

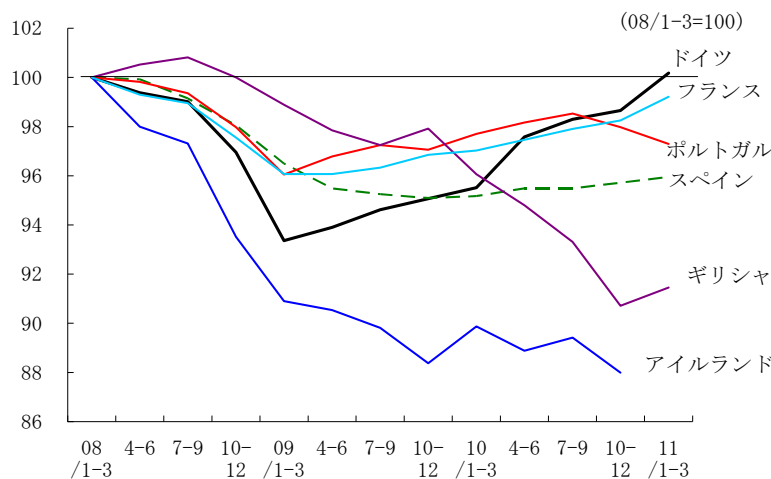
Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～景気失速、インフレ高進は回避も、周辺国債務問題を巡る緊張は続く～

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏経済は1～3月期の高成長の反動もあり拡大テンポが鈍化しているが、ドイツなど中核国経済は底固く、2011年1.8%、2012年1.6%成長を維持しよう。
2. 欧州中央銀行（ECB）は国際商品の押し上げによるインフレの二次的影響を抑制するため4月に続き7月も利上げを実施、2012年初頭に2%に達した時点で一旦休止へ。
3. ギリシャの追加支援問題は今年20日のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）で合意を目指す。追加財政緊縮策に対するギリシャ国内の合意は形成されておらず、民間負担問題の決着も不透明。EFSF強化とESM創設で最終合意を目指す欧州理事会やEUのストレステスト発表など6月中はイベントが続く。EU・IMF支援下の3カ国の支払い能力に対する不安は短期的には解消せず、周辺国債務問題を巡る緊張は続く見通し。
4. 緊縮財政と緩和的金融政策が続くイギリスでは景気は足踏み、物価は上振れている。個人消費の停滞で成長率は2011年1.4%、2012年2.2%に抑制されるが、インフレ率は一時的要因が剥落する2012年には2%台に低下。BOEは当面景気とインフレの上振れ、下振れ双方のリスクを注視、利上げ開始は早くても10～12月期となる。

ユーロ圏では域内景気の二極化続くー実質GDPの推移ー



(資料) 欧州委員会

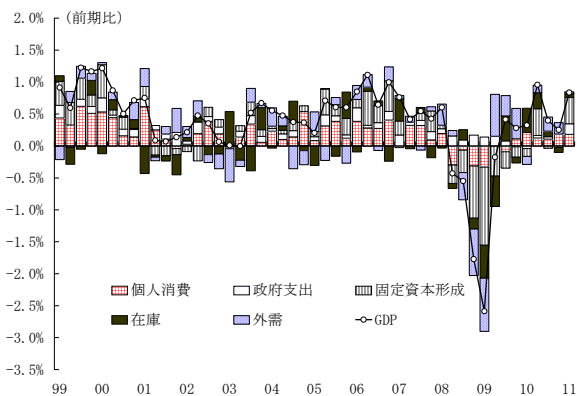
1. ユーロ圏経済

(1～3月期は前期比 0.8%の高成長、足もとでは成長鈍化の兆候)

1～3月期のユーロ圏は天候不良で低成長に留まった10～12月期の反動もあり前期比0.8%（前期比年率3.4%）という高成長であった。前期はゼロ成長となった固定資本形成が同2.1%と最も顕著に反動が表れ、同0.4%の成長押し上げ要因となった。他方、個人消費は前期比0.3%と緩やかな伸びに留まった。輸出は同1.8%と堅調に推移したが、輸入の伸びが同1.9%に加速したため、外需の成長寄与度は同0.1%のマイナスとなった（図表1）。

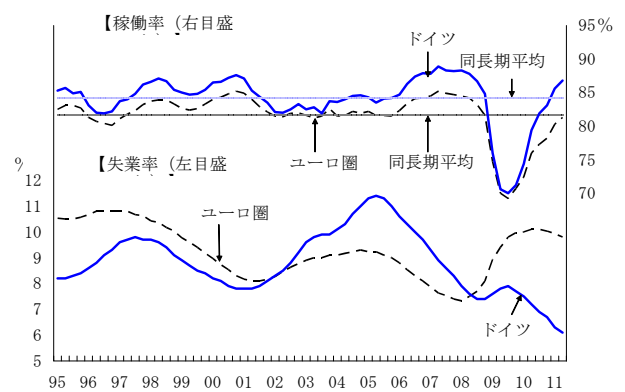
このようにユーロ圏全体で見ると2009年半ば以降の景気回復局面が続いてきたが、直近の欧州委員会景況感指数、購買担当者総合指数（PMI総合）などの代表的な指標には成長鈍化の兆候が表れるようになってきている。欧州委員会景況感指数の場合、今年2月のピークである108.0に対して5月は105.5、PMI総合もピークは2月の58.2で5月は55.8と、それぞれ低下はしているが、長期平均の100、拡大と縮小の分かれ目を示す50は上回っている。成長鈍化の兆候は、1～3月期の成長を押し上げた反動要因の剥落に加え、国際商品価格の高騰や日本の大震災のサプライ・チェーンへの影響、ポルトガルのEU・IMFへの支援要請やギリシャへの追加支援問題の浮上という周辺国危機の深化などが影響したものだ。成長のスピードは鈍っているが、景気回復基調は続いており、スピード調整の範囲に留まっていると考えることができよう。

図表1 ユーロ圏の実質GDP



(資料) Eurostat

図表2 ユーロとドイツの稼働率と失業率



(資料) Eurostat、欧州委員会「企業サーベイ」

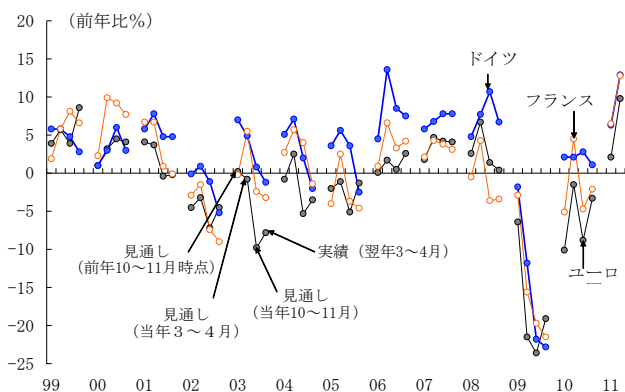
(ドイツ経済にも減速の兆候)

ユーロ圏経済の牽引役のドイツでも景気減速の兆候は見られる。しかしながら、ドイツの場合、稼働率がすでに長期平均（84.2%）を上回る86.8%に回復（図表2-上）、欧州委員会の設備投資調査ではドイツの製造業企業は2011年に前年比実質13%の設備投資の拡大を計画している。昨年秋の前回調査の同6%からの大幅な上方修正である。失業率も4月には6.1%と東西ドイツ統一以来の低水準を更新（図表2-下）、雇用は他国に先駆けて回復に転じており、個人消費の底固い推移が期待される。

米英のソフトパッチや新興国のインフレ懸念など外部環境の悪化で輸出の牽引力は低下しそうだ

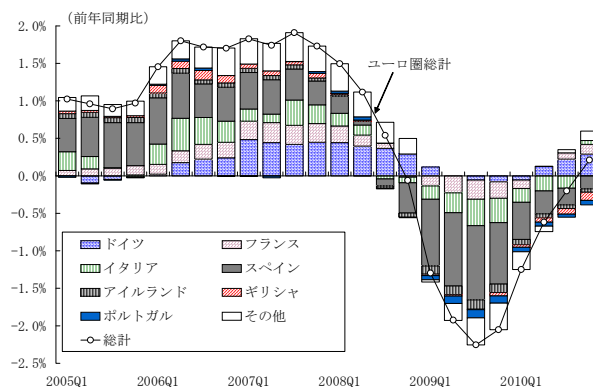
が、内需によるカバーが期待されるため、ドイツの成長率は2010年の3.6%には届かないまでも、2011年も成長率が3%台に乗せる見通しだ。

図表3 ユーロ圏とドイツ、フランスの
設備投資計画



(資料) 欧州委員会「企業サーベイ」

図表4 ユーロ圏：雇用者数の増減率
(国別寄与度)



(資料) Eurostat

(周辺国には二番底懸念も)

ドイツ以外のユーロ圏の中核国や財政健全国の経済も、減速しながらも底固さ保つと見られるが、景気後退局面を脱し切れていない欧州連合 (EU)・国際通貨基金 (IMF) の支援下3カ国は一段の落ち込みが想定される。

ポルトガルは1～3月期の成長率は前期比0.7%で前期に続くマイナス、ギリシャは同0.8%と1～3月期に限れば成長率はユーロ圏平均並みであったが、辛うじて5四半期連続のマイナス成長を免れた状態だ。ギリシャでは1～3月期の小康状態の後、4～6月期に追加支援問題が表面化、追加の財政緊縮措置や民営化を巡るストライキや抗議行動が広がっており、二番底をつける可能性も高まっている。アイルランドは1～3月期の実績が未公表だが、抜本的な銀行セクターのリストラの最中にあり、実質GDPの水準はピークを大きく下回る構図には変化がないと思われる (表紙図表参照)。

スペインの10年国債利回りは高値の更新が続く支援要請国と異なり5%台前半で推移しており、貯蓄銀行改革や労働市場と社会保障制度への一体改革の取り組みで、信用悪化に歯止めを掛けることにとりあえず成功した (図表5)。しかし、景気は底入れした後も回復のペースが鈍く、5月のPMI総合指数は50.3と50のラインを辛うじて上回る状態に低下、景気回復が途切れるおそれが出てきた。

(2011年の成長率は1.8%、2012年は1.6%)

ユーロ圏経済は、世界経済の鈍化や危機国の一層の落ち込みにより、年後半にかけてはテンポこそ鈍るものの、ドイツを中心とする中核国で雇用改善に支えられた個人消費の堅調、設備投資の拡大が続くことから回復基調が続く見通しだ。国際商品の騰勢鈍化、日本の大震災のサプライ・チェーンへの影響の緩和、関係が深い米英のソフトパッチ脱却などにより成長のペースも緩やかに回復

すると見込まれる。

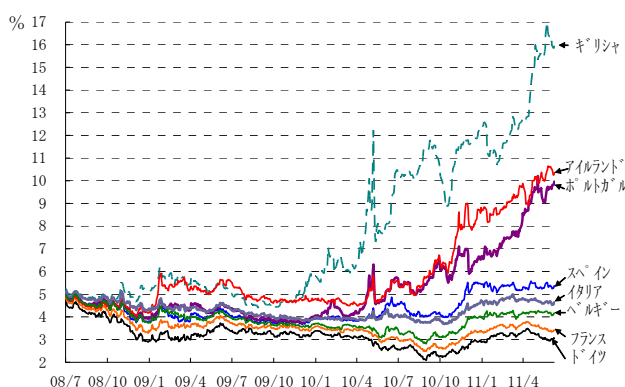
ユーロ圏全体の年間の成長率は2011年は1.8%、2012年は1.6%と予測する。ドイツは1～3月期の段階で実質GDPが世界同時不況前のピークを更新、フランスもピークの水準が目前に迫りつつあるが、ユーロ圏全体でも2012年半ばにはピークを更新する見込みである。マイナス成長や低成長の持続が予想される周辺国との格差は一段と明確になりそうだ。

（インフレ率は2011年中は2%を大きく超える状態が続くが2012年には安定水準に収束）

ユーロ圏の5月の消費者物価（CPI）上昇率（速報値）は前年同月比2.7%で4月の同2.8%を下回ったものの、欧州中央銀行（ECB）が安定的な水準と見なす「2%以下でその近辺」を大きく上回る状態が続いている。

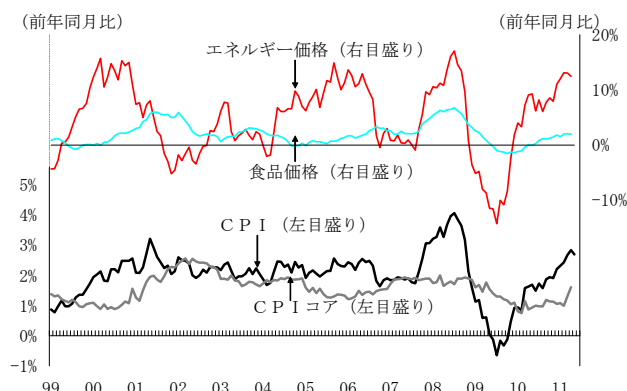
CPIを押し上げているのは食品とエネルギー価格である（図表6）。2011年に入ってから、前年比でのユーロ高が輸入インフレの圧力を緩和するようになっているが、国際商品価格の押し上げ圧力は続いている。ただ、当研究所のメインシナリオでは国際商品価格の上昇には歯止めが掛かると想定しており、これに沿ってユーロ圏のCPI上昇率もピークアウトすると見ている。2011年中は2%を大きく超える状態が続くものの、2012年入り後は安定的水準へと収束、年間のCPIは2011年の2.6%に対し、2012年は1.9%となるだろう。

図表5 10年国債利回りの推移



（資料）Datastream

図表6 ユーロ圏のCPI



（資料）Eurostat

（ECBは2012年初にかけて利上げを継続、政策金利は2%へ）

欧州中央銀行（ECB）は今年4月に2年9カ月ぶりの利上げを実施したが、9日の6月の政策理事会後の記者会見でトリシェ総裁はインフレリスクに対する「強い警戒（strong vigilance）」を表明、7月の政策金利の引き上げを事実上予告した（注1）。

ECBは従来から物価安定のための「金融政策（＝政策金利の変更）」すなわち「標準的手段」と、証券市場プログラム（SMP）を通じた国債買い入れや固定金利・無制限の資金供給など金融政策の波及経路を改善するための「非標準的手段」は「連動しない」という立場を採ってきた。6月の政策理事会では、金融政策について7月利上げの布石を打つ一方、資金供給については少なくとも7～9月期いっぱいには条件の変更などを行わないことを決めた。

7月以降も、緩やかながら景気の回復が続く一方、国際商品価格の押し上げによる物価の高止まりが続くと見られることから、二次的影響を抑制するため小幅な利上げが継続、2012年初に2%に達したところで一旦休止すると予想する。

ユーロ相場は、周辺国の債務問題への不安が煽るものの、ECBが利上げでFRBに先行する局面が続くため2011年中は1ドル=1.4ユーロ台のユーロ高基調で推移する見通しだ。2012年以降、欧米金利差縮小でユーロ安ドル高方向への修正が加わると予測する。

ユーロ圏予測表

	単位	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.7	1.8	1.6	0.8	2.0	2.0	1.9	2.5	1.8	1.7	1.8	1.4	1.6	1.7	1.9
	前期比年率%	1.7	1.8	1.6	1.3	3.9	1.6	1.0	3.4	1.1	1.4	1.4	1.7	1.8	1.9	2.0
内需	前年比寄与度	0.9	1.5	1.6	▲ 0.4	1.3	1.3	1.6	2.0	1.3	1.5	1.8	1.4	1.5	1.6	1.8
	民間最終消費支出	前年比%	0.8	1.2	1.5	0.4	0.6	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6
固定資本形成	"	▲ 0.8	2.9	2.0	▲ 5.0	▲ 0.6	0.5	1.3	4.2	2.3	2.9	3.4	1.7	1.9	2.1	2.3
外需	前年比寄与度	0.8	0.3	0.1	1.3	0.8	0.7	0.4	0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	1.6	2.6	1.9	1.1	1.6	1.7	2.0	2.5	2.8	2.7	2.5	2.0	1.8	1.9	1.9
失業率	平均、%	10.1	9.8	9.6	10.0	10.2	10.1	10.1	9.9	9.8	9.8	9.7	9.7	9.6	9.6	9.5
ECB市場介入金利	期末、%	1.00	1.75	2.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00
ドイツ10年国債利回り	平均、%	2.7	3.2	3.8	3.1	2.7	2.3	2.7	3.2	3.2	3.2	3.3	3.5	3.7	3.8	4.0
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.41	1.33	1.38	1.27	1.29	1.36	1.37	1.44	1.43	1.40	1.35	1.35	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	116	117	121	126	117	111	112	113	118	119	120	122	122	121	121

(周辺国の債務問題を巡る緊張は続く)

6月20日のユーロ圏財務相会合(ユーログループ)では、昨年5月に合意した3年間で1100億ユーロの支援プログラムで想定していた2012年の中長期国債市場への復帰が難しくなったギリシャへの追加支援の合意を目指す。しかし、追加支援の大前提となるギリシャ国内で追加の財政措置に対する合意が形成されていない上に、EU・IMFからの追加支援にあたって債務再編による民間負担を必要と主張するドイツなどと、欧州委員会やECBなど反対派の見解の相違は解消しておらず、決着には不透明感が残る(注2)。

さらに、6月23日~24日の欧州理事会(EU首脳会議)では3月の理事会で基本合意した現在のユーロ圏の危機国支援の枠組みである欧州金融安定ファシリティ(EFSF)強化と2013年半ばにこれを引き継ぐ欧州安定メカニズム(ESM)の基本設計について最終合意を目指す。6月中には通算で3回目となるEUのストレステストの結果発表も控えており、イベントが目白押しである。ECBが従来の条件による資金供給の継続を決めたのは、こうしたイベントのリスクに備えた側面もあるように思われる。

ESM始動後の国債には、集団行動条項(CAC)が付与され、支援にあたって支払い能力に問題があると見なされる場合には民間負担を求めることが原則化される。EU・IMF支援下の3カ国の支払い能力に対する不安は短期間で解消する見込みは低い。ギリシャの追加支援問題が穏当に決着した場合でも、周辺国債務問題を巡る緊張は続くだろう。

(注1) 6月のECB政策理事会の決定内容など詳細については経済・金融フラッシュ No. 11-035「6月ECB政策理事会：政策金利据え置きも、7月利上げに布石」をご参照下さい。

(注2) 同問題を巡る議論については [Weekly エコノミスト・レター2011-5-20「ポルトガル支援は承認、ギリシャ追加支援では債務リプロファイリングも検討」](#) をご参照下さい。

2. イギリス経済

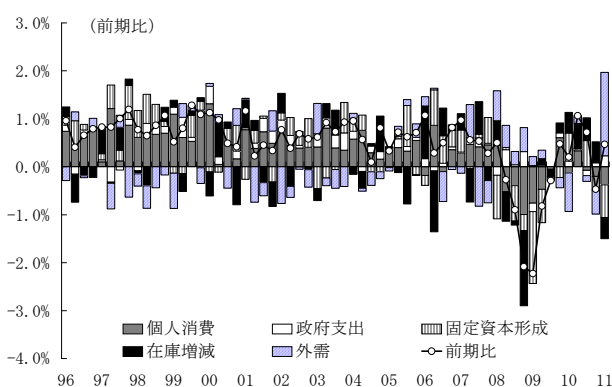
(1～3月期はプラス成長回復も消費、投資は2四半期連続のマイナス)

イギリスでは緊縮財政と緩和的金融政策が継続されているが、昨年末以降、景気は足踏みする一方、物価は想定以上に上振れている。

1～3月期の成長率は、寒波と大雪という悪天候が響きマイナスとなった10～12月期からプラス転化したが、前期比0.5%の落ち込みに対して、回復も同率に留まり、足踏み状態となった。需要面から見ると、ポンド安の効果もあり輸入を大きく上回るペースで輸出が拡大したことで外需は成長に大きく貢献する一方、個人消費と固定資本形成は2四半期連続のマイナスとなり、2010年中は成長の押し上げ要因であった在庫とともに成長率を押し下げた(図表1)。王立社会経済研究所(NISER)の月次GDPでは4月まで3カ月間の成長率は前期比0.3%であり、足もとでも回復のテンポはトレンドを下回る緩やかなペースに留まっている模様である。

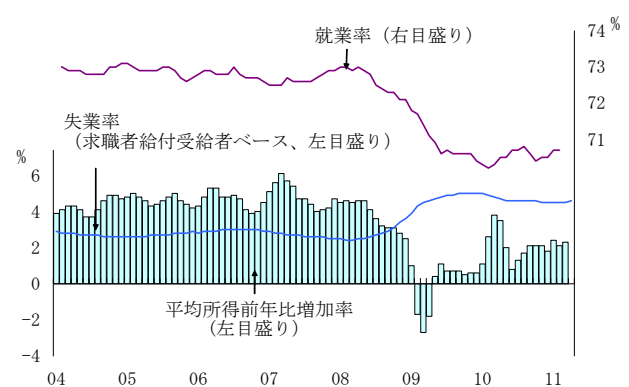
GDPの6割強を占める個人消費は、不動産バブル崩壊による家計・金融機関のバランス・シートの調整圧力、雇用・所得環境の緩慢な回復(図表2)、付加価値税率(以下、VAT)の引き上げを含む緊縮財政政策の影響、そしてインフレ率の高進に抑制されている。後述のとおり、インフレは2011年中にピークアウトする見込みだが、他の要因は短期間で解消するものではなく、2012年にかけても個人消費の伸びは低調に留まろう。

図表1 イギリス：実質GDP
需要項目別寄与度



(資料)ONS

図表2 イギリス：就業率、失業率、
平均所得増加率



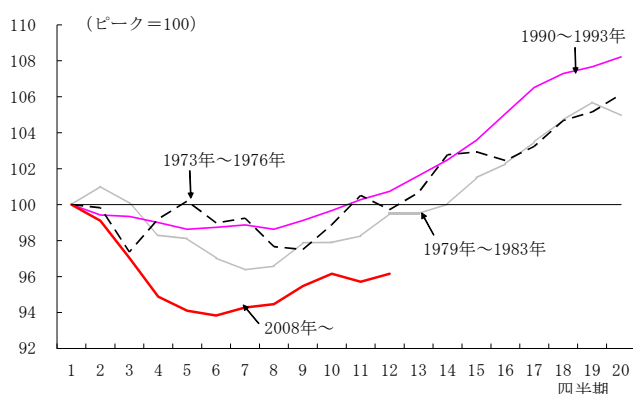
(資料)ONS

1～3月期に大きく落ち込んだ固定資本形成は、バブル崩壊の後遺症が残る中で建設投資の本格回復は期待できないが、設備投資は金融危機後の大幅な削減や、ポンド安を背景とする輸出の拡大を背景に稼働率は回復、好調な業績を背景に企業の投資意欲も持ち直しており、緩やかな拡大が期

待される。

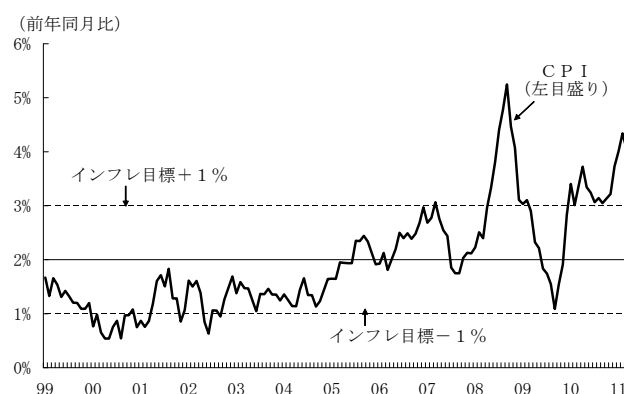
個人消費の不振を設備投資と外需がカバーする形で、年間の成長率は2011年1.4%、2012年2.2%と緩やかな回復が続くことになろう。金融危機を引き金とするイギリス経済の落ち込みは第二次世界大戦後の景気後退局面で最大のものであったが、昨年末からの足踏みによって実質GDPはピークを3.8%下回る水準に留まっている（図表3）。今回の予測では実質GDPが景気後退前のピークを回復するのは2013年入り後となり、ピークの回復までに要する期間も第二次世界大戦後の最長となる。

図表3 イギリス：実質GDP



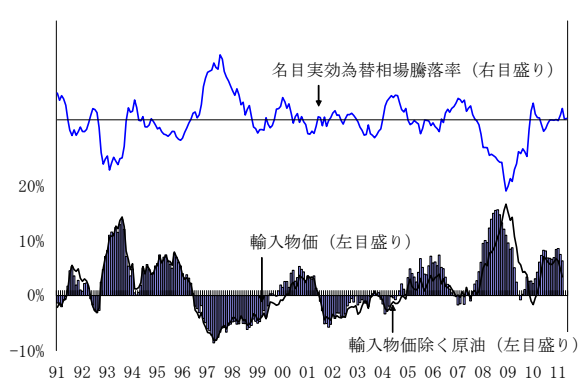
(資料) ONS

図表4 イギリス：CPI



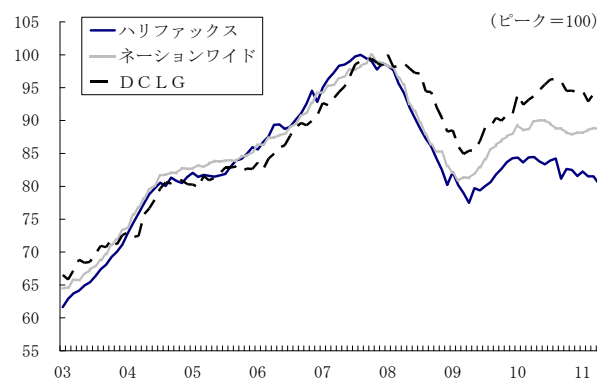
(資料) ONS

図表5 イギリス：名目実効為替相場騰落率と輸入物価



(資料) BOE、Datastream

図表6 イギリス：住宅価格



(資料) ハリファックス、ネーションワイド、DCLG

(インフレ率は想定以上の上振れ)

景気回復テンポが鈍く、大幅な需給ギャップが残る状況にも関わらず、CPIがイングランド銀行(BOE)の目標の2%を大きく上回る状況は続いている。4月は毎年日程が変わるイースター休暇の影響もあり、前年同月比4.5%まで高進した(図表4)。

イギリスのインフレ率上振れの原因は、食品、エネルギー価格の高騰という世界共通の要因のほか、(1) 08年～09年にかけてポンド相場が大幅に減価したことによる輸入物価の上振れ、(2) 景気対策として実施した減税の見直しと財政赤字削減のための増税という形で、付加価値税率(VAT)が2年連続で引き上げられた固有の要因も影響している。

イギリス固有の要因のうち、(1)のポンド相場の影響は緩和しつつあるが(図表5-上)、原油価格やその他の国際商品価格が前年比を上回る水準で推移していることなどから輸入物価による国内物価の押し上げは続いている(図表5-下)。ただ、当研究所のメインシナリオの想定では、一段の原油高は回避できると見ており、イギリスについても輸入インフレの圧力は緩和すると見られる。(2)のVATの影響は2012年入り後には剥落する。

イギリスの労働市場はユーロ圏と異なり柔軟で、大幅な需給ギャップが残っていることもあって賃金インフレの兆候は見られない。輸入インフレ要因とVAT引き上げ効果が残る2011年中はCPIは4%台という高インフレが続くものの、2012年入り後は2%台へと低下すると予想される。

イギリス経済見通し

	単位	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.3	1.4	2.2	▲0.4	1.5	2.5	1.5	1.8	1.1	0.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
	前期比年率%	1.3	1.4	2.2	0.8	4.3	2.9	▲1.9	1.9	1.6	1.9	2.1	2.3	2.2	2.3	2.4
内需	前年比寄与度%	2.5	▲0.2	1.8	0.5	2.4	3.5	2.8	0.5	▲0.2	▲0.6	▲0.3	1.5	1.8	2.0	2.1
民間最終消費支出	前年比%	0.6	▲0.1	1.7	▲0.0	1.2	1.1	▲0.1	▲0.5	▲0.7	▲0.1	0.8	1.8	1.8	1.8	1.7
固定資本形成	"	3.0	▲0.5	3.9	▲2.1	2.6	6.2	5.8	▲2.7	0.1	▲1.5	1.9	7.0	4.3	2.7	1.7
外需	前年比寄与度%	▲1.3	1.6	0.3	▲0.9	▲0.9	▲1.0	▲1.3	1.3	1.3	1.5	2.2	0.5	0.4	0.3	0.2
消費者物価(CPI)	"	3.3	4.5	2.7	3.2	3.4	3.1	3.4	4.2	4.6	4.7	4.4	3.0	2.8	2.6	2.4
失業率	平均、%	4.7	4.5	4.3	4.9	4.6	4.6	4.5	4.5	4.6	4.5	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3
BOEレボ金利	期末、%	0.50	0.75	1.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.50

(注) 失業率は求職者給付受給者ベース

(BOEの利上げ開始は2011年10～12月期)

BOEは、2009年3月以来、2年間にわたり政策金利を0.5%で据え置き、量的緩和も2010年1月に2000億ポンドに達した後の増枠を見送っており、現状維持が長期化している。

この間、金融政策委員会(MPC)の9人の委員の間では景気の足踏みを重視するか、想定を上回る物価上昇を重視するかで見解が分かれており、今年2月以降、政策金利については、6名の据え置き派に対して、最もタカ派のセンタンス委員は50bpの利上げ、デール委員とウィール委員が25bpの利上げを主張してきた。他方、量的緩和の残高については、利上げ派を含む8名が残高維持に賛成しているが、最もハト派のポーゼン委員は50億ポンドの増枠を主張している。9日開催の6月のMPCの票決の内訳の公表は22日だが、センタンス委員が退任したことで利上げ票は減少した可能性がある。

BOEの金融政策の変更は、2月、5月、8月、11月という四半期に一度の「インフレ報告」の公表時に見通しの修正と合わせて行なわれるケースが多い。現時点での最新版である5月の「インフレ報告」の見通しは、景気回復のテンポは短期的にはさらに鈍化するものの、2011年後半には上向き始める、逆にインフレ率はしばらく上昇が続くが、先述のような一時的な押し上げ要因が剥落することで、2012年中には目標水準への回帰が進むというメインシナリオである。その上で、

インフレ鈍化の「タイミングや低下の度合いは不確か」、足もとの成長鈍化が「一時的なものか、長期化するのかわからない」として、景気とインフレの上振れ、下振れ双方のリスクを注視する必要性を強調している点が特徴である。

足もとの世界経済は減速の兆候を示していることに加え、イギリスは不動産バブルの後遺症が残る中での財政緊縮強化という困難な道筋を歩んでいる。2012年入り後のインフレ沈静化が期待される一方、個人消費や建設投資に影響を及ぼす住宅市場で価格が再び軟化し始めていることもあり（図表6）、緩和的な金融政策の見直しを急ぐリスクの方が高まっているように感じられる。超低金利政策の修正がMPC委員の過半を占めるのは米国経済の回復などから景気の先行きに対する不安が緩和する10～12月期となり、その後の利上げのペースも緩やかなものに留まるだろう。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。