

～海外情報～

2011年8月19日 全8頁

欧州経済見通し ブレーキがかかった景気回復

経済調査部

シニアエコノミスト

山崎 加津子

踊場脱出には信頼感回復が急務

[要約]

- ユーロ圏の4-6月期成長率は前期比+0.2%と1-3月期の同+0.8%から減速した。減速は予想通りだが、金融危機後の景気回復を牽引してきた独仏の減速度合いは予想を上回った。両国の消費不振の一因である物価上昇懸念は最近の原油安で後退しつつあり、また、ドイツの輸出は底堅く、設備投資も拡大基調を維持していると考えられる。ユーロ圏経済は一時的な踊場局面にあり、今後緩やかな回復軌道を辿ると予想される。ただし、独仏首脳が財政問題解決に消極的であることが、金融市場の混乱を拡大させ、これが景気悪化要因となるリスクが高まっている。踊場脱出のためには一刻も早くユーロ圏の財政統合に向けた一致した政治意思を示し、具体的な行程表を明らかにすることが求められる。
- 英国の4-6月期成長率も前期比+0.2%と1-3月期の同+0.5%から減速した。個人消費を取り巻く環境は引き続き厳しく、実質賃金が伸び悩む一方、失業者数は増加傾向にある。景気回復がおぼつかないものの、英国政府が財政再建策を見直す動きとはなっておらず、一方で金融政策は消費者物価が前年比4%台を維持しているなかで、追加の金融緩和策にまだ慎重な姿勢である。英国経済の低成長は長期化することが予想される。

ユーロ圏経済

4-6月期は前期比+0.2%成長に減速

ユーロ圏の4-6月期GDP成長率(速報値)は前期比+0.2%(年率+0.7%)にとどまり、1-3月期の同+0.8%(+3.4%)から大きく減速した。1-3月期の高成長は天候要因による建設投資の一時的なかさ上げや、緊縮財政政策にはそぐわない政府消費の高い伸びが含まれており、「できすぎ」の数字であった。また、ユーロ圏の企業景況感2月を天井としてピークアウトしているため、4-6月期のGDP統計が景気回復ペースが鈍化することは予め見込まれていた。4-6月期の需要項目別の内訳は9月6日に発表されるが、政府消費や建設投資が景気減速の原因になったと推測される。

予想外の独仏2大国の低成長

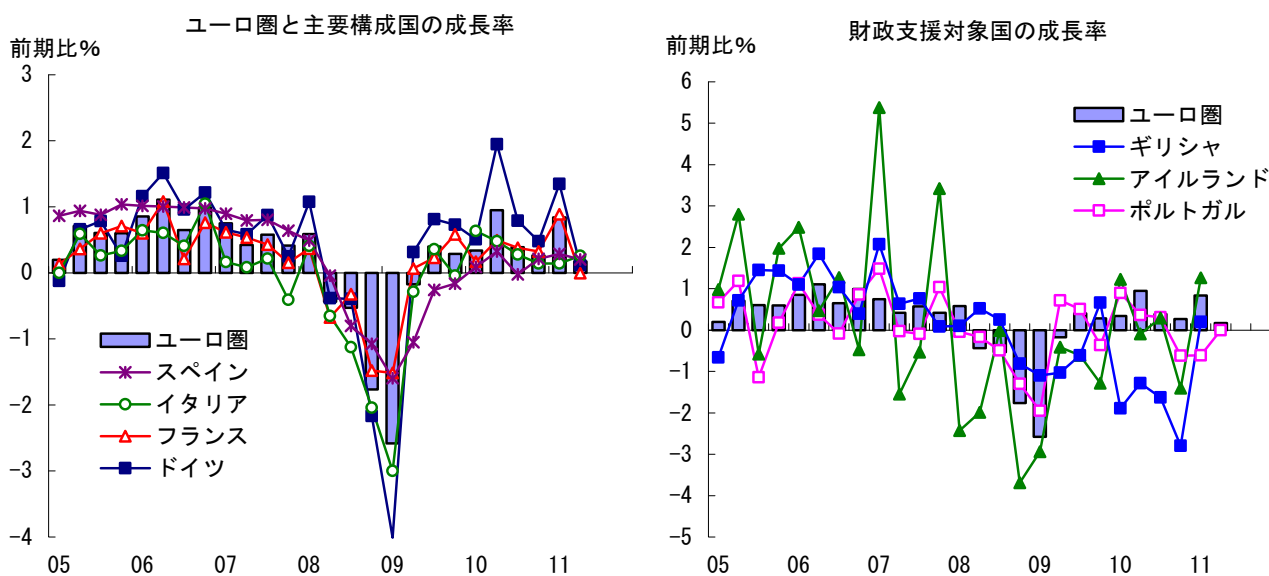
ただ、金融危機後の欧州経済の回復を牽引してきたドイツとフランスの景気減速度合いは予想よりも悪かった。ドイツの4-6月期GDP成長率は前期比+0.1%、フランスは同+0.0%にとどまった。フランスでは個人消費が前期比-0.7%と大幅に落ち込んだことが最大の景気減速要因である。新車買い替え奨励策の終了で自動車販売が落ち込んだことに加え、物価高を背景に消費者の購買意欲が減退したことが原因と考えられる。また、個人消費とともに景気回復を牽引してきた輸出も4-6月期は前期比横ばいと勢いを失った。

ドイツに関しては、4-6月期の需要項目別内訳は9月1日にならないと発表されないが、統計局のプレスリリースによれば、個人消費と建設投資が景気回復の足を引っ張る要因となった。他方で設備投資と輸出は拡大したが、輸入が輸出以上に拡大したため、純輸出の寄与度はマイナスに転じたとされる。

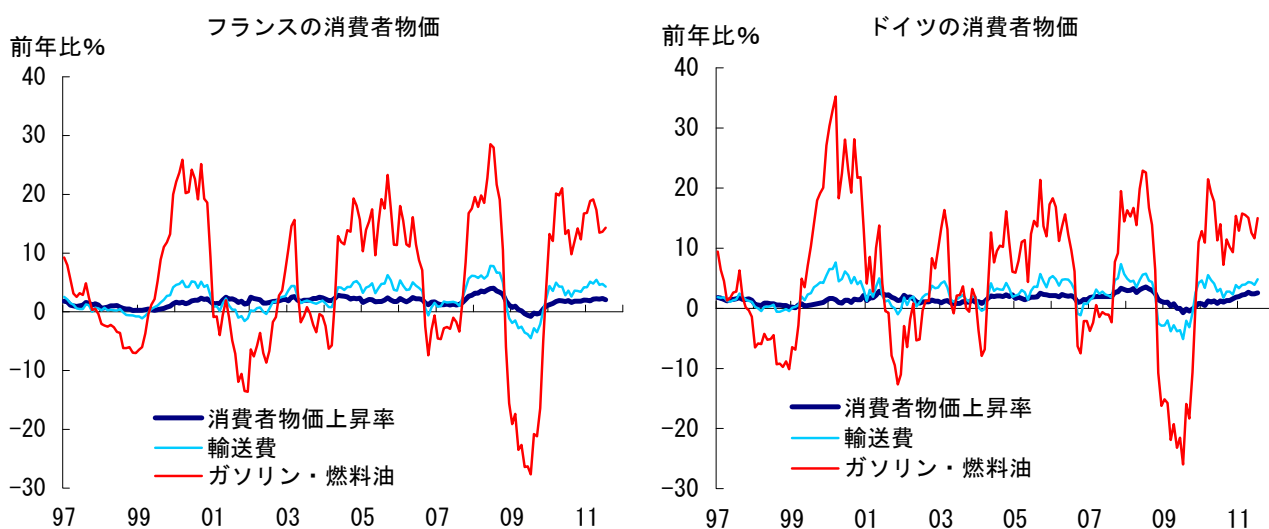
期待はずれのドイツ 個人消費

ドイツでは2010年3月以降、就業者が増加傾向にあり、失業率は7月に7.0%とドイツ統一後の消費ブームに沸いていた1990年代初めの水準まで低下した。就業者増加は家計可処分所得の増加要因であり、消費回復が期待されていた。この期待に反して4-6月期の個人消費が落ち込んだ理由は、物価上昇懸念にあると見られる。ドイツの消費者物価は原油高を背景に4月に前年比+2.7%と2年半ぶりの高水準を記録した。特に上昇したのはガソリン価格で、これが輸送費上昇にも波及した。

図表1 4-6月期のGDP成長率は減速



図表2 原油高が主因となった仏独の消費者物価上昇



出所：図表1、図表2とも Eurostat データより大和総研作成

健闘したイタリア、スペイン

独仏とは対照的に、イタリアとスペインが予想外に健闘したため、ユーロ圏の4－6月期の成長率はなんとか前期比+0.2%成長を確保した。イタリアは同+0.3%、スペインは同+0.2%の成長率を記録した。両国ともまだ需要項目別の内訳は発表されていないが、財政赤字削減の取り組みを既に開始しているため、外需が牽引したと推測される。

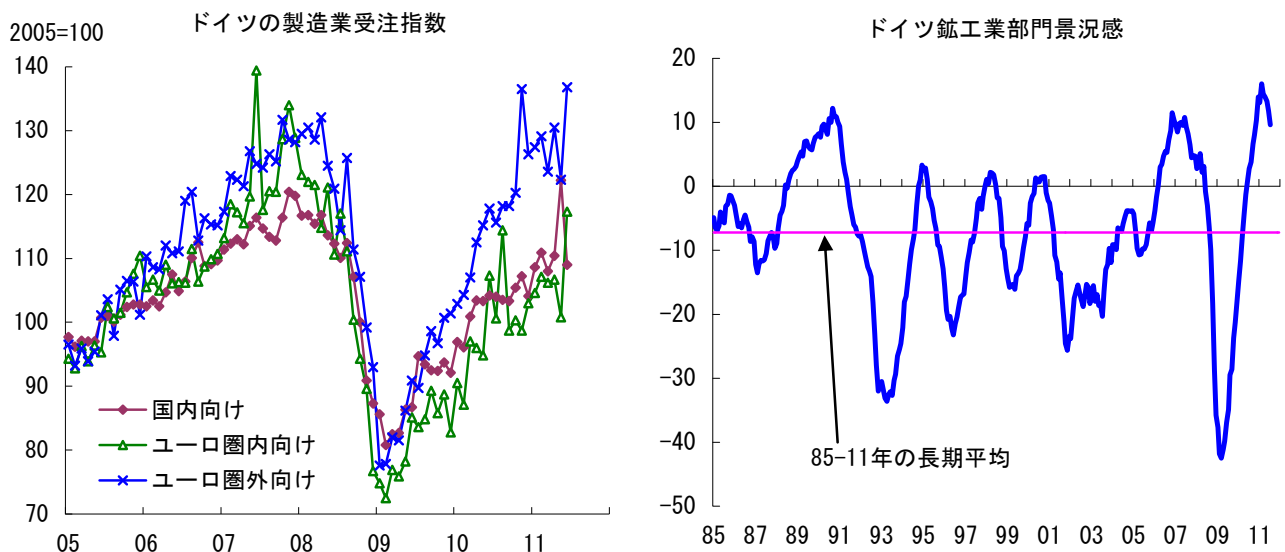
加盟国間の経済成長率格差の縮小は一時的

このように、4－6月期はこれまで好調だった独仏の成長率が大幅に鈍化する一方、伊西の成長率が1－3月期とほぼ同水準であったため、これまでみられたユーロ圏加盟国間の経済成長率格差はいったん縮小した。とはいえ、この状況が定着するとは予想されない。

ドイツの景気後退の可能性は低い

ドイツに関して言えば、ユーロ圏外からの製造業受注が引き続き堅調に拡大しており、輸出急減による景気失速の可能性は低いだろう。ドイツ企業の景況感には確かにここ半年悪化しているが、それはリセッション直後のV字回復期から巡航速度の景気拡大段階へと移行する過程と見る。7－9月期以降は年率2%内外の緩やかな成長となることが予想される。ドイツ企業の設備投資計画は、ここ1年の非常に強気だった計画は下方修正される可能性が出てきたが、計画撤回をする企業は少数派であろう。4－6月期のGDP統計でも設備投資に関しては独仏で回復傾向が継続している。

図表3 ドイツの製造業受注は堅調を維持しており、企業景況感も強気水準

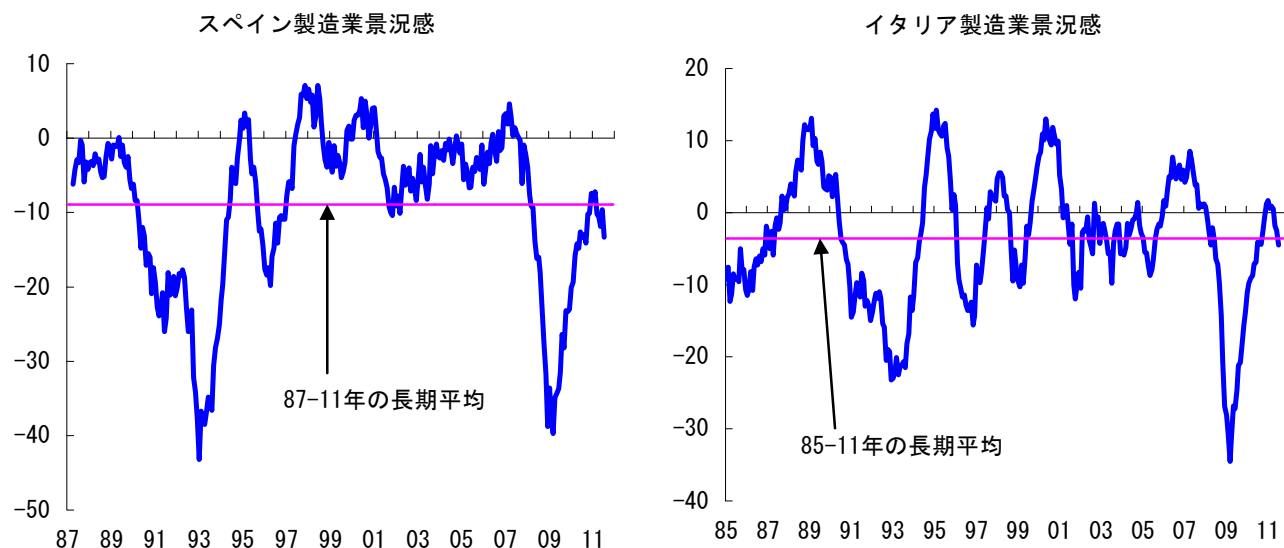


出所：ドイツ連銀、欧州委員会データより大和総研作成

財政懸念が波及した伊西

一方、イタリアとスペインの企業景況感には図表4のようにすでに長期平均水準を割り込んで悪化傾向にある。受注が伸びず、生産見通しが悪化している。追い討ちをかけるように、6月末以降、両国に財政懸念が波及し、国債利回りが急上昇した。市場での資金調達コスト上昇は、財政赤字削減に取り組んでいる両国に大きな痛手である。ECB（欧州中央銀行）は8月7日にユーロ圏加盟国の国債購入拡大を表明し、一週間で220億ユーロの国債を購入した。国別内訳は未発表だが、イタリアとスペインの国債が中心と見られ、両国の金利水準はいったん落ち着きを取り戻した。ただ、ECBの国債購入は財政問題の根本的な解決策ではない。個々の国が財政健全化を実現できなければ、金融市場では再び財政懸念が高まろう。

図表 4 ス페인、イタリアの製造業景況感は改善傾向がピークアウト



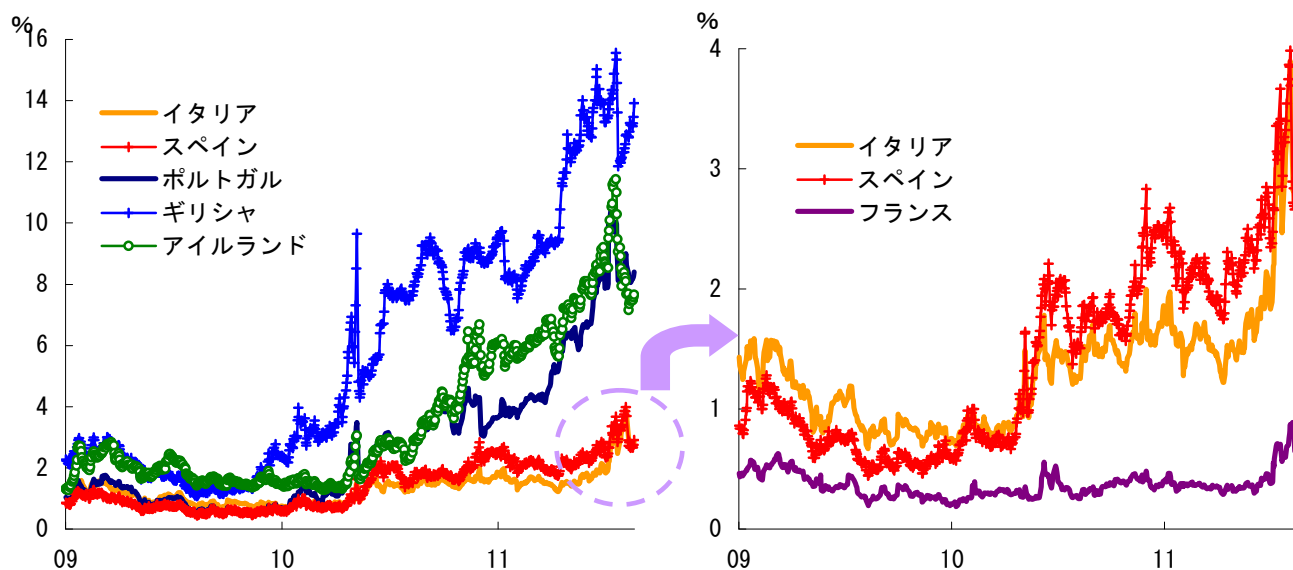
出所：欧州委員会データより大和総研作成

追加的な財政引き締めを迫られる伊仏西

その金利上昇リスクを回避するべく、イタリア政府は2013年までに財政収支を均衡させる赤字削減策を閣議決定し、10月上旬までの議会承認を目指している。8月初めに国債の格下げ懸念が急浮上したフランス政府も2012年予算に思い切った財政赤字削減計画を盛り込むべく、夏休みを繰り上げて検討に入ったところである。またスペイン政府も健康保険基金のコスト削減を検討している。

これらの財政健全化策は、ユーロ圏の財政懸念払拭のためには不可欠な取り組みだが、他方で各国の景気回復を遅らせる原因になりかねない。イタリアに加えてフランスも2012年に財政赤字削減を本格化させれば、ユーロ圏の内需、特に個人消費の回復が遅れる原因になると予想される。

図表 5 拡散した財政懸念（各国10年国債利回りとの独債とのスプレッド）



出所：Bloomberg データより大和総研作成

消費者の信頼感低下

ユーロ圏経済の問題点は「信頼感」が失われていることであると考えられる。消費者はインフレが抑制されることへの信頼感を失い、消費を抑えた。もっとも、この点に関してはこのところやや改善がみられる。消費者物価は4月の前年比+2.8%をピークとして7月は同+2.5%へ低下した。原油価格が4月末の高値から17%ほど調整したことが大きい。これを受けて消費者信頼感の構成項目のうち、物価上昇懸念は5月以降やや後退している。

ところが7月の消費者信頼感では、今度は景気見通しが悪化した。世界的な景気減速懸念に加え、欧州財政問題を巡る金融市場の混乱が先行き不透明感を高めることにつながったと考えられる。景気回復に対する信頼感が失われれば、例えば家計所得が増加しても、家計が消費に慎重になってしまう懸念がある。

後手に回る財政危機対応

ユーロ圏の財政問題に対する取り組みは、金融市場の懸念がイタリア、スペインというユーロ圏3位と4位の経済規模を持つ国に波及する中で、7月下旬にギリシャ支援第2弾をまとめ、前進したかにみえた。ギリシャに対する1,600億ユーロ規模の追加支援に加え、EFSF（欧州金融安定化ファシリティ）の機能強化を図り、財政支援を未申請の加盟国の国債でも購入できるようにすることが決まった。ただし、EFSFの機能強化は各国議会の承認に時間がかかり、まだ実効力を持っていない。また、EFSFの規模は4,400億ユーロから拡大されず、スペインはともかく、イタリアの財政危機への対応には力不足との懸念を払拭できていない。

ユーロ共通債の検討は先送り

8月16日の独仏首脳会議では、財政問題解決の切り札として改めて注目が高まっているユーロ圏共通債に関して、なんらかの前進があるのではと期待された。しかしながら、ユーロ圏で将来的に財政政策を統合させるという方向性は確認されたものの、ユーロ共通債に関しては先々の検討課題との位置付けに終わった。

投資家の信頼感低下

ユーロ圏政府首脳が財政問題解決のために有効な手段をとることができないのではないかと投資家の懸念は、ドイツ以外の加盟国の国債利回りの上昇要因となったほか、資産劣化懸念から改めて欧州の銀行株が売られる材料となっている。欧州銀行の資金調達コストが上昇し、それが金融システムを揺るがすのではないかと懸念もくすぶっている。

ECBの孤軍奮闘

この状況の中で孤軍奮闘している感があるのがECBである。8月4日にユーロ圏の財政懸念国の国債購入「再開」を表明したあと、8月8日の週に220億ユーロの国債を購入した。内訳は未発表だが、イタリアとスペインの国債が中心だったと見られている。また、金融システム不安への対応として、銀行に対する固定金利で無制限の資金供給を少なくとも年末まで継続する方針を表明している。

財政問題解決は独仏政府の責任

しかし、財政問題を解決するのは政府の役目である。とりわけ独仏政府がユーロ圏の財政問題解決に対するこれまでの消極的な姿勢を改めることが必要であろう。ユーロ圏の財政統合に向けた一致した政治意思を示し、具体的な行程表を明らかにすることが、家計、投資家、さらに金融機関や企業の信頼感を回復することにつながり、ユーロ圏経済が踊場を脱出するためにも必要なこととなる。

2011年後半は低成長予想、ECBの政策金利は据え置きへ

ユーロ圏経済は4-6月期に景気回復の踊場入りをしたあと、年後半は低成長を続けると見込まれる。個人消費の回復力が思ったよりも伸びないことが低成長の理由だが、緩やかな輸出拡大と設備投資の回復が牽引役となる。財政問題に対する取り組みはぎりぎりのタイミングで救済策が採られることを繰り返すと予想されるが、大きな不透明要因である。なお、ECBの金融政策に関しては、年内にもう一回の利上げを予想してきたが、物価上昇圧力の後退と、景気先行き不透明感の高まりを考慮し、2012年末まで据え置き予想に変更した。

英国経済見通し

4－6月期は前期比＋0.2%に減速

英国の4－6月期のGDP成長率（速報値）は前期比＋0.2%（年率＋0.7%）となり、1－3月期の同＋0.5%（同＋1.9%）から減速した（図表6）。建設業が3四半期ぶりに前期比プラスとなったものの、鉱工業部門は2四半期連続で前期比マイナス成長に落ち込んだ。また、主力のサービス業部門は前期比＋0.9%から同＋0.5%へ減速した。サービス業の内訳では金融・ビジネスサービスは前期比＋0.4%から同＋0.8%へ伸び率が加速したが、その他の輸送・通信、ホテルなどのサービスが伸び悩んだ。

厳しい消費環境

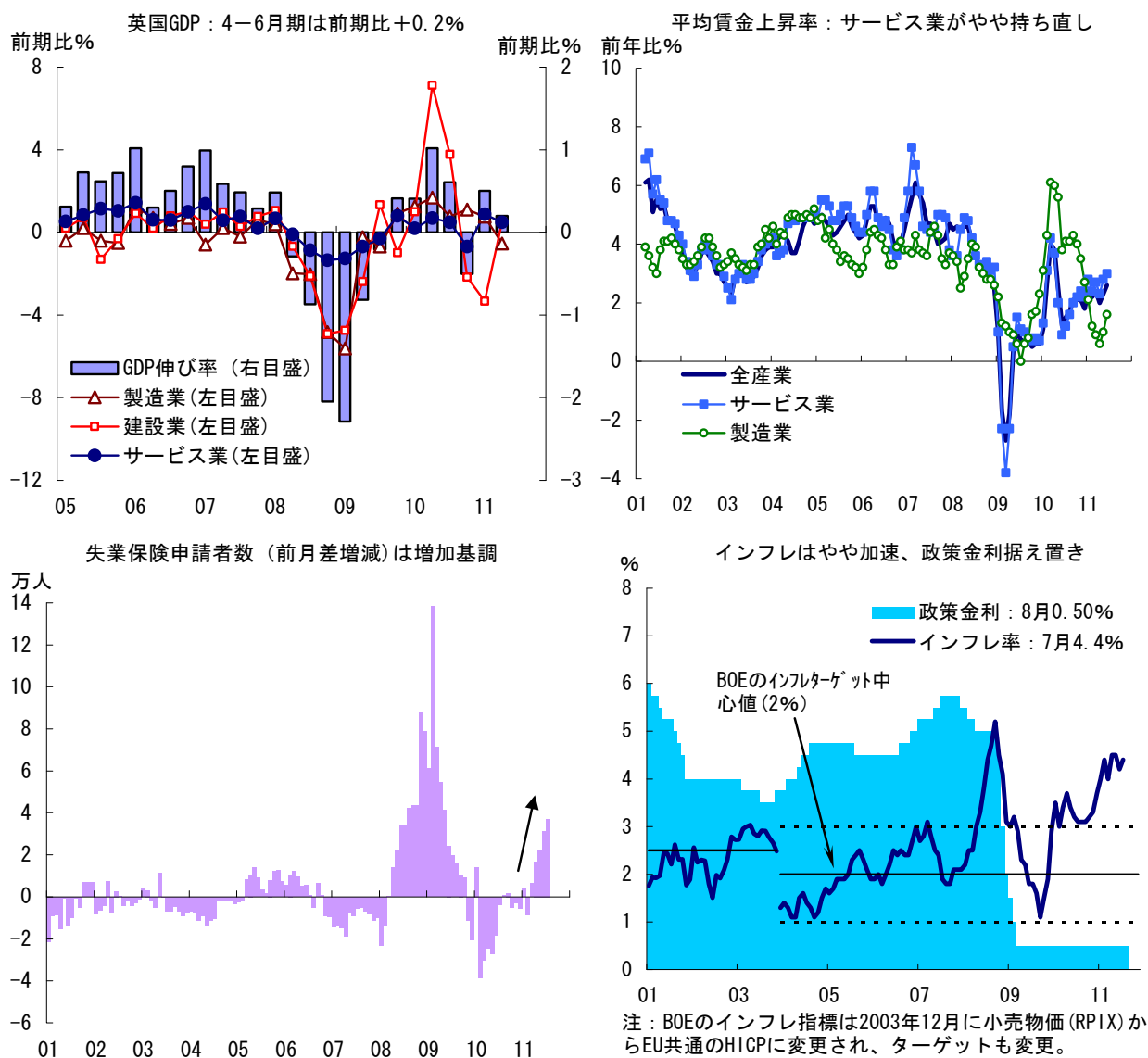
需要項目別の内訳は未発表だが、英国では引き続き個人消費の回復力が弱いことに、景気低迷の最大の原因があると判断される。個人消費を取り巻く環境は依然として厳しい。賃金上昇率は1年前につけた前年比＋1.2%からこの6月は同＋2.6%まで回復。中でもサービス業は同＋3.0%と3%台に乗せてきた。とはいえ、消費者物価上昇率は4%台で定着してしまっており、実質賃金上昇率が前年割れの状態が継続している（消費者物価は7月は前年比＋4.4%と6月の＋4.2%から加速）。そして懸念されていた雇用市場の悪化が顕在化してきた。失業保険申請者数は3月以降増加に転じていたが、7月まで増加傾向が続いている。公的部門のリストラに加え、金融機関の追加リストラ、さらに消費が弱いことを理由とした小売部門のリストラなども増加している模様である。このような環境下で、2011年後半も消費の低迷は継続すると予想される。7月の小売売上高は前月比＋0.2%と低調で、前年比ではわずかに＋0.1%にとどまった。

財政健全化政策が景気回復の重石に

英国の景気回復の遅れは、不動産バブルと金融危機の後遺症からまだ脱却できていないところに、財政健全化政策が実行されているためと判断される。財政健全化の一環で公的部門のリストラが進められて雇用不安につながり、VAT税率の引き上げが物価上昇圧力となっている。しかしながらキャメロン政権はこれまでのところ財政再建計画の手綱を緩める気配をみせていない。となると、景気対策の期待がかかるのは英中銀（BOE）となるが、こちらも政策金利はすでに0.5%の低水準で打てる手は限られている。BOEの8月の金融政策委員会では、従来、利上げを主張してきた2委員が、金利据え置きに意見を変えたため、全会一致で政策金利の据え置きを決定した。一方、量的緩和の拡大に関しては、従来よりは積極的に検討された模様だが、賛成票を投じたのは引き続き1委員にとどまった。2012年に入ればVAT税率引き上げ効果が剥落するため、BOEは消費者物価上昇率は前年比2%台へ低下すると予想している。しかしながら、現状で量的緩和を拡大して、さらなる物価上昇圧力となることへの警戒感があると見受けられる。

財政・金融政策がともに機動的に動きにくいなかで、英国経済は当面、低成長継続となると予想される。しかしながら、景気後退のリスクが高まれば、欧州単一通貨ユーロというしがらみのない英国は、政策手段をもって景気のでこ入れを実施することが可能と見ている。

図表 6 英国経済指標



出所：英国統計局（ONS）、英中銀（BOE）データより大和総研作成

< 欧州経済・金利見通し >

ユーロ圏経済見通し

	2010			2011					2012				
	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率													
国内総生産	1.6%	1.0%	1.7%	3.4%	0.7%	1.1%	1.4%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%
民間消費支出	0.7%	1.3%	0.8%	1.3%	0.6%	0.8%	1.2%	1.0%	1.2%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%
政府消費支出	0.7%	-0.3%	0.3%	3.2%	-2.0%	-1.2%	-1.2%	0.3%	-0.4%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.7%
総固定資本形成	-0.7%	-0.2%	-1.0%	8.9%	4.1%	4.9%	3.6%	4.2%	4.1%	4.1%	2.8%	2.4%	3.8%
輸出等	6.9%	6.8%	11.1%	7.6%	2.8%	4.1%	4.9%	6.4%	4.1%	4.1%	4.5%	4.1%	4.2%
輸入等	5.0%	5.4%	9.3%	7.6%	2.4%	3.6%	4.1%	5.7%	4.1%	3.2%	4.1%	3.6%	3.7%
前年同期比（除く失業率）													
国内総生産	2.0%	1.9%	1.7%	2.5%	1.7%	1.5%	1.6%	1.8%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.1%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%
政府消費支出	0.1%	0.1%	0.3%	1.1%	0.4%	-0.1%	-0.3%	0.3%	-1.2%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	-0.7%
総固定資本形成	0.5%	1.3%	-1.0%	4.2%	2.9%	4.4%	5.3%	4.2%	4.2%	4.2%	3.6%	3.3%	3.8%
輸出等	12.2%	11.5%	11.1%	9.7%	6.0%	5.3%	4.8%	6.4%	4.0%	4.3%	4.4%	4.2%	4.2%
輸入等	10.8%	10.9%	9.3%	8.7%	5.1%	4.8%	4.4%	5.7%	3.5%	3.8%	3.9%	3.8%	3.7%
鉱工業生産（除建設）	7.3%	8.1%	7.5%	6.5%	4.1%	3.0%	1.8%	3.9%	1.6%	1.7%	2.2%	2.2%	1.9%
実質小売売上高	1.3%	0.6%	0.7%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.6%	0.0%	0.8%	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%
消費者物価	1.7%	2.0%	1.6%	2.5%	2.8%	2.5%	2.3%	2.5%	2.1%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
生産者物価	4.0%	4.8%	2.9%	6.5%	6.3%	4.9%	3.9%	5.4%	2.2%	1.7%	2.2%	2.2%	2.1%
失業率	10.1%	10.1%	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%	9.8%	9.9%	9.8%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
10億ユーロ													
貿易収支	7.9	-0.9	16.1	-6.1	-0.1	4.0	5.0	2.8	7.0	9.0	10.0	7.0	33.0
経常収支	-8.0	-17.6	-43.2	-15.9	-18.4	-11.8	-7.9	-54.0	-4.1	-10.3	-6.5	-9.6	-30.5
財政収支			-545					-436					-382
独 国債10年物(期中平均)	2.45%	2.64%	2.78%	3.18%	3.14%	2.50%	2.33%	2.79%	2.45%	2.55%	2.70%	2.85%	2.64%
独 国債2年物(期中平均)	0.71%	0.94%	0.85%	1.42%	1.70%	1.05%	0.84%	1.25%	1.00%	1.20%	1.35%	1.50%	1.26%
欧 政策金利(末値)	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.25%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%

注：2011 年 Q2 まで実績値（GDP 内訳は Q1 まで実績値）。それ以降は大和総研予想。

出所：EU 統計局（Eurostat）、欧州中央銀行（ECB）、大和総研

英国経済見通し

	2010			2011					2012				
	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率													
国内総生産	2.5%	-2.0%	1.4%	1.9%	0.7%	1.1%	1.4%	1.0%	1.4%	1.7%	1.6%	1.7%	1.4%
民間消費支出	-0.5%	-0.9%	0.7%	-2.4%	0.4%	0.8%	1.2%	-0.5%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	1.5%
政府消費支出	-0.1%	0.5%	1.0%	2.0%	-2.4%	-1.6%	-1.2%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	-0.6%
総固定資本形成	16.7%	-2.9%	3.7%	-7.7%	2.8%	6.1%	6.6%	0.7%	3.6%	3.2%	2.4%	1.6%	4.1%
輸出等	6.0%	8.9%	5.2%	9.8%	6.1%	4.9%	4.1%	7.6%	3.2%	4.1%	3.2%	3.2%	3.9%
輸入等	7.1%	11.7%	8.8%	-9.1%	7.8%	4.9%	4.1%	3.4%	2.8%	4.5%	3.6%	3.2%	4.1%
前年同期比（除く失業率）													
国内総生産	2.5%	1.5%	1.4%	1.6%	0.7%	0.4%	1.3%	1.0%	1.1%	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%
民間消費支出	1.2%	0.1%	0.7%	-0.6%	-0.9%	-0.5%	0.0%	-0.5%	1.0%	1.4%	1.7%	1.9%	1.5%
政府消費支出	1.3%	0.9%	1.0%	1.1%	0.0%	-0.4%	-0.8%	0.0%	-1.4%	-0.8%	-0.3%	0.1%	-0.6%
総固定資本形成	6.4%	7.2%	3.7%	-0.2%	1.8%	-0.5%	1.8%	0.7%	4.8%	4.9%	4.0%	2.7%	4.1%
輸出等	7.2%	5.6%	5.2%	9.3%	7.7%	7.4%	6.2%	7.6%	4.6%	4.1%	3.6%	3.4%	3.9%
輸入等	10.6%	9.2%	8.8%	4.2%	4.1%	3.5%	1.7%	3.4%	4.9%	4.1%	3.8%	3.5%	4.1%
鉱工業生産	3.1%	3.3%	2.1%	1.9%	-0.8%	-0.3%	-0.5%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.2%
実質小売売上高	0.6%	0.0%	0.4%	2.2%	0.9%	0.0%	0.2%	0.8%	0.7%	1.2%	1.3%	1.9%	1.3%
消費者物価	3.1%	3.4%	3.3%	4.1%	4.4%	4.4%	4.1%	4.2%	3.3%	2.7%	2.6%	2.4%	2.7%
生産者物価（出荷価格）	4.1%	4.1%	4.2%	5.3%	5.6%	6.0%	5.7%	5.7%	4.2%	2.7%	2.7%	2.6%	3.0%
失業率	4.6%	4.5%	4.7%	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%	4.8%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.8%
10億英ポンド													
貿易収支	-25.8	-27.2	-98.8	-22.2	-24.6	-25.2	-25.6	-97.6	-24.4	-26.6	-27.2	-27.6	-105.8
経常収支	-12.0	-13.0	-46.3	-9.4	-11.4	-12.4	-12.3	-45.5	-10.7	-12.9	-13.6	-14.0	-51.2
財政収支	-27.1	-39.0	-125.3	-17.9				-133.0					-112.7
国債10年物(期中平均)	3.16%	3.23%	3.53%	3.65%	3.41%	2.80%	2.55%	3.10%	2.70%	2.90%	3.15%	3.35%	3.03%
国債2年物(期中平均)	0.73%	0.91%	0.96%	1.35%	1.01%	0.63%	0.60%	0.90%	0.70%	0.90%	1.10%	1.30%	1.00%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

注：2011 年 Q2 まで実績値（GDP 内訳、経常収支は Q1 まで実績値）。それ以降は大和総研予想。

出所：英国統計局（ONS）、英中銀（BOE）、大和総研