

2013年8月20日 全7頁

欧州経済見通し 動き始めた景気回復

個人消費が牽引して4-6月期成長率はユーロ圏、英国ともに上振れ

経済調査部
シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

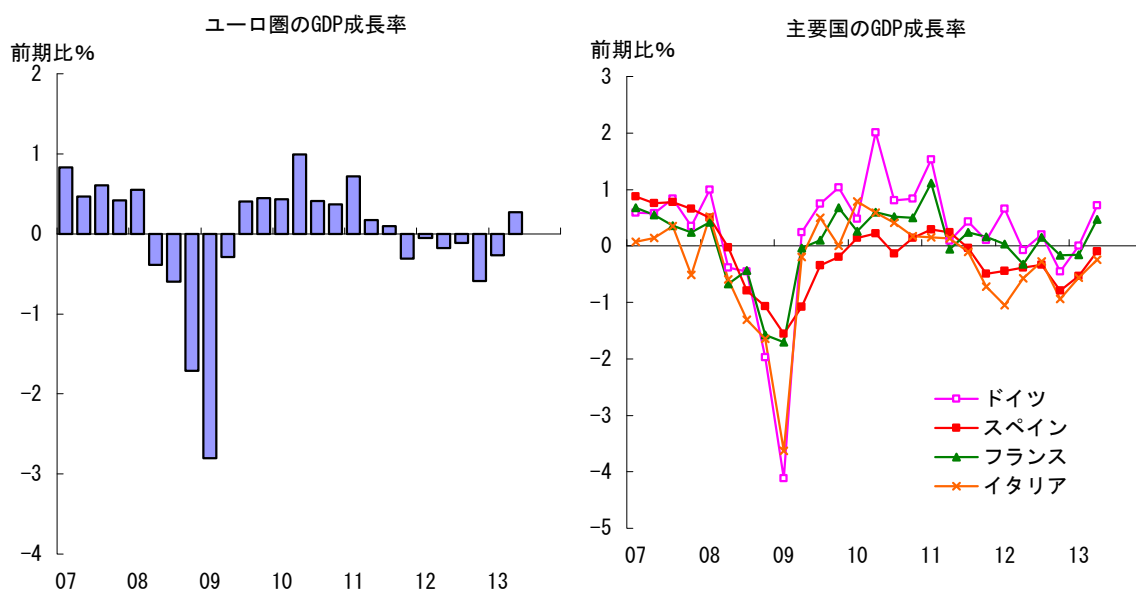
- ユーロ圏の4-6月期 GDP 成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.1%）と予想を上振れした。内訳は未発表だが、7四半期ぶりのプラス成長には個人消費と政府消費が貢献したと推測される。背景には、失業懸念後退と景気・所得見通し改善を理由とする消費者マインドの持ち直しが存在する。7月の新車登録台数が前年比プラスの伸びに転じるなど、7月以降も個人消費は堅調に推移しているとみられる。
- ただ、ユーロ圏経済が本格回復するには、輸出拡大が国内投資の回復につながるというもう一つのエンジンが動き出す必要があるが、まだその兆候は限定的である。2013年後半はプラス成長を予想するが、4-6月期と比べて減速すると見込まれる。2013年通年の成長率予想に関しては、4-6月期の成長率上振れを反映させて前回予想の-0.6%から-0.4%に上方修正した。
- 英国の4-6月期 GDP 成長率は前期比+0.6%（年率換算+2.4%）と、こちらも予想を上振れした。小売売上高が前期比+1.0%と6四半期ぶりの高い伸びを記録しており、英国本来の、個人消費主導の景気回復が継続していると考えられる。2013年通年の成長率予想をこれまでの+0.7%から+1.1%に上方修正する。

ユーロ圏経済

4-6月期は7四半期ぶりのプラス成長

ユーロ圏の4-6月期 GDP 成長率は速報値で前期比+0.3% (年率換算+1.1%) と発表された。ユーロ圏を構成する各国の景況感指数がここ数か月は総じて改善傾向にあり、また鉱工業生産や小売売上高には緩やかな持ち直しの動きが見られた。このため、4-6月期のユーロ圏成長率は7四半期ぶりとなるプラス成長に転じるとみていたが、前期比+0.3%は予想以上の強い伸びであった。

図表1 ユーロ圏 GDP 成長率はドイツとフランスが牽引して4-6月期にプラスに転じた



ユーロ圏加盟国の実質GDP成長率

	前期比%				前年比%			
	2012		2013		2012		2013	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
ユーロ圏17か国	-0.1	-0.6	-0.3	0.3	-0.7	-0.9	-1.1	-0.7
ベルギー	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.1
ドイツ	0.2	-0.5	0.0	0.7	0.9	0.3	-0.3	0.5
エストニア	1.4	0.6	-1.0	0.1	3.1	3.0	1.3	1.4
アイルランド	-1.0	-0.2	-0.6	N/A	-0.5	-1.0	-1.0	N/A
ギリシャ	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.7	-5.7	-5.6	-4.6
スペイン	-0.3	-0.8	-0.5	-0.1	-1.6	-1.9	-2.0	-1.7
フランス	0.2	-0.2	-0.2	0.5	0.0	-0.3	-0.5	0.3
イタリア	-0.3	-0.9	-0.6	-0.2	-2.6	-2.8	-2.3	-2.0
キプロス	-0.8	-1.4	-1.7	-1.4	-2.3	-3.5	-4.7	-5.2
ルクセンブルク	-0.2	2.2	-1.6	N/A	-0.3	1.6	1.0	N/A
マルタ	0.6	0.1	0.0	N/A	1.8	1.7	1.7	N/A
オランダ	-0.9	-0.6	-0.4	-0.2	-1.5	-1.5	-1.4	-1.8
オーストリア	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.8	0.7	0.2	0.2
ポルトガル	-0.9	-1.8	-0.4	1.1	-3.6	-3.8	-4.1	-2.0
スロベニア	-0.6	-1.0	-0.7	N/A	-2.8	-2.8	-3.3	N/A
スロバキア	0.2	0.1	0.2	0.3	1.9	1.0	0.8	0.8
フィンランド	-0.1	-0.8	0.2	0.7	-1.6	-2.2	-2.4	0.0

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

ユーロ圏経済がマイナス成長を脱するのに貢献したのは、ドイツとフランスの高成長である。ドイツの成長率は前期比+0.7%、フランスは同+0.5%となり、ともに2011年1-3月期以来の高い成長率となった。フランスでは個人消費と政府消費が景気の牽引役となり、ドイツでは個人消費、政府消費に加えて、投資と純輸出もプラス成長に寄与したとされている。

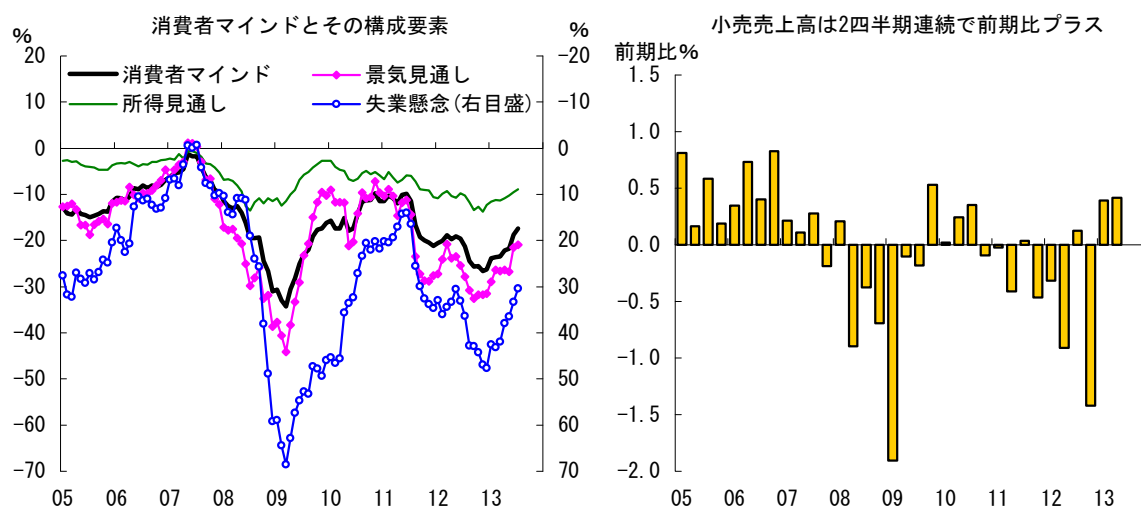
ただ、貢献したのはこの2か国だけではない。イタリアとスペインの1-3月期と4-6月期の前期比成長率を比較すると、イタリアは-0.6%から-0.2%へ、スペインは-0.5%から-0.1%へとマイナス幅が大きく縮小し、ユーロ圏成長率を下押しする圧力がかなり軽減された。両国の経済政策が財政緊縮一辺倒から修正され、またユーロ圏諸国もこれを了承したことが、両国の内需の落ち込みに一定の歯止めをかけた可能性が考えられる。同じく財政緊縮政策で景気停滞が長期化していたポルトガルは、4-6月期は前期比+1.1%の高成長を記録した。

個人消費が牽引役の景気回復？

ユーロ圏の4-6月期GDPの内訳は9月4日まで発表されないが、ドイツ、フランスの2大国の動向から個人消費と政府消費が牽引役になっていると推測される。消費が牽引する景気回復はユーロ圏としては珍しいパターンだが、背景には消費者マインドの改善が存在している。2012年夏を境としてユーロ圏危機が小康状態となり、ユーロ圏周縁国の国債利回りが低下に向かう中で、消費者の景気見通しと所得見通しが徐々に持ち直している。また、失業に対する懸念も後退してきており、消費者マインドは8か月連続で改善傾向にある。

マインド持ち直しを受けて、ユーロ圏の小売売上高は1-3月期、4-6月期とも前期比+0.4%とまざまざの伸びを記録した。また、ドイツ自動車協会(VDA)によると、過去2年余り落ち込みが目立っていたEUの新車登録台数が、7月に前年比+4.9%とプラスの伸びに転じた。とりわけスペインが15%増、ポルトガルが17%増、ギリシャが12%増とそれぞれ二桁の伸びとなっている。また、フランスとドイツでも前年比の伸び率がプラスに転じた。

図表2 ユーロ圏の消費に復調の兆し

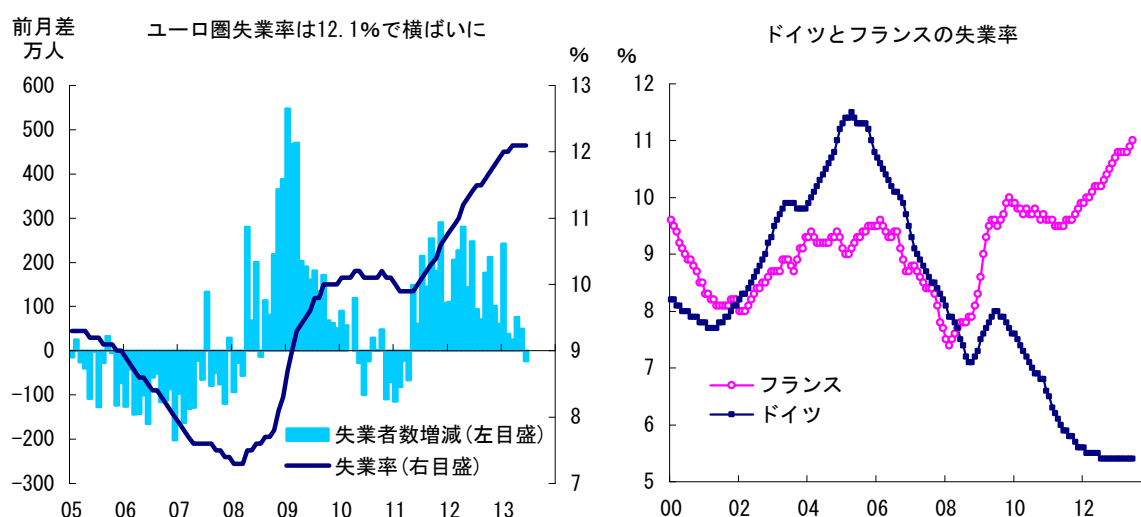


出所：Eurostat データより大和総研作成

しかしながら、この消費回復がこのまま力強さを増していくかに関しては疑問がある。消費者マインドは確かに改善しているが、それは非常に悲観的な水準からの回復の途上という段階であり、例えばそのドライバーの一つになっている失業懸念の後退も、あくまでマイナス材料が縮小しているにとどまる。これが雇用増加というプラス材料が増える段階に進むためには、企業活動の活発化が必要条件となるが、失業率の低下傾向が継続しているドイツは別として、それにはまだ時間を要すると予想される。

今後は改めて国ごとの景気回復局面の差が表面化してくるのではないかと考えられる。ドイツの個人消費拡大は、失業率低下と雇用者所得増加が背景にあり、持続性のある消費拡大となる可能性が高い。他方でフランスの個人消費拡大はそのような裏付けを欠いている。ユーロ圏の失業率は3月から6月にかけて12.1%と高水準ながら横ばい推移となり、毎月のように失業率が上昇する局面ではなくなった。特に6月は前月比で失業者数が減少に転じたが、これは26か月ぶりのことである。しかしながら、フランスはここで失業者増にむしろ貢献しており、失業率は6月に11%の大台に乗せた。これは1997年11月以来の高水準である。

図表3 全体として雇用悪化に歯止めがかかってきたが、国ごとの差異はまだ大きい



出所：Eurostat データより大和総研作成

景気の本格回復には輸出と投資の回復が不可欠

ユーロ圏経済が本格回復するには、輸出拡大が国内投資の回復につながるというもう一つの（あるいはユーロ圏としては「本来の」）エンジンが動き出す必要があると考えられるが、まだその兆候は限定的である。ユーロ圏の4-6月期の前期比+0.3%成長に対して純輸出はプラス寄与したと推測されるが、輸出の伸びはごくわずかであったとみられる。また、固定資本形成は、ドイツでは住宅建設投資を中心に4-6月期の成長率を押し上げたが、フランスでは前期比-0.5%となり、これで6四半期連続で調整している。実はドイツの建設投資も、悪天候が続いた1-3月期から4-6月期に先送りされた建設工事による押し上げ効果が入っており、このかさ上げ分は7-9月期には剥落すると予想される。

もっとも、ユーロ圏諸国の企業景況感は総じて改善傾向にあり、ドイツの製造業受注は6月はユーロ圏向けの受注も回復して全体として前月比+3.8%と高い伸びをみせ、前年比でも1年半ぶりにプラスの伸びを回復した。エマージング諸国向けの輸出は期待したようにはまだ伸びていないが、米国経済が牽引する世界経済の回復局面は今後も継続すると見込まれ、欧州の輸出も緩やかに回復してくるものと予想される。

ユーロ圏経済は2013年後半もプラス成長を続けるが、4-6月期と比べると減速する可能性が高いとみている。2013年通年の成長率予想は、4-6月期の成長率上振れを反映させて前回予想の-0.6%から-0.4%に上方修正した。2014年には+0.9%と通年ベースでもプラス成長を回復すると見込んでいる。ただし、消費者物価上昇率が前年比2%を超えることが予想される局面にはまだ至らず、ECB（欧州中央銀行）の政策金利は2014年末まで現在の0.5%で据え置かれる可能性が高いだろう。

英国経済

英国の4-6月期のGDP成長率は、速報値で前期比+0.6%（年率換算+2.4%）と予想以上に高い伸びとなった。同時期の小売売上高が前期比+1.0%と1-3月の同+0.4%から加速して、6四半期ぶりの高い伸びを記録しており、英国本来の、個人消費主導の景気回復が動きだしていると考えられる。小売売上高は7月も前月比+1.1%と高い伸びを見せた。

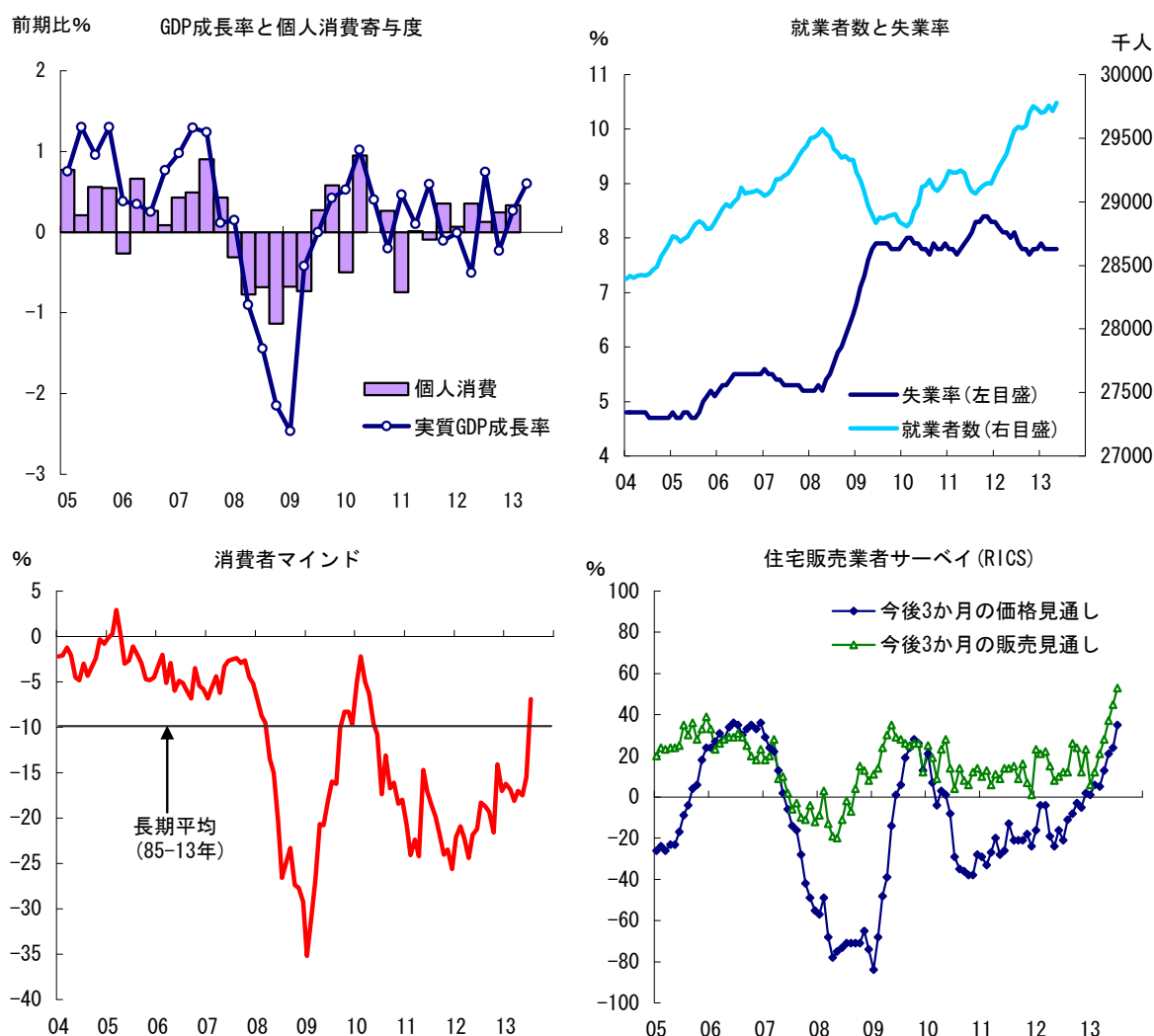
英国でもこのところ消費者マインドの改善が目立つが、ここには住宅市場の回復が寄与していると考えられる。住宅価格指数は住宅バブル崩壊前の2008年につけた高値を足下でほぼ回復してきており、これを受けて住宅取引が一段と活発化する動きとなっている。住宅販売業者のアンケート調査では新規の物件照会が急増しており、今後の販売見通し、価格見通しが揃って強気になっている。もっとも、住宅ローンの承認件数の伸びはかなり緩やかで、またその水準は住宅バブル期と比較してまだ半分程度にとどまっている。

BOE（英中銀）は、予想されていた通り、8月のインフレーション・レポートの発表と同時に、フォワード・ガイダンスの採用を発表した。BOEは消費者物価上昇率を前年比+2%にするとの政策目標を掲げてきたが、ここに金融政策の転換点を予想する際のもう一つの手がかりとして失業率を加えたのである。カーニーBOE総裁は「少なくとも失業率が7.0%に低下するまで、現行の政策金利0.5%から利上げすることはなく、資産購入枠も維持する」との方針を示した。ただし、次の3つの条件のいずれかが出てきてしまった場合は、「失業率7%」の基準は無効となる。3条件とは、(1)18か月～24か月先のインフレ率予想が中銀目標である2%を0.5%ポイント以上上回る見通しとなった時、(2)中期的なインフレ期待が十分に抑制されていなくなった時、(3)金融監督委員会（FPC）が金融政策のスタンスが金融の安定を著しく脅かすと判断した場合、である。

足下の失業率は7.8%で、これが7.0%に低下するのは早くも2015年以降と予想される。ただし、英国はGDP比の輸入割合が34%と高いことと、電力、ガス、水道などの料金が原材料価格に連動して引き上げられやすいことなどから、消費者物価に上振れ圧力が比較的にかかりやすい。金融緩和政策をいつまで継続するか、その判断基準として失業率データではなく、インフレ関連指標に注目するというスタンスは、フォワード・ガイダンスを導入しても変わらないのではないかと予想される。

英国の2013年通年の成長率予想は、4-6月期の成長率上振れを反映させてこれまでの+0.7%から+1.1%に上方修正する。個人消費主導の景気回復が進展していくと見込むが、これが過度にインフレ圧力を高めることにならないかという点がBOEの注目点となろう。

図表4 個人消費主導の景気回復が始まった英国経済



出所：英国統計局、Eurostat、RICS 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%	1.1%	0.8%	0.9%	-0.4%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	0.9%
民間消費支出	0.2%	-1.3%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	-0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.4%
政府消費支出	-0.1%	-0.4%	-0.6%	0.8%	0.5%	0.4%	-0.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.4%
総固定資本形成	1.4%	-4.3%	-7.4%	-2.4%	-1.2%	1.6%	-4.3%	1.6%	2.8%	2.8%	2.4%	1.4%
輸出等	6.3%	2.7%	-3.5%	0.0%	2.4%	3.6%	-0.3%	4.1%	4.9%	4.5%	4.5%	3.8%
輸入等	4.2%	-0.8%	-4.9%	-2.6%	1.6%	3.6%	-2.0%	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%	-0.7%	-0.4%	0.4%	-0.4%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%
民間消費支出	0.2%	-1.3%	-1.3%	-0.6%	-0.5%	0.2%	-0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%
政府消費支出	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.0%	0.2%	0.3%	-0.0%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
総固定資本形成	1.4%	-4.3%	-5.9%	-4.7%	-4.2%	-2.4%	-4.3%	-0.1%	1.2%	2.2%	2.4%	1.4%
輸出等	6.3%	2.7%	0.5%	-1.0%	-1.2%	0.6%	-0.3%	2.5%	3.8%	4.3%	4.5%	3.8%
輸入等	4.2%	-0.8%	-1.9%	-2.9%	-2.7%	-0.6%	-2.0%	1.7%	3.6%	4.5%	4.7%	3.6%
鉱工業生産 (除建設)	3.2%	-2.3%	-2.3%	-0.5%	0.2%	1.7%	-0.2%	1.5%	1.2%	1.1%	1.5%	1.3%
実質小売売上高	-0.3%	-1.7%	-1.8%	-0.5%	-0.2%	1.2%	-0.3%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
生産者物価	5.4%	2.6%	0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.2%	1.1%	1.3%	1.5%	1.0%
失業率	10.2%	11.4%	12.0%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.0%	12.0%	12.1%
10億ユーロ												
貿易収支	2.9	102.5	43.3	48.0	40.0	33.0	164.3	26.0	22.0	19.0	16.0	83.0
経常収支	12.9	126.4	57.3	60.2	45.6	41.9	205.0	35.2	28.5	24.8	21.2	109.7
財政収支	-386	-317					-281					-279
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.57%	1.52%	1.40%	1.73%	1.84%	1.62%	1.80%	1.87%	1.96%	2.00%	1.91%
独 国債2年物(期中平均)	1.09%	0.08%	0.12%	0.07%	0.18%	0.20%	0.14%	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Q2まで実績値（GDP内訳は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 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%	2.4%	2.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.4%	1.6%	1.4%
民間消費支出	-0.4%	1.1%	2.1%	2.2%	1.6%	1.8%	1.8%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
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%	0.8%	2.0%	2.0%	-4.4%	-2.0%	4.1%	2.0%	4.1%	1.4%
輸出等	4.5%	0.9%	-0.5%	7.4%	2.8%	2.8%	1.1%	2.8%	2.8%	3.2%	3.6%	3.2%
輸入等	0.3%	2.8%	-7.7%	6.6%	2.8%	4.1%	-0.3%	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%	1.4%	1.2%	1.7%	1.1%	1.7%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%
民間消費支出	-0.4%	1.1%	1.7%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%
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%	-6.2%	-4.1%	1.4%	-4.4%	0.7%	1.5%	1.5%	2.0%	1.4%
輸出等	4.5%	0.9%	-0.8%	1.6%	0.4%	3.1%	1.1%	4.0%	2.8%	2.9%	3.1%	3.2%
輸入等	0.3%	2.8%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	1.3%	-0.3%	4.0%	3.6%	4.0%	4.1%	3.9%
鉱工業生産	-1.2%	-2.4%	-2.6%	-0.8%	0.0%	1.7%	-0.4%	1.6%	1.2%	0.2%	0.7%	0.9%
実質小売売上高	0.3%	1.0%	0.1%	1.6%	2.8%	2.8%	1.8%	2.6%	2.6%	2.1%	2.5%	2.5%
消費者物価	4.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%
生産者物価 (出荷価格)	5.6%	2.8%	2.1%	1.4%	1.9%	1.8%	1.8%	1.6%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%
失業率	8.1%	8.0%	7.8%	7.8%	7.7%	7.6%	7.7%	7.7%	7.6%	7.6%	7.5%	7.6%
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	-14.0	-13.1	-15.1	-56.7	-13.7	-14.5	-12.3	-15.3	-55.8
財政収支	-89.2	-71.0					-109.6					-105.6
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.92%	2.50%	2.60%	2.26%	2.60%	2.70%	3.00%	3.20%	2.88%
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%	0.85%	0.68%
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Q2まで実績値（GDP内訳、経常収支は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