

2013年5月21日 全7頁

# 欧州経済見通し EU 財政政策の修正に注目

英国では低金利を背景に住宅価格上昇へ期待感

経済調査部  
シニアエコノミスト 山崎 加津子

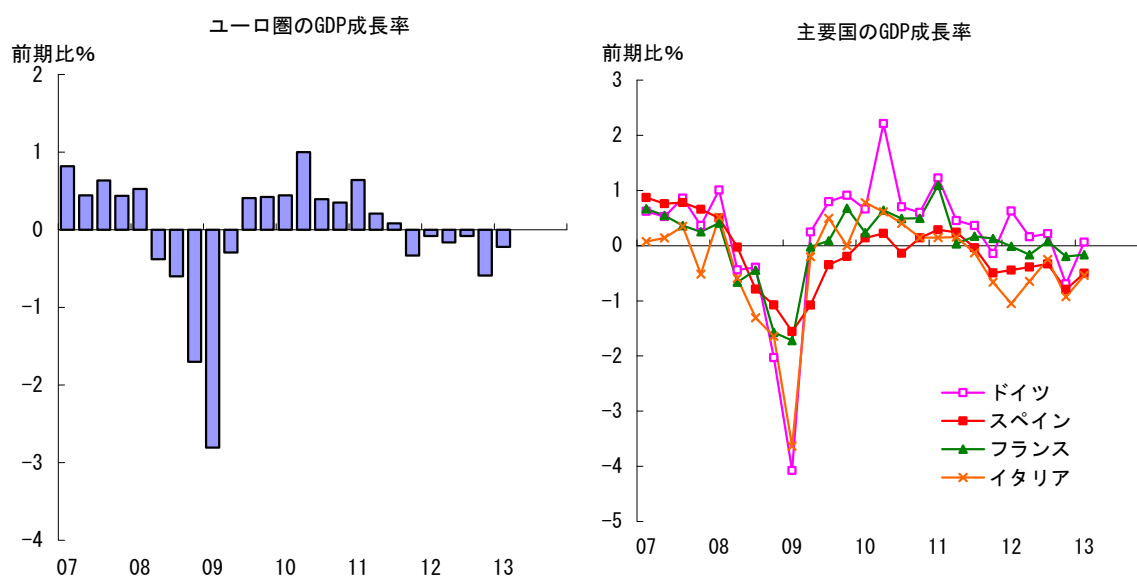
## [要約]

- ユーロ圏の2013年1-3月期のGDP成長率は前期比-0.2%と発表され、これで6四半期連続のマイナス成長となった。10-12月と比較すると、1-3月は輸出や鉱工業生産に持ち直しの動きが見られるが、企業景況感は3、4月に悪化。これまで相対的に堅調だったドイツの企業景況感も腰折れし、先行き不透明感が強い。
- ユーロ圏の景気低迷長期化を懸念して金融政策が動いた。ECB（欧州中央銀行）は5月に政策金利を0.25%引き下げ、0.50%とした。またユーロ圏の経済政策もこれまでの財政健全化を最優先する方針から、経済成長や雇用創出も重視する方針に転換しつつあると見受けられる。ユーロ圏の成長率予想を2013年はこれまでの-0.3%から-0.5%に下方修正する一方、2014年は+0.9%とプラス成長に復帰するとの見方を維持する。
- 英国の2013年1-3月期のGDP成長率は前期比+0.3%と、予想比強めの結果となった。消費主導の景気回復の鍵を握ると考えられる住宅市場動向では、不動産取引件数の増加傾向が見られ、また住宅販売業者の住宅価格見通しも上昇に転じてきている。英国の2013年の成長率予想をこれまでの+0.4%から+0.6%に上方修正した。

## ユーロ圏経済

ユーロ圏の2013年1-3月期のGDP成長率（速報値）は前期比-0.2%（前期比年率-0.9%）と予想をやや下振れした。2012年10-12月期の同-0.6%（同-2.3%）と比べれば落ち込み幅は縮小したが、これで6四半期連続のマイナス成長となり、景気低迷が長期化している。ユーロ圏主要国の1-3月期の成長率は、ドイツが前期比+0.1%とかなりプラス成長に復帰したものの、フランスは同-0.2%、イタリアとスペインはそれぞれ同-0.5%と落ち込んだ。

図表1 景気低迷が長期化しているユーロ圏



ユーロ圏加盟国の実質GDP成長率

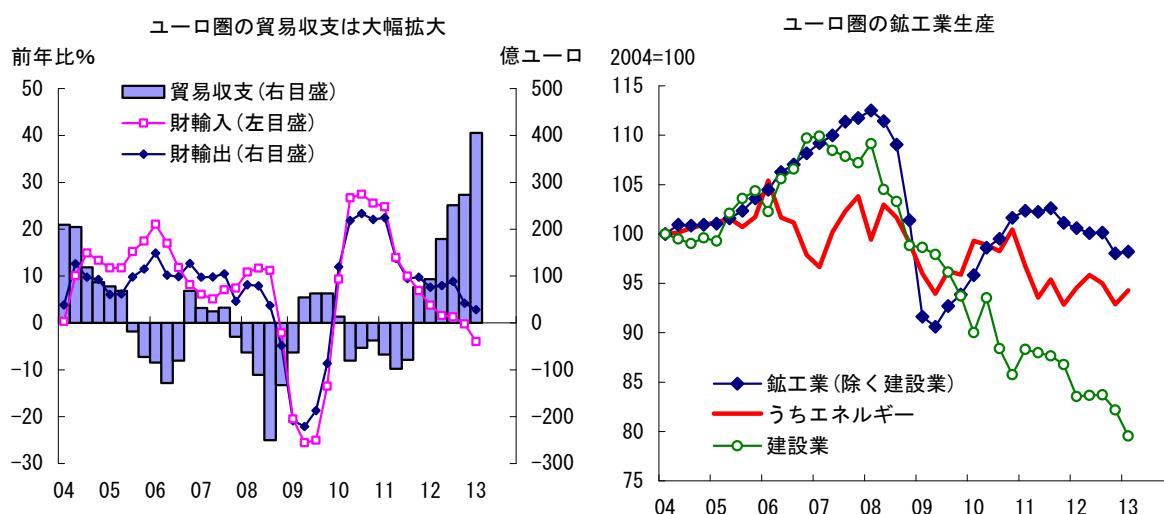
	前期比%				前年比%			
	2012			2013	2012			2013
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
ユーロ圏17か国	-0.2	-0.1	-0.6	-0.2	-0.5	-0.7	-0.9	-1.0
ベルギー	-0.4	0.0	-0.1	0.1	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5
ドイツ	0.2	0.2	-0.7	0.1	1.0	0.9	0.3	-0.3
エストニア	0.3	1.4	0.6	-1.0	2.8	3.1	3.0	1.2
アイルランド	0.7	-0.4	0.0	N/A	0.8	0.9	0.0	N/A
ギリシャ	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.4	-6.7	-5.7	-5.3
スペイン	-0.4	-0.3	-0.8	-0.5	-1.4	-1.6	-1.9	-2.0
フランス	-0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.4
イタリア	-0.6	-0.2	-0.9	-0.5	-2.5	-2.6	-2.8	-2.3
キプロス	-1.0	-0.7	-1.2	-1.3	-2.5	-2.3	-3.4	-4.1
ルクセンブルク	0.5	-0.5	1.6	N/A	0.6	-0.5	1.6	N/A
マルタ	1.8	0.9	-0.2	N/A	1.5	3.0	2.2	N/A
オランダ	0.2	-1.0	-0.4	-0.1	-0.4	-1.2	-1.2	-1.3
オーストリア	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.8	0.8	0.4	0.0
ポルトガル	-1.1	-0.9	-1.8	-0.3	-3.2	-3.6	-3.8	-3.9
スロベニア	-1.1	-0.6	-1.0	N/A	-2.3	-2.8	-2.8	N/A
スロバキア	0.3	0.2	0.1	0.3	2.3	1.9	1.0	0.9
フィンランド	-1.4	0.0	-0.6	-0.1	-0.1	-0.8	-1.4	-2.0

注：ギリシャのGDPデータは2011Q2以降、季節調整値の発表が停止されているため、前期比伸び率は算出不可

出所：Eurostat データより大和総研作成

ユーロ圏の1-3月期 GDP の需要項目別内訳は6月5日に発表予定だが、さまざまな月次統計を並べてみると、1-3月は10-12月と比較して改善した統計が多い。財輸出金額は10-12月の前期比-1.5%から1-3月は同+2.1%と拡大に転じた。一方、輸入金額は減少傾向が継続したため、貿易収支は10-12月の+273億ユーロから1-3月は+406億ユーロに黒字が拡大した。同じく、鉱工業生産（除く建設業）は前期比-2.1%から同+0.2%へ、小売売上高は同-1.5%から同+0.3%へそれぞれ小幅ながら持ち直した。これらの実体経済統計の改善と、1-3月期のマイナス成長の間には乖離があるが、その原因の一つは厳冬の影響で建設業の生産が落ち込んだことにあると推測される。また、失業率が12%の大台に乗ってしまった中で、乗用車販売も1-3月累計で前年比-13.8%と大幅に落ち込んだ。

図表 2 1-3月の貿易収支は過去最高水準、鉱工業生産は下げ止まり

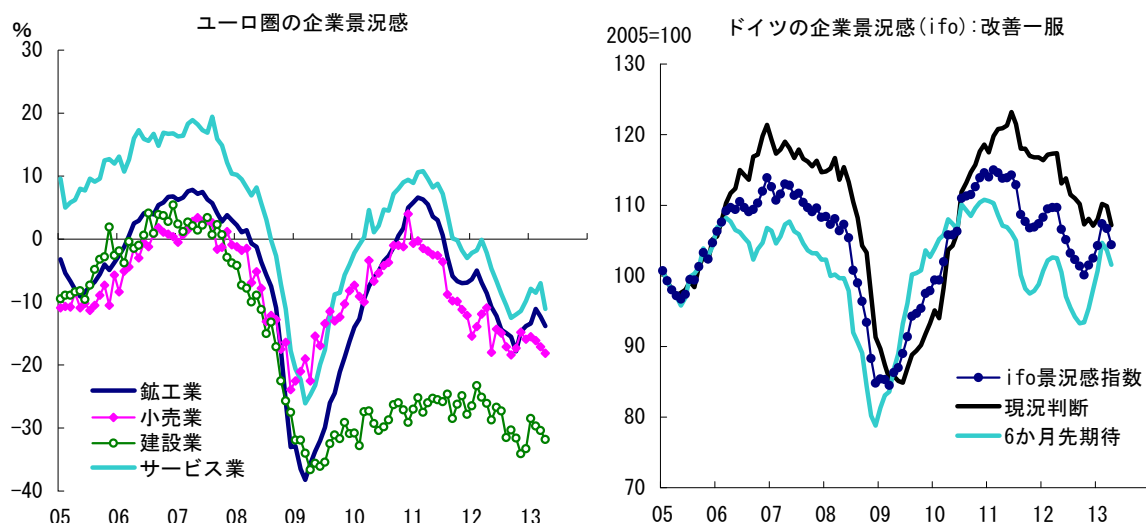


出所：Eurostat データより大和総研作成

4月以降は天候が回復しているため、冬の悪天候と寒さを原因とする建設業の落ち込みについては持ち直しが期待される。ただし、1-3月期の鉱工業生産の下げ止まりは厳冬を背景としたエネルギー生産拡大が貢献しており、こちらは4月以降は逆に幾らか落ち込むと予想される。また、企業景況感が3月以降総じて悪化傾向にあり、企業向け貸出は引き続き低迷していることを考え合わせると、鉱工業や建設業の生産が力強く回復するシナリオを描くことは難しい。

ユーロ圏の企業景況感は3月に続き4月も悪化した。中でもこれまで相対的に堅調だったドイツの景況感悪化が目立つ点が気がかりである。ドイツは世界有数の輸出大国で、自動車、機械、化学製品など多様な工業製品を世界中で販売している。他の欧州諸国と比較して、対エマージング諸国輸出のシェアが大きいことが特徴である。とはいえ、ドイツの輸出の約4割はユーロ圏向けで、その需要停滞の影響は免れない。最近2か月のドイツの景況感悪化は、ユーロ圏の景気停滞が長期化していることと、ユーロ圏外の需要が期待ほど伸びていないことの両方を反映していると考えられる。ユーロ圏で1-3月に見られた景気持ち直しの兆しが一時的なものなのか、持続的なものとなるのか、見極めるバロメーターとなるのがドイツの景況感であるとみている。

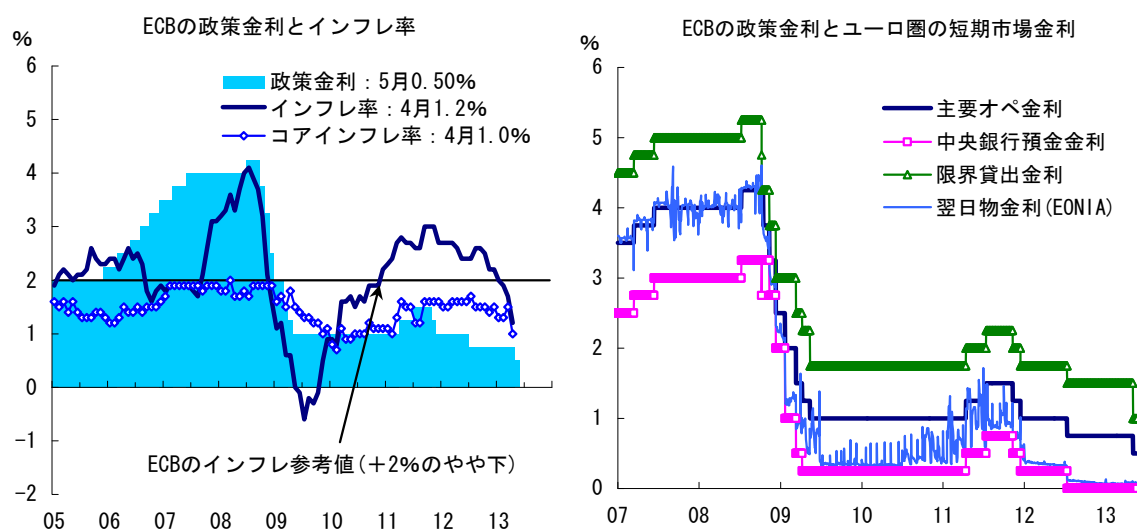
図表3 悪化に転じたユーロ圏とドイツの企業景況感



出所：Eurostat、ifo 経済研究所データより大和総研作成

5月2日の金融政策理事会で、ECBは政策金利である主要オペ金利を0.75%から0.50%へ引き下げた。直前に発表された複数の景況感指数が軒並み予想を下回る弱気な結果となったこと、また4月の消費者物価(速報値)が前年比+1.2%と大きく減速したことから、利下げ期待が一気に高まった中での利下げ決定であった。主要オペ金利に加えて、市場金利の上限となる限界貸出金利を1.50%から1.00%に一気に引き下げた一方、市場金利の下限となる中央銀行預金金利は0.00%で据え置いた。ユーロ圏の翌日物金利(EONIA)は、リーマン・ショック後は、主要オペ金利ではなく、中央銀行預金金利に連動するように推移している。その中で上限金利を引き下げ、市場金利の変動域を狭めたのは、ECBから資金を借りる金融機関のコスト低減効果に加え、低金利体制の長期化を改めて印象付けようとしていると考えられる。

図表4 5月に利下げを決めたECB



注：コアインフレ率は食品、飲料、アルコール、たばこ、エネルギーを除いた消費者物価(HICP)

出所：Bloomberg、ECB データより大和総研作成

ECB の利下げに関しては、(これまでの) 金利低下がユーロ圏周縁国の中小企業の借り入れコスト低下につながっておらず、そこに 0.25% の追加利下げをしても効果がないのではとの意見が少なくなかった。それでも ECB が利下げを決めたのは、ユーロ圏の景気後退が長期化し、明確な回復の動きが見られないこと、特に、ユーロ圏で最強と見られているドイツの景況感までもが悪化したことが大きかったのではないかと考えられる。

ECB の利下げ決定は、世界的な金融緩和トレンドを確認する新たな材料となり、株価が一段と上昇するきっかけとなった。また、為替相場ではユーロ安傾向が見られる。これらの動きは、資産効果を通じて、あるいは輸出に対する追い風として、ユーロ圏の景気回復を助ける要因になると考えるが、これだけではまだ力不足であろう。これから必要なのは、ユーロ圏あるいは EU (欧州連合) の財政政策の軌道修正で、具体的には財政健全化を最優先する方針から、経済成長と雇用創出も重視する方針への転換である。その動きが徐々に顕在化しているとみている。

財政緊縮一辺倒でなく、経済成長と雇用創出も重視するべきとの主張は、オランダ仏大統領の昨年来の主張だが、EU の経済政策は、各国政府が打ち出す経済成長と雇用創出のための政策を後押しする役目に留まってきた。ところが、この 4 月頃から欧州委員会から従来の財政緊縮重視の政策では行き詰ってしまうとの発言が増え、また、4 月末にようやく発足したイタリア新政権を率いるレッタ首相も所信表明演説で EU の経済政策の方針転換を訴えた。フランスに続いてイタリアからも、財政緊縮政策への批判が正式に表明され、これはスペイン、ポルトガル、ギリシャなどの賛同を得ると見込まれる。ただし、これでユーロ圏の財政緊縮政策が放棄され、景気活性化のために各国が拡張的な財政政策に転換するということにはならないだろう。イタリア政府も財政健全化という枠組みは維持しつつ、VAT (付加価値税) 税率引き上げのような増税策を撤回し、法人税率の引き下げ等を検討する模様である。歳入不足の穴埋め策としては、議員特別手当や政党助成金の削減が候補となっている。EU の政策方針の転換は、財政健全化策に伴う負担を軽減することで実現されそうである。具体的には、各国が欧州委員会と合意している財政健全化目標 (= 財政赤字を GDP 比 3% 以内に抑制する) の達成年次を先延ばしすることである。この 5 月にトロイカ (EU、IMF、ECB) はポルトガルに対して財政健全化目標の達成年次を 2014 年から 2015 年に 1 年延長することを承認した。また、スペインとフランスが、現在、欧州委員会とこの目標年次の先送りを交渉しており、5 月 29 日に欧州委員会の見解が表明される見込みである。

ユーロ圏の景気回復の足取りは重く、2013 年の成長率予想をこれまでの  $-0.3\%$  から  $-0.5\%$  に下方修正した。ただ、ここに来て、金融緩和政策に加えて、財政政策も成長と雇用創出を重視する方針に転換しつつあることを考慮し、2014 年の予想は  $+0.9\%$  とプラス成長への転換を実現できるとの見通しを据え置く。なお、ECB は追加利下げというカードを持っており、次の利下げに際には下限金利がマイナス金利となることも辞さないということを既に表明しているが、そのカードをすぐに切るわけではないと考える。利下げカードは温存しつつ、銀行からの資金調達に頼るしかない中小企業の借り入れコストをいかに低下させることができるか等、利下げの効果が末端にまで浸透するような仕組みづくりを優先させると予想する。

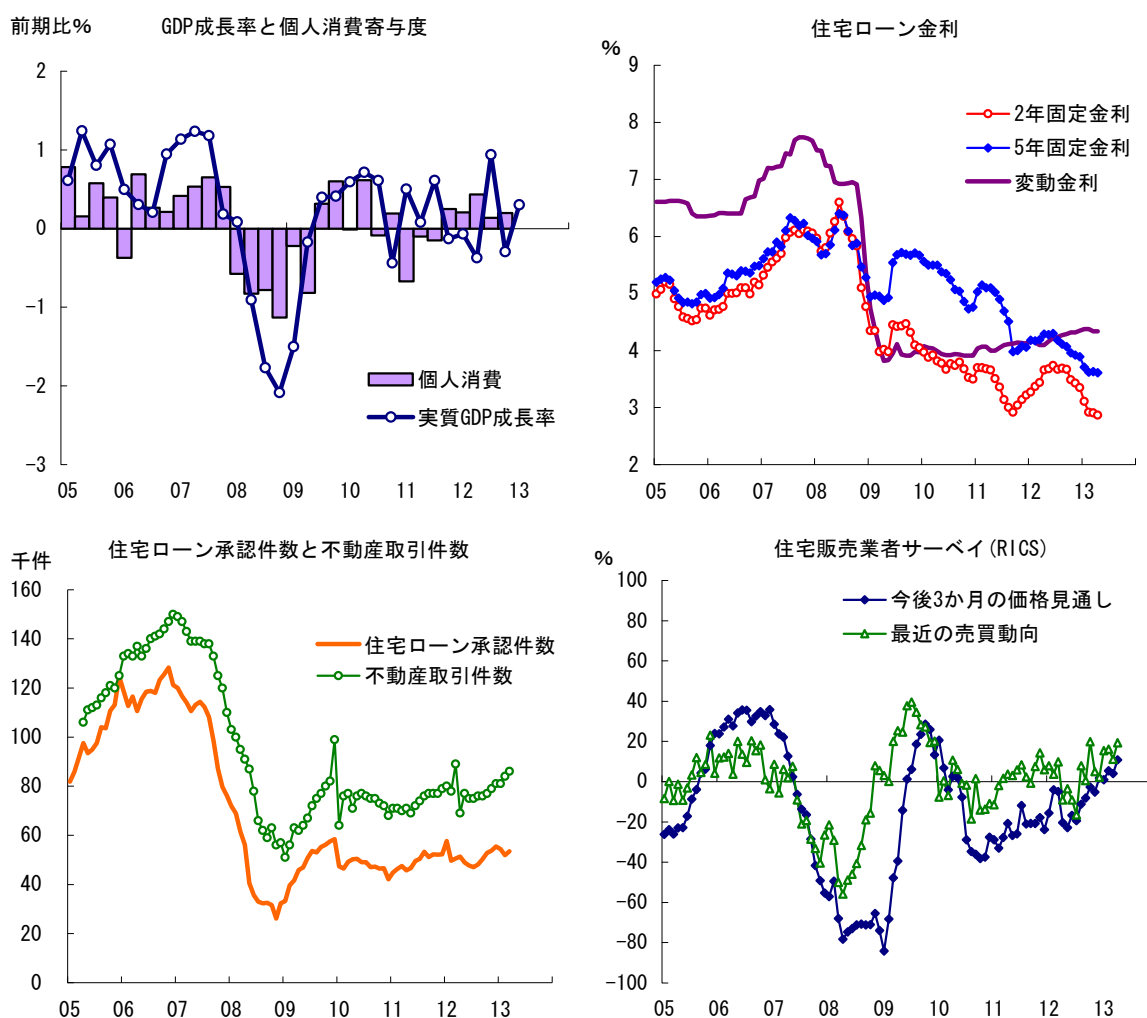
## 英国経済

2013年1-3月期の英国のGDP成長率（速報値）は前期比+0.3%（前期比年率+1.2%）と予想よりも強い数字となった。需要項目別内訳は未発表だが、内需と外需がそれぞれ成長率押し上げに貢献したと推測される。1-3月の財輸出は前期比+1.0%、小売売上高は同+0.4%、鉱工業生産は同+0.2%といずれも10-12月のマイナス成長から反発している。

今後の英国経済に関しては、個人消費が鍵を握っているとの見方を変えていない。平均賃金上昇率は3月は前年比+0.4%と一段と減速し、他方で3月の消費者物価は同+2.8%と高めの推移で、実質賃金上昇率は2008年以降の前年割れが継続している。ただし、低金利を追い風に株価が上昇トレンドにあり、また不動産取引件数が増加傾向にある。住宅販売業者が期待するように住宅価格が上昇してくれば、資産効果を通じて消費拡大につながると期待される。

1-3月期の成長率が予想を上振れたこと、不動産取引件数が増加傾向にあること、BOE（英中銀）の金融緩和政策が継続されると見込まれることを踏まえ、2013年の英国の成長率予想をこれまでの+0.4%から+0.6%に上方修正した。

図表5 英国経済の注目点は個人消費と住宅市場



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 通年	2012 通年	2013					2014				
			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%	-0.9%	0.8%	0.4%	0.9%	-0.5%	0.8%	1.1%	0.9%	1.1%	0.9%
民間消費支出	0.1%	-1.3%	0.3%	-0.6%	-0.3%	0.4%	-0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.4%
政府消費支出	-0.2%	-0.4%	0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.4%
総固定資本形成	1.5%	-4.1%	-5.5%	1.6%	-2.0%	1.2%	-3.0%	1.2%	2.8%	2.8%	2.4%	1.4%
輸出等	6.3%	2.7%	-1.6%	2.0%	3.6%	4.9%	1.0%	4.1%	4.9%	4.5%	4.5%	4.3%
輸入等	4.2%	-0.9%	-0.8%	0.8%	3.2%	5.3%	0.2%	4.1%	5.3%	4.9%	4.5%	4.3%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.4%	-0.6%	-1.0%	-0.7%	-0.5%	0.3%	-0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%
民間消費支出	0.1%	-1.3%	-1.1%	-0.7%	-0.6%	-0.1%	-0.6%	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	0.4%
政府消費支出	-0.2%	-0.4%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
総固定資本形成	1.5%	-4.1%	-4.9%	-3.0%	-2.7%	-1.2%	-3.0%	0.5%	0.8%	2.0%	2.3%	1.4%
輸出等	6.3%	2.7%	1.4%	0.2%	0.2%	2.2%	1.0%	3.6%	4.4%	4.6%	4.5%	4.3%
輸入等	4.2%	-0.9%	-0.3%	-0.8%	-0.1%	2.1%	0.2%	3.3%	4.5%	4.9%	4.7%	4.3%
鉱工業生産 (除建設)	3.2%	-2.3%	-2.4%	-1.1%	-1.1%	1.0%	-0.9%	0.9%	0.7%	1.1%	1.4%	1.0%
実質小売売上高	-0.4%	-1.9%	-2.0%	-1.4%	-1.0%	0.3%	-1.0%	0.3%	0.5%	0.1%	0.5%	0.4%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
生産者物価	5.4%	2.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
失業率	10.2%	11.4%	12.0%	12.0%	11.9%	11.9%	12.0%	11.9%	11.8%	11.8%	11.7%	11.8%
10億ユーロ												
貿易収支	2.6	103.9	30.0	23.0	20.0	15.0	88.0	11.0	9.0	8.0	6.0	34.0
経常収支	11.7	121.8	29.3	20.5	18.7	17.0	85.5	9.2	4.5	5.8	6.1	25.6
財政収支	-386	-317					-252					-249
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.57%	1.52%	1.30%	1.42%	1.54%	1.45%	1.68%	1.70%	1.83%	2.00%	1.80%
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%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

注：2013年Q1まで実績値（GDP内訳と貿易・経常収支は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 通年	2013					2014				
			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%	1.2%	0.3%	0.5%	0.8%	0.6%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.0%
民間消費支出	-0.8%	1.2%	1.4%	0.6%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.6%	1.4%	1.6%	1.2%
政府消費支出	-0.3%	2.2%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
総固定資本形成	-2.9%	1.5%	0.0%	-0.4%	0.8%	1.6%	0.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.6%
輸出等	4.5%	-0.2%	2.8%	1.2%	2.0%	2.8%	0.7%	2.8%	3.2%	3.6%	4.1%	2.9%
輸入等	0.0%	2.7%	1.2%	1.2%	2.8%	3.6%	0.9%	3.2%	3.6%	4.1%	4.5%	3.4%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.0%	0.3%	0.6%	1.0%	0.2%	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.0%
民間消費支出	-0.8%	1.2%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.2%
政府消費支出	-0.3%	2.2%	-0.6%	1.2%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%
総固定資本形成	-2.9%	1.5%	1.0%	-0.7%	-0.1%	0.5%	0.2%	1.0%	1.6%	1.9%	2.0%	1.6%
輸出等	4.5%	-0.2%	-0.3%	1.1%	-0.2%	2.2%	0.7%	2.2%	2.7%	3.1%	3.4%	2.9%
輸入等	0.0%	2.7%	0.9%	-0.0%	0.3%	2.2%	0.9%	2.7%	3.3%	3.6%	3.9%	3.4%
鉱工業生産	-0.6%	-2.4%	-2.3%	-0.7%	-1.0%	0.9%	-0.8%	0.8%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%
実質小売売上高	0.4%	1.2%	0.5%	1.9%	1.7%	1.9%	1.5%	1.7%	1.2%	1.0%	1.9%	1.4%
消費者物価	4.5%	2.8%	2.8%	2.6%	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.6%
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	-26.4	-27.1	-27.0	-28.2	-108.8	-28.1	-28.9	-28.8	-30.0	-115.8
経常収支	-20.2	-57.7	-12.0	-10.9	-10.1	-12.1	-45.1	-12.1	-12.9	-12.9	-14.2	-52.0
財政収支	-91.0	-73.8					-115.6					-98.1
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.82%	1.91%	2.05%	1.95%	2.20%	2.30%	2.50%	2.60%	2.40%
国債2年物(期中平均)	0.87%	0.30%	0.30%	0.26%	0.30%	0.35%	0.30%	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：2013年Q1まで実績値（GDP内訳、経常収支は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