

2013年11月20日 全8頁

欧州経済見通し よちよち歩きの景気回復

ECB、BOE は揃って緩和的な金融政策の長期化を表明

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4-6月期に7四半期ぶりの前期比プラス成長となったあと、7-9月期も同+0.1%とかわらぬプラス成長となった。7-9月期は内需中心の回復で、外需は貢献しなかったと推測されるが、牽引役のドイツで輸出向け受注が改善してきており、今後は輸出の持ち直しが期待される。一方、ユーロ圏の雇用情勢はまだまだ改善していないが、小売売上高や新車販売が底打ちしつつあり、内需も最悪期脱出と考えられる。
- ECB（欧州中央銀行）は11月の金融政策理事会で市場が想定していなかった0.25%の利下げを決め、さらに追加の金融緩和の可能性を示唆している。追加策として考えられるのは、長期のLTROなど銀行への流動性供給、あるいは中央銀行預金金利をマイナス金利に引き下げることなどである。追加策が実施されるかの鍵は、ユーロ圏の資金の流れが正常化に向かうか、とりわけ企業向け貸出が回復するかにあるとみられる。
- 英国経済は7-9月期は前期比+0.8%と4-6月期の同+0.7%から加速し、3四半期連続のプラス成長となった。住宅市場の回復を追い風とした内需主導の景気回復は2014年も継続すると見込まれる。成長率予想を2013年は+1.2%から+1.4%に、2014年は+1.6%から+1.9%にそれぞれ上方修正した。BOE（英中銀）はインフレ懸念が高まっていることを理由に金融緩和政策の継続を表明している。ただ、失業率が想定を上回るペースで低下してきたように、内需の強さによってBOEが緩和政策を正当化することが難しくなる日が意外に早く訪れる可能性がある。

ユーロ圏経済

2 四半期連続のプラス成長

7-9 月期のユーロ圏の GDP 成長率（速報値）は前期比+0.1%（年率換算+0.4%）と発表された。事前に予想された通り 4-6 月期の同+0.3%（同+1.1%）から減速はしたが、なんとか 2 四半期連続のプラス成長となった。7-9 月期 GDP の内訳はまだ発表されていないが、個人消費、政府消費、固定資本形成が小幅続伸した一方、輸出の伸び悩みが全体の足を引っ張ったと推測される。ユーロ圏の 7-9 月期の小売売上高は前期比+0.6%となり、4-6 月期の同+0.3%から加速した。一方、財輸出は前期比-0.4%と不振で、鉱工業生産も 7-9 月期は前期比-0.2%と 3 四半期ぶりに落ち込んだ。

ユーロ圏を構成する 17 か国の成長率に注目すると、ポジティブな材料とネガティブな材料が混在している。ポジティブなのは、ドイツが 4-6 月期の前期比+0.7%から減速はしたものの同+0.3%の伸びを確保し、またオランダ、ベルギー、オーストリア、フィンランドで小幅ながら 4-6 月期より 7-9 月期の方が成長率が高くなったことである。これらの国々は財政が比較的健全で、なおかつドイツとの経済関係が強い。ドイツが牽引役となった景気回復が浸透しつつあることを示していると考えられる。加えて、スペインは前期比+0.1%とごく小幅ながら実に 10 四半期ぶりにプラス成長に転じた。イタリアとキプロスはまだマイナス成長だが、マイナス幅は縮小してきている。

他方でネガティブな材料は、ユーロ圏で 2 番目に経済規模の大きいフランスの成長率が 4-6 月期の前期比+0.5%から 7-9 月期は同-0.1%と大幅に落ち込み、マイナス圏に転落してしまったことである。

図表 1 ユーロ圏とその加盟国の実質 GDP 成長率

	前期比 (%)				前年比 (%)			
	2012	2013			2012	2013		
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
ユーロ圏17か国	-0.5	-0.2	0.3	0.1	-1.0	-1.2	-0.6	-0.4
ベルギー	-0.1	0.0	0.2	0.3	-0.4	-0.5	0.1	0.4
ドイツ	-0.5	0.0	0.7	0.3	0.3	-0.3	0.5	0.6
エストニア	0.5	-0.2	-0.2	0.4	4.0	1.5	1.5	0.6
アイルランド	-0.2	-0.6	0.4	N/A	-1.0	-1.1	-1.1	N/A
ギリシャ	N/A	N/A	N/A	N/A	-5.7	-5.6	-3.8	N/A
スペイン	-0.8	-0.4	-0.1	0.1	-2.1	-2.0	-1.6	-1.2
フランス	-0.2	-0.1	0.5	-0.1	-0.3	-0.4	0.5	0.2
イタリア	-0.9	-0.6	-0.3	-0.1	-3.0	-2.5	-2.2	-1.9
キプロス	-1.6	-1.7	-1.8	-0.8	-3.5	-4.9	-5.8	-5.7
ルクセンブルク	1.1	-0.6	1.6	N/A	0.2	1.2	2.4	N/A
マルタ	0.2	0.2	1.8	N/A	1.6	2.0	3.3	N/A
オランダ	-0.6	-0.3	0.0	0.1	-1.5	-1.4	-1.7	-0.8
オーストリア	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.8	0.4	0.2	0.2
ポルトガル	-1.9	-0.4	1.1	0.2	-3.8	-4.1	-2.0	-1.0
スロベニア	-1.0	-0.5	-0.3	N/A	-3.2	-3.2	-2.2	N/A
スロバキア	0.0	0.2	0.3	0.2	0.8	0.7	0.7	0.7
フィンランド	-0.7	-0.1	0.3	0.4	-2.2	-2.8	-1.1	-0.2

注：ギリシャのデータは 2011Q2 以降、季節調整値の発表が停止されているため、前期比伸び率が算出できない

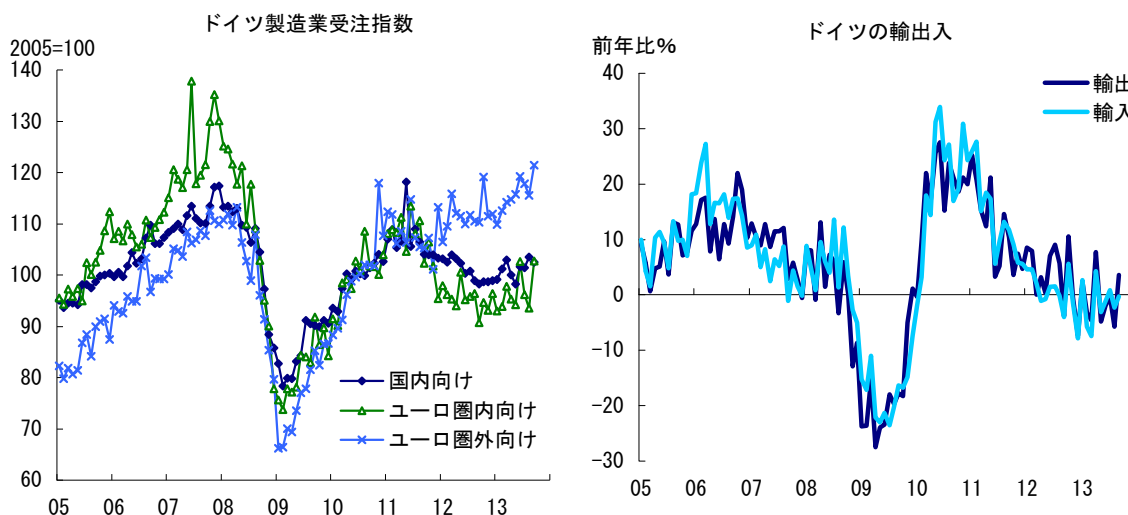
出所：Eurostat データより大和総研作成

ドイツの景気回復が内需から外需にシフトできるかがポイント

ユーロ圏で最大の経済規模を持つドイツの7-9月期GDPの内訳はまだ発表されていないが、ドイツ統計局によれば個人消費、政府消費、設備投資、建設投資がいずれも前期比プラス成長となった一方、輸出が振るわず外需寄与度はマイナスとなったとのことである。ドイツの失業率はユーロ圏では例外的に過去4年にわたって低下傾向にあるため、消費者マインドは強気を維持しており、内需回復が他国に先行するのは当然である。ただ、ドイツは本来は輸出主導型の経済で、本格的な景気回復には外需回復も不可欠である。そのドイツの輸出は2012年末から前年割れが続いてきたが、このところ製造業新規受注のうちユーロ圏外向け受注が拡大傾向を強めてきており、輸出の持ち直しが期待される。ドイツの主要輸出品目は機械、自動車、化学製品などだが、ドイツ工作機械連盟（VDW）は7-9月期の受注が前年比+9%と久々に高い伸びとなり、最悪期を脱したとの見解を表明した。

ところで、ユーロ圏諸国にとってはドイツの輸出が回復するより内需が拡大する方が重要との考え方があるだろう。ドイツの経常収支黒字が9月に史上最高額になったことを受けて、ドイツの内需拡大努力が不十分で、近隣諸国の窮状を強めているとの批判が出てきている。ただ、ドイツの輸入は輸出との連動性が非常に高い。輸出が拡大すれば輸入も拡大するが、逆に輸出が不振の場合には輸入はそれ以上に落ち込む傾向が強い。このため、ドイツの輸出回復は、ユーロ圏諸国にとっても朗報であると考えられる。

図表2 ユーロ圏外向け受注の拡大で輸出持ち直しへ



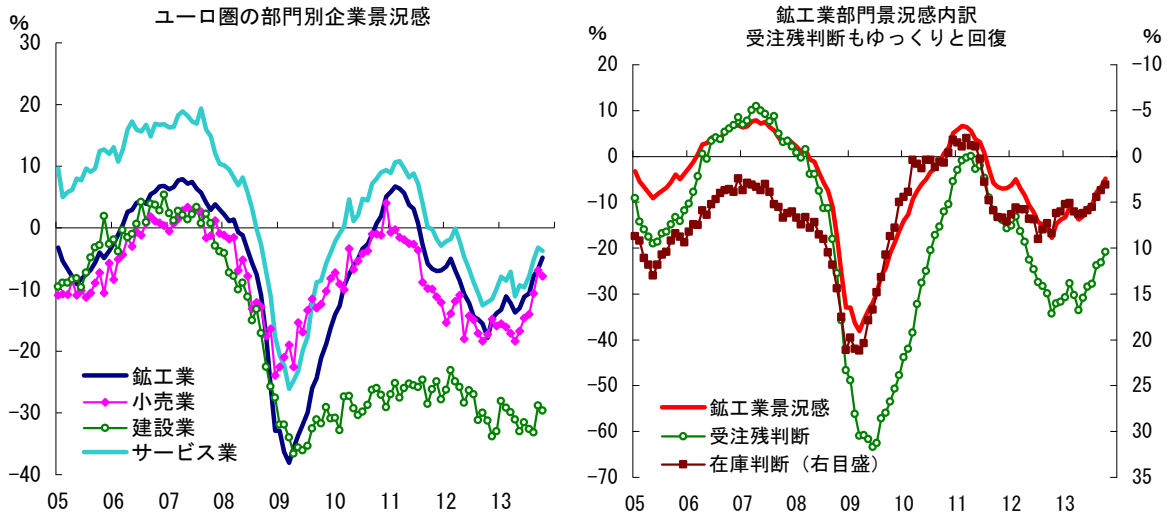
出所：ドイツ連銀データより大和総研作成

景況感改善は一部で足踏み

2013年10-12月期のユーロ圏経済を予想する手掛かりは、まだ景況感と物価指数にほぼ限られている。このうち景況感指数はここ1年余り続いてきた回復トレンドに一部停滞感が見られる。欧州委員会発表の景況感指数のうち、10月はサービス業、小売業、建設業の景況感が9月比で悪化した。一方で鉱工業と消費者の景況感は改善しており、景況感が回復トレンドから悪

化トレンドに転換したと判断する必要はないだろう。これらの景況感指数はユーロ圏債務危機への懸念で大幅に悪化したあと、建設業を除いてこの1年で過去の平均水準を回復したところである。それが一段と強気の水準へ上昇できれば、景気回復の進展を示唆する材料となるが、これは部門ごと、国ごとにまだら模様で進むと予想される。足下で鉱工業の景況感改善が一步先んじているのは、やはり外需が景気回復の鍵を握ることを示していると考えられる。

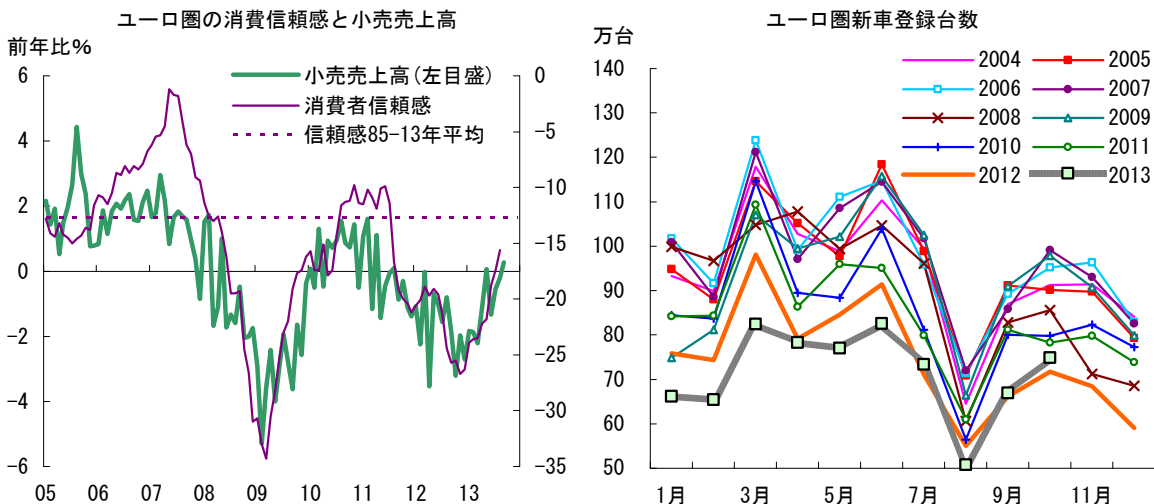
図表3 企業景況感はまちまちだが、輸出比率の高い鉱工業部門は改善継続



出所：欧州委員会データより大和総研作成

とはいえ、内需の回復が期待できないとみているわけではない。消費者信頼感の改善が示唆してきたように小売売上高が持ち直してきており、9月には前年比+0.3%と2年半ぶりの伸び率となった。また、新車登録台数は9月に続いて10月も前年比プラスの伸びとなった。新車統計はここ数か月、前年比プラスとマイナスを行き来していたが、2か月連続の販売増加は、需要後退がようやく底打ちしたことを示していると考えられる。

図表4 ユーロ圏の消費関連指標に回復の兆し



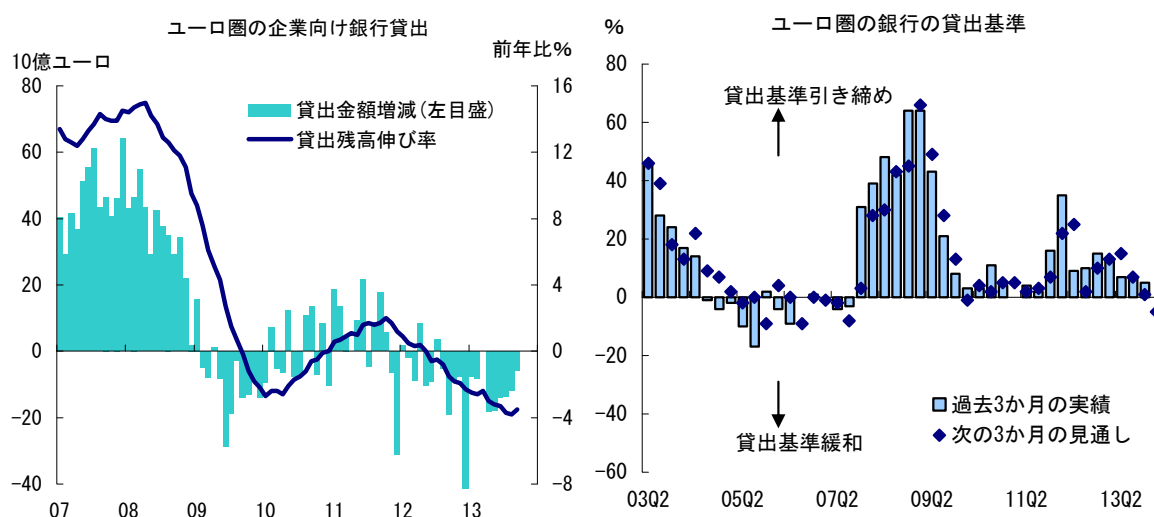
出所：欧州委員会、欧州自動車連盟（ACEA）データより大和総研作成

以上のように消費関連統計にここ数か月持ち直しの動きが見られる。ここには雇用情勢の改善も貢献していると従来考えていたが、実はこの間の雇用は改善していなかったことが最近になって判明した。ユーロ圏の失業者数は6月から8月にかけてわずかながら減少したと発表されていたが、11月初めに9月分の統計が発表された際、6月以降の失業者数が軒並み上方修正されたのである。その結果、失業者数は過去2年半にわたって増加傾向が続いていたことが明らかとなったのだが、その中で消費が持ち直してきたことは心強いと言える。

ECBは11月の利下げ後も一段の緩和の可能性を示唆

ユーロ圏景気指標からはごく緩やかな景気回復が予想される。ただし、10月の消費者物価は前年比+0.7%と一段と減速し、ECB（欧州中央銀行）が目指している「前年比+2%をやや下回るインフレ率」からさらに乖離した。これを受けて、ECBは11月7日に政策金利を0.5%から0.25%の史上最低金利に引き下げた。同時に限界貸出金利も1.0%から0.75%に引き下げたが、中央銀行貸出金利は0%で据え置いた。また、銀行への資金供給手段である定例のMRO（1週間オペ）とLTRO（3か月オペ）は、「固定金利、無制限」での資金供給を少なくとも2015年7月まで継続することを確認した。市場では金利据え置き予想が大勢で、利下げを決めるのであれば12月と予想されていたので想定外の利下げであった。利下げの理由としてはディスインフレの長期化懸念が挙げられた。また、ECBのフォワード・ガイダンスは「政策金利を現行水準またはそれを下回る水準で当面維持する」との文言が11月も継続された。すなわち、緩和的な金融政策の長期化を表明したことに加え、一段と踏み込んだ緩和の可能性も示唆されているのである。追加の緩和策として考えられるのは、長期のLTROなど銀行への流動性供給、あるいは中央銀行預金金利をマイナス金利に引き下げることなどである。これらの政策が実施されるかの鍵は、ユーロ圏における資金の流れが正常化に向かうか、とりわけ企業向け貸出が回復するかにあるとみている。10月末に公表された銀行貸出サーベイでは銀行の貸出スタンスが4年ぶりに緩和したことが示唆されたが、これが実際の貸出増加につながるか注目される。

図表5 ECBの追加緩和の鍵を握ると考えられるユーロ圏の企業向け銀行貸出動向



出所：ECB データより大和総研作成

英国経済

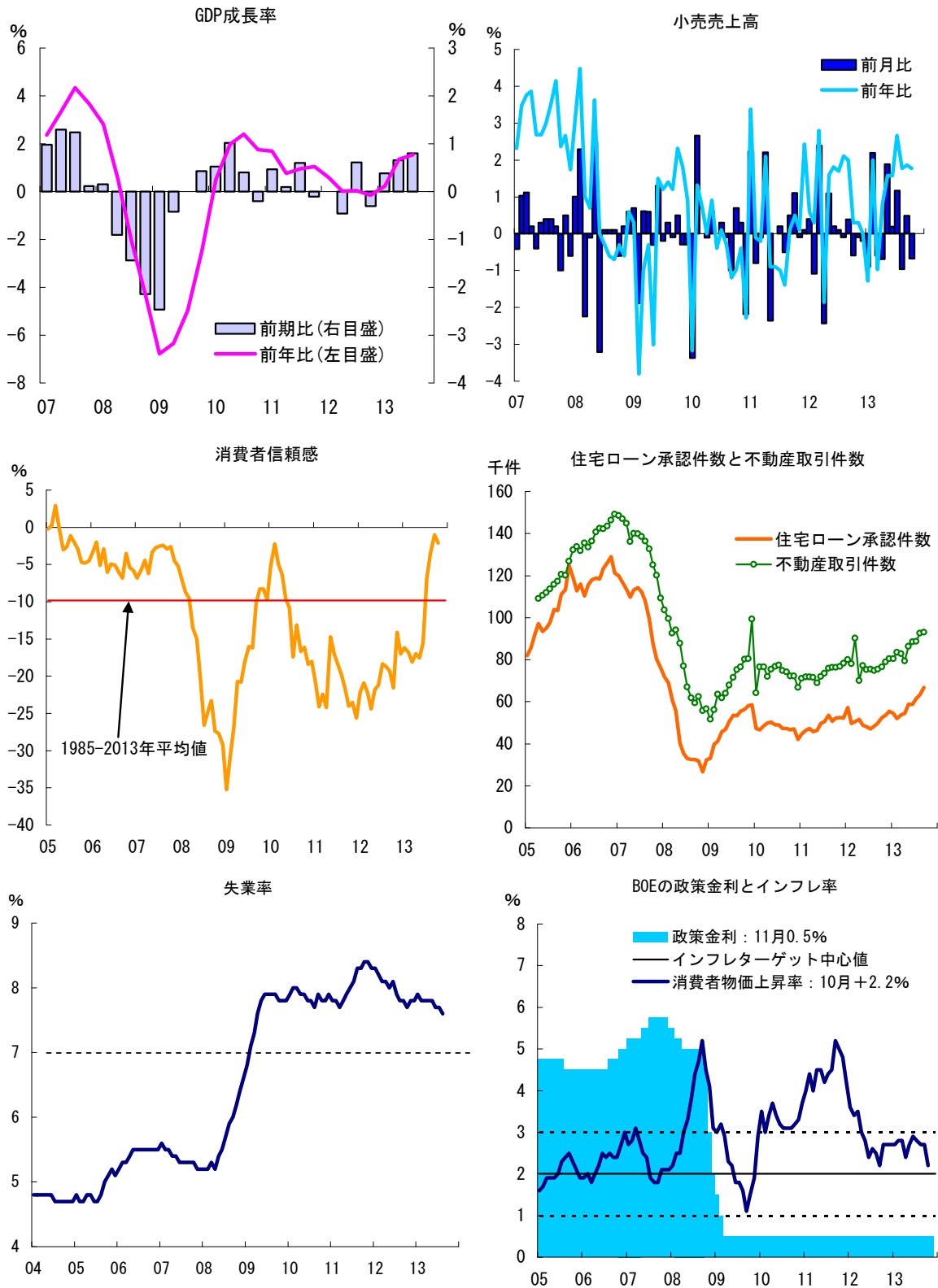
英国では2013年に入ってから順調な景気回復が続いている。7-9月期 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.8%（年率換算+3.2%）となり、4-6月期の同+0.7%（同+2.7%）からさらに加速した。7-9月期 GDP の内訳はまだ発表されていないが、個人消費を中心とした内需が牽引したと推測される。7-9月期の小売売上高は前期比+1.4%となったが、これは5年半ぶりの高い伸び率である。また、鉱工業生産は前期比+0.6%と堅調な伸びで、3四半期連続のプラス成長となった。他方で財輸出は前期比-3.5%と大きく落ち込み、財輸入は同+1.0%であったため、外需寄与度は7-9月期は成長率押し下げに作用したと推測される。

7-9月期の GDP 成長率が予想を上振れしたことを受けて、2013年の成長率予想を+1.2%から+1.4%へ引き上げた。また、2014年の予想も+1.6%から+1.9%へ上方修正する。英国の景気回復は今後も内需主導で進むと見込まれる。10月の小売売上高は前月比-0.7%と予想外に大きく落ち込んだが、これは一過性の動きであろう。9月、10月の消費者信頼感は一貫して長期平均（1985～2013年）を大きく上回っている。また、住宅市場は低金利と住宅取得奨励策を追い風に再活性化が進行中である。不動産取引件数と住宅ローン承認件数は、2009年初めにつけた大底からごく緩やかな回復が続いてきたが、2013年に入って増加ペースがやや加速し、前者はピークの6割、後者は5割の水準を回復した。住宅の新規購入や買い替えが増えれば、家具や什器などの関連消費も拡大する。また、最近の在庫件数の減少は、住宅投資をさらに後押しすると見込まれる。

住宅取引の活発化を背景に住宅価格は上昇しているが、10月の消費者物価上昇率は逆に一段と低下して前年比+2.2%となった（9月は同+2.7%）。ガソリン価格が下落したことと、大学授業料の値上げが昨年に比べて抑えられていることの影響が大きい。ポンド高により輸入物価上昇率は鈍化傾向が見られ、生産者物価のうち仕入価格は10月に前年割れとなった。インフレ圧力は低下していると判断され、消費者物価上昇率はBOEのターゲットである前年比2%近辺でしばらく推移すると予想される。

BOE（英中銀）も11月のインフレーション・レポートで英景気が回復しつつあると評価する一方、インフレ懸念は高まっていないとし、緩和的な金融政策の継続を表明している。BOEは英国経済のリスク要因として、最大の貿易相手であるユーロ圏の需要回復の遅れを懸念している。そのユーロ圏は2四半期連続のプラス成長にはなったものの、確かに回復力はまだまだ弱い。英国の景気回復が本格化するまで、できるだけ長期に緩和的な金融政策を維持したいというのがBOEの本音であろう。ところで、英国の失業率はBOEが予想していたより早く低下しており、7-9月平均では7.6%に低下し、8-10月平均ではさらに低下する可能性が高い。BOEのフォワード・ガイダンスでは「失業率が7%を下回らない限り、緩和的な金融政策を続行する」としているが、11月にカーニー総裁はこの規定は失業率が7%を下回った場合に自動的に金融政策が引き締められるという基準ではないと釘を刺した。とはいえ、内需の強さによってBOEが緩和政策を正当化することが難しくなる日が意外に早く訪れる可能性があると考えられる。

図表6 英国経済指標



出所：英国統計局、BOE、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	1.6%	-0.7%	-0.9%	1.1%	0.4%	0.9%	-0.4%	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	0.9%
民間消費支出	0.3%	-1.4%	-1.0%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.6%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%
政府消費支出	-0.1%	-0.5%	-0.0%	1.6%	0.4%	0.0%	0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.0%	0.3%
総固定資本形成	1.6%	-4.0%	-8.8%	0.7%	0.8%	0.8%	-3.6%	1.6%	2.8%	3.2%	2.8%	1.8%
輸出等	6.5%	2.5%	-3.6%	8.5%	-0.4%	3.6%	1.0%	4.1%	4.9%	4.5%	4.5%	3.9%
輸入等	4.5%	-1.0%	-4.0%	6.7%	0.8%	2.8%	-0.1%	4.5%	5.3%	4.9%	4.5%	4.0%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.6%	-0.7%	-1.2%	-0.6%	-0.4%	0.3%	-0.4%	0.8%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%
民間消費支出	0.3%	-1.4%	-1.3%	-0.7%	-0.5%	0.0%	-0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
政府消費支出	-0.1%	-0.5%	-0.4%	0.3%	0.6%	0.5%	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
総固定資本形成	1.6%	-4.0%	-5.8%	-3.8%	-3.1%	-1.7%	-3.6%	1.0%	1.5%	2.1%	2.6%	1.8%
輸出等	6.5%	2.5%	0.2%	1.3%	0.5%	1.9%	1.0%	3.9%	3.0%	4.3%	4.5%	3.9%
輸入等	4.5%	-1.0%	-1.8%	0.0%	-0.0%	1.5%	-0.1%	3.7%	3.3%	4.4%	4.8%	4.0%
鉱工業生産 (除建設)	3.2%	-2.4%	-2.2%	-0.7%	-0.9%	1.1%	-0.7%	1.0%	0.4%	0.7%	1.0%	0.8%
実質小売売上高	-0.3%	-1.7%	-1.9%	-0.8%	-0.2%	0.8%	-0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	1.1%	0.9%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.3%	0.8%	1.3%	1.0%	1.2%	1.3%	1.7%	1.3%
生産者物価	5.2%	2.5%	0.8%	-0.4%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	0.7%	1.2%	1.2%	0.7%
失業率	10.2%	11.4%	12.0%	12.1%	12.2%	12.2%	12.1%	12.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
10億ユーロ												
貿易収支	-1.3	98.6	40.9	48.3	39.6	35.0	163.8	27.0	22.0	19.0	16.0	84.0
経常収支	6.2	128.4	50.4	58.2	47.1	41.7	197.4	33.0	28.3	24.6	20.9	106.9
財政収支	-386	-316					-280					-277
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.57%	1.52%	1.40%	1.78%	1.70%	1.60%	1.65%	1.73%	1.80%	1.90%	1.77%
独 国債2年物(期中平均)	1.09%	0.08%	0.12%	0.07%	0.19%	0.14%	0.13%	0.10%	0.13%	0.15%	0.15%	0.13%
欧 政策金利(末値)	1.00%	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

注：2013年Q3まで実績値（GDP内訳は同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%	0.1%	1.5%	2.7%	3.2%	2.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.8%	1.7%	1.9%
民間消費支出	-0.4%	1.2%	2.2%	1.2%	2.8%	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%
政府消費支出	0.0%	1.7%	-0.8%	2.1%	3.2%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	1.0%
総固定資本形成	-2.4%	0.9%	0.6%	3.1%	5.3%	4.1%	-2.7%	3.2%	4.1%	3.2%	3.2%	3.8%
輸出等	4.5%	1.0%	0.3%	12.6%	-2.8%	3.2%	1.7%	2.8%	3.2%	4.5%	4.1%	3.1%
輸入等	0.3%	3.1%	-3.2%	12.0%	1.6%	1.6%	1.7%	2.8%	3.6%	3.6%	4.1%	3.3%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.1%	0.1%	0.2%	1.3%	1.5%	2.4%	1.4%	2.4%	2.1%	1.7%	1.6%	1.9%
民間消費支出	-0.4%	1.2%	1.7%	1.5%	2.1%	2.0%	1.8%	2.0%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
政府消費支出	0.0%	1.7%	-1.1%	0.8%	1.4%	1.3%	0.6%	1.6%	1.2%	0.6%	0.6%	1.0%
総固定資本形成	-2.4%	0.9%	-6.8%	-5.3%	-1.7%	3.2%	-2.7%	3.9%	4.2%	3.6%	3.4%	3.8%
輸出等	4.5%	1.0%	-0.1%	3.3%	0.6%	3.2%	1.7%	3.8%	1.6%	3.4%	3.6%	3.1%
輸入等	0.3%	3.1%	0.5%	1.9%	1.5%	2.9%	1.7%	4.4%	2.4%	2.9%	3.5%	3.3%
鉱工業生産	-1.2%	-2.5%	-2.5%	-0.7%	-0.1%	1.9%	-0.4%	1.5%	1.1%	0.9%	0.9%	1.1%
実質小売売上高	0.3%	1.0%	-0.1%	1.3%	2.1%	2.2%	1.4%	2.3%	2.1%	2.1%	2.4%	2.2%
消費者物価	4.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.1%	2.6%	2.0%	2.1%	2.3%	2.6%	2.2%
生産者物価 (出荷価格)	4.7%	2.1%	1.6%	1.3%	1.5%	1.1%	1.4%	1.3%	1.6%	1.5%	2.2%	1.6%
失業率	8.1%	8.0%	7.8%	7.8%	7.6%	7.4%	7.7%	7.4%	7.3%	7.2%	7.2%	7.3%
10億英ポンド												
貿易収支	-100.1	-108.7	-26.2	-25.3	-29.1	-28.8	-109.4	-28.8	-28.0	-31.6	-31.3	-119.8
経常収支	-22.5	-59.8	-21.8	-13.0	-16.2	-15.4	-66.4	-13.5	-13.2	-14.9	-15.7	-57.3
財政収支	-89.0	-71.4					-109.7					-105.9
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.92%	2.61%	2.75%	2.32%	2.85%	2.90%	3.00%	3.15%	2.98%
国債2年物(期中平均)	0.87%	0.30%	0.30%	0.32%	0.41%	0.46%	0.37%	0.52%	0.60%	0.75%	0.90%	0.69%
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Q3まで実績値（GDP内訳、経常収支は同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