

みずほ欧州経済情報

2019年2月号

◆ トピック

ＥＣＢは長期資金供給オペ（TLTRO-Ⅲ）の実施へ

ＥＣＢは、TLTRO-Ⅲの導入を視野に入れている。プラート理事は理事会で協議する旨を表明した。TLTRO-Ⅲは3月理事会で議論され、6月に導入される可能性もある。

◆ 景気判断

ユーロ圏経済は減速傾向が続く

ユーロ圏の10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と、前期同様の低成長にとどまった。基調インフレ率は横ばい圏で、ＥＣＢの議事要旨もハト派な内容に。

1. トピック：ECBは長期資金供給オペ第三弾（TLTRO-Ⅲ）の実施へ

TLTRO-Ⅲの導入を視野に入れるECB。プラート理事は理事会で協議する旨を表明

TLTRO-Ⅱはどのようなスキームか

貸出増加に向けたインセンティブ付が組み込まれている点が特徴

ユーロ圏景気が予想以上の速さで減速するなか、欧州中央銀行(ECB)は貸出条件付き長期リファイナンスオペレーション第三弾(The targeted longer-term refinancing operations:TLTRO-Ⅲ)の実施を視野に入れ始めている。

2月20日付けロイター報道によれば、ECBのチーフエコノミストであるプラート理事は、同日の講演の中で、「(TLTRO-Ⅲについて)理事会で早急に協議する」と述べ、次回理事会でTLTRO-Ⅲの実施について協議される可能性を示した。もはや、TLTRO-Ⅲの導入は時間の問題であると言える。

2月21日に発表された1月政策理事会の議事要旨では、TLTRO-Ⅱの償還期限が近づいており、金融セクターの流動性の状況に一定の考慮をすべき旨が述べられた。その上で、政策理事会は、将来の流動性供給オペに関する政策の選択肢を準備するために必要な技術的分析を迅速に進める必要があると述べた。

TLTRO-Ⅲは現在導入されているTLTRO-Ⅱの枠組みを概ね踏襲する仕組みになるだろうが、TLTRO-Ⅱはやや複雑なスキームだ。そこで、本稿では、2016年3月10日の政策理事会で導入が決まったTLTRO-Ⅱについて確認する。

TLTRO-Ⅱは、期間4年の銀行に対する長期リファイナンスオペレーションである。銀行貸出とファンディング条件が関連付けられており、銀行貸出を増やすためのインセンティブが金利優遇の形でスキームに組み込まれている点が特徴である。

TLTRO-Ⅱは、TLTRO-Ⅰが終了する2016年6月から2017年3月まで、四半期ごとに計4回のオペが実施された。TLTRO-Ⅱに参加可能なのは、定例オペに参加可能な域内の全ての金融機関で、入札時点の主要リファイナンスオペ金利(0%)と同率の低利で資金をECBから借り入れることが出来る。貸出が増加しなかった場合でも早期返済を強制されるといったTLTRO-Ⅰで取られたような措置は組み込まれていない。同資金は、決済日の2年後から期日前返済することも可能であり、2019年2月時点では約210億ユーロが返済されている。

借入可能額は、基準時点(2016年1月31日)の参加希望行の融資残高から住宅ローン等の残高を差し引いた適格ローン残高の30%までとされた。適用される金利は、各オペ時点の主要リファイナンスオペ金利であるが、一定のウィンドウ期間(2016年2月1日から、2018年1月31日まで)の適格ローンの純貸出額(ローン実行残高から返済残高を差し引いたもの)が、一定のベンチマークを上回った場合、増加額に応じて適用金利が優遇される。

優遇幅は純貸出額の増加額に比例して決まり、最大で2.5%純貸出が増えれば、中銀預金ファシリティ金利(▲0.4%)での借り入れが可能である。期間中に純貸出をベンチマーク比で増やせば、最大で0.4%まで借り入れコストをマイナスにすることが出来るため、これが、貸出増に向けたインセンティブとなる。

各行ごとに決められるベンチマークは、基準時点までの過去12カ月間、すなわち2015年2月1日から2016年1月31日までの適格ローンの貸出実績が①増加している銀行と、②減少している銀行によって異なる。まず、①の貸出増加行のベンチマークは、2016年1月31日時点の適格ローン貸出残高となる。基準時点の適格ローン残高がベンチマークをどれだけ上回っているかにより、マイナス

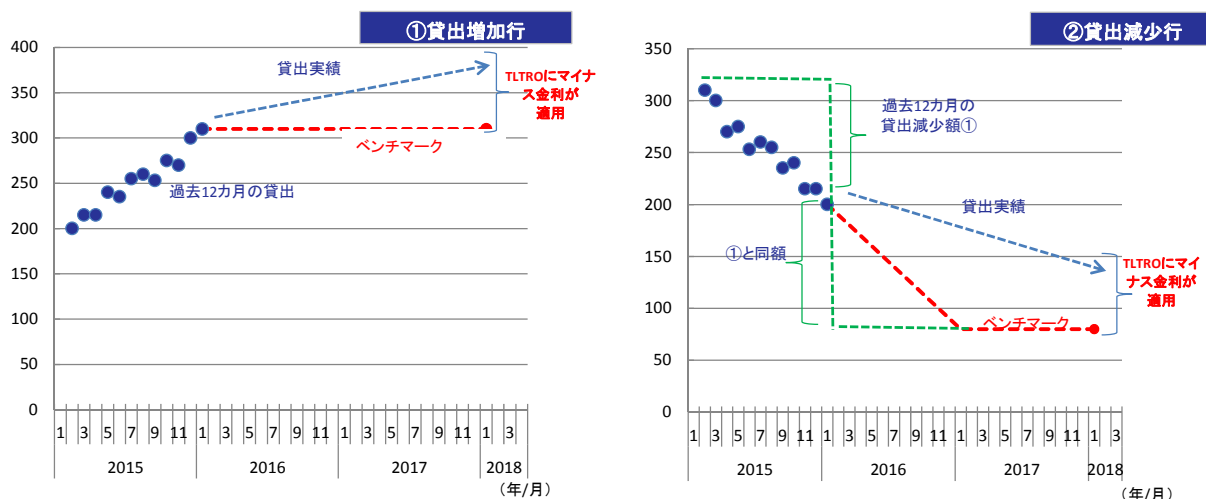
詳細な制度設計は検討中、TLTRO-Ⅲは3月理事会で議論され、6月に導入される可能性も

金利の適用幅が決まる(図表1左図)。他方、②の貸出減少行のベンチマークは、2016年1月末の残高から過去12カ月間の純貸出減少額を引いた金額となる(図表1右図)。つまり、TLTRO-Ⅱの導入前に貸出が減少していた銀行にもTLTRO-Ⅱを利用して貸出を増加させようというインセンティブが組み込まれている。

以上が、TLTRO-Ⅱの仕組みの概要であるが、冒頭の講演において、プラート理事はTLTRO-Ⅱは条件が「きわめて寛大であった」と述べている模様で、TLTRO-Ⅲは利用条件が前回よりも厳しくなる可能性が示唆されている。詳細な制度設計については現在分析が進行中と考えられる。

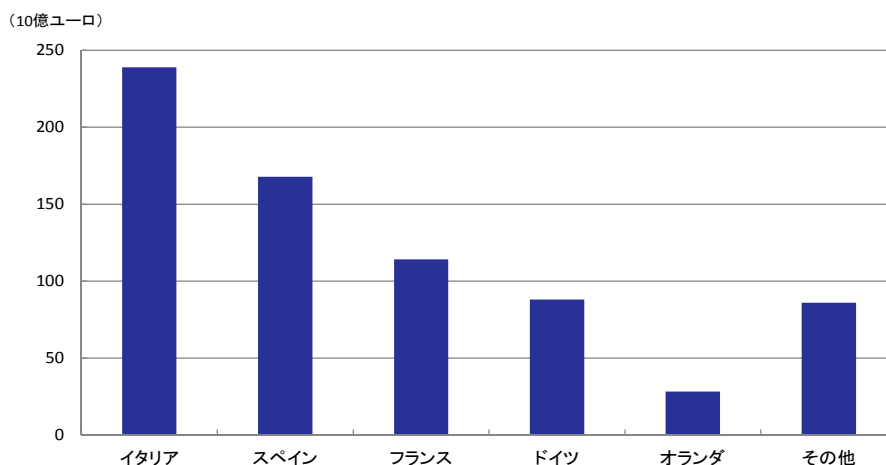
TLTRO-Ⅱの利用実績をみると図表2の通りとなる。借入実績が多いのはイタリアやスペインの銀行であり、TLTRO-Ⅲを導入した場合の主な受益国となりそうだ。特に、イタリアでは2四半期連続でマイナス成長に陥っているうえ、依然として不良債権比率は高い。ECBは個別国への支援という色は出せないが、ユーロ圏全体で総額7,000億ユーロに上るTLTRO-Ⅱを景気減速下で打ち切ってしまうリスクは高い。TLTRO-Ⅲは3月理事会で議論され、6月にも導入される可能性がある。

図表1 TLTRO-Ⅱの仕組み



(資料)英下院より、みずほ総合研究所作成

図表2 長期リファイナンスオペの国別利用残高



(注) フランスとオランダは2017年12月末の長期リファイナンスオペの残高。スペインは2018年11月、ドイツとイタリアは2018年12月末の長期リファイナンスオペの残高。このほぼ全てがTLTROと考えられる。

(資料) ECB、各国中銀より、みずほ総合研究所作成

2. ユーロ圏経済の概況：ユーロ圏経済は減速傾向が続く

ユーロ圏の 10～12 月期
実質 GDP 成長率は前
期比+0.2%と低成長

ドイツは前期比横ばい、
イタリアは 2 四半期連続
でマイナス成長

2019 年は+1.3%の成長
率を予想

ユーロ圏景気は減速す
れども後退はせず

見通しのリスクは下方
に

ユーロ圏経済は、減速が続いている。10～12 月期のユーロ圏 GDP 成長率は前期比+0.2%と、前期同様の低成長になった(図表 3)。米中経済減速への懸念に加え、英国の合意無き離脱の可能性の高まり、株式市場の下落など広範な不確実性の高まりが、企業活動の停滞に繋がった。

国別にみると、ドイツの GDP は前期比横ばいとなった。前期(同▲0.2%)から改善したものの 2 四半期連続の低成長にとどまった。ドイツ統計局の発表によれば、内需は個人消費が僅かに増加し、住宅投資など固定投資も増加した。一方で、輸出の減速などから外需寄与度がマイナスとなった。

その他、フランスの GDP は前期比+0.3%と、前期と同水準になったが、個人消費は前期の同+0.4%から横ばいに減速した(図表 4)。背景にはジレ・ジョヌヌ(黄色いベスト)の反政府運動や、暖冬によるエネルギー消費の落ち込みなどがあつた模様だ。他方で、輸出は前期比+2.4%と前期より大きく増加したが、一部大型受注によるものとみられ、来期には反動が予想される。

南欧諸国では、イタリアの GDP が、前期比▲0.2%と前期(同▲0.1%)に続く 2 四半期連続の減少となり、テクニカル・リセッション入りとなった。スペインの GDP は同+0.7%となり、主要国の中では高成長を維持した。

景気との連動が強い購買担当者指数(PMI)は、2019 年入り後も製造業を中心に低下している(図表 5)。厳しい経済情勢を映じ、欧州委員会はユーロ圏経済の見通しを下方修正した。みずほ総合研究所も 2019 年の GDP 成長率見通しを+1.3%とし、昨年 11 月時点より 0.2%ポイント下方に修正した(図表 6)。

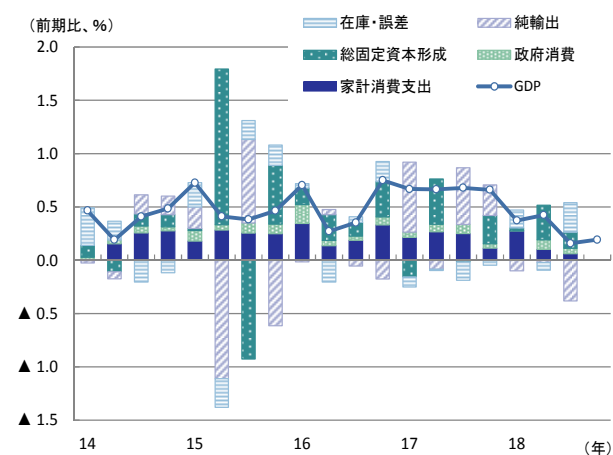
今のところ、景気は減速しているとはいえ後退には至らない、というのがエコノミストのコンセンサスである。その理由としては以下の 2 点が挙げられる。

第 1 は、2019 年は財政による下支えが期待される点である。ドイツでは、連立合意の一環として、社会保障費の補助や、高速道路などのインフラ投資が予定されている。フランスでもジレ・ジョヌヌへの対応として 100 億ユーロ相当の財政支出が予定される。フランスの施策は、低所得者向けの所得税減税などが中心となるため、その多くが貯蓄に回らず消費に向かう公算が高い。

第 2 は、足元の生産減が一時的な要因によるものが多く、反動が見込まれる点である。例えば、ドイツでは昨年 9 月の自動車の排ガス規制の導入に伴い生産遅延が発生した。しかし、生産遅延の山は 11 月末には概ね越えたとの見方が多く、生産は今後回復が見込まれる。また、フランスでも上述の通り消費減は一時的な要因が中心と考えられ、年内の反転が見込まれる。

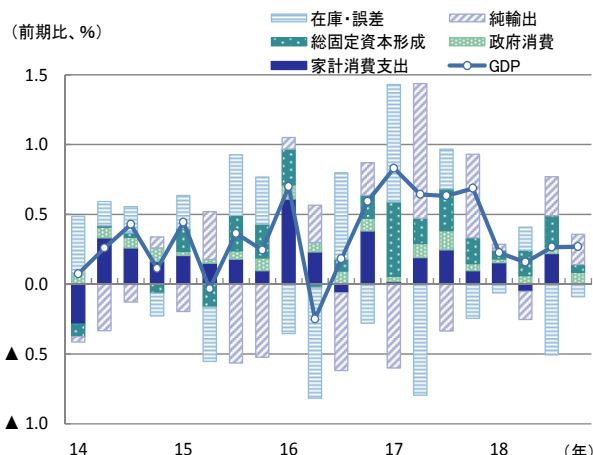
見通しのリスクは下方にある。第 1 のリスクは、米中の通商摩擦の行方であり、これが悪化して中国経済の減速基調が強まったり米経済に悪影響を与えたりすれば、世界経済が減速し、ユーロ圏も影響を受ける。第 2 は、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)に関して、合意なき離脱に陥るなどした場合は、ユーロ圏経済に悪影響を及ぼす公算が大きい。今月、筆者は独仏英の 3 カ国でエコノミストと意見交換を行ったが、ブレグジットに関しては、合意のある離脱というのが識者のコンセンサスであった。しかし、不確実性は残ったままだ。

図表3 ユーロ圏のGDP



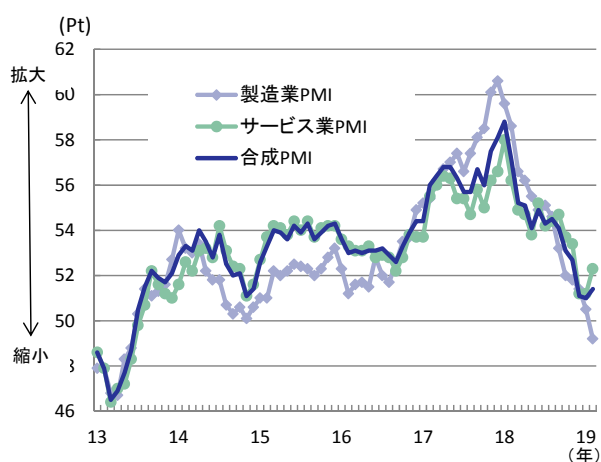
(注) 棒グラフは折れ線グラフの寄与度。
(資料) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

図表4 フランスのGDP



(注) 棒グラフは折れ線グラフの寄与度。
(資料) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

図表5 ユーロ圏のPMI



(注) PMI は 50 が景気判断の節目となる。
(資料) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

図表6 ユーロ圏の成長率見通し

機関名	公表時期	2018	2019	2020
欧州委員会	Feb-19	1.9	1.3	1.6
ECBスタッフ見通し	Dec-18	1.9	1.7	1.7
IMF	Jan-19	1.8	1.6	1.7
OECD	Nov-18	1.9	1.8	1.6
ECB専門家予測調査	Jan-19	1.9	1.5	1.5
ブルームバーグ	Jan-19	1.9	1.5	1.5
みずほ総研	Feb-19	1.8	1.3	1.4

(注) ブルームバーグはエコノミスト予想の中央値。
(資料) 各機関、Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表7 ユーロ圏景気の全体感を示す主要統計

			Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02
実質 GDP 成長率	ユーロ圏(19カ国)	前期比、%	0.4	0.2	0.2	n.a.	-	-	-	-	-	-
	ドイツ	前期比、%	0.5	▲ 0.2	0.0	n.a.	-	-	-	-	-	-
	フランス	前期比、%	0.2	0.3	0.3	n.a.	-	-	-	-	-	-
	イタリア	前期比、%	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	n.a.	-	-	-	-	-	-
	スペイン	前期比、%	0.6	0.6	0.7	n.a.	-	-	-	-	-	-
景況感	ユーロ圏合成PMI	Pt	54.7	54.3	52.3	n.a.	54.1	53.1	52.7	51.1	51.0	51.4
	ユーロ圏製造業PMI	Pt	55.5	54.3	51.7	n.a.	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2
	ユーロ圏サービス業PMI	Pt	54.6	54.4	52.8	n.a.	54.7	53.7	53.4	51.2	51.2	52.3
	ユーロ圏ESI	長期平均=100	111.8	110.9	108.9	n.a.	110.4	109.7	109.5	107.4	106.2	n.a.
見通し	専門家調査(当年のユーロ圏GDP成長率、%)		2.4	2.2	2.0	n.a.	-	-	-	-	-	-
金融	ECB主要政策金利	末値、%	0.00	0.00	0.00	n.a.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	n.a.
	ドイツ10年国債利回り	末値、%	0.40	0.40	0.31	n.a.	0.47	0.38	0.31	0.25	0.10	n.a.
	ユーロ/ドル	末値、€/ \$	1.18	1.17	1.14	n.a.	1.16	1.13	1.13	1.14	1.15	n.a.

(資料) Eurostat、欧州委員会経済金融総局、ECB、Markit、Datastream より、みずほ総合研究所作成

3. ユーロ圏内外需動向：自動車生産は増加、ドイツ企業の雇用意欲が減退

ユーロ圏の輸出は減少

ユーロ圏の輸出は減少している。12月のユーロ圏域外向け輸出金額(国際収支統計の財・サービス輸出)は、前月比▲2.4%の減少となった(図表8)。内訳をみると、12月は財輸出が同▲2.9%と前月(同▲1.2%)より2カ月連続の減少となり、サービス輸出も同▲1.0%と、前月(同+6.1%)の大幅増より減少に転じた。10～12月期は同▲1.1%と3四半期ぶりの減少となった。財輸出を国別にみると、12月はユーロ圏域内輸出が前年比▲0.2%となり、2016年7月以来の減少になった。

12月の鉱工業生産は減産。アイルランドで大幅な減産に

ユーロ圏の生産は減速している。12月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.9%となり、前月(同▲1.7%)に続く減産となった。主要国では、イタリア(同▲0.8%)やスペイン(同▲1.4%)が2カ月連続で減産となった。一方で、ドイツ(同+0.2%)では4カ月ぶり、フランス(同+0.8%)では2カ月ぶりの増産となった。その他国では、アイルランドが同▲13.4%と前月(同▲8.9%)に続く2カ月連続の大幅減産となった。アイルランドの大幅減産だけで、12月の生産を約0.3%ポイント押し下げたとみられる。

自動車は増産に転じる

財別には、自動車生産の動きが注目される。12月のユーロ圏自動車生産は、前月比+5.1%と2017年11月以来の高い伸びとなった(図表9)。ドイツ(同+7.2%)で3カ月ぶりの増産となったことが主因である。その他フランス(同+2.6%)、イタリア(同+1.2%)でも増産に転じた。単月の動きであるため断定は出来ないが、昨年9月の「国際調和排ガス・燃費試験法(WLTP)」への切り替えに伴う生産遅延の影響は、徐々にはく落しつつあるようだ。

ユーロ圏の小売数量は底堅さを維持

ユーロ圏の消費は底堅く推移している。12月のユーロ圏小売数量(除く自動車)は、前月比▲1.6%と3カ月ぶりに減少に転じた。しかし、10月、11月と2カ月連続で小売数量は増加していたため、10～12月期を均してみれば、小売数量は前期比+0.6%と底堅さを維持した。

12月の実績を国別にみると、ドイツで同▲4.3%となり、前月(同+1.6%)より大きく減少に転じた。フランス(同▲0.1%)やスペイン(同▲1.2%)でも小売数量は減少に転じた。財別には、ほぼすべての品目で小売数量は減少し、中でも衣料品(同▲2.9%)や、電子機器・家具(同▲2.1%)、メール・オーダー、インターネット(同▲6.1%)などが前月から減少した。他方、自動車燃料については同+0.5%と4カ月連続で増加した。

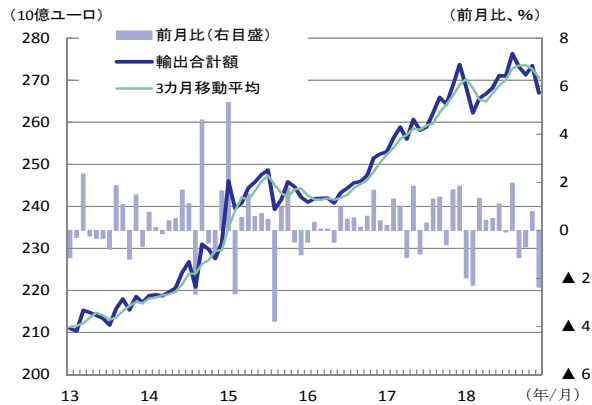
1月のユーロ圏新車登録台数は増加、ドイツではWLTP導入前の水準に

1月のユーロ圏新車登録台数は、前月比+4.8%と前月(同+2.5%)に続き増加した。WLTP導入に伴う入荷遅延の影響は徐々に低下している。国別には、先月減少していたフランスでも登録台数が同+13.4%と増加に転じ、ドイツ(同+8.8%)の登録台数はWLTP導入前の水準に復した(図表10)。

しかし、ドイツ企業の雇用意欲は減退

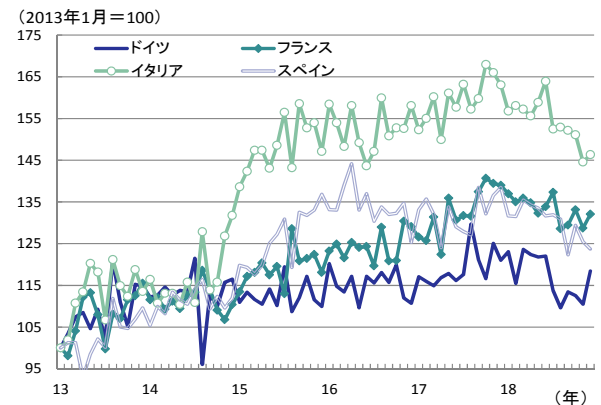
ユーロ圏の雇用は底堅さを維持しているが、雇用期待は低下している。12月のユーロ圏失業率は7.9%と、前月同様の低水準となった。他方で、雇用の先行指標である12月の製造業・雇用期待DIは4.9となり、雇用期待判断の節目となる0を上回ったものの、前月より低下した。ドイツでは雇用期待DIの低下ペースが早まっており、総じて企業の雇用意欲は弱まっている(図表11)。

図表 8 ユーロ圏の輸出



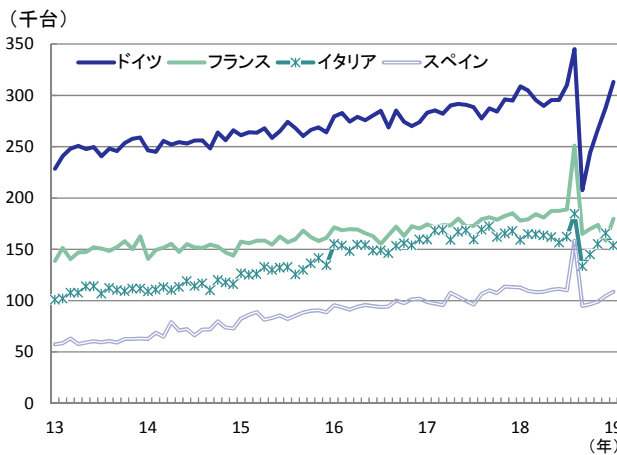
(資料) ECB より、みずほ総合研究所作成

図表 9 ユーロ圏各国の自動車生産



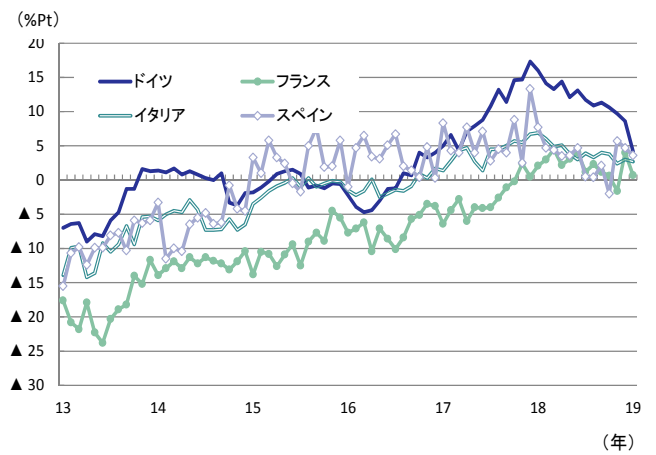
(資料) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

図表 10 ユーロ圏各国の新車登録台数



(資料) ECB より、みずほ総合研究所作成

図表 11 ユーロ圏各国の雇用期待 D I



(注) ゼロが判断の節目。今後 3 カ月の雇用期待を尋ねたもの。
(資料) 欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

図表 12 ユーロ圏内外需関連統計

		Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02
企業	鉱工業生産										
	ユーロ圏(19カ国)	前期比、%	0.0	▲ 0.1	▲ 1.4	n.a.	▲ 0.7	0.1	▲ 1.7	▲ 0.9	n.a.
	ドイツ	前期比、%	0.3	▲ 1.3	▲ 1.6	n.a.	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 1.4	0.2	n.a.
	フランス	前期比、%	▲ 0.3	0.7	▲ 0.5	n.a.	▲ 1.6	1.4	▲ 1.5	0.8	n.a.
	イタリア	前期比、%	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 1.1	n.a.	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 1.7	▲ 0.8	n.a.
	スペイン	前期比、%	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 1.0	n.a.	▲ 1.0	1.0	▲ 1.9	▲ 1.4	n.a.
	ユーロ圏設備稼働率	%	84.0	83.8	83.6	n.a.	-	-	-	-	-
	ユーロ圏製造業受注 (大型輸送機器除く)	前期比、%	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 1.1	n.a.	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 2.1	n.a.
外需	ユーロ圏経常収支	億ユーロ	32.0	25.4	21.8	n.a.	21.2	26.5	22.6	16.2	n.a.
	ユーロ圏財・サービス輸出	前期比、%	1.2	1.8	▲ 1.1	n.a.	▲ 1.1	▲ 0.7	0.8	▲ 2.4	n.a.
	ユーロ圏財・サービス輸入	前期比、%	2.3	3.7	▲ 0.0	n.a.	1.4	▲ 1.1	0.6	▲ 0.5	n.a.
雇用	ユーロ圏実質雇用者報酬	前期比、%	0.7	0.5	n.a.	n.a.	-	-	-	-	-
	ユーロ圏失業率	%	8.3	8.0	7.9	n.a.	8.0	8.0	7.9	7.9	n.a.
家計	ユーロ圏小売数量	前期比、%	0.8	▲ 0.0	0.6	n.a.	▲ 0.5	0.8	0.8	▲ 1.6	n.a.
	ユーロ圏新車登録台数	前期比、%	▲ 0.4	1.9	▲ 11.4	n.a.	▲ 37.1	9.1	6.7	2.5	4.8

(資料) Eurostat、欧州委員会経済金融総局、ECB より、みずほ総合研究所作成

4. ユーロ圏物価動向：インフレ率が低下、ECB議事要旨はハト派な内容

1月のインフレ率は
+1.4%と前月から低下

1月のユーロ圏インフレ率は、前年比+1.4%と前月（同+1.5%）から低下した（図表 13）。エネルギー物価上昇率（同+2.7%）の低下がインフレ率を押し下げた主因である。エネルギーや食料品など振れの大きな項目を除いたコア・インフレ率は、同+1.1%と前月（同+0.9%）より上昇した。

コア・インフレ率の内訳を財別にみると、サービス物価上昇率が同+1.6%と前月（同+1.3%）より大幅に上昇し、非エネルギー工業品上昇率（同+0.3%）は前月（同+0.2%）より小幅上昇となった（図表 14）。

国別には、ドイツ（12月：同+1.1%→1月：同+1.7%）ではコア・インフレ率が大幅に上昇した一方、スペイン（同+1.1%→+1.0%）ではコア・インフレ率は低下した。フランス（同+0.6%→+0.7%）やイタリア（同+0.5%→+0.6%）では低水準が続き、小幅な上昇にとどまった。

10～12月期の賃金上昇
率は前期より上昇

賃金動向に目を転じると、ドイツの12月交渉妥結賃金上昇率は、前年比+2.8%となり、前月（同+3.1%）から鈍化した。但し、一時払い金を除くベースでは同+2.8%と、前月（同+2.7%）より上昇した。10～12月期は、前年同期比+2.8%となり、7～9月期（同+2.7%）より小幅に伸びが高まった。ユーロ圏の10～12月期交渉妥結賃金も同+2.2%となり、前期より小幅に上昇した（図表 15）。

期待インフレ率の低下
が続く

他方、足下の原油価格の下落等を受けて、期待インフレ率は低下が続いている。市場参加者の期待インフレ率を示す、インフレスワップ・フォワードレート（5年先スタート5年物）は、年明け後も低下を続け、1.4%台まで低下した。油価下落のみならず、足下のユーロ圏経済の減速も背景にはあるとみられる。

ECBの議事要旨はハ
ト派な内容

欧州中央銀行（ECB）は、1月23・24日に開催された政策理事会の議事要旨を発表した（図表 16）。議事要旨の中で、ECBは「最近の弱い経済データから判じれば、成長が今後数四半期にわたって、潜在成長率或いはそれ以下の成長率にとどまる蓋然性が強まっている」として、経済見通しのリスク判断を引き下げた。今のところ主因は米中通商摩擦やブレグジットへの懸念など外部ショックに伴う不確実性の高まりにあるとされた。

物価見通しについても
基調インフレ率の低迷
に言及

物価見通しについて、議事要旨では「失業率が12%から8%に低下する中にあっても基調インフレ率は過去5年間1%近傍でとどまったままであった」との見解が示された。議事要旨では、同時に、企業はいつまでもマークアップを縮小させることは出来ず、やがて賃金上昇が基調インフレ率上昇に繋がるとの見通しが示されたものの、ECBのトーンは総じてハト派であったと捉えられよう。

次回政策理事会の注目
点はTLTRO再開に関する
議論

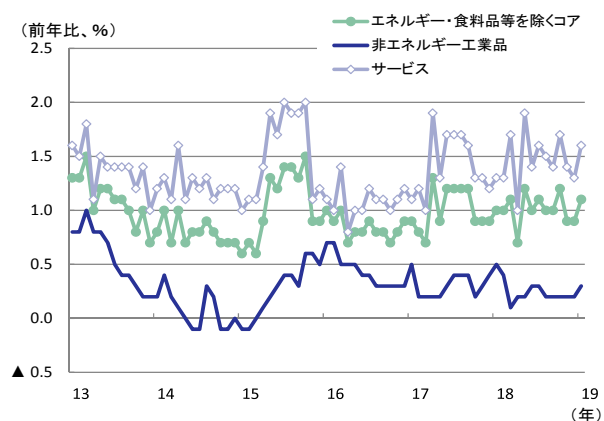
冒頭のトピックスでも触れたように、TLTRO-Ⅲの実施についてECBは視野に入れ始めた。次回3月6・7日に開催される政策理事会では、政策金利は据え置きが予想され、TLTRO-Ⅲの再実施を巡る議論の進展が注目されることとなろう。

図表 13 ユーロ圏インフレ率



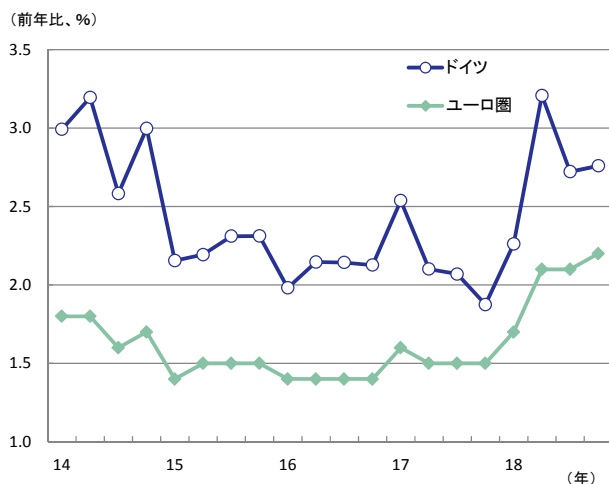
(資料) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

図表 14 コア・インフレ率の内訳 (財別)



(資料) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

図表 15 ユーロ圏とドイツの交渉妥結賃金



(資料) ECB、独連銀より、みずほ総合研究所作成

図表 16 政策理事会 (1/24) の議事要旨 (抜粋)

景気見通し	最近の経済指標は外需の減速や個別国の個別セクター(ドイツの自動車セクター)減速の影響を受けて予想よりも弱い。…(中略)…短期的な景気減速が中期的な経済見通しに与えるインプリケーションに関し明確な結論づけは出来ない。この点、経済見通しについては、3月のスタッフ見通しでより詳細に再評価する必要がある。…(中略)…最近の弱い経済データから判じれば、成長が今後数四半期にわたって、潜在成長率或いはそれ以下の成長率にとどまる蓋然性が強まっている。
物価見通し	失業率と賃金の関係については従前と変わらないが、労働市場が改善しても基調インフレ率は反応していない。例えば、失業率が12%から8%に低下する中にも基調インフレ率は過去5年間1%近傍でとどまったままであった。基調インフレ率は、経済が非常に早く成長している中でも、上昇していない。
長期リファイナンスオペについて	貸出条件付き長期資金供給(TLTRO)の償還期限が近づいており、金融セクターの流動性条件の見直しには一定の考慮が必要。…(中略)…長期資金供給に関する決定を早急に行うべきではないが、将来の流動性供給オペに関する政策の選択肢を用意するために必要な技術的分析は、迅速に進める必要がある。

(資料) ECB より、みずほ総合研究所作成

図表 17 ユーロ圏物価関連統計

		Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02
物価	ユーロ圏インフレ率	1.7	2.1	1.9	n.a.	2.1	2.3	1.9	1.5	1.4	n.a.
	コア(エネルギー・食品等除く)	1.0	1.0	1.0	n.a.	1.0	1.2	0.9	0.9	1.1	n.a.
	エネルギー	5.6	9.5	8.5	n.a.	9.6	10.8	9.1	5.5	2.7	n.a.
	食品・アルコール・タバコ	2.6	2.5	2.0	n.a.	2.6	2.2	1.9	1.8	1.8	n.a.
	非エネルギー工業品	0.2	0.2	0.2	n.a.	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	n.a.
	サービス	1.4	1.5	1.5	n.a.	1.4	1.7	1.4	1.3	1.6	n.a.
	ドイツ・インフレ率	1.8	2.2	2.1	n.a.	2.2	2.6	2.1	1.6	1.6	n.a.
	フランス・インフレ率	2.1	2.6	2.2	n.a.	2.5	2.5	2.2	1.9	1.4	n.a.
	イタリア・インフレ率	1.0	1.7	1.5	n.a.	1.5	1.6	1.6	1.1	0.9	n.a.
	スペイン・インフレ率	1.8	2.3	1.8	n.a.	2.3	2.3	1.7	1.2	1.0	n.a.
商品	生産者物価(消費財)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.2	0.2	0.4	n.a.	n.a.
	輸出物価	1.1	3.5	n.a.	n.a.	4.3	3.9	3.8	n.a.	n.a.	n.a.
	輸入物価	3.3	8.3	n.a.	n.a.	9.5	9.2	6.4	n.a.	n.a.	n.a.
	ブレント原油(ユーロ建て)	33.8	52.4	25.7	n.a.	51.6	59.9	25.8	▲ 5.1	▲ 15.6	n.a.

(資料) Eurostat、Datastream より、みずほ総合研究所作成

5. 英国経済の概況：10～12 月期の GDP は減速、BOE は様子見維持

10～12 月期の GDP 成長率は前期比+0.2%に低下

英国経済は減速している。10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.2%の増加となり、前期（同+0.6%）より低下した（図表 18）。需要項目別にみると、総固定資本形成が同▲0.5%となり、前期（同+0.6%）よりマイナスに転じた。個人消費は同+0.41%となり、前期（同+0.36%）よりも僅かに加速した。外需は、輸出入ともに前期より加速したものの、輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったことから、外需寄与度は▲0.1%pt となった。

この結果、2018 年通年の成長率は+1.4%となり、前年の+1.8%から低下した。年を通じてみると総固定資本形成の減少が続き、ブレグジットを巡る不透明感の高まりが投資を抑制し、景気の足かせとなった。ブレグジットのシナリオによって今後の景気見通しは大きく異なるが、仮に穏健な離脱となった場合に設備投資が増加基調に復せるかが、2019 年を見通すうえでは注目される。

2019 年入り後も景況感
は悪化

1 月の購買担当者指数(PMI)は、50.3 となり、再び低下に転じた。業種別には、製造業(52.8)、サービス業(50.1)ともに前月から低下した。但し、製造業 PMI は、サブ・インデックスのうち在庫 DI がブレグジットを前にした在庫積み増しにより大きく上昇して指数を底上げしており、企業景況感の実態としては、数値が示す以上に悪化している可能性がある。発表元の Markit 社によれば、PMI を構成するサブ・インデックスのうち製造業、サービス業ともに新規受注指数が大きく低下した。

実質賃金は上昇率が加速。失業率も低位

雇用所得環境は改善が続いている。12 月の週次所定内賃金（過去 3 カ月の平均）は、前年比+3.4%と 6 カ月連続で上昇率が加速した。同月の実質賃金上昇率（所定内賃金上昇率—インフレ率）は、同+1.3%となり、前月（同+1.1%）より加速した（図表 19）。12 月の失業率（過去 3 カ月の平均）は 4.0%と前月と同水準にとどまった。労働需給は依然としてひっ迫しており、賃金には上昇圧力が掛り易い。

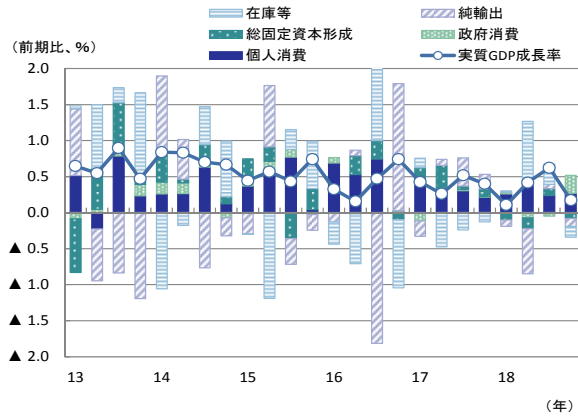
住宅価格は引き続き上
がりづらい

資産価格に目を向けると、2 月のライトムーブ住宅価格指数は前月比+0.6%と 2 カ月連続で上昇した。とはいえ、住宅価格の先行指標となる 1 月の RICS 新規住宅購入問い合わせ件数 DI は▲34.9 と前月（▲18.5）より大きく低下し、価格期待 DI（▲39.6）も 1 月は急速に低下している（図表 20）。ブレグジットを巡る不透明感だけでなく、価格の高止まりに伴う購入余力の低下なども指摘され、住宅価格の更なる上昇は見込みづらい。

2 月の金融政策委員会は
現状維持。インフレ報告
書では 2019 年の GDP
成長率見通しを大幅に
下方修正

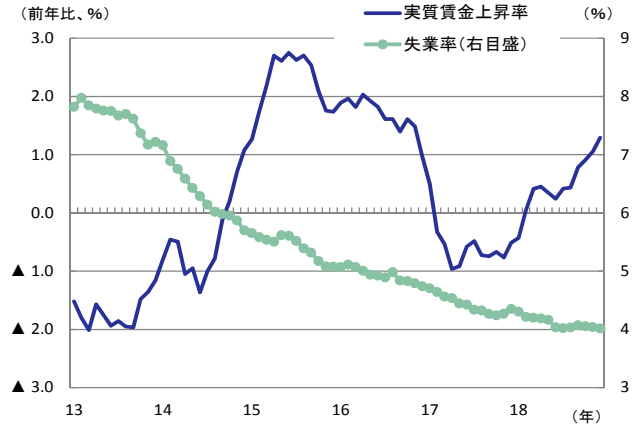
イングランド銀行（BOE）は、2 月 6 日まで開催された金融政策委員会（MPC）で、金融政策の現状維持を決定した。ブレグジットを巡る不透明感が大きく高まる中で、金融政策の枠組みは予想通り据え置かれた。同時に発表されたインフレ報告書においては、2019 年、2020 年の GDP 成長率見通しが各+1.2%、+1.5%へと下方修正された（11 月インフレ報告書では、共に+1.7%）。他方で、2021 年の成長率見通しについては+1.7%から+1.9%へと上方修正された。民間予測と比べて、BOE は 2019 年前半の成長率を弱めに見ている点が特徴である（図表 21）。背景には、グローバルな成長率見通しやブレグジットに関する不確実性の高まりがある。以上

図表 18 英国のGDP



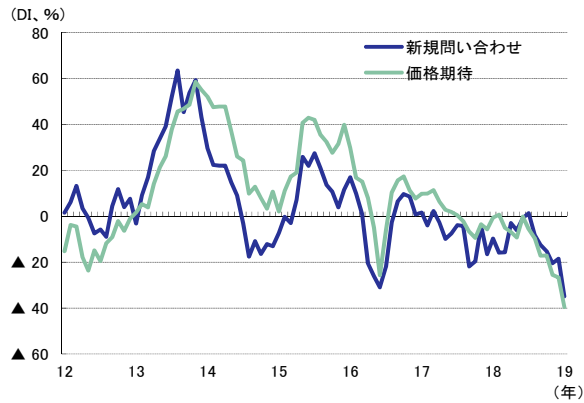
(資料) 英統計局より、みずほ総合研究所作成

図表 19 英実質賃金上昇率と失業率



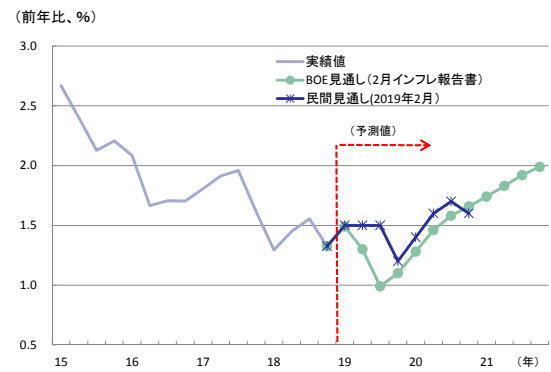
(資料) 英統計局より、みずほ総合研究所作成

図表 20 RICS 住宅市場サーベイ



((注) ゼロが判断の節目となる。
(資料) RICS より、みずほ総合研究所作成

図表 21 英GDPのBOEと民間の予測



(注) 予測は、いずれも中央値。
(資料) BOE、Bloomberg、英統計局より、みずほ総合研究所作成

図表 22 英景気の全体感を示す主要統計

			Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02
成長率	実質GDP	前期比、%	0.4	0.6	0.2	n.a.	-	-	-	-	-	-
景況感	合成PMI	Pt	54.3	53.9	51.4	n.a.	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	n.a.
	製造業PMI	Pt	54.1	53.4	53.0	n.a.	53.7	51.1	53.6	54.2	52.8	n.a.
	サービス業PMI	Pt	54.0	53.9	51.3	n.a.	53.9	52.2	50.4	51.2	50.1	n.a.
企業	鉱工業生産	前期比、%	▲ 0.6	0.6	▲ 1.0	n.a.	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	n.a.	n.a.
外需	財輸出	前期比、%	▲ 0.3	3.3	0.1	n.a.	1.3	0.4	▲ 0.8	▲ 2.3	n.a.	n.a.
	財輸入	前期比、%	1.9	2.9	1.2	n.a.	▲ 3.9	3.4	0.0	▲ 2.3	n.a.	n.a.
雇用	失業率	%	4.1	4.0	4.0	n.a.	4.1	4.1	4.0	4.0	n.a.	n.a.
	民間賃金(賞与除く、3カ月平均)	前期比、%	0.8	1.0	1.0	n.a.	0.3	0.4	0.3	0.3	n.a.	n.a.
家計	小売数量	前期比、%	1.8	1.3	0.0	n.a.	▲ 0.4	▲ 0.4	1.3	▲ 0.7	1.0	n.a.
	Nationwide住宅価格指数	前年比、%	2.4	2.1	1.4	n.a.	1.9	1.6	1.9	0.5	0.1	n.a.
物価	消費者物価指数	前年比、%	2.8	2.5	2.3	n.a.	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	n.a.
金融	主要政策金利	末値、%	0.50	0.75	0.75	n.a.	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	英10年国債利回り	末値、%	1.57	1.72	1.51	n.a.	1.72	1.61	1.62	1.51	1.44	n.a.
	ポンドドル	末値、£/\$	1.32	1.30	1.27	n.a.	1.30	1.28	1.28	1.27	1.32	n.a.

(資料) 英統計局、Nationwide、Markit、Datastream より、みずほ総合研究所作成

2019年2月26日 発行

欧米調査部上席主任エコノミスト 吉田健一郎
03-3591-1265 kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。
