

2014年1月20日 全8頁

# 欧州経済見通し 強いドイツ、弱いフランス

## 金融市場の波乱要因に注意

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

### [要約]

- ユーロ圏では企業と消費者の景況感が改善している一方、それが実体経済上の数値の回復になかなか反映されない状態が半年近く続いてきたが、11月の鉱工業生産と小売売上高は前月比で大きく伸び、前年比でもプラスの伸びを回復した。続く12月の景況感も総じて改善傾向にあり、2014年のユーロ圏が緩やかな景気持ち直しを続けるとの予想を支持する動きとなっている。2014年のGDP成長率は+0.9%とプラスに転じよう。
- 各国の経済成長率には依然としてばらつきが大きく、2014年は強いドイツと弱いフランスの対比が際立つことが予想される。フランスのオランド大統領は、2014年初めにドイツが行ってきたような企業の税・社会保障負担を軽減し、歳出を削減することで経済力を高める方針を打ち出してきたが、これをどのような形で遂行できるのかまだまだ不透明である。
- 2013年12月にEUとIMFの財政支援から「卒業」することを宣言したアイルランドが、1月に発行した国債には国外から旺盛な需要がみられた。同国のみならず、ユーロ圏の財政懸念国に分類されてきた国々の国債利回りは低下傾向にあり、これが財政再建を助ける好循環となっている。ただ、2014年には銀行の資産査定とストレステストが実施され、中堅銀行の中には公的資本による資本増強が必要な銀行が出てくると予想される。また、ギリシャは追加財政支援が必要になるとの観測がくすぶっている。このようなイベントが国債市場のマインドを悪化させる可能性があり、過度な楽観は禁物であろう。
- 英国経済は2013年のGDP統計が上方修正され、また12月の小売売上も好調だったことから、2013年は+1.8%成長と従来予想の+1.4%を大きく上回ったと推測される。2014年も個人消費主導で+2.1%の成長を見込んでいるが、これは2013年に伸び悩みがみられた賃金上昇率が緩やかに改善することが条件となる。就業者数が順調に増加しているにもかかわらず、2013年の賃金上昇率は伸び悩んだ。他方で12月の消費者物価上昇率は+2.0%まで低下し、また輸入物価も低下傾向にあるため、物価動向はしばらくBOE（英中銀）の金融緩和政策の阻害要因とはならないと見込まれる。

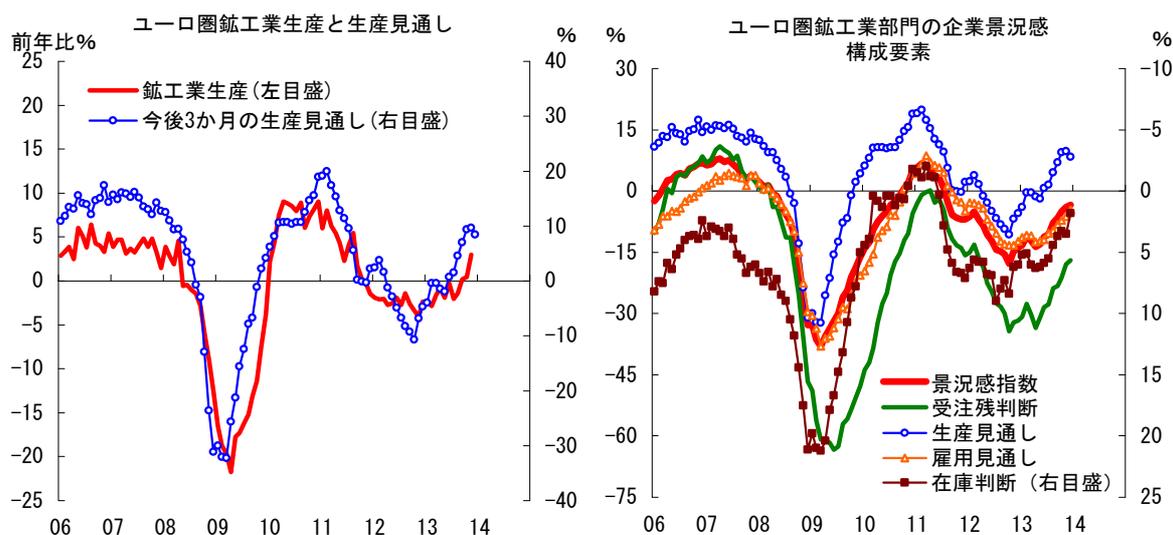
## ユーロ圏経済

### 緩やかな景気回復が継続

ユーロ圏経済は2013年末に緩やかな景気回復が継続したと判断される。鉱工業生産と小売売上高は9月、10月に連続して前月比マイナスとなったが、11月はそれぞれ同+1.8%、+1.4%と大幅反発した。9-11月期を直前3か月の6-8月期と比べると、鉱工業生産は+0.2%、小売売上高は+0.1%の伸び率となった。

鉱工業生産の先行指標となるのが、欧州委員会が発表している鉱工業部門の景況感で、中でも今後3か月の生産見通しは鉱工業生産の前年比伸び率に対する先行性が高い。この生産見通しは2013年6月以降、プラス圏に浮上し、鉱工業生産の前年比伸び率がプラスに転じることを示唆してきたが、それが2013年末に実現したところである。12月の生産見通しは11月比で若干低下したが、鉱工業部門全体の景況感は受注残判断と販売価格見通しの改善、及び在庫の過剰感が一段と後退したことを受けて、11月の-3.9から-3.4へ一段と改善している。このため、鉱工業生産の回復傾向は2014年初めにかけて継続すると予想する。

図表1 前年比プラスに転じたユーロ圏の鉱工業生産

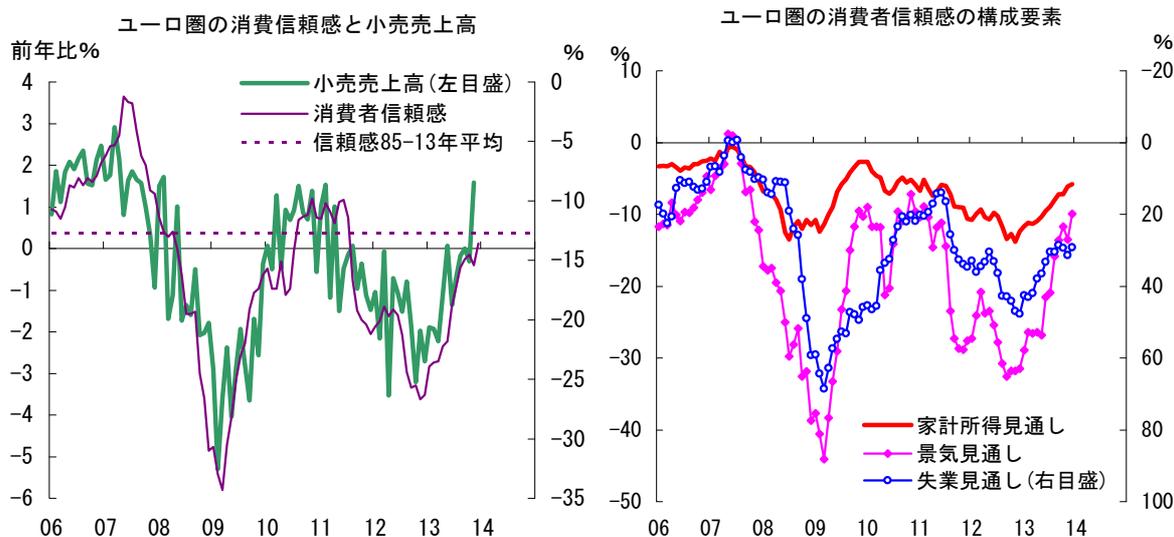


出所：Eurostat データより大和総研作成

同様に、小売売上高の前年比伸び率の先行指標である消費者信頼感指数は11月の-15.4から12月は-13.4へ改善した。消費者信頼感指数の1985年から2013年の長期平均は-12.7であり、その水準回復まであと一步である。12月の消費者信頼感の改善は主に景気見通しの改善によってもたらされているが、失業見通しの改善も若干寄与した。

なお、消費者信頼感と鉱工業部門の景況感に、建設業部門、小売業部門、サービス業部門の景況感を加え、それぞれ20%、40%、5%、5%、30%でウェイト付して算出した指数がESI (Economic Sentiment Indicator) であるが、このESIは12月に100となり、1985年から2013年の長期平均の水準を回復した。

図表2 落ち込み回復から需要拡大へ足を踏み出しつつあるユーロ圏の消費



出所：Eurostat データより大和総研作成

### ドイツの2013年GDPは消費が牽引

今回のユーロ圏の景気回復を牽引しているドイツの、2013年通年のGDP統計の速報値が1月15日に発表された。2013年の成長率は+0.4%（営業日数調整後では+0.5%）で、2010年に記録した+4.0%をピークに3年連続で成長率が鈍化した。ただし、2013年半ばに景気は底打ちしたと判断される。2013年の経済成長を支えたのは個人消費と政府消費で、その寄与度はそれぞれ+0.5%ptと+0.2%ptとなった。一方、固定資本形成の寄与度は-0.1%ptであったが、2012年の-0.4%ptからは落ち込み度合いは縮小した。これに対して、純輸出の寄与度は2012年の+0.9%ptから2013年は-0.3%ptに落ち込み、経済成長率を大きく押し下げた。輸出の伸び率が2012年の+3.2%からわずかに+0.6%に大きく減速した一方、輸入は2012年とほぼ同水準の+1.3%の伸びとなったためである。なお、ドイツの純輸出寄与度がマイナスとなったのは、リーマン・ショック後に、世界同時不況に陥った2009年以来のこととなる。

ドイツの輸出停滞はユーロ圏の景気回復にとって懸念材料だが、2013年11月のドイツの製造業受注は10月の落ち込みから反発し、国外向けの受注は前月比+2.2%拡大した。月ごとのブレの大きい指標であるためトレンドを見るために前年比伸び率の3か月移動平均に注目すると、9-11月の国外受注は前年比+7.3%に加速している。また鉱工業部門の輸出向け受注残判断も改善傾向にある。以上の先行指標はドイツの輸出が今後数か月、緩やかながら回復してくることを示唆していると考えられる。失業率の順調な低下を背景に個人消費はすでに2013年に回復軌道に乗っており、ここに輸出回復が加われば、2014年のドイツは+2%近い経済成長が可能と考えられる。

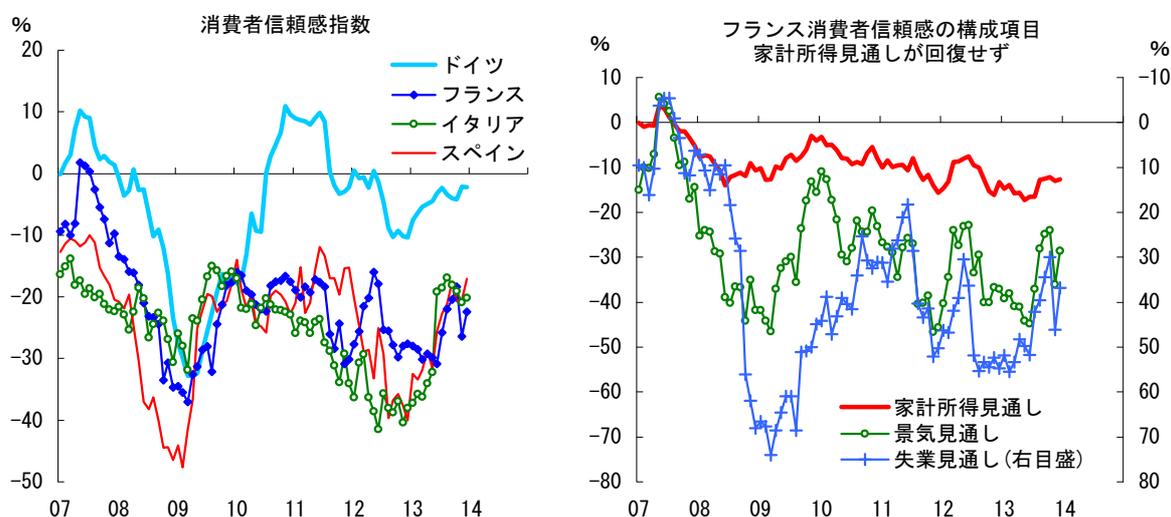
## フランスの改革遂行力は？

一方、ユーロ圏でドイツに次いで 2 番目に経済規模の大きいフランスの景況感改善が遅れている。ドイツの ESI が 2012 年 10 月に底打ちしたのに対し、フランスの ESI はやっと 2013 年 4 月に底打ちし、その後の回復ペースもドイツと比べて見劣りする。ESI を構成する 5 指標のうち、特に消費者信頼感の回復の遅さが目立ち、ここ半年ほどはスペイン、イタリアと比べてもフランスの消費者信頼感の回復に出遅れ感がある。実のところ、フランスの消費は消費者信頼感が示唆するほど弱くはなく、2013 年半ばに緩やかな回復をみせている。ただ、気がかりなのは、フランスの消費者信頼感がなかなか回復しないのではないかと予想されることである。

フランスのオランド大統領は 1 月 14 日の新年あいさつの記者会見で、改革を加速させ、財政健全化、景気回復、失業者減を実現させると宣言した。2014 年予算は歳出を 140 億ユーロ削減する計画だが、これに加えて 2015-2017 年に 500 億ユーロ削減し、さらに企業の税と社会保障負担の軽減を図るとのことである（企業が負担する従業員の家族の社会保障費支払いを 2017 年に廃止し、企業負担を 300 億ユーロ軽減）。企業負担軽減を実施する見返りとして、企業には雇用創出や職業訓練強化を要請する。このような政策方針は、2012 年 5 月の大統領就任以来、さまざまな増税策と従業員に対する手厚い保護で企業負担を重くしてきたオランド大統領の、本格的な政策転換を予感させる内容である。歳出削減で財政健全化を目指し、企業負担の軽減を図ることは、長い目で見ても、フランス経済の足腰を強くするために重要な方針と考えられる。ただし、オランド大統領は社会保障制度を維持するとも言っており、どのように歳出削減を実施するのかまだ明らかではない。また、支持率の大幅下落に直面しているオランド大統領がこのような改革を遂行できるか不透明である。

痛みを伴う改革が実施されれば、消費者信頼感は大きく悪化したあと、最近のスペイン等のように「最悪期脱出」で反転すると予想される。一方、改革が実施できない、あるいは中途半端なものに終わった場合、消費者信頼感の悪化は限定されようが、好転するきっかけもなかなか得られないだろう。2014 年のフランスは後者の可能性が高いのではないかとみている。

図表 3 回復力の鈍いフランスの消費者信頼感



出所：Eurostat データより大和総研作成

## アイルランドとポルトガル

2013年12月半ばにアイルランドがEUとIMFからの財政支援から「卒業」することを宣言したあと、初めて発行されたアイルランド国債には特に国外から旺盛な需要がみられた。アイルランド国債管理庁（NTMA）は、シンジケート団を通じて1月7日に発行した新発10年国債は、利回り3.54%で37億5,000万ユーロを発行したと発表した。アイルランドの10年国債利回りは、ユーロ圏債務危機への懸念を背景に2011年7月に一時14%台をつけたが、その後は徐々に低下してきており、3.54%は2006年以来の低水準となる。

国債利回りの低下傾向は、アイルランドだけではなく、ユーロ圏の財政懸念国に分類されてきたギリシャ、ポルトガル、スペイン、イタリアでも共通している。一時7%近辺まで上昇したスペインとイタリアの10年国債利回りは1月に揃って4%を割り込んだ。国債利回りが低下すれば、スペインとイタリアのように自力での国債発行を継続してきた国は利払い負担を軽減することができるが、財政健全化が実現することへの期待がさらに国債利回りを低下させる好循環が続いているとみられる。また、2014年半ばに財政支援の終了時期を迎え、アイルランドに続いて支援からの「卒業」を目指しているポルトガルにとっても好材料となる。

ただし、2014年には銀行の資産査定とストレステストが実施されるが、銀行部門の資本増強の動きが金融市場の緊張を高めるのではないかと懸念が出ている。また、中堅銀行の中には公的資本による資本増強が必要な銀行が出てくると予想され、それが財政悪化懸念を再燃させる可能性も考えられる。特にギリシャは財政健全化の進展が遅れており、景気もまだマイナス成長を脱しておらず、追加の財政支援が必要になると予想される。このようなイベントが国債市場のマインドを悪化に転じさせる可能性があり、過度な楽観は禁物であろう。

## ECBの追加緩和？

ユーロ圏の12月の消費者物価上昇率は前年比+0.8%で、10月の同+0.7%、11月の+0.9%に続いて+1.0%以下の伸び率となった。むろんこれはECBが中期的な目標としている「前年比+2.0%をやや下回るインフレ率」からは下方に乖離している。とはいえ、ECBはこしばらく消費者物価上昇率は足下の水準近辺で推移するとの見通しを示しており、見通しに沿った動きと言える。ユーロ圏の鉱工業部門の販売物価判断がほぼ半年ぶりに「価格引き上げ」の領域に入ってきていることもあり、ユーロ圏全体としてデフレに陥る懸念は拡大していないと考えている。

ところで、ECBは追加緩和に踏み切るケースとして、「インフレ見通しの下振れ」に加えて、「市場金利の根拠のない上昇」を挙げているが、市場の翌日物金利であるEONIAが1月17日に政策金利の0.25%を上回る0.3%に上昇して注目された。本来、政策金利の0.25%で銀行はECBから担保と引き換えに資金を借りることができるのであるが、この市場金利の上昇が一時的なものか、継続するものか注目される。これが継続的な動きとなれば、ECBの追加的な金融緩和政策（銀行に対する資金供給策）が実施されることになるだろう。

## 英国経済

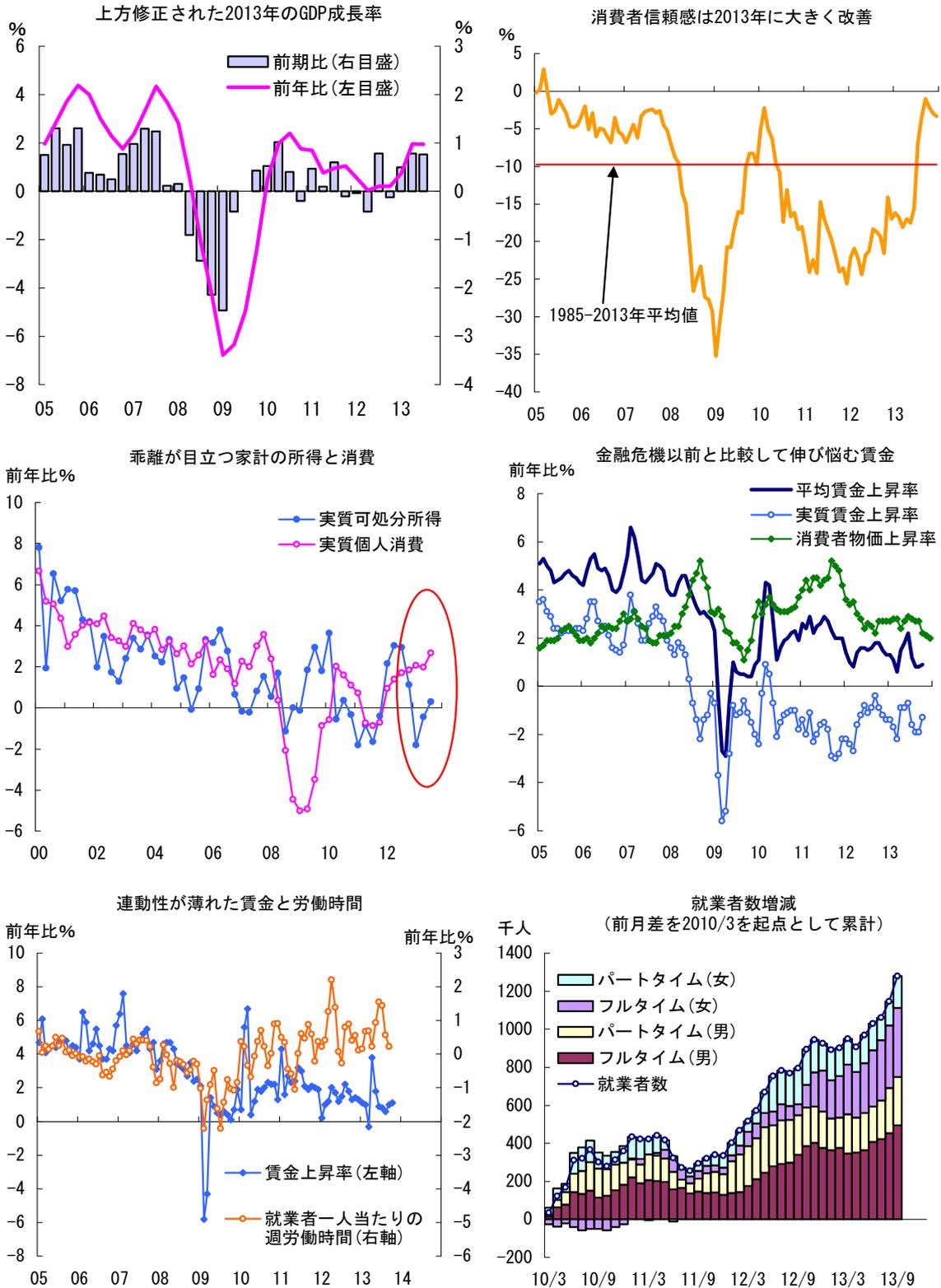
12月末に発表された7-9月期のGDP成長率は前期比+0.8%で速報値と変わらなかったが、過去2年のGDP統計が遡及修正され、前年比は+1.5%から同+1.9%に上方修正された。続く10-12月期は小売売上高が前期比+0.3%と堅調に伸び、また新車販売も一段と拡大していることから、前期比+0.4%程度の成長率になったと推測される。2013年通年の成長率は+1.8%と2007年以来の高い伸びとなったと見込まれ、個人消費の寄与度は1.5%pt程度となる。

2014年も個人消費が牽引する経済成長が継続すると予想される。ただ、2013年半ばの前期比年率3%台の高い成長率ではなく、同2%程度の成長率となるのではないかとみている。小売売上高は12月に前月比+2.6%と非常に高い伸びとなったが、このペースが2014年も継続するとは予想されない。英国の個人消費は、住宅市場の復調を背景に消費者マインドが大幅に改善して回復してきたが、実は所得の伸びはまだ限定的なのである。2013年1-9月期は貯蓄率低下により、所得の伸びを上回る消費の伸びが実現された。

所得の伸び悩みの原因は、賃金の上昇が鈍いことにある。時間当たりの賃金上昇率は、英国の住宅バブルが崩壊した2008年以降、消費者物価上昇率を下回った状態が恒常化してしまっている。就業者数は2010年初めに増加に転じ、特に2012年以降は増加ペースが加速している。また、就業者一人あたりの週労働時間も長期化してきているのだが、これがまだ賃金上昇率を加速させる効果を発揮してはいない。その一因は、ここ2年の就業者数増加が女性の就業者増により牽引されていることにあると考えられる。また、2000年代半ばには高賃金で全体の賃金上昇率を牽引していた金融・ビジネスサービス部門と建設部門の賃金上昇率が伸びていないことも大きい。とはいえ、住宅市場の復調に伴い、不動産サービス業や建設業で就業者が増加傾向にあり、今後、賃金上昇率を緩やかながら回復させると予想される。他方で消費者物価上昇率は2013年末にかけて鈍化傾向にあり、12月には前年比+2.0%まで低下した。2014年は実質可処分所得が緩やかに拡大し、個人消費もそれに見合った拡大となると見ている。

12月の消費者物価は、ここまで物価低下要因であったエネルギー価格が上昇に転じた一方、食料品価格やサービス価格の一部が低下して、ちょうどインフレターゲットの中心値まで低下した。今後、電気料金引き上げなど物価上昇要因もないわけではないが、ポンド高を背景に輸入物価は11月に前年比マイナスとなっており、全体的なインフレ圧力は当面弱いと予想される。この中で、BOE（英中銀）は緩和的な金融政策を継続させると予想される。なお、金融緩和政策を見直す目安として2013年8月に発表されたフォワード・ガイダンスのうち、「失業率7%」は予想されていた以上に早期に実現する可能性が高まっているが、BOEはこの基準値を修正するか、もしくは「失業率が7%を下回っても、それが自動的に利上げすることにはつながらない」との見解をより強化するかの対応をとってこよう。

図表4 英国の景気指標



出所：英国統計局、Eurostat データより大和総研作成

## &lt; 欧州経済・金利見通し &gt;

## ユーロ圏経済見通し

	2011 通年	2012 通年	2013					2014					2015 通年
			Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率													
国内総生産	1.6%	-0.7%	-0.8%	1.2%	0.3%	0.6%	-0.4%	0.9%	1.2%	1.4%	1.3%	0.9%	1.4%
民間消費支出	0.3%	-1.4%	-0.5%	0.6%	0.3%	0.3%	-0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.8%
政府消費支出	-0.1%	-0.5%	1.1%	0.1%	0.8%	0.4%	0.3%	0.0%	0.4%	0.4%	0.0%	0.3%	0.6%
総固定資本形成	1.6%	-4.1%	-7.6%	0.8%	1.6%	0.8%	-3.2%	2.0%	2.4%	2.4%	2.8%	1.8%	2.8%
輸出等	6.5%	2.5%	-3.8%	8.8%	0.7%	2.4%	1.0%	3.6%	4.1%	4.5%	4.5%	3.6%	4.6%
輸入等	4.5%	-1.0%	-4.6%	6.5%	4.0%	2.4%	0.0%	3.6%	3.6%	3.6%	4.5%	3.7%	4.4%
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%	0.8%	1.0%	1.2%	0.9%	1.4%
民間消費支出	0.3%	-1.4%	-1.2%	-0.6%	-0.4%	0.2%	-0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%
政府消費支出	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.6%
総固定資本形成	1.6%	-4.1%	-5.6%	-3.5%	-2.5%	-1.1%	-3.2%	1.3%	1.7%	1.9%	2.4%	1.8%	2.8%
輸出等	6.5%	2.5%	0.1%	1.3%	0.8%	1.9%	1.0%	3.8%	2.7%	3.6%	4.2%	3.6%	4.6%
輸入等	4.5%	-1.0%	-2.0%	-0.3%	0.5%	2.0%	0.0%	4.1%	3.4%	3.3%	3.9%	3.7%	4.4%
鉱工業生産 (除建設)	3.5%	-2.5%	-2.2%	-0.9%	-1.1%	1.6%	-0.7%	2.0%	1.9%	2.3%	2.1%	2.1%	2.3%
実質小売売上高	-0.3%	-1.7%	-2.0%	-0.8%	-0.4%	1.1%	-0.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.7%	1.5%	1.4%
消費者物価	2.7%	2.5%	1.9%	1.4%	1.3%	0.8%	1.4%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.1%	1.4%
生産者物価	5.2%	2.5%	0.7%	-0.4%	-0.9%	-1.2%	-0.4%	-0.7%	0.0%	0.6%	1.6%	0.4%	1.9%
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%	11.9%
10億ユーロ													
貿易収支	-1.3	98.6	40.9	48.3	39.7	34.0	162.9	28.0	22.0	19.0	16.0	85.0	33.0
経常収支	6.2	128.4	50.4	58.2	48.3	37.8	194.7	31.1	24.4	18.7	13.0	87.2	23.5
財政収支	-386	-316					-300					-247	-244
独 国債10年物(期中平均)	2.65%	1.56%	1.52%	1.40%	1.78%	1.79%	1.64%	1.74%	1.77%	1.82%	1.88%	1.80%	2.00%
独 国債2年物(期中平均)	1.09%	0.08%	0.12%	0.07%	0.19%	0.17%	0.14%	0.17%	0.20%	0.25%	0.28%	0.23%	0.35%
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%	0.25%

注：2013年Q3まで実績値（消費者物価と金利は同Q4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					2015 通年
			Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率													
国内総生産	1.1%	0.3%	2.0%	3.2%	3.1%	1.8%	1.8%	1.7%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%	1.9%
民間消費支出	-0.4%	1.5%	2.9%	1.5%	3.4%	1.6%	2.3%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.2%
政府消費支出	0.0%	1.6%	-3.2%	4.5%	2.8%	2.4%	0.5%	0.8%	0.8%	1.2%	1.6%	1.7%	0.9%
総固定資本形成	-2.4%	0.7%	2.9%	7.2%	6.0%	4.1%	-2.3%	3.2%	3.6%	4.1%	4.1%	4.2%	3.5%
輸出等	4.5%	1.1%	-0.9%	13.7%	-11.3%	-1.2%	0.4%	2.4%	4.1%	4.5%	4.9%	1.3%	4.2%
輸入等	0.3%	3.1%	-6.7%	10.4%	2.9%	-3.6%	0.7%	2.0%	4.1%	4.9%	4.5%	2.4%	4.2%
前年同期比 (除く失業率)													
国内総生産	1.1%	0.3%	0.7%	2.0%	1.9%	2.5%	1.8%	2.4%	2.2%	1.9%	2.0%	2.1%	1.9%
民間消費支出	-0.4%	1.5%	2.1%	2.0%	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.6%	2.3%	2.5%	2.4%	2.2%
政府消費支出	0.0%	1.6%	-1.8%	0.8%	1.4%	1.6%	0.5%	2.6%	1.7%	1.3%	1.1%	1.7%	0.9%
総固定資本形成	-2.4%	0.7%	-8.6%	-4.3%	-0.7%	5.0%	-2.3%	5.1%	4.2%	3.8%	3.8%	4.2%	3.5%
輸出等	4.5%	1.1%	-0.2%	4.1%	-1.8%	-0.3%	0.4%	0.5%	-1.7%	2.4%	4.0%	1.3%	4.2%
輸入等	0.3%	3.1%	0.0%	1.1%	1.2%	0.5%	0.7%	2.8%	1.3%	1.8%	3.9%	2.4%	4.2%
鉱工業生産	-1.2%	-2.5%	-2.3%	-0.5%	-0.1%	2.5%	-0.1%	2.3%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	1.8%
実質小売売上高	0.3%	0.9%	-0.1%	1.4%	2.2%	3.0%	1.6%	3.2%	2.5%	2.2%	2.3%	2.6%	2.4%
消費者物価	4.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.1%	2.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.3%	2.1%	2.5%
生産者物価 (出荷価格)	4.7%	2.1%	1.6%	1.3%	1.5%	0.9%	1.3%	1.0%	1.1%	1.3%	2.1%	1.4%	2.7%
失業率	8.1%	8.0%	7.8%	7.8%	7.6%	7.1%	7.6%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	6.9%	6.7%
10億英ポンド													
貿易収支	-100.1	-108.7	-26.3	-25.4	-29.4	-29.4	-110.5	-29.3	-28.6	-30.1	-31.1	-119.0	-126.4
経常収支	-22.5	-58.5	-18.8	-6.2	-20.7	-16.1	-61.8	-15.0	-13.9	-15.8	-17.4	-62.1	-69.8
財政収支	-88.8	-70.7	-8.8	-28.6	-19.4		-103.8					-89.5	-75.8
国債10年物(期中平均)	3.00%	1.87%	2.01%	1.92%	2.61%	2.79%	2.36%	2.83%	2.91%	3.00%	3.08%	2.96%	3.25%
国債2年物(期中平均)	0.87%	0.30%	0.30%	0.32%	0.41%	0.47%	0.38%	0.51%	0.60%	0.68%	0.80%	0.65%	0.95%
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%	0.75%

注：2013年Q3まで実績値（物価と金利は同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