

2012年11月20日 全8頁

欧州経済見通し トンネルの先はまだ見えず

中央銀行の奮闘が続くが、牽引役不在

経済調査部 シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

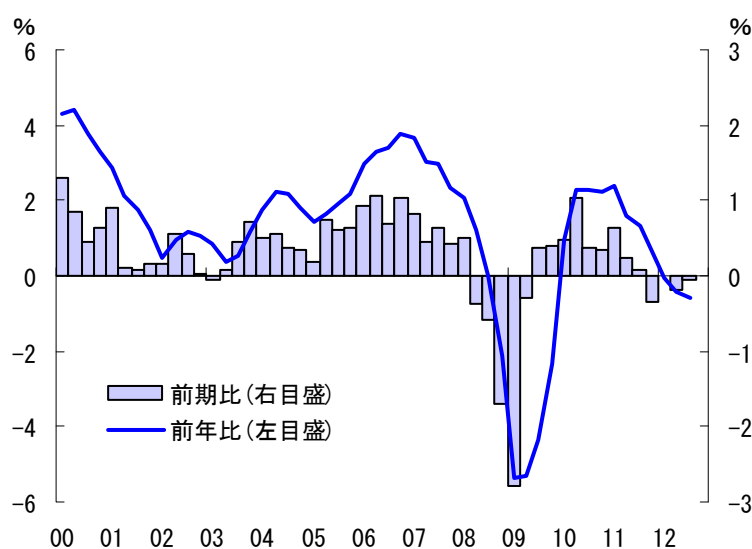
- ユーロ圏の7-9月期のGDP成長率は前期比-0.1%で、4四半期連続のマイナス成長となった。鉱工業生産は7、8月は持ち直す動きをみせたが、9月に急落し、景況感悪化に追随した。各種景況感指数は10、11月も悪化が目立ち、景気低迷というトンネルからいつ抜け出せるのか、なかなか手がかりが得られない。ECB（欧州中央銀行）の「非伝統的な対策」は金融市場の懸念後退には効果を発揮したが、それが企業や家計のマインド改善にはつながっていない。頼みの綱である輸出も元気がないため、2013年の成長率予想を+0.4%から+0.1%に下方修正する（2012年予想は-0.4%で据え置き）。
- 英国の7-9月期のGDP成長率は前期比+1.0%と4四半期ぶりのプラス成長となった。ただし、営業日が1日多かったことと、オリンピック開催効果で押し上げられており、10-12月期はマイナス成長に逆戻りすると予想される。BOE（英中銀）は家計の購買力が徐々に回復してくることを期待しているが、その前提であるインフレ率低下は10月に反転してしまった。今後のインフレを予想する上で、原油価格動向に注意が必要である。なお、景気悪化の原因の一つとして緊縮財政が指摘されるが、保守党政権からはこれを修正しようとする動きはまだ出ておらず、BOEが国債購入や銀行の資金調達コスト引き下げ等で孤軍奮闘している。

ユーロ圏経済

7-9 月期の GDP 成長率は前期比-0.1%

ユーロ圏の7-9月期 GDP 成長率(速報値)は前期比-0.1%となり、2011年10-12月期以降、4 四半期連続のマイナス成長となった。リーマン・ショック前後の景気後退局面と比較すれば、落ち込み幅はかなり限定されているが、だらだらとした景気悪化が続いている。需要項目別の内訳は12月6日にならないと発表されないが、個人消費と純輸出が成長率にプラス寄与となった一方、固定資本形成と在庫変動がマイナス寄与となったと推測される。

図表 1 ユーロ圏 GDP 成長率：マイナス成長が継続



出所：Eurostat データより大和総研作成

図表 2 ユーロ圏加盟国別 GDP 成長率

	前期比%				前年比%			
	2011	2012			2011	2012		
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
ユーロ圏17か国	-0.3	-0.0	-0.2	-0.1	0.6	-0.0	-0.4	-0.6
ベルギー	-0.1	0.2	-0.5	0.0	0.9	0.4	-0.3	-0.3
ドイツ	-0.1	0.5	0.3	0.2	1.9	1.2	1.0	0.9
エストニア	0.8	0.4	0.6	1.7	6.1	3.8	2.9	3.4
アイルランド	0.6	-0.7	0.0	N/A	2.9	1.5	-0.5	N/A
ギリシャ	N/A	N/A	N/A	N/A	-7.9	-6.7	-6.3	-7.2
スペイン	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	0.0	-0.7	-1.4	-1.6
フランス	0.0	-0.0	-0.1	0.2	1.1	0.2	0.1	0.1
イタリア	-0.7	-0.8	-0.7	-0.2	-0.5	-1.4	-2.4	-2.4
キプロス	-0.3	-0.6	-0.9	-0.5	-0.8	-1.7	-2.5	-2.3
ルクセンブルク	-0.4	0.1	0.4	N/A	0.2	0.1	0.8	N/A
マルタ	-0.7	-0.3	1.3	N/A	-0.5	-1.0	0.9	N/A
オランダ	-0.7	0.1	0.1	-1.1	-0.4	-1.0	-0.4	-1.4
オーストリア	0.1	0.3	0.1	-0.1	1.1	0.7	0.4	0.4
ポルトガル	-1.4	-0.1	-1.1	-0.8	-3.0	-2.3	-3.2	-3.4
スロベニア	-1.1	0.0	-1.0	N/A	-1.0	-0.7	-2.2	N/A
スロバキア	0.8	0.5	0.6	0.6	3.2	2.9	2.6	2.5
フィンランド	-0.8	0.8	-1.1	0.3	0.9	1.9	0.1	-0.8

注：ギリシャのデータは2011Q2以降、季節調整値の発表が停止されている

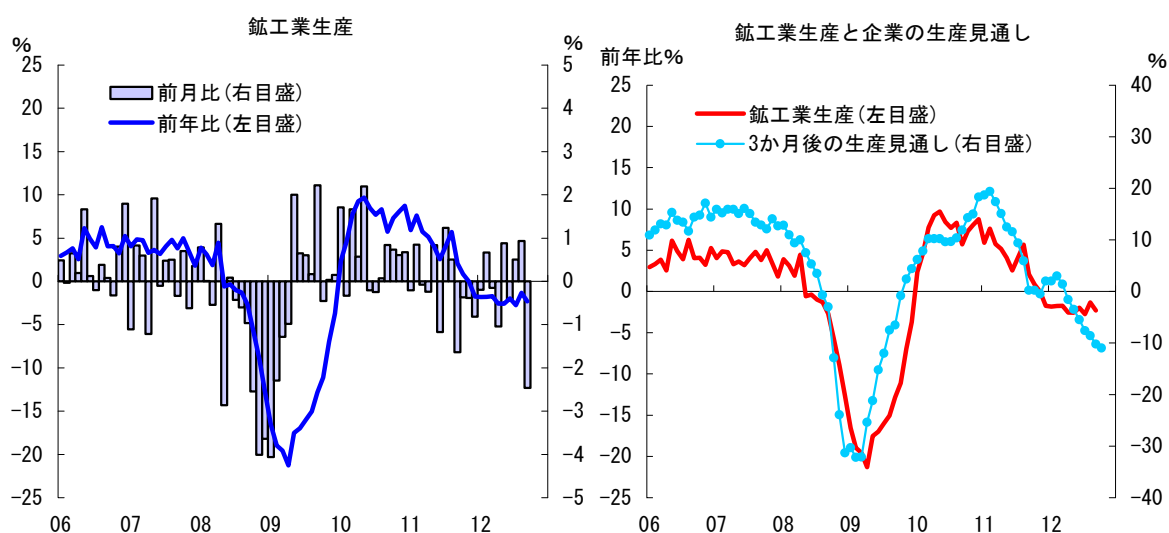
出所：Eurostat データより大和総研作成

ユーロ圏加盟各国の前期比成長率は引き続き国ごとの差が大きい。最近 1 年のトレンドと 7-9 月期の動向を比較すると、落ち込みが大きかったイタリアで 7-9 月期はマイナス幅の縮小がみられ、フランスは久々にプラス成長となった。他方でオランダとオーストリアがマイナス成長に転落し、ドイツは 2 四半期連続で前期に比べ減速した。ギリシャ、ポルトガルのみならず、イタリアやスペインも、政府部門と銀行部門のバランスシート健全化に乗り出した結果、需要が大きく落ち込み、それが、ドイツやオランダなど財政赤字が問題となっていない国の景気実態に悪影響を及ぼしつつあると考えられる。

鉱工業生産が 9 月に大幅悪化

7-9 月期のユーロ圏の鉱工業生産と小売売上高は共に前期比プラスとなった。そろって前期比プラスとなるのは 4 四半期ぶりのことである。しかしながら、これでユーロ圏の需要後退が底を打ったと判断するのは時期尚早である。ユーロ圏の鉱工業生産は 7、8 月は持ち直しの動きをみせたが、9 月に前月比-2.5%と急落した。9 月は小売売上高と輸出もそれぞれ前月比で減少しており、ユーロ圏の内需と外需が共に後退した。ドイツの製造業受注統計からはユーロ圏内からの受注が一段と落ち込んだことがみて取れる。夏場のユーロ圏の実体経済指標は、悪化傾向が続く景況感指数と乖離する動きをみせたが、結局、景況感に追随することになった。

図表 3 ユーロ圏の鉱工業生産と企業景況感



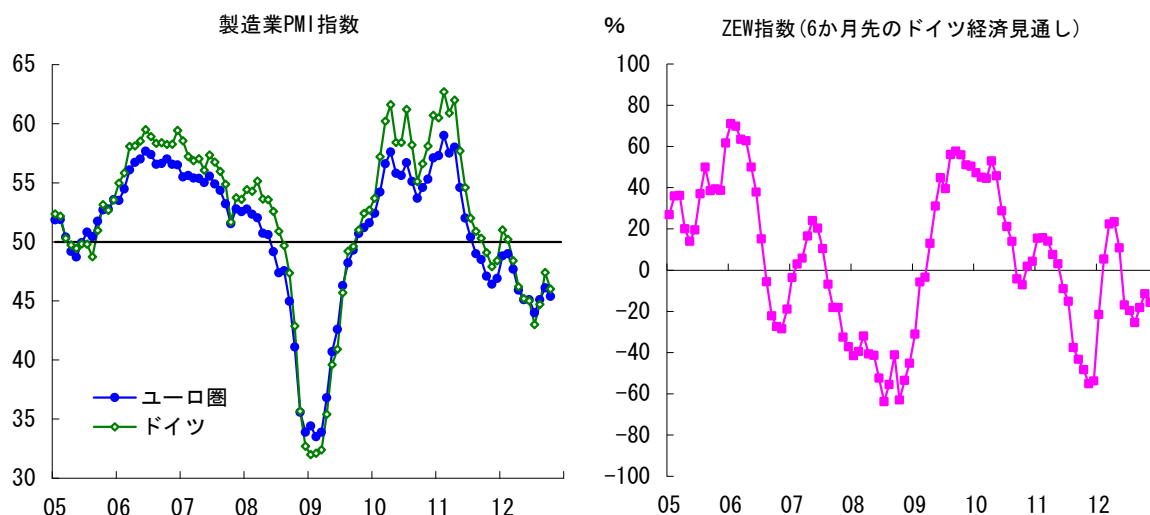
出所：Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

9 月といえば ECB が 6 日に新しい国債買取プログラム (OMT) の概要を公表して、条件付きながらユーロ圏の財政懸念国の国債を無制限に買うことを約束し、また、12 日のドイツ連邦憲法裁判所の合憲判決によって ESM (欧州安定化メカニズム) 設立によりやく青信号が灯った月である。しかしながら、これらの対策は金融市場の不安をなだめることには効果を発揮したものの、企業や消費者の景況感改善にはほとんど貢献せず、まして実体経済へのプラス効果はまだ確認できていない。

ECBの政策効果は景況感の改善にはつながらず

ユーロ圏の各種景況感指標は企業も消費者も総じて悪化傾向がみられる。その中でユーロ圏とドイツの製造業PMI指数は8、9月に、ドイツのZEW指数は9、10月にいずれも2か月連続で前月比改善し、全体の傾向とは異なる動きをみせていた。ところが、前者は10月に、後者は11月に悪化し、景気の先行きに対する不透明感が再び頭をもたげてきたことを示唆している。

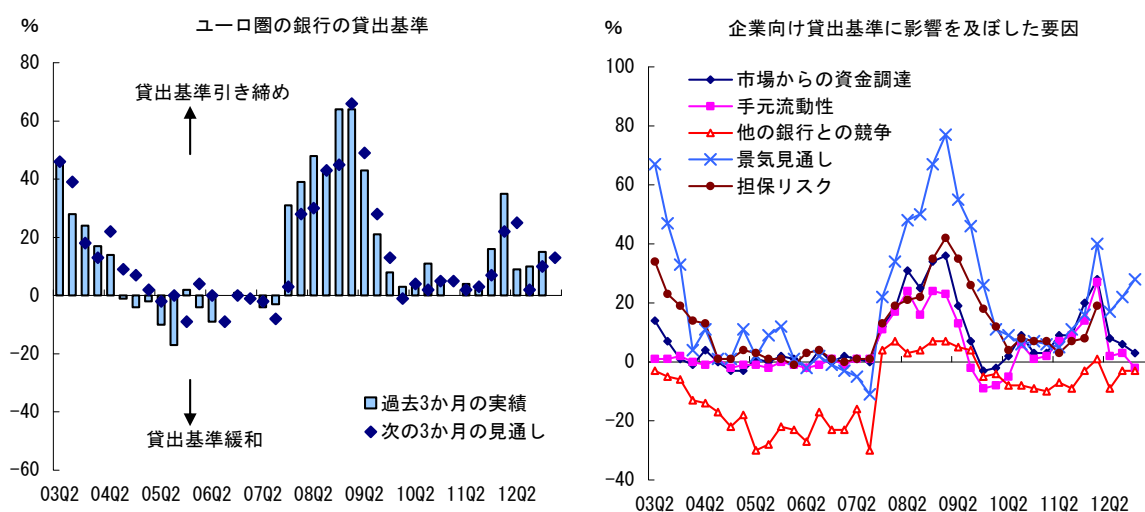
図表4 2か月連続の改善のあと足踏みとなってしまったユーロ圏とドイツの景況感



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

ECBの危機対策（OMTのほか、銀行に対する潤沢な流動性供給等）は、金融市場の懸念を後退させ、また銀行の融資促進を期待した政策である。前者に関してはスペイン、イタリアの国債利回り低下、社債発行再開、米国からの短期の投資資金流入の復活といった成果が出ている。ところが、後者に関してはむしろ意図とは逆の動きが出てきた。

図表5 銀行貸出基準は景気見通し悪化を理由に引き締めへ



出所：ECB “Bank lending survey” (2012年10月)より大和総研作成

10月31日に公表されたECBの銀行貸出サーベイ（季刊）では、銀行の貸出基準が7-9月期に引き締められ、10-12月期もそれが継続するとの見通しが示された。貸出基準引き締めの原因は景気見通し（の悪化）である。2007、2008年の金融危機の際や、2011年後半のソブリン危機の際には、銀行の資金調達に難しいこと、手元流動性に不安があることも貸出基準引き締めの原因だったが、今回は問題となっていない。このことは、ECBが流動性供給を潤沢に行っても、それが銀行の貸出基準の緩和に効果を及ぼしにくいことを示唆している。景気見通しが悪化しているために、企業側の資金調達ニーズも低下しており、貸す側、借りる側の双方の理由で、企業向けの銀行貸出残高は6月以降、前年割れが続いている。また、家計向けの貸出のうち、住宅ローン残高はかろうじて前年比プラスの伸びを保っているが、2011年と比較して伸び率は減速している。

ECBの利下げの可能性

ただら続くマイナス成長を抜け出すための対策として、ECBの利下げを期待する声が高まっている。財政政策からの景気刺激策はほとんど期待できないため、金融政策への期待が高まるのは先進国に共通する状況だが、ECBの政策金利は0.75%と日米や英国と比較してまだ利下げの余地がある。ECB自身も利下げの可能性を排除してはいない。ただ、10月、11月の金融政策理事会では利下げに関しては協議しなかったとされている。ユーロ圏では各国の経済状況に大きな差があることに加え、貸出金利等を引き下げたいスペインやイタリアでは、ECBの政策金利引き下げがうまく伝播しない現状がある。まずは金融政策の伝達経路確保が先決というのがECBの認識であるように見受けられる。ところでここ一週間でイスラエルとアラブ諸国間の緊張感が一気に高まり、それが原油価格上昇につながっている。ユーロ圏の内需の弱さを考えれば、インフレ圧力が傾向的に高まる状況ではないと考えられる。ただし、中東での緊張関係が長期化し、原油価格が高騰することになれば、昨年後半以降の消費者物価上昇率の緩やかな低下傾向にブレーキがかかる可能性は考えられる。このことは、ECBが追加利下げの決定に慎重な判断を下すもう一つの理由になるかもしれない。

頼みの輸出の先行き見通しにも不透明感

ユーロ圏の内需を冷え込ませている財政健全化政策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。他方でここまでユーロ圏の景気を下支えしてきた輸出は、9月は前年比+1.4%とほぼ3年ぶりの低い伸び率にとどまった。中国、インド向けが前年割れし、ロシア、ブラジル向けも急速に伸び率が減速した。米国やアセアン諸国向けの輸出は9月も前年比二桁の伸びを続けているが、先行きの見通しには不透明感が強い。以上を踏まえて、ユーロ圏経済の2013年の成長率予想を+0.4%から+0.1%に下方修正する。なお、2012年に関しては-0.4%予想で据え置く。

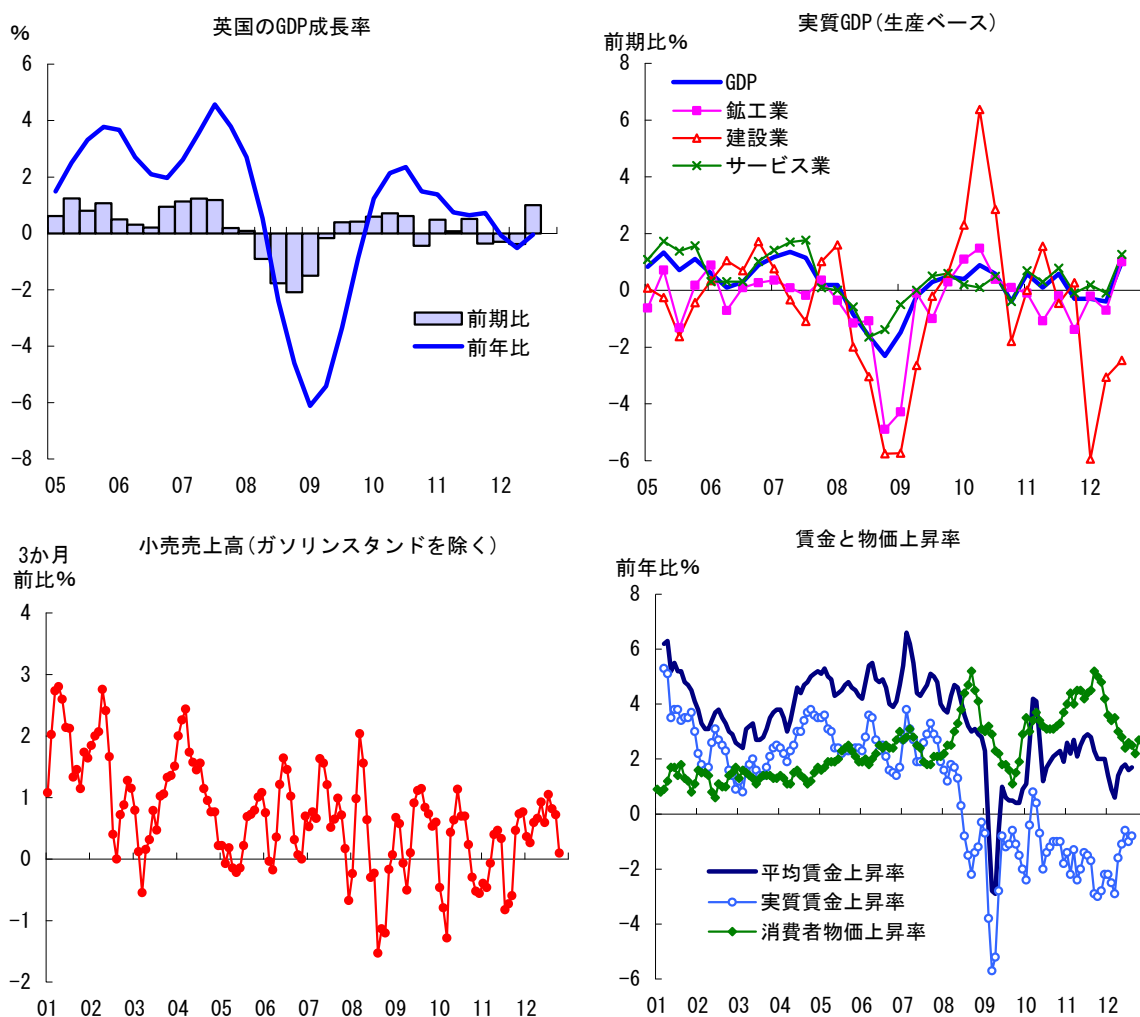
英国経済

7-9 月期は一過性の要因で前期比+1.0%の高成長

英国の7-9月期のGDP成長率（速報値）は前期比+1.0%と4四半期ぶりにプラス成長となった。ただし、これは4-6月期に女王在位60周年の祝日が設けられた反動（営業日1日増）と、オリンピックに伴う需要拡大が押し上げており、一過性の高成長とみられる。生産部門別ではサービス業が前期比+1.3%、鉱工業が同+1.0%それぞれ伸びた。需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、7-9月の小売売上高が前期比+1.0%と2010年4-6月以来の高い伸びとなっていることから、個人消費が徐々に牽引役となったと推測される。

ところが、10月の小売売上高は前月比-0.8%と大きく落ち込み、消費好調は長続きはしなかった。背景には家計の購買力の改善がなかなか進まないことが挙げられる。2008年以降、英国の賃金上昇率は大幅減速し、加えて高インフレが継続したことで、家計の購買力は大きく落ち込んだ。その後も賃金は伸び悩んでいるが、消費者物価は2011年9月の前年比+5.2%をピークに低下に転じ、この9月には同+2.2%まで低下した。VAT増税の影響が剥落したことに加え、原油価格下落も貢献した。ところが、10月の消費者物価は前年比+2.7%へ加速してしまった。

図表6 7-9 月期の GDP 成長率は前期比+1.0%と反発したが、消費の回復力には疑問



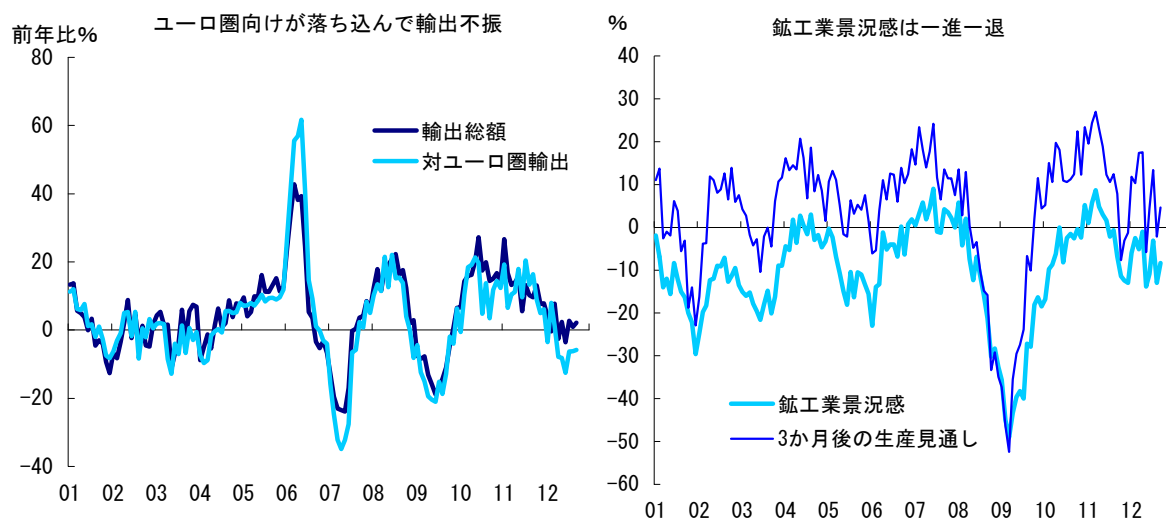
出所：英国統計局データより大和総研作成

消費者物価を押し上げた主因は大学の授業料値上げだが、原油価格が上昇に転じたことを背景にガソリン価格や航空料金が値上がりし、食品価格の上昇も目立っている。BOEは家計の所得環境が改善に向かうことで、個人消費が回復することを期待しているが、この回復はなかなか一本調子には進まないと予想される。ユーロ圏同様、中東情勢の緊迫化を背景とした原油価格上昇が継続的なものとなれば、インフレ率の上振れ要因となる。

そのほかの英国景気の悪化要因としては、ユーロ圏景気悪化による輸出減速と、緊縮財政政策による内需抑制が指摘される。ユーロ圏景気は低迷が長期化する見通しで、簡単には改善しないと予想される。後者に関しては、政府に対する批判は高まっているが、これまでのところ政策の見直しは検討されていない模様である。このため、BOEが景気を下支えするために、国債購入や、銀行の資金調達コストの引き下げ、さらには保有する国債からの収益を国庫に入れるといった対策を矢継ぎ早に打ち出している。ただし、これらの対策は国債利回りを低水準にとどめることには貢献しているとみられるが、銀行が家計や企業に貸出を増やすことにはまだつなげていない。

2012年の英国経済の成長率予想は、7-9月期の反発が予想以上に大きかったため、-0.4%から-0.1%に上方修正した。一方、2013年に関しては+0.6%で据え置きとする。

図表7 ユーロ圏向けの輸出が大きく落ち込み、英国の企業景況感は停滞



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	1.9%	1.5%	0.0%	-0.7%	-0.2%	-1.0%	-0.4%	0.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.1%
民間消費支出	0.9%	0.1%	-0.8%	-1.4%	0.4%	-0.4%	-0.9%	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	0.0%
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%	0.0%
総固定資本形成	-0.3%	1.6%	-4.7%	-5.7%	-3.9%	-4.3%	-3.7%	0.0%	0.8%	1.6%	1.2%	-1.3%
輸出等	11.0%	6.4%	2.7%	5.1%	2.0%	2.8%	2.9%	3.2%	4.1%	4.5%	4.9%	3.5%
輸入等	9.4%	4.2%	-0.6%	2.4%	1.6%	3.2%	-0.1%	3.2%	4.1%	4.9%	5.3%	3.5%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.9%	1.5%	0.0%	-0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.7%	0.1%
民間消費支出	0.9%	0.1%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-0.5%	-0.9%	-0.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.0%
政府消費支出	0.7%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
総固定資本形成	-0.3%	1.6%	-2.4%	-3.6%	-4.2%	-4.7%	-3.7%	-3.5%	-1.9%	-0.5%	0.9%	-1.3%
輸出等	11.0%	6.4%	2.6%	3.3%	2.3%	3.2%	2.9%	3.3%	3.0%	3.6%	4.2%	3.5%
輸入等	9.4%	4.2%	-0.9%	-0.6%	-0.6%	1.7%	-0.1%	2.6%	3.0%	3.9%	4.4%	3.5%
鉱工業生産 (除建設)	7.3%	3.4%	-1.6%	-2.3%	-2.5%	-2.2%	-2.1%	-1.7%	-0.9%	-0.8%	1.0%	-0.6%
実質小売売上高	0.9%	-0.6%	-1.2%	-1.4%	-1.1%	-0.3%	-1.0%	-0.3%	0.2%	-0.1%	0.3%	0.0%
消費者物価	1.6%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.2%	2.2%	1.8%	2.2%
生産者物価	3.2%	5.6%	3.4%	2.1%	2.2%	2.7%	2.6%	2.8%	3.2%	2.8%	2.4%	2.8%
失業率	10.1%	10.2%	10.9%	11.3%	11.5%	11.6%	11.3%	11.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
10億ユーロ												
貿易収支	11.1	5.3	19.8	25.4	16.5	14.0	75.7	11.0	9.0	7.0	8.0	35.0
経常収支	-2.0	8.7	21.6	28.1	15.3	11.3	76.3	7.5	6.6	5.8	4.9	24.8
財政収支	-568	-386					-317					-256
独 国債10年物(期中平均)	2.78%	2.65%	1.88%	1.54%	1.42%	1.44%	1.57%	1.55%	1.70%	1.83%	1.90%	1.75%
独 国債2年物(期中平均)	0.85%	1.09%	0.21%	0.09%	-0.01%	0.01%	0.08%	0.08%	0.14%	0.20%	0.26%	0.17%
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Q3まで実績値（GDP内訳は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 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%	4.1%	-1.1%	-0.1%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	0.6%
民間消費支出	1.3%	-0.9%	1.3%	-0.6%	2.8%	-0.8%	0.6%	1.2%	0.8%	1.2%	1.2%	0.8%
政府消費支出	0.4%	0.2%	13.1%	-6.1%	2.4%	-0.4%	2.5%	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	0.4%
総固定資本形成	3.5%	-2.4%	13.6%	-10.5%	2.4%	-2.0%	1.0%	2.0%	0.8%	0.8%	1.2%	0.0%
輸出等	6.4%	4.5%	-6.3%	-4.1%	2.8%	2.8%	-0.2%	3.2%	3.6%	4.1%	3.6%	2.8%
輸入等	8.0%	0.5%	-0.5%	5.6%	-2.4%	2.0%	2.0%	4.5%	4.1%	4.5%	4.5%	3.1%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.8%	0.9%	-0.1%	-0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.5%	1.1%	0.3%	0.8%	0.6%
民間消費支出	1.3%	-0.9%	0.2%	0.3%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	1.0%	0.6%	1.1%	0.8%
政府消費支出	0.4%	0.2%	3.8%	1.9%	2.4%	2.0%	2.5%	-0.9%	0.9%	0.6%	1.0%	0.4%
総固定資本形成	3.5%	-2.4%	3.1%	0.3%	0.3%	0.5%	1.0%	-2.2%	0.8%	0.4%	1.2%	0.0%
輸出等	6.4%	4.5%	-0.9%	0.3%	1.0%	-1.3%	-0.2%	1.1%	3.1%	3.4%	3.6%	2.8%
輸入等	8.0%	0.5%	1.3%	3.2%	2.3%	1.1%	2.0%	2.4%	2.0%	3.8%	4.4%	3.1%
鉱工業生産	2.1%	-0.7%	-2.8%	-2.5%	-1.4%	-1.2%	-2.0%	-0.8%	-0.1%	-0.8%	0.6%	-0.3%
実質小売売上高	-0.4%	0.5%	1.4%	0.8%	2.3%	0.8%	1.3%	0.5%	0.9%	0.4%	1.4%	0.8%
消費者物価	3.3%	4.5%	3.5%	2.7%	2.4%	2.6%	2.8%	2.8%	2.9%	2.8%	2.4%	2.7%
生産者物価 (出荷価格)	4.2%	5.6%	3.9%	2.7%	2.2%	2.7%	2.9%	2.7%	2.5%	2.8%	2.6%	2.7%
失業率	7.9%	8.1%	8.2%	8.0%	7.8%	8.1%	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	-25.4	-28.7	-107.6	-28.7	-29.6	-27.4	-31.3	-117.1
経常収支	-37.3	-29.0	-15.4	-20.8	-15.2	-16.3	-67.6	-14.3	-13.3	-10.4	-15.1	-53.1
財政収支	-126.3	-92.0					-128.5					-113.6
国債10年物(期中平均)	3.53%	3.00%	2.14%	1.89%	1.63%	1.80%	1.87%	2.00%	2.20%	2.35%	2.50%	2.26%
国債2年物(期中平均)	0.96%	0.87%	0.42%	0.35%	0.16%	0.22%	0.29%	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Q3まで実績値（GDP内訳と経常収支は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