

2013年6月20日 全7頁

# 欧州経済見通し 外需頼みが続くユーロ圏

英国では住宅販売業者の景況判断が一段と改善

経済調査部  
シニアエコノミスト 山崎 加津子

## [要約]

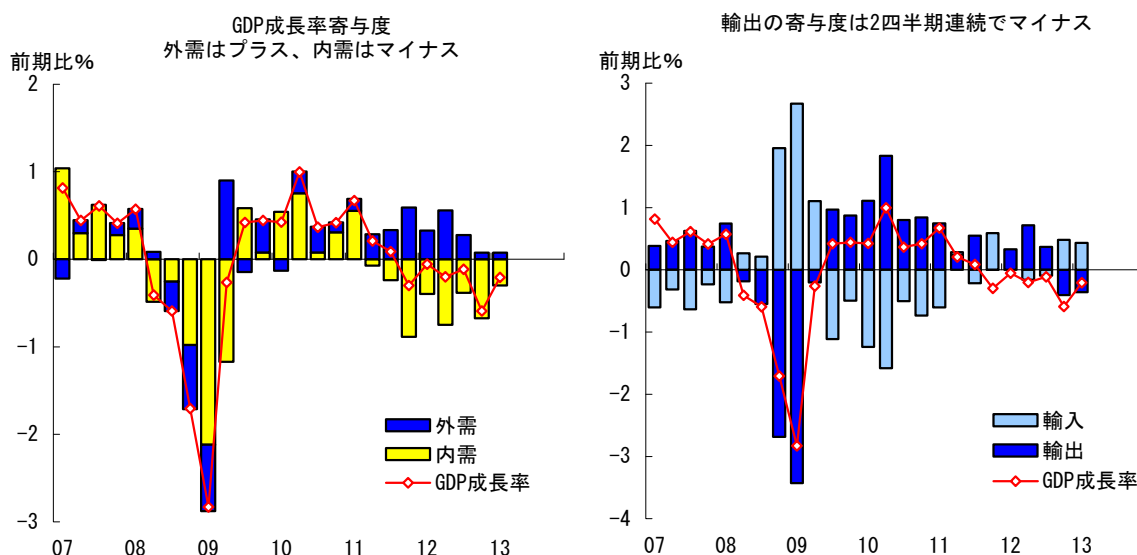
- ユーロ圏経済は2013年1-3月期まで6四半期連続で前期比マイナス成長となり、特に最近2四半期は輸出と投資の落ち込みが目立った。ただ、月次統計では2月以降、輸出と生産に持ち直しの動きが出てきている。中国などエマージング諸国の景気回復の足取りは鈍いが、米国経済は堅調で、世界経済も徐々に回復してくると見込まれる。ユーロ圏経済もごく緩やかながら、輸出が牽引役となって2013年半ばから回復局面に入ろう。
- 外需回復が先行し、それに内需の回復が追随するのはユーロ圏の通常の景気回復パターンである。今回もドイツが主導する景気回復となることが見込まれる。ただし、前回の2009年半ばから2011年にかけての景気回復局面は、ユーロ圏の中で国ごとの景気格差が拡大した局面でもあった。その象徴と言える失業率は足元で大きな格差があり、それを縮小させるための対策はなかなか具体化されていない。次の景気回復局面で、改めてユーロ圏内の景気格差が拡大することが懸念される。
- 英国経済は2013年1-3月期にプラス成長に転じたが、個人消費の伸びは小幅にとどまり、期待外れであった。それでも、住宅販売業者の住宅価格と販売の見通しが5月にかけて一段と改善しており、住宅市況の改善が個人消費の持ち直しにつながることを期待される。なお、7月に前カナダ中銀総裁のマーク・カーニー氏が英中銀（BOE）総裁に就任する。同氏は大胆な金融緩和政策が持論だが、5月の消費者物価が前年比+2.7%と加速してきている中で、追加金融緩和は多数派の意見とはならないだろう。

## ユーロ圏経済

### 6 四半期連続のマイナス成長

ユーロ圏経済は2011年10-12月期から2013年1-3月期まで6四半期連続で前期比マイナス成長が続き、1999年のユーロ導入以降で最長の調整局面にある。この間、外需寄与度は一貫してプラスだったが、内需の落ち込みがそれを上回った。しかも、外需を輸出と輸入に分けてそれぞれの寄与度に注目すると、最近の2四半期は輸出寄与度がマイナスに転じてしまった。ユーロ圏経済のエンジンたるべき輸出が景気の足を引っ張っていたこの2四半期においては、南欧諸国のみならず、ドイツ、オランダ、フィンランドなどそれまで相対的に景気堅調だった国々でも景気が悪化した。

図表1 外需寄与度はプラス圏で推移してきたが、最近2四半期の輸出は不振



ユーロ圏加盟国の実質GDP成長率

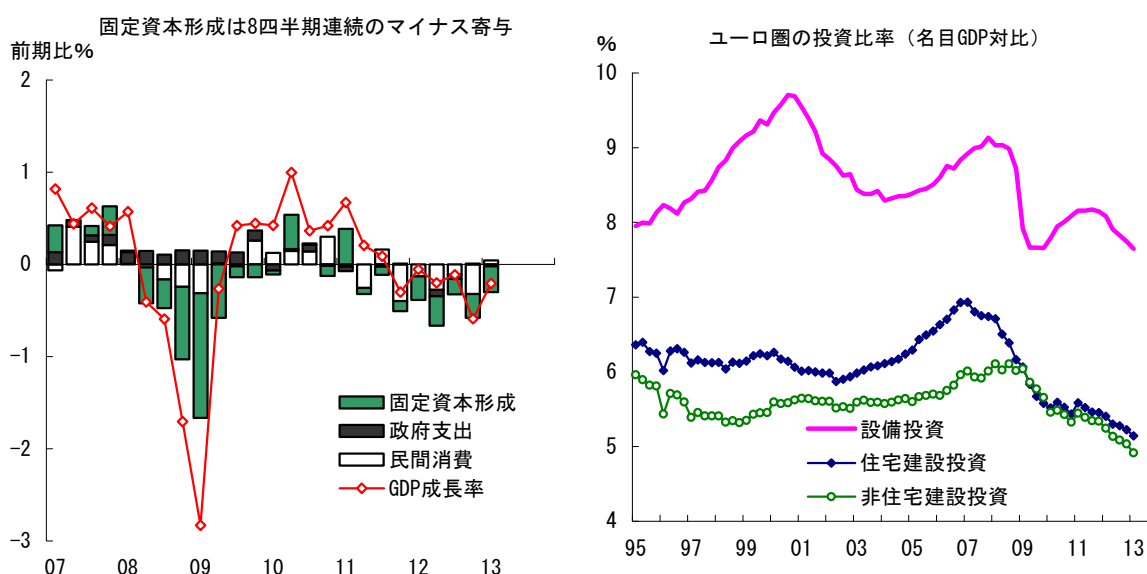
	前期比%			前年比%				
	2012			2012		2013		
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
ユーロ圏17か国	-0.2	-0.1	-0.6	-0.2	-0.5	-0.7	-1.0	-1.1
ベルギー	-0.4	0.0	-0.1	0.0	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6
ドイツ	0.2	0.2	-0.7	0.1	1.0	0.9	0.3	-0.3
エストニア	0.3	1.4	0.6	-1.0	2.8	3.1	3.0	1.2
アイルランド	0.7	-0.4	0.0	N/A	0.8	0.9	0.0	N/A
ギリシャ	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.4	-6.7	-5.7	-5.6
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	-0.6	-2.5	-2.6	-2.8	-2.4
キプロス	-1.0	-0.7	-1.3	-1.4	-2.5	-2.3	-3.5	-4.3
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	1.1	0.6	0.1	0.0	1.2	1.8	1.7	1.7
オランダ	0.2	-1.0	-0.4	-0.1	-0.5	-1.3	-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	-0.4	-3.2	-3.6	-3.8	-4.0
スロベニア	-1.1	-0.6	-1.0	-0.7	-2.3	-2.8	-2.8	-3.3
スロバキア	0.3	0.2	0.1	0.2	2.3	1.9	1.0	0.8
フィンランド	-1.3	0.0	-0.7	-0.1	0.1	-0.7	-1.6	-2.2

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

頼みの輸出が振るわない中で、当然ながら投資も落ち込んでいる。ユーロ圏の固定資本形成は2003年1-3月期までの8四半期連続で前期比マイナス成長が続いた。固定資本形成は建設投資と設備投資に大別されるが、建設投資は2008年1-3月期をピークに調整局面に入ったあとほぼ一貫して調整が続いている。ユーロ導入で実現した金利低下を追い風に複数の国で住宅建設、不動産投資がブームとなり、そのバブルがはじけたあとの調整が長引いているのである。一方、設備投資は、やはり2008年半ばをピークに調整局面入りしたが、2009年半ばに底打ちして2011年までは回復局面にあった。ところが、ここ一年半余りは改めて調整局面となってしまう。その結果、建設投資、設備投資ともどもこの1-3月期に、1995年の統計開始以来で最低の投資比率（名目GDP対比）を記録した。

図表2 建設投資、設備投資が揃って調整



出所：Eurostat データより大和総研作成

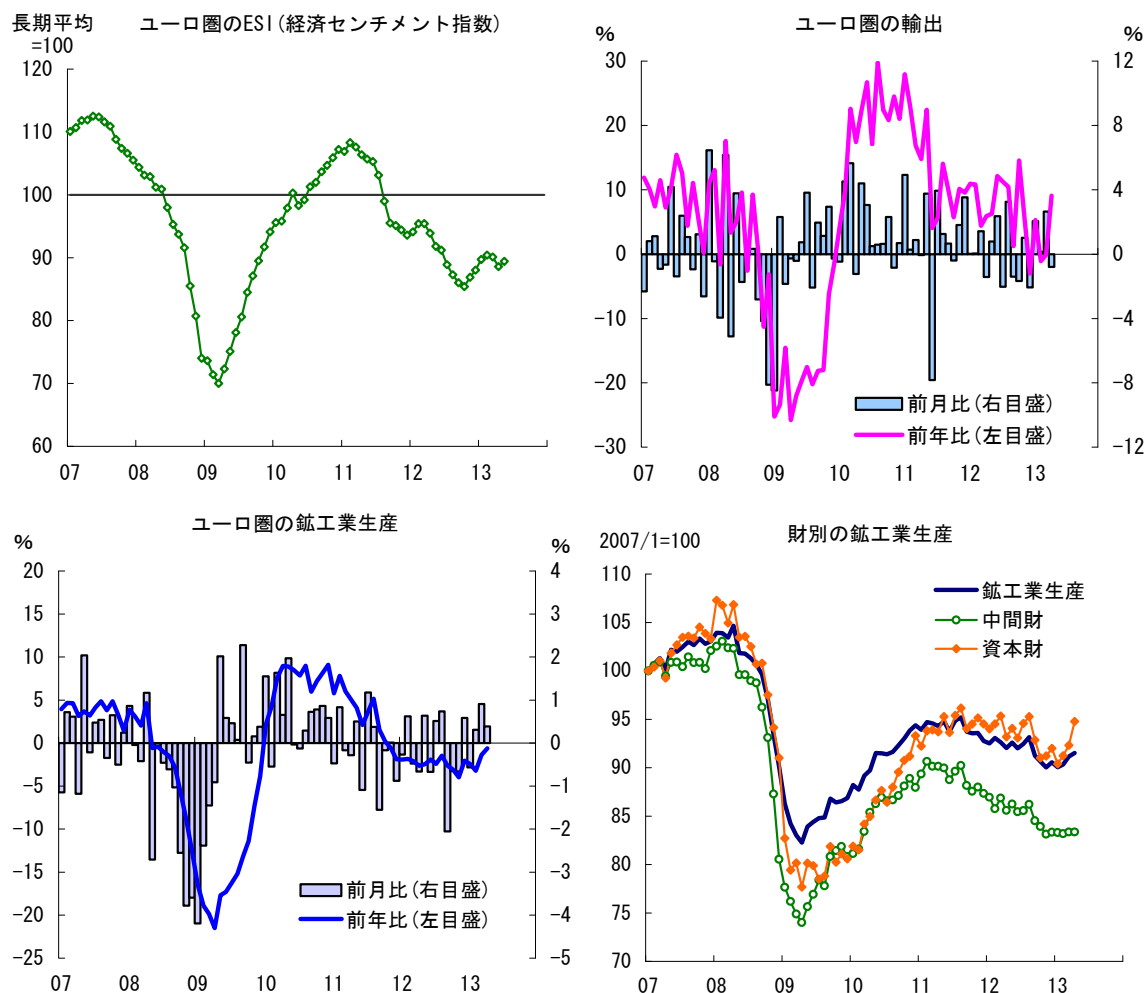
## 2-4月の生産統計に持ち直しの動き

ただし、月次統計ではこのところ景気持ち直しの兆しが見られる。ユーロ圏の企業景況感には2012年10月を底として改善に転じたあと3月、4月に悪化したが、5月はやや持ち直した。この企業景況感の底打ちを追いかけるように、ユーロ圏の輸出は1月から3月にかけて3か月連続で前月比プラスの伸びとなり、鉱工業生産は2月から4月にかけて3か月連続で前月比で持ち直してきた。

もっとも、4月の輸出は前月比-0.8%と失速しており、一本調子の改善とはなっていない。また、鉱工業生産も財別内訳を見ると、従来の景気回復時には資本財と共に生産回復の先陣を切る中間財が、この4月までの段階ではまだ明確に回復してきていない。これに加えて、6月にはドナウ川とエルベ川が大洪水となって、ドイツ、オーストリア、中欧に大きな被害をもたらした。約3週間に及んだ洪水の影響で、工場の操業停止や物流網の寸断が各地で発生しており、6月のドイツの生産統計は落ち込むと予想される。

ただ、洪水に伴う悪影響は長期化はしない見込みである。ドイツ政府は州政府とともに 80 億ユーロの洪水被害対策の基金を立ち上げることをすでに決定しており、また家具や自動車などの耐久消費財の買い替え需要が 7 月以降出てくると予想される。

図表 3 景況感の緩やかな改善を背景に、輸出と生産に持ち直しの兆し



出所：Eurostat データより大和総研作成

となると、ユーロ圏の景気回復の鍵を握るのは、やはり輸出の回復力となる。ユーロ圏の外需を予想する上で重要なのは、米国と中国をはじめとするエマージング諸国の経済動向だが、米国では着実な景気回復が継続していると判断される。このところ市場の攪乱要因になっている米中銀（FRB）の金融政策の方針転換にしても、景気回復が進展したからこそ、金融緩和措置を一部縮小することができるか否かが議題となっているのである。一方、中国は経済成長率が7%台と高水準だが、このまま高成長を持続できるのか不透明感が高い。また、ブラジル、インド、ロシア等の景気も回復の足取りが鈍い。世界経済はゆっくりと回復に向かい、ユーロ圏経済は輸出が牽引して 2013 年半ばから回復局面に入ると予想するが、ごく緩やかな回復にとどまるだろう。

## ユーロ圏内の格差拡大という課題は残る見通し

外需主導の景気回復はユーロ圏の通常のリバウンドパターンであり、輸出拡大で生産が動き出せば、それが稼働率上昇や労働時間延長を通じて内需のリバウンドにも徐々に波及することが予想される。このような景気回復は 2009 年半ばから 2011 年にかけての景気回復期と同様に、ドイツが主導する形で今回も実現されるのではないかと予想される。そのドイツは欧州で最大の輸出国であるが、同時に輸入国としても大きな存在であり、ドイツの景気回復は他のユーロ圏諸国への波及効果も大きい。

ただし、気がかりなことは、2009 年半ばから 2011 年にかけての景気回復期が、ユーロ圏全体として見たときには「回復局面」であったものの、ギリシャやポルトガルにとってはそうではなく、ユーロ圏内で国ごとの景気格差が拡大していたことである。景気格差の拡大を象徴している各国の失業率は、この 4 月の失業率がドイツ 5.4%、オーストリア 4.9%に対して、スペイン 26.8%、ギリシャ（3 月）26.8%と一段と差が開いている。

失業率が高いこと、特に 25 歳未満の若年失業率がギリシャとスペインで 50%を超えてしまっていることは、EU（欧州連合）でも早急に対策が必要な課題として認識されており、6 月 27、28 日の EU 首脳会議で主要議題の一つとなっている。ただし、EU の若年雇用対策の目玉である職業訓練制度は 2014 年 1 月のスタートに向けて準備されている段階で、即効性を期待できるものではない。同様に雇用対策としても重視されている、ユーロ圏周縁国の中小企業向けの貸出基準を緩和し、貸出金利を低下させるための措置も、検討は始まっているもののまだ具体策は出てきていない。これらの課題に対策を講じることができなければ、次の景気回復局面で、ユーロ圏周縁国がドイツの景気回復の恩恵を受けにくく、改めて景気格差が拡大する事態に陥ることが懸念される。

## ECB は政府サイドの対応を注視

6 月の ECB（欧州中央銀行）の金融政策理事会で公表された ECB スタッフによる景気見通しは、3 月時点の予想より若干下方修正されたが、ECB は引き続き 2013 年後半の景気の持ち直しを見込んでいる。また、インフレ率は一段と抑制されるとの見通しである。ECB に関しては、中央銀行預金金利をマイナス金利とするような追加利下げを実施するかが一つの焦点となっている。ECB 自身、マイナス金利を選択肢の一つとしてはいるが、景気対策に関しては政府の役目であり、その対策を注視するとのスタンスを現在は維持している。ユーロ圏の景気とインフレ率の見通しを大きく下方修正させる材料が出てこなければ、追加利下げには踏み切らないのではないかと予想する。

## 英国経済

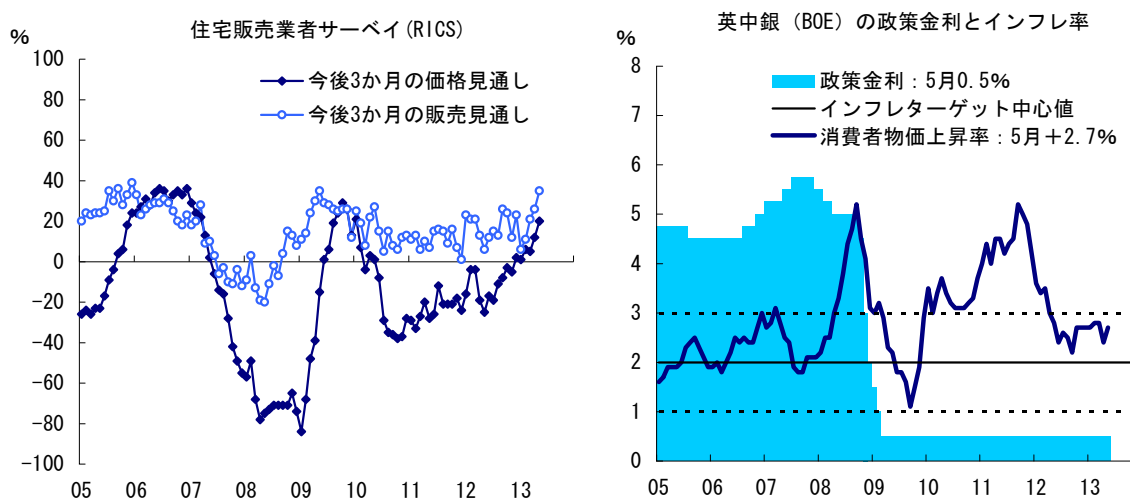
2013年1-3月期の成長率は前期比+0.3%と10-12月期の同-0.3%から反発したが、内訳を見ると必ずしも順調な回復とは言えない。個人消費は同+0.1%と小幅の伸びにとどまり、固定資本形成と輸出は共に同-0.8%と落ち込んだ。それでもGDP成長率がプラスに転じたのは、在庫変動の寄与度が同+0.4%ポイントとなって成長率を押し上げたためである。

ただ、2013年に入って企業景況感の改善が継続している。サービス業景況感は5月に大きく改善し、ほぼ1年ぶりの高水準となった。ユーロ圏の景気回復がおぼつかないため外需に期待することが難しい中、英国の景気回復の鍵を握るのは内需であり、サービス業の景況感改善は歓迎される。また、低金利を背景に住宅販売業者の景況判断も一段と改善している。不動産取引件数と住宅ローン承認件数の拡大ペースは緩やかであるため、英国の住宅市場回復も緩慢なものになると予想されるが、英国経済は4-6月期も前期比プラス成長が見込まれる。

一方、インフレ率は予想していたより上振れ圧力が強いようである。5月の消費者物価上昇率は前年比+2.7%と4月の同+2.4%から加速した。航空燃料と衣料品の価格上昇が物価押し上げ要因だが、英国では内需が弱くとも物価は上昇することが改めて印象付けられた。

カナダ中銀総裁として金融危機を乗り切ったマーク・カーニー氏が、7月に英中銀（BOE）の新総裁に就任する。カーニー次期総裁は中央銀行の政策判断指標としてインフレ率だけでなく、GDP成長率などより広範な指標を活用することを以前から主張しており、より大胆な金融緩和への期待がある。ただし、景気回復の兆しが出てきた一方、インフレ圧力が高まっており、BOEとして当面は新たな緩和政策を打ち出しにくいと予想される。カーニー次期総裁の最初のBOE改革は、（ECBのように）金融政策理事会直後の記者会見を実施するなど、透明性の向上とコミュニケーション能力の向上を目的とした改革になると予想される。

図表4 英国の住宅販売業者の市況見通し改善&消費者物価上昇率は再び加速



注: BOEのインフレターゲットは+2%±1%

出所: RICS、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	1.5%	-0.6%	-0.8%	0.3%	0.5%	0.9%	-0.6%	0.8%	1.1%	1.0%	1.1%	0.8%
民間消費支出	0.2%	-1.3%	0.3%	-0.6%	-0.3%	0.4%	-0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.3%
政府消費支出	-0.1%	-0.4%	-0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.4%
総固定資本形成	1.4%	-4.3%	-6.1%	-1.6%	-2.0%	0.8%	-4.0%	1.2%	2.8%	2.8%	2.4%	1.1%
輸出等	6.3%	2.7%	-3.1%	2.0%	2.8%	4.9%	0.4%	4.1%	4.9%	4.5%	4.5%	4.2%
輸入等	4.2%	-0.8%	-4.2%	0.4%	2.0%	4.9%	-1.1%	4.1%	5.3%	4.9%	4.5%	4.1%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.5%	-0.6%	-1.1%	-0.8%	-0.6%	0.2%	-0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%
民間消費支出	0.2%	-1.3%	-1.2%	-0.8%	-0.7%	-0.0%	-0.7%	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	0.3%
政府消費支出	-0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
総固定資本形成	1.4%	-4.3%	-5.5%	-4.2%	-3.8%	-2.2%	-4.0%	-0.4%	0.7%	1.9%	2.3%	1.1%
輸出等	6.3%	2.7%	0.7%	-0.4%	-0.5%	1.6%	0.4%	3.4%	4.2%	4.6%	4.5%	4.2%
輸入等	4.2%	-0.8%	-1.6%	-1.9%	-1.6%	0.7%	-1.1%	2.8%	4.1%	4.8%	4.7%	4.1%
鉱工業生産 (除建設)	3.2%	-2.4%	-2.4%	-0.6%	-0.2%	1.8%	-0.4%	1.6%	0.9%	0.9%	1.3%	1.2%
実質小売売上高	-0.3%	-1.8%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	-0.2%	-1.4%	0.0%	0.5%	0.3%	0.6%	0.4%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.6%	1.4%	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%	1.7%	1.6%
生産者物価	5.4%	2.6%	0.8%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	1.1%	1.5%	1.3%	1.5%	1.3%
失業率	10.2%	11.4%	12.1%	12.2%	12.3%	12.3%	12.2%	12.3%	12.2%	12.2%	12.1%	12.2%
10億ユーロ												
貿易収支	2.4	104.2	44.6	40.0	38.0	30.0	152.6	22.0	16.0	13.0	11.0	62.0
経常収支	12.7	120.0	55.8	41.6	41.4	32.7	171.4	26.9	17.2	17.5	14.8	76.6
財政収支	-386	-317					-281					-278
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.57%	1.52%	1.38%	1.42%	1.57%	1.47%	1.68%	1.73%	1.83%	2.00%	1.81%
独 国債2年物(期中平均)	1.09%	0.08%	0.12%	0.05%	0.15%	0.20%	0.13%	0.24%	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。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%	1.3%	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%	1.2%	1.4%	1.2%	1.4%	1.0%
民間消費支出	-0.8%	1.2%	0.4%	1.0%	1.0%	1.2%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	1.3%
政府消費支出	-0.3%	2.2%	0.1%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
総固定資本形成	-2.9%	1.5%	-3.0%	0.0%	0.8%	1.6%	-0.5%	2.0%	2.8%	2.0%	2.0%	1.8%
輸出等	4.5%	-0.2%	-3.1%	2.4%	2.0%	2.8%	-0.6%	2.8%	3.2%	3.6%	4.1%	3.0%
輸入等	0.0%	2.7%	-2.0%	0.4%	2.0%	3.6%	-0.2%	3.2%	3.6%	4.1%	4.5%	3.2%
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%	0.6%	0.6%	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%	1.0%
民間消費支出	-0.8%	1.2%	1.3%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%
政府消費支出	-0.3%	2.2%	-0.8%	1.1%	0.9%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%
総固定資本形成	-2.9%	1.5%	0.2%	-1.4%	-0.8%	-0.2%	-0.5%	1.1%	1.8%	2.1%	2.2%	1.8%
輸出等	4.5%	-0.2%	-1.8%	-0.1%	-1.3%	1.0%	-0.6%	2.5%	2.7%	3.1%	3.4%	3.0%
輸入等	0.0%	2.7%	0.1%	-1.0%	-0.9%	1.0%	-0.2%	2.3%	3.1%	3.6%	3.9%	3.2%
鉱工業生産	-0.6%	-2.4%	-2.3%	-0.3%	-0.6%	1.3%	-0.5%	1.3%	0.3%	0.2%	0.7%	0.6%
実質小売売上高	0.4%	1.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.9%	0.6%	0.7%	1.3%	0.7%	1.4%	1.1%
消費者物価	4.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
生産者物価 (出荷価格)	5.6%	2.8%	2.1%	1.3%	1.6%	1.5%	1.6%	1.3%	2.1%	2.0%	2.1%	1.8%
失業率	8.1%	8.0%	7.8%	7.7%	7.7%	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	-26.5	-27.1	-27.0	-28.2	-108.8	-28.2	-28.9	-28.8	-30.0	-115.9
経常収支	-20.2	-57.7	-11.6	-10.9	-10.1	-12.1	-44.7	-12.1	-12.9	-12.9	-14.2	-52.1
財政収支	-91.0	-73.5					-109.2					-104.7
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.90%	2.00%	2.10%	2.00%	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%	0.35%	0.45%	0.50%	0.40%	0.55%	0.60%	0.70%	0.80%	0.66%
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 (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