

～海外情報～

2011年9月20日 全7頁

欧州経済見通し 高まった景気停滞リスク

経済調査部

シニアエコノミスト
山崎 加津子

マインド改善に必要なのは財政危機脱却の道筋の明確化

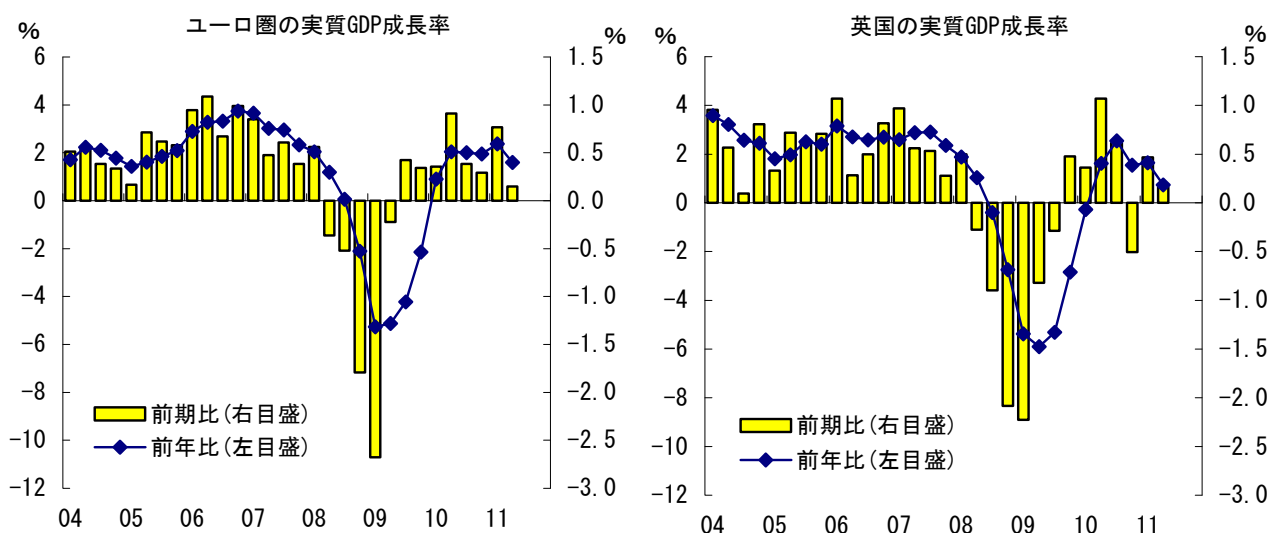
[要約]

- 欧州経済の停滞感が強まっている。4-6月期の GDP 成長率はユーロ圏、英国とも前期比+0.2%へ急減速し、7月以降の景気指標もマインド指標を中心に悪化傾向が目立つ。世界経済の成長率鈍化に加え、欧州財政に対する懸念が、景気見通しを悪化させている。
- ユーロ圏首脳は7月21日にギリシャ支援策第2弾で合意したが、その支援策が実効力を持つ前にギリシャ支援体制の有効性に対する疑念が高まり、金融市場の混乱に拍車がかかっている。財政危機脱却のための道筋を明確にすることが、欧州経済回復のためにも重要と考えられるが、対症療法の時間稼ぎの繰り返しが続く、欧州経済が低空飛行を続ける可能性が高まったと考えられる。2011年のユーロ圏は+1.6%、英国は+1.0%の成長を予想する。

4-6月期の欧州経済は大きく減速

欧州経済は2009年初めを底として景気回復を続けてきたが、2011年4-6月期にはその回復ペースが大きく鈍化した。ユーロ圏経済は1-3月期の前期比+0.8%から同+0.2%へ、英国は同+0.5%から+0.2%へと成長率が鈍化した。

図表1 ユーロ圏&英国の4-6月期のGDP成長率はそろって前期比+0.2%へ減速



出所：Eurostat、英国統計局（ONS）のデータより大和総研作成

大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。大和総研の親会社である大和総研ホールディングスと大和証券キャピタル・マーケット（株）及び大和証券（株）は、大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

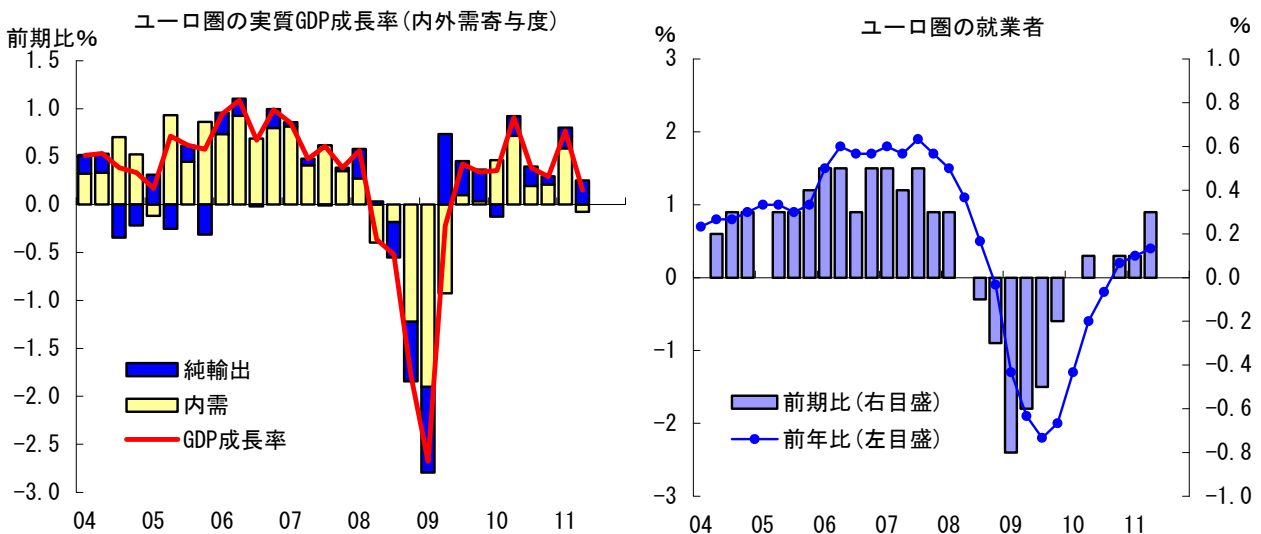
ユーロ圏の景気減速の原因は内需に

ユーロ圏経済の大幅減速の原因は内需の落ち込みにある。内需の前期比寄与度は $-0.1\%pt$ と8四半期ぶりにマイナス圏へ落ち込んだ。各国が財政健全化に取り組む中で政府消費の落ち込み（前期比 -0.2% ）は想定内であったが、個人消費も前期比 -0.2% と落ち込んだのは期待はずれである。また、固定資本形成は前期比 $+0.2\%$ とプラス成長ではあるが弱い伸びにとどまった。

輸出入も伸び率鈍化

他方で純輸出の前期比寄与度は $+0.3\%pt$ で、4-6月期の同 $+0.2\%pt$ からやや拡大した。もっとも、輸出（前期比 $+1.0\%$ ）も輸入（同 $+0.5\%$ ）も1-3月期までと比較して伸び率は鈍化した。

図表2 ユーロ圏の内需は雇用改善にもかかわらず8四半期ぶりに前期比マイナス



出所：Eurostat のデータより大和総研作成

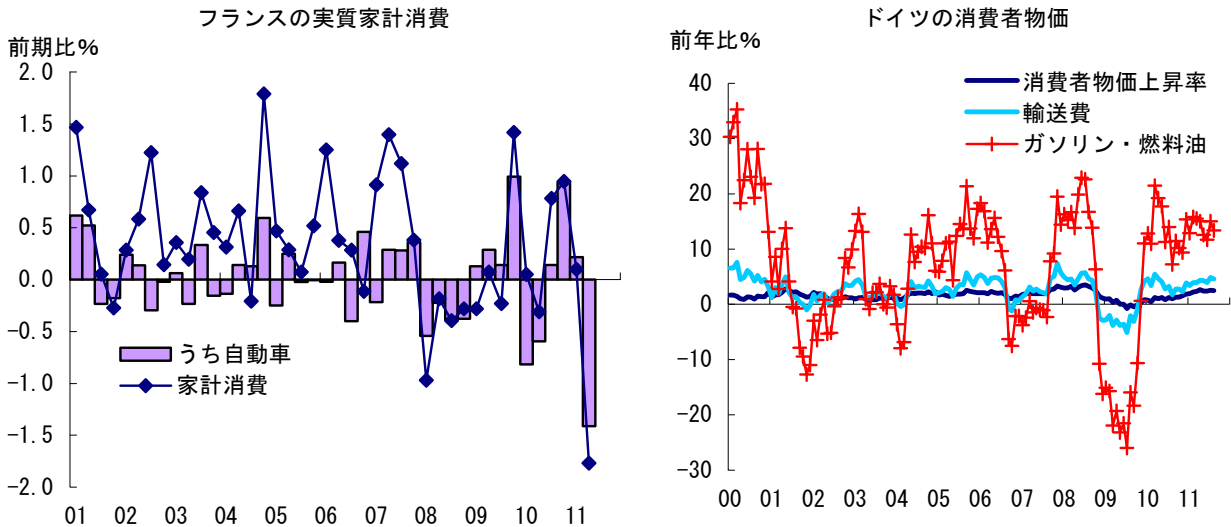
就業者数増にもかかわらず落ち込んだ個人の個人消費

4-6月期の個人消費の拡大が期待された理由は、就業者数が増加基調にあり、家計所得が回復したためである。ユーロ圏の4-6月期の就業者数は前期比 $+0.3\%$ （前年比 $+0.4\%$ ）と3四半期連続で増加した。特にドイツ（前期比 $+0.4\%$ 、前年比 $+1.4\%$ ）、フランス（同 $+0.3\%$ 、 $+1.0\%$ ）の2大国で堅調な就業者の増加がみられる。ところが、4-6月期の個人消費は両国とも前期比 -0.7% とまったくの期待はずれとなった。むしろ、財政問題で大きく揺れているイタリア、スペインの方が、4-6月期に限れば個人消費はそれぞれ前期比 $+0.2\%$ 、同 $+0.6\%$ と拡大した。

背景に新車買替奨励策の終了やインフレ上昇懸念

ドイツ、フランスの個人消費の落ち込みの原因を探ってみると、フランスでは一過性の要因が大きく影響している。フランスでは自動車買替奨励策が2010年末で終了したが、その駆け込み需要の反動減が4-6月期になって出てきたのである。一方、ドイツではユーロ圏の大国の中で就業者数の順調な増加が目立っており、家計所得が増えているのに消費が縮小した。その原因は、物価上昇にあると考えられる。原油高でガソリン価格や航空燃料の価格が上昇、それが電力料金や旅行費用の値上げにつながっており、消費者マインドと家計支出を冷え込ませたと推測される。原油価格上昇と、関連価格の値上げによる消費圧迫の影響はフランスでも程度の差はあれ、生じていたと推測される。ただし、ドイツの消費者の方がインフレ上昇には敏感で、物価先高感を持つと消費に慎重になる傾向が強いように見受けられる。

図表3 フランスの消費内訳とドイツの物価上昇内訳



出所：仏統計局（INSEE）、Eurostat データより大和総研作成

独仏の設備投資は拡大基調が続く

固定資本形成に関してはフランスが堅調（前期比+0.9%）な一方、ドイツの減速（前期比+0.3%）が目立つ。これはドイツの建設投資が1-3月期に急拡大したあとの反動が出たためである。ドイツでも設備投資だけ抜き出してみると前期比+1.7%伸びた。これに対して、スペインの固定資本形成は前期比-1.0%と苦戦している。

7月以降目立ってきたマインドの冷え込み

このように4-6月期の景気減速に関しては、消費に対する一過性の抑制要因も効いている。ただし、7月以降の景気指標は7-9月期の欧州景気が冷え込んでいることを示唆している。特に目立つのが消費者マインドの悪化である。また、企業景況感も楽観的な見方が大きく後退している。

实体经济はまだ景気回復ペースの鈍化を示唆するにとどまるが

一方で实体经济を映す「ハードデータ」については、景気回復ペースの鈍化は示唆しているものの、景気後退を示唆するまでには至っていない。ユーロ圏の輸出は伸び率は鈍化しつつも、景気の牽引役としての役割をまだ果たしていくと見込まれる。ドイツの製造業受注から読み取れる変化は需要の拡大ペースの鈍化であって、需要の縮小ではない。また、4-6月期の消費抑制要因となったインフレ懸念に関しては、原油価格が下落したことで懸念が後退しつつある。

欧州財政問題がマインド悪化要因に

それにもかかわらずマインドが悪化している原因は、世界的な景気減速に対する懸念と、欧州の財政危機が終息に向かう兆しがまったくなく、むしろ時間の経過と共にますます深刻化していることへの懸念にあると考えられる。

ギリシャ支援を巡る不協和音

7月21日のEU首脳会議でギリシャ支援の第2弾が合意されたものの、市場ではこの支援策が果たして実効力を持つのか疑問視している。第2弾支援策の柱であるEFSF（欧州金融安定化ファシリティ）の機能拡充が動き出すためには、各国の批准が必要だが、その作業がはかどっていない。むしろフィンランドはギリシャに融資を実行する場合には担保を要請すると独自の主張を展開し、支援する国々の足並みの乱れを象徴した。さらに、支援の大前提であるギリシャの財政赤字削減の進捗状況に関して黄色信号がともった。9月初めよりギリシャで財政赤字

削減状況を審査していた EU、IMF、それに ECB の調査団が、ギリシャの財政再建策の実行が不十分としていったんギリシャを引き揚げてしまったのである。ギリシャ政府は 10 月で政府の資金が底をつき、公務員給与や年金の支払いに支障をきたす恐れがあると発表。にわかにギリシャの「デフォルト（債務不履行）」が遠くない将来に起こりうるとの懸念が市場を駆けめぐった。

ギリシャがデフォルトした場合に予想される悪影響

ギリシャが突然のデフォルトを宣言した場合の影響としては、まずギリシャ国債の保有者が損失を被るが、特にギリシャの銀行は ECB からの資金調達手段を失うことになり、資本不足で経営難に陥り、公的管理下におかれると予想される。これは、ただでさえ脆弱なギリシャ経済にとって、資金が流れにくくなることを通じていつそうの下押し圧力がかかることを意味しよう。むしろ、影響はギリシャ国内にとどまらない。ギリシャ国債を保有する、銀行、保険、年金基金が損失を確定せざるを得ないことはもちろんだが、むしろ「次のデフォルト候補探し」が始まってポルトガル、アイルランドはもとより、スペイン、イタリア、あるいはフランスの国債利回りに一段の上昇圧力がかかる事態が懸念される。そうなれば大手まで含めて欧州銀行のバランスシートの悪化が懸念され、金融システムの安定性に対する信頼感が大いに損なわれることになりかねない。

デフォルト懸念払拭に動いた独仏政府と ECB

ユーロ圏首脳陣もそのような混乱はなんとしても避けたいと考えており、9 月 14 日に独仏首脳はギリシャ首相と電話会談し、ギリシャがユーロ圏から離脱することはないと改めて確認、一方でギリシャは財政赤字削減を着実に実行することを約束した。ECB は 8 月に市場からの国債購入を大きく拡大させ、スペインとイタリアの国債利回り低下に貢献していたが、9 月 15 日に米国、日本、英国、スイスの中央銀行と合同で欧州の銀行に対する潤沢なドル資金の供給計画を実施すると発表した。欧州の一部の銀行がドル資金を手当てできなくなっているのではないかとこの市場の不安払拭のためである。期間 3 ヶ月のドル供給オペを復活させ、それを 10 月から 12 月にかけて実施するという計画は、年末越えの資金需要をにらんだ措置と考えられる。

対症療法の域を出ず

とはいえ、これらの対策はあくまで対症療法であり、延命策の一環にすぎない。しかも 9 月 16 日のユーロ圏財務相会合でも、第 1 弾支援の次の支払い分である 80 億ユーロを早急に支払えるようにすることが確認された程度で、市場にとってポジティブサプライズとなる対策は出なかった。むしろ EU、IMF、ECB の査察団のギリシャへの再入国が 9 月 19 日になって延期された。査察結果は 9 月末までにまとめられ、合格すれば 10 月初めに 800 億ユーロが融資される運びとなるが、このスケジュールが後ずれする懸念が高まりつつある。

結局、市場ではギリシャのデフォルトの可能性が一段と織り込まれてきているように見受けられる。一方でユーロ圏の政策当局者は突発的なデフォルトはなんとか回避しようとしている。ぎりぎりのところで融資を実現させるこれまでのやりとりが来年まで続く可能性がもっとも高いのではないかと予想される。

求められているのは方針の明確化だが

ユーロ圏の政策当局者に求められているのは、ギリシャ問題にどう対応するか明確な方針を一致して決めることと考えられる。ユーロ圏をギリシャ込みで維持したいのであれば、ギリシャ支援の具体化（誰がどれだけの資金を負担するのか）をはっきりさせるべきであろう。特に、ギリシャの債務残高が GDP 比 150% を超過する見通しでギリシャにとっては巨額である一方、金利が高騰して長期的な債務返済は困難と金融市場が織り込んでいる状況をどう打開するかに関して、先送りばかりしては行かなくなっている。いずれギリシャの債務再編が避けられないのではないかと予想されるものの、連鎖反応を防ぐために、各国の財政再建、欧

州の銀行の資本増強、金融システム安定化のためのセーフティーネット構築などを積み重ねた上でそれを行う道筋を示すことが肝要なのではないかと考える。

ユーロ圏経済は低空飛行が長期化へ

以上みてきたように、欧州の財政問題解決は遅々としており、消費者や企業のマインド改善の役に立ちそうにない。また、財政赤字の追加削減策はイタリアだけでなくフランスやポルトガルも策定しており、ギリシャも改めて追随すると予想される。ユーロ圏経済は4-6月期に減速したあと、低空飛行が長期化する可能性が高まったとみている。なお、欧州経済全体がリセッションに陥るとの予想はメインシナリオとしては持っていない。外需は減速したとはいえ拡大を続けており、独仏企業の設備投資意欲も持続されると予想するためである。とはいえ、外需が予想外に落ち込めばもちろんのこと、財政問題への対応方針をいつまでも決めかねては、リセッション入りの可能性が高まってこよう。

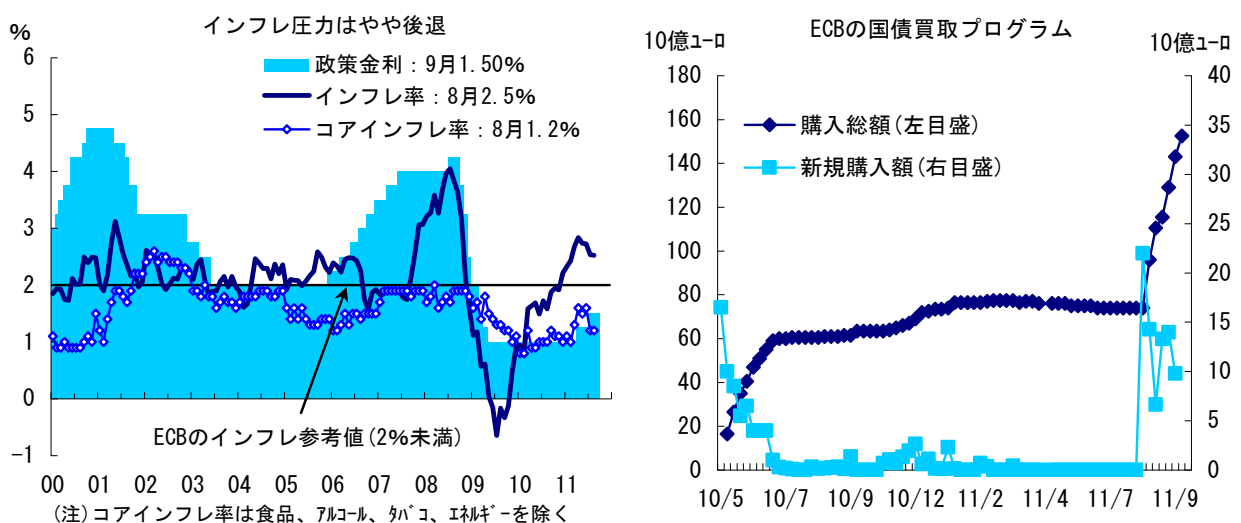
ECBの負担拡大

財政問題への取り組みが対症療法の域をなかなか出ない中で、中央銀行であるECBの負担が増している。国債購入の増額に続いて、銀行に対するドル資金供給手段の拡大が発表された。国債購入に関して、ECBはEFSFが11月にもこの機能を肩代わりすることを期待していると見受けられる。ところがEFSFが融資可能な金額は4,400億ユーロと上限が決まっており、しかもそのうち1,100億ユーロはポルトガルやアイルランド支援に使われることが決まっている。残りの融資可能額3,300億ユーロ余りでは、ここ1ヶ月のECBによる国債購入ペースでは半年ほどで資金が枯渇すると予想される。一方、イタリアとスペインがEFSFの存続期限である2013年半ばまでの国債償還で必要とする金額は5,760億ユーロであるため、ECBは国債購入の継続を余儀なくされるのではないかと予想される。

金融政策は中立スタンスへ

一方、金融政策に関してはインフレ圧力が以前に比べて後退していること、景気が足元停滞し、今後下振れリスクが高まってきたことを理由に、政策スタンスをこれまでの「利上げバイアス」から「中立」に戻している。今後、インフレ動向と景気動向をにらみつつ、金融政策を決定してくると予想されるが、2012年末まで政策金利据え置きとなる可能性が高いのではないかと予想する。

図表4 ECBの金融政策は中立スタンスへ、それ以外の非伝統的な政策は拡充へ



出所：ECBのデータより大和総研作成

英国経済見通し

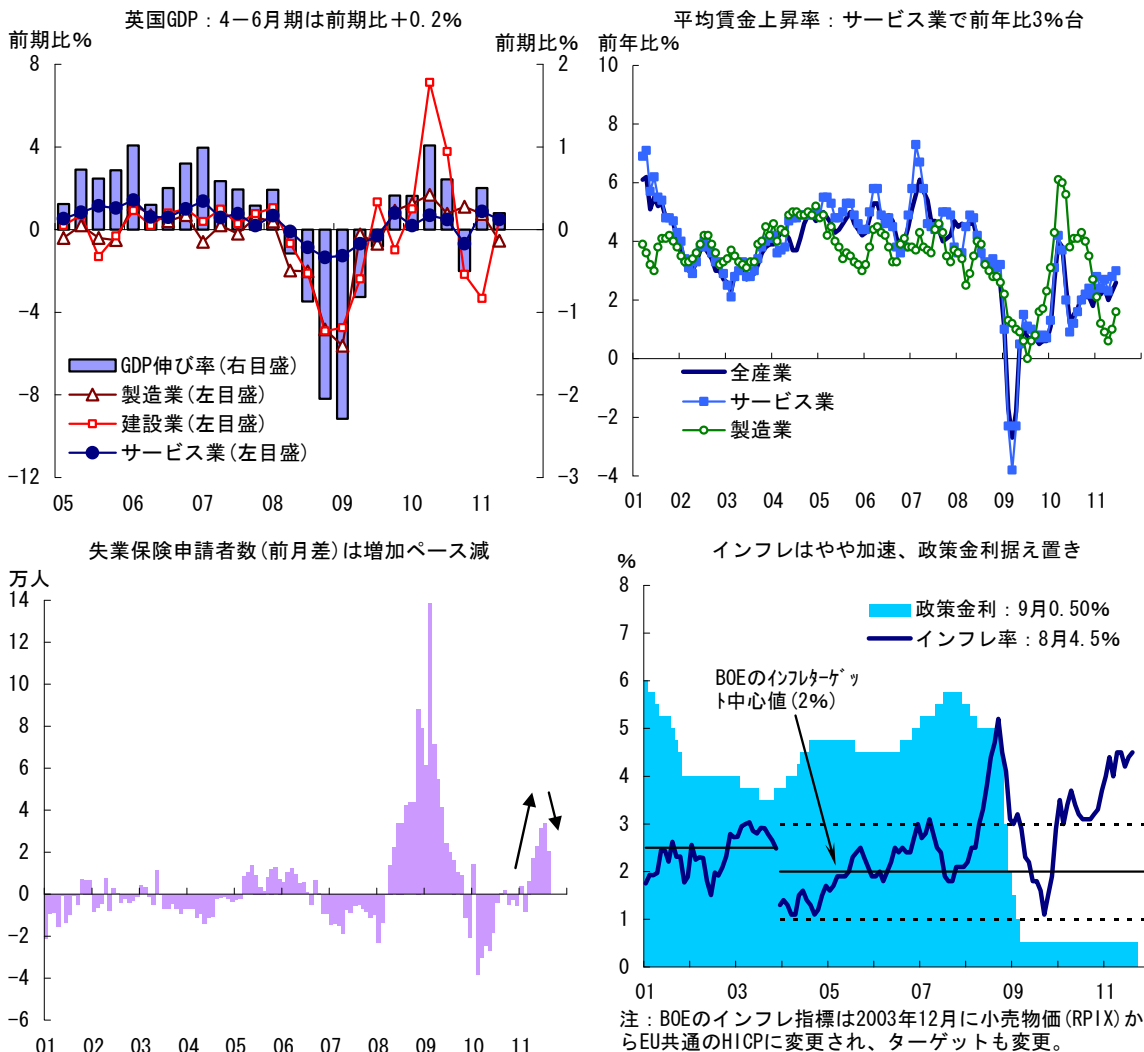
英国景気も冴えない展開が予想される。4-6月期の成長率が低かった原因としては、ロイヤル・ウェディングという臨時祝日で営業日が一日減ったこと、日本の震災によるサプライチェーンのダメージという特殊要因もある。ただ、より根本的な要因として、実質所得の目減りに悩む個人消費に回復の兆候はまだなく、低金利にもかかわらず住宅市場の回復も鈍い。加えて主要貿易相手のユーロ圏の景気減速を受けて、製造業の景況感も悪化している。

2012年の回復に期待

英国の景気回復が遅れている一因は、英国政府の財政健全化政策にあるが、政府はこれまでのところ財政再建を優先させる方針を変更する意図はないようである。また、実質所得目減りの原因となっている高インフレは輸入物価の上昇圧力が強いため、なかなか緩和の見通しが立たない。ただ、財政政策が原因の物価上昇（VAT増税）の効果は2012年になればなくなるため、足下の堅調な賃金上昇率が継続すれば、来年には所得目減りが解消されよう。

英中銀（BOE）は景気見通し悪化を受けて量的緩和拡大の可能性を検討していると見受けられる。ただ、足下の消費者物価は前年比+4%を超えている一方、英国の長期金利水準は低く、量的緩和による追加的な景気刺激効果は限定的と予想される。このため、英中銀は様子見姿勢を継続する可能性が高いと予想される。

図表5 英国の主要指標



出所：英国統計局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	1.5%	1.2%	1.7%	3.1%	0.6%	0.2%	0.7%	1.6%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	0.9%
民間消費支出	0.9%	1.3%	0.8%	0.7%	-0.9%	0.9%	0.8%	0.6%	1.0%	0.8%	0.9%	1.1%	0.8%
政府消費支出	0.2%	0.1%	0.5%	1.7%	-0.7%	-1.2%	-1.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%
総固定資本形成	-0.3%	-0.8%	-1.0%	7.5%	0.6%	4.5%	3.2%	3.1%	4.1%	3.6%	2.8%	2.4%	3.4%
輸出等	7.4%	5.7%	10.6%	8.1%	4.1%	2.0%	3.6%	6.3%	4.1%	5.3%	6.6%	7.4%	4.5%
輸入等	5.6%	5.1%	8.9%	6.3%	2.0%	1.6%	3.2%	5.0%	4.1%	4.9%	7.4%	8.2%	4.3%
前年同期比 (除く失業率)													
国内総生産	2.0%	2.0%	1.7%	2.4%	1.6%	1.3%	1.1%	1.6%	0.6%	0.7%	1.0%	1.1%	0.9%
民間消費支出	1.0%	1.1%	0.8%	1.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
政府消費支出	0.3%	-0.1%	0.5%	0.8%	0.3%	0.0%	-0.4%	0.2%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	0.0%	-0.4%
総固定資本形成	0.6%	1.2%	-1.0%	3.7%	1.7%	2.9%	3.9%	3.1%	3.1%	3.9%	3.4%	3.2%	3.4%
輸出等	11.7%	11.1%	10.6%	9.6%	6.3%	4.9%	4.4%	6.3%	3.5%	3.7%	4.9%	5.8%	4.5%
輸入等	10.5%	10.5%	8.9%	8.2%	4.8%	3.7%	3.3%	5.0%	2.7%	3.4%	4.9%	6.1%	4.3%
鉱工業生産 (除建設)	7.3%	8.1%	7.5%	6.5%	4.0%	3.6%	2.5%	4.1%	2.4%	2.6%	2.5%	2.3%	2.4%
実質小売売上高	1.3%	0.6%	0.7%	0.0%	-0.3%	-0.3%	0.3%	-0.1%	0.4%	1.0%	1.0%	1.1%	0.9%
消費者物価	1.7%	2.0%	1.6%	2.5%	2.8%	2.5%	2.2%	2.5%	2.1%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
生産者物価	4.0%	4.8%	2.9%	6.5%	6.3%	5.7%	4.7%	5.8%	3.0%	2.5%	2.2%	2.2%	2.4%
失業率	10.1%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.1%	10.0%	9.9%	9.9%	10.0%
10億ユーロ													
貿易収支	7.9	-0.9	16.1	-6.1	-0.2	2.0	5.0	0.7	7.0	9.0	10.0	7.0	33.0
経常収支	-8.0	-17.6	-43.2	-15.9	-18.1	-13.8	-7.9	-55.7	-4.1	-10.3	-6.5	-9.6	-30.5
財政収支			-545					-435					-379
独 国債10年物(期中平均)	2.45%	2.64%	2.78%	3.18%	3.14%	2.10%	1.90%	2.58%	2.00%	2.25%	2.35%	2.50%	2.28%
独 国債2年物(期中平均)	0.71%	0.94%	0.85%	1.42%	1.70%	0.85%	0.70%	1.17%	0.80%	1.00%	1.15%	1.40%	1.09%
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。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%	-0.8%	-1.0%	-0.2%	-0.7%	-0.3%	0.4%	0.6%	0.0%
実質小売売上高	0.6%	0.0%	0.4%	2.2%	1.0%	0.4%	0.7%	1.1%	1.2%	1.6%	1.5%	1.9%	1.5%
消費者物価	3.1%	3.4%	3.3%	4.1%	4.4%	4.5%	4.3%	4.3%	3.5%	2.9%	2.6%	2.4%	2.9%
生産者物価 (出荷価格)	4.1%	4.1%	4.2%	5.3%	5.6%	6.1%	5.8%	5.7%	4.3%	2.7%	2.7%	2.6%	3.1%
失業率	4.6%	4.5%	4.7%	4.5%	4.7%	4.9%	4.9%	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	-27.3	-39.0	-125.9	-18.5				-133.1					-112.9
国債10年物(期中平均)	3.16%	3.23%	3.53%	3.65%	3.41%	2.65%	2.50%	3.05%	2.60%	2.85%	3.00%	3.20%	2.91%
国債2年物(期中平均)	0.73%	0.91%	0.96%	1.35%	1.01%	0.60%	0.55%	0.88%	0.60%	0.80%	1.00%	1.10%	0.88%
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