

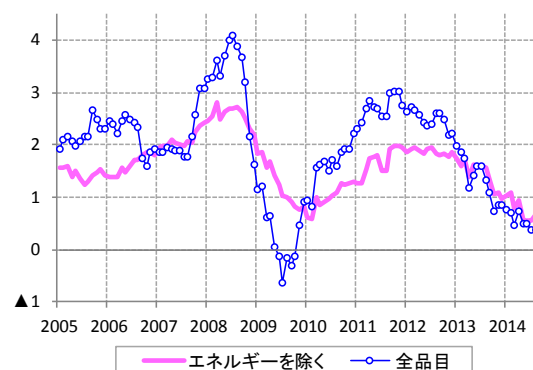
金融緩和効果が限られ低成長・低インフレが続くユーロ圏

ECB は、景気停滞とそれに伴うデフレリスクの高まりを受けて、6 月に続いて 9 月にも追加利下げを実施。加えて、10 月から ABS などを買入れ、実質的な量的緩和に踏み込む方針も決めた。しかし、厳しい雇用情勢や設備稼働率の低迷により銀行への借入需要が弱い中では、ECB による矢継ぎ早の緩和措置も早期の貸出回復に結び付き難いと考えられる。また、金融緩和を受けた最近のユーロ安は先行きの輸出や物価を下支えていくと期待されるが、景気回復・低インフレ脱却の原動力となるまでにはもう一段のユーロ安が必要である。以上に基づけば、ユーロ圏経済は引き続き低成長を余儀なくされ、2014 年通年の成長率は 0.7%にとどまると予想される。

ECB が追加利下げ、10 月からの ABS 等買入れも発表

ECB（欧州中央銀行）は 9 月 4 日、6 月に続く一段の金融緩和措置を打ち出した。具体的には、主要政策金利を 0.15%から 0.05%へとさらに引き下げたほか、民間銀行の融資拡大を促すため、6 月に初めてマイナス（▲0.1%）とした中銀預金金利（銀行が余剰資金を ECB に預ける際の金利）をさらに▲0.2%へと引き下げた。加えて、実質的な量的緩和策として 10 月から、ABS やカバード・ボンドを ECB が買入れることを決定、10 月 2 日の次回理事会で購入規模などの詳細を固めると発表した。なお、ABS とは住宅・不動産ローンや中小企業向け融資などの債権に裏付けられた証券、カバード・ボンドとは住宅・不動産ローンや公共セクター向け融資を裏付けとする社債のことである。

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) Eurostat

高まるデフレ突入リスク

このように、ECB が矢継ぎ早に緩和措置を講じている背景には、ユーロ圏のインフレ率が低下し、デフレリスクが高まっていることがある。インフレ率（消費者物価の前年同月比）は昨年春以降、ECB の政策目標である「2%弱」を大きく下回る状態が続いており、今年 7 月と 8 月には 0.4%まで低下した。

そして、この低インフレには、ユーロ圏景気の停滞が大きく影響している。9 月 5 日に公表された 4~6 月期の実質成長率（改定値）は前期比 0.03%（年率換算 0.12%）と、ゼロ成長にとどまった。国毎には、スペインが前期比 0.6%まで上昇したが、他の主要国は総じてマイナス成長となった（ドイツ▲0.2%、フランス▲0.01%、イタリア▲0.2%）。

スペインの成長持続は疑問

このうち、スペインの成長については、2012 年（▲1.6%）と 2013 年（▲1.2%）の大幅マイナス成長のリバウンドが主因であり、失業率（7 月 24.5%）や銀行部門の不良債権比率（6 月 13.1%）の高止まりを踏まえると、成長の持続性は乏しいと判断される。むしろ、消費者物価（8 月前年比▲0.5%）の下落を踏まえると、今後は購買行動の先送りや不良債権問題の解決遅延を通じて、経済活動が縮小し、物価下落が

さらに進むデフレスパイラルのリスクに晒されていると言える。

また、需要項目毎の内訳によると、個人消費（1～3 月期前期比 0.2%→4～6 月期 0.3%）が、スペインの一時的と見られる好調もあって増勢を若干強めたほか、1～3 月期に大きく減速した輸出（0.1%→0.5%）にリバウンドが生じた。しかし一方で、固定資産投資（0.2%→▲0.3%）が 5 四半期ぶりに減少したほか、政府消費（0.7%→0.2%）の増勢が鈍化した。さらに、在庫投資（前期比寄与度 0.2%Pt→▲0.2%Pt）に調整の動きが生じたことから、成長率が低下する結果となった。

7～9 月期も年率ゼロ%台前半の成長か

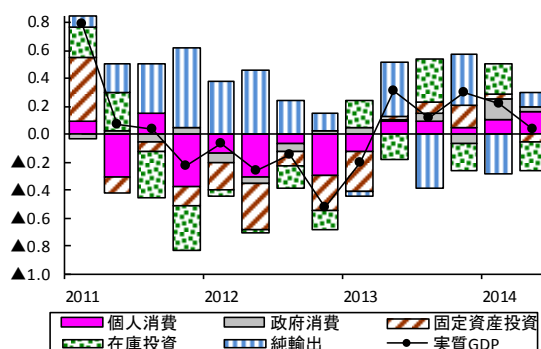
なお、7～8 月分の経済指標については、GDP との連動性が高い鉱工業生産（建設を含む）が 7 月に前月比 0.8%となった模様¹であるが、4～6 月平均比では 0.4%にとどまり、7～9 月期の成長率が引き続き前期比年率でゼロ%台前半にとどまる可能性を示唆している。

また、需要サイドの指標は、増加と減少が入り混じる斑模様の状況である。具体的には、7～8 月の乗用車販売台数（4～6 月平均比 0.7%）が緩やかな増勢を維持したほか、4～6 月期に減少した資本財販売が 7 月は 4～6 月平均比 2.5%と、ドイツを中心に増加に転じたが、一方で 7 月の小売販売（▲0.2%）、建設投資（▲0.7%）、輸出（▲0.2%）がいずれも 4～6 月の平均を下回った。このうち輸出の減少については、ロシア向けの落ち込みが主因であるが、これは最近の対露制裁の直接的影響ではなく、ロシアの景気悪化に伴う動きと見られる。そして、注目のスペインでは、7 月の生産が 4～6 月平均比▲0.9%、建設投資が同▲1.8%、輸出が同▲2.3%、小売が同▲0.6%、7～8 月の乗用車販売が同▲2.8%と、早くも景気の失速を懸念させる指標の発表が相次いでいる²。

銀行貸出の早期回復は困難

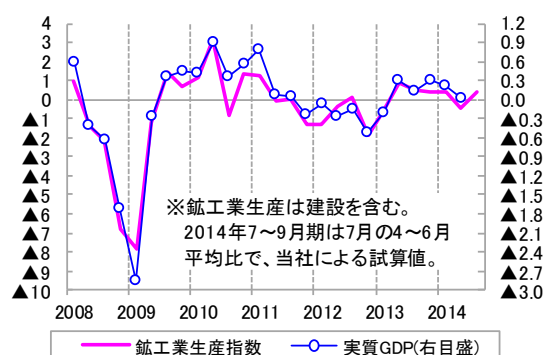
以上のような情勢下で、ECB の金融緩和がさらに進んだ訳であるが、一連の措置によって銀行にインセンティブを与えても、それが銀行貸出の増加、経済成長の加速へとつながっていくかどうかは疑わしい。それは、現下の貸出減少の主因が、厳しい雇用情勢（7 月の失業率 11.5%）に直面している家計や、設備稼働率（7 月 79.8%）の低迷が続く企業における資金需要の弱さにあるためである。実際に、6 月の金融緩和での目玉の一つである TLTRO（融資拡大を約束する銀行に ECB が資金供給す

ユーロ圏の実質 GDP（%、季節調整済前期比）



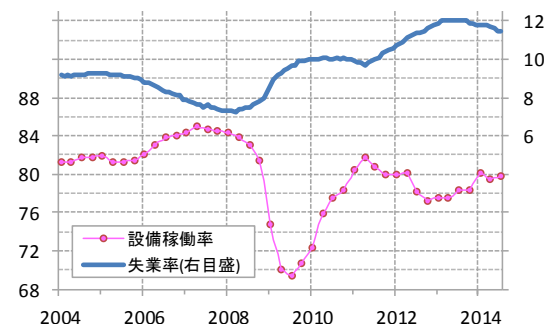
（出所）Eurostat

ユーロ圏の実質 GDP と鉱工業生産指数（前期比）



（出所）Eurostat

ユーロ圏の失業率と設備稼働率（%、季節調整値）



（出所）Eurostat、欧州委員会

¹ 建設を含む鉱工業生産指数は、9 月 30 日時点で 6 月分までしか公表されていないが、建設を除く鉱工業生産指数、建設活動指数の 7 月分はそれぞれ前月比 1.0%、▲0.02%と公表されている。そのため、7 月の建設を含む鉱工業生産指数は 6 月の水準を 0.8%程度、4～6 月の平均を 0.4%程度上回ったと試算される。

² ただし、7 月の資本財販売は、4～6 月平均比 1.5%と増勢を維持した。

る措置)の第1回入札が9月18日に行われたが、銀行サイドからの積極的反応は見られなかった。ECBは9月と12月の2回の入札で最大総額4,000億ユーロを供給する計画であり、市場からは、このうちの1,300~1,500億ユーロ程度が9月の段階で消化されるとの事前予想が出ていた。しかし、実際の入札額は826億ユーロと、事前予想の6割程度にとどまった。

ユーロ安による輸出・物価押し上げが期待されるが・・・

一方、ECBの金融緩和を背景に、ユーロ相場が下落しており、9月4日の理事会以降は1ユーロ=1.30ドルを割り込んでいく。こうしたユーロ安によって、今後の輸出が下支えされていくことが期待されるものの、効果の発現には時間がかかり、早くても今年終盤にならざるを得ないであろう。また、輸出が国内需要の低迷をカバーし、景気回復の原動力となるほどまでに復調することや、輸入物価の上昇を通じてインフレ率に対し明確な押し上げ効果をもたらすことが展望されるには、もう一段のユーロ下落が必要と考えられる。

ユーロ相場の推移 (ドル/ユーロ、週末値)



(出所) ECB (注) 直近値は9月29日。

引き続き低成長を余儀なくされる見通し

以上に基つけば、ユーロ圏経済はなおしばらく低成長が続くことを余儀なくされ、2014 年通年の成長率は0.7%にとどまり、2015 年の成長率も1%に届くのが精々と予想される(当社の従来予測を維持)。また、この間、インフレ率が高まる展開は見込み難い。

そして、ロシア・ウクライナ情勢や欧州債務問題も引き続き、ユーロ圏経済の下振れリスクとして燦り続ける見通しである。ウクライナ関連では、米国やEUが9月12日、8月下旬に侵攻したとされるロシア軍兵の完全撤収が確認できないことを主な理由に、ロシアの金融・エネルギー・防衛分野の主要企業による米欧での資金調達や技術輸入の制限などを強化する措置を打ち出した。そのため、制裁の応酬や対露関係の悪化に歯止めが掛かるメドは立っておらず、欧州経済への悪影響が生じるリスクが残っている。特に今後、冬場のエネルギー供給が制約される事態にまでエスカレートすれば、景気底割れの可能性が出てこよう。

また、債務問題では、ECBが10月後半に公表する銀行健全性審査(ユーロ圏内の約130行が対象)の結果によって、金融システム不安が再燃するリスクを排除できない。同審査では、従来よりも厳しいハードルが設定されており、一部銀行の資本不足が判明する可能性がある。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2011 実績	2012 実績	2013 実績	2014 予想	2015 予想
実質GDP	1.6	▲0.7	▲0.4	0.7	1.0
個人消費	0.3	▲1.4	▲0.6	0.6	0.3
固定資産投資	1.6	▲4.0	▲2.8	1.0	1.5
在庫投資(寄与度)	(0.3)	(▲0.5)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)
政府消費	▲0.1	▲0.6	0.2	0.4	▲0.1
純輸出(寄与度)	(0.9)	(1.5)	(0.5)	(0.1)	(0.6)
輸出	6.5	2.5	1.5	2.5	4.6
輸入	4.5	▲0.9	0.4	2.5	3.8

(出所) Eurostat