

～海外情報～

2012年1月20日 全8頁

# 欧州経済見通し マイナス成長局面入り

経済調査部  
シニアエコノミスト  
山崎 加津子

## ECBの奮闘でマイルド・リセッション&ドイツは景況感持ち直し

### [要約]

- ユーロ圏、英国とも2011年10-12月期GDP成長率は前期比マイナスに転じたと推測される。世界的な需要減退に加え、10月以降はユーロ圏の財政懸念が加速し、イタリア、フランスなどユーロ圏内の大国が追加の財政健全化計画の発表を余儀なくされた。需要見通しの不透明感が高まり、消費や投資が手控えられた。
- ただ、ドイツの景況感は2011年末以降持ち直す動きが出てきた。米経済が緩やかながら回復基調にあること、ブラジルに続いて中国やインドも金融政策が引き締めから緩和に転じつつあること、などが外需見通しの上方修正要因になっていると考えられる。また、ユーロ圏各国の国債発行の際の金利が1月に入って低下していることも、景況感改善に寄与している。
- 金利低下はECB（欧州中央銀行）による資金供給拡大に負うところが大きいとみられるが、これは財政問題の解決に対しては時間稼ぎの役割を果たしているにすぎない。時間稼ぎができてい間に、まずはギリシャに対する第2弾支援を始動させる必要がある。また、ユーロ共同債導入を含む財政統合実現のための具体的な手段とスケジュールを公表すべきだろう。これらを早期に実現できなければ、景気下振れのリスクが高まると予想される。

### ユーロ圏経済

#### 10-12月期は生産、小売統計が共に悪化

ユーロ圏の10-12月期のGDP成長率は前期比マイナスに転じたと推測される。鉱工業生産は9月に大幅に落ち込んだ後、10月、11月も連続して前月比マイナス成長であった。中でも消費財の落ち込みが目立つ。また小売売上高も軟調推移で、クリスマス商戦は期待はずれに終わった。小売売上が振るわなかった原因の一つは、暖冬で冬物衣料やウィンタースポーツ関連商品の販売が伸びなかったことである。ただ、それにも増して消費を冷え込ませた原因は、ユーロ圏の財政懸念が加速した一方、政府の対策が後手に回り、景気の先行き不透明感が高まったことにあるとみられる。

#### フランス、イタリアが大型の財政赤字削減計画を策定

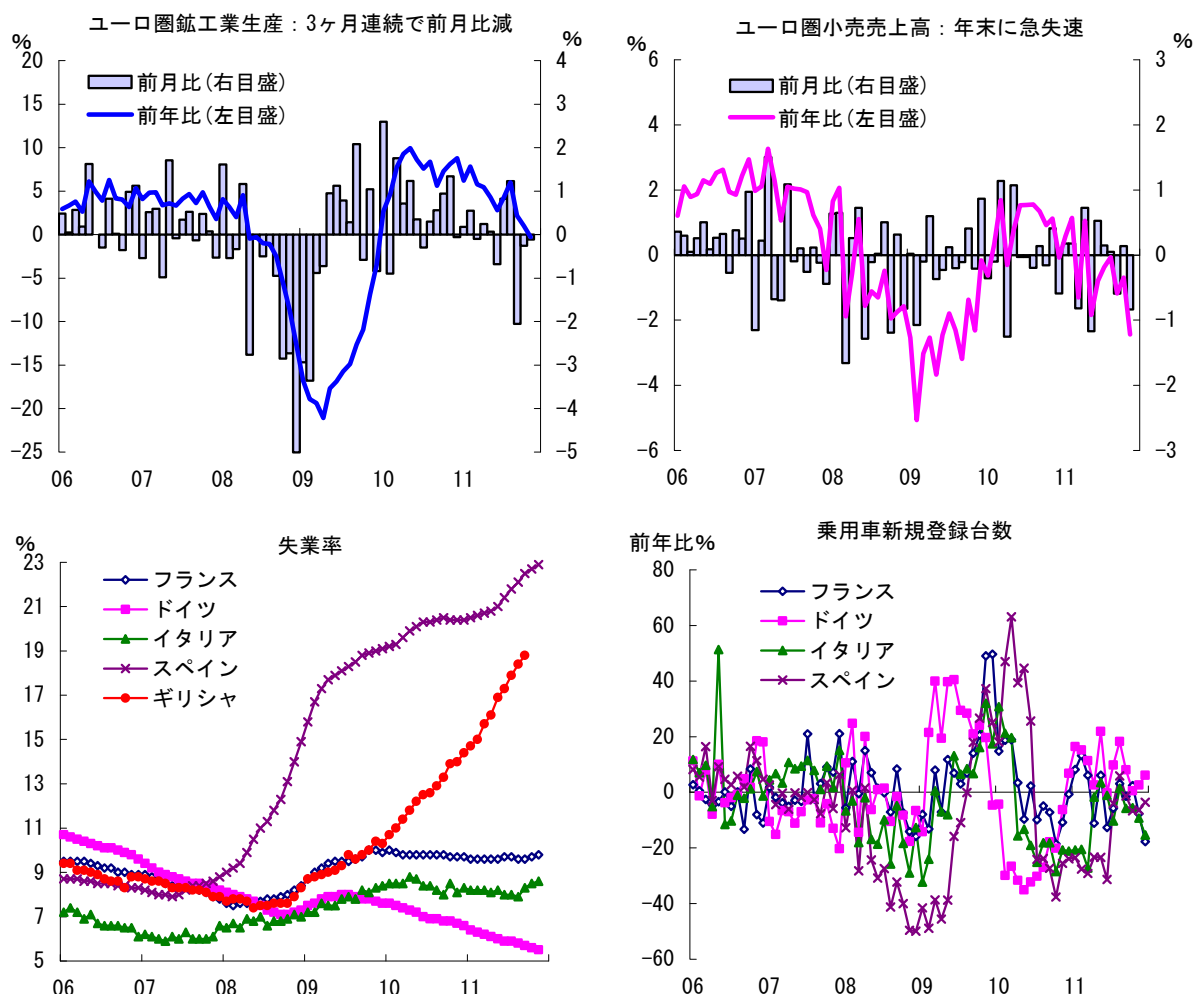
財政懸念が加速する中で緊縮財政計画の積み増しを余儀なくされた国が続出した。フランス政府は2011年11月に2012-2016年の5年で650億ユーロを削減する計画を発表した。これは2010年のGDP比で3.4%に相当する規模である。内訳は健康保険や年金など社会保障コストの抑制で280億ユーロの歳出削減を実現する一方、VAT（付加価値税）の低減税率の引き上げ（5.5%→7.0%）、配当と利子に対する課税強化（19%→24%）、2012年と2013年に5%の法人付加税導入など

で 367 億ユーロの歳入増を見込んでいる。11 月に政権交代したばかりのイタリアのモンティ内閣は、12 月に 300 億ユーロ（2010 年の GDP 比 1.9%）の財政赤字削減計画を決定した。年金改革と公共部門の歳出抑制で 120–130 億ユーロの歳出削減を図る一方、不動産や金融資産への課税強化、国有資産の売却、脱税取締り強化などで 170–180 億ユーロの歳入増を見込んでいる。目標は 2013 年の財政収支均衡である。また、12 月に発足したスペインのラホイ政権も追加的な財政緊縮策を計画している。

## 2012年のユーロ圏の消費回復は期待しづらい

緊縮財政はユーロ圏の財政問題解消のために避けては通れない道である。とはいえ、緊縮財政政策は需要抑制や失業率上昇の原因となりやすい。先んじて緊縮政策を実施してきたギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランドでは失業率の上昇傾向に歯止めがかからず、2011 年秋にはイタリアやフランスでも失業率上昇の兆しがみられ、ユーロ圏全体の失業率は 10 月、11 月に 10.3%を記録した。家計は景気や雇用に対する懸念を強め、乗用車のような大型消費を手控え、年末にフランス、イタリア、スペインの乗用車新規登録台数は軒並み前年割れとなった。イタリアは 12 月の財政健全化策で削減する 300 億ユーロのうち 100 億ユーロを中小企業の雇用対策に充てる計画で、景気対策への配慮がみられる。それでも、ユーロ圏主要国で財政緊縮政策が実行に移される 2012 年は、消費の本格的な回復は期待できないだろう。

図表 1 ユーロ圏景気指標：消費の落ち込みが目立つ



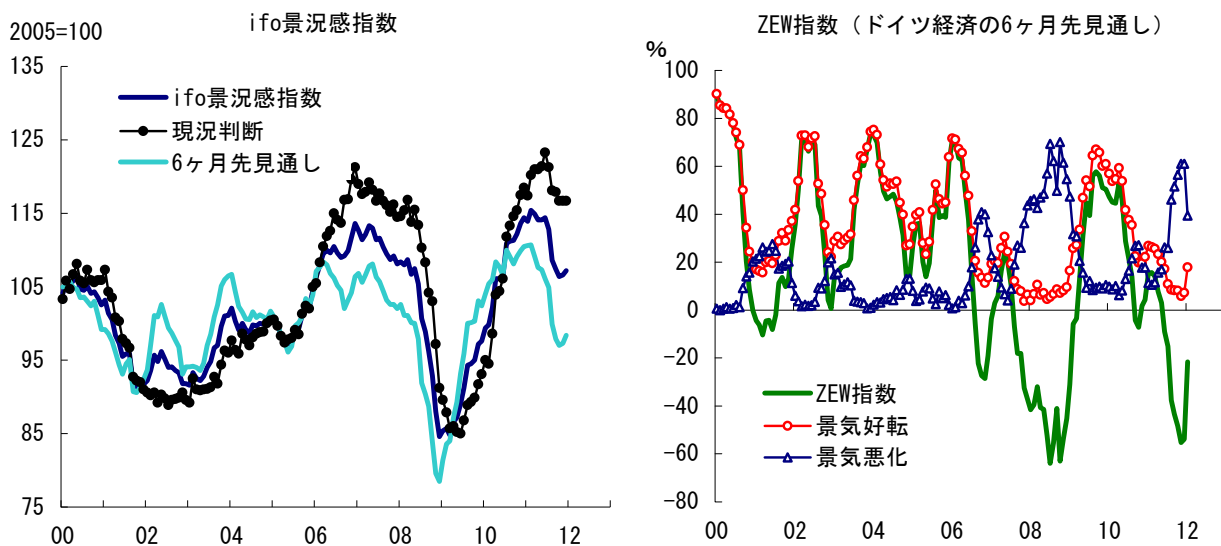
出所：Eurostat、ACEA データより大和総研作成

## 持ち直したドイツの景況感

ユーロ圏主要国で例外的に消費堅調なのはドイツで、失業率低下を背景に 2011 年の自動車新規登録台数は前年比 9.0%増と好調だった。また 2011 年末以降、景況感の改善がみられる。景気先行指標として最も注目度の高い ifo 景況感指数は、11 月、12 月と 2 ヶ月連続で前月の水準を上回った。特に 6 ヶ月先の景気見通しの改善が目立つ。同指数は、製造業、卸売業、小売業、建設業の景気判断を総合したもので、通常は製造業がその趨勢を決定する傾向が強い。ところが、11 月、12 月の景況感改善に関しては製造業の見通しも小幅改善したが、むしろ小売業と建設業の景況感改善が目立っている。小売業は家計の所得環境の改善を受けた景況感改善であろう。一方、建設業は暖冬で天候要因による中断が回避されていることが景況感を押し上げた可能性がある。加えて、ドイツは 2011 年 6 月に脱原発の方針を決定したことで、その代替手段として再生可能エネルギーの発電装置の増強、火力発電所の増設、送電網の整備、建造物のエネルギー効率向上のための改築工事などの需要が創出されている。

ドイツの景況感改善は、アナリストやファンドマネージャーの景気判断である ZEW 指数でも確認された。1 月の ZEW 指数は -21.6%と 12 月の -53.8%からかつてない大幅改善をみせた。同指数は 2010 年 5 月以降、2011 年初めの一時期を除いて継続的に悪化してきたが、この 1 月は「景気が悪化する」との予想がほぼ 1 年ぶりに減少に転じ、逆に「景気が改善する」との予想が増加に転じた。

図表 2 好転したドイツの景況感指数

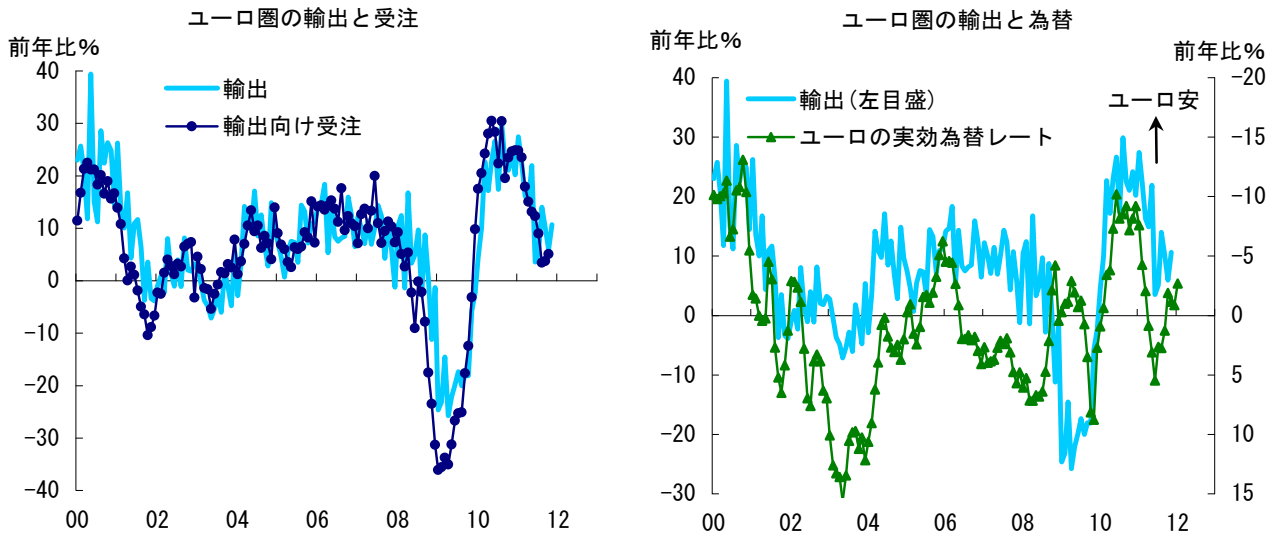


出所：ifo 経済研究所、ZEW データより大和総研作成

## 景況感改善をもたらしたのは外需見通しの好転と金利低下

ドイツの企業とマーケット関係者の景気判断の改善には、外需見通しの改善と、ユーロ圏諸国の資金調達金利の低下が貢献していると判断される。ドイツの輸出は 2011 年を通じて伸び率の鈍化傾向がみられ、輸出の 4 割を占めるユーロ圏の大半の国で財政緊縮政策が実行される中で一段と需要が落ち込むことが懸念されてきた。ただし、輸出シェア 7%の米国は緩やかなペースながら景気回復が継続している。また、ここ 10 年で急速に存在感を増しているエマージング諸国では、ブラジルに続いて中国やインドでも金融政策が引き締めから緩和へと転換しつつある。さらに 2011 年 10 月以降、前年比でみたユーロの実効為替レートがユーロ安に転じている。以上の要因から、ドイツの輸出が 2008 年後半のように大きく落ち込むことは回避されるのではないかとの見通しが強まってきている。

図表3 下げ止まりの兆しがみえる輸出



出所：Eurostat、ECB データより大和総研作成

#### 国債発行の際の金利 が1月は低下傾向

一方、ユーロ圏諸国の新発国債の金利低下は1月に入ってから顕著になっており、これがマーケット関係者のマインドを改善させている。2011年10月から11月にかけてイタリアやスペインの短期国債の資金調達金利が急上昇し、一時長短金利の逆転現象が起きていた。金融機関が相互に疑心暗鬼となって市場からの資金調達が難しくなり、ユーロ圏の財政懸念国の国債購入にも非常に慎重になる中で、特に短期物の金利が急上昇したのである。それが1月に逆の動きになっているのは、ECBが12月8日に発表し、21日に実施した期間3年の超長期オペの効果が大いと考えられる。同オペには523銀行が参加し、合計で4,892億ユーロの資金をECBから得た。その後、国債発行市場では短期債を中心に需要が回復し、金利が低下している。

#### ECBは銀行に対する資金 供給体制を強化

ECBは12月8日の金融政策委員会で、3年オペを12月と2月の2回実施することに加え、オペの際に必要な担保の要件を緩和（より広範囲の資産担保証券、および銀行貸出の一部も担保として受け入れる）、準備預金率の引き下げ（2%→1%：2012年1月18日の積み立て期間より）なども決定した。意図していることはユーロ圏の銀行の資金繰り難という問題に対して、あらゆる手段を採るということである。実は3年オペで供給された金額を上回る5,282億ユーロが、1月17日時点でECBの翌日物預金に預けられており、ECBから供給された資金の大半が銀行とECBの間で滞留している可能性が高い。とはいえ、ECBからの資金供給は従来の政策オペ（期間は1週間、1ヶ月、3ヶ月）でも実施されており、その一部は債券市場にも流入し、金利低下要因になっていると考えられる。

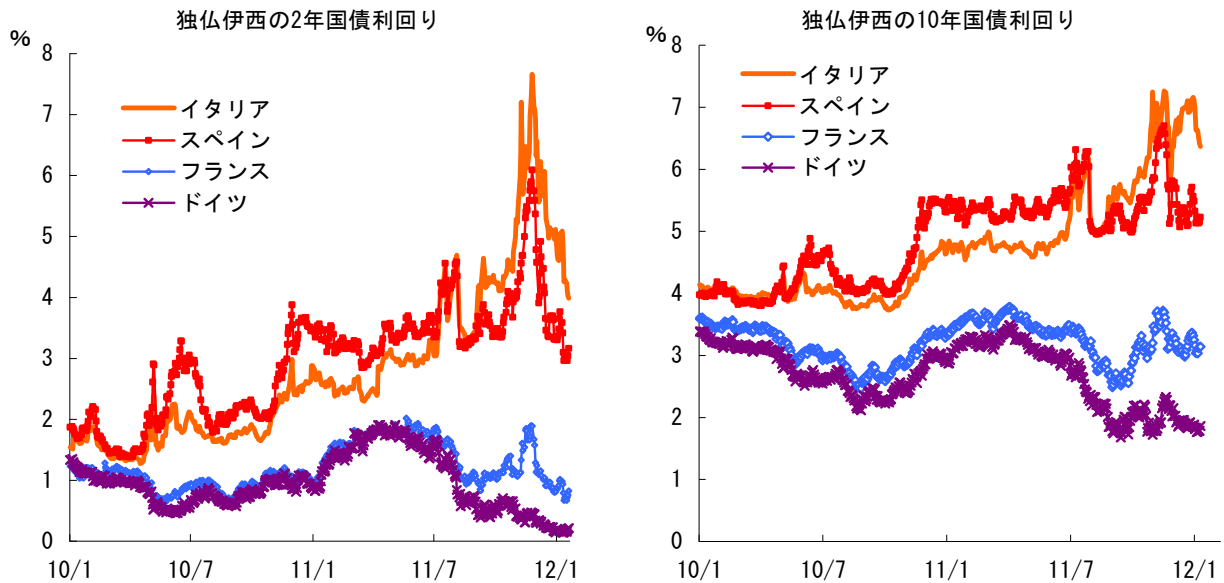
#### 孤軍奮闘のECB

なお、ECBはユーロ圏諸国の国債購入に関しては、「無制限、無期限」ではないと釘をさしつつも継続する意向を表明。この点は2012年最初の1月12日の金融政策委員会でも確認された。政策金利は11月と12月にそれぞれ0.25%の利下げを実施して1.00%まで引き下げたが、1月は据え置きを決めた。政策金利1.00%はリーマン・ショック後2年近く据え置かれた水準であり、当面政策金利の変更はないと考えられる。ただし、今後景気悪化に歯止めがかからない場合には、追加利下げの可能性があろう。

小康状態の欧州市場だが、財政問題解決を急ぐべし

1月の欧州マーケットは月初こそユーロ安が急速に進んだものの、その後は金利低下と株価上昇が継続して落ち着いている。イタリアやスペインの国債利回りが一段と上昇した場合、2月以降の大型償還を乗り切れないとの懸念が高まることが予想されたが、これまでのところそうなっていない。

図表4 ユーロ圏各国の長短金利：イタリアとスペインの2年債利回りが大幅低下



出所：Bloomberg データより大和総研作成

ただし、これはユーロ圏政府部門による財政問題解決への取り組みが信頼感を得たからではなく、ECBの奮闘により、時間稼ぎに成功しているにすぎない。時間稼ぎができていながらユーロ圏レベルでの対策を急ぐ必要があると考える。

ギリシャ支援第2弾の始動

まずはギリシャに対する1,300億ユーロ規模の第2弾の支援策を早期に始動させることである。この支援策は昨年10月に決定されたものの、その一環である民間債権者との間の債務再編交渉がまだ決着していない。10月時点で50%の債務減免で暫定合意されたが、条件交渉次第で債権者側の負担がより重くなる可能性が高まっていることが交渉進展を阻んでいるとされる。とはいえ、交渉決裂となれば、ギリシャにとっても、債権者である銀行や保険会社にとっても一番リスクが高い選択肢と考えられる。また、ギリシャを「例外的なケース」と位置づけて、他国への波及を防ぐためにもギリシャ支援を早期にまとめることが肝要である。

財政統合プロセスの明確化

また、ユーロ圏の将来像と、そこに至るスケジュールを明確にすることが重要と考えられる。ユーロ圏の政策担当者のコンセンサスは「ユーロ維持」の方針で、そのための解決策として「ユーロ圏の財政統合」を目指すことで合意していると見受けられる。問題は、その財政統合でユーロ圏で何が変わるのか、そのために途中でどのような手続きが必要で、何がハードルとなる可能性があるかが明確でないことである。「財政統合」や「政治統合」の言葉が独り歩きしている感がある現状では、市場の信頼回復には程遠いだろう。財政統合の実現には長い時間を要することが容易に想像できるが、そうであるからこそ、その将来像とスケジュールを明示することが重要と考えられる。



## 財政支援体制強化計画の着実な実行も

加えて、12月のEU首脳会議で合意した財政支援の枠組み強化の実現を着実に進められるかが注目される。IMFに対して二国間融資を実施し、EU全体で1,500億ユーロ超（約2,000億ドル）の資金を積み上げることが合意されたが、ここにはIMF側からも援護射撃があり、合計で6,000億ドルの資金積み増しの提案がラガルド専務理事からなされている。ただ、米国や日本はこの提案に消極的で、他国からどこまで賛同を得られるかが注目される。また、ESM（欧州安定化メカニズム）の設立前倒しも決まったが、始動させるためには各国議会での承認が必要で、計画通り7月に設立するためには時間的な余裕はあまりないと考えられる。

以上の対策を早期に進めることができなければ、金融マーケットの懸念が改めて高まり、景気下振れのリスクが高まる可能性があるとして予想される。

## 英国経済

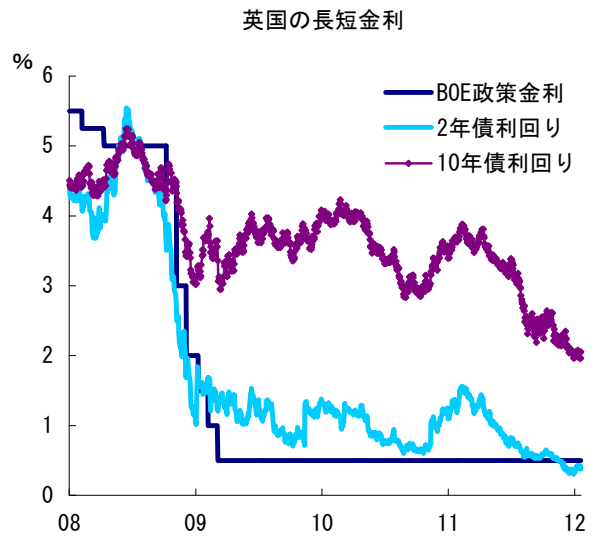
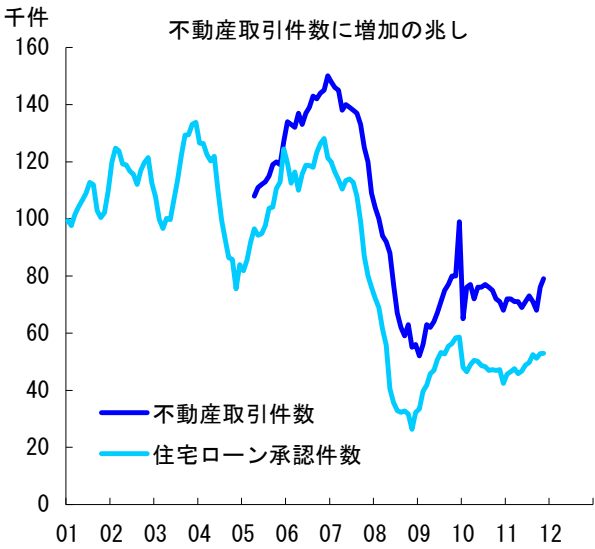
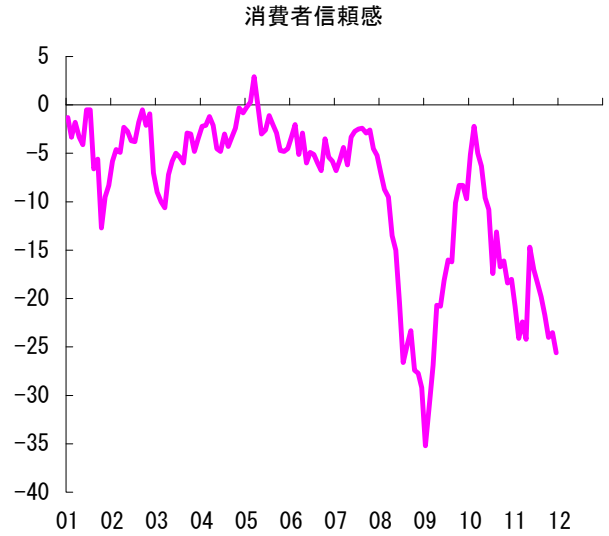
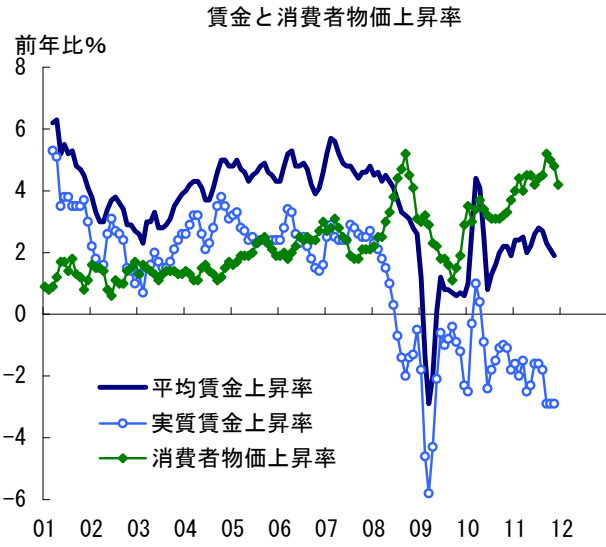
### 10-12月期にマイナス成長に陥ったと推測される

英国も10-12月期GDP成長率が前期比マイナスとなったと推測される。鉱工業生産は10月、11月と連続して前月比マイナス成長に落ち込んだ。一方、小売売上高は10月は前月比+1.0%と（ロイヤルウェディングで押し上げられた）4月以来の高い伸び率となったが、11月は同-0.4%と落ち込んだ。財政緊縮政策の一貫で公的部門のリストラが進められており、失業率は4月以降上昇傾向にある。また、平均賃金上昇率は伸び悩んでおり、11月は前年比+1.9%（ボーナスを含む）にとどまった。一方で消費者物価は9月の前年比+5.2%をピークにようやく伸び率が鈍化に転じ、12月は同+4.2%へ低下したが、実質賃金上昇率の前年割れは継続している。

### インフレ低下、金利低下による景気てこ入れ効果に注目

2012年1月には1年前のVAT引き上げ（17.5%→20.0%）の効果が剥落することで、消費者物価の低下傾向がより鮮明になろう。ただし、消費者信頼感には12月に33ヶ月ぶりの低水準まで悪化しており、物価下落が消費回復につながるにはしばらく時間を要する可能性が高い。一方、2011年末に不動産関連指標の一部に改善の兆しが出てきた。不動産取引件数が低水準ながら増加しており、住宅ローン承認件数も2010年から2011年半ばにかけての停滞から一歩抜け出した感がある。英国はユーロ圏に加盟していないため、財政状況は悪いものの、金利は低下傾向が継続している。低金利の恩恵がようやく不動産市場の回復に貢献してきた可能性がある。とはいえ、これらの景気持ち直しの動きはいずれもまだ弱々しい動きであり、BOE（英中銀）は昨年10月に決定した750億ポンドの国債購入計画が終了する2月にも追加の国債購入計画を発表するのではないかとみられる。

図表 5 英国景気指標



出所：英国統計局（ONS）、BOE（英中銀）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 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%	0.6%	0.5%	-1.1%	1.5%	-0.8%	0.1%	0.4%	0.8%	-0.2%	0.8%
民間消費支出	0.8%	0.1%	-2.1%	0.9%	-0.4%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.0%	0.5%
政府消費支出	0.6%	0.8%	-0.6%	-0.3%	-0.8%	0.1%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.2%
総固定資本形成	-0.7%	7.6%	-0.4%	-0.4%	-1.6%	1.9%	-0.8%	0.0%	1.6%	2.4%	-0.2%	1.7%
輸出等	11.3%	7.3%	5.1%	4.8%	1.6%	6.8%	1.2%	2.8%	3.6%	4.5%	2.8%	4.3%
輸入等	9.5%	4.4%	1.9%	3.2%	2.0%	4.9%	1.2%	2.4%	4.5%	4.9%	2.5%	4.5%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	2.4%	1.6%	1.3%	0.8%	1.5%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	0.1%	-0.2%	0.8%
民間消費支出	0.8%	0.9%	0.2%	0.0%	-0.4%	0.2%	-0.5%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.0%	0.5%
政府消費支出	0.6%	0.5%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	0.2%
総固定資本形成	-0.7%	3.6%	1.6%	1.3%	1.2%	1.9%	-0.8%	-0.7%	-0.2%	0.8%	-0.2%	1.7%
輸出等	11.3%	10.4%	6.8%	5.8%	4.7%	6.8%	3.1%	2.6%	2.3%	3.0%	2.8%	4.3%
輸入等	9.5%	8.5%	4.6%	3.7%	2.9%	4.9%	2.1%	2.2%	2.5%	3.2%	2.5%	4.5%
鉱工業生産（除建設）	7.4%	6.6%	4.2%	4.0%	0.3%	3.7%	-0.4%	-0.1%	0.0%	1.3%	0.2%	1.4%
実質小売売上高	0.7%	0.1%	-0.3%	-0.8%	-1.1%	-0.5%	-1.0%	-0.6%	-0.5%	0.5%	-0.4%	0.7%
消費者物価	1.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.7%	2.6%	2.1%	2.2%	2.0%	2.2%	2.0%
生産者物価	2.9%	6.5%	6.3%	5.9%	5.2%	6.0%	3.5%	3.0%	2.4%	2.2%	2.8%	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	-4.9	1.9	2.0	-2.3	3.0	5.0	7.0	6.0	21.0	26.0
経常収支	-45.7	-10.2	-13.3	-1.7	-8.6	-33.8	-8.7	-11.8	-7.9	-9.0	-37.3	-27.9
財政収支	-551					-392					-332	-301
独 国債10年物(期中平均)	2.78%	3.18%	3.14%	2.29%	1.99%	2.65%	1.86%	1.92%	2.00%	2.20%	2.00%	2.45%
独 国債2年物(期中平均)	0.85%	1.42%	1.70%	0.86%	0.41%	1.09%	0.20%	0.22%	0.30%	0.50%	0.31%	0.64%
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（消費者物価と金利はQ4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	2.1%	1.7%	0.0%	2.3%	-0.9%	0.9%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%	0.6%	1.4%
民間消費支出	1.2%	-1.6%	-0.7%	-0.4%	1.2%	-0.5%	0.8%	1.0%	1.4%	1.6%	0.8%	1.8%
政府消費支出	1.5%	1.9%	1.5%	0.8%	1.2%	0.9%	1.2%	0.4%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
総固定資本形成	3.1%	-9.2%	-2.5%	5.1%	2.0%	-2.4%	4.1%	3.2%	0.8%	0.8%	2.6%	1.5%
輸出等	7.4%	5.2%	-5.9%	-3.0%	4.9%	4.5%	2.8%	3.2%	3.2%	3.6%	2.1%	3.7%
輸入等	8.6%	-6.0%	-2.4%	1.9%	2.0%	1.4%	2.4%	3.6%	4.1%	4.9%	2.6%	4.4%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.1%	1.7%	0.6%	0.5%	0.7%	0.9%	0.4%	0.7%	0.4%	0.8%	0.6%	1.4%
民間消費支出	1.2%	0.2%	-0.8%	-1.0%	-0.4%	-0.5%	0.2%	0.7%	1.1%	1.2%	0.8%	1.8%
政府消費支出	1.5%	0.9%	0.6%	1.0%	1.4%	0.9%	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%
総固定資本形成	3.1%	-4.4%	-2.2%	-1.8%	-1.3%	-2.4%	2.1%	3.6%	2.5%	2.2%	2.6%	1.5%
輸出等	7.4%	10.9%	4.4%	3.0%	0.2%	4.5%	-0.4%	2.0%	3.5%	3.2%	2.1%	3.7%
輸入等	8.6%	5.7%	2.0%	-0.5%	-1.2%	1.4%	1.0%	2.5%	3.0%	3.8%	2.6%	4.4%
鉱工業生産	1.9%	1.3%	-1.3%	-1.4%	-2.7%	-1.0%	-2.5%	-1.4%	-1.2%	0.2%	-1.2%	0.4%
実質小売売上高	-0.2%	1.5%	0.5%	-0.3%	1.3%	0.7%	0.9%	0.6%	0.7%	0.4%	0.6%	1.1%
消費者物価	3.3%	4.1%	4.4%	4.7%	4.7%	4.5%	3.7%	3.0%	2.6%	2.3%	2.9%	2.3%
生産者物価（出荷価格）	4.2%	5.3%	5.6%	6.1%	5.4%	5.6%	3.5%	1.9%	1.9%	2.1%	2.4%	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	-23.0	-25.0	-27.6	-24.0	-99.5	-25.7	-27.6	-29.7	-26.5	-109.4	-120.8
経常収支	-48.6	-7.4	-7.4	-15.2	-8.8	-38.8	-9.0	-8.0	-12.1	-9.8	-38.9	-49.2
財政収支	-122.5	-13.2				-144.4					-124.0	-95.6
国債10年物(期中平均)	3.53%	3.65%	3.41%	2.68%	2.28%	3.00%	2.10%	2.16%	2.28%	2.40%	2.24%	2.65%
国債2年物(期中平均)	0.96%	1.35%	1.01%	0.63%	0.48%	0.87%	0.40%	0.40%	0.61%	0.70%	0.53%	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（物価、失業率、金利はQ4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