増加につながるまでには相応の時間を要する見込みである。

(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状～景気は拡大基調を維持

個人消費の堅調な伸びが続く

英国景気は拡大基調が継続している。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.5%と、7-9 月期の同+0.7%からは減速したが、底堅い伸びを維持した（第 9 図）。10-12 月期は、建設投資の減少が成長率を押し下げたとみられる一方、輸出が 3 四半期ぶりに増加に転じたことが押し上げ要因となった。加えて、個人消費も引き続き堅調を維持した。また、2014 年通年の成長率は前年比+2.6%と、先進主要 7 ヶ国（G7）中で最も高くなった見込みである。

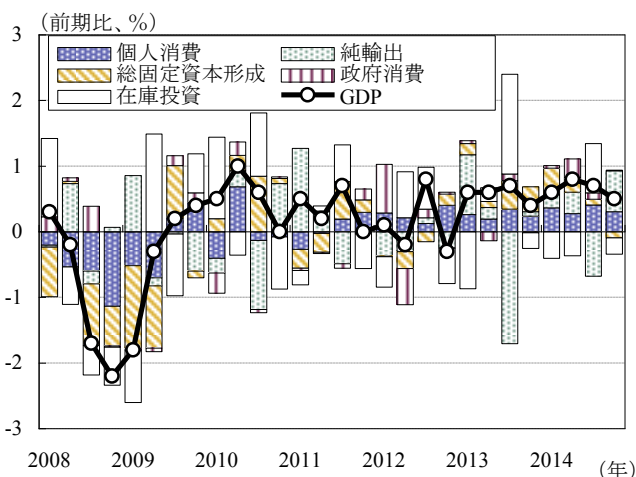
(2) 今後の見通し～内需主導の景気拡大が持続

先行きについては、住宅市況の沈静化が景気の下押し要因となるものの、雇用・所得環境の一段の改善や原油安が押し上げ要因となり、景気は引き続き底堅さを維持すると予想する。

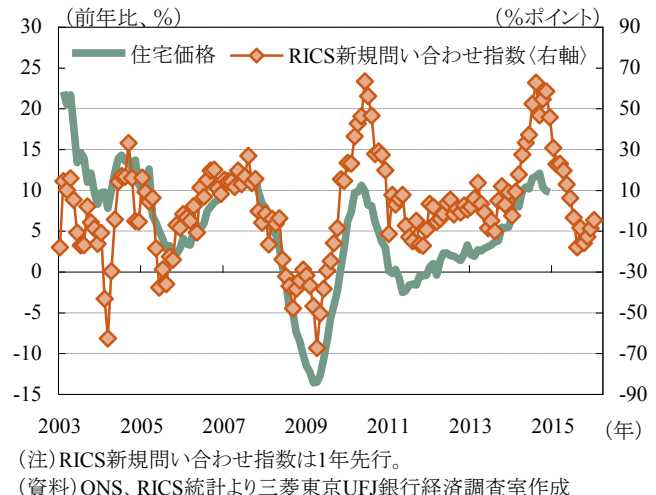
今年半ばにかけて住宅市況の沈静化が景気の重石に

住宅市場をみると、足元でも価格は前年比+10%前後の高い伸びが続いているが、先行指標である住宅購入に関する新規問い合わせ件数は大きく減少している（第 10 図）。住宅市況は、今年半ばにかけて沈静化が明確になり、住宅投資の鈍化や資産効果の減少が景気の重石となろう。ただし、新規問い合わせ件数には、このところ底打ちの動きもみられるため、住宅市場は大幅な調整は回避し、年後半から来年にかけて持ち直しに転じるとみられる。

第 9 図：英国の実質 GDP 成長率



第 10 図：英国の住宅価格と RICS 新規問い合わせ指



雇用・所得環境は一段の改善が見込まれる

一方、2015 年は、雇用・所得環境の改善進展が期待される。雇用者数の堅調な伸びが続くなか、直近の失業率は 5.7%と、2008 年以来初めて 6%を下回った（第 11 図）。企業サーベイにおける雇用見通しは高水準で推

移しており、失業率は低下基調が続く公算が大きい。加えて、名目賃金の上昇率も高まり始めており、先行き労働需給のタイト化を背景に、所得増加を牽引する要因のひとつとなろう。また、貯蓄率の低下（＝消費性向の上昇）も所得の増加と相まって、消費を押し上げるとみる。

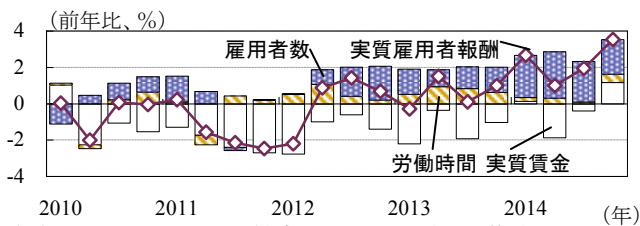
原油安も景気の押し上げ要因に

原油価格の低下も景気の追い風として期待される。英中銀（BOE）の分析では、原油価格の10%の下落は実質GDPを年間で0.08%押し上げると試算されている。これに当室の原油価格見通し（2015年のWTIの年間平均58ドル/バレル）を当てはめると、2015年における押し上げ幅は0.2%程度となる見込みである。

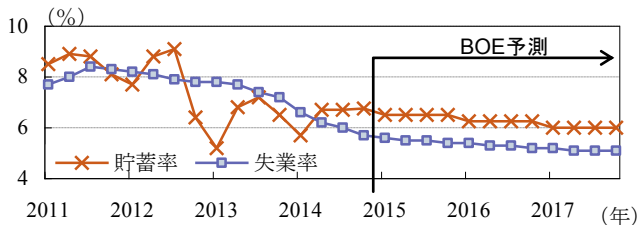
ユーロ圏景気の下振れリスクは当面要警戒

以上の要因から、英国の景気は今後も底堅く推移する公算が大きい（第12図）。ただし、ユーロ圏を中心とする大陸欧州の景気低調は懸念材料である。当面は、地政学的リスクの高まり等によるユーロ圏景気の下振れに対し、警戒が必要と考える。

第11図：英国の雇用・所得環境

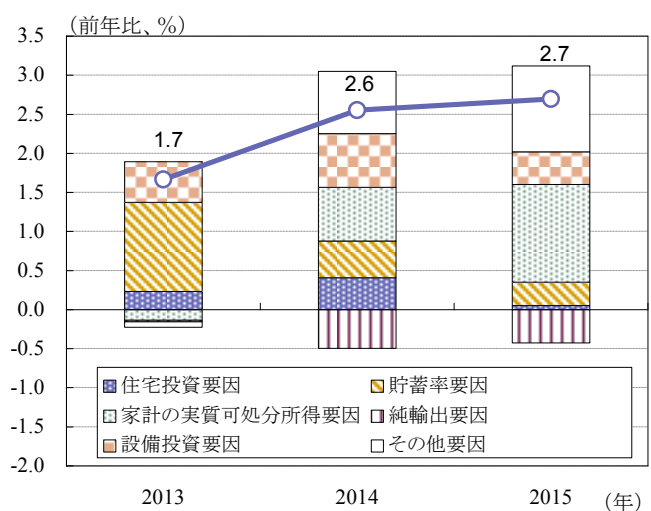


（注）2014年10-12月期の労働時間は10-11月の値から推計。
（資料）ONS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



（資料）ONS、BOE統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12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

(3) 足元のインフレ率は鈍化も、デフレリスクは限定的

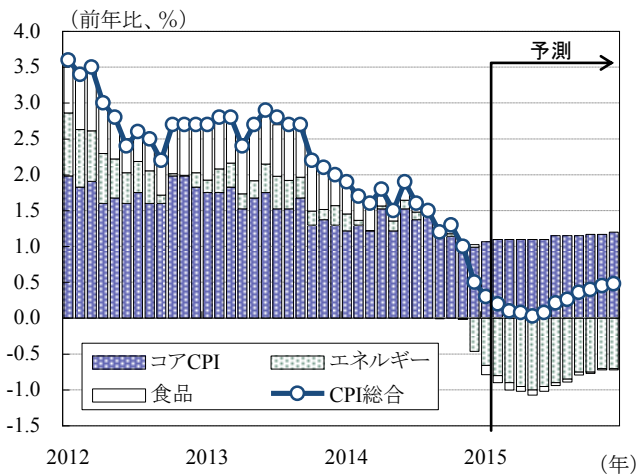
コアCPIは比較的高めの伸びが継続

インフレ率は大きく鈍化しており、1月の消費者物価（CPI）上昇率は前年比+0.3%に低下した（第13図）。もっとも、インフレ鈍化の主因はエネルギー価格の大幅下落であり、食品・エネルギー価格を除いたコアCPIは、同+1%台前半の伸びが続いている。経済全体の需給バランスは、デフレギャップ（需要<供給）状態にあるものの、その幅は対GDP比0.5~1.0%前後まで縮小している（第14図）。このため、物価が全般的に下落するデフレ局面入りのリスクは限定的とみられる。

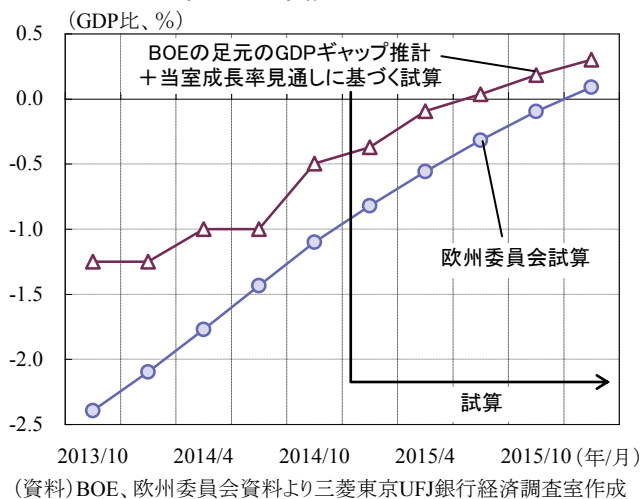
CPI上昇率は当面、同+1%を下回る状態が続くと予想されるが、来年初にかけて、需給バランスのインフレギャップ化、賃金上昇、原油安の影響剥

政策金利は2015年 落等を背景に伸びが高まってこよう。英中銀（BOE）は、2015 年中は政
 中は据え置きの方 策金利を現在の0.5%に据え置く可能性が大きく、2016年に利上げに向け
 算 た出口戦略を具体化させ始めると想定する。

第13図:英国の消費者物価(CPI)



第14図:英国のGDPギャップ



(ロンドン駐在 高山 真)

西欧経済の見通し総括表

(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 (実績)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)
ユーロ圏	▲ 0.4	0.9	0.8	1.3	0.4	▲ 0.2	3,026	2,954	2,784
ドイツ	0.1	1.6	1.3	1.6	0.8	0.3	2,549	2,649	2,599
フランス	0.3	0.4	0.5	1.0	0.6	0.0	▲ 369	▲ 277	▲ 216
イタリア	▲ 1.7	▲ 0.4	0.3	1.3	0.2	▲ 0.2	205	364	347
英 国	1.7	2.6	2.7	2.6	1.5	0.2	▲ 1,199	▲ 1,529	▲ 1,149

(2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)
名目GDP	0.9	1.8	0.7	3.5	4.5	4.4
実質GDP	▲ 0.4	0.9	0.8	1.7	2.6	2.7
<内需寄与度>	▲ 0.8	0.8	0.7	1.8	2.9	3.1
<外需寄与度>	0.4	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.5	▲ 0.4
個人消費	▲ 0.6	1.0	1.1	1.7	2.0	2.4
政府消費	0.2	0.7	0.4	▲ 0.3	1.5	1.1
総固定資本形成	▲ 2.4	1.0	0.2	3.4	6.8	4.0
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	0.2	0.6
輸出	2.1	3.7	3.4	1.5	0.4	0.5
輸入	1.3	3.8	3.3	1.4	1.8	1.8

- (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、リトアニアの計19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、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとさ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。