

2013年9月19日 全7頁

# 欧州経済見通し 景況感改善が道しるべ

ユーロ圏では「ドイツとその仲間たち」が先行回復へ

経済調査部  
シニアエコノミスト 山崎 加津子

## [要約]

- 4-6月期のユーロ圏経済は7四半期ぶりに前期比プラス成長となった。個人消費、政府消費、固定資本形成、輸出が揃ってプラス成長となったことが成長に貢献した。企業と消費者の景況感改善が9月まで続いており、今後も景気回復が継続すると見込むが、7月の鉱工業生産は前月比-1.5%と落ち込み、輸出や小売売上高の持ち直しも遅々としている。2013年後半の景気回復ペースはかなり緩やかなものとなる。
- ユーロ圏加盟国間では景気回復のペースに差が出てくると予想される。金融危機以降の生産動向と、鉱工業景況感の推移を見ると、今回もドイツ、さらにオランダ、ベルギー、オーストリアなどが回復先行組になりそうである。一方で、フランス、イタリア、スペインは第2陣に、ギリシャはそれよりさらに回復が遅れると予想される。
- 英国経済も4-6月期は内外需がともに牽引したが、今後の景気回復を判断するにあたって注目されるのは個人消費動向である。消費者信頼感住宅市況の改善を背景に7月、8月に大幅に改善しており、それが7月の小売売上高の伸びを押し上げた。一部に住宅価格上昇によるインフレ懸念が出てきたようだが、その懸念は時期尚早と判断される。

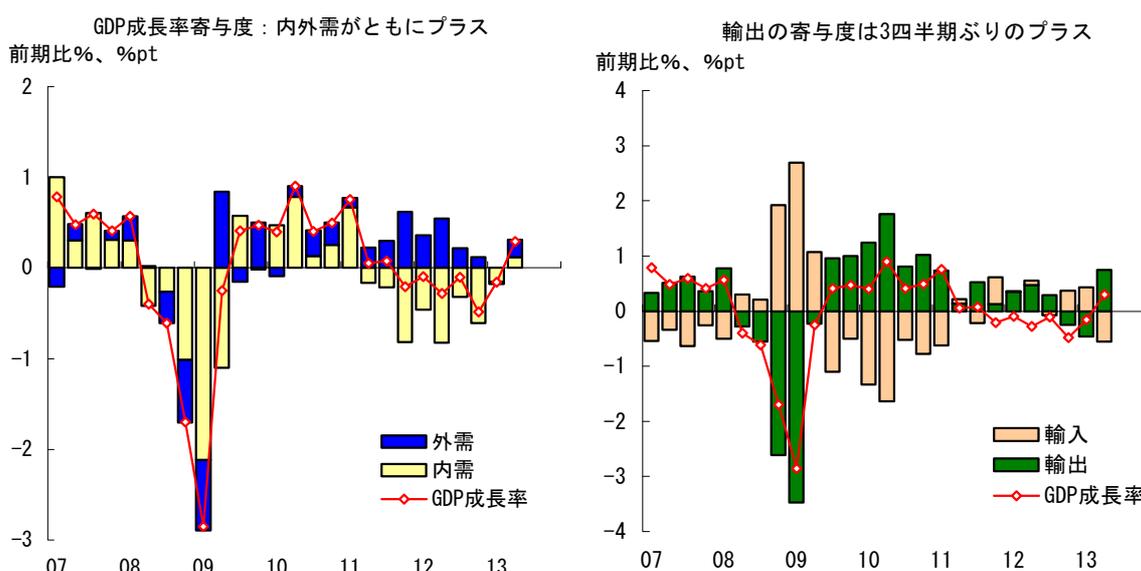
## ユーロ圏経済

### 4-6 月期は内外需が揃って成長に貢献

ユーロ圏経済は4-6月期に前期比+0.3%（年率換算+1.2%）と7四半期ぶりにプラス成長となった。需要項目別の内訳を見ると、久々に内需と外需が揃ってプラス成長に貢献している。内需では個人消費が前期比+0.2%、政府消費が同+0.4%、固定資本形成が同+0.3%とそれぞれ拡大した。個人消費は7四半期ぶり、固定資本形成は実に9四半期ぶりのプラス成長である。固定資本形成の内訳では、設備投資が7四半期ぶりに、住宅建設投資が9四半期ぶりに前期比プラス成長となった。一方、住宅以外の建設投資はマイナス幅は縮小したが、9四半期連続となるマイナス成長であった。住宅建設投資が先んじてプラス成長となったのは、低金利を背景にドイツで住宅投資が活発になりつつあることを反映している。ただ、4-6月期の住宅建設投資に関しては、1-3月期に実施予定だった投資が悪天候で先送りされた分も入っているとされており、7-9月期にはその反動減が出ると見込まれる。

需要低迷が長期化した内需とは対照的に、ユーロ圏の外需は2013年1-3月期を別にすれば、過去3年にわたりGDP成長率に対してプラス寄与が継続してきた。しかもそのうちの大半の期間において、輸出拡大が伴っていたことが特徴である。ただし、2012年10-12月期と2013年1-3月期はその輸出（と輸入）が縮小に転じた。続く4-6月期の輸出は、貿易統計では前期比横ばい（輸入は同-0.8%）となっており、景気の牽引役に復帰するまでにまだ時間がかかると見込まれた。ところが、4-6月期のGDP統計では予想外に輸出と輸入が揃って3四半期ぶりに前期比プラスとなった。輸出は前期比+1.6%、輸入は同+1.4%となり、ともに2011年1-3月期以来の高い伸びとなった。ユーロ圏において、内需と外需が揃って縮小してしまう局面に終止符が打たれたと判断される。

図表1 4-6月期のユーロ圏は7四半期ぶりのプラス成長



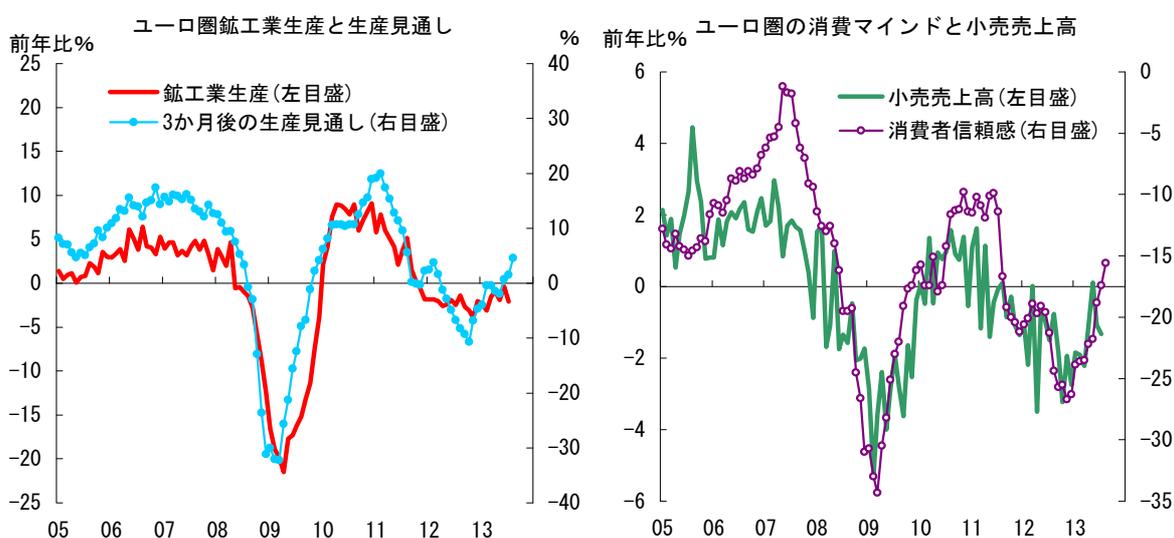
出所：Eurostat データより大和総研作成

## マインド改善に追いついてこない生産、輸出、小売売上

ユーロ圏のさまざまな景況感は、総じて8月もしくは9月まで改善傾向が継続している。欧州委員会サーベイでは、鉱工業、小売業、サービス業の企業景況感と、消費者信頼感が8月に揃って改善したことが確認された。また、最新のところでは、ドイツのZEW（欧州経済研究センター）が発表しているドイツの6か月先景気見通し（ZEW指数）が9月に一段と改善し、2010年4月以来の強気水準となった。なお同じ調査で、ユーロ圏の6か月先景気見通しはドイツの見通しを上回る改善幅となり、こちらは2009年9月以来の高水準に達している。

ただし、9月に発表された7月分の鉱工業生産、輸出、小売売上高などの経済統計は、ユーロ圏景気が転換点を迎え、改善に向かってきていることを確信できる内容にはまだなっていない。7月の鉱工業生産は前月比-1.5%と6月の同+0.6%から反転し、2012年9月以来の大幅な落ち込みを記録した。ギリシャやポルトガルなど経済の立て直しに苦心している国々だけでなく、ドイツ、フランス、オランダの鉱工業生産も7月は前月比でマイナス成長となり、景況感の改善傾向と乖離している。鉱工業生産の回復が一進一退であるのは、外需の持ち直しが期待されたよりもゆっくりしたペースでしか進んでいないことが一因と考えられる。7月の貿易統計で輸出は前年比+2.7%と3か月ぶりにプラスの伸びとなったが、季節調整済みの前月比の伸び率は-1.6%と落ち込んだ。輸出の前月比伸び率は、2013年に入ってからプラスが3か月、マイナスが4か月とこちらも一進一退である。7月まではアフリカ、中東、中南米、ASEAN向けの輸出が比較的堅調である一方、米国向け輸出の回復が遅れていた。ここからは米国向けが持ち直す一方、中東やASEAN向けは少なくとも一時的には需要鈍化が懸念される。ユーロ圏企業景況感の改善には受注残判断の改善も貢献しているのだが、過去の景気回復局面と比較すると回復ペースは鈍い。内需に目を向けると、7月の小売売上高は、前月比+0.1%と小幅ながら2か月ぶりに拡大したが、前年比は-1.3%と一段と落ち込んでおり、消費者信頼感の改善傾向との乖離が拡大した。景気の回復はごく緩やかなペースで進み、時に足踏みすることもある。

図表2 景況感の改善と乖離が見られる鉱工業生産と小売売上高



注：直近値は景況感指数は2013年8月、鉱工業生産と小売売上高は同7月

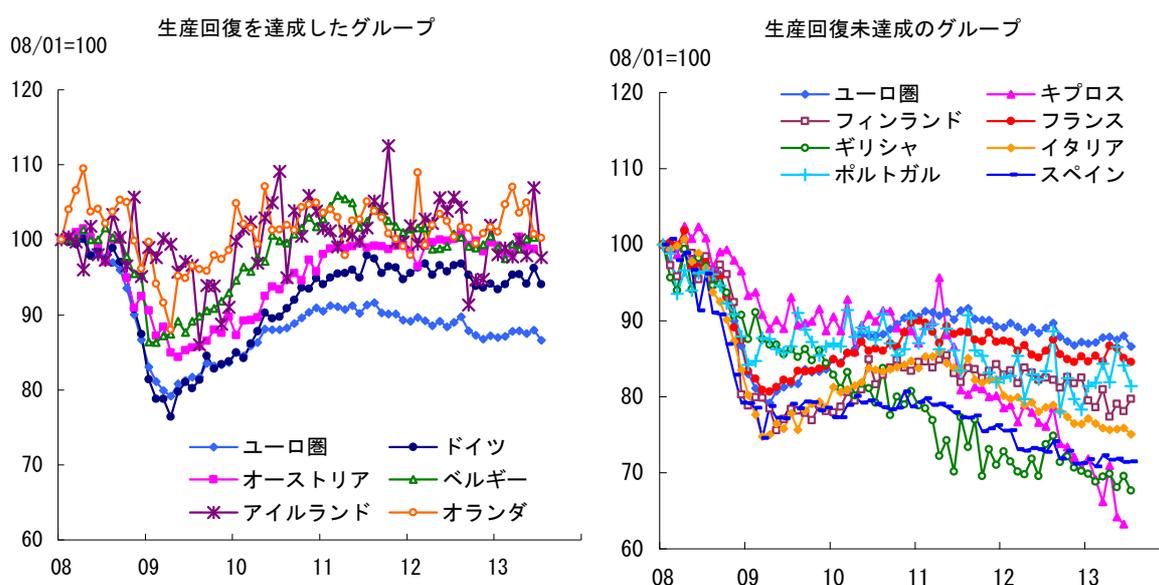
出所：Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

## ドイツとその仲間たち

ところで今回の景気回復局面では、4-6月期に前期比+0.7%と高成長を記録したドイツがこれからも先頭を走り、他のユーロ圏諸国がそれに追随すると予想される。ドイツの景気回復の恩恵を受けやすい国はどこで、逆に取り残される国はどこになるだろうか。

ユーロ圏諸国は、米国発の金融危機が欧州にも波及したあと、ギリシャの財政問題を発端とするユーロ圏危機に翻弄された。その影響が経済にまだ顕在化していなかった2008年初めを起点として、各国の鉱工業生産の動向を見てみると二つのグループに分類できる。2009年初めまで急落した鉱工業生産が、2011年半ばにかけて回復してその後はほぼ横ばいで推移した国々と、回復が道半ばに終わり、より一段と落ち込んだ国々である。前者にはドイツ、オーストリア、ベルギー、オランダなど「中核」と呼ばれることの多い国が入ったが、意外なところで財政危機に見舞われた国の一つであるアイルランドが入っている。一方、後者にはギリシャ、スペイン、イタリア、ポルトガルが入り、またここ1年で状況が急速に悪化した国としてキプロスがある。いずれも債務危機に直面して、厳しい財政再建策を取らざるを得なくなった国々である。ただし、「ドイツの仲間」と認識されることが多い国の中で、ここではドイツと別グループになってしまっているのがフィンランドとフランスである。ギリシャやスペインほど生産が落ち込んだわけではないが、2008年初めの生産水準の回復にはまだほど遠い。フィンランドに関しては、同国の基幹企業であるノキアが、スマートフォン市場のシェア競争で大きく後れを取ったことの影響が大きいとみられる。ノキアは結局、携帯電話事業を米マイクロソフトに売却することをこの9月に発表した。一方、フランスに関しては、国債利回りの急上昇は免れているものの財政赤字が大きく、財政出動を伴う景気刺激策という従来型の景気対策が取れなかったことが、景気回復の遅れにつながっているのではないかと考えられる。

図表3 ユーロ圏主要国の鉱工業生産動向比較

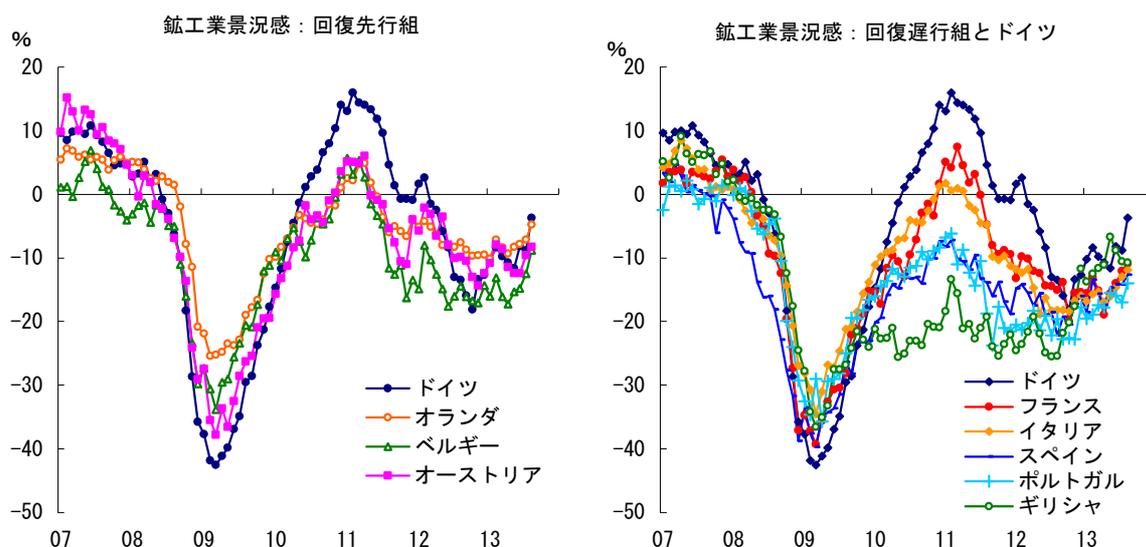


注：直近値は2013年7月

出所：Eurostat データより大和総研作成

今後の景気動向を占う上では、ユーロ圏では輸出依存度の高い鉱工業の企業景況感が注目される。各国の鉱工業景況感をまとめてみると、やはりドイツに加え、オランダ、オーストリア、ベルギーの景況感の改善が一步先んじている。とはいえ、それ以外の国々の景況感も改善傾向という点ではほぼ一致している（ギリシャは2012年半ばからの改善度合いは他のいずれの国よりも大きい、最近3か月はそれが頭打ちになっていて、他国と異なる傾向が見られる）。

図表4 鉱工業景況感で見る景気回復先行組と遅行組



注：直近値は2013年8月

出所：欧州委員会データより大和総研作成

ユーロ圏加盟各国の生産動向は、2010年の回復局面と同じように、「ドイツとその仲間たち」の回復がまず先行し、フランス、イタリア、スペインがそれに追随する形になると予想される。前回の回復局面では、まずギリシャ、スペインで企業景況感が腰折れし、最後はドイツまで波及してしまっただが、これはユーロ圏の大半の国が財政再建を最優先課題とせざるを得なくなったためである。現状は域内貿易の縮小傾向に歯止めがかかってきたところだが、これが拡大に向かうかどうか、注目指標の一つがドイツのユーロ圏内からの輸入動向になるとみている。

## 英国経済

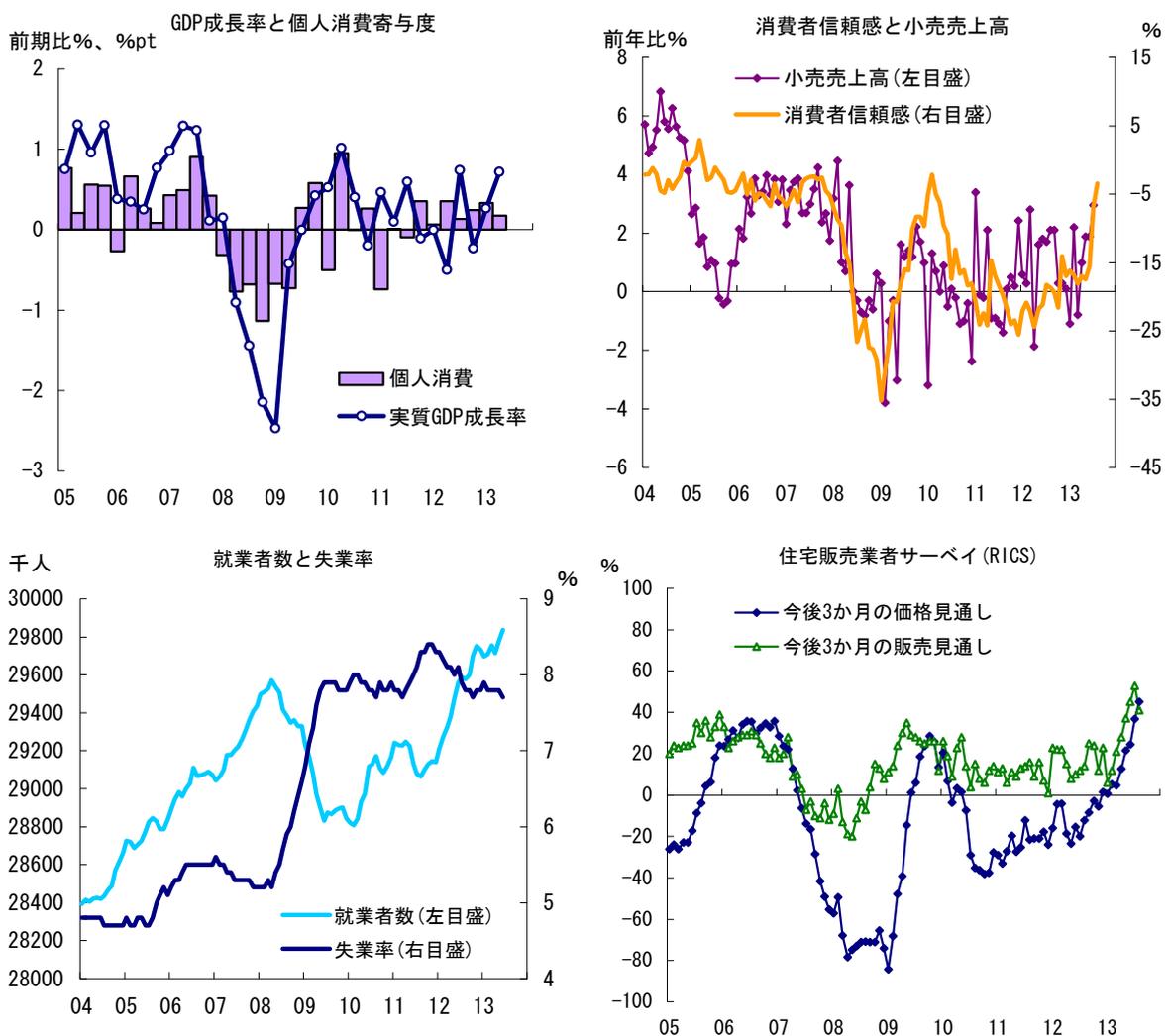
英国経済は4-6月期に前期比+0.7%（年率換算+2.9%）の高成長を記録した。内訳では、個人消費は同+0.3%と予想よりやや伸び悩んだものの、政府消費が同+0.9%、固定資本形成が同+1.7%、そして輸出が同+3.6%と大きく伸びた。輸入も前期比+2.5%となって、1-3月期の同-2.0%から持ち直した。

英国の消費者信頼感は7月に大幅に改善して1985年以来の長期平均値を約3年ぶりに上回ったが、8月はそこから一段と改善した。景気見通しが大きく改善し、また家計所得見通しも改善

している。他方で、失業に対する懸念は大きく後退した。消費マインドの改善はさっそく小売売上高に反映されており、7月は前月比+1.1%、前年比+3.0%の伸びとなった。住宅バブルが崩壊する以前の英国では、小売売上高は前年比+3~4%の伸びを記録していたが、7月の伸び率は久々にその水準を回復した。

消費者信頼感の改善に貢献している住宅市況の改善も継続している。住宅販売業者サーベイでは、引き続き強気の住宅販売と価格の見通しが示されている。ところで、住宅価格は前年比+4%程度の伸びを回復してきており、一部で住宅バブルを懸念する声が出てきているようである。ただし、消費者物価上昇率は8月に前年比+2.7%と落ち着いており、さらに食品、飲料、エネルギー、たばこを除いたコア物価は前年比+2.0%に留まっている。消費者のインフレ期待も高くはないため、現状でインフレ懸念が英中銀（BOE）の金融緩和政策の阻害要因になることはないと考えられる。BOEは9月の金融政策委員会で確認したように、金利据え置き政策を引き続き2015年にかけて維持する可能性が高いだろう。

図表5 英国経済指標



出所：英国統計局、RICS、Haver Analytics、欧州委員会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%	-0.6%	1.2%	0.5%	0.8%	-0.3%	0.8%	0.9%	0.9%	1.2%	0.9%
民間消費支出	0.2%	-1.4%	-0.8%	0.7%	0.2%	0.3%	-0.6%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.4%
政府消費支出	-0.1%	-0.6%	-0.0%	1.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.5%
総固定資本形成	1.6%	-3.9%	-8.5%	1.0%	-1.2%	1.2%	-3.6%	1.6%	2.8%	2.8%	2.4%	1.6%
輸出等	6.4%	2.5%	-4.0%	6.8%	1.2%	3.6%	0.8%	4.1%	4.9%	4.5%	4.5%	4.0%
輸入等	4.3%	-1.1%	-4.2%	5.5%	0.8%	3.6%	-0.4%	4.1%	5.3%	4.9%	4.5%	4.0%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.5%	-0.6%	-1.0%	-0.5%	-0.2%	0.5%	-0.3%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%
民間消費支出	0.2%	-1.4%	-1.3%	-0.6%	-0.4%	0.1%	-0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
政府消費支出	-0.1%	-0.6%	-0.4%	0.3%	0.7%	0.6%	0.3%	0.8%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%
総固定資本形成	1.6%	-3.9%	-5.6%	-3.5%	-3.4%	-1.9%	-3.6%	0.7%	1.1%	2.1%	2.4%	1.6%
輸出等	6.4%	2.5%	0.1%	0.7%	0.4%	1.8%	0.8%	3.9%	3.4%	4.3%	4.5%	4.0%
輸入等	4.3%	-1.1%	-1.9%	-0.4%	-0.4%	1.4%	-0.4%	3.5%	3.4%	4.5%	4.7%	4.0%
鉱工業生産 (除建設)	3.2%	-2.3%	-2.3%	-1.1%	-2.2%	0.4%	-1.3%	0.5%	0.7%	1.7%	1.6%	1.1%
実質小売売上高	-0.3%	-1.7%	-1.9%	-0.7%	-0.9%	0.3%	-0.8%	0.1%	0.3%	0.8%	1.1%	0.6%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%
生産者物価	5.4%	2.6%	0.8%	-0.3%	-0.6%	-0.5%	-0.2%	0.0%	1.0%	1.3%	1.5%	0.9%
失業率	10.2%	11.4%	12.0%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
10億ユーロ												
貿易収支	2.9	102.5	43.3	48.5	40.0	33.0	164.8	26.0	22.0	19.0	16.0	83.0
経常収支	12.7	125.7	58.8	61.7	45.6	41.9	208.0	35.2	28.5	24.8	21.2	109.7
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%	1.75%	1.84%	1.63%	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%	0.25%	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。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%	2.9%	2.1%	1.2%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	1.6%
民間消費支出	-0.4%	1.1%	2.1%	1.1%	1.6%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.8%	2.0%	1.6%
政府消費支出	0.0%	2.8%	0.4%	3.7%	0.4%	0.4%	1.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
総固定資本形成	-2.4%	0.5%	0.6%	6.8%	0.8%	3.2%	-3.5%	-1.2%	4.1%	2.0%	4.1%	2.1%
輸出等	4.5%	0.9%	-0.5%	15.2%	1.2%	3.6%	2.2%	2.8%	2.8%	3.2%	3.6%	3.6%
輸入等	0.3%	2.8%	-7.7%	10.5%	4.5%	4.9%	0.6%	2.4%	3.6%	3.2%	4.5%	4.1%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.1%	0.2%	0.3%	1.5%	1.3%	1.8%	1.2%	1.9%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%
民間消費支出	-0.4%	1.1%	1.7%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.6%
政府消費支出	0.0%	2.8%	0.8%	2.7%	1.9%	1.2%	1.6%	1.3%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
総固定資本形成	-2.4%	0.5%	-8.3%	-4.8%	-3.0%	2.8%	-3.5%	2.4%	1.7%	2.0%	2.2%	2.1%
輸出等	4.5%	0.9%	-0.8%	3.4%	1.7%	4.7%	2.2%	5.6%	2.6%	3.1%	3.1%	3.6%
輸入等	0.3%	2.8%	-0.9%	0.1%	0.6%	2.8%	0.6%	5.5%	3.9%	3.5%	3.4%	4.1%
鉱工業生産	-1.2%	-2.4%	-2.6%	-0.8%	-0.5%	1.3%	-0.6%	1.2%	0.7%	0.3%	0.7%	0.7%
実質小売売上高	0.3%	1.0%	0.1%	1.6%	2.6%	2.8%	1.8%	2.6%	2.4%	2.1%	2.3%	2.4%
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%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%
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	-24.9	-26.9	-28.8	-107.1	-28.8	-28.0	-29.4	-31.3	-117.5
経常収支	-22.5	-59.6	-14.2	-11.2	-13.3	-15.3	-54.0	-13.4	-13.1	-12.5	-15.5	-54.6
財政収支	-89.2	-70.2					-109.7					-106.0
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.92%	2.50%	2.70%	2.28%	2.80%	2.90%	3.10%	3.20%	3.00%
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（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