

2012年10月19日 全7頁

欧州経済見通し マインド改善の妙薬はなし

財政緊縮政策の見直しは進まず

経済調査部 シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の景況感指数はおおむね9月まで悪化傾向にあるが、7、8月の鉱工業生産は予想外に健闘した。この生産持ち直しが一過性のものなのか、それとも景況感指数が悲観に傾きすぎたのか、実体経済と景況感の乖離の行方が注目される。10月24日に発表される10月の製造業PMI指数の速報値、およびifo景況感指数がその方向性を示唆するものとなる可能性が高い。
- 輸出に底堅さがみられる一方、内需は停滞しており、ユーロ圏経済は年内はマイナス成長継続、2013年はごく低成長との見方を維持する。9月にECBが新しい国債買取プログラムであるOMTを発表したのに続き、10月にはESM（欧州安定メカニズム）がようやく始動し、セーフティーネットの構築が進んでいる。ただ、これだけで消費者や企業のマインドを改善させるには力不足であろう。内需を圧迫している財政緊縮路線に大きな変更はみられず、ユーロ圏各国が相次いで公表した2013年予算案はいずれも財政健全化を目指す内容となっている。
- 英国経済は個人消費が徐々に牽引役となって7-9月期はいったん前期比プラス成長になったと推測される。雇用改善にインフレ圧力低下が加わり、9月の小売売上高は予想以上に高い伸びとなった。問題は、足元の雇用増がオリンピック開催効果で押し上げられていることと、保守党政権が財政緊縮策の見直しに動く気がないことである。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。

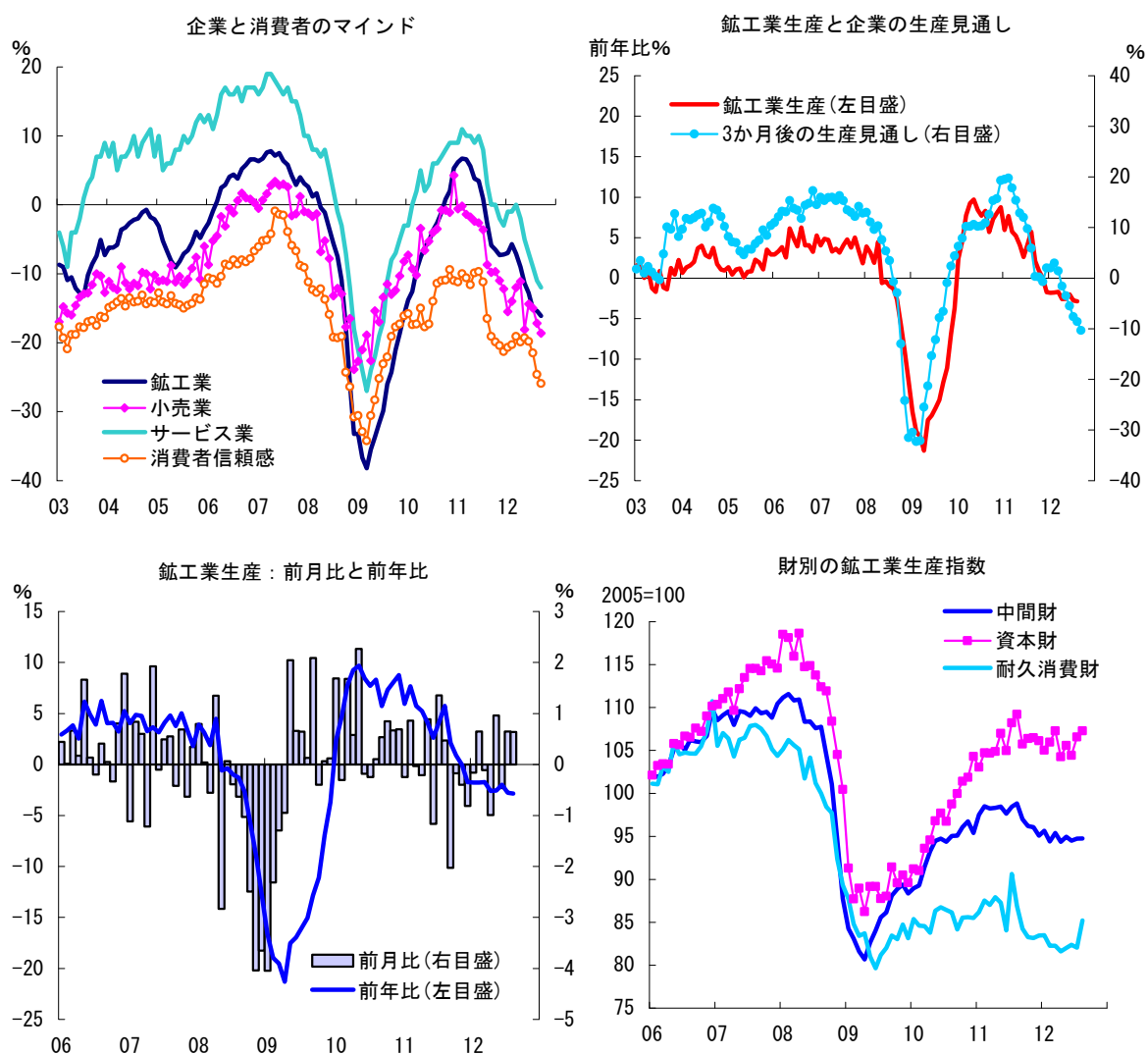
ユーロ圏経済

景況感と実体経済の乖離

ユーロ圏経済は 2011 年 10-12 月期以降、景気後退局面にある。欧州委員会が発表している企業景況感指数と消費者信頼感指数は 9 月まで悪化傾向が続いており、景気停滞状況を脱するにはしばらく時間がかかることを示唆している。

ただ、足元の实体经济指標は景況感指標に比べると意外に底堅い。7 月と 8 月の鉱工業生産はともに前月比+0.6%となり、1 年ぶりに 2 か月連続でプラスの伸びとなった。財別の内訳に注目すると、伸びたのは資本財と消費財で、景気動向に対して先行性の高い中間財ではない。また、前年比でみれば鉱工業生産はマイナス圏に沈んだままである。このため、现阶段では景気停滞状態を脱したと判断するのはあまりに時期尚早だが、景況感悪化が示唆しているような景気の一段の悪化は回避される可能性が出てきた。

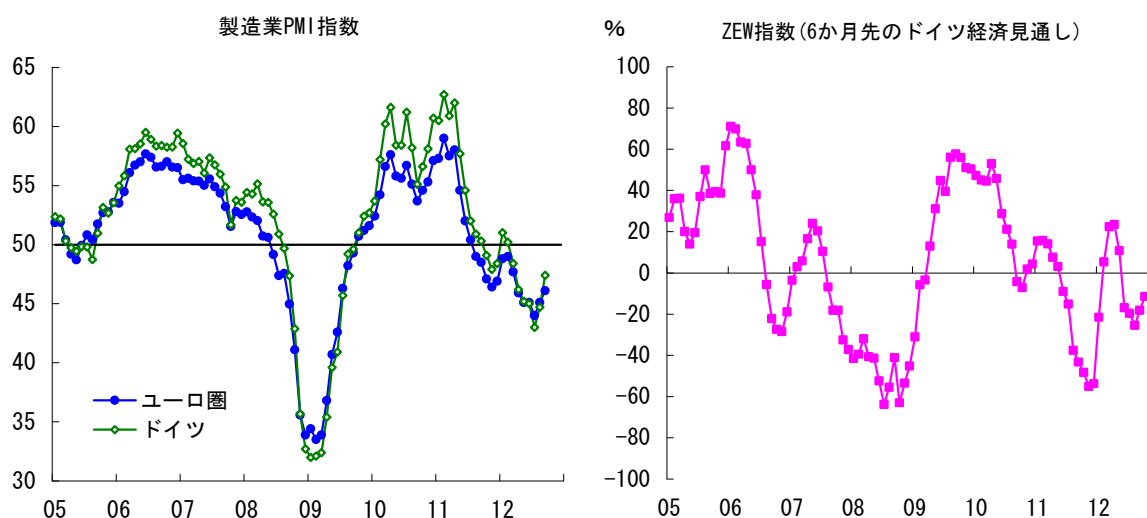
図表 1 ユーロ圏のマインド指数はさらなる景気悪化を示唆するが



出所：欧州委員会、Eurostat データより大和総研作成

景況感指数の中で、欧州委員会サーベイよりも先行性が高いと判断される製造業 PMI 指数、およびドイツの ZEW 指数は、最近 2 か月連続で前月比で改善している。PMI 指数はまだ景気拡大と縮小の分岐点である 50 ポイントを下回っており、ZEW 指数もマイナス圏にとどまっているが、今後の持ち直しを期待させる動きである。鉱工業生産という実体経済の持ち直しが一時的なものなのか、それとも景況感が夏場に過度に悲観的になったのか、判断する手掛かりになると予想されるのが、10 月 24 日に発表される 10 月の製造業 PMI 指数（速報値：ユーロ圏、ドイツ、フランス）とドイツの ifo 景況感指数である。双方とも小幅の改善となって、ユーロ圏経済の下振れリスクが一步遠のいたと判断できる材料になるのではないかと予想する。ただし、景気持ち直しは非常に緩慢なものとなるだろう。

図表 2 ユーロ圏とドイツの景況感指数に持ち直しの動き



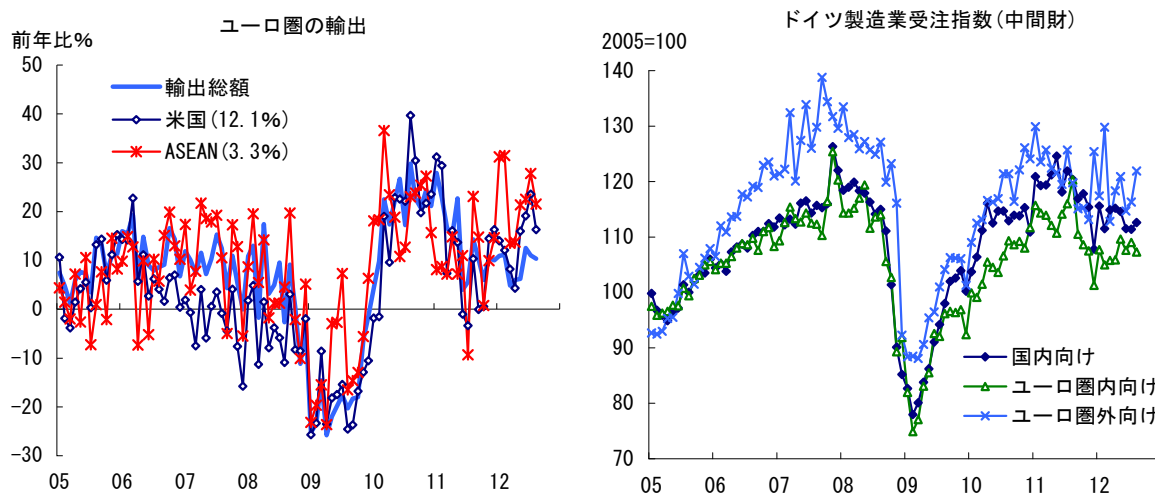
出所：Bloomberg、ZEW、Haver Analytics データより大和総研作成

鍵を握る輸出は前年比二桁の伸びを継続

企業景況感改善の鍵を握っているのは輸出である。ユーロ圏の輸出は 7 月に前月比 -2.2% といったん落ち込んだが、8 月は同 +3.7% と再び拡大基調に復帰した。8 月は前年比では 10.4% 増で、これで 3 か月連続で二桁の伸びとなった。地域別では米国、中南米、ASEAN、ロシア、トルコ向けの輸出が堅調に拡大している。一方、中国向けはやや息切れしてきた。財別では機械、輸送用機器、食料・飲料、化学製品は二桁かそれに近い伸びを続けているが、原材料に関しては減速傾向がみられる。輸入はここ半年は伸び悩んでおり、中でも原材料と中間財の落ち込みが大きい。

実体経済指標で今後注目すべきは、この輸出動向に加えて、9 月以降の鉱工業生産統計で中間財の生産が拡大に転じるか否かであると考えられる。ドイツの製造業受注は 7-8 月と 5-6 月を比較すると -1.2% となっているが、その中で中間財は同 -0.4% と小幅減にとどまった。特にユーロ圏外向けの中間財は同 +1.1%、ドイツ国内向けの中間財は同 +0.4% と持ち直しており、これが景気悪化に歯止めがかかる最初の兆候となるか注目している。

図表3 ユーロ圏の輸出とドイツ製造業の中間財受注



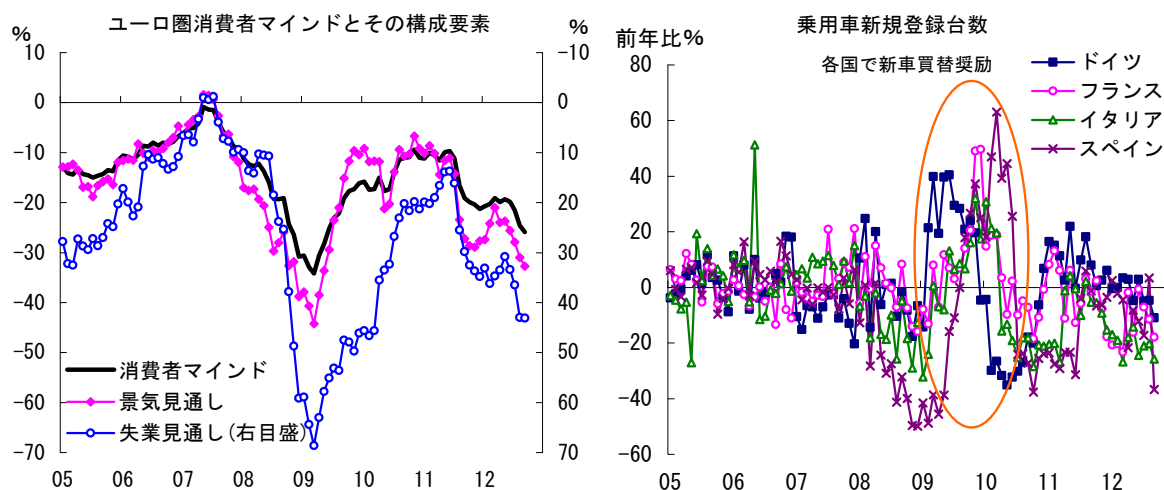
注：輸出グラフの括弧内の数値は2012年1-8月の輸出に占めるシェア
出所：Eurostat、ドイツ連銀データより大和総研作成

内需には引き続き財政健全化努力に伴う下押し圧力

ユーロ圏の内需は財政健全化対策を迫られる国が増加する中で、2011年以降、軟調な推移が続いている。2011年年初から2012年4-6月期までの6四半期中、個人消費は4四半期、固定資本形成は5四半期で前期比マイナス成長となった。

個人消費は7-9月期もマイナス成長となったと推測される。ユーロ圏の失業率はここ1年強で9.9%から11.4%に一気に上昇しており、消費者の雇用に対する懸念は高まった。景気に対する見方も大きく悪化しており、それが大型消費を冷え込ませてしまっている。9月の乗用車新規登録台数は財政懸念国のギリシャ（前年比48.5%減）、スペイン（同36.8%減）、イタリア（同25.7%減）の落ち込みが目立つが、フランス（同17.9%減）、ドイツ（同10.9%減）でも下落率の拡大が進んだ。

図表4 消費者マインド悪化の影響を受けている新車販売



出所：欧州委員会、ACEA データより大和総研作成

ユーロ圏の内需を冷え込ませている財政健全化政策だが、これが撤回されることは当面なく、緊縮策の手綱が緩められる可能性もかなり低いと予想される。9月下旬以降、スペイン、フランス、ギリシャ、イタリア、ポルトガルが相次いで2013年予算を議会に提出したが、いずれも財政緊縮に重点を置き、2013年もしくは2014年に財政健全化（財政収支赤字を名目GDP比3%以内に）することを目標に掲げている。このような2013年予算を策定しなくては、財政支援を受けている国々は財政支援が打ち切られる可能性があり、また、まだ財政支援を受けていない国々では国債利回り高騰のリスクを冒すことになるために、ほかの選択肢は難しい。

ただし、財政健全化目標を達成するためには、景気てこ入れも必要である。2013年予算では、イタリアが低所得層を対象とする所得税率引き下げを盛り込んだように、景気下支えを意識した政策も少し出てきたが、経済浮揚効果は限定されよう。各国ベースでの対応が難しいことを勘案し、6月末のEU首脳会議ではEIB（欧州投資銀行）の資本金積み増しと、それを裏付けとした貸出拡大を決定した。また、9月にECBが新しい国債買取プログラムのOMTを発表したのに続き、10月にはESM（欧州安定メカニズム）がようやく始動し、国家財政支援のセーフティネット構築が進んでいる。このような対策は単独では消費者や企業のマインドを改善させるには力不足だが、それらを積み重ねることでマインドを徐々に改善させるしか方法はないと考えられる。いずれにせよ、効果が顕在化するまで時間を要する取り組みとなることは必至である。ユーロ圏経済は年内はマイナス成長継続、2013年はごく低成長との見方を維持する。

英国経済

7-9月期は消費が牽引役となって前期比プラス成長復帰と推測される

英国の4-6月期GDP成長率（確報値）は前期比-0.4%（前期比年率-1.5%）と改定値の同-0.5%（同-1.8%）から若干上方修正されたが、3四半期連続のマイナス成長という点は変わっていない。4-6月期は政府消費、固定資本形成、それに輸出の落ち込みがマイナス成長の主因となった。

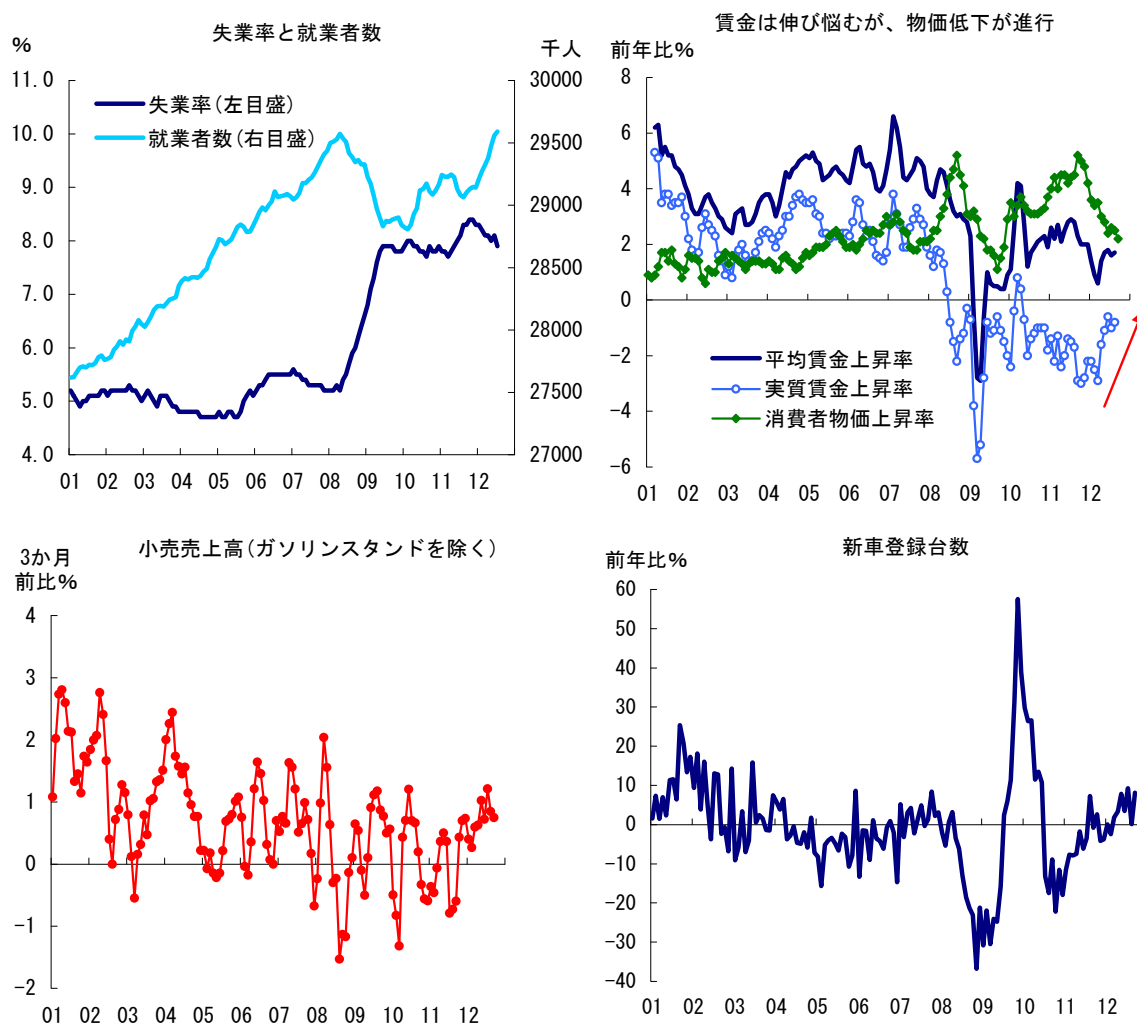
7-9月期は、営業日が前期より1日増加することと、オリンピック開催効果で前期比+0.4%程度のプラス成長に転じたと推測される。牽引役は個人消費となろう。7-9月の小売売上高は前期比+1.0%となったが、これは2010年4-6月以来9四半期ぶりの高い伸びである。小売売上高はオリンピックが開催された7、8月（前月比+0.1%と-0.1%）ではなく9月（同+0.6%）に大きく伸びたが、背景に雇用の改善があり、ここにオリンピックによる押し上げ効果が入る。6-8月の失業率は7.9%となり、14か月ぶりに8%台を割り込んだ。就業者数は2,959万人で、1971年の統計開始以来の最高記録となった。一方、賃金上昇率は3か月前比年率+1.7%と伸び悩んでいるが、消費者物価上昇率が2011年9月につけた前年比+5.2%からこの8月は+2.5%、9月+2.2%と低下傾向が鮮明になっている。このため、賃金上昇率から物価上昇率を差し引いた実質賃金上昇率のマイナス幅が縮小し、消費圧迫効果が低下したと考えられる。

財政政策と金融政策のアンバランス

もともと、オリンピック関連の雇用は一時的な雇用である。6-8月の就業者数を3-5月と比較すると21万人増加したが、うち3割弱にあたる5.8万人が一時雇用である。消費持ち直し効果は10-12月期には息切れすると予想される。英中銀（BOE）は英国の景気回復がなかなか軌道に乗らないことを問題視しており、11月に終了するBOEの国債買取措置のさらなる増額を今後検討することが予想される。ただ、国債買取は英国の国債利回りを抑制する効果はあっても、それが景気浮揚効果を持つか疑問視する意見がBOEの金融政策委員会の中で出てきている。11月以降の議論の中で、国債買取プログラムの増額はすんなりとは決まらないかもしれない。

英国でも景気悪化の主因となっている財政緊縮政策を一部緩和する政策が望ましいと考えられる。ユーロ圏の一員ではない英国にとって、財政緊縮策の緩和を実行する際のハードルは低いはずだが、与党保守党に政策変更の意思は現在のところないようである。オズボーン財務相は10月の党大会で、財政緊縮政策が計画通りに進んでいない現状に対して160億ポンドの追加の財政赤字削減策を発表し、2016/2017年予算では社会福祉予算をさらに100億ポンド削減することを示唆した。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。

図表5 英国経済指標



<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	1.9%	1.5%	0.0%	-0.7%	-0.7%	-0.4%	-0.4%	0.7%	0.9%	1.3%	1.3%	0.4%
民間消費支出	0.9%	0.1%	-0.8%	-1.4%	-0.6%	-0.6%	-1.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.8%	-0.1%
政府消費支出	0.7%	-0.1%	0.6%	0.0%	0.4%	0.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.2%
総固定資本形成	-0.3%	1.6%	-4.7%	-5.7%	-2.8%	-2.0%	-3.4%	0.4%	1.2%	2.4%	2.4%	-0.3%
輸出等	11.0%	6.4%	2.7%	5.1%	2.8%	3.2%	3.0%	3.6%	4.1%	4.5%	4.9%	3.8%
輸入等	9.4%	4.2%	-0.6%	2.4%	2.4%	3.2%	0.0%	3.2%	4.5%	4.5%	5.3%	3.6%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.9%	1.5%	0.0%	-0.4%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	0.1%	0.6%	1.0%	0.4%
民間消費支出	0.9%	0.1%	-1.0%	-0.9%	-1.2%	-0.8%	-1.0%	-0.7%	-0.2%	0.1%	0.4%	-0.1%
政府消費支出	0.7%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
総固定資本形成	-0.3%	1.6%	-2.4%	-3.6%	-3.9%	-3.8%	-3.4%	-2.5%	-0.8%	0.5%	1.6%	-0.3%
輸出等	11.0%	6.4%	2.6%	3.3%	2.5%	3.5%	3.0%	3.7%	3.4%	3.9%	4.3%	3.8%
輸入等	9.4%	4.2%	-0.9%	-0.6%	-0.4%	1.9%	0.0%	2.8%	3.3%	3.9%	4.4%	3.6%
鉱工業生産 (除建設)	7.3%	3.5%	-1.6%	-2.2%	-2.0%	-0.4%	-1.5%	0.3%	1.1%	0.7%	1.2%	0.8%
実質小売売上高	0.9%	-0.5%	-1.2%	-1.4%	-1.1%	-0.2%	-1.0%	-0.1%	0.7%	0.3%	0.7%	0.4%
消費者物価	1.6%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	2.2%
生産者物価	3.2%	5.6%	3.4%	2.1%	2.2%	2.5%	2.5%	2.6%	3.0%	2.7%	2.4%	2.7%
失業率	10.1%	10.2%	10.9%	11.3%	11.4%	11.4%	11.2%	11.3%	11.3%	11.2%	11.2%	11.3%
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					-316
独 国債10年物(期中平均)	2.78%	2.65%	1.88%	1.54%	1.42%	1.54%	1.60%	1.59%	1.70%	1.83%	1.90%	1.76%
独 国債2年物(期中平均)	0.85%	1.09%	0.21%	0.09%	-0.01%	0.09%	0.10%	0.13%	0.17%	0.22%	0.26%	0.20%
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（消費者物価と金利はQ3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%	0.9%	-1.2%	-1.5%	1.6%	-0.6%	-0.4%	0.7%	1.1%	1.1%	1.2%	0.6%
民間消費支出	1.3%	-0.9%	1.3%	-0.6%	2.2%	-0.4%	0.5%	1.0%	1.2%	1.4%	1.2%	0.9%
政府消費支出	0.4%	0.2%	13.1%	-6.1%	1.2%	0.8%	2.5%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	0.6%
総固定資本形成	3.5%	-2.4%	13.6%	-10.5%	0.0%	-2.0%	0.7%	2.0%	0.8%	2.0%	2.0%	-0.1%
輸出等	6.4%	4.5%	-6.3%	-4.1%	-0.8%	2.8%	-0.7%	3.2%	3.6%	4.1%	3.6%	2.4%
輸入等	8.0%	0.5%	-0.5%	5.6%	-1.6%	2.0%	2.1%	3.6%	4.1%	4.5%	4.1%	3.0%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.8%	0.9%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	0.1%	0.7%	0.6%	1.0%	0.6%
民間消費支出	1.3%	-0.9%	0.2%	0.3%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	1.0%	0.8%	1.2%	0.9%
政府消費支出	0.4%	0.2%	3.8%	1.9%	2.1%	2.0%	2.5%	-0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	0.6%
総固定資本形成	3.5%	-2.4%	3.1%	0.3%	-0.3%	-0.1%	0.7%	-2.7%	0.2%	0.7%	1.7%	-0.1%
輸出等	6.4%	4.5%	-0.9%	0.3%	0.1%	-2.2%	-0.7%	0.2%	2.2%	3.4%	3.6%	2.4%
輸入等	8.0%	0.5%	1.3%	3.2%	2.5%	1.3%	2.1%	2.4%	2.0%	3.5%	4.1%	3.0%
鉱工業生産	2.1%	-0.7%	-2.8%	-2.5%	-1.1%	-0.1%	-1.6%	0.3%	1.0%	0.0%	0.6%	0.5%
実質小売売上高	-0.4%	0.5%	1.3%	0.8%	2.4%	2.1%	1.7%	1.8%	2.1%	1.6%	1.4%	1.7%
消費者物価	3.3%	4.5%	3.5%	2.7%	2.4%	2.2%	2.7%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%
生産者物価 (出荷価格)	4.2%	5.6%	3.9%	2.7%	2.2%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%	2.9%	2.6%	2.8%
失業率	7.9%	8.1%	8.2%	8.0%	8.0%	8.1%	8.1%	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	-30.5	-28.7	-112.7	-28.7	-29.6	-32.9	-31.3	-122.5
経常収支	-37.3	-29.0	-15.4	-20.8	-19.2	-16.3	-71.6	-14.3	-13.3	-15.8	-15.1	-58.5
財政収支	-126.3	-91.2					-128.0					-112.7
国債10年物(期中平均)	3.53%	3.00%	2.14%	1.89%	1.63%	1.92%	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%	0.16%	0.26%	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（小売売上、物価、金利は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