

～海外情報～

2012年5月18日 全7頁

# 欧州経済見通し 緊縮財政による需要減退深刻化

経済調査部  
山崎 加津子

ドイツを除き景況感が悪化

## [要約]

- ユーロ圏の2012年1-3月期のGDP成長率は、前期比マイナス成長との予想に反してゼロ成長で、リセッション入りは免れた。とはいえ、財政困難国を中心に失業率の上昇傾向に歯止めがかかっておらず、また景況感指数は総じて4月以降悪化している。とりわけイタリア、スペインの景気悪化傾向が気掛かりである。
- 5月6日の2つの総選挙は予想以上に大きなインパクトを持つイベントとなった。ギリシャ総選挙では反緊縮財政派が大躍進した結果、組閣ができず、6月17日に再選挙が行われることになった。再選挙では反緊縮財政派が議席を増やす可能性が高まっている。そうなれば緊縮財政政策の放棄が、ギリシャのデフォルト、ユーロ圏からの離脱などへと発展し、他国へ負の連鎖が止まらなくなるとの懸念が急速に高まっている。この懸念は欧州株と通貨ユーロにとどまらず、世界的な株価の調整材料となり、逆に安全資産と目される米英独日の国債利回り低下をもたらした。
- フランス大統領選挙では、事前予想通りオランド候補が勝利して5月15日に大統領に就任した。経済政策に成長促進と雇用創出の観点を盛り込むべきと主張するフランス大統領の誕生を機に、ユーロ圏の経済政策が財政再建一辺倒から軌道修正される動きがようやく始まった。5月23日に急遽設定されたEU首脳会議は経済成長をテーマに話し合いが行われ、6月28、29日のEU首脳会議で成長協定を打ち出すことを目指すと見込まれる。

## ユーロ圏経済

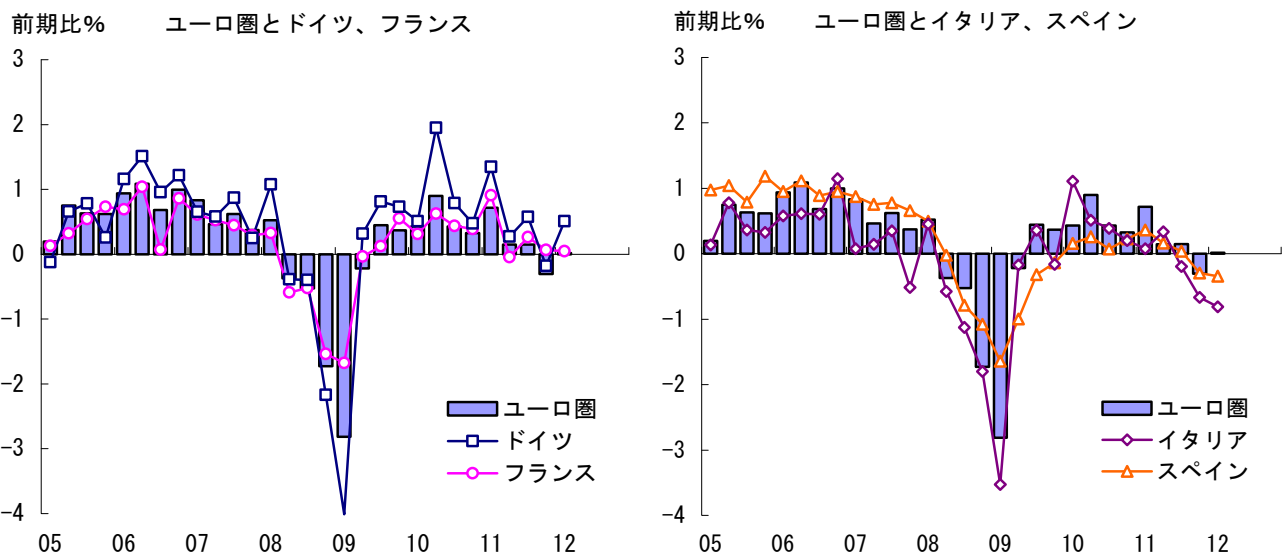
### リセッション入りは免れる

2012年1-3月期のユーロ圏のGDP成長率は、前期比マイナス成長に落ち込むとの予想に反してゼロ成長となった。このため、「2四半期連続の前期比マイナス成長＝リセッション」との定義に従えば、今回はリセッション入りを免れた。ゼロ成長に踏みとどまったのは、ドイツが前期比+0.5%と10-12月期の同-0.2%から反発した効果が大きい。ほかにフィンランド（前期比+1.3%）、スロバキア（同+0.8%）、エストニア（同+0.5%）、ベルギー（同+0.3%）、オーストリア（同+0.2%）が1-3月期にプラス成長となり、フランスは前期比ゼロ成長となった。ポルトガル（同-0.1%）、オランダ（同-0.2%）はマイナス成長が継続したが、10-12月期と比較するとマイナス幅が縮小した。

### イタリアとスペインの景気は一段と悪化

一方、景気の悪化が続いたのはイタリアとスペインである。特にイタリアは前期比-0.8%と10-12月期の同-0.7%からさらに悪化した。また、スペインも同-0.3%と軟調である。なお、渦中のギリシャは季節調整済みのGDP統計の発表が停止されているため、前期比の伸び率の算出ができない。前年比では1-3月期は-6.2%と10-12月期の同-7.5%からマイナス幅はやや縮小したが、依然として景気は大幅に落ち込んでいる。つまり、相対的に景気堅調な北部ヨーロッパ、悪化している南部ヨーロッパという図式は1-3月期も変わらなかったのである。

図表1 ユーロ圏と加盟国のGDP成長率



出所：Eurostat データより大和総研作成

### 消費と輸出が持ち直した一方、投資が落ち込んだと推測される

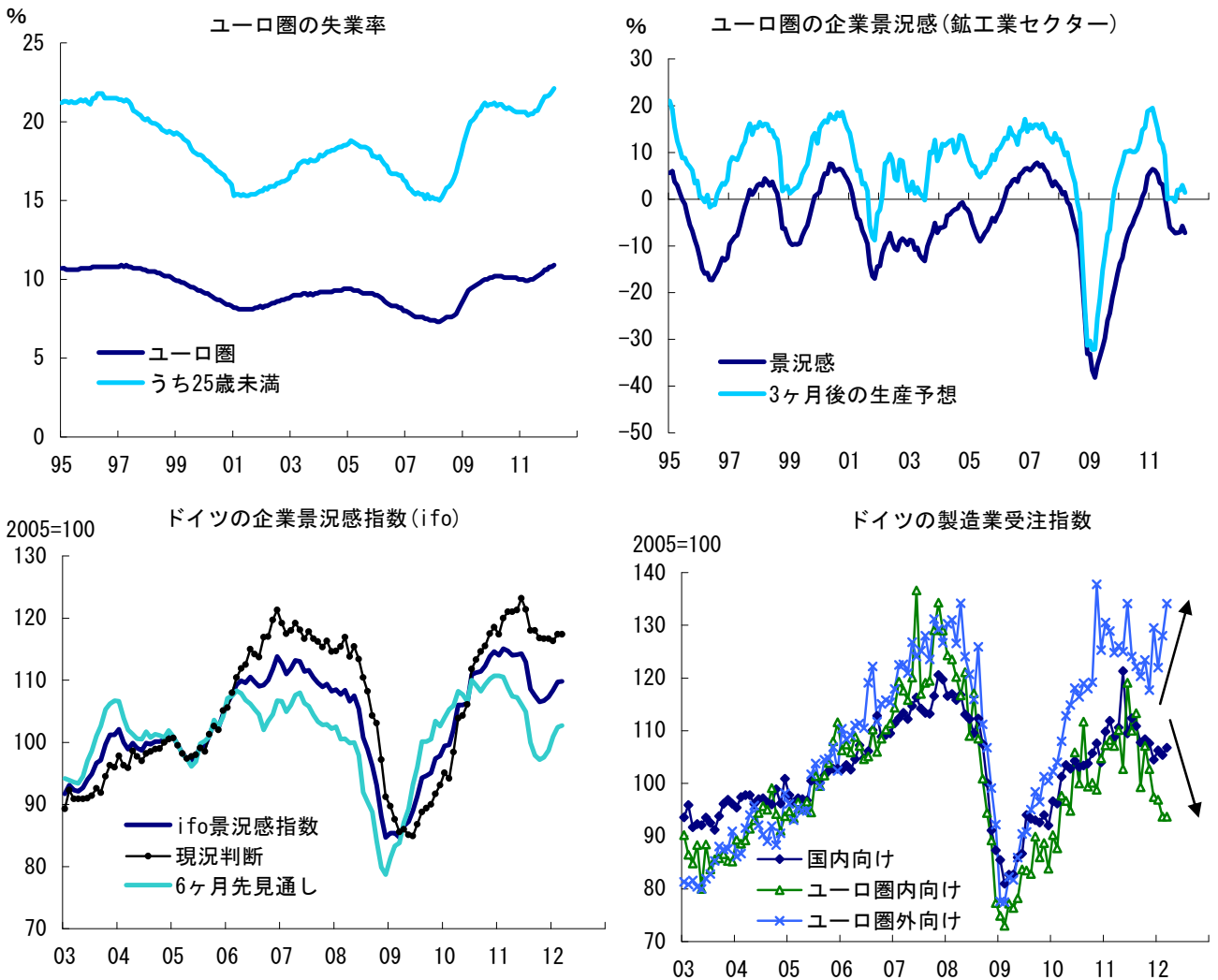
ユーロ圏の1-3月期GDPの内訳は6月6日まで発表されない。ただ、すでに内訳まで発表されたフランス、オランダの動向からは、1-3月期は固定資本形成が落ち込んだと推測される。フランスの固定資本形成は前期比-0.8%、オランダは同-0.6%であった。一方、両国とも個人消費と輸出は拡大し、景気の下支え役を果たした。ドイツのGDP内訳の発表は5月24日だが、ドイツ統計局のプレスリリースによると、やはり個人消費と輸出が拡大する一方、固定資本形成が調整したとされる。各国で固定資本形成がそろって調整したのは、緊縮財政政策に伴う国内消費の落ち込みに加え、外需も減速傾向にあり、生産計画が下方修正されたこと、さらに昨年末の銀行の資金繰り難の影響も残ったと考えられる。

ユーロ圏景気見通し

1-3 月期のユーロ圏景気は全体としては予想よりも良い結果だったが、残念ながらこれが景気の底打ちを意味するわけではないだろう。ユーロ圏の 3 月の失業率は 10.9%まで上昇し、25 歳未満の失業率は 22.1%へ上昇した。どちらもユーロ導入以来の最高記録で、まだ上昇傾向に歯止めがかかっていない。また、昨年末からいったん改善の兆しがみられた景況感指数が、総じて 4 月以降悪化している。欧州委員会が発表している景況感指数 (ESI) は、2011 年 12 月に底をつけ、改善していたが、4 月に悪化に転じて 12 月の水準に逆戻りしてしまった。特にその中で先行的な指数とみられる鉱工業部門の今後 3 ヶ月の生産見通しは、4 月に 2009 年 9 月以来の水準へ悪化した。

これに対して、ドイツで景気に対する先行性をもっとも高いと判断される ifo 景況感指数は昨年 11 月からこの 4 月まで 6 ヶ月連続で改善傾向にあり、ドイツ景気の底堅さを示唆している。ドイツでは製造業受注 (直近は 2 月データ) の中でユーロ圏外からの受注が拡大傾向をみせ、また現在進行中の賃金交渉では高めの賃上げ率達成が見込まれていて消費の追い風となりそうである。ただし、そのドイツでもユーロ圏からの製造業受注は昨年半ばから縮小傾向が明確で、各国の緊縮財政政策に伴う需要減退が深刻化してきていることを示唆している。

図表 2 ユーロ圏の失業率と景況感はともに悪化、ドイツは相対的に堅調



出所 : Eurostat、欧州委員会、ifo 経済研究所、ドイツ連銀データより大和総研作成

## 再選挙となってしまう ギリシャ総選挙

緊縮財政政策による景気悪化がますます実感される中で、5月6日のフランス大統領選挙とギリシャ総選挙で与党が敗北したのは当然の結果だろう。ただ、それにしてもギリシャの結果は緊縮財政政策を推進してきた ND（新民主主義党）と PASOK（全ギリシャ社会主義運動）にとって厳しい結果となった。ND と PASOK の得票率はわずか 32%にとどまり、議席数も選挙前の 201 議席から 149 議席に減って過半数にとどかなかつた。代わって躍進したのは緊縮財政反対を主張するさまざまな政党だが、緊縮財政反対では一致するものの、他の主張では極右から極左まで分裂状態となってしまった。このため、上位 3 党が試みた組閣協議はいずれもまとまらず、大統領が仲介した挙国一致内閣も、政治家を入れない実務者内閣の提案も実現には至らず、6月17日に再選挙が行われることになった。

図表 3 ギリシャ総選挙（5/6）の結果

	2012/5/6の総選挙		選挙直前 議席数	2009/9の総選挙	
	得票率	議席数		得票率	議席数
新民主主義党 (ND)	18.9	108	72	33.5	91
急進左派連合 (SYRIZA)	16.8	52	11	4.6	13
全ギリシャ社会主義運動 (PASOK)	13.2	41	129	43.9	160
独立ギリシャ人 (ANEL)	10.6	33	11		
共産党 (KKE)	8.5	26	21	7.5	21
極右政党・黄金の夜明け (CHA)	7.0	21	0		
民主左派 (DIMAR)	6.1	19	10		
その他	19.0		46	10.5	15
合計	100.0	300	300	100.0	300

注：ギリシャでは議席配分は得票率に応じた配分になるが、第1党には50議席が上乘せされる。

出所：各種報道より大和総研作成

## 再選挙の勝者は緊縮 財政反対を主張する SYRIZAに？

再選挙では、今回第2党に躍進した SYRIZA（急進左派連合）が第1党になる可能性が高いとの世論調査結果が出ている。ND と PASOK はそれを回避するべく、SYRIZA が主張している緊縮財政政策の放棄はギリシャのユーロ圏からの離脱につながるものであり、それを回避したければ ND と PASOK に投票するよう呼びかけると予想される。ギリシャ国民は緊縮財政政策には強く反発しているものの、ユーロ圏にとどまりたいとの意見が8割近くを占めるとの世論調査結果があるためである。問題は SYRIZA もユーロ圏残留を支持していることで、ND と PASOK の戦略はあまり効果を上げない可能性が高い。

## 見通しが難しい今後の ギリシャのシナリオ

SYRIZA を中心とする政権が誕生した場合、公約通りに緊縮財政政策の放棄を決定すれば、EU/IMF による財政支援の条件が満たされないことになり、財政支援は停止されると予想される。そうなればギリシャ政府は財政破綻に陥り、事態打開のために独自通貨発行を選択する可能性がある。これがギリシャのユーロ圏からの離脱シナリオと考えられる。ただし、繰り返しになるが、ギリシャ国民も SYRIZA もユーロ圏にとどまることを望んでいるため、このプロセスが既定路線とは言えないだろう。緊縮財政政策の放棄とユーロ圏残留が相容れない政策と認識せざるを得なくなった時に SYRIZA がどのような決定を下すのか、前もって判断することは難しいが、ユーロ圏にとどまって、EU や IMF と緊縮財政政策の内容の見直し交渉を要求してくる可能性も考えられる。ギリシャのデフォルト、ユーロ圏からの離脱が他国や金融機関に連鎖することへの懸念が改めて高まる中、EU/IMF もこれを拒否することはないと予想される。

## 危機連鎖の不安は消えていない

ギリシャの今後の動向に関しては、まずは再選挙の結果次第である。とはいえ、ギリシャがデフォルトする可能性、ユーロ圏から離脱する可能性が総選挙前と比較して高まってしまったことは事実であり、そのようなリスクシナリオの想定、そうなった場合にどのような対策が必要なのかという検討がにわかに慌しくなってしまった。また、この「ギリシャ発のリスク」が他国へ連鎖していく懸念も消えていない。ギリシャのほかに緊縮財政政策の放棄を言い出した国が出てきているわけではないが、ギリシャの総選挙結果を生んだ、緊縮財政政策に疲れた国民と、悪化する景気は、程度の差はあれ、ユーロ圏加盟国の多くにみられる。また、銀行部門のバランスシート調整もまだ終わったとは判断されず、5月に入ってスペイン政府が貯蓄銀行最大手のバンキアの一部国有化に踏みきった。

## 財政緊縮一辺倒の経済政策を見直そうとする動き

この中でユーロ圏のこれまでの経済政策を見直そうという動きが具体化してきている。4月下旬から5月初めかけて、ドラギ ECB 総裁、レーン欧州委員から相次いで財政健全化に加えて経済成長率を高める政策をとる提案が行われた。背景にあるのは財政懸念国を中心に景気悪化傾向に歯止めがかからない現状への危機感と考えられる。そして、5月6日のフランス大統領選挙の決選投票では、財政緊縮一辺倒の経済政策を批判し、成長と雇用を重視する政策をと主張してきたオランド氏が勝利した。オランド大統領は5月15日の就任式の直後にドイツを訪問してメルケル首相との首脳会議を行い、独仏協調路線に変更がないことをアピールして手堅いスタートをきった。とはいえ、ユーロ圏の財政政策に「成長」という重点を入れることには積極的であり、イタリアのモンティ首相などもこれに同調する発言を行っている。

## 5月23日に経済成長をテーマとするEU首脳会議開催

フランス大統領選挙の直後に、ファンロンパイ EU 大統領は5月23日に経済成長をテーマとする緊急のEU首脳会議を開催すると発表した。このような話し合いの場が設定されたことで、欧州の経済・財政政策は、成長にも配慮する方向へ軌道修正される動きになったと判断される。とはいえ、具体的にどのような方法をとるのかの話になれば、まだ意見はまとまらないだろう。「各国が競争力の強化を図るための構造改革を進める」という以前からの処方箋から、「EIB（欧州投資銀行）の融資枠を拡大する」、「公的資金を用いてインフラ投資を行う」、「ユーロ共同債の導入を検討する」など幅広い意見が考えられるためである。5月23日はさまざまな意見をまずは検討する場となり、6月28、29日のEU首脳会議で新財政協定に並ぶ「成長協定」の策定を目指すのではないかと考えられる。実のところ、経済対策を策定し、実行することになったとしても、それは即効性を期待できる対策にはほとんどならないだろう。それでも、経済成長を目指すことを確認し、またそのことが厳しすぎる財政緊縮路線の緩和につながれば、深刻化してしまった需要減退を緩和することが期待される。

## ECBへの政策対応期待が高まろう

ところで、オランド大統領は ECB に物価安定だけでなく、景気対策にももっと強く関与することも求めている。EU 条約で定められた ECB の任務は物価安定で、景気対策は物価安定を損なわない限りにおいて行うことができるとされているが、オランド大統領はより積極的に ECB が経済成長維持にもかかわることを主張している。これは中央銀行の政治からの独立性を重視するドイツの伝統的な考え方と相容れないが、この議論の行方も注目される。すなわち、サルコジ前大統領という盟友を失ったメルケル首相の、EU、ユーロ圏における発言力、決定力を測る試金石の一つになるのではないかと考えられる。



## 英国経済

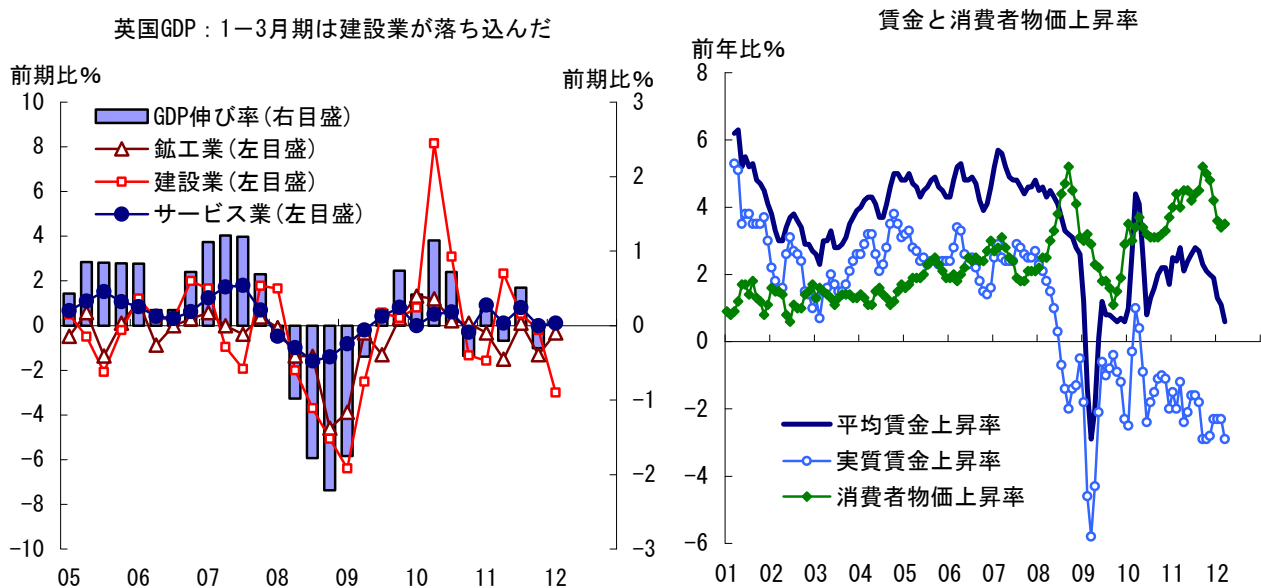
### 2009年以降のリセッション

英国の1-3月期のGDP成長率（速報値）は予想通り前期比-0.2%と、10-12月期の同-0.3%に連続してマイナス成長となり、リセッションに陥った。生産部門別ではサービス業は前期比+0.1%と辛うじて拡大したが、鉱工業は同-0.3%と縮小傾向が継続。建設業は同-3.0%と大幅に落ち込んだ。需要項目別の内訳は5月24日に発表となるが、小売売上高が1-3月に前期比+0.8%と高い伸びとなっているため、個人消費は経済成長にプラス寄与したと推測される。一方、固定資本形成が落ち込んで成長率を押し下げたとみられる。

4月以降の英国景気も見通しはあまり明るくない。4-6月期にはエリザベス女王の即位60年を祝って祝日が1日増えるため、ロイヤル・ウェディングで同様に祝日が1日増えた昨年同様、経済成長率に下押し効果が予想される。7-9月期にはオリンピックが開催され、観光客の増加が期待されているが、混雑と物価高騰を嫌って逆に海外旅行に出るロンドン市民もかなりいると予想されるため、景気押し上げ効果は限定されるのではないかとみている。英国の消費関連指標は、失業率こそ若干低下したものの、就業者はパートタイム就労者のみが増加し、フルタイム就業者は減少している。また、賃金上昇率も低下傾向にあり、1-3月はボーナスなしで前年比+1.6%、ボーナス込みでは同+0.6%の伸びにとどまった。これに対して、消費者物価は3月に前年比+3.5%と1月以降ほぼ横ばいで推移しており、賃金上昇率を大きく上回っている。実質賃金の目減りが一段と進んでしまっているのである。ここに緊縮財政と先行き不安でユーロ圏の内需が落ち込んでいる影響が加わるため、英国の景気回復見通しにもなかなか明るさがみえない。

BOEも5月のインフレーション・レポートで景気見通しを下方修正しており、追加の国債購入策を検討することになると予想される。

図表4 英国経済の見通しを暗くする実質賃金上昇率の低下傾向



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 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	1.9%	2.9%	0.6%	0.6%	-1.2%	1.5%	0.1%	-1.2%	0.3%	0.4%	-0.3%	0.7%
民間消費支出	0.9%	0.0%	-1.8%	1.0%	-1.8%	0.2%	0.4%	-0.4%	0.2%	0.4%	-0.3%	0.5%
政府消費支出	0.5%	-0.1%	0.1%	-0.7%	-1.0%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	0.0%	-0.5%	0.2%
総固定資本形成	-0.7%	6.7%	-0.6%	-0.8%	-1.8%	1.5%	-2.8%	-2.4%	0.0%	0.8%	-1.6%	1.0%
輸出等	11.1%	5.5%	5.0%	5.9%	-1.6%	6.3%	2.4%	2.0%	3.6%	4.1%	2.4%	3.8%
輸入等	9.4%	2.7%	1.6%	3.0%	-5.3%	3.9%	2.4%	2.8%	3.6%	4.9%	1.3%	4.0%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.9%	2.4%	1.6%	1.3%	0.7%	1.5%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.3%	0.7%
民間消費支出	0.9%	0.9%	0.3%	0.2%	-0.7%	0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	0.1%	-0.3%	0.5%
政府消費支出	0.5%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.4%	0.0%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.3%	-0.5%	0.2%
総固定資本形成	-0.7%	3.2%	1.1%	0.8%	0.8%	1.5%	-1.5%	-2.0%	-1.8%	-1.1%	-1.6%	1.0%
輸出等	11.1%	9.9%	6.4%	5.6%	3.6%	6.3%	2.9%	2.1%	1.6%	3.0%	2.4%	3.8%
輸入等	9.4%	8.1%	4.2%	3.3%	0.4%	3.9%	0.4%	0.7%	0.8%	3.4%	1.3%	4.0%
鉱工業生産（除建設）	7.3%	6.8%	3.8%	3.8%	-0.1%	3.6%	-1.6%	-1.1%	-1.3%	0.6%	-0.9%	1.3%
実質小売売上高	0.9%	0.2%	-0.5%	-0.6%	-1.4%	-0.6%	-1.1%	-0.3%	-0.6%	0.8%	-0.3%	0.7%
消費者物価	1.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.3%	2.5%	2.1%
生産者物価	3.2%	6.4%	5.8%	5.4%	4.7%	5.5%	3.3%	3.2%	2.9%	2.9%	3.0%	2.9%
失業率	10.1%	10.0%	10.0%	10.2%	10.5%	10.2%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	10.9%
10億ユーロ												
貿易収支	10.5	0.3	-1.5	1.1	2.3	2.2	5.0	5.0	7.0	6.0	23.0	26.0
経常収支	-11.0	-2.3	-6.1	-0.1	4.2	-4.3	-6.1	-11.2	-7.2	-8.3	-32.9	-24.7
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%	1.88%	1.52%	1.50%	1.56%	1.62%	1.81%
独 国債2年物(期中平均)	0.85%	1.42%	1.70%	0.86%	0.41%	1.09%	0.21%	0.08%	0.05%	0.10%	0.11%	0.26%
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：2012年Q1まで実績値（GDP内訳、貿易収支、経常収支は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%	1.0%	-0.2%	2.3%	-1.2%	0.7%	-1.0%	0.7%	0.7%	0.9%	0.1%	1.2%
民間消費支出	1.2%	-3.5%	-1.6%	-1.1%	1.7%	-1.2%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	0.6%	1.5%
政府消費支出	1.5%	0.2%	0.7%	-2.0%	2.2%	0.1%	2.0%	-0.8%	-0.4%	0.8%	0.5%	0.7%
総固定資本形成	3.1%	-3.7%	-0.6%	2.6%	-2.2%	-1.2%	-1.6%	4.1%	0.8%	0.0%	0.3%	1.3%
輸出等	7.4%	5.8%	-8.5%	-0.2%	6.4%	4.6%	1.6%	3.2%	3.6%	4.1%	2.3%	3.9%
輸入等	8.6%	-6.7%	-2.4%	0.8%	3.6%	1.2%	2.0%	2.8%	3.2%	4.1%	2.3%	4.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.1%	1.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.3%	0.1%	1.2%
民間消費支出	1.2%	-0.3%	-1.5%	-1.9%	-1.2%	-1.2%	-0.1%	0.5%	1.1%	1.0%	0.6%	1.5%
政府消費支出	1.5%	0.4%	-0.1%	-0.4%	0.3%	0.1%	0.7%	0.3%	0.7%	0.4%	0.5%	0.7%
総固定資本形成	3.1%	-3.0%	-0.3%	-0.5%	-1.0%	-1.2%	-0.5%	0.7%	0.2%	0.8%	0.3%	1.3%
輸出等	7.4%	11.1%	3.9%	3.2%	0.7%	4.6%	-0.3%	2.7%	3.7%	3.1%	2.3%	3.9%
輸入等	8.6%	5.5%	1.8%	-0.9%	-1.3%	1.2%	1.0%	2.3%	2.9%	3.0%	2.3%	4.3%
鉱工業生産	1.9%	1.2%	-1.4%	-1.6%	-3.0%	-1.2%	-3.0%	-2.0%	-1.5%	-0.3%	-1.7%	0.5%
実質小売売上高	-0.2%	1.5%	0.4%	-0.5%	1.2%	0.7%	1.8%	2.7%	2.6%	2.3%	2.3%	1.4%
消費者物価	3.3%	4.1%	4.4%	4.7%	4.7%	4.5%	3.5%	3.1%	2.6%	2.5%	2.9%	2.5%
生産者物価（出荷価格）	4.2%	5.3%	5.6%	6.1%	5.3%	5.6%	3.9%	3.3%	3.3%	3.6%	3.5%	2.8%
失業率	7.9%	7.7%	7.9%	8.3%	8.4%	8.1%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.1%
10億英ポンド												
貿易収支	-98.5	-22.9	-24.9	-27.6	-24.2	-99.7	-25.0	-25.8	-28.2	-26.4	-105.4	-115.7
経常収支	-48.6	-6.6	-3.4	-10.5	-8.5	-29.0	-9.0	-6.4	-10.8	-9.8	-36.0	-44.8
財政収支	-122.7	-13.2	-28.3	-19.8	-33.2	-94.5					-86.9	-73.7
国債10年物(期中平均)	3.53%	3.65%	3.41%	2.68%	2.28%	3.00%	2.14%	2.00%	2.00%	2.10%	2.06%	2.35%
国債2年物(期中平均)	0.96%	1.35%	1.01%	0.63%	0.48%	0.87%	0.42%	0.39%	0.36%	0.36%	0.38%	0.50%
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：2012年Q1まで実績値（GDP内訳と経常収支は2011年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