

2012年7月20日 全7頁

欧州経済見通し 内外需ともに停滞感

EUの経済政策転換が企業景況感の悪化を止められるかに注目

経済調査部
山崎 加津子

[要約]

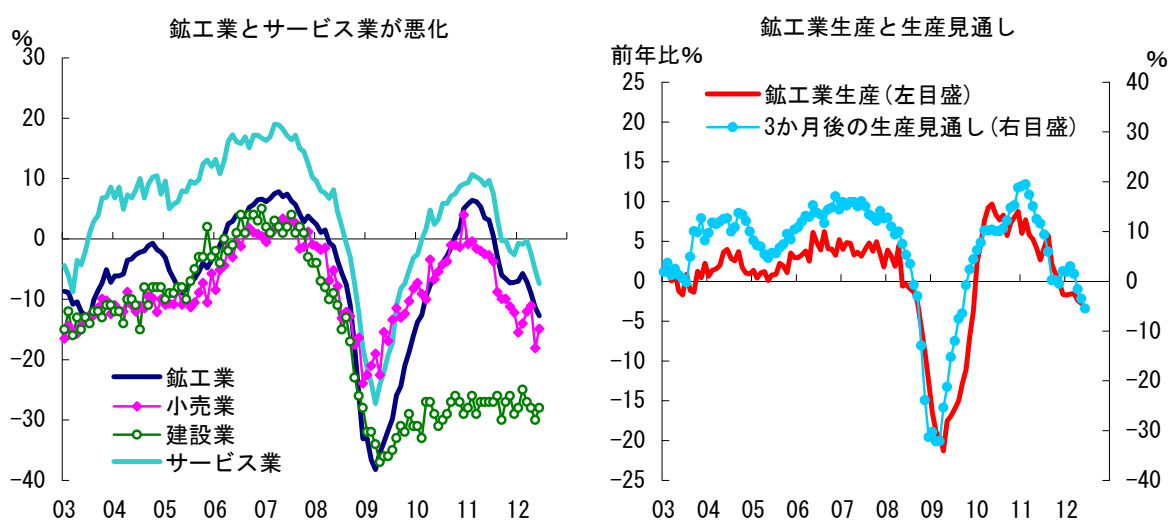
- ユーロ圏企業景況感は6月に一段と悪化した。財政健全化政策を取っていることによる内需減退に加え、ギリシャやスペインの財政懸念が再燃し、さらにその対策の不透明感が解消されていないことが要因とみられる。また、頼みの外需も中国やブラジルの景気減速の継続が確認されるなど、明るい材料に乏しい。
- 6月28、29日のEU首脳会議は、注目された銀行同盟では銀行監督制度の統合を年内に検討するとされたのみで、預金保険制度や銀行破綻処理制度の統合は先送りされ、ユーロ共同債の議論も進展はなかった。他方で、従来の緊縮財政一辺倒の経済政策を修正し、EUレベルで投資促進と雇用創出に主眼をおいた景気対策を講じることで合意した。また、ECBも7月5日に0.25%の利下げを決め、景気対策の援護射撃に動いた。
- ユーロ圏の経済成長予想は2012年-0.3%、2013年+0.7%で据え置く。ユーロ圏債務問題が制御不能とならない限り、今後の注目点はEUの投資促進策や、ECBの金融緩和策が効果を上げることができるかであり、その先行指標は企業景況感となろう。
- 英国経済はBOEやIMFによる見通しの下方修正が続いている。理由は外需の悪化だが、他方で個人消費に持ち直しの兆しがみられる。住宅市場バブル崩壊後、4年以上にわたって低迷した個人消費が回復してくれば、英国の景気回復の心強い援軍となろう。

ユーロ圏経済

企業景況感が一段と悪化

欧州委員会が発表しているユーロ圏の景況感指数（ESI）は6月も悪化し、2009年10月以来の水準に落ち込んだ。内訳では、建設業と小売業の景況感は5月からやや持ち直したが、鉱工業とサービス業の景況感が顕著に悪化した。特に、鉱工業生産の先行指標となる同部門の「3か月後の生産見通し」は、2009年9月以来の水準まで落ち込んでしまった。ユーロ圏の鉱工業生産は5月は前月比+0.6%と3か月ぶりに前月比で拡大したが、前年比は-2.8%で6か月連続で前年割れとなった。生産見通しの悪化が継続しているため、6月の鉱工業生産はさらに落ち込んだと推測される。

図表1 ユーロ圏企業景況感は生産の一段の落ち込みを示唆



出所：欧州委員会、Eurostat データより大和総研作成

景況感悪化の背景

景況感悪化の背景にはいくつかの要因が重なっている。まず、ユーロ圏各国が緊縮財政政策に取り組んでいる結果、域内需要の落ち込みが鮮明である。特にここ半年はイタリアとスペインの需要後退が目立つが、この2か国は合計でユーロ圏GDPの3割弱を占める中堅国である。失業率の上昇、乗用車新規登録台数の大幅減などが目立つ。緊縮財政政策という処方箋に対しては、フランスのオランド大統領を筆頭に批判的な発言が増えており、経済成長や雇用促進に重点を置いた政策が必要との認識が欧州で共有されつつある。とはいえ、緊縮財政政策の放棄という極端な主張が出てきたのはギリシャのみで、その他の国々では財政健全化目標（財政赤字をGDP比3%以内）の達成のため、7月に入って追加の財政緊縮政策の発表が相次いだ。イタリアは2014年までに260億ユーロ（GDP比1.6%相当）の追加削減を盛り込んだ財政計画を閣議決定し、スペインも2014年までに650億ユーロ（同6%相当）の財政赤字削減策を講じる方針を表明した。そしてフランスは選挙公約に掲げていた、高額所得者や企業を対象とする72億ユーロの増税実施を発表し、2012年の財政赤字をGDP比4.5%（2011年は同5.2%）に圧縮するとした。なお、フランスは2017年に財政収支を均衡させるという中期目標を掲げている。

景況感悪化のもう一つの要因は、ユーロ圏の危機対応策をめぐる不透明感が解消されていないことである。6月17日のギリシャ再選挙では、緊縮財政路線の放棄を主張する政権の誕生は回避された。しかしながら、2か月で2度の総選挙実施で財政再建の取り組みは大幅に停滞しており、新政権は「財政赤字がGDP比3%以内」という財政再建目標の達成期限を2年程度延長することや、公務員リストラ計画の縮小など緊縮財政政策の緩和を支援者側から引き出そうと画策している。ギリシャの財政状況を審査しているトロイカ（IMF、EU、ECB）の調査団は、7月下旬に調査結果を公表すると見込まれ、それをもとにギリシャ新政府とトロイカが今後の財政再建について協議すると予想される。トロイカはギリシャの景気低迷が長期化していることを勘案し、財政再建目標の達成年次の繰り延べは了承すると見込まれるが、公務員リストラ策の縮小等は受け入れ難いであろう。ギリシャ政府は8月に償還期限を迎える31億ユーロを手当てするため、すみやかな融資実行を望んでいるが、すんなりとゴーサインが出るとは予想されない。改めて不協和音が高まりそうである。

また、6月上旬に基本合意されたスペインの銀行部門支援にも不透明感が付きまとう。6月28、29日のEU首脳会議で、EFSF（欧州金融安定化機構）がこの融資を担当し、あとからESM（欧州安定メカニズム）がこれを引き継ぐこと、その際にESMは優先弁済権を放棄することが決定された。さらに、この融資がスペインの国家債務増大に直結しないように、ESMが金融機関に直に融資をできるように法改正することも合意された。ただし、ESMによる直接融資の前提条件と位置づけられた、欧州レベルでの銀行監督制度の統合は、ECB（欧州中央銀行）が主要な役割を果たすことが決まっているのみである。9月にも欧州委員会が青写真を提示し、年内にEU経済相合会で検討するとされているが、いつどのような形で実現するのかまだ明らかではない。

しかも、7月1日に予定されていたESM設立が9月以降に遅れる可能性が高まっている。実はドイツでESMは違憲ではないかと左派党や市民がドイツ連邦憲法裁判所に提訴したのである。ドイツ議会はESM設立法案を6月末に可決したのだが、ガウク独大統領が憲法裁判所の合憲判断がなければ署名できないとしたため、まだ発効していない。連邦憲法裁判所の判断は9月12日に示されることになっている。なお、EFSFの融資可能枠のうち使途が決まっていないのは残り2,000億ユーロあまりであるため、スペイン銀行部門への支援（最大620億ユーロとの見積もり）が実施されれば、その残額の少なさが改めて意識され、市場の不安要因になる可能性が考えられる。

以上に加え、頼みの綱である外需の回復が想定していた以上に遅々としていることも景況感悪化に作用しているとみられる。特に中国やブラジルといった、ここ数年の景気の牽引役を務めてきたエマージング諸国で景気の減速が続いている。ブラジルではすでに昨年半ばから、また中国でも今年に入ってから金融緩和を進めてきているのだが、その効果が見えてくるまでにはまだ時間がかかりそうである。しかも、このところ世界的な天候不順が、農作物に悪影響を及ぼすことが懸念されつつある。高温と乾燥で干ばつが懸念される地域と、低温や集中豪雨が作柄不順につながっている地域が混在しており、状況が改善しなければ、食糧品価格の上昇等の影響が出てくることになろう。

経済政策の方針転換始まる

6月28、29日のEU首脳会議で決まった銀行監督権の統合は、その直前に注目度が高まっていた「銀行同盟」の柱の一つである。ユーロ圏の債務危機を解決するためには、財政統合に踏み込んだ欧州の統合深化が必要との認識が共有されつつあるが、スペインの銀行部門救済要請をきっかけに、銀行同盟結成の機運が高まった。ただ、銀行監督権以外の預金保険制度の統合、(大手銀行の)破綻処理制度の統合に関しては、今回の首脳会議で進展はなかった。さらに、南欧諸国の期待感が高いユーロ共同債に関しては、議論の対象にすらならなかった模様である。このようにユーロ圏債務危機対策としては、6月のEU首脳会議は消化不良の印象が強い。

他方で欧州の経済政策という観点からは遅ればせながら方向転換が実現したと捉えられる。従来は、各国に緊縮財政政策と競争力強化政策の採用を迫るばかりであったが、欧州レベルで経済成長と雇用創出を後押しするべく、1,200億ユーロ規模の投資促進プログラムが採用された。具体的にはEIB(欧州投資銀行)の資本金を100億ユーロ増強して融資枠を600億ユーロ拡大すること、EU予算の一つである構造基金の未使用予算550億ユーロを財政困難国のインフラ投資などに優先的に活用することが盛り込まれている。また、プロジェクト債の試行プログラムも開始されることになった。これは、流通網、エネルギー、ブロードバンドの3分野で優先順位の高いと判断されたインフラ投資に、民間の資金が参入しやすくなるようEUがプロジェクト債を利用して保証を付与する仕組みである。

この方針転換は、各国の財政健全化政策への取り組みにも波及しつつあるように見受けられる。まず、スペインは財政健全化目標の達成年を2013年から2014年に一年先送りすることが認められた。目標達成年次を1年先送りしても、GDP比6%規模の赤字削減策が必要ということは、決して容易な目標ではないということだが、従来より柔軟な対応がなされたと考えられる。7月半ばには、アイルランドがこれまでの緊縮財政政策を一部緩和する方針を明らかにした。アイルランドは、財政支援を受けた国々の中で財政再建が進んでいる国との評価を得ており、ここ2か月、失業率も若干ながら低下している。ただし、ユーロ圏の景気後退の影響で景気回復に水を差すことが懸念されつつある。このため、流通網の整備、学校や病院など公共設備の刷新などに22.5億ユーロを投じ、景気刺激と雇用創出をねらうとしている。財政健全化には、経済成長も必要との認識が高まる中、めりはりのある歳出で財政健全化を目指す国がこれから増えると予想される。

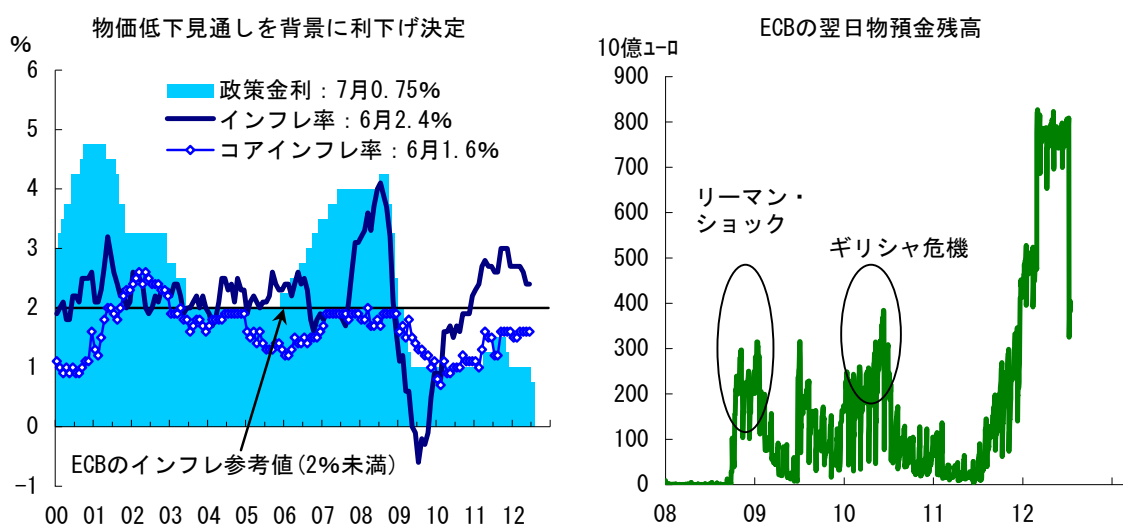
ECBの決断

景気下支えを意図してECBも動いてきた。7月5日の金融政策委員会では広く予想されていた通り、政策金利を0.25%引き下げて0.75%とした。これはECBがユーロ圏の金融政策を担当するようになった1999年以来、最低水準である。利下げの理由としては、インフレ圧力が低下している一方、景気に関して下振れリスクが実現する可能性が高まったことが挙げられた。政策金利引き下げでまず期待される効果は、銀行の資金調達コストの低下である。定例オペ(期間1週間、1か月、3か月)の金利は7月以降は0.75%に引き下げられる。ただし、金利負担軽減の

効果はこれだけではない。昨年12月と今年2月に実施された3年オペは「固定金利」だったが、これは当該期間の政策金利の平均値と決められている。すなわちこれまで1%だった金利負担が、この7月からは0.75%に引き下げられたのである。

とはいえ、金融機関の金利負担が軽減されても、それが貸出増加や国債購入等につながらなければ、金融緩和の効果は限定されてしまう。残念ながら金融危機以降の ECB の流動性供給はなかなか貸出増加等につながらず、3年オペで供給した計1兆ユーロの資金も、そのほとんどが ECB の翌日物預金に滞留した。ECB の翌日物預金の残高は3月初めに8,275億ユーロまで急増し、その後も7,500億～8,000億ユーロ程度で推移していた。ECB という安全な相手に余剰資金を預けたいというニーズに加え、0.25%とわずかだが利子がつくこともインセンティブになっていたとみられる。この7月の利下げで、ECB は市場金利の上限と下限を形成する貸出金利と翌日物預金金利もそれぞれ0.25%引き下げ、1.50%と0%とした。金利がゼロとなった ECB の翌日物預金残高は、利下げ決定後、一気に半減した。この資金がどこに向かうのかが大きな注目点となるが、ここ2週間でドイツのみならず、スイス、オランダ、ベルギーなどの短期国債金利がマイナス（国債の購入者が金利を支払っている）となっており、まずは「安全」資産への資金流入となっているようである。

図表2 ECBの利下げ決定で翌日物預金残高が急減



出所：ECB、Eurostat データより大和総研作成

ECB の利下げ、EU レベルの経済政策の転換、スペインの銀行部門の救済など最近の決定事項は、いずれもユーロ圏の景気回復のために必要な決定であったと考えられるが、それが景気回復にプラスの効果を発揮できるのは早くて年末以降と予想される。ユーロ圏の成長率予想は2012年-0.3%、2013年+0.7%で据え置くが、EU の投資促進策や、ECB の金融緩和策が効果を上げることができるかをみる上で、まずは企業景況感の悪化に歯止めがかかるかに注目している。また、ユーロ圏外では各国の金融緩和政策が景気減速に歯止めをかけることができるかが最大の注目点と考える。

英国経済

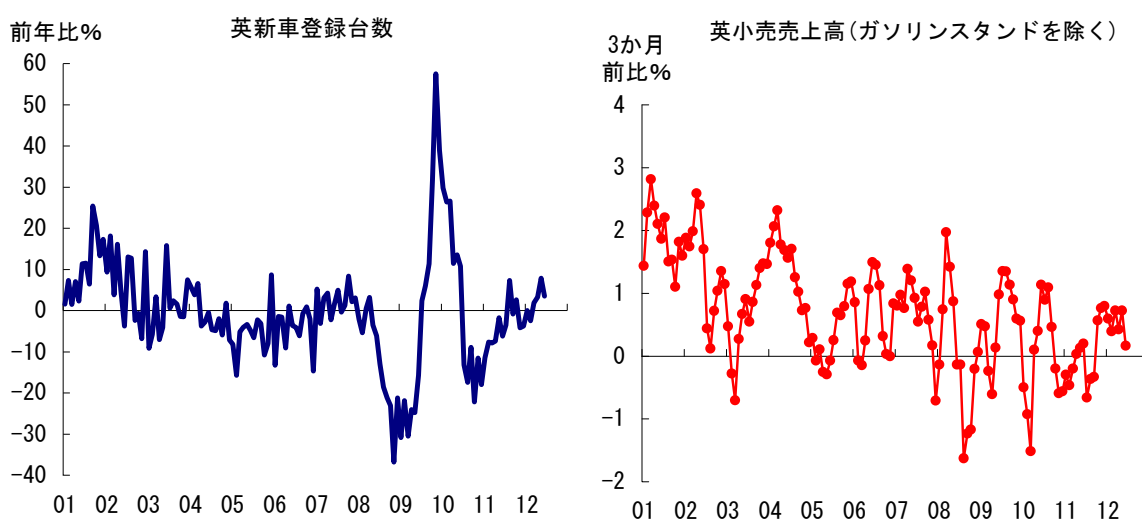
トンネルの先の光

7月16日に発表されたIMFの世界経済見通しで、前回（2012年4月）予想からの下方修正幅の大きさで目を引いたのが英国であった。2012年の成長率予想は前年比+0.8%から+0.2%へ、2013年は+2.0%から+1.4%にそれぞれ0.6%ポイント下方修正された。大幅な修正の要因としては大陸欧州の需要の落ち込みが指摘され、確かに対ユーロ圏の輸出は4月、5月と大幅な前年割れとなっている。

他方で、住宅市場のバブル崩壊以来、4年以上低迷してきた個人消費に関して、いくつか回復の兆候がみられる。新車登録台数は買い替え奨励政策の反動減の影響が消えたあと、2012年は安定して前年比プラスの推移が続いている。また、小売売上高は月ごとのブレの大きさを抑えるため3か月平均の3か月前比でみると、やはり2012年は安定したプラス成長を続けている。個人消費の抑制要因として作用してきた賃金上昇率の伸び鈍化と消費者物価上昇のうち、前者は改善していないが、後者は6月が前年比+2.4%とピークだった昨年9月の同+5.2%から大幅に低下した。また、失業率は昨年末の8.4%から足元で8.1%へ低下し、雇用環境にも若干ながら改善の兆しが出てきた。6月の小売売上高は前月比+0.1%と天候不順で期待外れの結果に終わったが、輸出不振を補う存在として、今後の個人消費の動向に注目したい。

英中銀（BOE）は春までの楽観的な景気見通しを下方修正し、7月には国債購入計画を500億ポンド上積みして量的緩和政策を強化した。また、銀行の貸出拡大を後押しするための方策も講じるとし、景気対策により積極的な姿勢に転じている。そのBOEにはLIBOR（ロンドン銀行間金利）の不適切な申告に加担したのではないかと、問題を認識していたのに対策をとらなかったのではないかと疑念が持たれている。多額の罰金や訴訟費用が懸念される金融機関に加え、BOEの権威失墜、および金融というシステムそのものへの信頼が揺らぎかねない厄介な事態とみている。

図表3 英国消費に回復の兆し



出所：ACEA、英統計局より大和総研作成

<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%	0.7%	0.4%	-1.3%	1.5%	0.1%	-0.9%	-0.1%	0.3%	-0.3%	0.7%
民間消費支出	0.9%	0.0%	-2.3%	1.5%	-2.0%	0.2%	-0.1%	-0.8%	0.0%	0.4%	-0.5%	0.4%
政府消費支出	0.7%	-1.4%	-0.2%	-0.2%	-0.8%	-0.3%	1.4%	-0.8%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.1%
総固定資本形成	-0.2%	8.3%	-1.5%	-1.3%	-2.4%	1.6%	-5.3%	-1.6%	-2.8%	0.4%	-2.7%	0.6%
輸出等	11.0%	5.8%	4.7%	6.0%	-2.3%	6.3%	3.9%	2.0%	3.6%	4.1%	2.6%	3.8%
輸入等	9.4%	3.4%	2.4%	3.0%	-7.3%	4.1%	-0.6%	3.2%	3.6%	4.9%	0.3%	4.0%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.9%	2.4%	1.7%	1.3%	0.7%	1.5%	0.0%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	-0.3%	0.7%
民間消費支出	0.9%	1.0%	0.2%	0.2%	-0.7%	0.2%	-0.7%	-0.4%	-0.7%	-0.1%	-0.5%	0.4%
政府消費支出	0.7%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
総固定資本形成	-0.2%	3.7%	1.2%	0.8%	0.7%	1.6%	-2.6%	-2.7%	-3.0%	-2.3%	-2.7%	0.6%
輸出等	11.0%	10.0%	6.4%	5.7%	3.5%	6.3%	3.0%	2.4%	1.8%	3.4%	2.6%	3.8%
輸入等	9.4%	8.3%	4.5%	3.6%	0.3%	4.1%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	2.8%	0.3%	4.0%
鉱工業生産（除建設）	7.3%	6.8%	3.9%	3.9%	-0.1%	3.6%	-1.5%	-2.3%	-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%	-1.6%	-1.2%	-0.2%	-1.0%	0.2%
消費者物価	1.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.9%	2.7%	2.7%	2.5%	2.3%	1.9%	2.3%	2.0%
生産者物価	3.2%	6.4%	5.8%	5.4%	4.7%	5.6%	3.4%	2.3%	2.0%	2.1%	2.4%	2.4%
失業率	10.1%	9.9%	10.0%	10.2%	10.6%	10.2%	10.9%	11.1%	11.1%	11.2%	11.1%	11.2%
10億ユーロ												
貿易収支	10.5	0.3	-1.5	1.1	2.3	2.2	13.3	11.0	9.0	6.0	39.3	16.0
経常収支	-11.0	-2.3	-6.1	-0.1	4.2	-4.3	12.8	2.6	4.6	2.6	22.7	-10.1
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%	1.54%	1.30%	1.45%	1.54%	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%	0.09%	0.00%	0.10%	0.10%	0.26%
欧 政策金利(未値)	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（消費者物価と金利はQ2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%	-1.3%	-0.6%	1.0%	0.9%	-0.2%	0.9%
民間消費支出	1.2%	-3.5%	-1.6%	-1.1%	1.7%	-1.2%	0.4%	1.2%	1.0%	0.6%	0.5%	1.2%
政府消費支出	1.5%	0.2%	0.7%	-2.0%	2.2%	0.1%	6.5%	0.0%	0.0%	0.8%	1.8%	0.8%
総固定資本形成	3.1%	-3.7%	-0.6%	2.6%	-2.2%	-1.2%	-1.3%	0.8%	-0.4%	0.0%	-0.4%	1.0%
輸出等	7.4%	5.8%	-8.5%	-0.2%	6.4%	4.6%	0.3%	-1.6%	2.8%	3.2%	0.9%	3.0%
輸入等	8.6%	-6.7%	-2.4%	0.8%	3.6%	1.2%	1.7%	2.4%	3.2%	2.8%	2.1%	3.7%
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%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	0.0%	-0.2%	0.9%
民間消費支出	1.2%	-0.3%	-1.5%	-1.9%	-1.2%	-1.2%	-0.2%	0.5%	1.1%	0.8%	0.5%	1.2%
政府消費支出	1.5%	0.4%	-0.1%	-0.4%	0.3%	0.1%	1.8%	1.6%	2.1%	1.8%	1.8%	0.8%
総固定資本形成	3.1%	-3.0%	-0.3%	-0.5%	-1.0%	-1.2%	-0.4%	-0.1%	-0.8%	-0.2%	-0.4%	1.0%
輸出等	7.4%	11.1%	3.9%	3.2%	0.7%	4.6%	-0.6%	1.2%	1.9%	1.2%	0.9%	3.0%
輸入等	8.6%	5.5%	1.8%	-0.9%	-1.3%	1.2%	0.9%	2.1%	2.7%	2.5%	2.1%	3.7%
鉱工業生産	1.9%	1.2%	-1.4%	-1.6%	-3.0%	-1.2%	-3.0%	9.0%	9.8%	11.1%	6.7%	3.2%
実質小売売上高	-0.3%	1.2%	0.2%	-0.6%	1.0%	0.4%	1.6%	0.7%	1.9%	1.2%	1.3%	1.5%
消費者物価	3.3%	4.1%	4.4%	4.7%	4.7%	4.5%	3.5%	2.7%	2.5%	2.2%	2.7%	2.3%
生産者物価（出荷価格）	4.2%	5.3%	5.6%	6.1%	5.3%	5.6%	3.9%	2.8%	2.1%	2.4%	2.8%	2.5%
失業率	7.9%	7.7%	7.9%	8.3%	8.4%	8.1%	8.2%	8.1%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%
10億英ポンド												
貿易収支	-98.5	-23.0	-24.9	-27.7	-24.7	-100.3	-25.0	-25.8	-28.2	-26.4	-105.4	-116.2
経常収支	-37.3	-6.3	-4.3	-11.3	-7.2	-29.0	-11.2	-6.4	-10.9	-9.9	-38.4	-45.5
財政収支	-124.9	-14.4	-29.1	-20.1	-32.3	-95.9					-128.3	-113.3
国債10年物(期中平均)	3.53%	3.65%	3.41%	2.68%	2.28%	3.00%	2.14%	1.89%	1.60%	1.90%	1.88%	2.31%
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%	0.20%	0.24%	0.30%	0.47%
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：2012年Q1まで実績値（小売売上高、物価、金利はQ2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