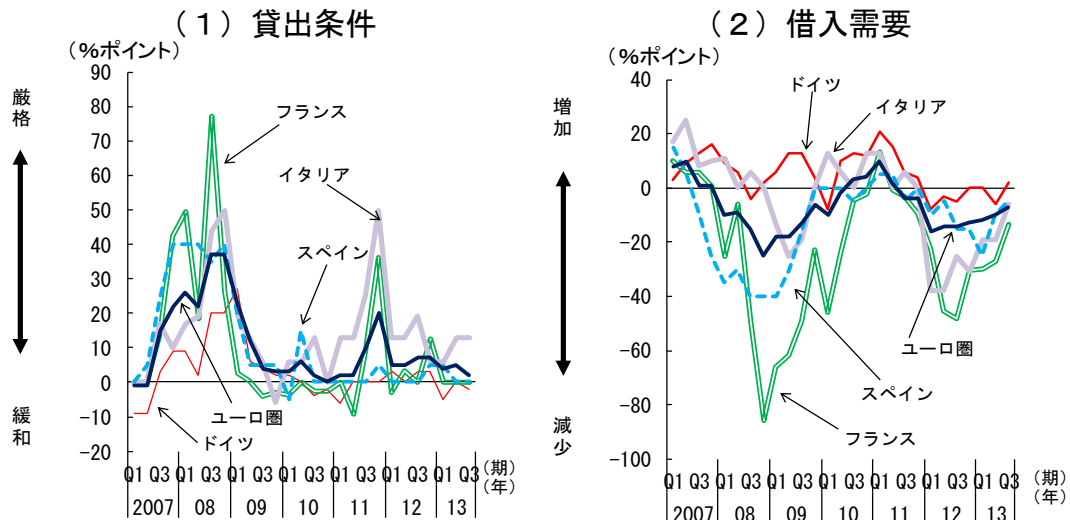


このため、銀行の貸出条件は緩和しつつあるものの、企業の借入需要はドイツでさえ依然として弱い状況であり、投資の回復にはまだ時間がかかるとみられる(第1-3-22図)。

第1-3-22図 ユーロ圏銀行の貸出条件及び企業の借入需要：
貸出条件は緩和しているが、需要が依然弱い

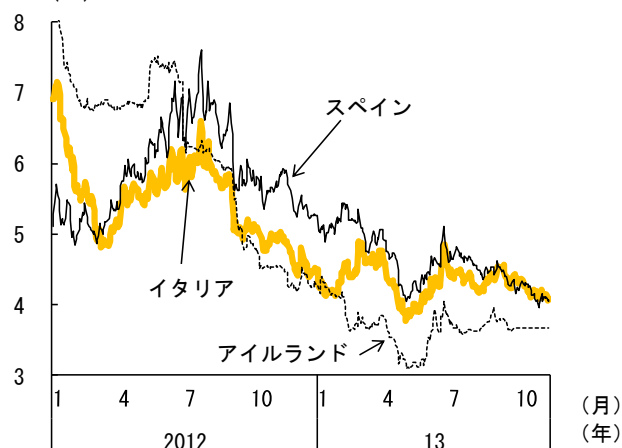


(備考) 1. 欧州中央銀行、各国中央銀行より作成。
2. 貸出条件は、過去3か月間において企業向け貸出・信用枠の承認に対する基準が「かなり厳しくなった」との回答が全体に占める割合に1を、「やや厳しくなった」との回答割合に0.5を、「かなり緩和された」との回答割合に-1を、「やや緩和された」との回答割合に-0.5をそれぞれ乗じてから全ての回答割合を足し上げた。
3. 借入需要は、過去3か月間において企業向け貸出・信用枠に対する需要が「かなり増加した」との回答割合に1を、「やや増加した」との回答割合に0.5を、「かなり減少した」との回答割合に-1を、「やや減少した」との回答割合に-0.5を乗じて同様に求めた。
4. 13年Q3の調査時期は9月25日～10月10日。

(iii) 金融政策

12年9月に欧州中央銀行（ECB）が新たな国債買取策（OMT）を発表して以降、市場の緊張はおおむね和らいでおり、13年における南欧諸国等の国債利回り（10年物）は12年夏に比べ大きく低下している（第1-3-23図）。

第1-3-23図 南欧諸国等の国債利回り：12年9月以降低下



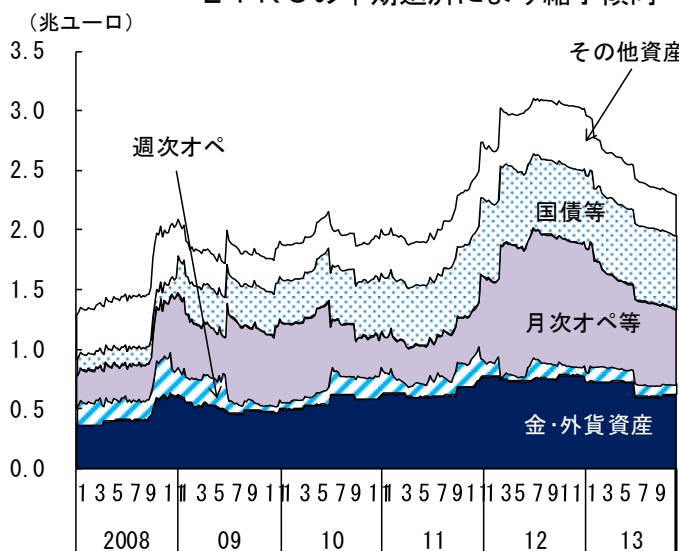
(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. アイルランドは8年物、その他は10年物。

しかし、13年5月にアメリカの金融緩和縮小観測が生じて以来、主要国の長期金利は上昇傾向に転じている（前掲第1-1-6図（1））。加えて、3年物流動性供給オペ（LTRO：Long Term Refinancing Operations）の早期返済に伴い、ECBのバランスシートは縮小し流動性が引き締まる結果となっている（第1-3-24図）。

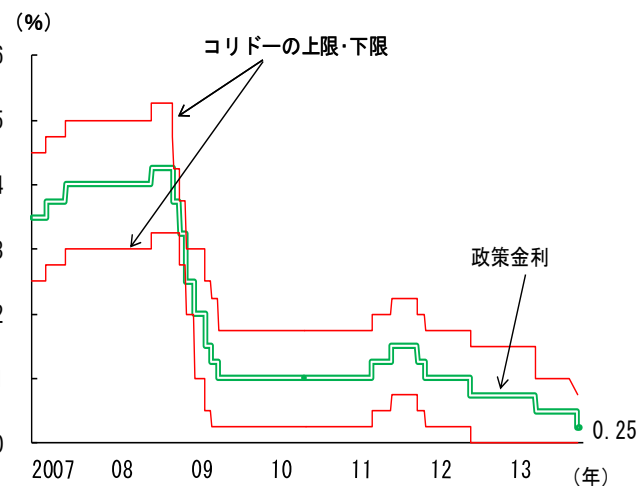
このような金利の高まりは景気の回復の兆しがみえ始めたばかりのユーロ圏経済にとって好ましくないことから、必要な限り金融政策スタンスを緩和的に維持するとして、ECBは13年7月の政策理事会において、新たにフォワード・ガイダンス（将来の政策指針）の導入を決定し、長期間にわたり低金利を維持する方針¹を示した。また、10月の消費者物価上昇率が大幅に低下したことを受け、11月の政策理事会では、政策金利を25bps引き下げて過去最低水準の0.25%とし、これに伴って限界貸付金利を1.00%から0.75%に引き下げる一方、中銀預金金利は0.00%に据え置いた（第1-3-25図）。さらに、欧州政府債務危機の深刻化に伴って実施してきた固定金利での無制限流動性供給に関し、当該措置を1年延長することを決定した²。

こうしたECBの決定やアメリカの金融緩和縮小観測が後退したことを受け、10月以降、欧州各国の長期金利は再び低下してきている。

第1-3-24図 ECBのバランスシート（資産側）： LTROの早期返済により縮小傾向
第1-3-25図 政策金利：フォワード・ガイダンス導入や金利引下げ等、緩和スタンス維持



（備考）欧州中央銀行より作成。



（備考）1. ブルームバーグより作成。

2. 政策金利は1週間物資金供給オペに係る金利。
コリドーの上限が限界貸付金利、下限が中銀預金金利。

なお、10月の消費者物価上昇率が0.7%と大幅に低下したことを受け、一部ではデフレ

¹ “The Governing Council confirms that it expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time.”（ECBのプレスリリース引用）

² 1週間物資金供給オペを少なくとも15年7月7日まで、1か月物及び3か月物資金供給オペを少なくとも15年4～6月期まで実施することを決定。

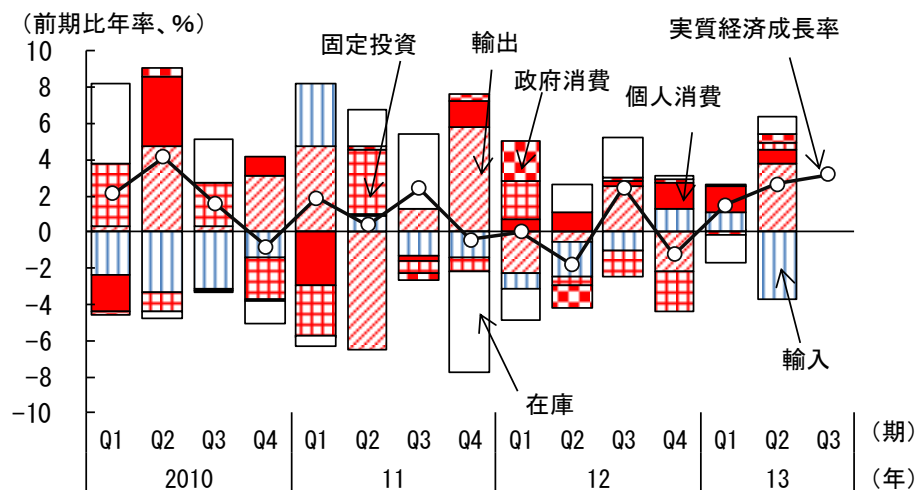
を懸念する見方もあるが、これまでの物価上昇率低下は大部分がエネルギー価格の上昇率の低下によるものであり、ECBもユーロ圏がデフレに陥っているとはみていない。

(2) 英国

(i) 経済概況

英国では、実質経済成長率が12年7～9月期にロンドン・オリンピックの経済効果から前期比年率2.5%増と一時的にプラスとなったが、12年全体としては欧州政府債務危機や家計のバランスシート調整等の影響から前年比0.1%増にとどまった。しかし、13年に入ってから、3四半期連続でプラス成長と景気は持ち直している（第1-3-26図）。

第1-3-26図 英国の実質GDP：景気は持ち直している



(備考) 英国統計局より作成。

需要項目別にみると、個人消費は13年4～6月期にかけて7四半期連続で増加している。月次でも小売数量が増加傾向にあり、自動車販売も継続的に前年比プラスで推移していることが確認できる。個人消費が最近の英国の成長を支えている姿がみてとれる。

固定投資については、13年4～6月期に2四半期連続で増加している。このうち、設備投資は弱いものの、後述の住宅取得促進策の効果等を背景に民間住宅投資が増加しており、固定投資は全体として堅調に推移している。

外需については、13年4～6月期は、輸出が増加したものの輸入も増加しており、純輸出の寄与はほぼゼロとなった。また、最近の動きについて貿易統計で財輸出の動向をみても、7～9月期は前期比マイナスとなっており、GDPの押し上げ要因とはなっていないとみられる。

(ii) 回復の質の評価

(ア) 個人消費を支える要因

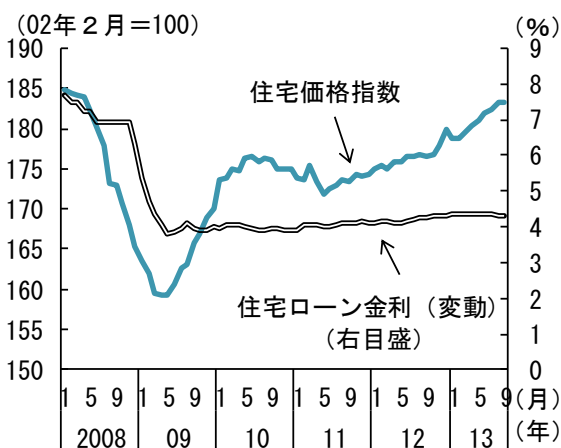
好調な個人消費を支えている要因として、住宅価格の上昇による資産効果や家計のバランスシート調整の進展が挙げられる。

まず、住宅価格については、12年初めから上昇を続けており一部の統計では既に世界金融危機以前のピークを超えている。その要因としては、12年7月から開始したイングランド銀行(BOE)及び財務省による家計・非金融企業向け貸出促進策(F L S :Funding for Lending Scheme)、13年4月から開始した政府の住宅取得促進策(Help to buy)³、住宅金融組合の競争を背景とした住宅ローンの実質金利の低さ等が考えられる。こうした住宅価格の上昇が資産効果を通じて個人消費を刺激していると考えられる(第1-3-27図)。

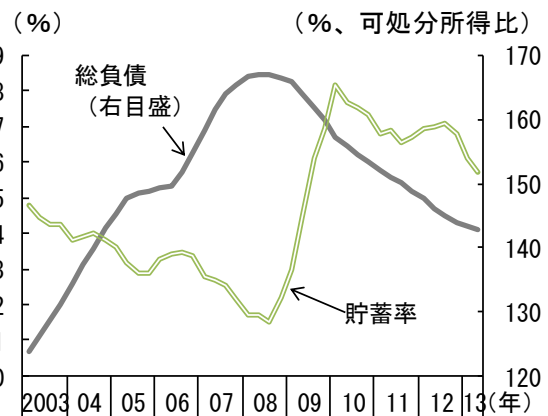
次に、世界金融危機後、重荷となっていた家計のバランスシートをみると、債務残高の対可処分所得比は徐々に低下してきており、バランスシート調整は進展していることが確認できる。また、貯蓄率も13年に入り、徐々に低下しており、こうした債務返済圧力の軽減により消費者マインドの強さも合わせて、個人消費を下支えしていると考えられる(第1-3-28図)。ただし、家計の債務残高は、対可処分所得比でいまだ140%を超えており、110%程度のアメリカや100%を下回っているドイツ、フランス等の諸外国の水準に比べると、依然高い水準にある。したがって、家計のバランスシート調整が終了したとみることは難しく、依然、貯蓄率の低下に対して抑制的な要因となっており、最近の貯蓄率の低下は、景気が持ち直しに転じた13年以降、景気回復への期待から家計が予備的な貯蓄を減らしたことを反映していると考えられる。

第1-3-27図 英国の住宅価格とローン金利： 第1-3-28図 英国の家計の財政状況：

住宅価格指数は金融危機前の水準まで上昇



バランスシート調整が進展

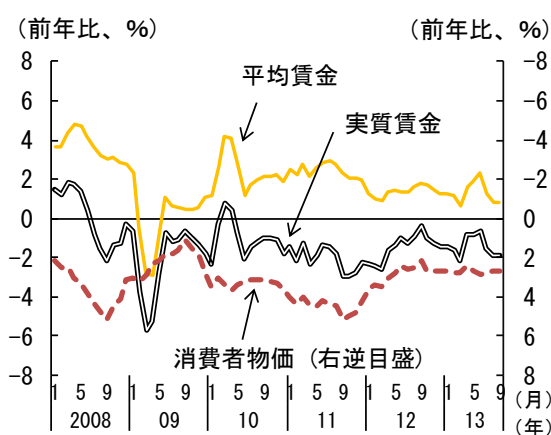


³ 次の二つの枠組みからなる。(1)住宅価格の最大20%を5年間無利子で政府融資(新規住宅のみ)。13年4月1日から3年間適用。総額35億ポンド、13万件相当。(2)住宅価格の最大15%を政府保証。14年1月1日から3年間適用(受付は13年10月に前倒しで開始)。総額1,300億ポンド、55万件相当。

所得環境について、可処分所得の動きをSNAベースの実質可処分所得でみると、これまでのところ減少傾向で推移している。13年4～6月期は4四半期ぶりに前期比プラスとなったが、これは、所得税の最高税率が引き下げられた13年4月に一時金の支払いが集中したことによる一時的なものと考えられる。月次統計でみると、労働者の平均賃金が前年比で上昇しているものの、消費者物価上昇率がそれを上回って上昇しているため、実質賃金上昇率はマイナスとなっていることが分かる（第1-3-29図）。

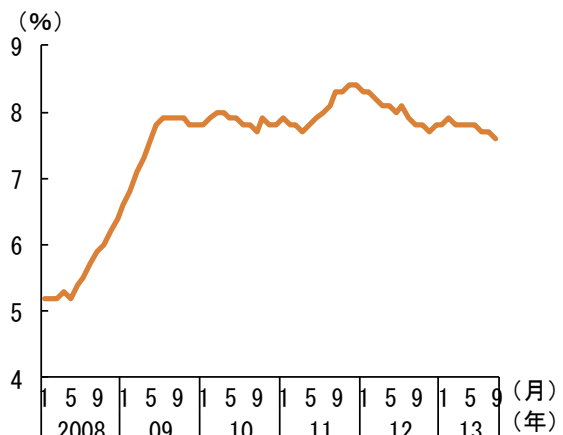
以上をまとめると、英国の景気の持ち直しは、個人消費に支えられている部分が多い。これまでの個人消費の回復は、住宅価格の上昇による資産効果と経済状況の改善に伴う消費者マインドの改善からくる予備的動機による貯蓄の取り崩しによって支えられている。実質所得が増加しない中、こうした個人消費のモメンタムの持続には、労働市場の改善による所得の上昇が重要である。失業率は7%台後半から低下しているものの、そのペースは緩やかであり、労働市場が引き締まり、賃金上昇によって家計の所得環境が改善するには、時間がかかると考えられる（第1-3-30図）。

第1-3-29図 英国の実質賃金：
物価上昇が重荷



(備考) 英国統計局より作成。

第1-3-30図 英国の失業率：
このところ低下している

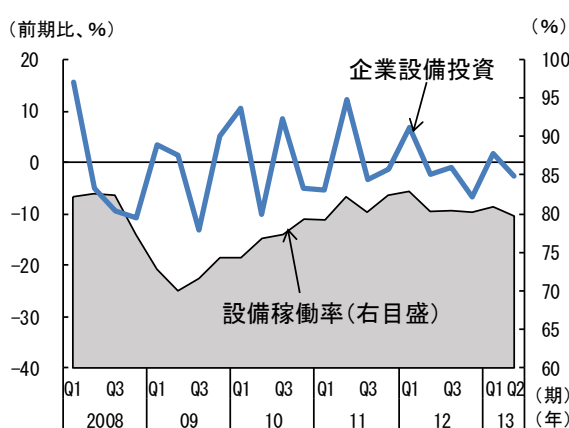


(備考) 英国統計局より作成。

(イ) 投資の先行き

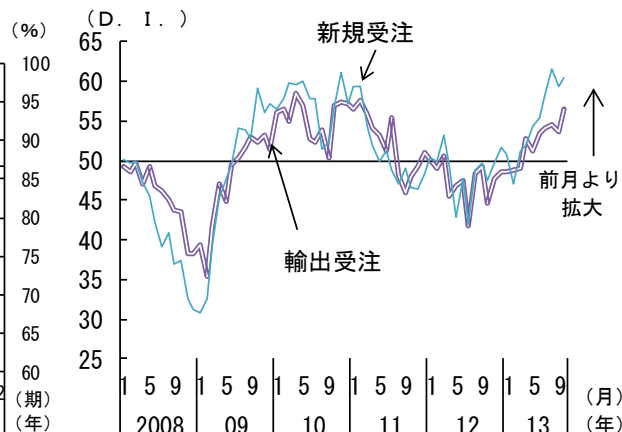
設備投資は、設備稼働率が低下していることを背景に13年4～6月期に前期比▲2.7%となるなど、弱い動きとなっている（第1-3-31図）。こうした中、政府は、13年度予算において、研究開発費の控除率引上げやエネルギー分野等の重点分野の基盤整備への財政支援等の投資促進策を進めており、政策効果による下支えが期待される。ただし、今後の設備投資の回復は、個人消費や主要な輸出先であるEUや米国の景気回復の持続性に左右されると考えられる。輸出受注、新規受注ともに改善傾向にあり、今後、設備投資が持ち直していくことが期待される（第1-3-32図）。

第1-3-31図 英国の設備稼働率と企業投資：
低水準で推移



(備考) 英国統計局、ユーロスタットより作成。

第1-3-32図 英国のPMI：
新規受注・輸出受注ともに改善傾向



(備考) M a r k i tより作成。

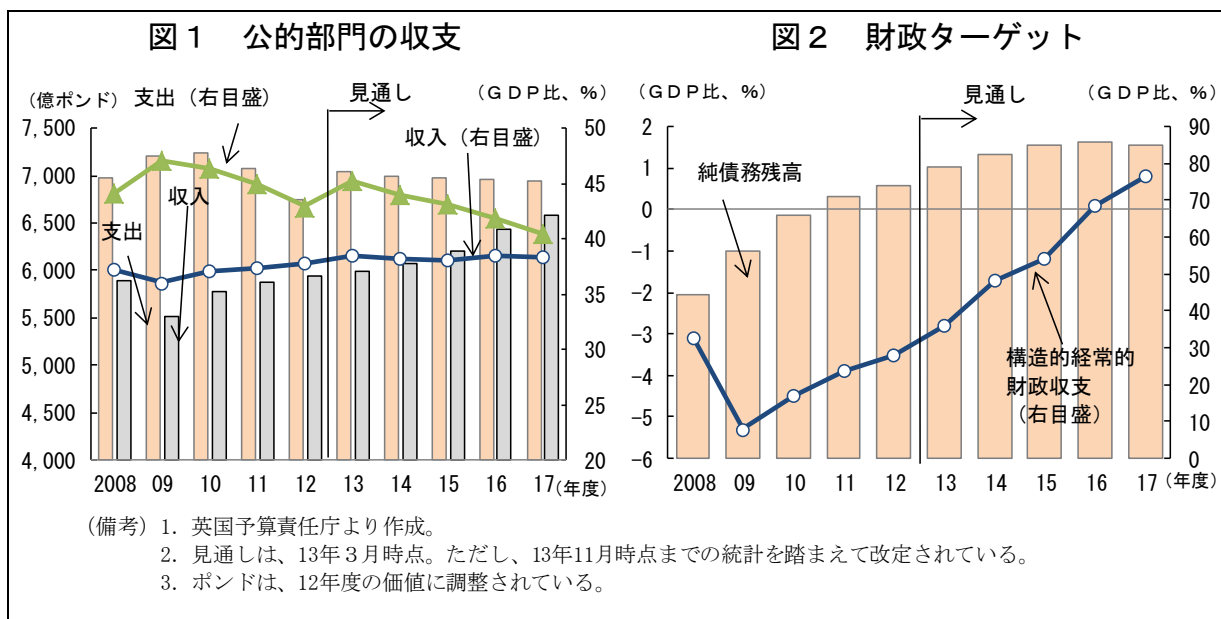
コラム1-1：英国の財政再建と経済成長の両立の取組

英国政府は、11年4月に財政責任憲章において、5年間の見通しの期間内で公的部門の構造的経常的財政収支（投資的経費を除く）を均衡化する「主目標」と15年度に公的部門の純債務残高（GDP比）を減少させる「補完的目標」を設定した。

そのため、10年から5年間（15年度まで）で、総額約1,300億ポンドの財政再建計画を策定し、計画3年目にあたる12年度末までに約740億ポンド（計画の60%程度）の財政調整を進めてきたところである。この財政再建計画は、歳出面に重点を置いており、10年以降社会保障の削減や公務員の昇給制限等の削減策により公的部門の総支出は抑制されている。一方、歳入面からも付加価値税率の引上げを行う等の取組を行っており、総収入は緩やかに増加している（図1）。

欧州委員会のデータで構造的財政収支の改善幅をGDP比でみると、英国は09年▲9.2%から12年▲6.5%と4年間で2.7%ポイント改善しており、同期間のEU27か国平均の2.5%ポイント改善より若干早いペースで財政再建を進めていることが分かる。しかし、予算責任庁の見通し（13年3月時点）では、構造的財政収支（投資的経費を除く）の均衡化は16年度、純債務残高（GDP比）が減少に転じるのは17年度にずれ込む見込みである（図2）。

財政再建と並行して、マクロ経済の安定、税制改革、規制緩和、インフラ整備の4つの柱から成る成長戦略を実施しているものの、13年2月及び4月には中期的な成長見通しの弱さ等を理由に民間格付け会社が英国債の格付けをトリプルAから一段階引き下げるなど、財政再建と経済成長の両立は容易ではない。



(iii) 金融政策

BOEは、13年8月に「金融政策のトレードオフとフォワード・ガイダンス (Monetary policy trade-offs and forward guidance)」と題する文書を発表した。これは、13年3月にオズボーン財務相からの権限付与 (Remit) において、他国の例を踏まえつつ、インフレ目標に対する中間目標的なしきい値を設けることの評価等の見解を示した上で、フォワード・ガイダンス⁴の導入の適否を検討、報告するという求めに対して回答するものであった。

BOEは同報告で、無期限 (Open-ended)、期限付き (Time-contingent)、条件付き (State-contingent) の3タイプについて検討した上で、条件付きが最も適切であると判断し⁵、しきい値として失業率を採用した。失業率をしきい値に採用した理由として、失業率が経済の余剰量 (the amount of slack) に直接関係していることや他の指標よりも安定していて広く知られていることなどを挙げている。また、失業率がしきい値に達していない場合でも金融政策を変更できる条件⁶を合わせて設定した。

また、同報告書では、フォワード・ガイダンスの導入のねらいとして、主に次の3点を挙げている。第一に、物価上昇率を目標水準へ戻す期間 (horizon) と成長及び雇用が

⁴ 一般的にフォワード・ガイダンスとは、中央銀行が金融政策の先行きを明示する指針を示し、市場参加者等の予想や期待に働きかけることで、長期・短期の市場金利等に影響を及ぼし金融緩和の効果を高める政策手段である。

⁵ 条件付きタイプを採用した理由は、経済状況と金融政策の将来的なパスをリンクさせることで指標のアップデートに応じてBOEがどう反応するか理解することができる点において、生産性の低下と経済の供給余剰が生じているという現在の特殊な状況に適していることとしている

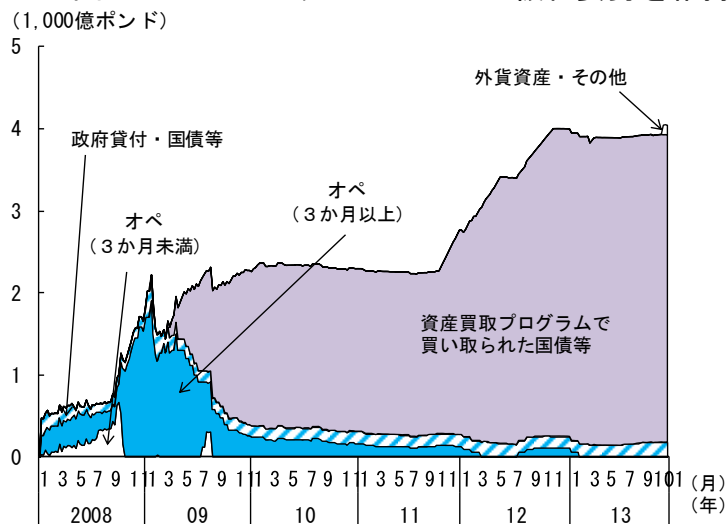
⁶ 具体的には、次の三つの解除 (Knock-out) 条件を挙げている。(1) 今後18~24か月間の物価上昇率が2%のインフレ目標を0.5%ポイント以上上回る可能性が高いとMPCが判断した場合、(2) 中期的なインフレ期待が十分な安定を維持しなくなった場合、(3) 金融政策のスタンスが活用可能な広範な政策を以ってしても安定化しえないほどに金融システム安定を脅かすと金融監督委員会 (FPC) が判断した場合。

回復する速度の間のトレードオフの関係について、金融政策委員会（MPC）の見方をより明確すること。第二に、将来の金融政策について市場関係者等の予想における不確実性を減らすこと。これは、特に回復が軌道に乗り始めた際に、市場の金利が早期に上がるリスクを避ける助けとなる。第三に、物価や金融システムの安定を損なわない限り、潜在成長の達成に向けて取り組むという、金融政策にこれまでよりも大きな対象範囲（scope）を与えることである。

一方で、BOEのフォワード・ガイダンスについては、物価安定のための解除条項を設定したことによりしきい値として失業率の役割が曖昧になったとの指摘や経済の余剰の解消の点から失業率7.0%がしきい値としての適切かどうかを疑問視する指摘等もある。実際、フォワード・ガイダンスを設定した後、英国の失業率は、13年6～8月の7.7%から7～9月には7.6%に低下し（前掲第1-3-30図）、BOEの8月時点の見通しよりも早いペースで低下しており、早期の利上げを見込む市場の動きがみられた。

BOEは、金融危機以後、ゼロ近傍の低金利政策、資産買取ファシリティ（APF：Asset Purchase Facility）による国債等の購入、FLS（Funding for Lending Scheme）による資金供給といった非伝統的政策を主なツールとして積極的な金融緩和を行ってきた。これまで、資産購入規模については、09年1月にAPFを導入後、12年7月に枠を拡張し、9月に償還予定の19億ポンド分の保有資産の再投資を行うなど、バランスシートの拡大を維持している（第1-3-33図）。

第1-3-33図 BOEのバランスシート：緩和姿勢を維持



(備考) 1. イングランド銀行より作成。
 2. 資産買取プログラムは、正確にはBOEが国債等を買取るものではない。Bank of England Asset Purchase Facility Fundが設置され、BOEは当該基金に資産買取のために資金を貸し出す。損失が生じた場合には英財務省が補てんする。

先行きについては、13年11月のインフレーションレポートにおいて、経済状況の回復を受け、8月時点から経済成長の見通しを上方修正し、失業率の低下のペースについて

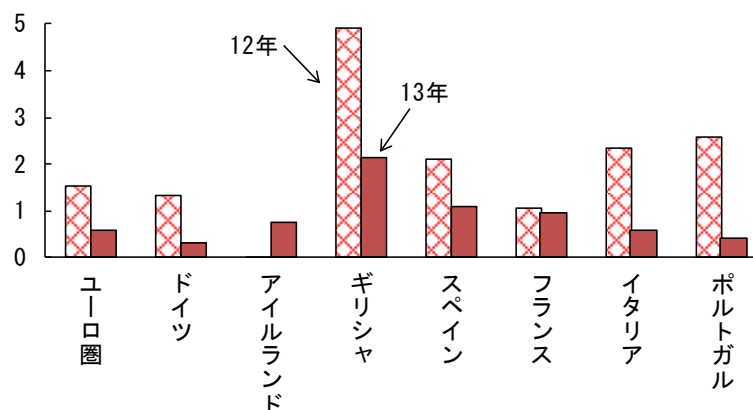
も前倒ししたものの、失業率が7.0%に達するのは最も早いシナリオでも14年10～12月期となっており⁷、金融緩和は当面維持されるものと考えられる。ただし、不動産価格の上昇が続いていることに加え、物価上昇率が目標である2.0%を継続的に上回っており、こうした状況には留意する必要がある。

2. 財政再建の現状と安全網整備の進展

12年までのユーロ圏各国の厳しい経済情勢を受けて欧州委員会等が財政再建ペースの緩和に柔軟な態度を示したことにより、ユーロ圏では13年は12年と比べてほとんどの国で財政緊縮による景気の下押し圧力が緩和している（第1-3-34図）。具体的には、スペイン、フランス等では2年、ポルトガル等は1年、財政赤字是正期限を延長することが認められた（第1-3-35表）。こうした動きもあり、これまで厳しい財政緊縮を余儀なくされてきた南欧諸国の13年の成長見通しが改善している（第1-3-36図）。

第1-3-34図 ユーロ圏主要国等の財政収支改善状況：緊縮ペースを緩和

（構造的財政収支前年差、GDP比、%ポイント）



（備考）1. 欧州委員会、ユーロスタットより作成。
2. 13年は見通し。ドイツは13年は黒字拡大幅。

第1-3-35表 欧州委員会の勧告（13年5月）：財政赤字是正期限を延長

	是正期限延長	財政収支目標			
		2013年	2014年	2015年	2016年
スペイン	2014年→2016年	▲ 6.5	▲ 5.8	▲ 4.2	▲ 2.8
フランス	2013年→2015年	▲ 3.9	▲ 3.6	▲ 2.8	-
オランダ	2013年→2014年	▲ 3.6	▲ 2.8	-	-
ポーランド	2012年→2014年	▲ 3.6	▲ 3.0	-	-
ポルトガル	2014年→2015年	▲ 5.5	▲ 4.0	▲ 2.5	-
スロベニア	2013年→2015年	▲ 4.9	▲ 3.3	▲ 2.5	-

（備考）欧州委員会より作成。

⁷ BOEは、失業率が閾値に達したとしても利上げや資産購入規模の縮小が自動的に行われるわけではなく、金融政策を変更する一つの条件として位置付けている。