

～海外情報～

2011 年 12 月 21 日 全 6 頁

2012 年の欧州経済見通し

経済調査部
シニアエコノミスト
山崎 加津子

ユーロ圏はリセッション入りの可能性高まる

[要約]

- 12 月 8、9 日の EU 首脳会議は、ユーロ圏 17 カ国に非ユーロ圏の 9 カ国も加わり、各国の財政状況の監視強化で合意した。財政危機の抜本的な解決策と考えられる財政統合実現へ向けた一歩である。ただし、金融市場の懸念を打ち消すために用意された財政支援策は、その規模と機動性の双方において力不足である。クリスマス休暇が視野に入っている欧州市場は、失望しつつも急落はしていないが、年明けには次の緊迫局面が到来しよう。ドラギ ECB 総裁も警告しているように、2012 年年初には国債、銀行債、資産担保証券の大量償還が控えているためである。金融市場に強く背中を押され、ユーロ圏諸国は 1-3 月期に財政統合の推進加速を決め、ECB と IMF による財政バックアップが実現すると見ているが、それまで改めて紆余曲折を経ることが予想される。
- この状況下でユーロ圏経済は 10-12 月期に 10 四半期ぶりに前期比マイナス成長に転じると予想される。ユーロ圏財政危機に関する先行き不透明感は企業と消費者の不安を高めた。また、ユーロ圏の景気停滞や銀行部門の収縮が、世界経済の成長抑制要因となることへの警戒感も急速に高まっている。12 月の EU 首脳会議の決定事項がマインド改善材料とならなかったこともあり、2012 年 1-3 月期もマイナス成長が継続する可能性が出てきている。ECB は 12 月に 0.25% の利下げを実施。さらに銀行の資金調達ハードルを下げるべく、担保資産要件の緩和や 3 年という長期オペの導入も決定し、銀行に対して「最後の貸し手」としての機能を強めている。どのような方法を採用かは議論があろうが、ユーロ圏加盟国に対しても「最後の貸し手」となることが必要であり、その最終決断の時期が迫っていると考えられる。リスクシナリオはこの決断の先送りが続くことで、その場合には 2012 年を通じてマイナス成長から脱することができなくなるだろう。

ユーロ圏経済

世界のリスク要因と なったユーロ危機

2012 年の世界各国の経済見通しにはコンセンサスが一つ存在している。それはユーロ圏の財政問題が最大の不透明要因であるということである。この問題はすでに 2 年以上前から存在が認識されていたが、2011 年秋以降、景気および金融システムに対するその悪影響が顕在化しつつあり、グローバル経済全体にとってのリスク要因となってしまった。

問題解決には中期と 短期の二つの対策が 必要

ユーロ圏の財政問題解決のための処方箋は、中期的には財政統合を深化させ、すでに一本化されている通貨・金融政策とのバランスをとることであると考えられる。財政統合の柱の一つはユーロ圏各国の財政規律を強化することで、これがもし実現すれば、ユーロ共同債を発行してより流動性の高い国債市場を獲得し、

低金利での資金調達を行うことも可能となろう。とはいえ、財政統合の最終形に関するコンセンサスができていないわけではまだなく、実現には長い時間を要することが予想される。このため、現在の金融市場の緊張感を緩和する効果は期待できず、別途、イタリアやスペインの国債利回りを効果的に低下させる対策が必要となる。そうしなければ、イタリアやスペインが自力での財政再建をあきらめざるを得なくなるためである。短期的な対策としては、イタリアやスペイン国債が売り込まれたときに買い支える資金を用意することが有効と考えられる。

12月のEU首脳会議で 中期的対策は一步前進

ユーロ圏財政問題にとって大きな分岐点と位置づけられた12月8、9日のEU首脳会議は、「財政統合を目指す」という将来を見据えた大きな目標を明確にした。財政統合推進の第1歩として財政規律の強化が合意され、そのための財政協定が2012年3月をめどに、英国を除くEU26カ国で締結される運びとなった。具体的には、ユーロ圏加盟国に健全財政の達成（構造的財政赤字はGDP比0.5%以下）を義務付け、そのために事前の予算チェック機能を欧州委員会に付与すること、各国の財政赤字がGDP比3%を超過した場合には原則として制裁措置が講じられることが決定される見込みである。

一方、ユーロ共同債に関する議論は進展しなかった。ただ、そもそもユーロ共同債を導入するためには、ユーロ圏各国が財政健全化を実現させ、それを持続させることに対してマーケットの信頼を得られる仕組みが存在する必要がある。それがなければ、財政赤字が大きい国が赤字を削減するインセンティブが働かず、ユーロ共同債に対する信頼性を獲得することが困難となろう。12月のEU首脳会議で合意された財政規律の強化はユーロ共同債導入のための前提条件でもあり、将来的にはユーロ共同債導入への道を開く効果があると判断される。

短期的対策は規模と 機動性において不十分

このように中期的なユーロ圏の目標設定はなされたが、広く指摘されているように短期的に金融市場を安心させる材料は、その規模と機動性において不十分であると考えられる。EFSF（欧州金融安定化機構）だけでは担いきれない財政支援の財源として、今回のEU首脳会議ではESM（欧州安定化メカニズム）を1年前倒しで設立することと、IMFへ最大2,000億ユーロの融資を実施することが決定された。しかし、それぞれに問題点がある。

ESMの1年前倒し設立

ESMはもともとはEFSFの後継機関としての設立が計画されていた。EFSFとの違いは各国の出資により7,000億ユーロの自己資本（うち800億ユーロが払込資本、6,200億ユーロは要求支払い資本）を持つことと、恒常的な機関として設立されることである（EFSFは3年間の時限機関）。2013年7月の設立予定を1年前倒しすることで、財政困難国を支援する主体をもう一つ増やすことをもくろんでいると考えられる。ただし、融資可能額とされる5,000億ユーロは、従来の計画では5年をかけて達成されることになっていた。資本金を出資する各国の議会での承認を得られなければ走り出せないため、即効性は期待できないだろう。

IMFへの二者間融資

一方、IMFへの融資拡大は、ユーロ圏加盟国の中銀を中心にIMFへの二者間融資を増額させる計画で、その資金をイタリア等が財政支援を必要とする事態になった場合に活用しようとの計画である。12月8、9日のEU首脳会議では「10日以内に詳細を発表する」とされた。IMFを活用する理由は「中央銀行は政府の債務を肩代わりしてはならない」というEU条約に反するとの批判をかわすためと考えられる（ドラギECB総裁は12月8日の金融政策委員会後の記者会見で、ECBによる国債購入の大幅拡大、IMFへの出資の可能性を明確に否定したが、このEU首脳会議

の合意に関しては異を唱えてはいない)。EU 首脳会議から 10 日を経た 19 日に EU 財務相は電話会議を開催し、ここでユーロ圏各国が計 1,500 億ユーロを IMF に融資することを確認した。また、非ユーロ圏国ではスウェーデン、デンマーク、ポーランド、チェコが議会の承認が得られれば、IMF への融資を実施すると表明した。他方で英国は融資をしないとの立場を鮮明にしており、目標の 2,000 億ユーロの達成は難しそうである。加えて、EU 以外の国からも融資が集まることが期待されているが、米国、カナダ、日本などは消極的で、中国やロシアがどのような対応をみせるかに注目が集まっている。

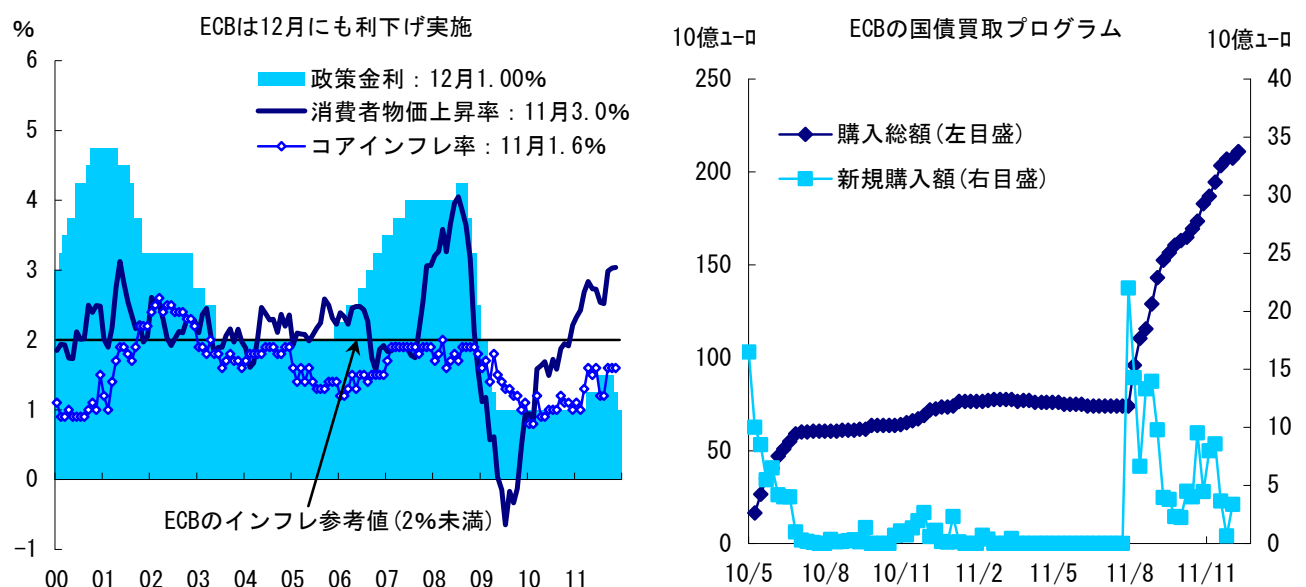
市場はEU首脳会談に
失望しつつ、小康状態
にあるが

以上の EU 首脳会議での合意事項に関して、金融市場は特に財政支援の拡充策が十分ではないと判断している。この問題は、ユーロ圏各国とその金融機関にとって格下げリスクを高める材料であり、市場は格付け会社の動向を注視している。ただ、12 月半ばの国債市場では財政懸念国とドイツの国債利回りのスプレッドはイタリア以外は縮小の動きがみられる。通貨ユーロと欧州株は下落したが、急落は免れた。すでにクリスマス休暇に入った投資家が多いために、市場での取引が低調になっているとみられる。

債券の償還が相次ぐ
2012年年初には改めて
緊迫しよう

しかし、年明けには改めて金融市場の緊張感が高まる局面を迎えると予想される。ドラギ ECB 総裁も 12 月 19 日の欧州議会での証言で言及していたが、2012 年 1-3 月期は国債（最大 3,000 億ユーロ）に加えて、銀行債（2,300 億ユーロ）、資産担保証券（2,000 億ユーロ超）などの大量償還の時期を迎える。ECB は 12 月 8 日の金融政策委員会で 0.25% の利下げを決定したことに加え、受け入れ担保の資産要件の拡大（より多様な資産担保証券、あるいは銀行ローンの一部も担保として受け入れる）、さらには 3 年という長期のオペレーション 2 本の実施を決定した。銀行が流動性をきちんと確保できるように配慮したことに加え、これらの措置で銀行によるユーロ圏国債の購入を促進しようとしていると考えられる。

図表 1 ECB は 12 月の利下げで政策金利を 1% に戻したが、国債購入を拡大させるかに注目が集まる



注：コアインフレ率は食品、アルコール、タバコ、エネルギーを除く

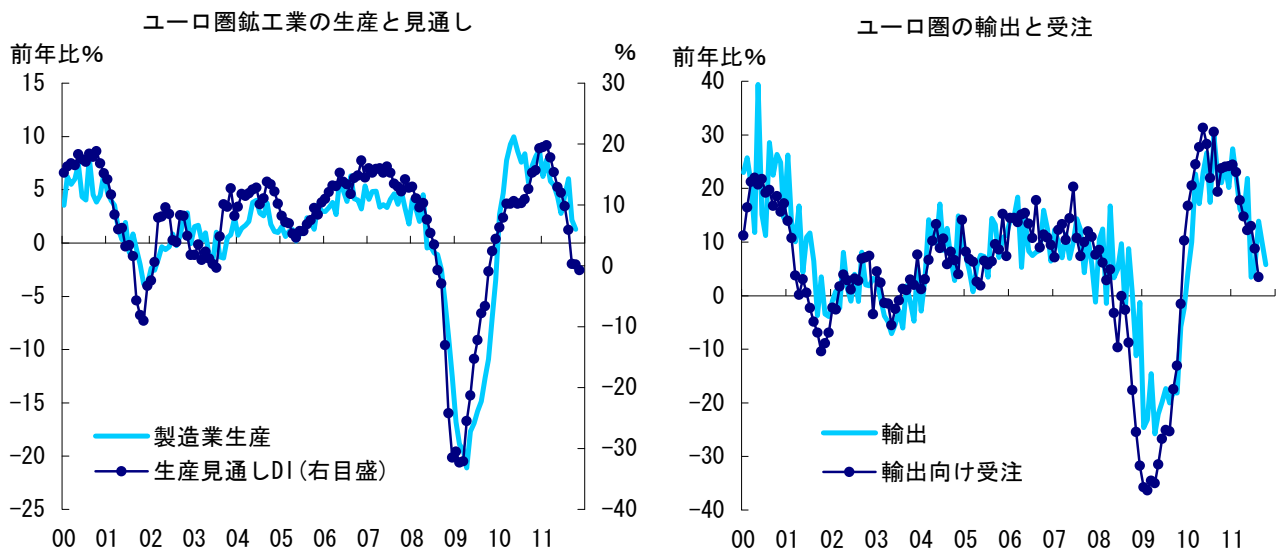
出所：ECB データより大和総研作成

このように ECB は銀行に対しては最後の貸し手としての役目を果たしている。これを国家に対しても果たすように求めているのがマーケットとユーロ圏の大半の国であり、慎重姿勢であるのがドイツと ECB 自身である。来年 1 月以降、債券市場、とりわけイタリア国債市場で改めて懸念が高まることが予想される中で、ユーロ圏諸国は EFSF、ESM、IMF の三つ巴で対処しようとしている。しかし、すでに指摘したように、それだけでは十分な戦力になりそうにない。財政・金融危機が改めて深刻化し、イタリアに財政支援が必要になった場合、ECB はおそらくは IMF と共同で、好むと好まざるとにかかわらず、国債購入を増やさざるを得ないのではないかと予想される。そのような ECB の決断を可能にするためにも、ユーロ圏各国政府は財政監視の枠組み作りが急務であろう。

ついにマイナス成長 へ転落したと予想さ れるユーロ圏経済

ユーロ圏経済はこの 10-12 月期に前期比マイナス成長に落ち込む可能性が高いと予想される。ユーロ圏の財政問題の深刻化と対策の遅れは、企業と消費者の景気見通しを大幅に悪化させ、新規投資や在庫積み増し、消費拡大に対して慎重姿勢が強まっている。また、ユーロ圏の景気回復を牽引してきた輸出の伸び鈍化がここに来て鮮明となってきた。ユーロ圏の景気停滞や銀行部門の収縮が世界経済の成長抑制要因になるとの警戒感が高まっているが、それがユーロ圏の輸出減速につながるという悪循環が始まった可能性がある。

図表 2 生産見通しの悪化に追隨して鉱工業生産の伸びも鈍化



出所：Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

12 月の EU 首脳会議はこのような「先行き不透明感」と悪循環を打破する効果が期待されたが、その役目を果たすことはできなかった。逆に、財政再建に向けて、ギリシャのみならず、イタリアやフランスでも追加的な財政赤字削減計画を提出してきており、今後、ユーロ圏の内需が一段と落ち込むことが懸念される。

イタリアではモンティ新内閣が初めて作成した緊急財政健全化策が 12 月 15 日に下院で承認された。北部同盟を除く与野党が内閣支持を表明しており、クリスマス前に上院でも可決される見通しである。2013 年の財政収支均衡を目標に、不動産課税強化や年金支給開始年齢の引き上げ、脱税防止策強化などで税収増を図

ろうとしている。なお、中小企業に対する優遇税制など景気対策費用も盛り込まれている点は、これまでの財政健全化策と異なる点である。景気対策費を除いた財政赤字削減効果は 240 億ユーロと推計されているが、これは 2010 年のイタリアの GDP の 1.5% に相当する。フランスでは 8 月時点で 110 億ユーロの財政削減策を出していたが、景気悪化を受けて 11 月に 70 億ユーロの赤字削減策を追加した。

リセッションの可能性が高まってきている

ユーロ圏経済は 1-3 月期も前期比マイナス成長となり、リセッションに陥る可能性が高まってきたとみる。ユーロ危機は、2012 年初めに改めて金融市場での緊張感が高まったあと、1-3 月期中に ECB の関与拡大を含む支援が決まることをメインシナリオとしている。そうなれば「最悪期脱出」によるマインド改善と、ユーロ安による輸出促進効果、在庫調整の一巡効果などで 2012 年半ば以降はごく緩やかなペースながらプラス成長を回復すると予想される。ただし、内需、特に個人消費と政府消費に関しては、財政健全化政策の影響が 2011 年以上に強く出くると予想されるため、停滞することが予想される。2012 年の成長率予想を前回の +0.7% から -0.2% に下方修正する。2013 年は +0.8% 予想である。

なお、リスクシナリオは、ユーロ危機への対策がこれまで同様、対症療法的で最低限の時間稼ぎにとどまった場合である。この場合、ユーロ圏経済は、かつての日本経済のように長期にわたる停滞の時代に入るリスクが高まると予想される。

英国経済

ユーロとは距離をおきたいが、EU から離脱する気はない英国

英国は、12 月 8、9 日の EU 首脳会議で財政規律強化に関する EU 条約の改正に反対し、またユーロ圏財政の支援を目的とする IMF への二国間融資も否定するなど、このところ独自路線が目立っている。もともと英国はユーロに対して懐疑的な見方が比較的多く、今回の財政危機に関してもユーロを導入していなかったために危機を免れたとの意識が強い。実はイタリアやスペインと比較して 2009 年以降の財政赤字は英国の方が大きいのだが、国債利回りは低水準を保っている。しかしながら、英国の輸出は 5 割以上を対 EU が占めており、EU から離脱することは非現実的な選択肢である。ユーロ圏諸国からはやや距離を置きつつ、EU 内にはとどまって、一定の発言権は確保しておきたいというのが英国の本音であろう。

2012 年は消費回復が期待される一方、輸出と投資に懸念材料

その英国経済は 2011 年は財政赤字削減を最優先する政府の方針により、景気が低迷した。もともと個人消費が牽引する経済だが、財政健全化策の一環で公的部門でリストラが進められ、家計所得の減退要因となった。また、付加価値税を年初に引き上げたことが、商品価格上昇とあいまって前年比 +4% を超える高い物価上昇率を招き、購買力低下の原因となった。2012 年に入ると、物価上昇率は増税効果が剥落し、低下に向かうと予想される。また、2012 年にはロンドンでオリンピックが開催されるため、観光客の増加効果が期待される。ただし、最大の輸出相手である EU の景気失速が明確になっており、輸出の落ち込みが懸念される。また、オリンピック効果で押し上げられてきた建設投資も 2012 年後半には落ち込むことになるだろう。

英中銀 (BOE) は 2009 年 3 月以降、政策金利を 0.5% と史上最低水準に据え置き、さらに国債購入など量的緩和策を講じているが、景気てこ入れにはあまり効果を上げていない。2012 年も政策金利は据え置く一方、追加的な国債購入計画が発表される可能性があるかとみている。なお、2012 年には政府の財政健全化政策がいくらか軌道修正されるのではないかと注目している。

< 欧州経済・金利見通し >

ユーロ圏経済見通し

	2010 通年	2011					2012					2013 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	1.8%	3.1%	0.7%	0.6%	-1.2%	1.6%	-0.7%	0.1%	0.3%	0.8%	-0.2%	0.8%
民間消費支出	0.9%	0.5%	-1.8%	1.2%	0.4%	0.4%	-0.4%	0.2%	0.2%	0.6%	0.1%	0.5%
政府消費支出	0.4%	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.8%	0.0%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.2%
総固定資本形成	-0.9%	7.8%	0.1%	0.4%	-2.8%	2.1%	1.2%	0.8%	1.2%	2.4%	0.3%	1.7%
輸出等	10.9%	6.7%	4.6%	6.2%	1.6%	6.5%	1.2%	2.8%	3.6%	4.5%	2.9%	4.3%
輸入等	9.1%	4.5%	1.3%	4.5%	3.2%	4.8%	1.6%	2.8%	4.5%	4.9%	3.0%	4.5%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	2.4%	1.7%	1.4%	0.8%	1.6%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	0.1%	-0.2%	0.8%
民間消費支出	0.9%	1.0%	0.3%	0.3%	0.1%	0.4%	-0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.5%
政府消費支出	0.4%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	0.2%
総固定資本形成	-0.9%	3.7%	1.6%	1.6%	1.3%	2.1%	-0.3%	-0.1%	0.1%	1.4%	0.3%	1.7%
輸出等	10.9%	9.7%	6.2%	5.5%	4.7%	6.5%	3.4%	2.9%	2.3%	3.0%	2.9%	4.3%
輸入等	9.1%	8.1%	4.4%	3.6%	3.4%	4.8%	2.7%	3.0%	3.0%	3.4%	3.0%	4.5%
鉱工業生産（除建設）	7.4%	6.6%	4.2%	4.1%	0.5%	3.8%	-0.7%	-0.4%	-0.5%	0.8%	-0.2%	1.4%
実質小売売上高	0.7%	0.1%	-0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.2%	0.5%
消費者物価	1.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.7%	2.6%	2.1%	2.2%	1.9%	2.2%	1.9%
生産者物価	2.9%	6.5%	6.3%	5.9%	5.1%	5.9%	3.4%	2.9%	2.3%	2.2%	2.7%	1.9%
失業率	10.1%	10.0%	10.0%	10.1%	10.3%	10.1%	10.3%	10.3%	10.2%	10.2%	10.3%	10.2%
10億ユーロ												
貿易収支	8.7	-1.3	-4.6	0.5	-5.0	-10.4	-2.0	4.0	7.0	6.0	15.0	26.0
経常収支	-45.7	-10.2	-13.1	-10.5	-15.6	-49.4	-13.7	-12.8	-7.9	-9.0	-43.3	-27.9
財政収支	-551					-392					-332	-301
注：2011 年 Q3 まで実績値。それ以降は大和総研予想。												
独 国債10年物(期中平均)	2.78%	3.18%	3.14%	2.29%	2.00%	2.65%	1.94%	2.07%	2.13%	2.30%	2.11%	2.59%
独 国債2年物(期中平均)	0.85%	1.42%	1.70%	0.86%	0.42%	1.10%	0.35%	0.45%	0.57%	0.71%	0.52%	0.92%
欧 政策金利(末値)	1.00%	1.00%	1.25%	1.50%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

注：2011 年 Q3 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 通年	2011					2012					2013 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	1.8%	1.6%	0.4%	2.0%	-0.6%	0.9%	0.2%	1.0%	1.0%	1.1%	0.6%	1.4%
民間消費支出	1.1%	-2.5%	-2.4%	-0.1%	0.6%	-1.0%	0.8%	1.0%	1.6%	1.6%	0.6%	1.8%
政府消費支出	1.5%	3.2%	4.6%	3.6%	2.0%	2.3%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	1.7%	1.0%
総固定資本形成	2.6%	-10.6%	6.9%	-0.7%	2.0%	-1.9%	4.1%	3.2%	0.8%	0.8%	2.5%	1.5%
輸出等	6.2%	6.2%	-5.2%	-4.0%	4.1%	4.2%	2.8%	3.2%	3.2%	3.6%	1.8%	3.7%
輸入等	8.5%	-11.3%	-1.3%	1.2%	2.8%	0.3%	2.8%	4.1%	4.1%	4.9%	2.9%	4.4%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	1.6%	0.6%	0.5%	0.9%	0.9%	0.5%	0.7%	0.4%	0.8%	0.6%	1.4%
民間消費支出	1.1%	-0.1%	-1.5%	-1.4%	-1.1%	-1.0%	-0.3%	0.6%	1.0%	1.3%	0.6%	1.8%
政府消費支出	1.5%	1.1%	1.9%	2.9%	3.3%	2.3%	2.9%	1.9%	1.2%	0.9%	1.7%	1.0%
総固定資本形成	2.6%	-4.3%	-0.6%	-1.8%	-0.8%	-1.9%	3.0%	2.1%	2.5%	2.2%	2.5%	1.5%
輸出等	6.2%	9.5%	4.3%	3.0%	0.1%	4.2%	-0.7%	1.5%	3.3%	3.2%	1.8%	3.7%
輸入等	8.5%	4.1%	0.9%	-1.4%	-2.3%	0.3%	1.4%	2.7%	3.4%	4.0%	2.9%	4.4%
鉱工業生産	1.9%	1.3%	-1.3%	-1.4%	-1.8%	-0.8%	-1.7%	-1.2%	-0.7%	0.2%	-0.9%	1.1%
実質小売売上高	-0.2%	1.5%	0.5%	-0.3%	1.3%	0.7%	0.8%	0.5%	0.6%	0.0%	0.5%	1.5%
消費者物価	3.3%	4.1%	4.4%	4.7%	4.8%	4.5%	3.9%	3.2%	2.8%	2.4%	3.1%	2.3%
生産者物価（出荷価格）	4.2%	5.3%	5.6%	6.1%	5.5%	5.6%	4.0%	2.4%	2.4%	2.5%	2.8%	2.5%
失業率	4.7%	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%	4.8%	5.2%	5.1%	4.7%	5.0%	5.0%	4.8%
10億英ポンド												
貿易収支	-98.5	-22.8	-24.6	-27.2	-24.4	-98.9	-25.5	-27.1	-29.3	-26.9	-108.8	-120.1
経常収支	-36.7	-4.1	-1.6	-6.6	-5.7	-18.1	-6.4	-6.8	-9.7	-7.1	-30.1	-39.3
財政収支	-123.0	-13.6				-144.5					-124.3	-95.8
注：2011 年 Q3 まで実績値（経常収支は Q2 まで実績値）。それ以降は大和総研予想。												
国債10年物(期中平均)	3.53%	3.65%	3.41%	2.68%	2.28%	3.01%	2.18%	2.25%	2.40%	2.58%	2.35%	2.80%
国債2年物(期中平均)	0.96%	1.35%	1.01%	0.63%	0.50%	0.87%	0.40%	0.52%	0.61%	0.70%	0.56%	0.95%
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%

注：2011 年 Q3 まで実績値（経常収支は Q2 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