

～海外経済～

2011年5月20日 全7頁

欧州経済見通し 格差を内包した景気回復が続く

経済調査部

シニアエコノミスト
山崎 加津子

金融政策は ECB と BoE に温度差

[要約]

- ユーロ圏の2011年1-3月期のGDP成長率は前期比+0.8%（年率換算+3.3%）と予想以上に高い伸びとなった。需要項目別の内訳は未発表だが、内需（投資、個人消費、在庫投資）が成長に貢献したと推測される。続く4-6月期はV字回復から巡航速度の回復へ切り替わる時期になると予想され、いったん景気回復ペースが鈍化すると見込まれる。しかし、外需は堅調に拡大し、それを受けて投資回復が継続すると見込まれるため、2011年の成長率予想を前回の+1.6%から+1.8%へ上方修正した。なお、ECB（欧州中央銀行）の利上げペースの予想は据え置き、年末の政策金利は1.75%と予想する。
- 英国の2011年1-3月期のGDP成長率は前期比+0.5%（年率換算+2.0%）と予想通りだった。10-12月期に前期比-0.5%と落ち込んだ分を取り返したが、ユーロ圏と比較して回復力は弱い。こちらも需要項目別の内訳は未発表だが、個人消費が伸び悩んだと推測される。BoE（英中銀）はインフレを警戒しつつ、景気回復の弱さも懸念しており、利上げ開始のタイミングは遠のいたと考えられる。英経済は1%台半ばの経済成長が続き、利上げ開始は早くも2011年末と予想する。

ユーロ圏経済

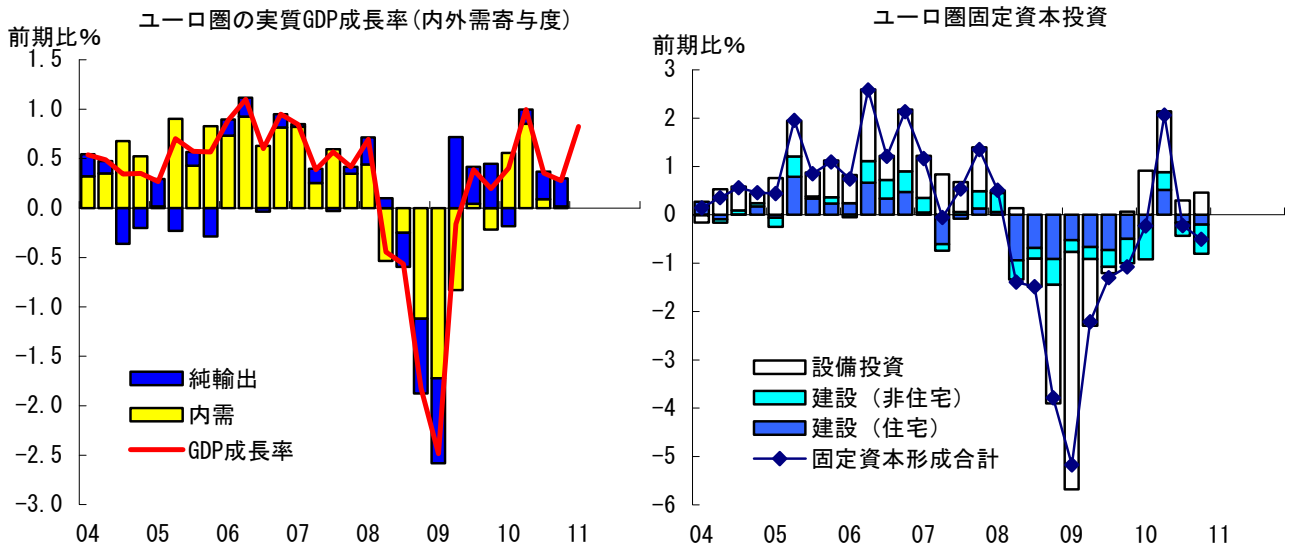
1-3月期は予想以上の高成長

ユーロ圏の2011年1-3月期の経済成長率（速報値）は前期比+0.8%（年率換算+3.3%）と発表された。10-12月期の同+0.3%（同+1.1%）を大きく上回り、2010年4-6月期の前期比+1.0%（同+4.0%）に次ぐ高い伸び率である。10-12月期は寒波と大雪で建設投資が落ち込んだため、1-3月期にその反動が出ることは予想したが、GDP成長率は予想以上に加速した。

投資拡大が牽引役と推測される

需要項目別の内訳は6月8日まで発表されないが、ドイツ統計局の解説やフランスの1-3月期GDP統計からは、内需（投資、個人消費、在庫投資）が成長率押し上げに大きく寄与したと推測される。中でも建設投資に加えて設備投資の貢献が大きかったと見られる。設備投資は2010年を通じて回復基調にあったが、外需好調で企業の景気判断が一段と改善したことを背景に、1-3月期にこの拡大にはずみがついたと見られる。ECBが四半期ごとに調査している銀行貸出サーベイでは、企業の資金需要が2010年半ば以降、拡大に転じたことが見て取れる。特に2011年に入って、資金需要の理由として「設備投資」が加わった。設備投資を理由とする借入は2008年以降大幅に落ち込んでいたが、足下で変化の兆しが出てきたのである。

図表 1 ユーロ圏 1-3 月期：前期比+0.8%成長は内需の貢献大と推測される

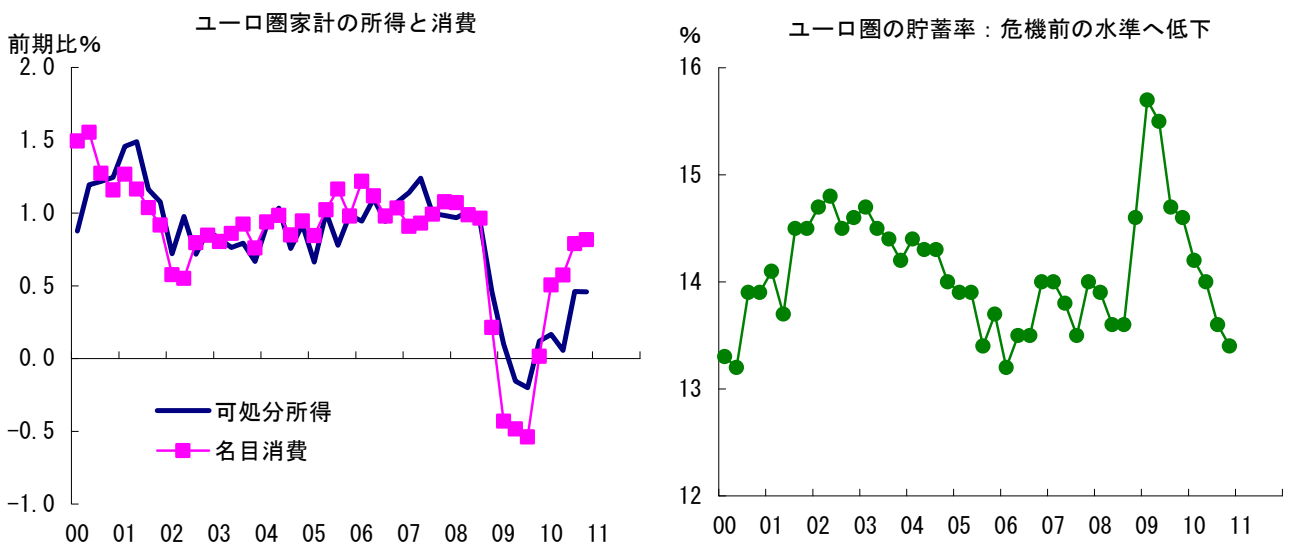


出所：Eurostat データより大和総研作成

所得回復と消費意欲 持ち直しで個人消費 拡大

ユーロ圏の個人消費は実質 GDP ベースで 2010 年 10-12 月期に前期比+0.4%と 2007 年 7-9 月期以来となる高い伸びを記録したあと、1-3 月期も堅調に拡大したと推測される。金融危機以降の消費回復のきっかけとなったのは、図表 2 左に見られるように可処分所得の回復で、2009 年 7-9 月期を底として反発してきた。足下で失業率は 2010 年 7-9 月期につけた 10.1%のピークから 1-3 月期は 9.9%へ低下傾向にあり、一段の所得回復に貢献していると見込まれる。加えて、消費意欲の改善も消費拡大に貢献していると思われる。ユーロ圏家計の貯蓄率は、金融危機とそれに続いたリセッションで消費者心理が冷え込んだ 2009 年 1-3 月期に 15.7%まで急上昇した。しかしその後は徐々に低下し、2010 年 10-12 月期には 13.4%と金融危機前の水準を回復した。

図表 2 消費拡大の背景には家計所得回復と貯蓄率の低下 (=消費意欲の持ち直し)



出所：ECB データより大和総研作成

外需寄与度は縮小したと見込まれる

加速した内需とは対照的に、ユーロ圏経済の回復を 2009 年 4-6 月期以降牽引してきた外需は、経済成長への寄与という点では後退したと推測される。もっとも、その原因は輸出が減少したからではなく、輸入の拡大ペースが輸出を上回ったためである。輸出拡大に、内需回復が加わり、輸入拡大のペースが加速しているのである。

国ごとの景気回復格差は縮小せず

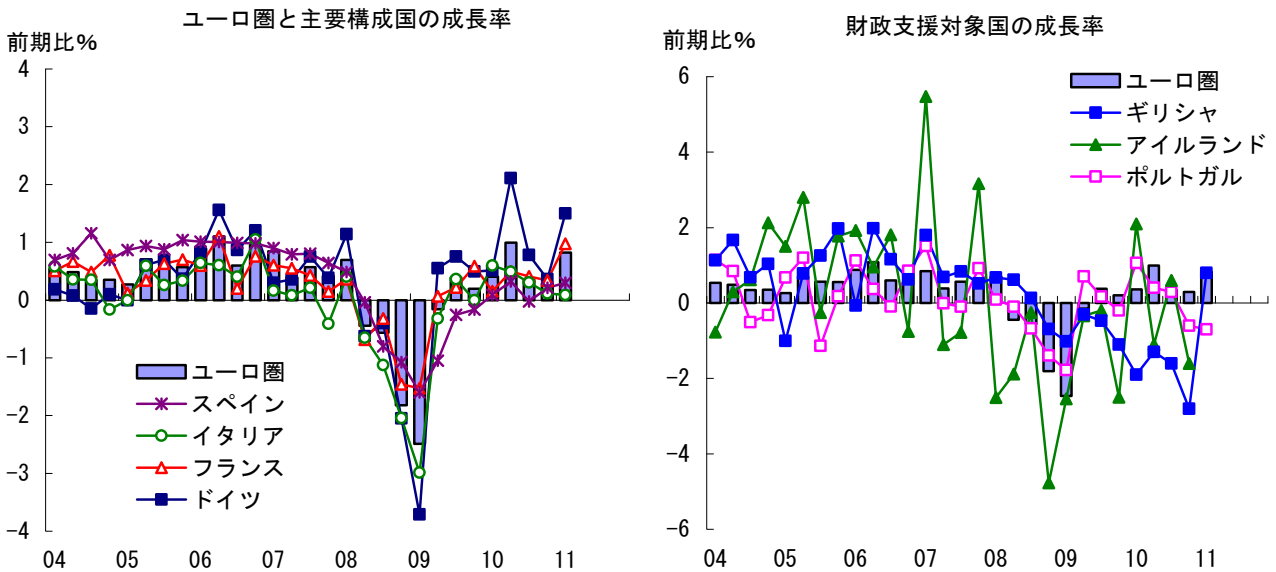
1-3 月期のユーロ圏 GDP 成長率を構成国別で見ると、ドイツが前期比+1.5%と際立って高い伸びとなったが、フランス（同+1.0%）、オランダ（同+0.9%）、ベルギー（同+1.0%）、オーストリア（同+1.0%）も揃って高い伸びを記録した。輸出競争力が高く、財政赤字が過大となっていない国々の景気が順調に回復していることが確認された。

南北2グループではなく、高成長国、低成長国、マイナス成長国の3グループへ

一方、南欧諸国はスペイン（同+0.3%）、イタリア（同+0.1%）が低成長に留まり、ポルトガル（同-0.7%）は2 四半期連続のマイナス成長となった。イタリアとスペインも輸出は景気回復の牽引役になっているが、ドイツ等と比較して内需の回復力に差があり、それが成長率を押し下げたと推測される。ところで、ギリシャは意外にも前期比+0.8%となり、9 四半期ぶりにマイナス成長を脱した。とはいえ、これは 10-12 月期に同-2.8%と大幅に落ち込んだあとの反発で、持続的な回復ではない可能性が高い。ギリシャも輸出は回復しているものの、継続的に財政赤字を削減しなければならない中で、国内の投資や消費が回復しているとは見込まれない。

予想されたことだが、ユーロ圏内で財政問題解決までのハードルが高い国とそうでない国の間で景気回復ペースの差が開いている。その分類はこれまでの「ドイツ及びその周辺の北寄りの国々」と「南欧諸国+アイルランド」の2分類から、後者が2 つに別れて3 分類になりつつあると見受けられる。独仏にオランダやオーストリアが加わる「高成長国」、プラス成長ではあるが、低成長に留まるイタリアやスペインの「低成長国」、そしてプラス成長がおぼつかないギリシャ、ポルトガル、アイルランドの「マイナス成長国」である。

図表 3 ユーロ圏内の景気回復格差は拡大

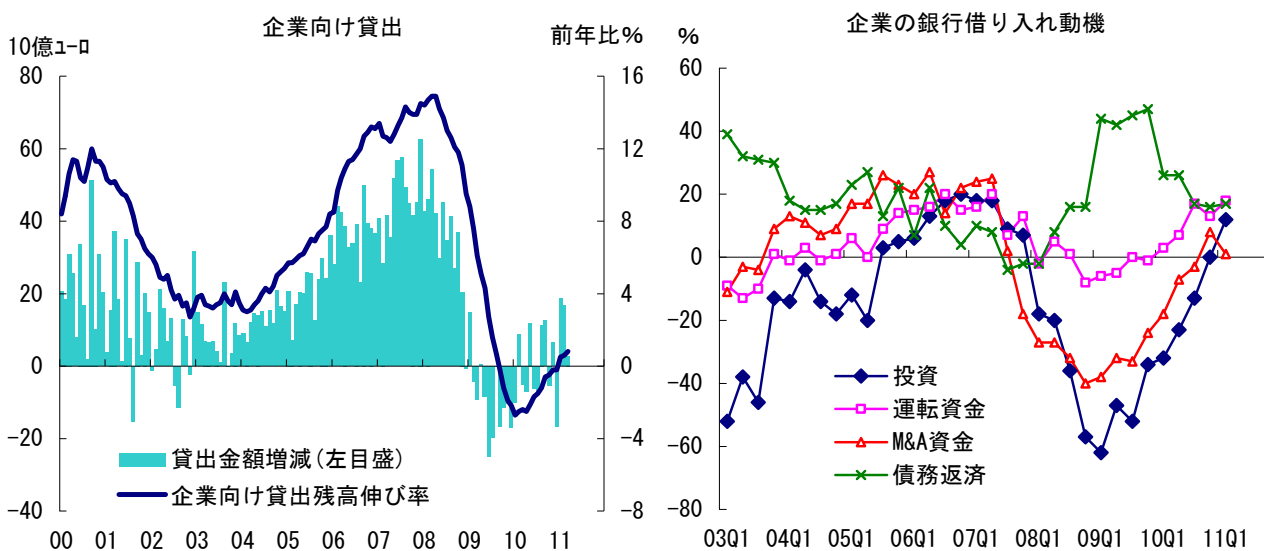


出所：Eurostat データより大和総研作成

今後の景気見通し

4-6 月期のユーロ圏経済は、1-3 月期の高い成長率は続かないと予想される。1-3 月期は建設投資の上振れに加え、在庫変動がかなり大きく成長率押し上げに寄与したと見受けられるためである。さらに、これら一過性の拡大要因がなくなることに加え、ユーロ圏経済は回復の加速度が低減してくる局面に入ると考える。景気の牽引役は引き続き輸出だが、金融危機後の急落を取り戻す V 字回復が一巡して、拡大ペース鈍化が見込まれる。輸出を担う鉱工業部門の企業景況感は、2009 年初めを底として 2 年に亘り改善傾向が続いてきたが、3 月をピークに改善が頭打ちとなった。ただ、景況感指数の水準は非常に高く、特に受注判断はまだ改善傾向にある。景況感指数の改善頭打ちが示唆しているのは、あくまで景気回復の加速度の鈍化であると見る。既述したように企業の資金需要には拡大の兆しが出てきており、2011 年は純輸出に代わって設備投資が経済成長の主役となろう。2011 年通年の成長率予想をこれまでの +1.6% から +1.8% に上方修正した。

図表 4 ユーロ圏企業部門の資金需要に拡大の兆候



出所：ECB のデータより大和総研作成

個人消費に関しては、失業率が緩やかながら低下傾向にあることはプラス材料である。ただ、過去 2 年近く所得拡大効果をもたらしてきた貯蓄率低下は一巡したと考えられるため、今後の消費は可処分所得の伸びに沿った拡大ペースに戻ると予想される。なお、個人消費にとってリスクシナリオは、物価上昇に歯止めがかからない場合である。消費者マインドは企業景況感より一足先に 2010 年末にピークアウトしているが、その原因は主に物価上昇にあると考えられる。

インフレ&金融政策 見通し

ユーロ圏の消費者物価は 2010 年 12 月に前年比 +2% を超過したあと、加速傾向にあり、4 月は同 +2.8% に上昇した。5 月に入って原油高が一服し、また前年比でユーロ安からユーロ高に転じてきたことで輸入物価の伸び鈍化が見込まれるなど、インフレ圧力の低減が期待され、年末にかけて消費者物価上昇率は +2% 台前半に低下してくると予想する。ただし、企業の価格転嫁の動きは警戒が必要である。4 月に利上げを開始した ECB (欧州中央銀行) は、強いインフレ警戒姿勢を維持し、7 月にも追加利上げを決めると予想する。年末までの 2 度の利上げで、政策金利を 1.75% に引き上げるとの予想がメインシナリオである。

ギリシャ問題の帰趨

ところでユーロ圏の景気回復格差の原因である財政問題への取り組みに関しては、6月が取りあえずのヤマ場になろう。4月半ば以降、債務再編からユーロ離脱の可能性まで取沙汰されたギリシャに対して、6月14、15日の財務相会合と24日の首脳会議で対策が決定されると見込まれるためである。ユーログループのユンケル議長が「ギリシャの債務のリプロファイリング（＝償還期限の延長）」に言及するなど、政策担当者間で債務再編の議論がタブーではなくなったことは半年前と比較して大きな変化である。ただし、債務再編を早期に実行した方が、将来の悪影響が小さいと見る市場関係者とは一線を画し、ユーロ圏の政策担当者は、現在、ギリシャの債務再編を行うことの悪影響も決して小さくないと判断していると見受けられる。現在の計1100億ユーロのギリシャ支援策に、追加支援を決め、ギリシャ政府と銀行に対して財政再建の時間的な猶予を与える解決策が採られる可能性が高いと予想される。このような対応策は、ギリシャ国債が年内にもデフォルトすると懸念を後退させることは期待されるが、ギリシャの財政再建の厳しさを軽減するものではない。ギリシャの国債利回りの顕著な低下や、景気に対するプラス効果は期待薄だろう。

英国経済

1-3月期は前期比+0.5%成長

英国の2011年1-3月期のGDP成長率は前期比+0.5%（年率換算+2.0%）と予想通りだった。10-12月期に前期比-0.5%と落ち込んだ分を取り返したが、ユーロ圏と比較して回復力は弱い。こちらも需要項目別の内訳は未発表だが、1-3月期の小売売上高はVAT増税直後ということもあって冴えず、個人消費が伸び悩んだと推測される。

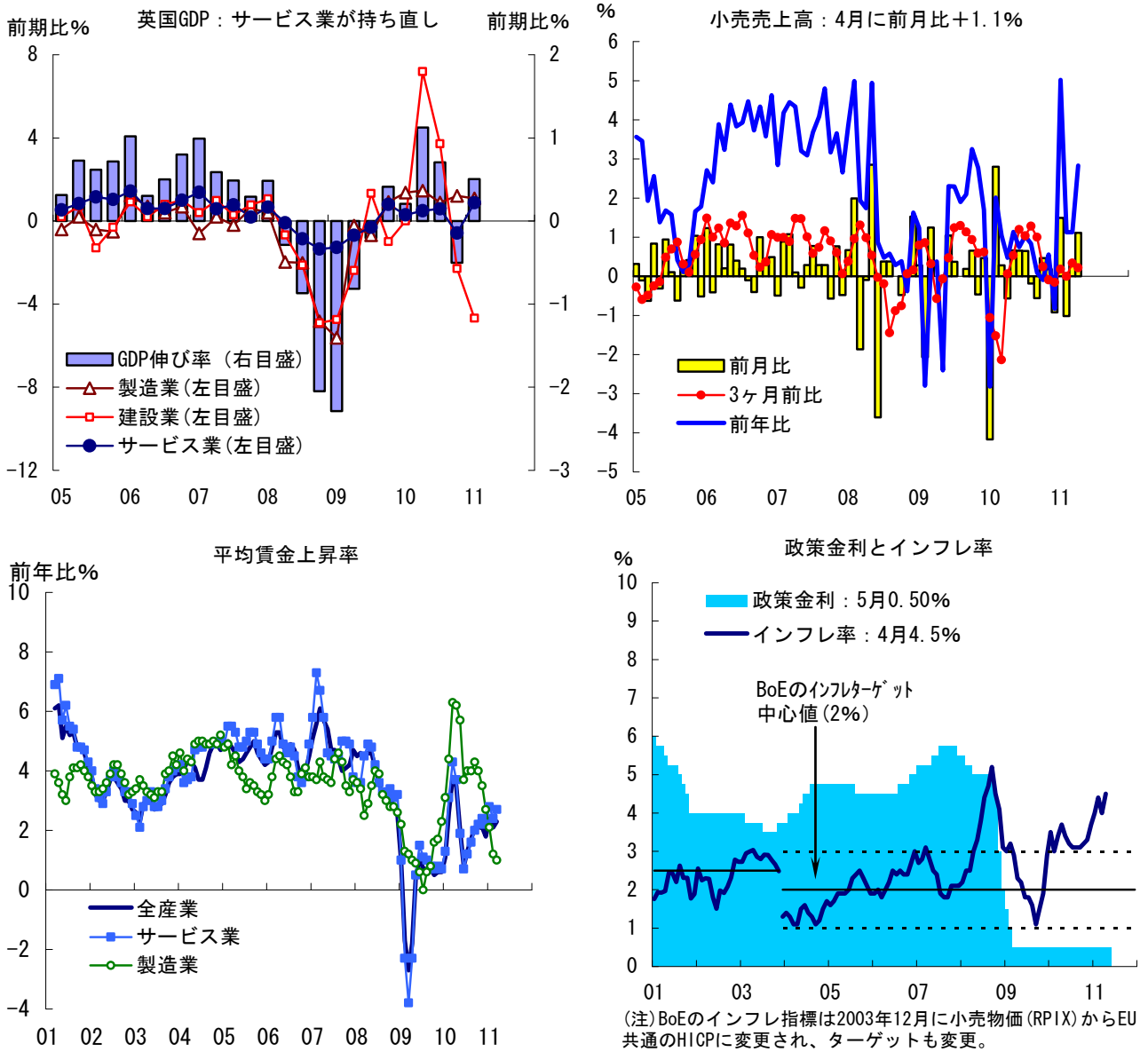
サービス業が反発

1-3月期のGDP統計を産出ベースからみると、10-12月期にマイナス成長に落ち込んだ建設業とサービス業のうち、サービス業が反発してプラス成長に戻ったことは朗報である。12月の例年にない大雪は、建設活動を停止させただけでなく、流通を滞らせ、稼ぎ時はずのクリスマス商戦が期待はずれに終わる結果をもたらしたが、この悪影響がなくなった。今後の英国経済の回復は、生産面ではサービス業が、需要面では個人消費が鍵を握っており、そのうちサービス業に関しては、企業景況感の改善に続いて、実際の企業活動が回復に向かいつつあると見受けられる。

一方、個人消費に関連する指標のうち、4月の小売売上高は前月比+1.1%（前年比+2.8%）と久々に強い伸びとなった。ただ、今年の4月は気温が非常に高く、それが衣料品の売上を押し上げたこと、またロイヤル・ウェディングで祝日となった効果が食品の消費を押し上げた可能性が高い。しかし、消費者を取り巻く環境はあまり改善していない。賃金上昇率は3月も2%台前半の伸びに留まり、消費者物価上昇率（3月の前年比+4.0%から4月は+4.5%へ加速）を大きく下回っている。就業者数は2月まで4ヶ月連続で増加したが、失業保険申請者数が3、4月は増加に転じており、雇用情勢は一進一退の状況と見受けられる。

BoE（英中銀）はインフレを警戒しつつ、景気回復の弱さも懸念しており、利上げ開始のタイミングはこれまで想定していた2011年半ばから後退したと考えられる。英経済は1%台半ばの経済成長が続き、利上げ開始は早くも2011年末と予想する。

図表 5 英国経済指標



出所：英国統計局（ONS）、BoE 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			2011					2012				
	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率													
国内総生産	1.4%	1.1%	1.7%	3.3%	0.7%	1.1%	1.4%	1.8%	2.1%	2.0%	2.1%	1.8%	1.7%
民間消費支出	0.7%	1.6%	0.8%	1.2%	0.9%	1.2%	1.4%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%	1.3%
政府消費支出	1.5%	0.4%	0.7%	-0.8%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	-0.2%
総固定資本形成	-0.9%	-1.9%	-1.0%	13.9%	1.6%	4.5%	3.6%	4.5%	4.1%	4.1%	2.8%	2.4%	3.6%
輸出等	8.7%	6.4%	11.0%	5.3%	4.1%	5.3%	4.9%	6.4%	4.9%	4.1%	4.5%	4.1%	4.6%
輸入等	6.3%	3.9%	9.1%	5.7%	4.5%	6.6%	5.3%	6.0%	4.5%	3.6%	4.1%	3.6%	4.6%
前年同期比 (除く失業率)													
国内総生産	2.0%	2.0%	1.7%	2.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.8%	1.3%	1.6%	1.9%	2.0%	1.7%
民間消費支出	1.0%	1.1%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%
政府消費支出	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.0%	-0.7%	-1.1%	-0.3%	-0.8%	-0.4%	0.0%	0.5%	-0.2%
総固定資本形成	0.5%	1.1%	-1.0%	4.7%	3.0%	4.4%	5.8%	4.5%	3.4%	4.1%	3.6%	3.3%	3.6%
輸出等	12.3%	11.6%	11.0%	9.7%	6.1%	5.3%	4.9%	6.4%	4.8%	4.8%	4.6%	4.4%	4.6%
輸入等	10.9%	10.7%	9.1%	8.4%	5.1%	5.2%	5.5%	6.0%	5.2%	5.0%	4.4%	4.0%	4.6%
鉱工業生産 (除建設)	7.2%	8.1%	7.4%	6.5%	4.5%	4.1%	2.8%	4.5%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	2.3%
実質小売売上高	1.3%	0.6%	0.7%	0.0%	0.2%	0.3%	0.7%	0.3%	0.8%	1.0%	0.8%	1.1%	0.9%
消費者物価	1.7%	2.0%	1.6%	2.5%	2.8%	2.6%	2.4%	2.6%	2.3%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%
生産者物価	4.0%	4.7%	2.9%	6.5%	6.3%	5.2%	4.1%	5.5%	2.4%	1.8%	2.0%	2.2%	2.1%
失業率	10.1%	10.0%	10.1%	9.9%	9.9%	9.8%	9.8%	9.9%	9.8%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
10億ユーロ													
貿易収支	5.3	0.0	18.1	-3.0	5.0	8.0	5.0	15.0	3.0	9.0	10.0	7.0	29.0
経常収支	-8.2	-16.0	-36.6	-18.5	-14.6	-7.8	-8.0	-48.9	-8.1	-10.3	-6.5	-9.7	-34.6
財政収支			-54.6										-384
独 国債10年物(期中平均)	2.45%	2.64%	2.78%	3.18%	3.25%	3.36%	3.40%	3.30%	3.43%	3.40%	3.45%	3.50%	3.45%
独 国債2年物(期中平均)	0.71%	0.94%	0.85%	1.42%	1.85%	2.00%	2.10%	1.84%	2.20%	2.25%	2.25%	2.30%	2.25%
欧 政策金利(未値)	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	1.75%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%

注：2011年Q1まで実績値（GDP内訳、貿易収支、経常収支は2010年Q4まで実績値）。それ以降は大和総研予想

出所：Eurostat、ECB（欧州中央銀行）、大和総研

英国経済見通し

	2010			2011					2012				
	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率													
国内総生産	2.9%	-1.9%	1.3%	2.0%	1.4%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%	1.5%
民間消費支出	-0.5%	-1.2%	0.6%	1.8%	1.4%	2.0%	2.0%	0.9%	1.6%	2.2%	2.2%	2.0%	1.9%
政府消費支出	-1.9%	1.5%	0.8%	-2.0%	-2.0%	-1.2%	-1.2%	-1.0%	-0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	-0.5%
総固定資本形成	15.0%	-7.2%	3.0%	10.4%	8.2%	8.2%	4.9%	5.8%	4.1%	3.2%	2.4%	1.6%	4.5%
輸出等	6.7%	7.1%	5.3%	7.4%	6.1%	4.9%	4.1%	6.8%	3.2%	4.1%	3.2%	3.2%	3.9%
輸入等	7.8%	13.5%	8.5%	5.3%	4.1%	4.5%	4.1%	6.9%	2.8%	4.9%	4.1%	2.8%	3.9%
前年同期比 (除く失業率)													
国内総生産	2.5%	1.5%	1.3%	1.9%	1.1%	0.9%	1.7%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%
民間消費支出	1.1%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.4%	1.0%	1.8%	0.9%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%
政府消費支出	0.6%	0.6%	0.8%	-0.5%	-1.1%	-0.9%	-1.6%	-1.0%	-1.2%	-0.7%	-0.3%	0.1%	-0.5%
総固定資本形成	6.2%	5.8%	3.0%	4.3%	6.3%	4.7%	7.9%	5.8%	6.3%	5.1%	3.6%	2.8%	4.5%
輸出等	7.4%	5.4%	5.3%	8.4%	6.8%	6.4%	5.6%	6.8%	4.6%	4.1%	3.6%	3.4%	3.9%
輸入等	10.4%	9.4%	8.5%	8.8%	7.6%	6.8%	4.5%	6.9%	3.9%	4.1%	4.0%	3.6%	3.9%
鉱工業生産	3.0%	3.3%	2.0%	2.5%	1.5%	1.5%	1.0%	1.6%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
実質小売売上高	0.7%	-0.1%	0.3%	2.5%	2.0%	1.6%	2.4%	2.1%	2.4%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
消費者物価	3.1%	3.4%	3.3%	4.1%	4.5%	4.3%	4.0%	4.2%	3.3%	2.5%	2.6%	2.5%	2.7%
生産者物価 (出荷価格)	4.1%	4.1%	4.2%	5.3%	5.4%	5.9%	5.6%	5.5%	4.1%	2.7%	2.7%	2.6%	3.0%
失業率	4.6%	4.5%	4.7%	4.5%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
10億英ポンド													
貿易収支	-25.7	-26.8	-97.8	-22.2	-25.8	-28.7	-28.3	-105.0	-23.5	-27.9	-31.2	-30.6	-113.1
経常収支	-8.7	-10.5	-36.2	-6.3	-9.9	-12.8	-11.9	-40.9	-6.1	-10.6	-14.0	-13.4	-44.2
財政収支	-26.2	-37.5	-122.2	-17.7				-133.3					-113.1
国債10年物(期中平均)	3.16%	3.23%	3.53%	3.65%	3.50%	3.56%	3.67%	3.60%	3.70%	3.77%	3.83%	3.90%	3.80%
国債2年物(期中平均)	0.73%	0.91%	0.96%	1.35%	1.15%	1.25%	1.35%	1.28%	1.55%	1.70%	1.90%	2.10%	1.81%
政策金利(未値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	1.75%

注：2011年Q1まで実績値（GDP内訳、経常収支は2010年Q4まで）。それ以降は大和総研予想

出所：英国統計局（ONS）、イングランド銀行（BoE）、大和総研