

2013年1月18日 全8頁

欧州経済見通し 厳冬から見えた春の兆し

ユーロ圏企業景況感は2か月連続で改善

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏経済は2012年10-12月期に大きく冷え込んだと推測される。中国向けなどの輸出が失速したことを受け、企業が在庫調整のために生産を落としたとみられる。ただ、企業景況感は11月に続き、12月も改善した。米国の景気が緩やかながら拡大していることに加え、中国も景気改善へ転換点を迎えたとみられることが、景況感改善を後押ししていると見受けられる。外需を牽引役としたユーロ圏の景気持ち直しが2013年半ばからみえてくると予想する。
- ECB（欧州中央銀行）は1月の金融政策理事会で金利据え置きを決定。ユーロ圏周縁国の国債利回りが低下傾向にあり、また、銀行の資金繰りにも改善がみられると評価した。ただ、ECBも指摘していることだが、ユーロ圏危機解決は、各国がそれぞれに財政健全化と競争力強化に取り組み、またユーロ圏統合を着実に進展させることが大前提であることに変わりはない。
- 英国経済も2012年10-12月期は内外需が落ち込み、マイナス成長に逆戻りしたと推測される。2013年に景気低迷を脱することができるか、鍵を握るのは個人消費となろう。英国では賃金が伸び悩む一方、消費者物価が高水準で、家計所得を圧迫する傾向が続いてきた。ただ、家計の実質可処分所得は2012年に徐々に伸び率が加速し、自動車販売回復に一役買ったとみられる。BOE（英中銀）が2012年夏に導入した融資促進策の効果と相まって住宅市場が回復に向かえば、個人消費が牽引する景気回復が実現しよう。

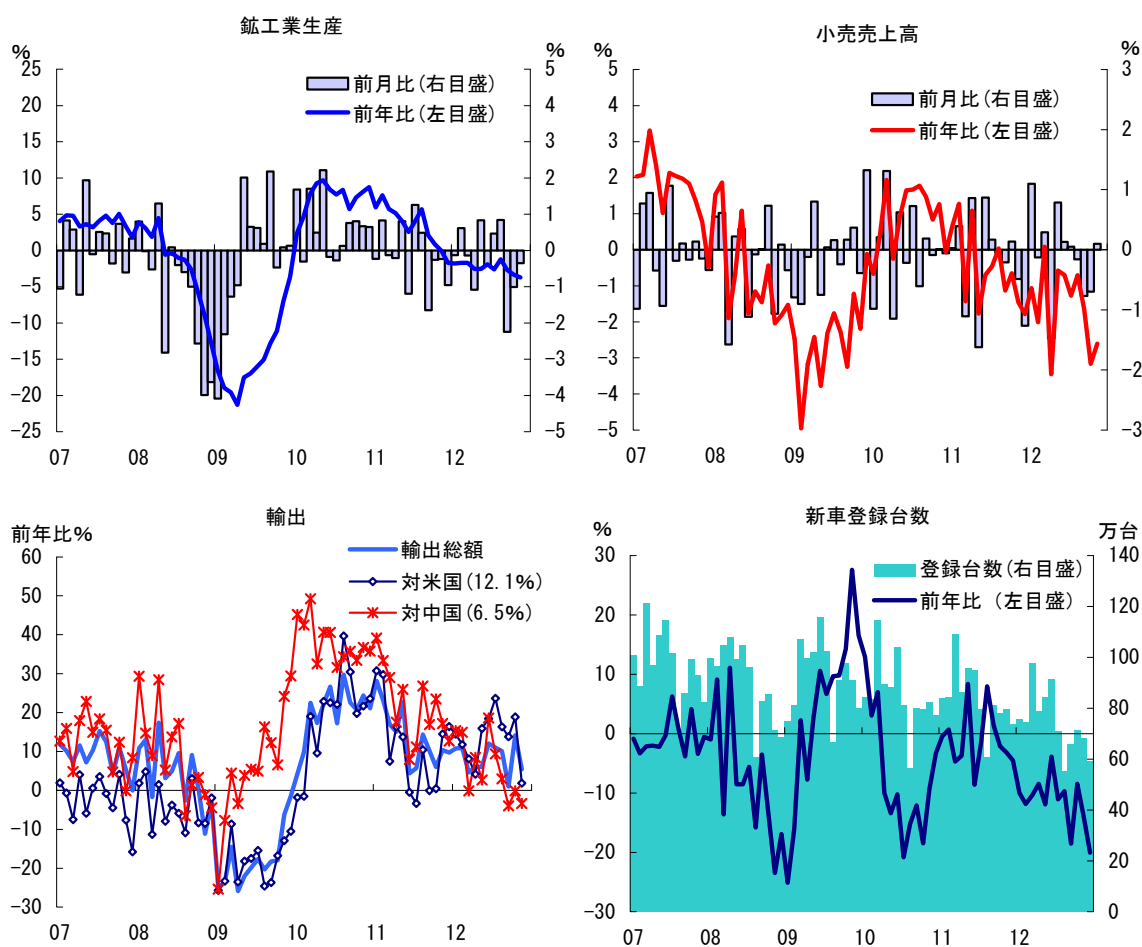
ユーロ圏経済

2012年10-12月期は予想以上の冷え込み

ユーロ圏では従来の予想以上に2012年末に景気が冷え込んだ模様である。実体経済の指標は11月分まで出揃ったところだが、鉱工業生産は9月から11月まで3か月連続で前月比マイナスとなった。前年比でも、11月は-3.7%と2009年以来の大幅な落ち込みを記録した。国内消費は低迷しており、小売売上高はほぼ1年半にわたって前年割れが続いている。また、12月分が発表されたばかりの新車登録台数で、ユーロ圏（キプロスとマルタを除く15か国）は12月に前年比-20.0%と急落した。12月の営業日数が前年より少なかったことが一因だが、10-12月の3か月ベースでも前年比14.1%減となっている。脆弱な内需に比べれば外需は堅調を維持してきたが、中国向け輸出が2012年半ばに失速し、輸出全体でも伸び率鈍化が認められる。

2012年10-12月期のGDP成長率は2月14日に速報値が発表される予定だが、以上を踏まえ、前期比-0.3%という従来予想を同-0.6%に下方修正した。これにより、2012年通年の成長率予想は-0.4%から-0.5%に下方修正となる。さらに、2013年の成長率に対する押し下げ圧力も高まるため、成長率予想を+0.1%から-0.2%に下方修正した。

図表1 ユーロ圏の実体経済は2012年末にかけて悪化



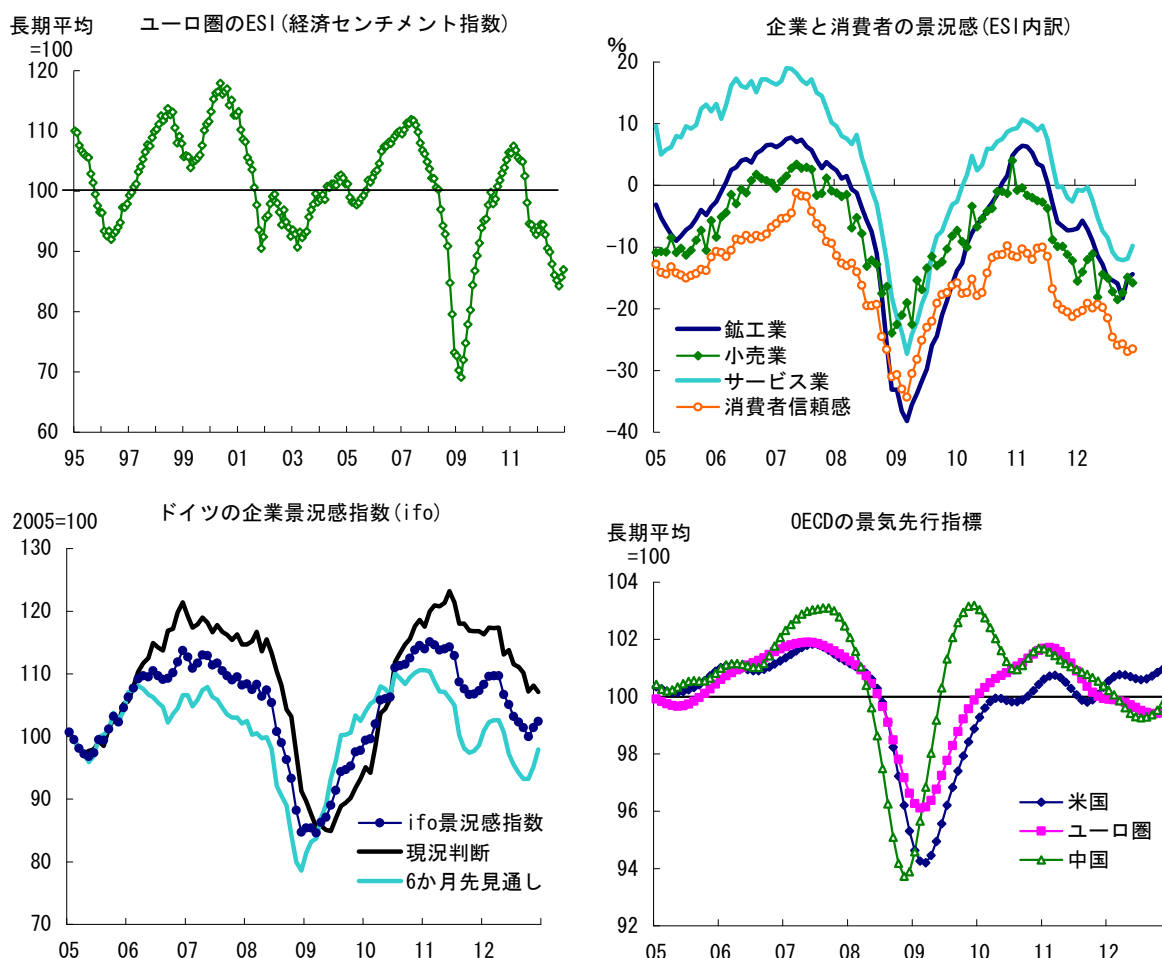
注：輸出グラフの括弧内は2012年1-10月のシェア、新車登録台数についてはキプロスとマルタを除く15か国ベース
出所：Eurostat、ACEA データより大和総研作成

景況感は2か月連続で改善

2013年の成長率予想を、小幅とはいえプラス成長からマイナス成長へ変更したが、2013年のユーロ圏経済の見方が先月より悲観的になったわけではない。財政健全化の優先順位が高いユーロ圏では2013年に景気が力強く回復することは見込まれないが、年半ばには緩やかに持ち直してくるとの見方は変えていない。

昨年11月に、ほぼ2年ぶりに改善したユーロ圏の景況感指数は、12月も改善傾向が続いた。欧州委員会が発表しているESI（経済センチメント指数）、民間調査会社Markitが発表しているPMI指数が、ともに2か月連続で前月比改善した。また、ドイツの景気先行指標として最も注目度の高いifo景況感指数も11月、12月に改善した。OECDが発表しているCLI（景気先行指数）はまだ11月分までしか発表されていないが、ユーロ圏の景気先行指数はその11月に実に21か月ぶりに前月比で改善した。ESIの内訳に注目すると、景況感改善に貢献したのは鉱工業、サービス業、それに小売業である。他方で消費マインドはほとんど改善がみられず、過去のリセッション（景気後退）時とほぼ同水準で停滞している。また、鉱工業やサービス業にしても、景況感指数の改善はまだかなり弱々しい。2012年10月までの景況感悪化が大幅であったので、それと比較してやや持ち直したという程度の改善である。

図表2 ユーロ圏の景況感指標は11月と12月に連続して改善



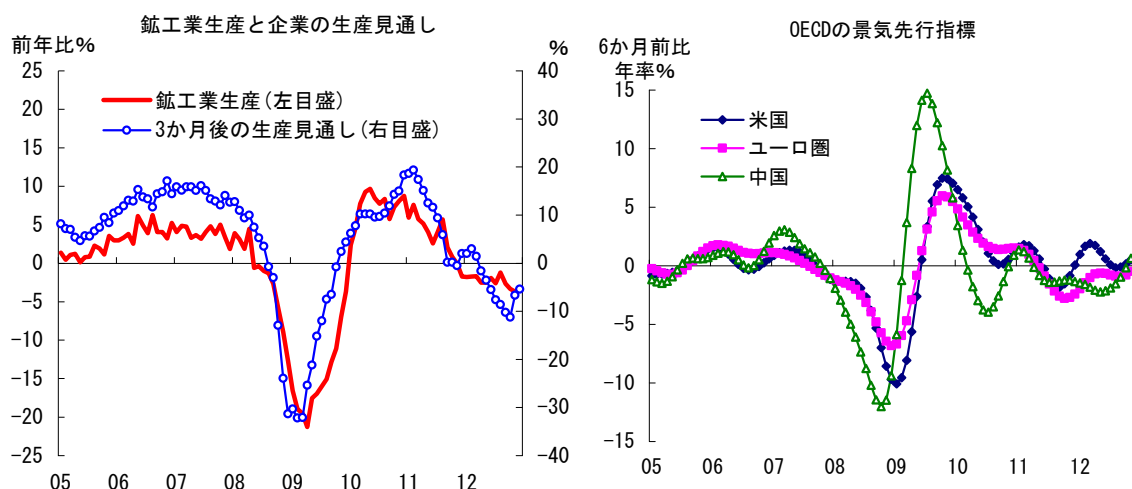
出所：欧州委員会、ifo 経済研究所、OECD データより大和総研作成

ただ、鉱工業景況感指数の中身に注目すると、在庫の過剰感が薄れつつあり、受注残判断がやや改善して3か月後の生産見通しが持ち直す、という景気回復初期の典型的なパターンを示している。また、自動車産業などの業界団体からは10-12月は在庫調整を目的とした生産縮小措置を取っていたとのコメントが出てきている。在庫の圧縮を進め、その過剰感が後退したところで、需要増の見通しを持つことができれば、当然ながら企業景況感は改善に向かうだろう。3か月先の生産見通しの持ち直しが示唆している生産回復が2013年半ばに実現するのではないかとみている。

景況感改善の原動力になっている受注見通しの改善はどこからきているのだろうか。消費者マインドの低迷が示唆しているように、ユーロ圏消費者の購買意欲は落ち込んでいる。背景には雇用情勢の急速な悪化があり、ユーロ圏の失業率は過去1年半で9.9%から11.8%（2012年11月）に急上昇してしまった。しかも企業や銀行のリストラ計画の発表が継続しており、失業率もまだ天井とは判断されない。2012年7月にECBがOMT（国債購入プログラム）の導入を示唆（9月に正式決定）したことを受けて、金融市場におけるユーロ危機悪化懸念は明確に後退し、財政懸念国の国債利回りは過去半年近く低下傾向にある。しかしながら、金融市場の混乱回避の動きは、家計の消費意欲の改善にはつながっていない。11月からの企業部門の需要見通し持ち直しは、やはり外需の回復期待ということになる。

ユーロ圏にとって重要な輸出相手は、米国に加えて、中国・アセアン諸国を筆頭とするエマージング諸国である。2012年半ばにはこのうち中国の需要減退が目立ったが、その中国の景況感指数はここ数か月、緩やかながら改善傾向をみせている。CLI（景気先行指数）の6か月前比年率の伸び率は、景気の変化を示すものとして注目されているが、米国経済は既に景気拡大局面にあり、中国経済も足元でその転換点を迎えたことが示唆されている。この変化がユーロ圏の景況感改善に貢献してきており、2013年半ばには実体経済指標の好転につながってくるものと予想している。

図表3 ユーロ圏の生産見直し改善の背景に米中の景気先行指標の改善



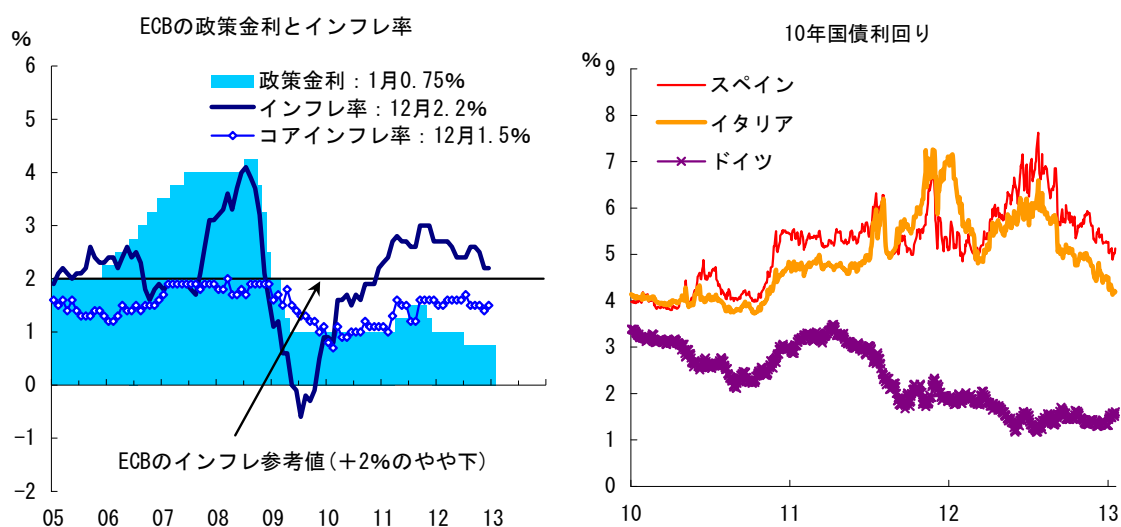
出所：欧州委員会、Eurostat、OECD データより大和総研作成

ECBの政策見通し

1月10日の金融政策理事会でECB（欧州中央銀行）は政策金利の据え置きを全会一致で決定した。1か月前の12月の理事会で利下げを主張したメンバーがいたと報じられていたこともあり、市場の一部に利下げ期待があったようである。しかしながら、政策金利0.75%、下限金利である翌日物預金金利0%という現状で、翌日物市場金利であるEONIAは既に0%近辺で推移している。ECBとしては追加利下げを、景気が急速に悪化して金融市場が再び危機的な状況に陥った際の緊急措置として温存する考えとみられる。ちなみにドラギECB総裁は1月10日の記者会見で、その金融政策の目的は物価安定のみと改めて強調し、例えば失業率低下や、景気対策としての通貨安などを目的にすることはないと明確に否定した。ユーロ圏の消費者物価（HICP）は12月は前年比+2.2%となり、2011年11月の同+3.0%から緩やかな低下傾向が続いている。ECBは2013年中にインフレ率が「前年比+2%をやや下回る」水準を達成すると見込んでいる。今後も、緩やかな景気回復予想を根本から覆す事態が発生しなければ、追加の金融緩和に慎重なECBの姿勢は変わらないだろう。

ところで、ECBは銀行にとって「最後の貸し手」であり、2007年半ばに米国でサブプライム・ローン問題が表面化して以降、銀行に対する積極的な流動性供給を継続してきた。2008年にはリーマン・ショック、2009年にはギリシャ危機とユーロ圏の銀行を取り巻く状況は悪化の一途をたどり、ECBが次々と打ち出した銀行への無制限の資金供給、担保要件の緩和、資産担保証券の買取措置などはなかなかその効果を証明できずにいた。2012年7月のOMT導入計画の発表を契機に国債市場はようやく落ち着きを取り戻しつつあり、スペイン、イタリアなどの国債利回りが低下する一方、安全資産として買い進まれ、過去最低水準にあったドイツの国債利回りに上昇傾向がみられる。この変化は、財政懸念国の資金調達コスト低下に加え、当該国の銀行のバランスシート劣化懸念を後退させている。また、ギリシャやスペインなどの銀行の預金流出に歯止めがかかり、ECBへの依存度にも低下傾向がみられる。

図表4 ECBの利下げは当面様子見だが、ユーロ圏の国債利回りは「正常化」が進行



出所：ECB、Eurostat、Bloomberg データより大和総研作成

金融市場が落ち着きを取り戻したことで、それが財政懸念国の財政状況の悪化に歯止めをかけ、また銀行のおかれている状況をやや好転させることに貢献している。ただ、ECBも繰り返し主張しているように、現状はまだユーロ圏危機解決の途上であり、今後、各国政府とその集合体である「ユーロ圏政府」がそれぞれの宿題である、財政再建、競争力強化、そしてユーロ圏の統合推進を確実に進めていかなければならないことには変わりはない。

英国経済

2012年10-12月期はマイナス成長に逆戻り

英国は7-9月期に前期比+0.9%の高い成長率を記録したが、これはあくまで営業日が1日多かったことと、オリンピック開催の一過性の効果によるもので、10-12月期は再びマイナス成長に落ち込んだと推測される。10-11月の鉱工業生産は、直前の8-9月と比べて1.8%減となった。内外需がともに減速しており、輸出は10月、11月と連続して前年割れとなった。夏場はユーロ圏の需要減退が目立っていたが、10月、11月は米国向けが大きく落ち込み、中国向けも失速した。一方、小売売上高は10-11月と8-9月を比較すると0.6%減となり、鉱工業生産ほどではないが、やはり減少した。

景気回復の鍵を握るのは個人消費

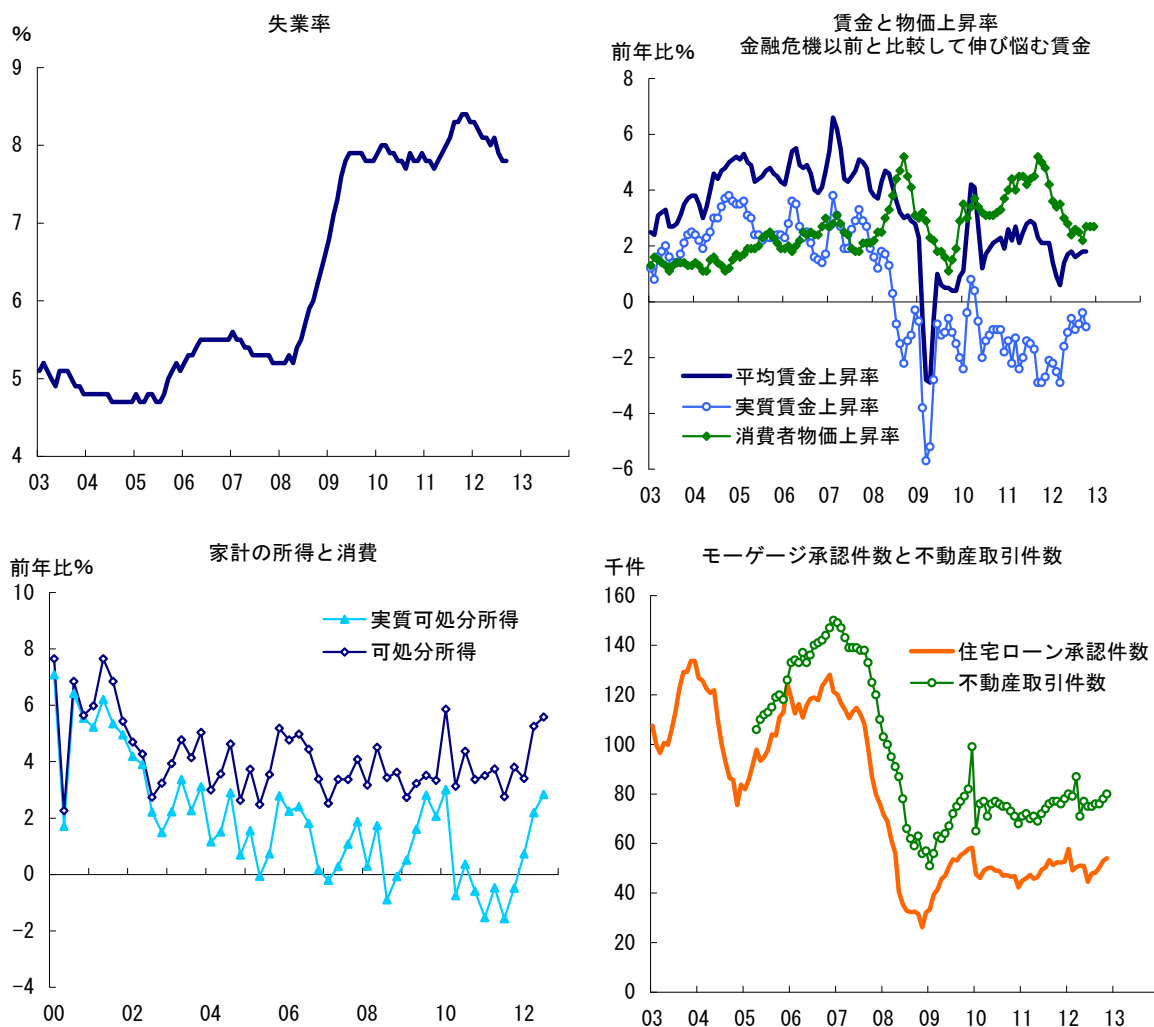
英国の失業率は2011年末以降は低下傾向にあるが、賃金上昇率は伸び悩んでいる。しかも9月まで伸び率鈍化傾向にあった消費者物価は、10月に加速に転じた。9月の前年比+2.2%から、10月は大学授業料の引き上げ、食品価格上昇などを主因として同+2.7%となり、11月、12月も同水準で推移した。この結果、2008年から継続している実質賃金上昇率がマイナスという状況は2012年も結局解消されなかった。

ただし、賃金所得は家計所得の主要構成項目ではあるが、ほかに利子・配当・資産価格の上昇などを要因とする収入も存在する。実は、家計の実質可処分所得は2012年になって伸び率の加速傾向がみられる。この家計状況が徐々に改善していることが、英国で新車登録台数が2012年に増加したことの背景にあると考えられる。ユーロ圏各国の新車登録台数が軒並み大きく落ち込んだ中で、英国は2012年通年で+5.3%の伸びを記録した。

2013年の英国経済は緩やかな景気の持ち直しをみせると予想するが、その鍵を握るのは家計部門である。自動車販売の回復に続いて期待されるのは、やはり住宅市場の復活である。2012年の住宅市場は、奨励措置が期限切れとなる春先に駆け込み需要があったあと、停滞してしまった。ただし、BOE(英中銀)が夏場に打ち出した貸出促進策の効果が徐々に融資拡大に結び付いているとされ、それが住宅取引の活発化につながる事が期待される。住宅価格はここ数年横ばい推移だが、これが上昇し始めると、資産効果を通じた消費刺激の効果も期待できる。

英国経済は 2012 年に -0.1% のマイナス成長となったあと、2013 年は緩やかながら回復に向かい、 $+0.5\%$ 程度の成長率となると予想する。

図表 5 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

	2011 通年	2012					2013					2014 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	1.5%	-0.1%	-0.7%	-0.3%	-2.2%	-0.5%	-0.1%	0.8%	1.0%	1.1%	-0.2%	1.0%
民間消費支出	0.1%	-1.1%	-1.9%	-0.5%	-1.2%	-1.2%	0.0%	0.1%	0.5%	0.6%	-0.3%	0.6%
政府消費支出	-0.1%	0.6%	-0.3%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.2%
総固定資本形成	1.6%	-5.6%	-6.5%	-2.5%	-7.0%	-4.0%	-1.6%	0.8%	1.2%	1.6%	-2.1%	1.7%
輸出等	6.5%	2.0%	6.7%	3.6%	0.8%	3.0%	1.6%	3.2%	4.5%	4.9%	2.9%	4.6%
輸入等	4.3%	-1.2%	2.6%	1.3%	1.2%	-0.4%	1.6%	2.8%	4.9%	5.3%	2.4%	4.7%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.5%	-0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-0.5%	-0.8%	-0.5%	-0.1%	0.7%	-0.2%	1.0%
民間消費支出	0.1%	-1.1%	-1.1%	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-0.9%	-0.4%	-0.2%	0.3%	-0.3%	0.6%
政府消費支出	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.2%
総固定資本形成	1.6%	-2.5%	-3.9%	-4.2%	-5.4%	-4.0%	-4.4%	-2.6%	-1.7%	0.5%	-2.1%	1.7%
輸出等	6.5%	2.4%	3.5%	3.0%	3.2%	3.0%	3.2%	2.3%	2.5%	3.5%	2.9%	4.6%
輸入等	4.3%	-1.1%	-0.6%	-0.7%	1.0%	-0.4%	1.7%	1.7%	2.6%	3.6%	2.4%	4.7%
鉱工業生産（除建設）	3.4%	-1.6%	-2.2%	-2.4%	-3.2%	-2.4%	-2.7%	-1.7%	-1.5%	1.2%	-1.2%	1.3%
実質小売売上高	-0.6%	-1.1%	-1.3%	-1.4%	-1.8%	-1.4%	-1.2%	-0.5%	-0.4%	0.7%	-0.4%	0.4%
消費者物価	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	1.9%
生産者物価	5.6%	3.4%	2.1%	2.2%	2.1%	2.5%	2.1%	2.5%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
失業率	10.2%	10.9%	11.3%	11.5%	11.8%	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%	11.9%	12.0%	11.7%
10億ユーロ												
貿易収支	5.3	19.8	25.4	16.9	13.0	75.1	11.0	9.0	7.0	8.0	35.0	32.0
経常収支	8.7	21.6	28.0	17.0	10.6	77.2	7.8	6.9	6.1	5.3	26.1	20.9
財政収支	-386					-317					-254	-252
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.88%	1.54%	1.42%	1.42%	1.57%	1.53%	1.72%	1.80%	1.90%	1.74%	2.04%
独 国債2年物(期中平均)	1.09%	0.21%	0.09%	-0.01%	0.01%	0.08%	0.12%	0.16%	0.20%	0.28%	0.19%	0.43%
欧 政策金利(末値)	1.00%	1.00%	1.00%	0.75%	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（消費者物価と金利は2012年Q4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

	2011 通年	2012					2013					2014 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	0.9%	-1.0%	-1.5%	3.8%	-1.8%	-0.1%	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%	0.5%	1.1%
民間消費支出	-1.0%	1.9%	1.7%	1.2%	0.5%	1.0%	0.8%	0.8%	1.0%	1.4%	0.9%	1.3%
政府消費支出	-0.1%	13.5%	-4.3%	3.2%	1.6%	2.9%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%
総固定資本形成	-2.9%	2.3%	-2.2%	-0.9%	-0.8%	-0.3%	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	0.2%	1.6%
輸出等	4.6%	-6.5%	-4.5%	5.1%	0.4%	-0.2%	2.0%	2.4%	3.2%	3.6%	2.0%	3.3%
輸入等	0.5%	-0.4%	6.8%	-1.6%	1.2%	2.2%	2.0%	2.8%	3.6%	4.1%	2.0%	3.7%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	0.9%	0.2%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%	0.8%	0.1%	0.9%	0.5%	1.1%
民間消費支出	-1.0%	0.4%	0.9%	1.4%	1.3%	1.0%	1.1%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	1.3%
政府消費支出	-0.1%	3.6%	2.1%	2.8%	3.3%	2.9%	0.2%	1.4%	0.8%	0.6%	0.7%	0.9%
総固定資本形成	-2.9%	0.0%	-0.1%	-0.7%	-0.4%	-0.3%	-0.8%	-0.0%	0.5%	1.0%	0.2%	1.6%
輸出等	4.6%	-0.8%	0.0%	1.3%	-1.5%	-0.2%	0.7%	2.5%	2.0%	2.8%	2.0%	3.3%
輸入等	0.5%	1.4%	3.3%	2.8%	1.5%	2.2%	2.1%	1.1%	2.4%	3.1%	2.2%	3.7%
鉱工業生産	-0.7%	-3.0%	-2.7%	-1.8%	-2.8%	-2.5%	-2.1%	-1.2%	-1.4%	0.9%	-1.0%	0.4%
実質小売売上高	0.5%	1.3%	0.8%	2.4%	0.9%	1.3%	0.8%	1.0%	0.5%	1.0%	0.8%	1.9%
消費者物価	4.5%	3.5%	2.7%	2.4%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%	2.8%	2.4%	2.7%	2.6%
生産者物価（出荷価格）	5.6%	3.9%	2.7%	2.2%	2.3%	2.8%	2.0%	1.8%	2.1%	2.3%	2.0%	2.3%
失業率	8.1%	8.2%	8.0%	7.8%	7.8%	8.0%	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%	8.1%	8.0%
10億英ポンド												
貿易収支	-100.2	-25.5	-27.9	-25.6	-28.1	-107.2	-27.9	-28.5	-28.2	-30.7	-115.3	-126.2
経常収支	-20.4	-11.8	-17.4	-12.8	-15.7	-57.8	-13.6	-12.2	-11.1	-14.5	-51.4	-62.0
財政収支	-91.5					-96.0					-115.2	-98.0
国債10年物(期中平均)	3.00%	2.14%	1.89%	1.63%	1.81%	1.87%	2.04%	2.20%	2.30%	2.46%	2.25%	2.82%
国債2年物(期中平均)	0.87%	0.42%	0.35%	0.16%	0.27%	0.30%	0.44%	0.49%	0.54%	0.60%	0.52%	0.85%
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（金利は2012年Q4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