

～海外情報～

2012 年 3 月 19 日 全 7 頁

欧州経済見通し ユーロ圏外の需要回復に期待

経済調査部

シニアエコノミスト

山崎 加津子

ギリシャ支援決定後の注目イベントはギリシャとフランスの選挙

[要約]

- ギリシャに対する第 2 弾支援がようやく承認され、4 年間で 1,300 億ユーロの財政支援が実行されることになった。これでギリシャが突然債務不履行に陥るリスクは後退したが、ギリシャが約束した財政再建計画は非常に厳しい内容である。一連の構造改革や国有企業の民営化を含む財政再建策を実行できるか、最初の試金石は 4 月下旬か 5 月上旬と目されているギリシャ総選挙となる。また、4 月 22 日にはフランス大統領選挙が行われる。決着は 5 月 6 日の決選投票に持ち越され、サルコジ候補とオランド候補の一騎打ちとなることが予想される。オランド大統領となった場合も、「EU 統合推進、財政再建推進」の基本路線は変わらないとみるが、就任当初の数ヶ月は路線が定まらず、混乱するリスクは見ておいたほうが良いかもしれない。
- 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となったが、その原因の一つはユーロ圏債務懸念の深刻化を背景とする銀行の資金繰り難にあったと考えられる。ECB による 2 度の 3 年オペにより、金融システムと金融市場の緊張感は後退しつつある。また、ドイツ企業の景況感改善は 11 月以来 4 ヶ月連続となった。ユーロ圏以外の需要が徐々に回復していると思込まれる。ユーロ圏経済全体としては財政緊縮策による内需減退が見込まれるが、ドイツなどの輸出持ち直しで、2012 年の経済成長率は小幅のマイナス成長にとどまろう。
- 英国経済は 10-12 月期に投資が大きく落ち込んで前期比マイナス成長となった。ただし、個人消費は 5 四半期ぶりに前期比プラス成長となり、また 1 月の小売売上高も堅調に伸びている。インフレ率の低下傾向が鮮明になってきたことと、低金利が継続していることがプラス効果を及ぼしていると期待される一方、失業率は上昇傾向にあり、賃金上昇率も一段と伸びが鈍化し、所得環境はむしろ悪化している。財政再建が優先されるなかで、中央銀行は量的緩和政策を継続しているものの、英国の景気回復は遅々とした速度でしか進まないと予想される。

ユーロ圏経済

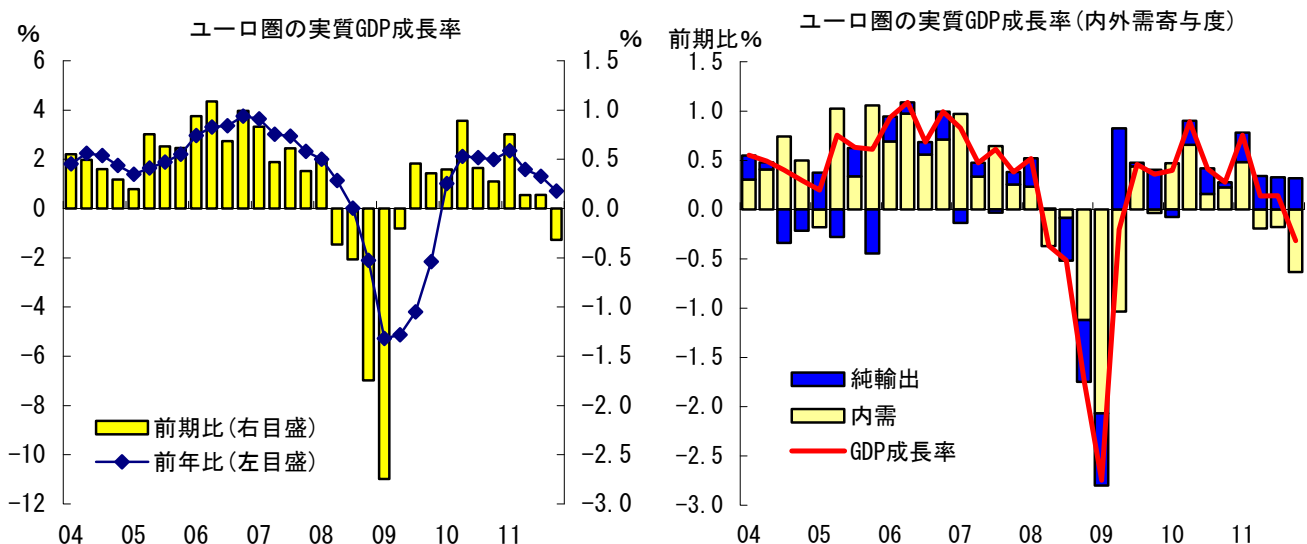
10-12 月期は全ての
需要項目が前期比マ
イナス成長

ユーロ圏経済は 2011 年 10-12 月期に前期比-0.3%と 2009 年 4-6 月期以来のマイナス成長に転じた。需要項目別内訳をみると、個人消費、政府消費、固定資本形成、輸出、輸入の全項目が前期比マイナスに落ち込んだが、このような全般的な落ち込みは統計が取得可能な 1995 年以降で初めてのことである。ただ、輸入が前期比-1.2%と輸出の同-0.4%より大幅に落ち込んだため、10-12 月期の純輸出寄与度は過去 3 四半期と同水準の前期比+0.3%とプラス寄与となった。

需要減速見通しに銀行の資金繰り難が追い付き

ユーロ圏経済は 2011 年 1-3 月期こそ前期比+0.8%と高い伸びを記録したが、続く 2 四半期は同+0.1%成長にとどまり、2009 年半ばに始まった景気回復局面が終わりに近づいていることを示唆していた。もう一つ、10-12 月期に内需が揃って落ち込んだ背景には、ユーロ圏債務問題の深刻化が影を落としている。南欧諸国を中心にユーロ圏加盟国の国債利回りが急上昇し、銀行のバランスシート劣化が懸念された。金融システム不安への対応として、10 月末の EU 首脳会議で、ユーロ圏の 70 あまりの銀行に対して自己資本増強（2012 年 6 月末までにコア Tier1 で 9%以上）が義務付けられた。ただし、この基準達成のため、これら銀行は貸出に非常に慎重となり、また銀行間の資金の融通にも消極的となった。経済の血液にあたる資金の流れが滞ったことが、10-12 月期 GDP の全般的な落ち込みの背景にあると考えられる。資金調達が難しく、需要見通しも減速しているとなれば、企業は在庫調整を進め、設備投資を手控える。また、リストラの進行で失業率が急上昇し、小売売上高が落ち込む原因となった。

図表 1 ユーロ圏 GDP 成長率：10 四半期ぶりの前期比マイナス成長は内需が大幅減



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

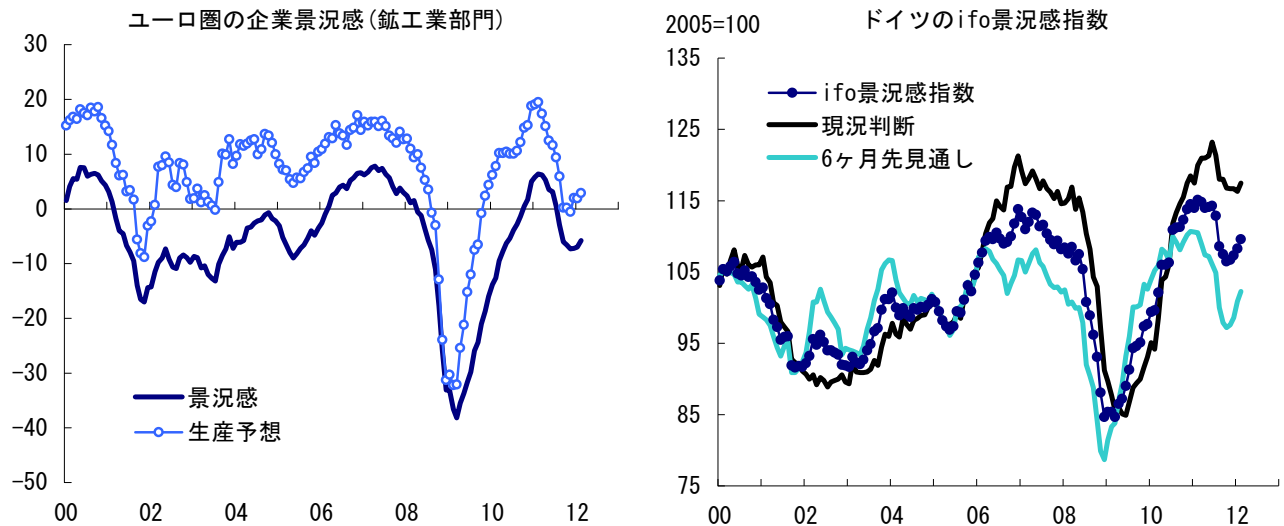
2012 年はユーロ圏の大半の国が財政緊縮政策を実行に移すことになり、個人消費や政府支出の下押し材料になることが予想される。2011 年 10-12 月期に続いて 1-3 月期もマイナス成長となり、リセッションと判定される可能性は高いだろう。ただ、2012 年を通じて景気が一段と落ち込む可能性は後退してきたとの見方は変えていない。ユーロ圏の景況感指数は 2011 年 12 月を底として持ち直す動きが継続しており、特に鉱工業部門では 11 月を底として 3 ヶ月連続で景況感が改善している。1 月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比+0.2%と小幅ながら 3 ヶ月ぶりのプラス成長となった。

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 4 ヶ月連続で前月比で改善しており、ドイツの GDP 成長率は、マイナス圏に落ち込んだ 10-12 月期から 1-3 月期は前期比プラス成長へと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。ユーロ圏内向けの輸出は軟調で、輸出向け受注も減少傾向にある。しかしながら、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ユーロ安水準に転じていることが、ユーロ圏外向けの輸出拡大の支援材料となっている。

図表 2 好転続く企業景況感指数



出所：欧州委員会、ifo 経済研究所データより大和総研作成

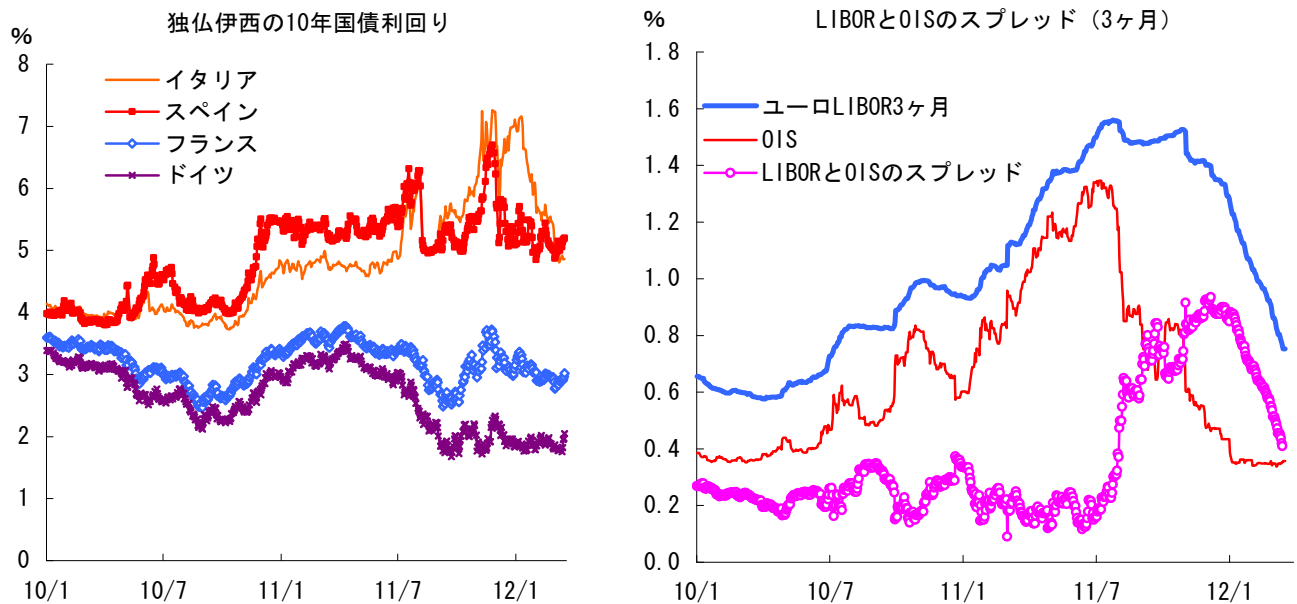
ECB による大量の資金供給で金融システムと金融市場の緊張が後退

もう一つ、ユーロ圏の景気見通しを好転させている材料は、ユーロ圏の債務問題に関連した金融システムと金融市場の緊張感が緩和されたことである。ここに大きく貢献したのが ECB（欧州中央銀行）による大量の資金供給である。2011 年 12 月 21 日の第 1 回の 3 年オペで 523 銀行に対して 4,892 億ユーロを供給したあと、2 月 29 日に実施した第 2 回の 3 年オペでは 800 銀行に対して 5,295 億ユーロを供給した。

第 1 回オペは銀行の資金繰り難を緩和する効果を持ち、資金的な余裕ができた銀行が、イタリアやスペインの国債を購入することを促す効果が確認された。2012 年 1 月以降のイタリア、スペイン国債の入札が順調に消化され、平均落札金利も前年 11 月、12 月の高水準から徐々に低下したことで、債務問題を懸念していた金融市場の緊張感も後退した。

第 2 回の 3 年オペはギリシャに対する第 2 弾支援の決着が大詰めを迎え、民間債権者に対して実質 70%を超える大幅なヘアカットが要請される場面で実施された。第 1 回に比べ参加した銀行数が大きく伸びたのは、ドイツの地方の中小銀行の参加が増えたためとされる。2 度の 3 年オペによる資金供給を経て、ユーロ圏の銀行間金利は 1 年 8 ヶ月ぶりの水準に低下し、イタリア 10 年国債利回りは 5%を割り込んだ。次に注目されるのはこの大量の資金供給が、銀行の貸出増加につながるかどうかである。

図表 3 金融市場の緊張感が緩和されつつある



出所：Bloomberg データより大和総研作成

ようやく決着したギリシャ支援第2弾

ギリシャ支援第2弾は3月20日の同国国債の大量償還前に承認され、ギリシャが突発的に債務不履行となる事態は回避された。もっとも、民間債権者（銀行、保険、年金基金、ヘッジファンド）は額面の53.5%、クーポン等も考慮すれば70%を超える多大な債務減免を要請され、事実上は債務不履行状態にある。ただ、ギリシャ国債が安全資産には程遠い資産であることは過去2年で明瞭になっており、そのため、ギリシャ政府が最終的に集団行動条項（CAC）の発動を決め、自主的な債務再編に応じなかった民間債権者（ギリシャ法に基づいて発行された1,770億ユーロの14%相当）にも債務借り換えを強制したにもかかわらず、金融市場にパニック的な反応は生じなかった。

支援はあれど、ギリシャの財政と景気の見通しは非常に厳しい

ギリシャ政府はユーロ圏およびIMFから計1,300億ユーロの追加融資（期間は4年間）を受けられることになり、また債務残高3,400億ユーロのうちおよそ1,000億ユーロを民間債権者から免除してもらえる見通しである。とはいえ、ギリシャの財政再建はこのような支援があっても非常に厳しいものになると予想される。ギリシャは2008年以降4年にわたって景気後退が続いているが、足下で景気悪化は一段と深刻化しており、2012年も大幅なマイナス成長が予想される。その中で財政収支の赤字を2011年（推計）のGDP比9.3%から2012年は同7.3%、そして2014年以降は同3%以下へと圧縮することを求められている。しかもギリシャ国民の財政再建に対する不満も蓄積している。

試金石となると見込まれるギリシャ総選挙

ギリシャに必要なのは税制の刷新、労働市場の規制緩和、社会保障制度の改革等の一連の構造改革であり、加えて歳入増加のための国有企業の民営化推進と、処方箋は出揃っている。しかし、それを実行に移せるかが問われているのであり、その最初の試金石が4月下旬か5月上旬と予想されているギリシャ総選挙となろう。政府の財政緊縮政策への強い反発から、野党の左派系の政党が支持率を伸ばしており、与党のPASOK（全ギリシャ社会主義運動）、ND（新民主主義党）が議席を減らす可能性が高い。NDが第1党、PASOKが第2党となると予想されるが、財政再建政策の維持を前面に出した政権を樹立できるか注目される。

あと1ヶ月となったフランス大統領選挙

もう一つ間近に迫ったユーロ圏の選挙は4月22日のフランス大統領選挙である。こちらは10人が立候補したが、サルコジ大統領とオランド候補が支持率で一歩抜きん出ており、5月6日の決選投票で一騎打ちとなると見込まれる。選挙戦の渦中において、サルコジ大統領は移民規制の強化を打ち出して極右政党のルペン候補から支持者奪還をもくろみ、オランド候補は現政権を財政再建一辺倒と批判して、EUがまとめた新財政協定の再交渉を求めると氣勢を上げている。このところサルコジ大統領が追い上げてきているものの、決選投票における支持率では依然としてオランド候補がリードしており、17年ぶりの社会党政権が誕生する可能性が高いとみられる。オランド候補の政策方針は、サルコジ大統領に対抗して左派色を強調しているが、フランスがEUの一員として欧州統合を推進してゆくという基本的な姿勢は一致しており、またそのために財政再建は避けて通れないという認識も共有していると考える。ただ、大統領就任からしばらくの間、ドイツを初めとするEU諸国との間で不協和音が発生するリスクはオランド候補の方が高いだろう。

図表4 フランス大統領選挙：サルコジ、オランド候補の政策比較

	サルコジ	オランド
所属政党	国民運動連合(中央右派)	社会党(中道左派)
財政政策	2016年の収支均衡を目指す	2017年の収支均衡を目指す
財源	VAT税率19.6%→21.2%	銀行、大企業、高所得者への課税強化
雇用対策	企業の社会保障負担軽減	雇用促進税制を活用
年金制度	支給開始年齢引き上げなど抑制策	サルコジ政権が決めた年金改革を撤回
金融取引税	導入	導入
EU新財政協定	支持	見直し要請(成長項目を盛り込む)
原子力	積極推進	新規着工凍結、依存率引き下げ
再生可能エネルギー	積極推進	積極推進

出所：各種報道より大和総研作成

ECBのインフレ見通しは上方修正されたが政策金利は据え置き

ECBの3月の金融政策委員会は2度目の3年オペの直後の3月8日に開催され、予想された通り金融政策の変更はなかった。今後の金融政策方針を占う上で注目されたECBスタッフによる3ヶ月ごとの経済・インフレ見通しは、経済成長率は若干の下方修正、インフレ率は上昇修正と方向性が分かれた。GDP成長率に関しては10-12月期のユーロ圏経済が前期比-0.3%と落ち込んだことを受けた修正で、これで2012年の成長率の中心レンジがマイナス圏へ入り、IMF等の経済見通しに近い数字となった。景気の下振れリスクを警戒しつつ、足下の状況は以前より安定しているとの認識に変更はない。一方、インフレ率に関しては国内需要減退を反映して低下傾向を基本的な見通しとしつつ、このところの原油高や間接税増税の動きがインフレ率の低下速度をより緩やかなものにする見通しを修正してきた。このようなECBの見通し修正は一部に残っていた利下げ観測を大きく後退させる一方、「次の一手は利上げ？」との見方を呼び覚ますものである。とはいえ、ユーロ圏経済はよくて低空飛行であり、特に個人消費の低迷が予想される。ドイツの賃金交渉で金属労組や公共サービス労組が6.5%の賃上げ要求を出してきているものの、これが満額回答になることはなく、しかも昨年景気が好調であったドイツという一国に限定された話である。ECBの政策金利は2013年末まで現在の1.00%で据え置かれる可能性が高いとみている。

英国経済

個人消費がプラス成長となった10-12月期

英国の10-12月期GDP成長率は前期比-0.2%と4四半期ぶりのマイナス成長となった。ただし、需要項目別では大きく明暗がわかれた。マイナス要因となったのは、固定資本形成（前期比寄与度-0.4%）と在庫変動（同-0.8%）である。一方で、輸出は前期比+2.3%と伸び、純輸出寄与度も前期比+0.6%と3四半期ぶりにプラス寄与となった。また、個人消費が前期比+0.4%と伸びたが、前期比プラス成長は実に5四半期ぶりのことである。

小売売上はインフレ率低下を背景に1月も続伸

個人消費は英国経済の主役と期待されつつ、不動産バブルの崩壊と金融危機ののちはその実力を発揮せずにくた。ところが10-12月期のプラス成長に続いて、1月の小売売上高も前月比+0.9%と堅調な伸びとなっている。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。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。

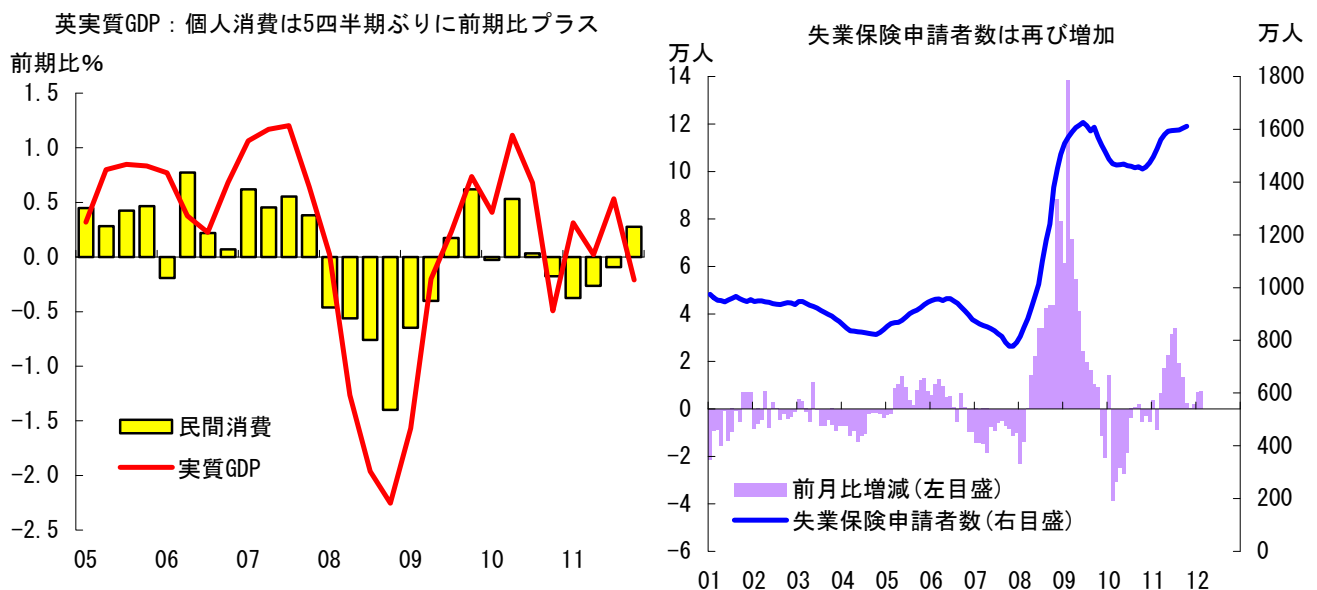
インフレ低下は好材料だが、雇用情勢は一段と悪化

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あと、3月8日は政策変更を行わなかった。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%	0.5%	0.6%	-1.3%	1.5%	-0.6%	0.1%	0.4%	0.8%	-0.2%	0.8%
民間消費支出	0.8%	0.2%	-1.8%	1.0%	-1.7%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	-0.3%	0.5%
政府消費支出	0.5%	0.3%	0.3%	-0.7%	-1.0%	0.1%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.2%
総固定資本形成	-0.7%	6.8%	-0.4%	-1.1%	-2.6%	1.6%	-0.8%	0.0%	1.6%	1.6%	-0.6%	1.5%
輸出等	11.1%	5.4%	4.9%	5.7%	-1.4%	6.3%	1.6%	2.8%	3.6%	4.5%	2.4%	4.3%
輸入等	9.4%	2.6%	1.8%	2.8%	-4.6%	4.0%	3.6%	2.8%	4.5%	4.9%	1.9%	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%	0.3%	0.3%	-0.6%	0.2%	-0.7%	-0.2%	-0.4%	0.2%	-0.3%	0.5%
政府消費支出	0.5%	0.4%	0.3%	0.0%	-0.3%	0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	0.2%
総固定資本形成	-0.7%	3.5%	1.5%	1.0%	0.6%	1.6%	-1.2%	-1.1%	-0.5%	0.6%	-0.6%	1.5%
輸出等	11.1%	9.9%	6.3%	5.5%	3.6%	6.3%	2.7%	2.1%	1.6%	3.1%	2.4%	4.3%
輸入等	9.4%	8.1%	4.2%	3.3%	0.6%	4.0%	0.9%	1.1%	1.5%	4.0%	1.9%	4.5%
鉱工業生産（除建設）	7.4%	6.8%	3.9%	3.9%	0.0%	3.6%	-1.1%	-0.9%	-1.0%	1.0%	-0.5%	1.4%
実質小売売上高	0.7%	0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.9%	-0.4%	-1.3%	-0.7%	-1.0%	0.1%	-0.7%	0.7%
消費者物価	1.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.7%	2.6%	2.4%	2.5%	2.3%	2.5%	2.2%
生産者物価	2.9%	6.5%	6.3%	5.9%	5.1%	5.9%	3.6%	3.5%	3.1%	3.1%	3.3%	3.0%
失業率	10.1%	10.0%	10.0%	10.2%	10.5%	10.2%	10.7%	10.6%	10.6%	10.5%	10.6%	10.4%
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					-333	-302
独 国債10年物(期中平均)	2.78%	3.18%	3.14%	2.29%	1.99%	2.65%	1.90%	2.05%	2.10%	2.20%	2.06%	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%	0.27%	0.34%	0.40%	0.30%	0.63%
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 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%	1.3%	0.1%	2.2%	-0.8%	0.8%	0.5%	0.8%	0.7%	1.0%	0.5%	1.3%
民間消費支出	1.2%	-2.3%	-1.7%	-0.6%	1.8%	-0.8%	1.0%	0.6%	1.2%	1.6%	0.8%	1.6%
政府消費支出	1.5%	-0.7%	1.8%	-1.1%	4.3%	0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.4%	0.8%	0.4%	0.7%
総固定資本形成	3.1%	-2.9%	3.0%	-3.8%	-10.6%	-1.7%	8.2%	4.1%	0.8%	0.0%	0.4%	1.4%
輸出等	7.4%	6.9%	-8.1%	-2.8%	9.5%	4.8%	2.4%	2.8%	3.2%	3.6%	2.6%	3.7%
輸入等	8.6%	-7.9%	-3.1%	0.9%	1.7%	0.6%	2.8%	2.8%	3.6%	4.5%	2.2%	4.2%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.1%	1.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.8%	0.5%	0.6%	0.3%	0.8%	0.5%	1.3%
民間消費支出	1.2%	0.0%	-1.2%	-1.4%	-0.7%	-0.8%	0.1%	0.7%	1.1%	1.1%	0.8%	1.6%
政府消費支出	1.5%	0.2%	0.0%	-0.1%	1.0%	0.3%	1.0%	0.4%	0.5%	-0.3%	0.4%	0.7%
総固定資本形成	3.1%	-2.7%	0.8%	-1.0%	-3.7%	-1.7%	-1.1%	-0.8%	0.4%	3.2%	0.4%	1.4%
輸出等	7.4%	11.3%	4.3%	2.9%	1.1%	4.8%	0.1%	2.9%	4.5%	3.0%	2.6%	3.7%
輸入等	8.6%	5.1%	1.3%	-1.4%	-2.2%	0.6%	0.5%	2.0%	2.7%	3.4%	2.2%	4.2%
鉱工業生産	1.9%	1.2%	-1.4%	-1.6%	-2.9%	-1.2%	-2.7%	-1.7%	-1.4%	0.0%	-1.4%	0.3%
実質小売売上高	-0.2%	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%	4.7%	4.5%	3.6%	3.0%	2.5%	2.2%	2.8%	2.3%
生産者物価（出荷価格）	4.2%	5.3%	5.6%	6.1%	5.4%	5.6%	3.8%	2.5%	2.5%	2.7%	2.9%	2.6%
失業率	4.7%	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%	4.8%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	4.8%
10億英ポンド												
貿易収支	-98.5	-22.9	-24.9	-27.6	-24.2	-99.7	-24.3	-25.8	-28.2	-26.4	-104.6	-114.9
経常収支	-48.6	-7.4	-7.4	-15.2	-8.3	-38.2	-7.7	-6.3	-10.7	-9.7	-34.5	-43.6
財政収支	-122.0	-13.2				-144.3					-123.7	-95.3
国債10年物(期中平均)	3.53%	3.65%	3.41%	2.68%	2.28%	3.00%	2.13%	2.20%	2.28%	2.40%	2.25%	2.65%
国債2年物(期中平均)	0.96%	1.35%	1.01%	0.63%	0.48%	0.87%	0.43%	0.50%	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 Q4 まで実績値（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