

～海外情報～

2012年6月20日 全7頁

欧州経済見通し 利下げ可能性高まる

経済調査部
山崎 加津子

ドイツの景況感もついに悪化

[要約]

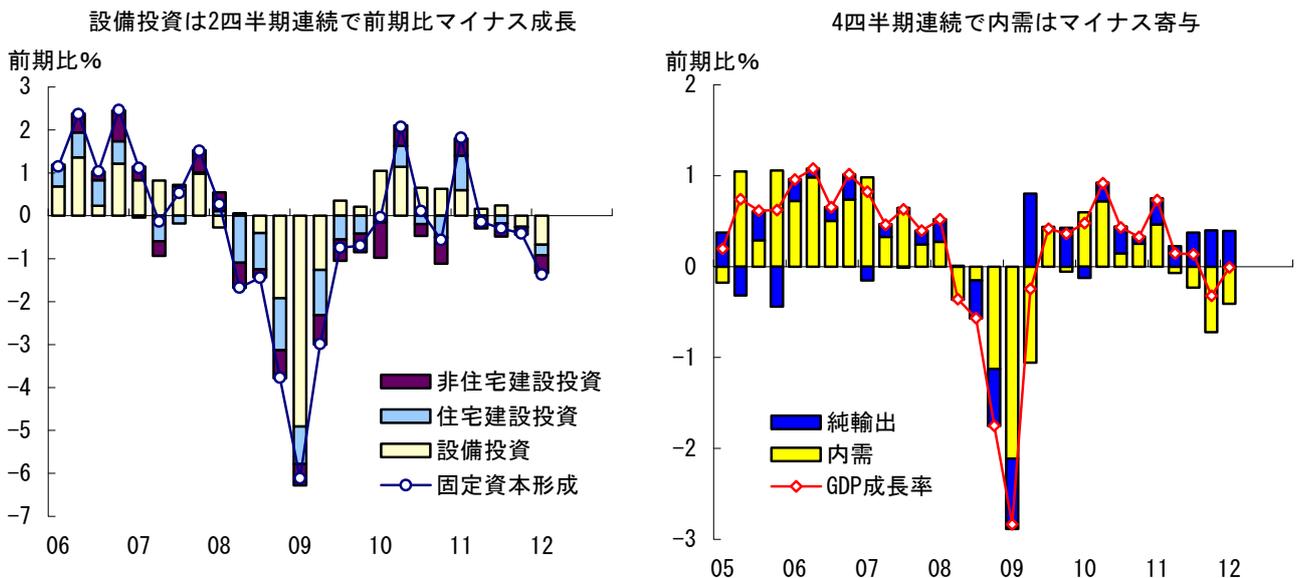
- ギリシャの再選挙、スペイン銀行部門の資本不足問題で金融市場が大きく揺れる中、景気見通しに関しても不透明感が一段と増している。ユーロ圏で例外的に強気の景気見通しを維持してきたドイツでも5月以降、景況感が悪化している。
- 6月17日のギリシャの再選挙は、緊縮財政政策の継続を訴えた2政党が過半数の議席を確保し、最悪の事態は回避された。ただし、ギリシャの財政と経済の再建が約束されているわけではない。すでに市場の懸念はスペインに移っているが、6月末までの一連の政治日程の中で、銀行同盟を初めとする欧州統合を通じた救済策をどこまで具体化できるか注目される。
- 銀行同盟等が実現に向けて動き出すことになれば、それまでの時間稼ぎの対応策という意味でも、ECBによるスペイン国債購入や銀行部門への資金供給、さらには利下げが即効性のある対策として実行されるのではないかとみている。

ユーロ圏経済

輸出は回復したものの投資の落ち込みが目立った1-3月期GDP

ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は、10-12月期の前期比-0.3%のあと、前期比横ばいとなった。ユーロ圏加盟国のうち南部諸国はイタリア、スペインとも大幅に落ち込んだが、北部諸国がドイツの前期比+0.5%成長を筆頭に健闘した。需要項目別では固定資本形成が前期比-1.4%と落ち込んだ。固定資本形成の落ち込みはこれで4四半期連続となったが、昨年半ばすぎまでは設備投資は回復基調にある一方、建設投資の不調が足を引っ張る展開であった。しかし、10-12月期の設備投資は前期比-0.6%と息切れし、1-3月期は同-1.5%とさらに落ち込んだ。他方で1-3月期は輸出が前期比+1.0%と10-12月期の同-0.7%から回復した。輸入は同+0.1%の伸びにとどまったため、純輸出の前期比寄与度は+0.4%であった。なお、ドイツおよびフランスのGDP統計から個人消費の持ち直しが期待されたが、ユーロ圏全体では前期比変わらずにとどまった。南部諸国の消費の落ち込みで相殺されてしまったのである。これで前期比寄与度が内需はマイナス、外需はプラスという構図は4四半期連続となった。

図表1 ユーロ圏のGDP：設備投資の回復が息切れし、外需依存が一段と鮮明に

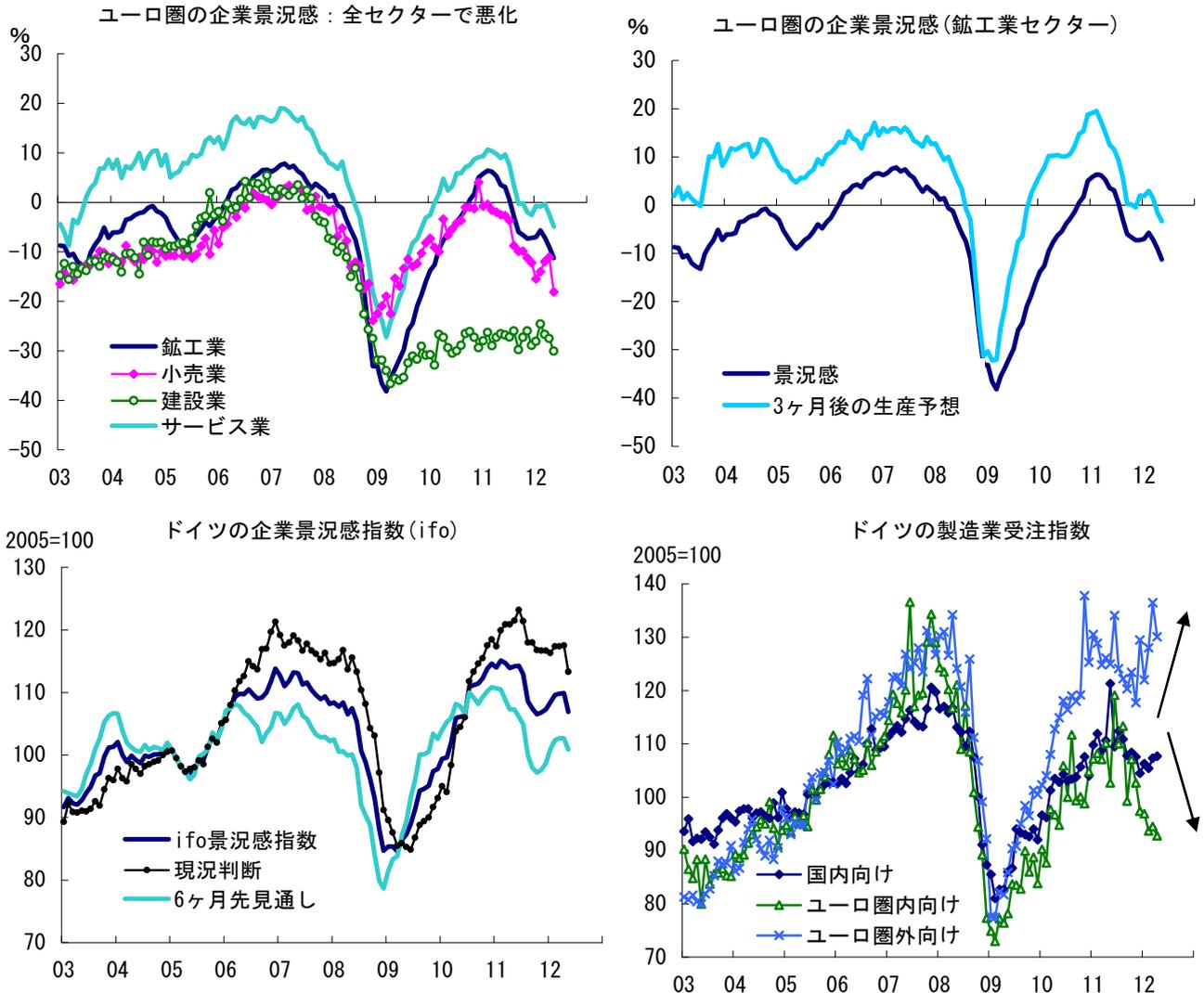


出所：Eurostat、Haver Analytics データより大和総研作成

4-6月期はマイナス成長が見込まれる

続く4-6月期に関しては、前期比マイナス成長となる可能性が高いとみられる。ユーロ圏の景気先行指標である企業景況感は、すでに4月に業種別でも国別でも全般的な悪化傾向がみられたが、5月はさらに悪化した。とりわけ、最後まで踏みとどまっていたドイツのifo景況感指数が5月について悪化に転じた。ifo経済研究所によれば、ドイツの企業の輸出に関する見通しは引き続き強気優勢とのことだが、製造業受注統計にみられるようにユーロ圏からの需要は減少トレンドに歯止めがかかっていない。リーマン・ショック後にユーロ圏からの受注がピークをつけたのは2011年6月だったが、この4月はそこから2割以上の受注減となっている。財政再建が優先課題となっているスペイン、イタリアなどの需要減少が特に目立つが、両国を含む南欧諸国の失業率は上昇傾向にあり、ユーロ圏全体の失業率も3月以降11%の大台に乗せてしまった。ユーロ圏の内需は南欧諸国を中心に一段と悪化すると予想される。

図表 2 企業景況感の悪化はついにドイツにも波及



出所：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

ユーロ圏債務問題の深刻化で先行き不透明感高まる

また、ユーロ圏の内需の落ち込みをカバーしてきた外需の見通しも不透明感が高まっている。欧州を除く世界経済は、米国が緩やかな回復を続ける一方、景気減速中のエマージング諸国では金融緩和が景気てこ入れの役割を果たすことが期待されてきた。ところが、ここ 1 ヶ月のユーロ圏債務問題に由来する金融市場の混乱と欧州景気の落ち込みが、世界経済の先行き不透明感を改めて高めてしまっている。5月6日のギリシャ総選挙で緊縮財政政策の遂行が危うくなり、ギリシャのユーロ圏離脱の可能性から、ユーロ圏瓦解の可能性まで取り沙汰される事態となった。そのようなシナリオが現実となった場合、リーマン・ショックをしのぐ市場の混乱と、景気悪化が引き起こされるとの懸念が高まったのである。最悪のシナリオが実現する確率については大きく見方が割れていたが、企業も銀行もそうなった場合に起こりうるリスクを想定し、その対策を講じる必要に迫られた。

ギリシャ再選挙は緊縮財政政策継続派が過半数の議席獲得

6月17日のギリシャの再選挙は、新民主主義党 (ND) がなんとか第1党の座を守り、全ギリシャ社会主義運動 (PASOK) と連立を組めば議会の過半数の議席を確保できることになった。緊縮財政政策の一方向的破棄を言い出しかねなかった急進左派連合 (SYRIZA) を中心とする政権の誕生とならなかったことは朗報である。

しかし、市場の安心感をつなぎとめるのはこれだけでは不十分である。というのも、これでようやく総選挙の前の体制に戻ただけであり、しかもギリシャは緊縮財政政策の継続と経済立て直しというこれまでも十分な成果を上げることができなかった課題に改めて取り組まなければならない。ギリシャ新政府は財政支援策の要件緩和を求めてくる公算が大きく、支援する側の EU、IMF も目標達成年次の延長などに応じると予想されるが、それだけでギリシャの再建が達成されるとは期待されない。EU と IMF は、ギリシャに緊縮財政政策の堅持を求めつつ、同時にギリシャの経済立て直しの支援する対策を早急に講じる必要がある。

フランスではオランダ大統領の左派が上下両院を手中に

なお、同じく 6 月 17 日に投票が行われたフランス国民議会（下院）の決選投票の結果、左派陣営が国民議会で過半数の議席を獲得し、オランダ大統領はすでに過半数を制している上院とも合わせて、しっかりと政治基盤を手に入れた。オランダ大統領はこの選挙結果をてことしてユーロ圏の中で発言権を強めてくると予想されるが、その成果はすぐにも問われることになる。

懸念の対象はすでにスペインへ移行

というのも、市場の関心はすでにギリシャからスペインに移っており、このユーロ圏 4 位の経済規模を持つ国の財政懸念を抑えるためには、ユーロ圏で一体となった支援体制が不可欠と考えられるためである。スペイン 4 位の銀行であるバンキアが 5 月半ばにスペイン政府に 190 億ユーロの支援を要請して以降、スペインの国債利回りは大幅に上昇した。6 月 9 日にはスペイン政府の要請を受けて、ユーロ圏財務相が同国の銀行資本増強を目的に最大 1,000 億ユーロの資金を、EFSF（欧州金融安定化機構）もしくは ESM（欧州安定メカニズム）から融資することで基本合意した。1,000 億ユーロというのは、バンキアの支援要請額を大きく上回るだけでなく、IMF がスペインの銀行部門の資本不足額と算出した 400 億ユーロも上回り、民間でさまざまに推計されている資本不足額のほぼ上限に相当する金額であった。ところが、この決定もマーケットの懸念を鎮静化させるには力不足で、ギリシャの再選挙直後の 6 月 18 日にスペイン 10 年国債利回りは 7% を突破した。

失われた信頼感の回復につなげられるか

一連の動きからうかがえるのは、金融市場がユーロ圏の危機対策に関して、信頼感を失っていることである。ユーロ圏の政策担当者の対応はいつも後手に回り、救済資金の規模は十分に大きくなく、緊縮財政政策一辺倒になっている処方箋は有効性に大きな疑問符がつくというのがその見解であろう。このような危機対応への信頼性の低下は、景気回復に対する信頼性の低下にも急速に結びついてきている。市場関係者（アナリストやファンドマネージャー）にドイツの 6 ヶ月先の景気見通しを聞いている ZEW 指数は 6 月に大幅悪化した。景気見通しの悪化が、投資計画の先送り、受注や雇用の抑制につながり、実体経済をさらに落ち込ませることを回避するためには、政策対応への信頼感回復が緊急に必要である。6 月 21 日にはスペイン銀行部門の資本不足額の算定結果が公表され、銀行支援が具体的に詰められる運びになると見込まれる。同じ 21 日にはユーロ圏財務相会合、翌 22 日には EU 財務相会合と独仏伊西 4 か国の首脳会合、そして月末の 28、29 日には EU 首脳会議と重要政治日程が続く。特に注目されるのは EU 首脳会議である。18、19 日のメキシコでの G20 会議では、世界各国が欧州諸国にユーロ危機への早急な対応を迫ったが、これに対して欧州政策当局者は、銀行監督、預金保険機構、銀行清算基金の統合を盛り込んだ銀行同盟の行程表を提示し、その具体化を約束した。月末の EU 首脳会議ではこの銀行同盟に加え、欧州の経済成長対策の具体化が最大の議題になると予想される。また、ユーロ圏が今後目指すとしている財政統合の具体化について議論を深められるかも注目される。より端的には、ドイツの譲歩をどこまで引き出せるか、オランダ大統領の手腕が問われよう。

即効性のある対応ができるのは結局ECB

EU 首脳会議である程度具体的な議論ができたとしても、銀行同盟の実現は早くて年内、財政同盟に関してはEU条約の改定が必要と考えられるため、数年単位の対応策となろう。となると、喫緊のスペイン救済の役に立つのか疑問が生じる。スペインの問題は、銀行部門への資金注入が国家債務負担を拡大させ、いずれ国家全体が救済の対象になってしまうのではないかと懸念されていることである。銀行同盟を実現させ、銀行システム安定化のためのコストを個別国がそれぞれに負担するのではない仕組みを作れば、国家債務拡大と銀行の資本不足の同時進行を止めることが可能になろう。銀行同盟実現の合意がなされれば、それまでの時間稼ぎとして、ECBによるスペイン国債の購入再開が現実的な対応策として出てくるのではないかとみている。また、銀行部門への資金供給に関しては、年末年始に大々的に実施された3年物の長期オペ(LTRO)が再び導入される可能性は低いとみられるものの、6ヶ月もしくは1年という期間のLTROの可能性はあるのではないかとみている。なお、利下げに関しては、ユーロ圏の消費者物価上昇率が昨年11月の前年比+3.0%をピークに低下傾向にあり、5月には同+2.4%まで低下した。他方で景気見通しの不透明感が高まっている現状で、ECBが利下げに踏み切る条件も整いつつあるように見受けられる。7月に0.25%の利下げに踏み切ると見通しを変更する。

英国経済

鉱工業部門の景況感が急速に悪化

英国経済はこの1ヶ月で景況判断が悪化した。特に鉱工業部門の景況感の悪化が顕著だが、その内訳では3ヶ月先の生産見通しが顕著に悪化した。また、雇用判断や受注判断もそろって悪化している。背景にあるのは、最大の貿易相手であるユーロ圏の債務危機が一段と泥沼化していることであろう。ユーロ圏向けの輸出は英国の輸出の47% (2011年) を占めるが、4月に前年比-7.6%と大幅減となった。すでに昨年末以降、イタリア (2011年のシェアは3.4%)、スペイン (同3.3%) 向けの輸出が落ちていたが、4月はドイツ (同10.9%)、オランダ (同7.9%)、フランス (同7.3%) 向けの輸出も前年割れとなってしまった。5月になってギリシャの総選挙で政権樹立ができずに再選挙となり、スペインでは銀行救済に多額の資金が必要となって国債利回りが高騰した。その後、6月17日のギリシャの再選挙で財政緊縮をまがりなりにも維持する政権が誕生する運びとなったが、欧州の先行き不透明感は晴れていない。英国の対ユーロ圏輸出は5月以降、さらに落ち込んでいる可能性が高い。英国の輸出の見通しが不透明であることは、企業の投資計画の見通しも立たないということであり、政府が財政緊縮策を進めている英国で、輸出と企業投資拡大による景気回復というもくろみが頓挫するリスクがますます高まっている。

消費者物価は低下したが、賃金上昇率は一段と低下

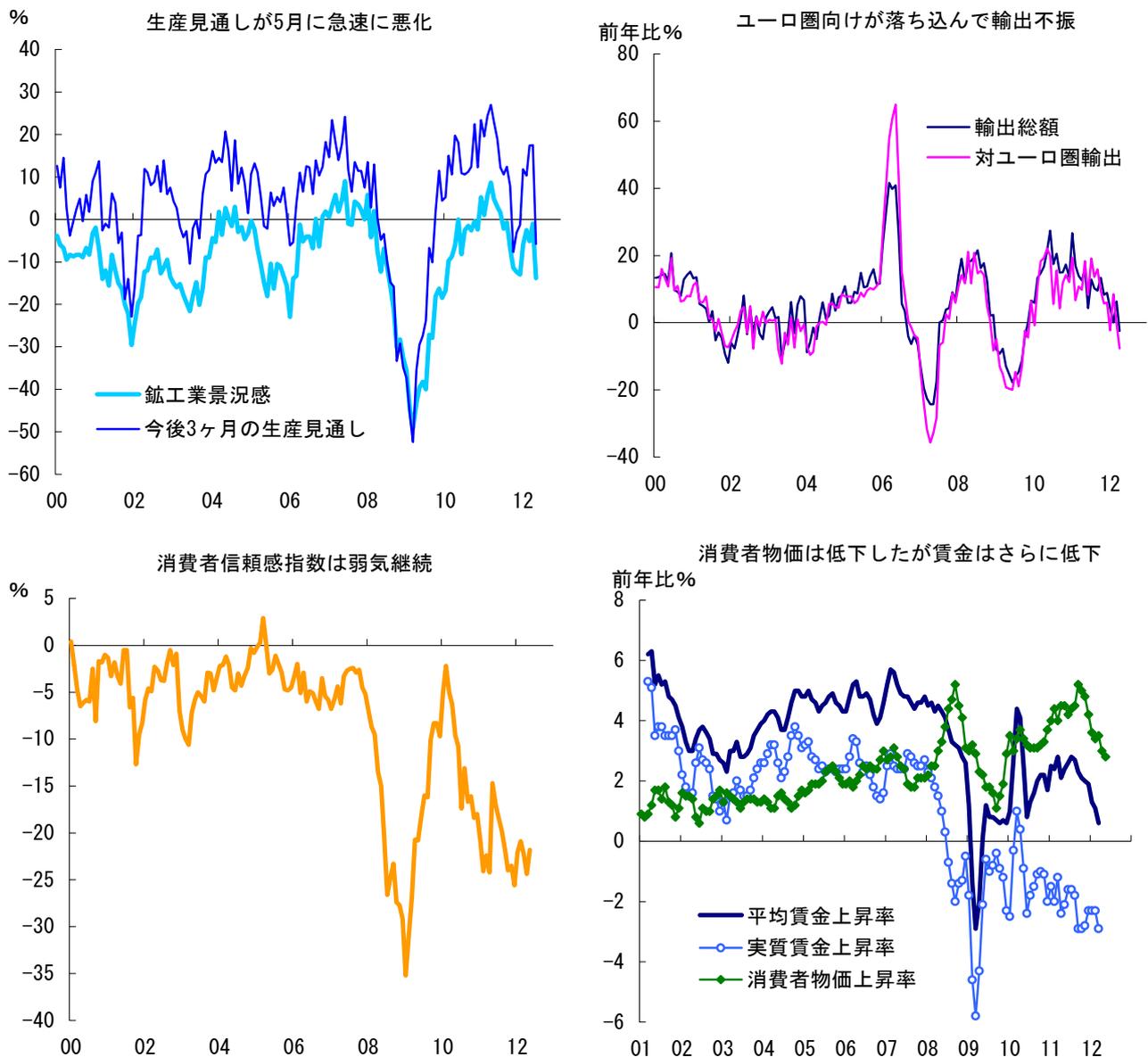
英国の消費者マインドはすでに1年近く、弱気水準での一進一退を繰り返している。VAT (付加価値税) 増税効果の剥落に加え、原油価格が下落したことを受けて、消費者物価は4月によりやく前年比+3.0%と英中銀 (BOE) のインフレターゲットのレンジ内に入り、5月に同+2.8%とさらに低下した。消費の抑制要因となってきた高いインフレ率が落ち着いてきたことは朗報のはずだが、この間に景気停滞が賃金上昇率の低下につながっているため、実質賃金上昇率がプラスに転じる見通しはいまだ立っていない。3月の賃金上昇率は、前年比+0.6%と2009年12月以来の低水準にとどまった。就業者数は過去6ヶ月のうち5ヶ月は前月比で

増加しているが、その大半がパートタイム就業者で、フルタイム就業者ではない。直近2月の週当たり労働時間は前年比+0.4%と4ヶ月ぶりに増加しており、賃金上昇率の低下に歯止めがかかることが期待されるものの、消費の回復はゆっくりとしか進まないと予想される。

一段の金融緩和に動く英中銀

このような情勢下で、キングBOE 総裁は6月14日のマンションハウスのスピーチで、景気に対する悲観的な見方を示すと同時に、新たな流動性供給と信用緩和措置を発表した。低金利の資金供給を増やすことで、銀行の貸し出し増を促すことを目的としている。また、早ければ7月5日の金融政策決定会合で、国債購入額の拡大も決定する可能性が高いと見込まれる。

図表3 英国経済指標



出所：英国統計局、欧州委員会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%	3.0%	0.6%	0.5%	-1.3%	1.5%	0.0%	-0.9%	-0.1%	0.3%	-0.3%	0.7%
民間消費支出	0.9%	-0.4%	-1.6%	1.2%	-1.9%	0.2%	0.1%	-0.4%	0.0%	0.4%	-0.3%	0.4%
政府消費支出	0.7%	-0.6%	-0.1%	-1.2%	-0.6%	-0.3%	0.8%	-0.4%	-0.4%	0.0%	-0.2%	0.2%
総固定資本形成	-0.2%	7.5%	-0.6%	-1.2%	-1.6%	1.6%	-5.4%	-2.4%	-1.6%	0.4%	-2.5%	0.8%
輸出等	11.0%	5.8%	4.5%	6.1%	-2.7%	6.3%	4.1%	2.0%	3.6%	4.1%	2.6%	3.8%
輸入等	9.4%	3.1%	2.4%	2.7%	-6.7%	4.1%	0.6%	2.8%	3.6%	4.9%	0.6%	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%	-0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	-0.3%	0.7%
民間消費支出	0.9%	0.8%	0.3%	0.2%	-0.7%	0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.5%	0.0%	-0.3%	0.4%
政府消費支出	0.7%	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.2%
総固定資本形成	-0.2%	3.5%	1.2%	0.8%	1.0%	1.6%	-2.2%	-2.7%	-2.8%	-2.3%	-2.5%	0.8%
輸出等	11.0%	10.1%	6.4%	5.7%	3.3%	6.3%	2.9%	2.3%	1.7%	3.5%	2.6%	3.8%
輸入等	9.4%	8.2%	4.4%	3.6%	0.3%	4.1%	-0.3%	-0.2%	0.0%	3.0%	0.6%	4.0%
鉱工業生産 (除建設)	7.3%	6.8%	3.9%	3.9%	-0.1%	3.6%	-1.5%	-2.2%	-2.9%	-0.5%	-1.8%	1.2%
実質小売売上高	0.9%	0.2%	-0.4%	-0.6%	-1.4%	-0.6%	-1.2%	-1.2%	-1.0%	-0.1%	-0.9%	0.2%
消費者物価	1.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.7%	2.7%	2.4%	2.3%	2.1%	2.4%	2.1%
生産者物価	3.2%	6.4%	5.8%	5.4%	4.7%	5.6%	3.4%	2.8%	2.5%	2.5%	2.8%	2.9%
失業率	10.1%	9.9%	10.0%	10.2%	10.6%	10.2%	10.9%	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	13.2	9.0	7.0	6.0	35.2	26.0
経常収支	-11.0	-2.3	-6.1	-0.1	4.2	-4.3	11.6	-6.5	-4.5	-3.5	-2.9	-22.1
財政収支	-568					-386					-336	-316
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%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%

注：2012年Q1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%	-1.5%	-1.2%	0.0%	-1.4%	0.5%
実質小売売上高	-0.2%	1.5%	0.4%	-0.5%	1.2%	0.6%	1.7%	0.7%	1.2%	0.4%	1.0%	0.7%
消費者物価	3.3%	4.1%	4.4%	4.7%	4.7%	4.5%	3.5%	2.8%	2.8%	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%	2.9%	2.3%	2.7%	2.9%	2.6%
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	-25.5	-25.8	-28.2	-26.4	-105.8	-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	-36.1	-44.8
財政収支	-123.1	-13.2	-28.3	-19.8	-33.2	-94.5					-128.9	-114.3
国債10年物 (期中平均)	3.53%	3.65%	3.41%	2.68%	2.28%	3.00%	2.14%	1.92%	1.90%	2.10%	2.02%	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%	0.35%	0.29%	0.35%	0.35%	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 (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