

2012年9月20日 全7頁

欧州経済見通し 長引く停滞局面

2012年末までマイナス成長継続へ

経済調査部
山崎 加津子

[要約]

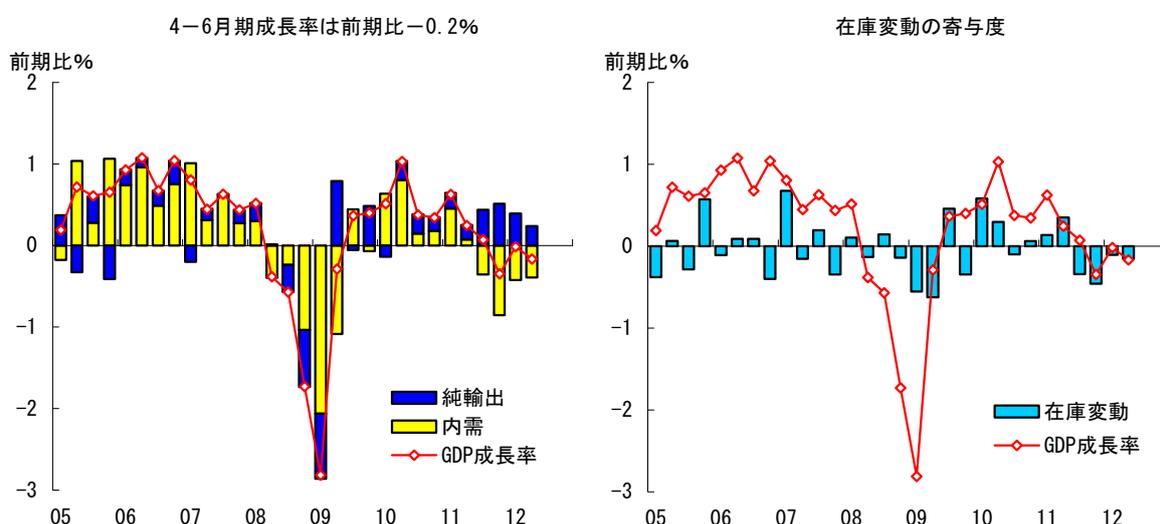
- ユーロ圏経済はリセッションの渦中にある。各種景況感指数は総じて景気停滞を示唆しており、年末までマイナス成長が継続する可能性が高まっている。頼みの綱の輸出は伸び率鈍化にいったん歯止めがかかったが、まだ先行きを楽観できる環境にはない。
- 9月6日のECB金融政策委員会で詳細が決定された新しい国債買取プログラム（OMT）は概ね好意的に受け止められており、スペイン、イタリア等の国債利回りが一段と低下している。ただ、これはあくまで財政再建等の改革を実行するための時間的猶予を確保する手段で、財政再建そのものの手段ではない。景気低迷の下での財政再建という厳しい課題を達成するべく、各国の政治手腕が問われる状況に変わりはない。
- 先進国と新興国のそれぞれの金融緩和、景気対策の効果で、2013年の景気はやや持ち直してくると予想するが、回復力はごく弱いものとどまろう。ユーロ圏の成長率予想は2012年-0.4%、2013年+0.5%とする。
- 英国経済は7-9月期はいったんプラス成長となると予想する。ただし、オリンピック開催に伴う雇用増は一過性のもので、一方でユーロ圏の景気悪化に伴う外需不振は長期化が予想される。本格的な景気回復への道のりは英国もまだ遠いとみている。英国の成長率予想は2012年-0.5%、2013年+0.6%とする。

ユーロ圏経済

4-6 月期も内需の落ち込みでマイナス成長

ユーロ圏の4-6月期実質 GDP 成長率は前期比-0.2%で、2011年10-12月期から景気後退局面が継続している。外需が経済成長率にプラスに寄与している反面、内需が足を引っ張っているという構図はここ4四半期変わっていない。ただ、在庫変動による成長率押し下げ（前期比寄与度）は、2011年7-9月期が-0.3%pt、10-12月期が-0.5%ptだったのに対し、2012年1-3月期は-0.1%pt、4-6月期は-0.2%ptと縮小した。また、固定資本形成は5四半期連続で前期比マイナス成長だが、1-3月期の前期比-1.3%から、4-6月期は同-0.8%とマイナス幅が縮小した。

図表1 ユーロ圏の GDP 成長率と需要項目別寄与度



出所：Eurostat データより大和総研作成

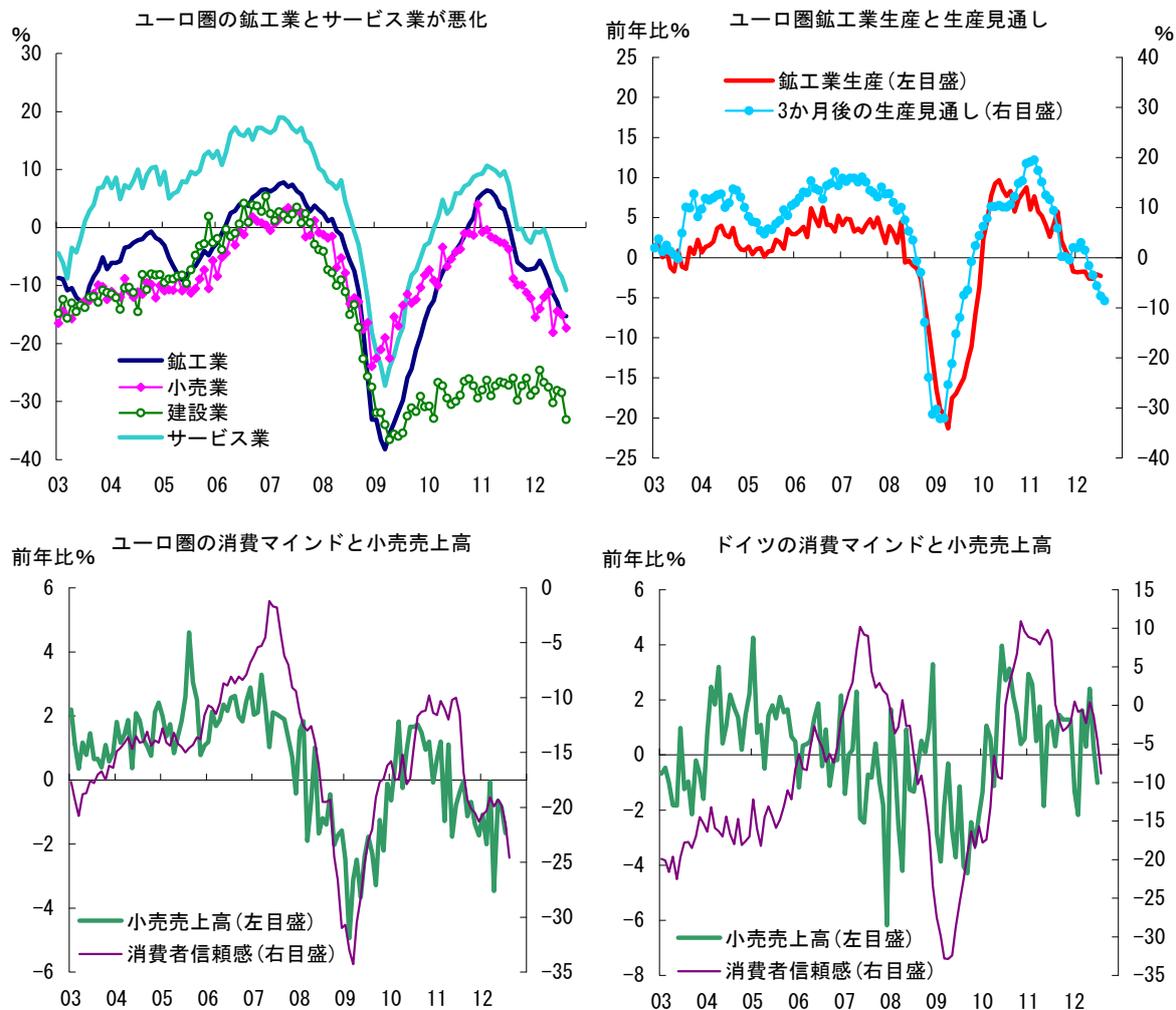
景気の牽引役である輸出は、最近12四半期中、11四半期で前期比プラス成長となっている。唯一の例外は昨年10-12月期で、前期比-0.2%と足踏みしたが、続く1-3月期が同+0.7%、4-6月期が同+1.3%と伸び率が拡大している。一方、輸入は昨年10-12月期だけでなく、今年1-3月期も前期比マイナス成長だったが、4-6月期は同+0.9%と拡大に転じた。

8月まで景況感の悪化傾向が続いている

景気の先行きを占う上で注目される企業および消費者の景況感指数は、8月まで総じて悪化傾向にある。ユーロ圏の鉱工業部門の景況感指数のうち、もっとも先行性の高い「3か月後の生産見通し」は下げ幅は縮小したが、8月も悪化した。これが示唆するところは、ユーロ圏の鉱工業生産は7月に前月比+0.6%（前年比-2.3%）とやや持ち直したものの、2012年末まで生産の停滞した状態が続く可能性が高まったということであろう。先行きの不透明感が強い状況では、企業は過剰在庫を圧縮し、雇用削減を進め、必要最低限の投資以外は先送りする。

同様に、消費者センチメントの悪化も消費抑制に効いてしまうことが予想される。ユーロ圏の家計の所得環境は、各国の財政状況によって大きな差が出ているのだが、国家財政が健全で、失業率も顕著に低下しているドイツで、消費者マインドの悪化とともに小売売上も落ちてきてしまった。

図表2 企業と消費者の景況感は悪化傾向



出所：Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

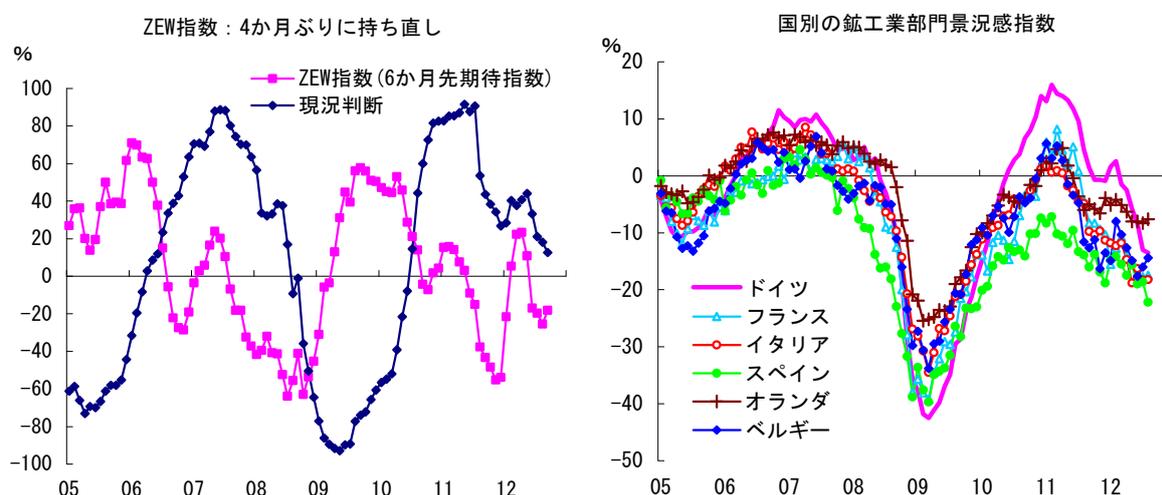
輸出持ち直しは本物か？

軟調な消費とは異なり、ユーロ圏の輸出統計には持ち直しの動きがみられる。3月から5月にかけては伸び率が前年比1桁台前半に減速していたが、6月、7月は同2桁の伸び率を回復した。ただ、これは2011年の輸出が5月まで急ピッチで拡大したあと、6月、7月はペースダウンしたために、前年比では上振れしやすくなっている点を割り引く必要がある。また、主要輸出相手である米国の景気回復ペースは依然として緩やかであり、エマージング諸国では金融緩和の動きが続いているもののまだ景気減速に歯止めがかかってはいない。ユーロ圏経済にとって輸出は引き続き重要な景気の牽引役であるが、力強い回復を見込める環境にはまだないと判断される。

まずは景況感の底打ちを確認したい

9月の景況感指数の先頭を切って発表されたドイツのZEW指数（ドイツ経済の6か月先の見通し）は、8月の-25.5%から9月は-18.2%と持ち直した。前月比での改善は4か月ぶりのことである。ZEW指数は、製造業企業等の実務担当者ではなく、市場参加者に景気見通しを聞く調査であるため、ECBによる新しい国債買取プログラム（OMT）への期待感で、金融市場の緊張感が緩和されたことが反映されたと考えられる。次の注目点は実務担当者を調査対象としているPMIやifo景況感指数が果たして9月以降、悪化傾向に歯止めがかかるかである。PMIの9月速報値は9月20日に、ifo景況感指数は同24日に、欧州委員会発表の企業景況感同27日に公表される。欧州委員会サーベイの鉱工業景況感指数を国別でみると、8月の段階でオランダとベルギーの指数に底打ち感がみられる。この動きがドイツに波及してくることになれば、2013年の景気底打ち予想を裏付けるものとなる。

図表3 景況感の悪化に歯止めがかかる最初の兆候となるか



出所：ZEW、欧州委員会データより大和総研作成

ECBの決断は時間的猶予の獲得に効果

9月6日の金融政策委員会でECBは従来の国債買取プログラムSMP（Securities Markets Programme）に代わるOMT（Outright Monetary Transactions）の詳細を発表した。SMPとの最大の違いは、OMTの適用を希望する国は、まずはEFSF（欧州金融安定化機構）/ESM（欧州安定メカニズム）に財政支援を要請し、コンディショナリティー（財政再建と構造改革の計画）を締結する必要があることである。この際、EFSF/ESMが発行市場でこの国の国債購入に合意することも条件となる。以上の条件が整えば、ECBは国債利回り低下を目的として、この国の国債を流通市場であらかじめ上限を設定することなく購入するとされ、これはECBが「無制限の国債購入」を宣言したと金融市場から非常に好感されている。ただし、コンディショナリティーが遵守されていないとECBが判断した場合はこの買取を停止することも同時に明記された。

OMTを好感して、金融市場ではスペイン、イタリア等の国債利回りが一段と低下する一方、ドイツ国債の長期債利回りが上昇し、短期債ではマイナス金利が解消された。「行き過ぎたユー

「ユーロ圏内の金利不均衡の是正」という ECB の目的が達成されつつある。ただし、OMT はあくまで財政再建等の改革を実行するための時間的猶予を確保する手段で、財政再建そのものの手段ではない。景気低迷の下での財政再建という厳しい課題を達成するべく、各国の政治手腕が問われる状況に変わりはない。

2012 年はマイナス成長継続、2013 年予想も下方修正

以上を踏まえて、ユーロ圏の景気見通しを修正した。景気停滞は前回想定より長期化するとみて、2012 年は 10-12 月期も前期比マイナス成長が継続するとの予想に変更した。2013 年に関しては、先進国と新興国のそれぞれの金融緩和、景気対策の効果で、やや持ち直してくると予想するが、回復力は弱いものにとどまろう。2013 年の成長率は前回予想の +0.6% から +0.5% に下方修正した。

英国経済見通し

4-6 月期の GDP 成長率は上方修正されたが、内外需ともに好材料なし

英国の 4-6 月期の GDP 成長率は、予想した通り速報値の前期比 -0.7% からは上方修正され、同 -0.5% となった。ただし、これで 3 四半期連続の前期比マイナス成長であり、英国の景気実体は弱い。4-6 月期の個人消費は前期比 -0.4% と落ち込み、これで最近 6 四半期のうち 5 四半期でマイナス成長となっている。また、固定資本形成も 4-6 月期は前期比 -3.2% と落ち込んだ。外需に目を転じると、輸出は 2 四半期連続で前期比マイナス成長となっており、ユーロ圏の景気悪化の影響が波及している。

7-9 月期はいったんプラス成長へ

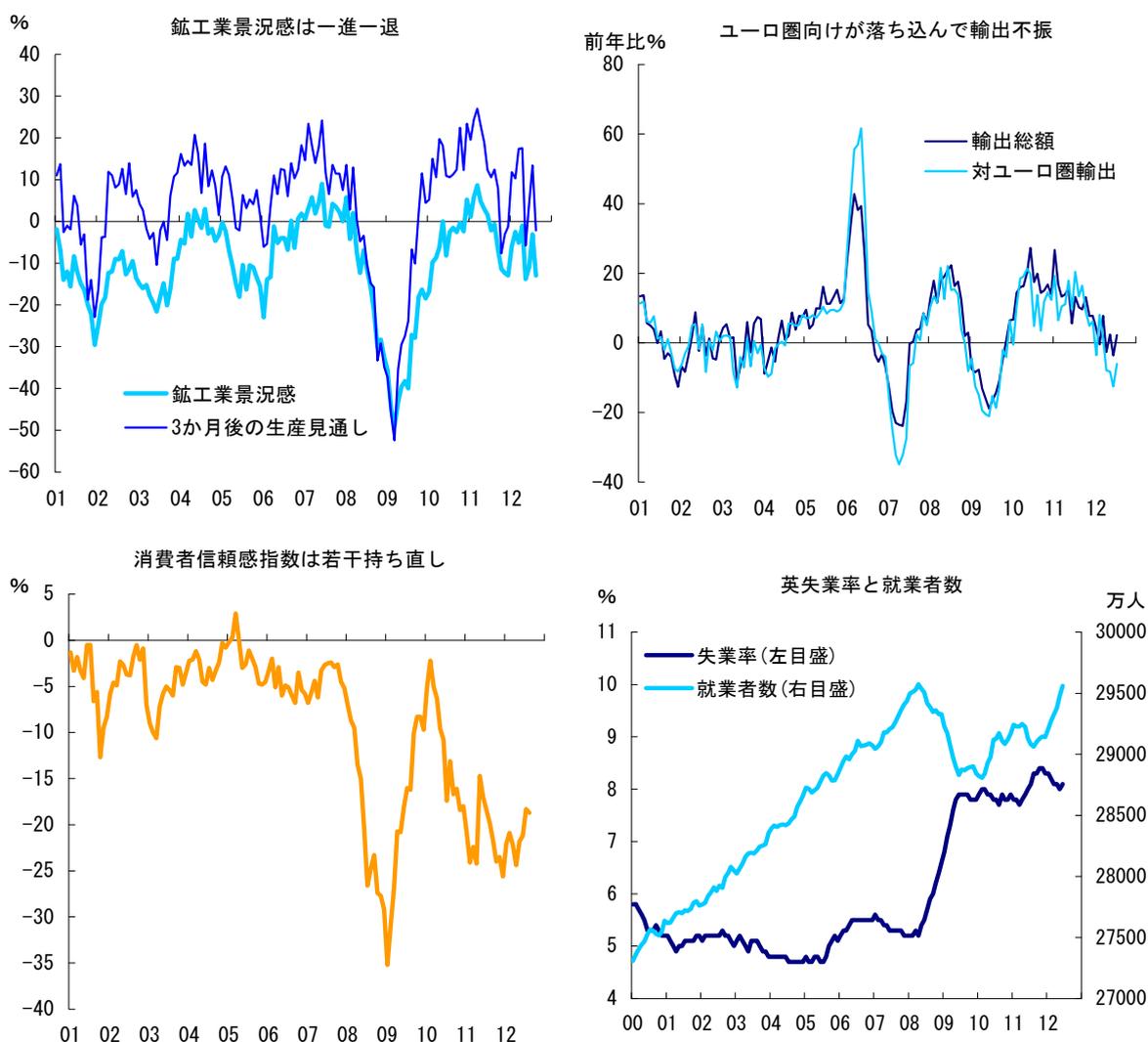
6 月にエリザベス女王の即位 60 周年を記念する祝日が設けられたため、4-6 月期は営業日が 1 日少なく、その分、成長率が押し下げられている。7-9 月期に関しては、この反動に加え、雇用市場の改善が消費持ち直しに一役買って、4 四半期ぶりのプラス成長となると予想される。5-7 月の就業者数は 2-4 月から 23 万 6 千人増加した。このうち、フルタイム就業者が 10 万 2 千人増、パートタイム就業者が 13 万 4 千人増であった。他方で失業率は 8.0% から 8.1% へ上昇してしまっただ、これは労働市場参加率が 71.2% と 2009 年 4 月以来の高水準に達したことが原因である。この就業者増加の大きな部分はオリンピックがロンドンで開催されたことによる雇用増であると判断される。ただ、小売店に対するオリンピック効果は、売上増につながったという報告がある一方、オリンピックの混雑回避の宣伝が効きすぎて、ロンドン市内の客足が大きく鈍ったとの報告もあり、店舗によってまちまちな結果となったようである。

本格的な回復はまだ遠い

10-12月期はオリンピック効果による雇用増効果が剥落して、英国経済の状況がよりはっきりすることになる。企業景況感は一進一退で、消費者マインドは若干持ち直しの動きがみられるものの、力強さには欠けている。オリンピックというイベントは予想以上に盛り上がったものの、その景気に対する効果は限定的で、むしろユーロ圏景気の悪化など外部環境の影響を受けやすい状況が継続するのではないかとみている。

英国の成長率予想は、2012年については-0.5%で据え置き、2013年は前回予想の+0.9%から+0.6%へ下方修正した。

図表4 英国経済指標



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 通年	2012					2013				
			Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率												
国内総生産	2.0%	1.5%	-0.1%	-0.7%	-0.7%	-0.2%	-0.4%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	0.5%
民間消費支出	1.0%	0.1%	-0.7%	-0.8%	-0.6%	-0.2%	-0.8%	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%	0.1%
政府消費支出	0.8%	-0.1%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
総固定資本形成	-0.3%	1.6%	-5.2%	-3.3%	-2.4%	-1.2%	-2.9%	1.2%	2.4%	2.4%	2.0%	0.4%
輸出等	10.9%	6.3%	2.8%	5.5%	2.8%	4.1%	3.1%	3.2%	3.6%	4.5%	4.9%	3.8%
輸入等	9.3%	4.1%	-0.9%	3.6%	3.6%	4.9%	0.4%	3.6%	4.5%	4.9%	5.3%	4.3%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	2.0%	1.5%	0.0%	-0.5%	-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	0.2%	0.7%	1.1%	0.5%
民間消費支出	1.0%	0.1%	-1.0%	-0.7%	-1.1%	-0.6%	-0.8%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.1%
政府消費支出	0.8%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
総固定資本形成	-0.3%	1.6%	-2.4%	-3.0%	-3.2%	-3.0%	-2.9%	-1.4%	0.0%	1.2%	2.0%	0.4%
輸出等	10.9%	6.3%	2.6%	3.4%	2.6%	3.8%	3.1%	3.9%	3.4%	3.9%	4.1%	3.8%
輸入等	9.3%	4.1%	-0.9%	-0.3%	0.1%	2.8%	0.4%	3.9%	4.2%	4.5%	4.6%	4.3%
鉱工業生産 (除建設)	7.3%	3.5%	-1.7%	-2.4%	-2.6%	-0.6%	-1.8%	0.2%	1.1%	1.0%	1.2%	0.9%
実質小売売上高	0.9%	-0.5%	-1.2%	-1.4%	-1.8%	-0.5%	-1.2%	-0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.4%
消費者物価	1.6%	2.7%	2.7%	2.5%	2.4%	2.2%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%	1.8%	2.1%
生産者物価	3.2%	5.6%	3.4%	2.1%	1.9%	2.0%	2.3%	2.1%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
失業率	10.1%	10.2%	10.9%	11.2%	11.3%	11.3%	11.2%	11.3%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
10億ユーロ												
貿易収支	10.5	2.4	16.8	27.8	18.0	14.0	76.6	11.0	9.0	7.0	8.0	35.0
経常収支	-9.6	-3.1	16.8	30.1	13.3	10.4	70.6	6.5	0.5	3.6	2.7	13.3
財政収支	-568	-386					-336					-315
独 国債10年物(期中平均)	2.78%	2.65%	1.88%	1.54%	1.43%	1.54%	1.60%	1.65%	1.75%	1.85%	2.00%	1.81%
独 国債2年物(期中平均)	0.85%	1.09%	0.21%	0.09%	0.00%	0.10%	0.10%	0.15%	0.20%	0.30%	0.40%	0.26%
欧 政策金利(末値)	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%

注：2012年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 通年	2012					2013				
			Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率												
国内総生産	1.8%	0.8%	-1.3%	-1.8%	1.2%	-0.1%	-0.5%	0.7%	1.2%	0.9%	1.3%	0.6%
民間消費支出	1.3%	-1.0%	-0.4%	-1.3%	1.6%	0.8%	-0.2%	1.0%	1.2%	1.4%	1.4%	1.0%
政府消費支出	0.4%	0.1%	7.8%	-0.1%	0.8%	0.8%	2.7%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%
総固定資本形成	3.5%	-1.4%	7.9%	-12.0%	9.1%	0.0%	0.5%	2.0%	0.8%	2.0%	2.0%	1.3%
輸出等	6.4%	4.4%	-6.6%	-6.5%	2.0%	2.8%	-0.7%	3.2%	3.6%	4.1%	3.6%	2.6%
輸入等	8.0%	0.5%	-1.3%	5.8%	1.6%	3.2%	2.3%	3.6%	4.1%	4.5%	4.1%	3.7%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.8%	0.8%	-0.2%	-0.5%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	0.0%	0.7%	0.7%	1.0%	0.6%
民間消費支出	1.3%	-1.0%	-0.8%	-0.6%	0.4%	0.2%	-0.2%	0.5%	1.2%	1.1%	1.3%	1.0%
政府消費支出	0.4%	0.1%	3.0%	2.6%	2.9%	2.3%	2.7%	0.6%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%
総固定資本形成	3.5%	-1.4%	1.9%	-1.2%	0.3%	0.9%	0.5%	-0.5%	2.9%	1.2%	1.7%	1.3%
輸出等	6.4%	4.4%	-1.0%	0.4%	0.2%	-2.2%	-0.7%	0.3%	2.9%	3.4%	3.6%	2.6%
輸入等	8.0%	0.5%	0.7%	2.9%	3.1%	2.3%	2.3%	3.6%	3.1%	3.9%	4.1%	3.7%
鉱工業生産	2.1%	-0.7%	-2.8%	-2.5%	-0.3%	1.2%	-1.1%	1.6%	2.3%	0.5%	0.6%	1.2%
実質小売売上高	-0.4%	0.5%	1.5%	1.1%	2.5%	1.5%	1.6%	1.2%	1.7%	1.2%	1.6%	1.4%
消費者物価	3.3%	4.5%	3.5%	2.7%	2.4%	2.0%	2.6%	2.2%	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%
生産者物価 (出荷価格)	4.2%	5.6%	3.9%	2.7%	2.0%	2.5%	2.8%	2.5%	2.3%	2.7%	2.6%	2.5%
失業率	7.9%	8.1%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.1%	8.1%	8.0%	8.0%	8.1%
10億英ポンド												
貿易収支	-98.5	-100.0	-25.4	-28.1	-28.4	-26.9	-108.7	-27.9	-30.8	-31.1	-29.3	-119.2
経常収支	-37.3	-29.0	-11.2	-9.5	-11.0	-10.4	-42.1	-11.5	-12.0	-13.0	-12.1	-48.6
財政収支	-125.1	-95.4					-127.8					-112.5
国債10年物(期中平均)	3.53%	3.00%	2.14%	1.89%	1.67%	1.90%	1.90%	2.15%	2.25%	2.35%	2.50%	2.31%
国債2年物(期中平均)	0.96%	0.87%	0.42%	0.35%	0.18%	0.24%	0.30%	0.30%	0.45%	0.52%	0.60%	0.47%
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Q2まで実績値 (経常収支はQ1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