みずほマーケット・トピック（2015 年 5 月 7 日）

欧州委員会春季経済予測について

欧州委員会は副題を「回復を支える追い風（Tailwinds supporting the recovery）」とする春季経済予測を公表した。追い風とは具体的に原油安、ユーロ安そしてECBによるQEであると挙げられており、原油安、通貨安、低金利をトリプルメリットとして持て囃す最近の日本のムードと酷似。デフレや日本化といった言葉で悲観ムードが強かった昨年の秋季予測や今年の冬季予測に比べれば随分と余裕が出てきた印象。報告書内では最近のユーロ圏における経常黒字蓄積の背景が分析されており、欧州委員会が現状の不均衡を善しとしない姿勢にあることを良く表している。予測のリスク要因として指摘された原油価格上昇や資産価格調整、ギリシャ問題などは今後 1～2 か月で顕現化しそうであり、今回のやや楽観的な見通しは早速その妥当性が試されそう。

～日本同様、トリプルメリットを強調～

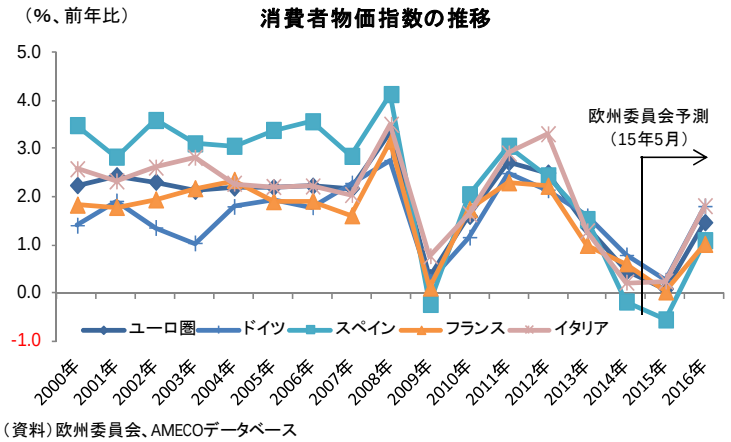
一昨日の 5 日、欧州委員会は春季経済予測を公表した。今回の副題は「回復を支える追い風（Tailwinds supporting the recovery）」でユーロ安及び原油安を援軍としてユーロ圏経済が従前予想を上回る成長を遂げるとの予想が示されている。2 月公表の冬季予測と比較した場合、実質 GDP 成長率見通しは 2015 年について+1.3%から+1.5%へ上方修正され、2016 年については+1.9%で据え置きとされた。注目されるユーロ圏消費者物価指数（HICP）見通しは、2015 年について▲0.1%から+0.1%へ、2016 年について+1.3%から+1.5%へ各々上方修正された。こうした経済・物価見通しと整合的に、ユーロ圏失業率も 2015 年について 11.2%から 11.0%へ、2016 年について 10.6%から 10.5%へとそれぞれ改善を見込んでいる（表）。

欧州委員会経済見通し、2015年春（%）

	2014年	2015年	2016年
実質GDP	0.9	1.5	1.9
インフレ率	0.4	0.1	1.5
失業率	11.6	11.0	10.5

（資料）European Commission『Spring forecast 2015』

上方修正の背景としては個人消費に牽引された循環的な回復基調を土台として、追い風（tailwinds）が作用することが見込まれている。追い風とは具体的に原油安、ユーロ安そして ECB による QE であると挙げられており、原油安、通貨安、低金利をトリプルメリットとして持て囃す最近の日本のムードと酷似している。特に低金利に関しては民間向け与信の改善に強い期待を寄せている様子



（資料）欧州委員会、AMECOデータベース

が窺え、BOX 欄で特集も組まれている 。デフレや日本化といった言葉で悲観ムードが強かった昨年の秋季予測や今年の冬季予測に比べれば随分と余裕が出てきた印象を受ける作りとなっている。いずれにせよ、この青写真通り進んだ場合、2016 年には主要加盟国の HICP が軒並み 1%台を回復することになる(前頁図) 。

～ユーロ圏不均衡のリバランスについて～

ユーロ圏諸国の経常収支変化について(%、対名目GDP)

【国名】	経常収支(2015年)	経常収支(2015年、景気循環調整後、※)	経常収支の変化(07年から15年の変化、%pts)	景気循環調整後の経常収支の変化(07年から15年の変化、%pts)	経常収支の変化(13年から15年の変化、%pts)	景気循環調整後の経常収支の変化(13年から15年の変化、%pts)
ベルギー	2.1	2.4	-1.8	-0.5	3.5	-0.2
ドイツ	7.9	8.6	0.9	-1.6	1.0	-0.2
エストニア	-0.3	3.0	15.3	7.7	0.1	0.2
アイルランド	5.7	8.7	11.2	-1.2	1.3	-3.6
ギリシャ	-1.6	-4.2	14.2	3.8	0.7	-3.0
スペイン	1.2	0.2	10.8	1.5	-0.3	-1.5
フランス	-0.9	-1.3	0.2	0.6	1.1	0.4
イタリア	2.2	1.4	3.6	0.6	1.3	-0.3
キプロス	-3.9	-5.2	7.2	2.8	-1.8	0.5
ラトビア	-2.3	0.5	18.9	4.2	-0.3	-1.4
リトアニア	-0.2	2.4	14.6	2.5	-1.8	-1.5
ルクセンブルク	4.6	5.6	-5.5	1.0	-0.3	-4.8
マルタ	0.6	5.1	4.5	-6.9	-2.4	-0.3
オランダ	9.0	8.3	1.7	-0.2	0.5	-1.1
オーストリア	2.4	2.6	-0.8	-1.2	0.2	0.6
ポルトガル	1.2	0.4	11.2	0.0	0.3	-1.5
スロベニア	5.4	6.2	9.4	3.2	0.6	-3.7
スロバキア	1.8	0.5	7.3	7.2	1.0	-0.4
フィンランド	-0.7	-1.5	-4.8	1.2	1.2	-0.3
EA19	3.5	3.3	3.1	0.0	1.0	-0.4

(資料)欧州委員会。※国内と海外のGDPギャップを元に測定した試算。景気変動の影響を除去した基調的な経常収支を意図している。

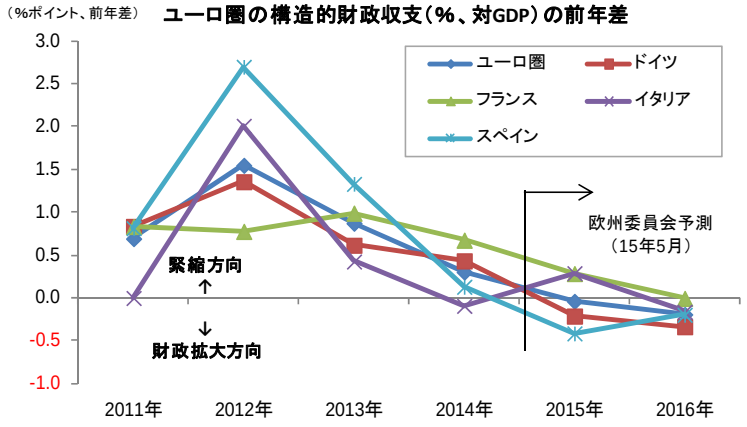
なお、BOX 欄では「Rebalancing in the euro area: an update」と題して、近年拡大の一途を辿るユーロ圏の経常黒字問題が取り上げられている。2014 年 2 月の冬季経済予測でも「The cyclical component of current-account balances」と題して BOX 欄が組まれており、さしずめその続編という位置付けである。今回の予測によれば、2015 年のユーロ圏経常黒字は約 3600 億ユーロに達する見通しで、紛れもなく世界最大である。BOX 欄では危機後の経常収支変化に関し、好不況の影響を含む経常収支(要するに通常の経常収支)と、それらの影響を除去したより基調的な経常収支を比較している(以後、後者を「より基調的な経常収支」と呼ぶ)。より基調的な経常収支に関しては、国内と海外の GDP(アウトプット)ギャップの差から測定されるとしている。

上表に示されるように、2013 年から 2015 年の変化に着目した場合、ユーロ圏全体では実際の経常収支とより基調的な経常収支の変化方向に乖離が見られる。この傾向は 2007 年から 2015 年の変化で見ても概ね同様である。報告書はこの背景として大国における経常収支の動きを指摘しており、特にドイツ、フランス、イタリアにおける実際の経常収支がより基調的な経常収支の変化方向と乖離していることを取り上げている。報告書によれば、ドイツについては企業の設備投資減退が、フランスについては建設投資の減退が、そしてイタリアについては低成長に伴う内需減退が経常収支の押し上げに繋がったと指摘されている。要するに、内外の GDP ギャップ格差から割り出される

「より基調的な経常収支」で見れば、ユーロ圏の経常収支は本来赤字化方向に調整されていたはずが、奮わない民需に起因する景気停滞が経常収支改善をもたらしたという分析である。これは内需刺激を怠った結果として無為に黒字を積み上げているとの批判を浴びる最近のユーロ圏にとって不利な分析である。

なお、報告書では経常収支の改善をもたらした要因を様々な角度から分析している。例えば、2007～2012 年の経常収支改善は主に輸入急減と財政再建が効いており、2012～2015 年の経常収支改善は輸出増加と交易条件改善が効いていることが示されている。後者の分析は明らかにユーロ安と原油安が収支改善をもたらしたことを意味しており、「不当なユーロ安で輸出ドライブをかけ、黒字を稼いでいる」という批判と整合的である。また、報告書は IS バランスから見た経常収支状況も分析しており、2007～2012 年の経常収支改善は民間部門における消費・投資行動の減退に起因していた一方で、2012 年以降はもっぱら政府部門の投資・投資行動の減退、要するに財政再建に起因していたと結論づけている。

こうした分析は財政再建一辺倒の機運を改め、「出せる国は出す」という柔軟なスタンスに移行することの必要性を示している。報告書では、今後に関しては緊縮に起因する経常収支の改善は落ち着くとの分析も見られており、とすれば、今がユーロ圏経常黒字のピークという見方もできる。事実、ユーロ圏における緊縮機運は 2012 年をピークとして確実に後退しており、2016 年には多くの主要国で構造的財政収支（景気循環要因を除く財政収支）が前年比で財政拡大を示唆する方向に変化する見込みである（図）。



（資料）欧州委員会、AMECOデータベース

経常収支の変化に関し、あらゆる角度からその背景を探る試みは大変興味深いものであり、欧州委員会が現状の不均衡を善しとしない姿勢にあることを良く表している。今回の分析を総合すれば近年のユーロ圏経常黒字蓄積は①民需の停滞、②財政再建、③原油安による交易条件改善が効いた結果という話になる。完全に外的なショックである③は脇に置いても、①は②によって引き起こされたと考える向きも多く、これが「通貨安に依存せず内需を刺激せよ」という米為替政策報告における欧州（及び日本）への批判となって表れているのは周知の通りである。相変らず、ユーロ圏を巡る論点は「出せる国は出す」というスタンスに関し、ドイツが同調できるか否かにかかっている。

～リスクはバランスしていると言いつつも・・・～

なお、2014 年から 2016 年にかけて実質 GDP が「+0.9%→+1.5%→+1.9%」と正に絵に描いたように加速していくシナリオは金融危機後、何度も予測されながら実現してこなかった。とすれば、リスクシナリオを丹念に見極め、今回示された予測の妥当性を検討することも重要だろう。

今回の予測に関しては「リスクはアップサイド・ダウンサイド共に、概ねバランスしている」といった認識を示している。アップサイドに関しては「新たな石油開発の動きが原油価格の反発を遅らせ、

経済への刺激効果が想定以上に長引く」との点が指摘されており、原油価格の低位安定が想定以上に景気を加速させるとの指摘が見られている。片や、ダウンサイドに関しては「仮に石油生産が低価格に応じて、期待するよりも早く調整を済ませた場合、原油価格は想定以上に早く反発し、エネルギー価格の低位安定から得られる利得を打ち消す可能性がある」とも述べられている。要するに、景気は原油価格次第でどちらにでも転び得る危うい状態ということだろう。この点、一昨日から、供給過剰観測が後退し、原油価格が 60 ドルの大台を突破していることは、欧州委員会のシナリオがややダウンサイドに振れている兆候として解釈される。

また、ダウンサイドに関しては原油価格の反発以外に、「米金融政策に想定される正常化や資産価格の調整そしてギリシャ問題の進展に伴う金融市場の変動を受けて、金融面でのコスト改善が危うくなる」といったリスクも指摘されている。政策正常化や資産価格調整に係るリスクは、昨日、イエレン FRB 議長も講演において「株式市場のバリュエーションが総じてかなり高くなっている」、「(初回利上げを契機に金利が)急激に上昇する可能性がある」と述べ市場でも材料視されている。ギリシャに関しては 5 月 12 日の IMF への返済(7.5 億ユーロ)は言うまでもなく、今夏(7 月)の大型償還を前に混乱は不可避と予想される。とすれば、欧州委員会が今回示したやや楽観的なシナリオは今後 1～2 か月でその妥当性が試される局面を迎えそうである。

以　上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌　大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPP の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和（QQE）導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨（3月5日開催分）～“prudent optimism（節度ある楽観）”の先行きは～」)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳（14年12月末時点）
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2015 年2 月分）
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給（TLTRO）を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて（3月17～18日開催分）
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策（QE）に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額（第1週目）を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レパトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP（1次速報値）について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数（HICP）について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について（14年9月末時点）～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数（HICP）について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC（12月17～18日開催分）を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation（期待）以上、target（目標）未満のintention（意思）～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会（12 月4 日）プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～