

2013年7月19日 全7頁

欧州経済見通し 米国の動向に一喜一憂

英国では久々に個人消費が主役の景気回復へ

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

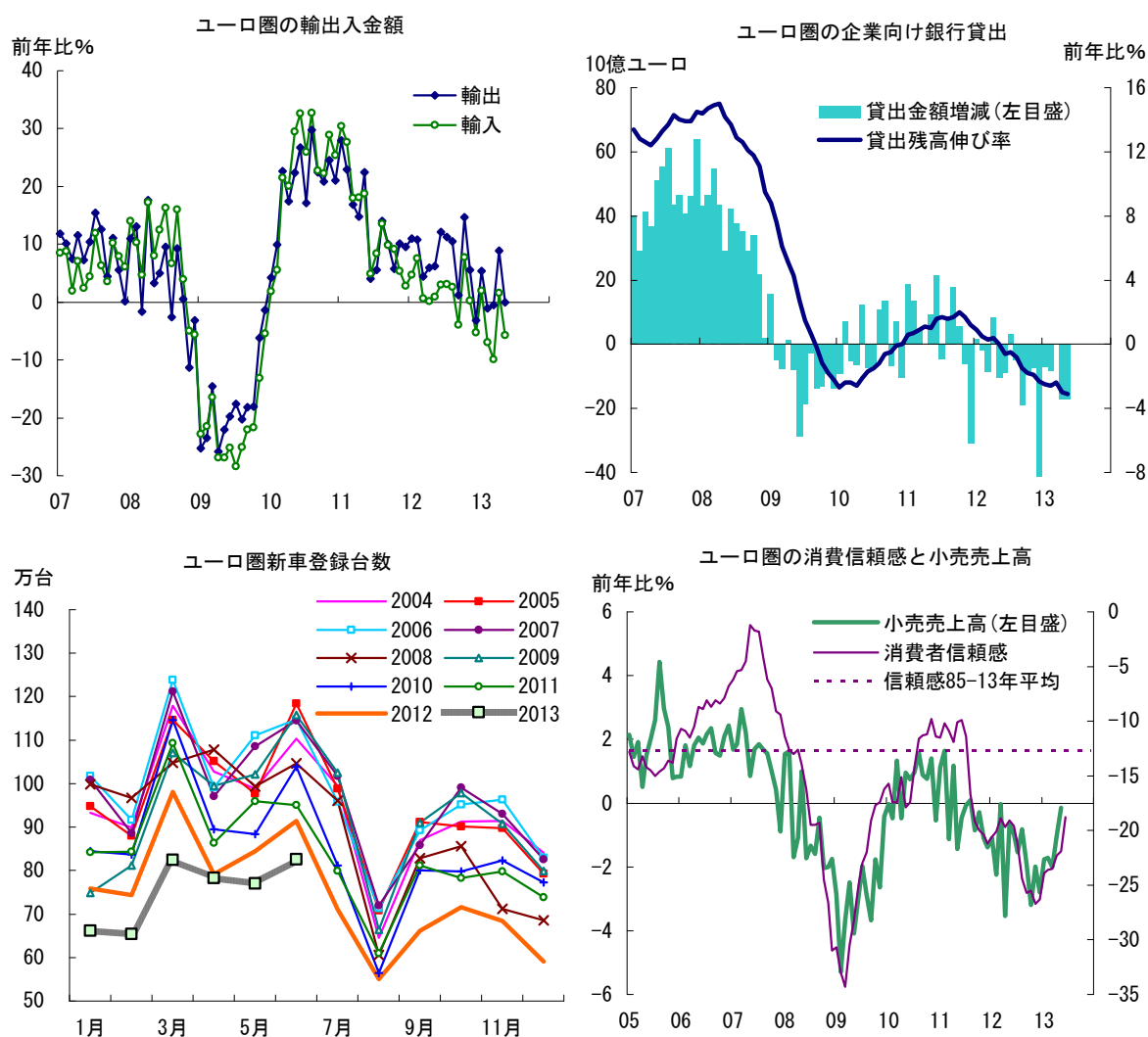
- ユーロ圏の景気回復の鍵を握る輸出はここ半年あまり伸び悩んでいる。しかしながら、景況感は緩やかながら改善を続けており、また、最大の輸出相手国である米国の景気が着実に回復していることから、2013年後半に米国向けの輸出が牽引役となって、ユーロ圏経済もごく緩やかながら回復局面に入ると見ている。
- ただし、前回、前々回の景気回復局面で大きな存在感を示したエマージング諸国の需要の回復が今回は遅れている。ユーロ圏の景気回復の可否が米国1国の動向に左右されやすくなっているわけだが、そのことが最近1か月あまりのFRB（米連邦制度理事会）のコメントを巡って、世界の金融市場が大きく動揺した中で確認された。ユーロ圏の金利上昇や株価調整は相対的に小幅だったが、景気実体から乖離した金利上昇を抑えるため、ECB（欧州中央銀行）はこれまでの方針を転換し、「政策金利は当面、現行水準かそれ以下で推移する」と金融政策の見通しを公表した。
- 英国でようやく個人消費が主役の景気回復が動き始めた。2013年1-3月期の個人消費の伸びは当初発表の前期比+0.1%から同+0.5%に上方修正され、続く4-6月の小売売上高、自動車販売も好調である。リストラ一巡、金融緩和、物価安定などが貢献しているとみられる。6月の消費者物価は前年比+2.9%へ加速したが、景気回復はまだ始まったばかりである。カーニー新英中銀（BOE）総裁は8月にも金融政策手法の再検討に着手する見通しだが、複数の景気指標を目標値に定め、その動向を見極めながら金融政策を決定するという、最近のFRBの金融政策に近い手法を採用してくるのではないかと予想される。

ユーロ圏経済

景気の現状

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と景気停滞が長期化している。これに続く4-6月期は前期比横ばいとどまると推測される。外需の寄与度はプラスを保持したと見られるが、これは輸出が拡大したという前向きの理由ではなく、輸出以上に輸入が落ち込んだという後ろ向きの理由による。内需に関しては固定資本形成は引き続き落ち込んだと推測される。輸出が伸びない中で、投資需要が出てくるはずもなく、企業向けの銀行貸出の減少も投資停滞を示唆している。一方、個人消費は低迷している。ユーロ圏加盟国の大半で失業率の上昇傾向に歯止めがかかっていない中で、ユーロ圏（マルタを除く）の新車登録台数は6月に82.6万台と、6月としては過去10年で最少となった。ただ、消費者信頼感指数は水準としてはまだ1985年以降の長期平均と比べて低いが、ここ半年あまり改善傾向が見られ、下げ止まりの兆しが出ている。

図表1 内外需とも弱いユーロ圏経済



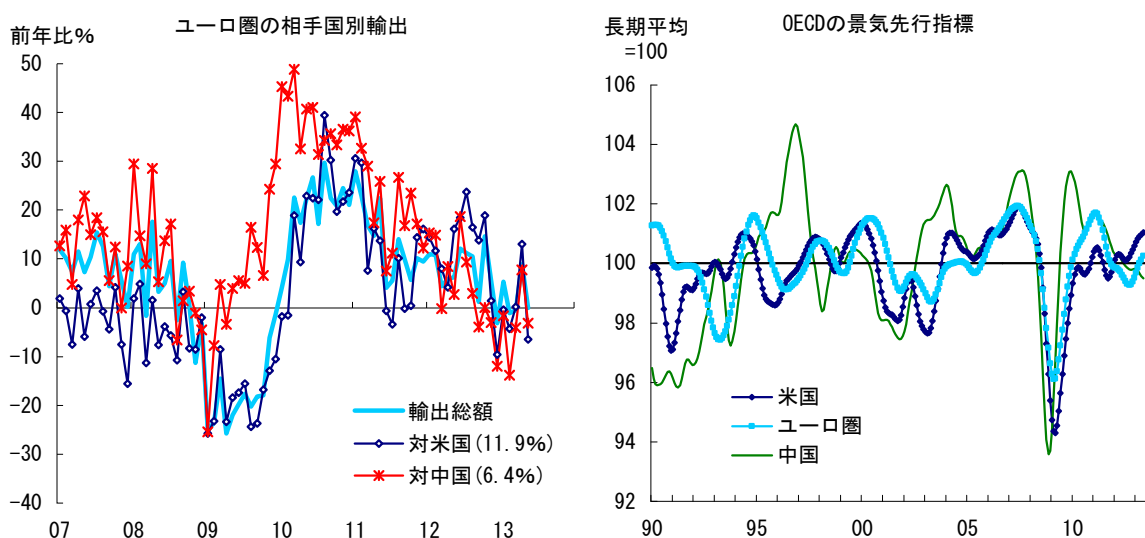
出所：Eurostat、ECB、ACEA（欧州自動車協会）データより大和総研作成

米国向け輸出が牽引する緩やかな景気回復へ

ユーロ圏にとって景気回復への起爆剤は輸出拡大しか考えられない。ところが、その輸出は最近6か月のうち4か月前年割れして伸び悩んでいる。直近の5月の輸出は、2大相手国である米国、中国向けがそろって前年割れとなってしまった。ここ1年ほどは、伸び悩む中国向けに代わって、ASEAN諸国向けの輸出が伸びていた（2012年の輸出シェアで3.4%と中国のほぼ半分）のだが、そのASEAN諸国向けもこの5月は小幅ながら前年割れと息切れの兆しが出ている。品目別輸出では、自動車や機械などの完成品は相対的に堅調だが、原材料、中間財、エネルギーなどより川上の製品の輸出が落ちている。

今後の輸出動向を予想する上で重要となるのが主要輸出相手国の景況感の動向である。米国の景況感はこちら1年あまり順調な改善を見せ、OECD（経済協力開発機構）が発表する景気先行指標では米国は着実に改善しており、ユーロ圏の景況感もそれに追随して改善傾向が見られる。このような米国の景気回復が牽引役となって欧州景気も回復に向かうという展開は、以前からよく見られた構図である。ただ、前回の景気回復期（＝リーマン・ショック後の2009年半ば以降）の際には、米国だけでなく、中国を筆頭とするエマージング諸国でも目覚ましい需要回復が見られ、それがユーロ圏経済のV字回復に貢献した。その前の2000年代の好況期には、エマージング諸国の需要拡大が、ユーロ圏の輸出拡大を強く牽引した。しかし、残念ながら、今回はエマージング諸国の景況感改善は遅れており、当面は米国の景気動向に世界の目が注がれる状況が続こう。その米国では、景況感のみならずさまざまな景気指標にも回復傾向が見られる。特に、住宅関連や雇用統計など個人消費拡大に追い風となる指標の改善が目立っており、緩やかな景気回復が継続すると予想される。

図表2 米国向けの輸出拡大が期待される



注：米国、中国向け輸出の括弧内の数字は2012年のユーロ圏の輸出全体に占める割合

出所：Eurostat、OECD データより大和総研作成

微妙な匙加減を求められる中央銀行

米国の景気回復は心強い材料だが、米国 1 国への依存が高まっているということは、米国の景気動向や金融政策の変化が、ユーロ圏に対して及ぼす影響も大きくなることを意味している。ここ 1 か月の金融市場の急変動もまさにその実例の一つであると考えられる。6月にバーナンキ FRB 議長が、量的緩和策である QE3 の縮小の可能性に言及して以来、金利上昇、株価下落、ドル高（それ以外の通貨安）が発生した。この影響を受けたのはユーロ圏だけではなく、金融市場の調整という点ではユーロ圏の金利上昇や株価下落はエマージング諸国と比べ、限定されていた。とはいえ、景気が回復軌道にある米国ではまだしも、まだその兆しすら明確ではないユーロ圏で金利が上昇に転じれば、わずかに明るさを見せている景況感改善を腰折れさせる懸念があった。

そもそも FRB 自身も、意図していたのは QE3 を早ければ 9 月から部分的に縮小させるということであり、金融政策を緩和から引き締めに変換させることを意図したわけではなかった。ところが、米国のみならず、世界の金融市場がこれを超緩和的な金融政策の転換点になり得るものとして認識し、量的緩和縮小→ゼロ金利解除→利上げという先々のシナリオまで一気に織り込むような形となって、長短金利が急上昇したのである。この金利上昇は、米国にとっても好ましくはなく、バーナンキ FRB 議長はその後、機会のあるごとに、金融市場の動揺をなだめるべく「緩和的な金融政策を長期的に維持する」ことを強調し、金利抑制に努めている。

一方、ユーロ圏の最近の金利上昇の背景には、米国要因とは別に、ギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリアなどの個々の国の政情不安や、景気悪化に伴う財政見通しの悪化などが存在する。ただし、そのような周縁国の債務不安が高まる時には、むしろ安全資産と認識されるドイツ国債利回りも今回は上昇しており、米金利上昇の影響が欧州にも及んだと見るべきであろう。

景気実態にそぐわない金利上昇が意識された中で開かれた 7 月 4 日の ECB の金融政策理事会で、「フォワード・ガイダンス」という概念が初めて登場した。ECB は従来「金融政策の方向性を予め公表はしない」ことを基本方針としてきたが、大きく方向転換したことになる。初めてのフォワード・ガイダンスは「政策金利は当面、現行水準かそれ以下で推移する」というものであった。もっともこの「当分」が半年後なのか、1 年後なのか、それ以上なのか明確ではなく、あるいはどの経済指標に注目して金融政策を変更していくのか、例えば FRB の「失業率が 6.5% を下回った場合」というような明確な指標の提示はなかった。バーナンキ議長が、緩和的な金融政策の維持を繰り返し強調したことで、欧米の金利先高観は後退してきているが、ECB にとって微妙な匙加減が求められる状況は今後も継続しよう。

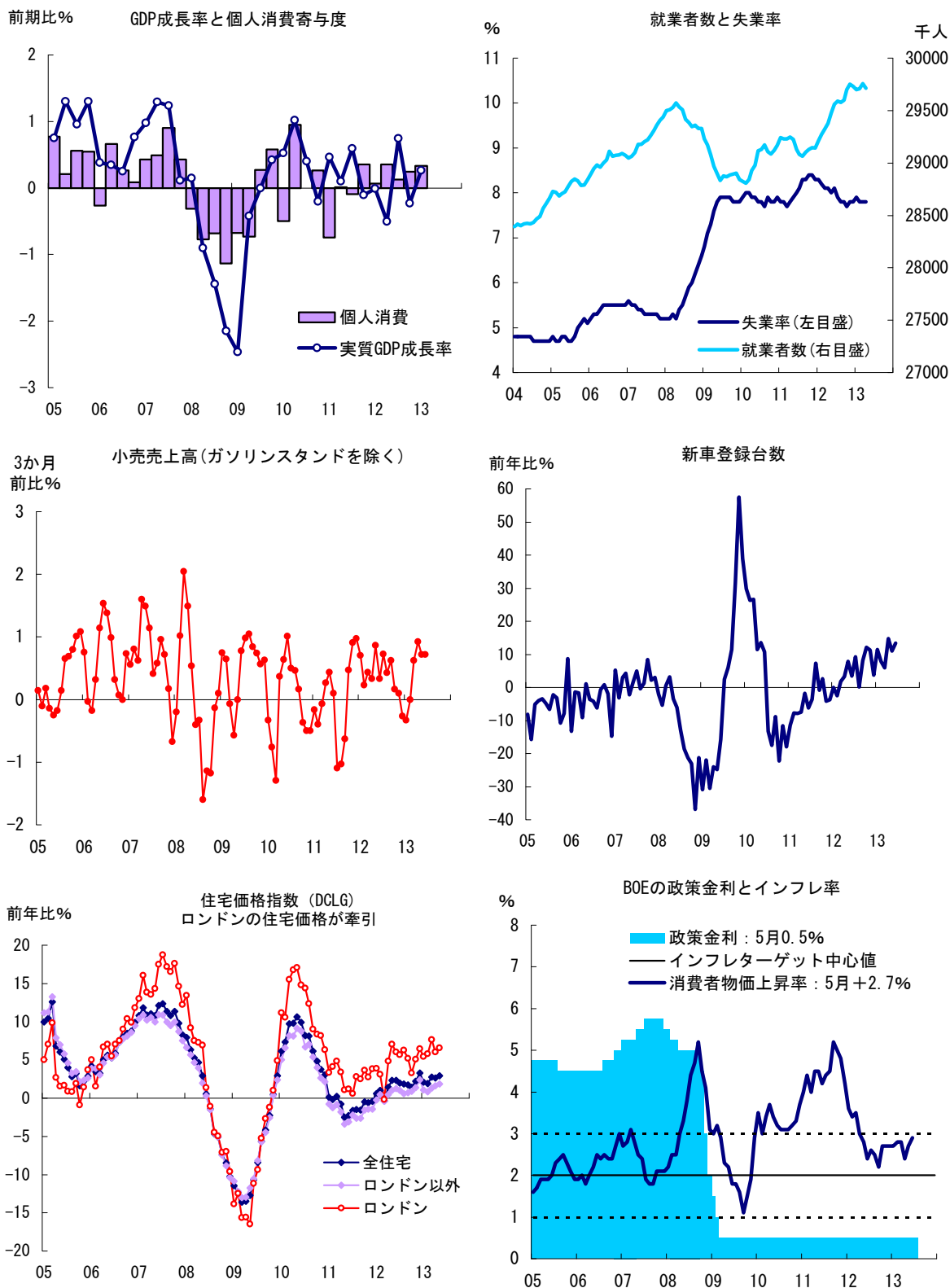
英国経済

2013年1-3月期のGDP成長率は、5月末に発表された改定値も6月末に発表された確報値も前期比+0.3%で変わらなかったが、その中身は大きく修正された。特に大きな変化は個人消費で、改定値の前期比+0.1%が確報値では同+0.5%に上方修正された。逆に下方修正が目立ったのは在庫変動の寄与度で、前期比+0.4%ポイントが同-0.7%ポイントに変わった。この修正で、英国経済は2011年10-12月期から6四半期連続で個人消費が安定的に成長に寄与していたことが確認された。個人消費の前期比寄与度は不動産バブル崩壊以前の平均+0.6%ポイント（1992年-2007年の平均値）と比較すると、最近6四半期は平均+0.2%ポイントとまだ物足りないが、英国経済が個人消費主導の景気回復という本来の姿に一步近づいてきたと言えるだろう。

消費改善の背景には、リストラが一巡して2011年末から雇用者数が増加に転じたこと、金融緩和が資産価格（まず株や債券、次いで住宅価格）の上昇につながったこと、消費者物価の伸び率が2011年9月の前年比+5.2%をピークとして、2012年半ばには同+3%以下に鈍化したことなどが指摘できる。消費の関連指標は4月以降も堅調に伸びており、小売売上高は4-6月に前期比+0.9%と1-3月の同+0.5%を上回った。また、欧州の大半の国が新車販売で大いに苦戦しているのとは対照的に、英国の新車登録台数は4-6月平均で前年比+13.1%の伸びを記録した。企業景況感も6月に一段と改善しており、4-6月期のGDP成長率は1-3月期に続いて前期比プラス成長が見込まれる。

ところで、6月の消費者物価は前年比+2.9%とほぼ1年ぶりの高い伸びとなった。個人消費が想定していたより力強い伸びとなる可能性が高まっており、消費者物価も従来の見通しから上振れすると予想される。ただし、このインフレ見通しの上振れが、英中銀（BOE）が金融緩和政策の転換を検討する材料となると考えるのは時期尚早であろう。カーニー新BOE総裁は、就任直後の7月の金融政策理事会では予想通り追加の金融緩和を主張することも、新しい政策を提示することもしなかった。ただし、金融政策手法の見直しを英国政府から要請されており、8月の金融政策理事会ではそれを検討すると見込まれる。BOEは現在、消費者物価を政策指標とし、前年比+2%±1%というインフレターゲットを採用しているが、複数の景気指標を目標値に定め、その動向を見極めながら金融政策を決定するという、最近のFRBの金融政策に近い手法を採用してくるのではないかと予想される。

図表3 英国の景気指標



注: BOEのインフレターゲットは+2%±1%

出所: 英国統計局(ONS)、AECA(欧州自動車協会)、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	1.5%	-0.6%	-1.1%	0.1%	0.8%	0.9%	-0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	0.8%
民間消費支出	0.2%	-1.3%	0.1%	-0.3%	0.1%	0.3%	-0.7%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.4%
政府消費支出	-0.1%	-0.4%	-0.6%	0.4%	0.5%	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%	-7.4%	-2.8%	-1.2%	1.6%	-4.4%	1.6%	2.8%	2.8%	2.4%	1.4%
輸出等	6.3%	2.7%	-3.5%	-1.6%	2.4%	3.6%	-0.6%	4.1%	4.9%	4.5%	4.5%	3.7%
輸入等	4.2%	-0.8%	-4.9%	-3.2%	1.6%	3.6%	-2.1%	4.1%	5.3%	4.9%	4.5%	3.6%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.5%	-0.6%	-1.1%	-1.0%	-0.7%	0.2%	-0.6%	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%	0.8%
民間消費支出	0.2%	-1.3%	-1.3%	-0.8%	-0.7%	0.1%	-0.7%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%
政府消費支出	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	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%	-5.9%	-4.8%	-4.3%	-2.5%	-4.4%	-0.2%	1.2%	2.2%	2.4%	1.4%
輸出等	6.3%	2.7%	0.5%	-1.4%	-1.6%	0.2%	-0.6%	2.1%	3.8%	4.3%	4.5%	3.7%
輸入等	4.2%	-0.8%	-1.9%	-3.0%	-2.8%	-0.8%	-2.1%	1.5%	3.6%	4.5%	4.7%	3.6%
鉱工業生産 (除建設)	3.2%	-2.3%	-2.4%	-1.0%	-0.9%	1.1%	-0.8%	0.9%	0.7%	0.9%	1.3%	0.9%
実質小売売上高	-0.3%	-1.7%	-1.8%	-0.7%	-0.3%	0.8%	-0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	0.6%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.6%	1.4%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%
生産者物価	5.4%	2.6%	0.8%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.6%	1.4%	1.3%	1.5%	1.2%
失業率	10.2%	11.4%	12.1%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
10億ユーロ												
貿易収支	2.9	102.5	43.3	45.0	40.0	33.0	161.3	26.0	22.0	19.0	16.0	83.0
経常収支	12.9	126.4	57.3	46.7	43.5	35.8	183.3	31.1	23.4	23.7	20.1	98.3
財政収支	-386	-317					-281					-278
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.57%	1.52%	1.40%	1.52%	1.60%	1.51%	1.68%	1.73%	1.83%	1.96%	1.80%
独 国債2年物(期中平均)	1.09%	0.08%	0.12%	0.07%	0.15%	0.19%	0.13%	0.24%	0.31%	0.37%	0.48%	0.35%
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（消費者物価と金利は2013年Q2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	1.1%	0.2%	1.1%	1.0%	1.1%	0.9%	0.7%	1.0%	1.3%	1.3%	1.4%	1.1%
民間消費支出	-0.4%	1.1%	2.1%	1.6%	1.2%	1.4%	1.6%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.4%
政府消費支出	0.0%	2.8%	0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%
総固定資本形成	-2.4%	0.5%	0.6%	-3.9%	4.1%	2.4%	-5.0%	-2.0%	4.1%	2.0%	4.1%	1.5%
輸出等	4.5%	0.9%	-0.5%	1.2%	2.0%	2.4%	-0.2%	2.8%	2.8%	3.2%	3.6%	2.7%
輸入等	0.3%	2.8%	-7.7%	3.2%	4.1%	4.1%	-0.7%	2.4%	5.3%	4.1%	4.5%	3.9%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.1%	0.2%	0.3%	1.0%	0.5%	1.0%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.1%
民間消費支出	-0.4%	1.1%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
政府消費支出	0.0%	2.8%	0.8%	1.7%	1.0%	0.3%	1.0%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%
総固定資本形成	-2.4%	0.5%	-8.3%	-7.3%	-4.8%	0.7%	-5.0%	0.1%	2.1%	1.6%	2.0%	1.5%
輸出等	4.5%	0.9%	-0.8%	0.1%	-1.3%	1.3%	-0.2%	2.1%	2.5%	2.8%	3.1%	2.7%
輸入等	0.3%	2.8%	-0.9%	-1.6%	-1.2%	0.8%	-0.7%	3.4%	4.0%	4.0%	4.1%	3.9%
鉱工業生産	-1.2%	-2.4%	-2.6%	-1.2%	-1.2%	0.5%	-1.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.7%	0.4%
実質小売売上高	0.3%	1.0%	0.3%	1.8%	2.1%	2.2%	1.6%	1.8%	2.0%	2.1%	2.5%	2.1%
消費者物価	4.5%	2.8%	2.8%	2.7%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%
生産者物価 (出荷価格)	5.6%	2.8%	2.1%	1.4%	1.9%	1.8%	1.8%	1.5%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%
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	-100.1	-107.9	-26.5	-26.6	-26.7	-28.6	-108.4	-29.2	-29.4	-29.1	-31.0	-118.7
経常収支	-22.5	-59.2	-14.5	-13.9	-13.1	-15.1	-56.6	-13.7	-14.5	-12.3	-15.3	-55.8
財政収支	-89.2	-71.8					-109.3					-105.2
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.92%	2.10%	2.20%	2.06%	2.30%	2.40%	2.50%	2.60%	2.45%
国債2年物(期中平均)	0.87%	0.30%	0.30%	0.32%	0.40%	0.48%	0.38%	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（小売売上高、物価、金利は2013年Q2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