

2013年4月19日 全7頁

欧州経済見通し 景況感改善が腰折れ

ユーロ圏周縁国には思いがけない金利低下の恩恵

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

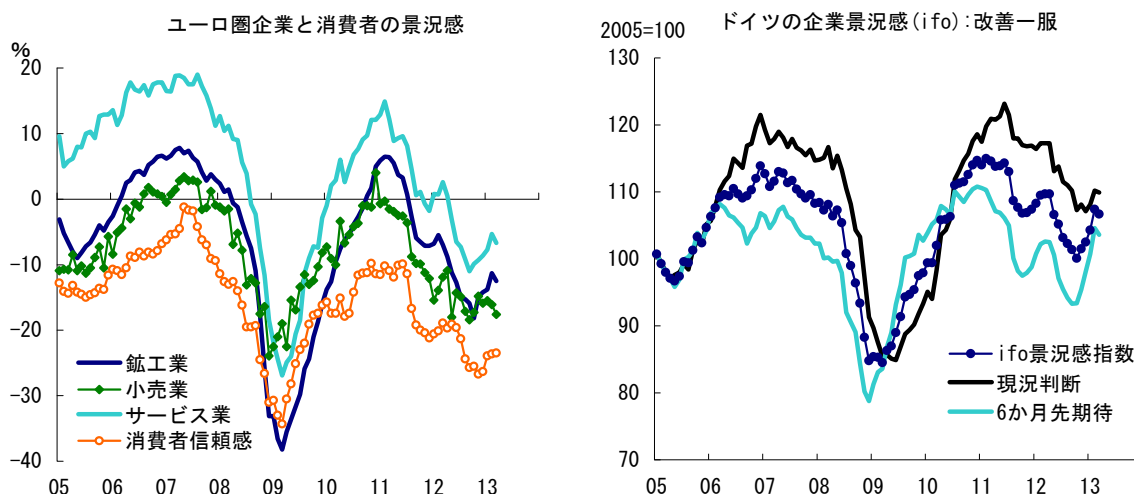
- ユーロ圏景気は2012年10-12月期に大きく落ち込んだあと、2013年1、2月は下げ止まりの兆しが見られる。ただし、2月まで改善傾向にあった企業景況感は3月に悪化し、先行きの見通しが晴れたとは言い難い。イタリア総選挙後の政局膠着、キプロス救済問題の混迷というユーロ圏内の攪乱要因に加え、頼みの輸出に関しても景況感を上向させる材料に乏しい。
- 数少ない朗報は、イタリアやキプロスの問題にもかかわらず、ユーロ圏周縁国の国債利回りが低下傾向にあることである。4月18日のスペインの10年国債入札で、平均落札金利は3年ぶりの低水準となった。世界的な金融緩和を背景にドイツなどの国債利回りが一段と低下しており、より高リターンを求める資金がスペインやイタリアの国債市場に流入していると考えられる。この資金調達コストの低下を、国だけではなく、中小企業にまで浸透させることができるかがユーロ圏の次なる重要な課題である。
- 英国では2012年に就業者増とインフレ低下の効果で実質可処分所得が2年ぶりの高い伸びを回復し、これにつれて個人消費にも持ち直しの動きが見られる。これが個人消費主導の本格的な景気回復へと発展するためには、住宅市場の回復が不可欠と考えられる。英中銀が後押ししている貸出促進策が、住宅ローンの増加につながるか注目される。

ユーロ圏経済

ユーロ圏の2012年のGDP成長率は-0.6%で、2009年以来のマイナス成長となった。特に10-12月期は前期比-0.6%（前期比年率-2.3%）と大きく落ち込んだ。政府消費を除くすべての需要項目が前期比マイナスとなり、2009年7-9月期から一貫して前期比プラス成長であった輸出（財およびサービス）もついに力尽きた。

年が明けて、2013年初めのユーロ圏景気には下げ止まりの兆しが見られる。財輸出は2012年10-12月は前期比-1.6%と落ち込んだが、この1-2月は10-12月と比較して+0.9%と持ち直した。同じく、鉱工業生産は10-12月の前期比-2.1%のあと1-2月はほぼ横ばいとなっている。失業率は1月について12.0%の大台に乗せ、2月も同水準で高止まりしたが、小売売上高は10-12月の前期比-1.5%から1-2月は10-12月と比較して+0.3%と若干ながら持ち直した。ただし、これでユーロ圏経済の先行きの見通しが晴れてきたとは言えない。2月まで総じて改善傾向にあったさまざまな企業景況感指数は、3月に軒並み悪化してしまった。

図表1 3月に悪化した企業景況感



出所：Eurostat、ifo 経済研究所データより大和総研作成

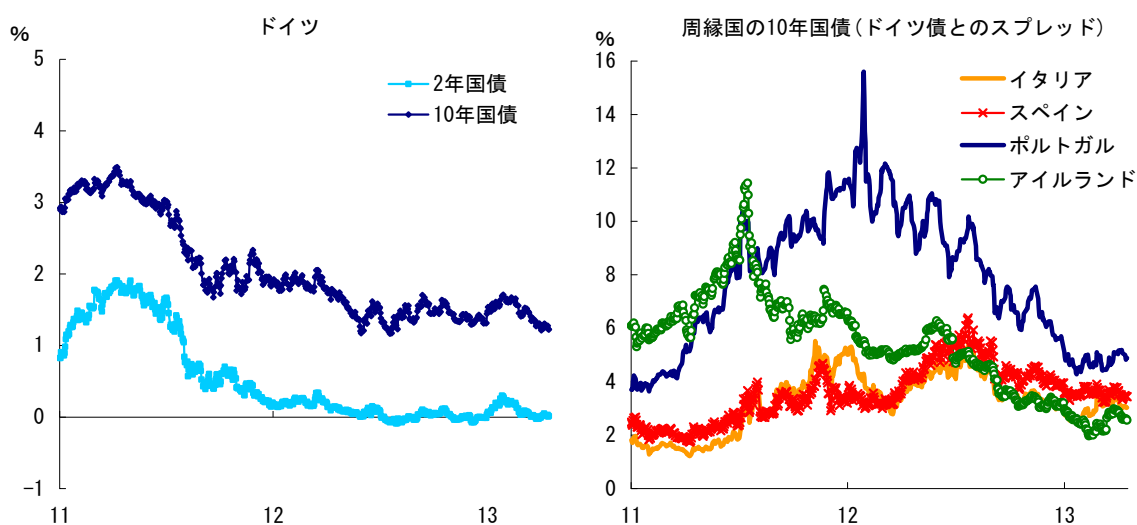
景況感悪化の背景には、2月末のイタリア総選挙のあと新政権樹立のめどが立っていないこと、キプロス支援の具体的な内容に関する議論が迷走したことなどがある。一方、頼みの綱である外需に関しては、米国やASEANで景気の回復基調が継続しているが、景況感を上向かせる材料に乏しい。逆に、世界各地で地政学的リスクがくすぶっているところに、中国で鳥インフルエンザ被害がじわじわと拡大し、米国ではテロが続くなど、景況感悪化を懸念させる材料が絶えないと言える。

イタリアでは、議会解散権を有する大統領の後任選が4月18日に始まり、中道左派と中道右派が統一候補を立てた。ただし、この選挙協力が新政権樹立につながるのか、あるいは新大統領の下で議会選挙のやり直しとなるのか、まだ明確ではない。再選挙となれば、新政権の誕生は7月以降となる可能性が高いだろう。

キプロス支援策は、4月12日のユーロ圏財務相会合でようやくまとまり、ESM（欧州安定メカニズム）が90億ユーロ、IMF（国際通貨基金）が10億ユーロの融資を行うことが合意された。この支援を受ける条件として、キプロスは自力で130億ユーロを調達することになったが、3月に大きな論争を呼んだ全預金者から課徴金を徴収する方式は早々に撤回された。代わって、バンク・オブ・キプロスとライキ銀行の2大銀行を再編し、その株主、債券保有者、そして10万ユーロを超える預金保有者に損失負担を求めることになった。この措置に加え、法人税増税、国有資産の売却、中銀が保有する金資産の売却などが、キプロス政府の資金調達手段となる。とはいえ、2012年の名目GDPが179億ユーロのキプロスにとって130億ユーロは非常に大きな金額であり、これだけの金額を果たして手当てできるかとの懸念は消えていない。また、この救済措置が、キプロス景気を一段と悪化させることは避けられないであろう。

もともと、キプロスの経済規模はユーロ圏の名目GDPの0.2%（2012年）にすぎないため、ユーロ圏経済への悪影響は限定的と考えられる。キプロス問題で懸念された金融市場におけるリスク許容度の低下についても、ユーロ安、ユーロ圏周縁国の国債利回りの上昇が見られたが、一時的な動きで収まった。ユーロ圏でこれから発表される3月の実体経済指標には、むしろ例年のない厳しい寒さで小売店の春物商品販売が期待外れとなったことなどが反映されよう。ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は若干のマイナス成長になったと推測される。

図表2 世界的な金融緩和を背景に、ドイツのみならずユーロ圏周縁国でも長期金利低下



出所：Bloomberg データより大和総研作成

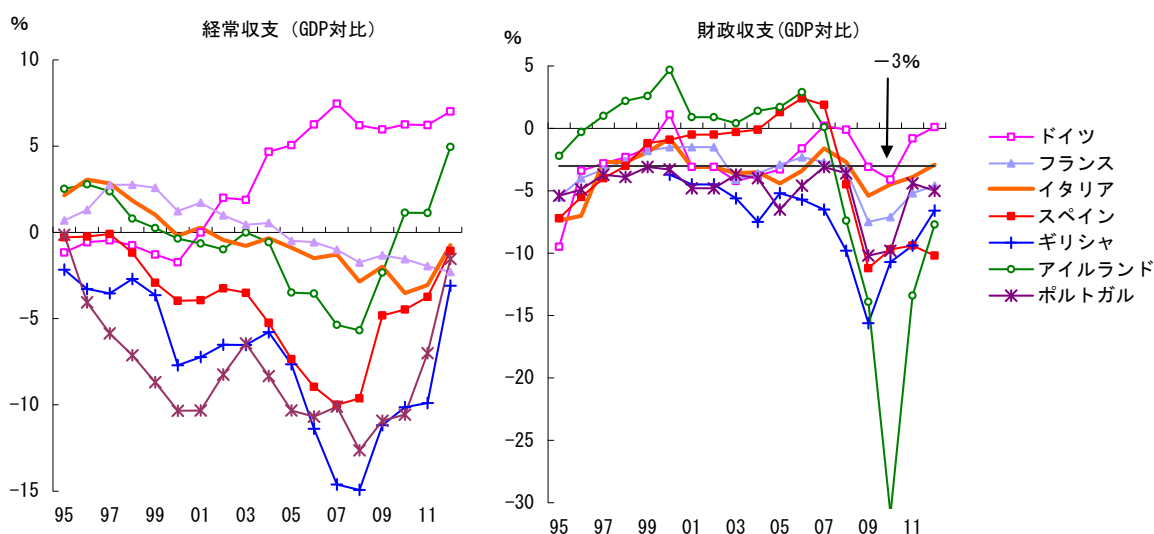
イタリア、キプロスの問題が浮上したにもかかわらず、ユーロ圏周縁国の国債利回りの上昇は一時的で、むしろ4月に入ってから低下傾向が見られる。このことはなにかと暗いニュースの多いユーロ圏で数少ない朗報である。4月18日のスペイン10年国債の入札では、平均落札金利は3年ぶりの低水準となった。世界的な金融緩和を背景に、ドイツの10年国債利回りは一段と低下し、改めて史上最低水準の更新をうかがう動きとなっている。この状況下で、より高リターンを求める投資資金がスペインやイタリアなどの国債市場に流入していると考えられる。

国債利回りの低下は、その国の財政にとって資金調達コストの低下という直接的なメリットがあるが、このところ問題となってきたのは、その金利低下効果を企業、特に中小企業が享受できていないという問題である。資金調達コストの低下を、周縁国の中小企業にまで浸透させることができるかがユーロ圏の次なる重要な課題であると考えられる。

ユーロ圏加盟国の財政健全化の取り組みは、経常収支と財政収支のいわゆる「双子の赤字」の縮小に関して成果をあげつつある。ギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリアの経常収支の赤字（GDP 対比）は 2008 年をピークに縮小傾向が鮮明である。アイルランドは 2010 年に経常収支が赤字から黒字に転じ、その後黒字が拡大している。財政緊縮政策に伴う国内需要の落ち込みで輸入が減少し、経常収支赤字を減らしている側面はもちろんあるが、輸出も健闘している。ここにはユーロ安効果に加えて、雇用コスト抑制が貢献していると考えられる。

財政収支の赤字も過去 3 年は総じて縮小傾向にある。ただし、こちらは 2012 年は財政赤字目標の未達報告が相次いだ（Eurostat からの 2012 年データ公表は 4 月 22 日の予定）。財政緊縮政策が景気低迷の要因となって、それが失業手当のような歳出を増やし、他方で税収減の原因となっているのである。さらに 2013 年、2014 年の財政健全化目標に関しても、景気悪化を理由に目標達成時期の先延ばしを欧州委員会に申請する動きが続いている。このような申請に対して、欧州委員会およびユーロ圏首脳は、各国が財政健全化を継続することを条件に、目標の達成年次の延長等を認める方針が明確になってきたと見受けられる。この 4 月のユーロ圏財務相会合では、ポルトガル、アイルランドに対して、EFSF/ESM からの融資の返済期限を 7 年延長することが承認された。ユーロ圏の財政緊縮政策が、より現実に即した対応となりつつあることの一つの証左であると考えられる。

図表 3 「双子の赤字」解消の進捗状況



注：経常収支の直近データは 2012 年、財政収支は 2011 年
出所：Eurostat データより大和総研作成

英国経済

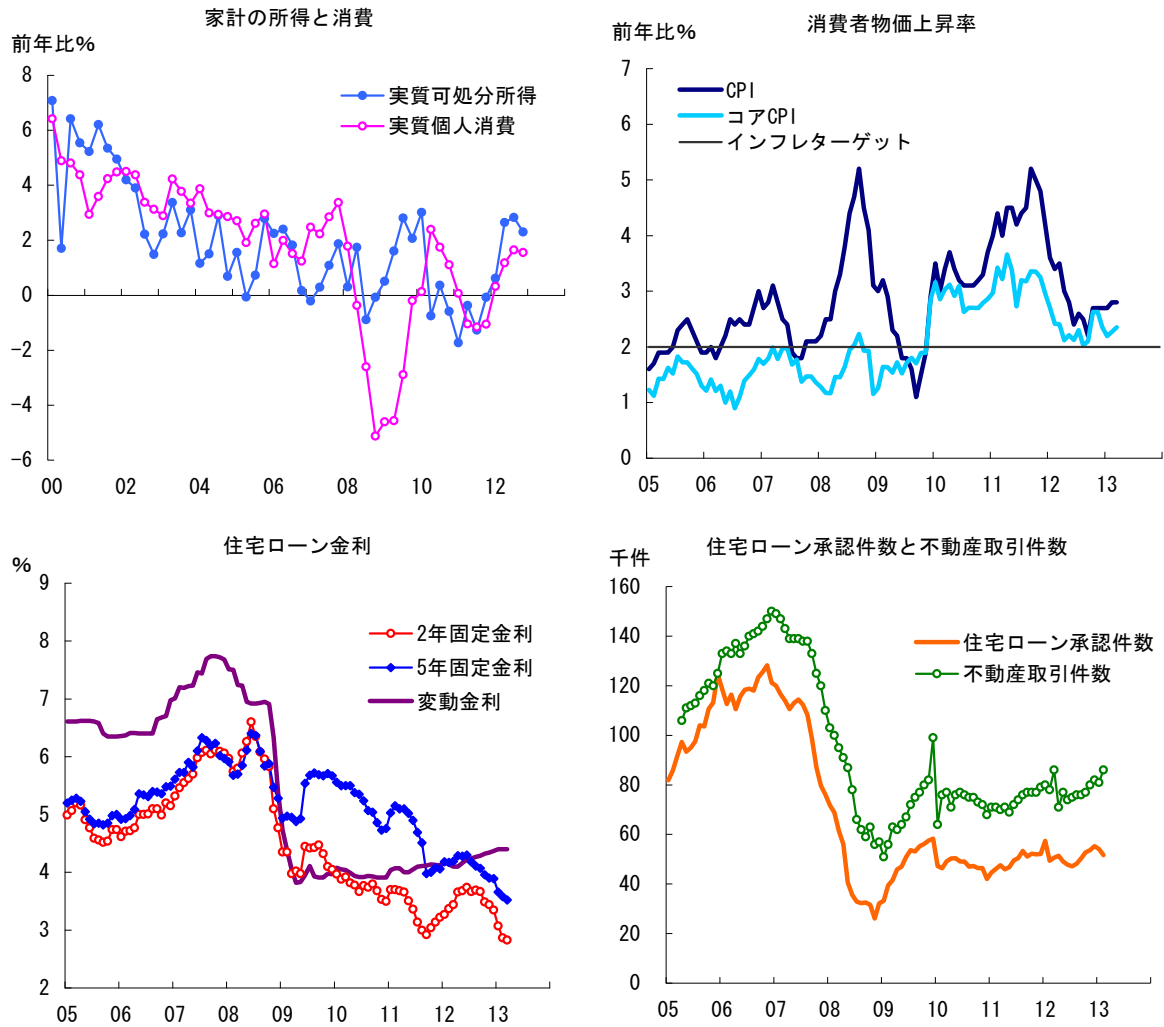
英国経済は 2012 年 7-9 月期にオリンピック需要とカレンダー要因によって前期比+0.9% (前期比年率+3.8%) と高い成長率を記録したあと、続く 10-12 月期はその反動で同-0.3% (同-1.2%) と落ち込んだ。

2013 年 1-3 月期は、このような一過性の要因による押し上げと押し下げが消えると見込まれる。ユーロ圏と同様に、英国でも 2013 年に入ってからの実体経済指標からは成長率の下げ止まりが示唆されている。小売売上高は 10-12 月は前期比-0.5%と軟調だったが、1-3 月は同+0.4%と持ち直した。また、鉱工業生産は 10-12 月に前期比-2.1%と落ち込んだあと、1-2 月はほぼ横ばいとなっている。ユーロ圏と異なるのは輸出の動向で、財輸出は 10-12 月の前期比-1.8%に続き、1-2 月は 10-12 月と比較して-1.5%と落ち込んだ。ただ、財輸入は 10-12 月は前期比-0.2%と踏みとどまったのが、1-2 月は同-1.8%と落ち込んでいる。このため、純輸出寄与度という観点から考えれば、1-3 月期の成長率に対するマイナス効果は小さいと推測される。

もともと英国は個人消費が主役の経済で、輸出が不振でも、消費がしっかりしていれば、それでプラス成長を達成することは十分可能であった。ところが、2007 年に不動産バブルがはじけ、2008 年にはリーマン・ショックがあり、複数の銀行の国有化も実行された。この過程で建設業、不動産業、金融業など、英国の主要産業が打撃を受け、それが賃金上昇率の低迷という形で家計にも波及している。ただ、2010 年以降、就業者数は増加傾向にあり、家計の可処分所得も平均して年 3%台の伸び率を維持している。所得が伸びているのに、消費が伸び悩んでいたのは、家計の貯蓄率は 2009 年に急上昇したあと、そのまま高止まりしていることと、それから物価上昇が原因である。家計可処分所得を個人消費デフレーターで実質化すると、実質個人消費の伸び率と相関性が高い。2012 年になってようやく実質可処分所得がプラスの伸びとなり、それを追って個人消費も回復してきている。

ようやく個人消費が主役の景気回復が始まりつつあると考えられるが、本格的な景気回復となるためには、この流れが住宅市場の回復につながる事が重要である。英中銀は 2012 年夏以降、銀行の貸出促進策を強化しており、その効果もあって住宅ローン金利は 2012 年半ばから低下傾向にある。この金利低下が住宅ローン承認件数の増加に結び付くかどうかは次の注目点であると考えられる。逆の言い方をすると、当面、金融政策からも財政政策からも追加的な景気対策は期待しづらい状況にある。英中銀 (BOE) のキング総裁は、4 月の金融政策理事会で、中銀による国債買取プログラムの増額を提案したが、賛成 3、反対 6 でこの提案は 3 か月連続で否決された。7 月に新総裁が就任するまで、BOE は様子見姿勢を継続すると予想される。また、オズボーン財務相は、財政健全化を最優先とする以前からの主張を変えていない。

図表4 英国の家計所得の改善は住宅市場の回復につながるか



注1： 実質可処分所得は名目可処分所得を個人消費デフレーターで実質化

注2： コアCPIは食品、飲料、アルコール、たばこ、エネルギーを除いたベース

出所：英国統計局（ONS）、英中銀（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

	2011	2012	2013					2014				
	通年	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%	-0.6%	-0.1%	0.7%	0.5%	1.0%	-0.3%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%
民間消費支出	0.1%	-1.3%	0.4%	-0.6%	0.5%	0.6%	-0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.5%
政府消費支出	-0.1%	-0.4%	-0.8%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.2%
総固定資本形成	1.5%	-4.1%	-4.7%	2.0%	-0.4%	1.6%	-2.5%	1.6%	2.0%	2.4%	2.4%	1.6%
輸出等	6.3%	2.7%	0.0%	2.0%	3.6%	4.9%	1.4%	4.1%	4.9%	4.9%	4.5%	4.3%
輸入等	4.2%	-0.9%	-0.8%	1.6%	4.9%	5.3%	0.6%	4.1%	5.3%	4.9%	4.5%	4.6%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.4%	-0.6%	-0.9%	-0.5%	-0.3%	0.5%	-0.3%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%
民間消費支出	0.1%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	-0.4%	0.2%	-0.5%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
政府消費支出	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
総固定資本形成	1.5%	-4.1%	-4.7%	-2.7%	-2.0%	-0.4%	-2.5%	1.2%	1.2%	1.9%	2.1%	1.6%
輸出等	6.3%	2.7%	1.8%	0.7%	0.6%	2.6%	1.4%	3.6%	4.4%	4.7%	4.6%	4.3%
輸入等	4.2%	-0.9%	-0.3%	-0.6%	0.5%	2.7%	0.6%	4.0%	4.9%	4.9%	4.7%	4.6%
鉱工業生産（除建設）	3.2%	-2.3%	-2.6%	-1.6%	-1.3%	0.6%	-1.2%	0.9%	0.9%	1.0%	1.4%	1.0%
実質小売売上高	-0.4%	-1.9%	-1.9%	-1.3%	-1.0%	0.3%	-1.0%	0.3%	0.4%	0.1%	0.5%	0.3%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%
生産者物価	5.4%	2.6%	1.0%	1.0%	0.9%	1.1%	1.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
失業率	10.2%	11.4%	12.0%	12.0%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.8%	11.8%	11.7%	11.8%
10億ユーロ												
貿易収支	5.3	109.3	24.0	23.0	18.0	14.0	79.0	10.0	9.0	8.0	7.0	34.0
経常収支	8.7	118.3	16.3	8.5	3.7	-1.1	27.3	7.1	2.3	4.5	5.7	19.7
財政収支	-386	-317					-253					-250
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.57%	1.52%	1.20%	1.33%	1.54%	1.40%	1.67%	1.84%	1.90%	2.00%	1.85%
独 国債2年物(期中平均)	1.09%	0.08%	0.12%	0.02%	0.10%	0.17%	0.10%	0.23%	0.31%	0.40%	0.52%	0.37%
欧 政策金利(末値)	1.00%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%

注：2012年Q4まで実績値（消費者物価と金利は2013年Q1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	2012	2013					2014				
	通年	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率												
国内総生産	1.0%	0.3%	0.1%	0.6%	0.8%	0.8%	0.4%	1.2%	1.0%	1.3%	1.4%	1.0%
民間消費支出	-0.8%	1.2%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.6%	1.2%
政府消費支出	-0.3%	2.2%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.5%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
総固定資本形成	-2.9%	1.5%	0.0%	0.4%	1.2%	1.6%	0.4%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	1.6%
輸出等	4.5%	-0.2%	-3.2%	3.2%	2.4%	3.2%	-0.4%	2.8%	3.2%	3.6%	4.1%	3.1%
輸入等	0.0%	2.7%	-3.2%	3.2%	2.8%	3.6%	0.1%	3.6%	3.6%	3.6%	4.1%	3.5%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.0%	0.3%	0.3%	0.8%	0.1%	0.6%	0.4%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.0%
民間消費支出	-0.8%	1.2%	1.4%	0.9%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.2%
政府消費支出	-0.3%	2.2%	-0.7%	1.1%	1.0%	0.6%	0.5%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
総固定資本形成	-2.9%	1.5%	1.0%	-0.5%	0.2%	0.8%	0.4%	1.2%	1.6%	1.8%	1.9%	1.6%
輸出等	4.5%	-0.2%	-1.8%	0.1%	-1.1%	1.4%	-0.4%	2.9%	2.9%	3.2%	3.4%	3.1%
輸入等	0.0%	2.7%	-0.2%	-0.6%	-0.3%	1.6%	0.1%	3.3%	3.4%	3.6%	3.8%	3.5%
鉱工業生産	-0.6%	-2.4%	-2.5%	-1.1%	-1.6%	0.2%	-1.3%	0.3%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.1%
実質小売売上高	0.4%	1.2%	0.6%	1.9%	1.7%	1.8%	1.5%	1.6%	1.2%	1.0%	1.9%	1.4%
消費者物価	4.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	2.3%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.2%
生産者物価（出荷価格）	5.6%	2.8%	2.1%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.0%
失業率	8.1%	8.0%	7.8%	7.7%	7.6%	7.6%	8.1%	7.7%	7.6%	7.6%	7.5%	8.0%
10億英ポンド												
貿易収支	-100.2	-106.3	-27.1	-27.1	-27.0	-28.2	-109.5	-28.8	-28.9	-28.8	-30.0	-116.5
経常収支	-20.2	-57.7	-12.9	-10.9	-10.1	-12.1	-46.0	-12.8	-12.9	-12.9	-14.2	-52.7
財政収支	-91.0	-75.0					-115.2					-97.4
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.70%	1.80%	1.95%	1.87%	2.10%	2.40%	2.50%	2.65%	2.41%
国債2年物(期中平均)	0.87%	0.30%	0.30%	0.20%	0.26%	0.35%	0.28%	0.45%	0.55%	0.70%	0.80%	0.63%
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Q4まで実績値（小売売上高、物価、金利は2013年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