

～海外情報～

2012年2月20日 全8頁

欧州経済見通し マイルド・リセッションへ

経済調査部
シニアエコノミスト
山崎 加津子

鍵を握るのはドイツの内需動向とフランスの大統領選挙の行方

[要約]

- 2011年10-12月期のGDP成長率はユーロ圏が前期比-0.3%、英国が同-0.2%と共にマイナスに転じた。景気後退の背景には、世界的な需要減退に加え、ユーロ圏の財政懸念が加速したことで、景気の先行き不透明感が高まったことがある。
- ただ、ドイツ企業の景況感は11月以来3ヶ月連続で改善しており、ドイツ経済の減速は一時的と考えられる。米景気が緩やかながら回復を続けていること、エマージング諸国の金融政策が緩和に転じつつあることなどが、外需見通しを改善させている。また、1月以降のユーロ圏各国の国債入札に旺盛な需要があり、発行金利が低下していることも、景況感改善に寄与している。ドイツ経済がプラス成長に復帰し、フランス経済の落ち込みが限定されれば、財政緊縮策による内需減退はあるものの、2012年のユーロ圏経済は小幅のマイナス成長にとどまろう。その鍵を握るのはドイツの内需動向とフランスの大統領選挙の行方であると考えられる。
- 景気の下振れ要因はユーロ圏債務問題が改めて金融市場の混乱要因となり、金融システム不安を呼び覚ますことである。ギリシャの第2弾支援は、3月20日というデッドラインにぎりぎり間に合うタイミングで最終決定される可能性が高いとみるが、そうならなかった場合、不安の連鎖が再燃するリスクが高い。また、セーフティーネットの増強に関しては3月1、2日のEU首脳会議で具体的な決定が下されることが重要となろう。

ユーロ圏経済

10-12月期は2年半ぶりのマイナス成長

2011年10-12月期のユーロ圏のGDP成長率は前期比-0.3%で、2009年4-6月期以来のマイナス成長に転じた。GDP統計の内訳は3月6日まで発表されないが、内外需がそろって落ち込んだと推測される。外需では2009年以降の景気回復局面を牽引してきたエマージング諸国の需要減退が進んだ。これに加えてユーロ圏債務問題が深刻化し、イタリアやフランスといったユーロ圏の大国が追加の財政赤字削減計画の策定を迫られた。景気見通しの悪化を背景に企業は在庫調整を進め、設備投資を手控えたとみられる。また、リストラの進行で失業率が一段と上昇し、小売売上高が落ち込む原因となった。

フランスを除く主要国は軒並みマイナス成長を記録

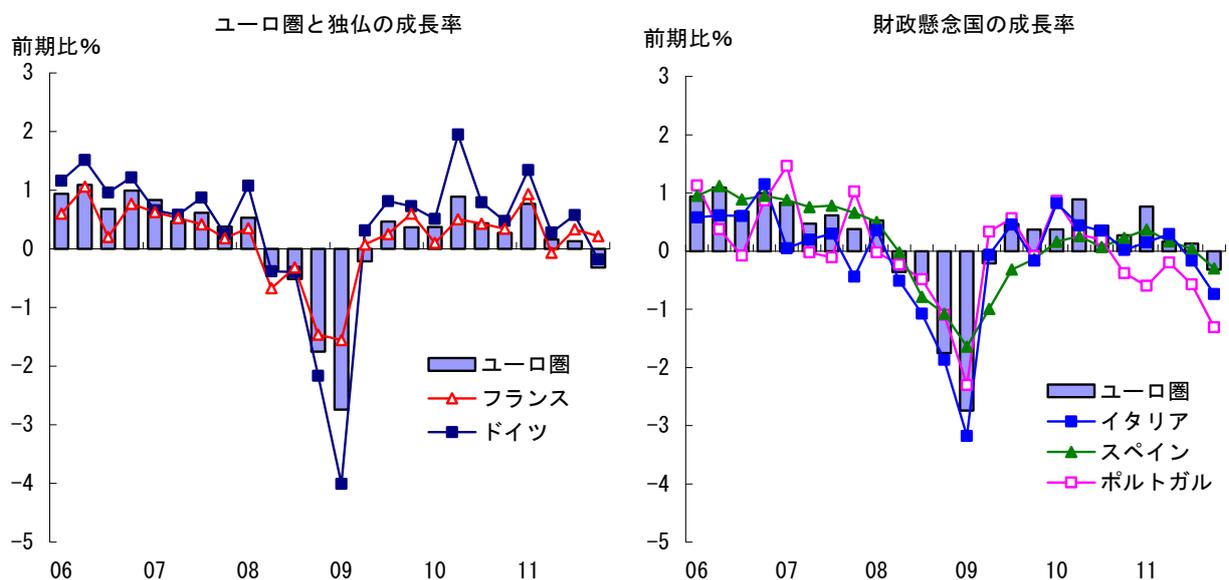
ユーロ圏構成国の成長率は10-12月期に明暗が分かれた。フランスは前期比+0.2%と主要国で唯一プラス成長を維持した。一方、ドイツとベルギーはそれぞれ同-0.2%、スペイン同-0.3%、オランダとイタリアはそれぞれ同-0.7%と落ち

込んだ。最大の落ち込みを記録したのはポルトガルで、前期比-1.3%であった。ポルトガルは5四半期連続のマイナス成長となり、2011年の成長率は-1.5%となった。なお、ギリシャはGDPの季節調整値の発表が2011年初めから止まっており、四半期ベースの前期比成長率が計算できないが、景気悪化が継続していることは間違いなく、2011年通年の成長率は-6.8%と大幅に落ち込んだ。これでマイナス成長は4年連続となってしまった。

2011年のユーロ圏は
+1.5%成長だが、下
半期に急失速

ユーロ圏の2011年通年の成長率は前年比+1.5%で、2010年の同+1.8%から若干の減速にとどまった。ただし、2011年上半期は前期比+1.0%成長だったのに対し、同下半期は+0.1%と失速した。

図表1 ユーロ圏とその加盟国のGDP成長率



出所：Eurostat データより大和総研作成

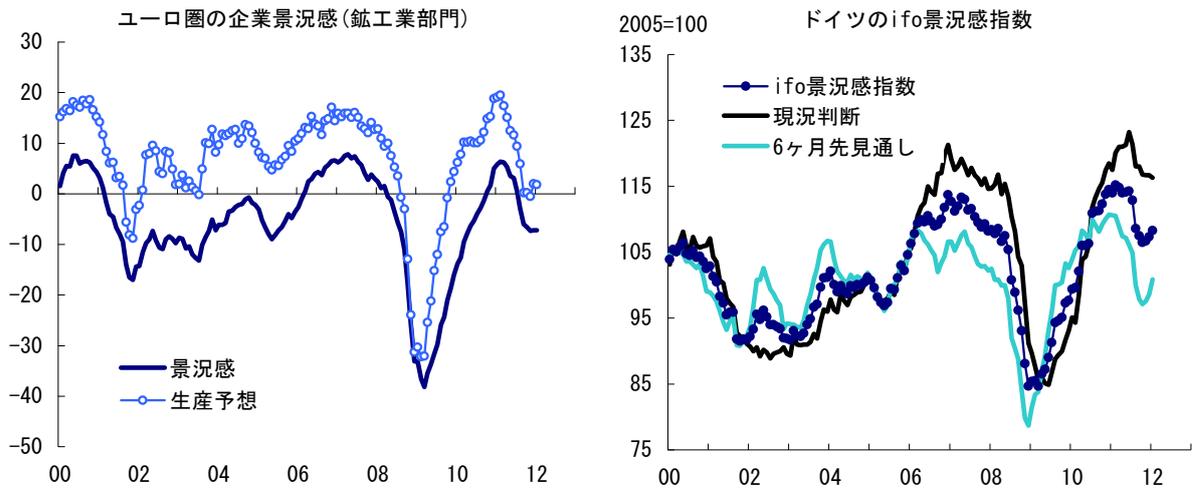
2012年の見通しはマ
イルド・リセッション

2012年はユーロ圏の大半の国が財政緊縮政策を実行に移すことになり、個人消費や政府支出の下押し材料になることが予想される。2011年10-12月期に続いて1-3月期もマイナス成長となり、リセッションと判定される可能性は引き続き高いだろう。ただ、2012年を通じて景気が一段と落ち込む可能性は後退してきたと考える。ユーロ圏の景況感指数は2011年12月を底として持ち直す動きとなっている。特に鉱工業部門で先行指標である「3ヶ月先の生産見通し」は11月が底となっている。

ドイツの企業景況感
は改善傾向続く

ユーロ圏の企業景況感改善を牽引しているのはドイツである。ドイツで最も注目度の高いifo景況感指数は11月以降3ヶ月連続で前月比で改善しており、1-3月期のGDP成長率は前期比プラスを回復する可能性が高いと見られる。背景には外需の改善があると考えられる。米国の内需回復が緩やかながら継続していること、エマージング諸国の金融政策が引き締めから緩和へ転じつつあること、そしてユーロの実効為替レートが前年比でユーロ安水準に転じていることが支援材料であろう。ドイツの輸出構成をみると、東欧諸国や中国、ロシアといったエマージング諸国向けの輸出の割合が高いことが特徴である。意外に構成比が低いのは米国だが、ドイツ車の販売市場としての存在感は大きい。

図表 2 好転した企業景況感指数



出所：欧州委員会、ifo 経済研究所データより大和総研作成

ユーロ圏からの需要 後退 vs ドイツの内需 拡大

ただ、ドイツの輸出に占めるユーロ圏諸国の割合は 40%と決して小さくはない。その大半の国の内需が軟調となれば、ドイツ経済の回復の足を引っ張るかもしれない。また、ユーロ圏の需要後退は新興国や米国の輸出鈍化の原因になりつつあり、これら諸国の景気減速につながる可能性も十分に考えられる。ドイツがユーロ圏の牽引役として機能し続けるか、それとも他国の需要後退に引きずられるかの鍵を握っているのは、ドイツの内需の強さであろう。ドイツ商工会議所のアンケート（対象 2 万 8 千社）では、ドイツ企業の設備投資および雇用の拡大意欲は、ピークの 2011 年 5 月からは低下したが、2012 年 1 月時点でも高水準にある。雇用意欲が高いことは、ドイツの失業率が 20 年来の低水準まで低下したことにも表れている。これを受けてドイツの実質小売売上高は 2011 年は前年比 +1.1%と拡大した。2003 年をピークに人口減少局面にあるドイツとしては、実質小売売上が 1% 拡大したことは快挙である。2012 年のドイツ経済の注目点は、設備投資および家計消費が堅調に維持するかどうかだが、ユーロ圏外およびドイツ国内の需要拡大が、ユーロ圏の需要減少を補うと予想される。

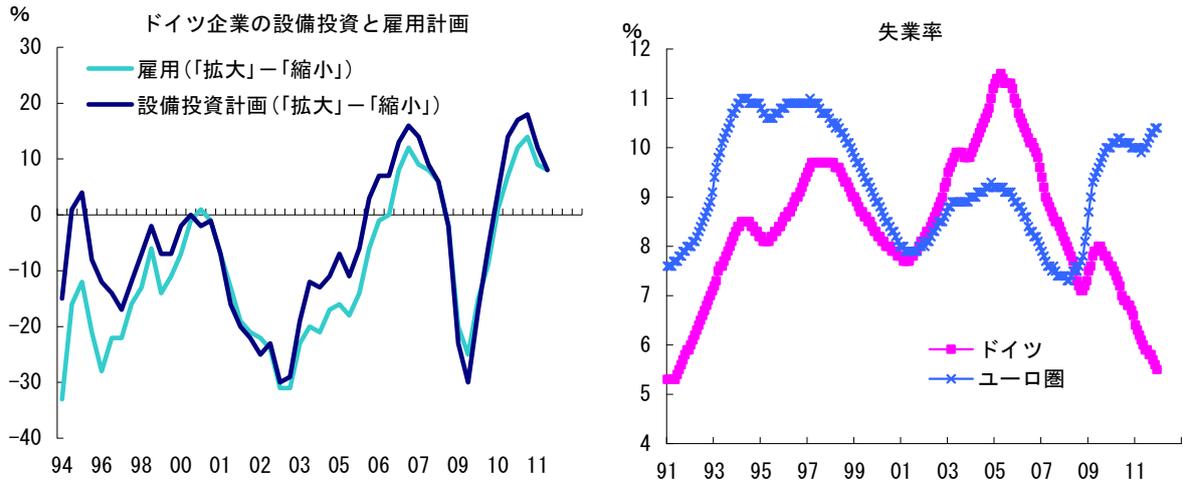
図表 3 輸出相手国の構成比 (2011 年 1-11 月)

	EU27		ロシア	GCC	中国	インド	ASEAN	中南米	米国	日本	
	ユーロ圏	東欧									
ドイツ	59.7	40.0	3.2	1.6	6.1	1.0	1.8	1.6	1.0	6.8	1.4
フランス	61.5	48.5	1.7	2.1	3.1	0.7	2.5	1.6	0.9	5.4	1.5
英国	54.0	46.3	1.4	3.0	2.9	1.7	2.6	1.4	0.8	12.1	1.4
イタリア	56.4	43.0	2.5	2.7	2.6	1.0	1.5	2.0	1.3	6.1	1.2
スペイン	66.0	53.0	1.2	1.4	1.6	0.6	0.9	2.9	1.2	3.7	0.9
オランダ	77.7	62.0	1.5	1.1	1.4	0.4	1.2	0.9	0.5	3.6	0.7
ギリシャ	51.5	35.7	1.8	3.0	1.3	0.2	2.9	0.3	0.2	5.4	0.1
ポルトガル	74.5	63.9	0.3	0.5	0.9	0.2	0.3	2.1	1.4	3.4	0.5
アイルランド	58.0	39.0	0.6	1.1	1.6	0.2	1.4	0.5	0.3	23.6	1.9

注：東欧はポーランド、チェコ、ルーマニア、ハンガリー、ブルガリア、リトアニア、ラトビア。GCC はアラブ、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア

出所：Eurostat データより大和総研作成

図表4 ドイツ企業の設備投資と雇用の拡大意欲は依然として高い

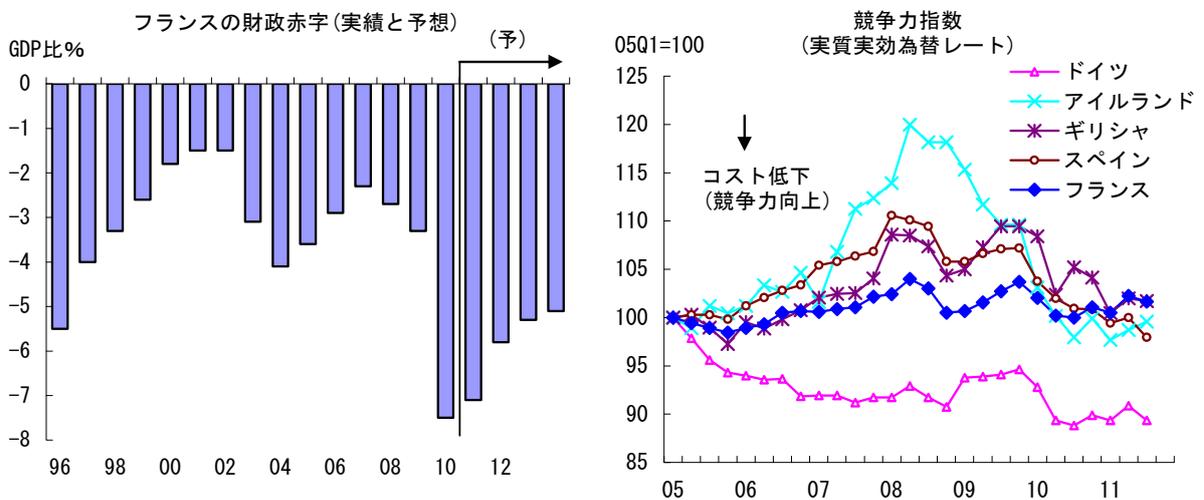


注：独商工会議所の調査は99年までは年初と秋の年2回。それ以降は初夏を加え年3回。直近調査は2012年1月
 出所：ドイツ商工会議所、Eurostat データより大和総研作成

フランスの課題は財政再建と競争力強化

ユーロ圏ではギリシャ、ポルトガルはもとより、イタリア、スペインも2012年はマイナス成長が予想される。ユーロ圏が深刻なリセッションとならないためには、ドイツのマイナス成長が一過性のものであることに加え、フランスも大幅な落ち込みを回避することが必要となる。そのフランスの問題点は、財政赤字削減が遅れていることと、競争力が低下していることである。ECBが公表している競争力指数（ユニット・レーバー・コストで実質化した実効為替レート）で見ると、ドイツの競争力指数が大幅に低下（競争力向上）しているのに対し、フランスの競争力指数はほぼ横ばいで推移している。過去2年でアイルランド、ギリシャ、スペインなどの競争力指数が低下したため、相対的にフランスの競争力が落ちてきているといえる。フランス政府は財政健全化および構造改革でもユーロ圏諸国の中で遅れをとっていたが、ようやく昨年11月に2013年の財政収支均衡を目標とする財政健全化計画を策定した。ただ、4月22日に大統領選挙を控え、今後のフランス政府の財政政策方針はまだ定まらなかったといえない。

図表5 フランスの問題点は財政赤字と競争力



注：財政赤字の予想は欧州委員会「2011年秋季予想」。競争力指数はユニット・レーバー・コストで実質化した実効為替レート
 出所：ECB、Eurostat データより大和総研作成

大統領選挙はオランダ vs サルコジ

2月初めの世論調査によれば、大統領選挙では社会党のオランダ候補が支持率28%で首位に立ち、サルコジ大統領が24%、極右政党である国民戦線のルペン党首が20%と続いている。ルペン党首は既成政党への不満票の受け皿となり、一時2位をうかがう位置につけていたが、その後支持率が伸び悩んでいる。4月22日の投票で過半数を得る候補がいなければ、上位2名による決選投票が5月6日に行われるが、オランダ候補とサルコジ大統領の一騎打ちとなる可能性が高い。双方ともフランスの財政再建の重要性およびEU重視の方針では一致している。ただ、財政再建をどのような方法で実現するかには違いが出ている。オランダ候補は、伝統的な社会党の政策と比べれば穏健と評されてはいるが、高額所得者、大企業、銀行に対する課税強化で、労働者の待遇改善や社会保障制度の拡充を約束している。サルコジ大統領が決めた年金支給開始年齢の引き上げの撤回などを掲げ、支持率でリードしている。一方、サルコジ大統領は雇用コスト削減と企業の競争力向上に重点をおき、企業の社会保障費負担の軽減を目的に消費税率を引き上げるとしている。また、金融取引への課税を強化する方針も打ち出している。

サルコジ大統領は2月15日に出馬表明を行い、本格的な選挙戦を開始したところである。あと2ヶ月でどこまで巻き返しを図れるかが注目されるが、現職大統領としてアピールできる実績に乏しく、オランダ氏の優位は変わらない可能性が高い。オランダ大統領になった場合、これまでの財政政策の転換、ユーロ圏で進めてきた財政問題への取り組みの路線変更がいったん懸念材料となるかもしれない。しかしながら、フランスとして財政健全化が必要なのはもちろんのこと、国際的な競争力を一段と低下させるような政策を実際に遂行することは難しいと予想される。また、EU内で指導的な立場を維持したいというフランスの基本方針は変わらないと予想され、政権誕生直後にしばらく紆余曲折を経ることはあっても、独仏協調路線に大きな変更は生じないと予想される。

ユーロ圏債務問題

ギリシャに対する第2弾支援をめぐる交渉は、1年半ばに決着との予想もあったなかで、1ヶ月以上遅延している。民間債権者との債務減免交渉、およびトロイカ（欧州委員会、ECB、IMF）によるギリシャの財政健全化の進捗状況に対する評価がもつれている。とはいえ、3月20日のギリシャ国債の大量償還の期日をにらみながらぎりぎりのところで第2弾支援にゴーサインが出されるものと予想する。マーケットも最終的には支援が決まると予想しているために、合意を阻むような材料が出てきてもあまりネガティブに反応していないと見受けられる。

このようなマーケット・センチメントの改善に大きく貢献したのはやはりECBによる大量の資金供給であろう。ECBが12月終わりに3年オペで4,892億ユーロをユーロ圏の523銀行に供給したあと、1月以降のユーロ圏諸国の国債入札には堅調な需要があり、平均落札金利は総じて低下傾向にある。2月下旬には第2回の3年オペが実施される。また、12月のEU首脳会議において、ユーロ圏の財政問題に関するセーフティーネットの増強策として、ESM（欧州安定化メカニズム）の設立を1年前倒しして2012年7月とすること、IMFへの融資枠拡大が決定されたことも、一応の安心感につながっていると考えられる。

逆に言えば、ギリシャ支援策が予想に反してまとまらなかった場合、また、セーフティーネット拡充が計画通りに進まない場合には、ユーロ圏債務問題への懸念が再燃する可能性を否定できない。特にそれが金融システム不安に改めて波及した場合、欧州景気のみならず、世界経済への悪影響が深刻となろう。それを回避するためには、まずギリシャ救済を確定するとともに、ギリシャの経済再建の

プログラムを策定すること、そして3月1、2日のEU首脳会議でEFSF（欧州金融安定化機構）とESMを一体化し、その融資可能額の上限5,000億ユーロを引き上げる対策が求められる。

英国経済

10-12月期は再びマイナス成長

英国の10-12月期GDP成長率は前期比-0.2%と2四半期ぶりのマイナス成長となった。需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、10-12月期は小売売上高が前期比+1.1%と2010年4-6月期以来の高い伸びとなったため、個人消費は徐々に経済成長にプラス寄与したと推測される。また、10-12月期は輸出が拡大した一方、輸入は若干ながら減少したため、貿易赤字は7-9月期から縮小している。一方で10-12月期の鉱工業生産は同-1.3%と大幅に落ち込んでおり、在庫調整がマイナス成長の主因となったと推測される。

小売売上は徐々に大幅拡大

小売売上高は1月も前月比+0.9%と高い伸びを記録した。バーゲン・セールによる売上増に加え、2011年初めのVAT（付加価値税）増税の効果がなくなり、消費者物価上昇率が低下し始めたことが早くも消費拡大に結びついた可能性がある。消費者物価は昨年9月につけた前年比+5.2%からこの1月は同+3.6%へ低下した。個人消費は本来は英国経済の牽引役であるはずだが、2007年の住宅バブル崩壊とそれに続いた金融危機によって大きく落ち込んだ。2009年後半から2010年前半にかけていったん回復の兆候をみせたものの、ここ1年は再び停滞していた。重石の一つであった、高インフレが落ち着いてきたことは明るい材料である。

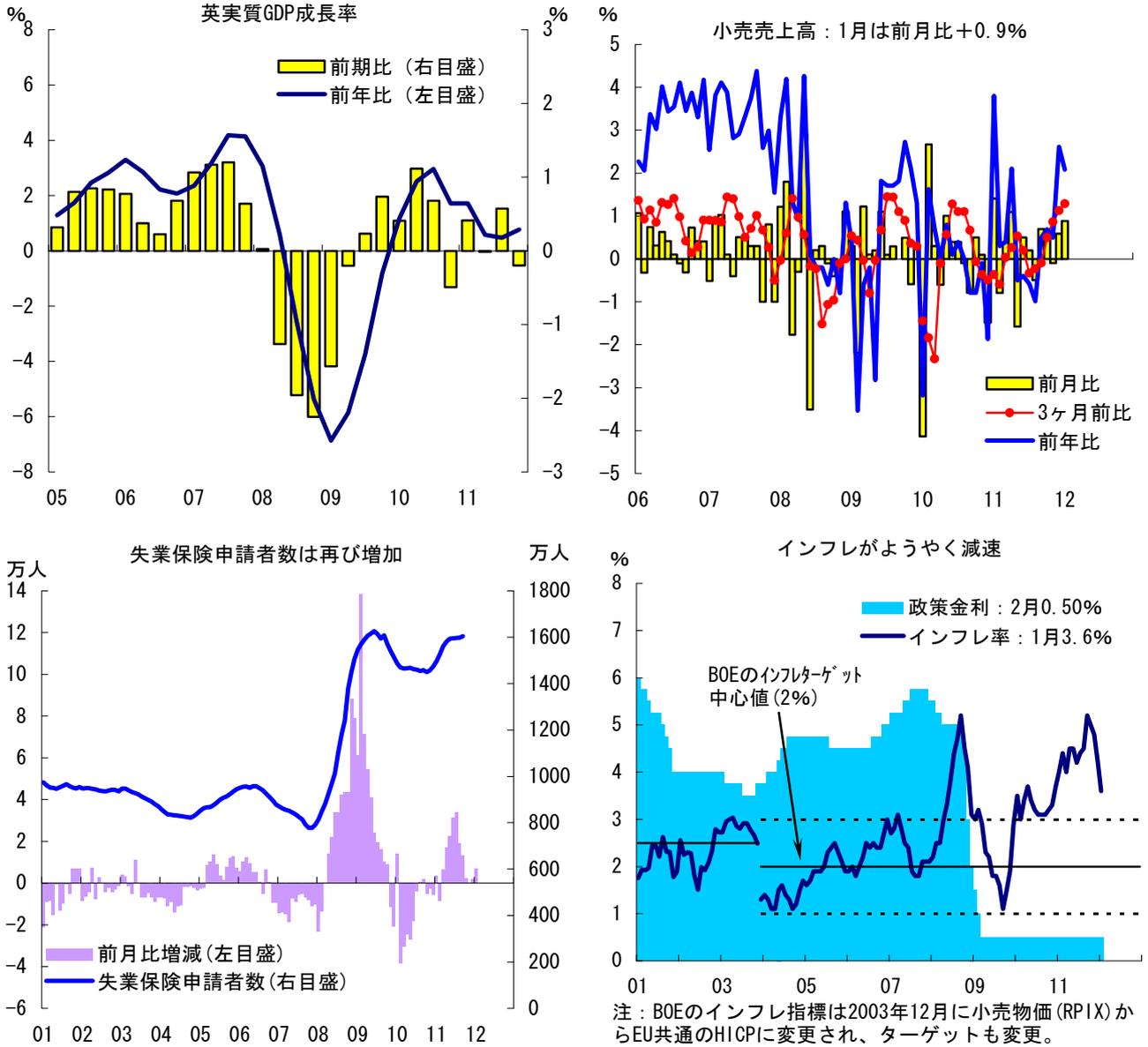
インフレ低下は好材料だが、雇用情勢は一段と悪化

ただし、英国の雇用状況は厳しく、失業保険申請者数は一段と増加して、リーマン・ショック直後の高水準に再び接近している。VAT増税効果の一巡のプラス効果と、失業懸念のマイナス効果の綱引きがしばらく続くと予想され、1月のような高い小売売上の伸びは継続しないであろう。また、最大の輸出相手であるユーロ圏の景気が低空飛行を余儀なくされる影響は英国経済にも及ぶと予想される。個人消費に回復の兆しが出てきたことは好材料だが、その回復は緩やかなペースになることが予想される。

BOEは国債購入プログラムの拡大を決定

BOE（英中銀）は2月9日の金融政策委員会で、500億ポンドの追加の国債購入を決定した。昨年10月決定した750億ポンドの国債購入プログラムが終了するタイミングで、追加策を発表したのである。小売統計等、景気指標にいくらか明るさが見えるものの、BOEは景気見通しにはまだ慎重である。

図表6 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	2011					2012					2013
	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率												
国内総生産	1.8%	3.1%	0.6%	0.5%	-1.3%	1.5%	-0.6%	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%	0.7%	1.5%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	0.2%	-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（除く建設）	7.4%	6.7%	4.2%	3.9%	-0.2%	3.6%	-1.3%	-0.4%	-0.5%	1.3%	-0.2%	1.3%
実質小売売上高	0.7%	0.1%	-0.3%	-0.8%	-1.1%	-0.5%	-1.2%	-0.7%	-0.6%	0.4%	-0.5%	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%	1.9%	2.2%	2.0%
生産者物価	2.9%	6.5%	6.3%	5.9%	5.1%	5.9%	3.1%	2.7%	2.1%	2.0%	2.5%	1.9%
失業率	10.1%	10.0%	10.0%	10.2%	10.4%	10.2%	10.4%	10.4%	10.3%	10.3%	10.3%	10.2%
10億ユーロ												
貿易収支	8.7	-1.3	-4.9	1.9	8.4	4.1	3.0	5.0	7.0	6.0	21.0	26.0
経常収支	-45.7	-10.2	-13.3	-1.7	-5.5	-30.7	-8.4	-11.5	-7.5	-8.6	-36.0	-26.0
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%	1.90%	1.94%	2.00%	2.20%	2.01%	2.45%
独 国債2年物(期中平均)	0.85%	1.42%	1.70%	0.86%	0.41%	1.09%	0.22%	0.25%	0.30%	0.50%	0.32%	0.64%
欧 政策金利(未値)	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Q4まで実績値（国内総生産内訳は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	2011					2012					2013
	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率												
国内総生産	2.1%	1.7%	0.0%	2.3%	-0.8%	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%	2.0%	-0.4%	0.8%	1.0%	1.4%	1.6%	0.9%	1.8%
政府消費支出	1.5%	1.9%	1.5%	0.8%	0.8%	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%	4.1%	4.4%	2.8%	3.2%	3.2%	3.6%	1.9%	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%	0.8%	0.9%	0.5%	0.7%	0.4%	0.8%	0.6%	1.4%
民間消費支出	1.2%	0.2%	-0.8%	-1.0%	-0.2%	-0.4%	0.4%	0.9%	1.3%	1.2%	0.9%	1.8%
政府消費支出	1.5%	0.9%	0.6%	1.0%	1.3%	0.9%	1.1%	0.8%	0.8%	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%	0.0%	4.4%	-0.6%	1.8%	3.3%	3.2%	1.9%	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%	1.1%	-1.5%	-1.7%	-3.2%	-1.3%	-2.0%	-0.9%	-0.6%	1.0%	-0.7%	0.3%
実質小売売上高	-0.3%	1.5%	0.4%	-0.4%	1.2%	0.7%	1.9%	1.5%	1.5%	1.1%	1.5%	1.3%
消費者物価	3.3%	4.1%	4.4%	4.7%	3.2%	4.1%	3.7%	3.0%	2.6%	3.7%	3.2%	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%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.1%	4.8%
10億英ポンド												
貿易収支	-98.5	-22.9	-24.8	-27.5	-24.1	-99.3	-25.7	-27.3	-29.6	-26.5	-109.2	-120.6
経常収支	-48.6	-7.4	-7.4	-15.2	-7.8	-37.8	-9.0	-7.7	-12.1	-9.8	-38.7	-48.9
財政収支	-122.5	-13.3				-143.9					-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(未値)	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Q4まで実績値（国内総生産内訳、経常収支はQ3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