

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

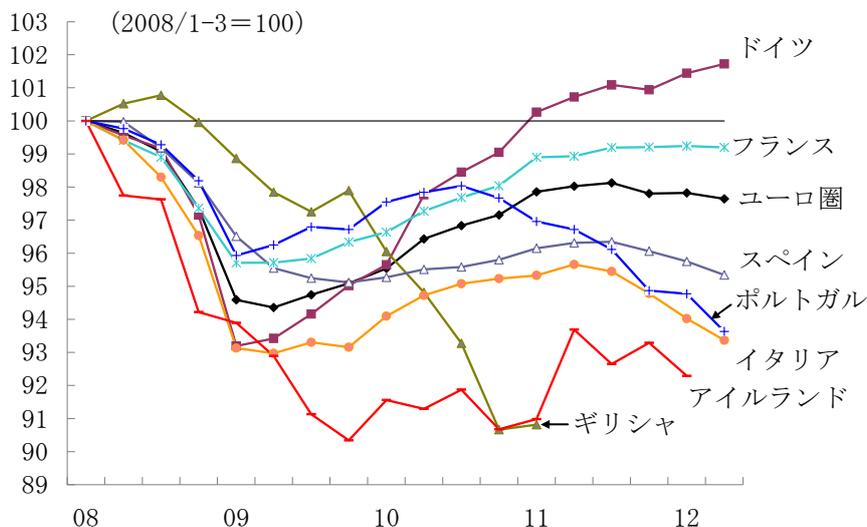
— 問題解決には時間がかかるが、新たな対策で拡大一辺倒の流れには歯止め —

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. ユーロ圏経済は市場の緊張が高まった4～6月期に前期比マイナス0.2%と落ち込んだ。7～9月期は牽引役のドイツもマイナス成長となる可能性が高まっている。
2. ユーロ危機への対応では、EUとしての共通財源を活用した成長戦略の展開、ECBによる新たな国債買い入れプログラム・OMTの立ち上げ、統合を深め、ユーロの制度を強化するための工程表作りといった新たな動きが出始めている。
3. ユーロ制度の欠陥も含めた問題の解決には時間が掛かるが、一連の対策と危機国の改革が相乗効果を上げることができれば、拡大一辺倒というユーロ危機の流れに歯止めがかろう。年間の成長率は、2012年はマイナス0.4%、2013年は0.4%と予測する。
4. イギリス経済は4～6月期まで三四半期連続のマイナス成長となっており、BOEは7月に量的緩和を再開した。2013年にかけての回復ペースも、ユーロ危機や英国内の財政緊縮の影響で抑えられる見込みであり、BOEの非常時モードの政策は続く見通しだ。

深まる南欧の景気後退



(資料) eurostat

1. ユーロ圏経済

(危機の影響が目立つ経済・金融指標)

ユーロ圏の4～6月期の実質GDP成長率は前期比マイナス0.2%であった(図表1-1)。4～6月期は、ギリシャ議会選挙を巡るユーロ離脱観測の高まり、スペインにおける国内3位の大手銀行バンキアや地方自治州の資金繰りの問題が相次いで表面化したことで市場が緊迫した。こうした中での経済活動の失速が確認された格好だ。

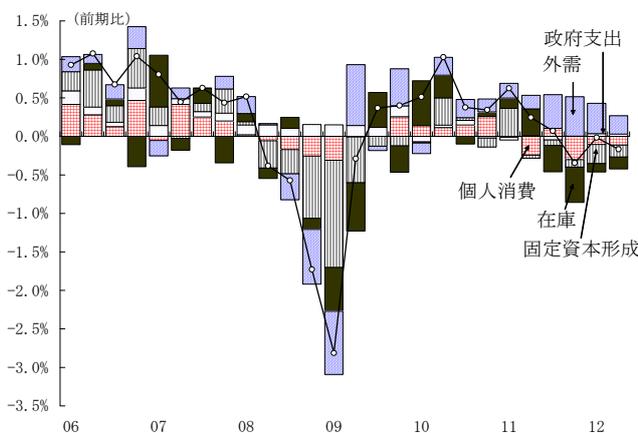
需要項目別に見ると、個人消費が3四半期連続、固定資本形成は5四半期連続のマイナスで域内民間需要の弱さが目立つ。外需の寄与はプラスを維持したが、その幅は半減した(図表1-1)。

国別に見ると南欧の厳しさが際立つ(表紙図表参照)。実質GDPのマイナス成長は、ポルトガルで7四半期、イタリアで4四半期、スペインで3四半期続いている。しかも、揃って4～6月期にかけて落ち込み幅が加速した。ギリシャは、季節調整済みの実質GDPと前期比の成長率を公表していないが、前年同期比でマイナス6.2%という大幅な落ち込みが確認できる。

5月の大統領選挙、6月の議会選挙で社会党が勝利したフランスは、マイナス成長こそ免れたものの、南欧経済との結びつきが相対的に強いこともあり、3四半期連続のゼロ成長と停滞している。フランスは、ドイツと異なり、世界金融危機による同時不況前の生産水準を回復しておらず、失業率は、同時不況期の上昇後、ほとんど回復しないまま再上昇に転じている(図表1-2)。

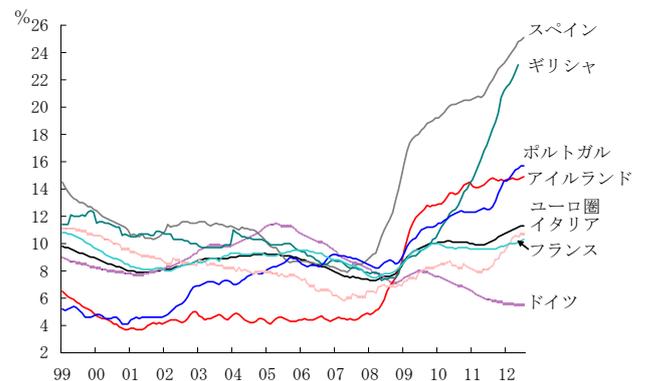
ドイツ経済は、南欧やフランスとの比較では強さを保っている。成長率は1～3月期の前期比0.5%に続き、4～6月期も同0.3%とプラスに留まった。失業率は東西統一後の最低水準である5.5%を保っている。しかしながら、7～9月期にはドイツ経済もマイナス成長に転化する可能性が高まっている。ドイツの代表的な指標であるIfo企業景況感指数は今年春先にかけて一旦持ち直した後、8月まで4カ月連続で低下(図表1-3)、同じくGDPとの連関が観察されるPMI総合指数も8月まで4カ月連続で生産活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を下回っている。

図表1-1 ユーロ圏の需要項目別GDP



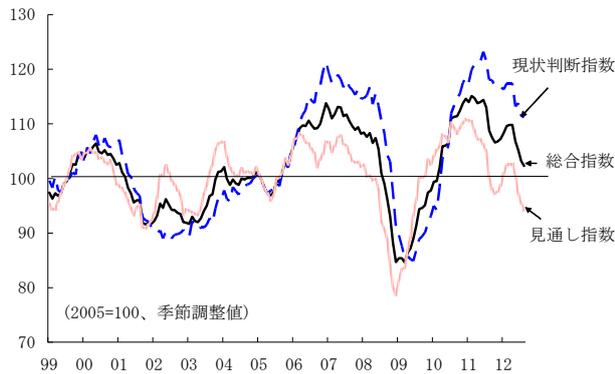
(資料) Eurostat

図表1-2 ユーロ圏の独仏、周辺国の失業率



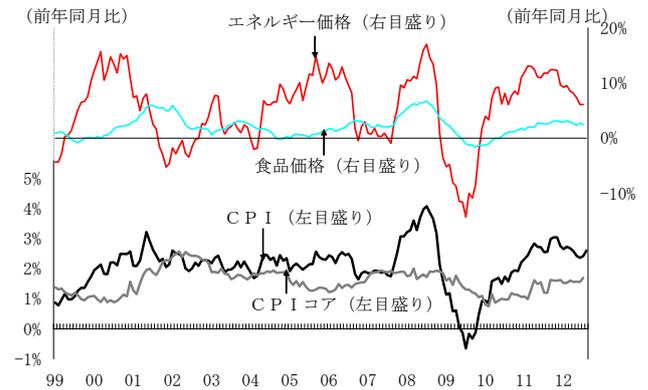
(資料) Eurostat

図表 1-3 ドイツ I f o 企業景況感指数



(資料) Eurostat

図表 1-4 ユーロ圏のインフレ率



(資料) CESifo

ドイツ経済は南欧と異なり、信用収縮や財政緊縮、雇用・所得環境の悪化に見舞われていない。にも関わらず、生産活動が失速しつつあるのは、南欧を中心とするユーロ圏内の需要減に加えて、米国や新興国など域外経済の需要が減退し、成長のエンジンである輸出の見通しが悪化していることによると思われる。

ユーロ圏の成長率は、11年10～12月期も同0.3%のマイナス成長であったが、今年1～3月期はゼロ成長に留まったため、これまでのところは2四半期連続のマイナス成長は免れている。しかし、7～9月期のマイナス成長は避けられそうもなく、再度の景気後退局面入りはほぼ確実である。

(ユーロ危機の展開—修正されつつあるユーロ危機対応の枠組み)

ユーロ圏の中で救済を要する国が拡大、景気も再び後退局面に入ろうとしている。2010年春のギリシャの第一次支援以降のユーロ危機対策の路線である「限られた規模の防火壁、条件付き支援、規制・監視の強化」という政策の組み合わせ(図表1-5)では、危機の拡大に歯止めを掛けることが出来なかったのである。

2012年6月の欧州連合(EU)首脳会議(以下、6月首脳会議)以降、EUとしての共通財源を活用した成長戦略の展開、欧州中央銀行(ECB)による新たな国債買入れプログラム(Outright Monetary Transactions、以下OMT)の立ち上げ、統合を深め、ユーロの制度を強化するための工程表作りといった新たな動きが出始めているのはこのためだ。

これら合意済みの新たな対策が着実に実行に移されて、危機国による改革の取り組みとかみ合っ、危機の地域的な拡大、財政と金融、経済が相互に悪影響を及ぼす悪循環に歯止めを掛けることができるかどうか、当面の見通しの最大のポイントである。

6月首脳会議における成長戦略(「成長・雇用協定」)^(注1)での合意は共通財源の乏しさが制約となっ、てはいるが、規制・監視強化への偏重を改める動きとして評価できよう。ECBが9月の政策理事会で概要を明らかにしたOMTは、EFSF/ESMからの支援を条件とする、完全な不胎化を行うなどの制約があるものの、金額は無制限としており^(注2)、EFSF/ESMの防火壁の能力不足への懸念を和らげる意味は少なくない。

統合深化の工程表作りは、EUのファンロンパイEU大統領が主導し、10月18～19日開催のE

(注1) 成長戦略の詳細については、Weekly エコノミスト・レター2012.7-20「6月首脳合意に見るユーロ危機対応のこれから」をご参照下さい。

(注2) OMTの概要については、経済・金融フラッシュ No.12-088「9月 ECB 政策理事会：新たな国債買入れプログラム・OMTの概要を公表」をご参照下さい。

(注3) ユーロ共同債に関しては近く発行予定の基礎研レター「ユーロ共同債という選択肢」をご参照下さい。

(スペインはECBのOMTの最初の対象国になる見通し)

前回6月の見通しで「既定路線」と位置づけたとおり、6月25日にスペインは銀行問題解決のための支援を正式に要請した。支援要請の直接的きっかけとなったバンキアは、EFSF/ESMの資金を政府(FROB)経由で投入し、資本の再構築と不良債権の切り離した上で経営再建を進めることになっており、必要な資本の一部を先行して注入する。

EFSF/ESMによるスペインの銀行支援は、当初の段階ではFROB経由で行われる。しかしながら、多額の銀行支援が政府を経由するために、政府の信用力が低下し、それが銀行経営を一層圧迫する連鎖を断ち切るため、銀行経営への介入権限を持つ一元的な金融監督機関の設立を待つ、銀行への直接支援に切り替えることについても6月首脳会議で基本合意済みである。

一元的な金融監督機関に関しては、対象となる金融機関の範囲や各国金融監督当局、欧州銀行監督庁(EBDA)との役割分担などを巡る調整が必要である。今月11日にも公表予定の欧州委員会による提案は財務相理事会やECB、欧州議会との協議の叩き台として注目される。

なお、スペインに関しては、前回6月の見通しで、「EFSF/ESMの資金の活用が決まり、財政健全化期限が現実的な方向に修正され、財政-金融-経済の悪循環に歯止めがかかる見通しが立てば、不安は一旦沈静化する」と見ていたが、地方自治州の資金繰りや景気後退による財政への負担増への懸念は強く残っている。このため、スペインは、9月12日のドイツの連邦憲法裁判所の判決を受けたESMの正式稼動後にも、ESMに「予防的プログラム」の設定の形での支援を要請、ECBのOMTの最初の対象国になると思われる。

(ギリシャ支援を巡る不透明感が残るが最悪のシナリオは回避へ)

4~6月のユーロ圏の緊張をもたらしたもう1つの要因であるギリシャでは、9月に入って、EUの欧州委員会、国際通貨基金(IMF)、ECBの三者(トロイカ)代表団による調査が再開される。

ギリシャの連立政権は、約束済みの財政緊縮策をまとめる一方、歳出削減の期限の2年間の延長を求める方針とされており、トロイカ報告の結果がまとまる9月中旬から10月にかけて調整が本格化しよう。

ギリシャにおける改革疲れと北のユーロ圏における支援疲れから、調整は難航が予想されるものの、「支援打ち切り→ギリシャの無秩序な債務不履行(デフォルト)→強制的なユーロ離脱」という経済的にも政治的にも影響が大きい。引き続き最悪のシナリオを回避すべく、努力が尽くされると見ている。

(2012年の成長率はマイナス0.4%、2013年は0.4%)

今回の見通しでは、6月首脳会議での合意事項である成長戦略の実行、統合深化の工程表作りへの協議の継続、さらにESMの正式稼働、OMTを通じたECBの国債市場の下支えといった展開を想定した。

これらの対策は、問題そのものを解決する訳ではなく、ユーロ制度の欠陥も含めた問題の解決には時間が掛かる。しかしながら、財政—金融—経済が相互に悪影響を及ぼす循環に歯止めをかけ、財政破たんが相次ぐリスクを軽減し、スペインの銀行改革の進展や、ギリシャ問題の善処策を協議する時間を確保できる。ユーロ危機対応と危機国の改革が相乗効果を挙げることができれば、拡大一辺倒というユーロ危機の流れを変えることはできよう。

今年10月～12月にかけて一定の政策対応が進展することにより、支援能力不足の結果としてのユーロの崩壊といった先行きへの過度の不安は徐々に緩和する見通しだ。この時期には、中国経済の減速や米国の「財政の崖」への対応も進むだろう。ドイツなど、財政が相対的に健全で、雇用・所得環境も底固い北の国々では、ユーロ危機拡大や外部環境悪化への不安の緩和に連れて景気の持ち直しが期待される。

ユーロ圏全体では2012年の成長率は年間でマイナス0.4%と前年を下回るだろう。2013年は外部環境の改善とともに、プラス成長への復帰が期待されるが、南欧では、財政と金融システムの健全化、競争力回復のための構造改革への取り組みが続き、国内需要が抑えられることから、年間の成長率は全体で0.4%と低い水準に留まるだろう。

図表1-6 ユーロ圏予測表

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013年			
		(実)	(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%	2.0	1.4	▲0.4	0.4	2.4	1.6	1.3	0.6	▲0.0	▲0.5	▲0.7	▲0.3	▲0.1	0.2	0.6	0.9
	前期比年率%	2.0	1.4	▲0.4	0.4	2.5	1.0	0.3	▲1.4	0.0	▲0.7	▲0.6	0.2	0.6	0.8	1.0	1.1
内需	前年比寄与度	1.3	0.5	▲1.7	0.0	1.6	0.9	0.4	▲0.7	▲1.6	▲2.0	▲1.9	▲1.1	▲0.7	▲0.2	0.3	0.6
民間最終消費支出	前年比%	1.0	0.1	▲0.8	0.4	0.9	0.3	0.2	▲0.8	▲1.0	▲0.7	▲1.1	▲0.5	▲0.2	0.2	0.6	0.8
固定資本形成	“	▲0.1	1.4	▲2.7	0.3	3.4	1.3	0.7	0.8	▲2.4	▲3.0	▲2.8	▲2.3	▲0.8	0.3	0.7	1.0
外需	前年比寄与度	0.7	1.0	1.3	0.4	0.8	0.8	1.0	1.3	1.5	1.6	1.2	0.9	0.6	0.4	0.4	0.2
消費者物価(HICP)	前年比%	1.6	2.7	2.5	2.1	2.5	2.8	2.7	2.9	2.7	2.5	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
失業率	平均、%	10.1	10.2	11.2	11.3	9.9	9.9	10.2	10.6	10.9	11.2	11.3	11.4	11.5	11.5	11.4	11.3
ECB市場介入金利	期末、%	1.00	1.00	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
ドイツ10年国債利回り	平均、%	2.7	2.6	1.6	2.1	3.2	3.1	2.2	2.0	1.8	1.5	1.4	1.5	1.8	2.0	2.2	2.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.39	1.27	1.27	1.37	1.44	1.41	1.35	1.31	1.28	1.24	1.26	1.26	1.27	1.27	1.27
対円為替相場	平均、円	116	111	101	104	113	117	110	104	104	103	98	100	101	102	103	105

(ECBは新たな国債買い入れプログラムを立ち上げ、利下げの選択肢は温存)

ECBは、6月以降、矢継ぎ早に政策対応を打ち出してきた。6月の政策理事会で、期間2週間の主要オペ(MRO)、1カ月物の特別オペを少なくとも2013年1月15日まで金額無制限・固定金利で行うことを決め、同様の条件による3カ月物オペ(LTRO)の7月から12月までの日程も決めた。7月の政策理事会では、11年12月以来となる25bpの利下げを実施、9月の政策理事会では、8月にアナウンスしたOMTの概要(既述)のほか、「包括支援プログラム」下の国の政府が発行ないし保証している債券を適格担保の最低基準要件の適用対象から除外することも決めた。

2012年10月以降の政策としては、追加のLTRO、利下げが想定される状況にある。LTRO

については、金融機関の資金繰りの実情に応じた追加措置が講じられる可能性がある。他方、追加利下げについては、主要オペ金利（0.75%）と預金ファシリティ金利（0.0%）の金利差（コリドー）の縮小か、預金ファシリティへのマイナス金利の適用かのいずれかを選択しなければならないため、可能性は高くはないと考えている。

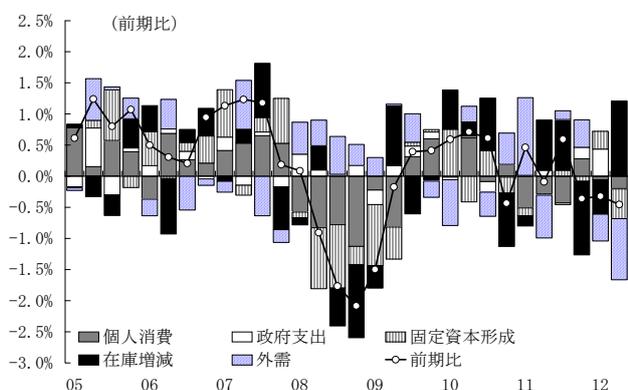
追加利下げに踏み切るのは、景気の一層の下振れ、特にデフレ・リスクが警戒されるような局面と考えられる。しかしながら、当面はスペインにおける付加価値税率の引き上げなどの財政緊縮策の影響やユーロ安の効果などからインフレ率は2%を上回る推移が続く。2013年入り後も、ECBの定義による物価安定の圏内（2%以下でその近辺）に落ち着くと想定している。

2. イギリス経済

（4～6月期はマイナス0.5%、3四半期連続のマイナス成長）

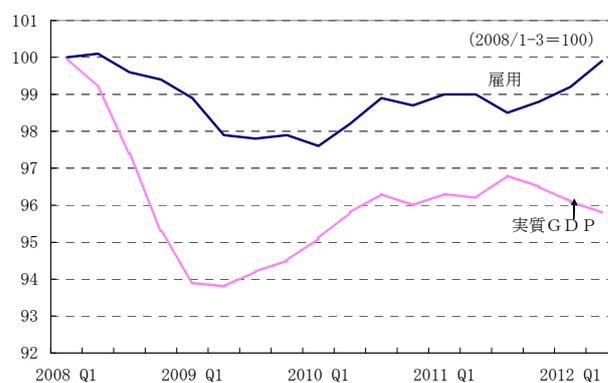
2012年4～6月期の実質GDP成長率は前期比マイナス0.5%、4～6月期までマイナス成長が3四半期にわたって続いている（図表2-1）。世界金融危機後の景気後退後の回復が力強さを欠いたまま再度景気後退に陥った。実質GDPは2010年後半以降、2008年1～3月期のピークをおよそ4%下回る水準で、一進一退で推移している（図表2-2）。

図表2-1 イギリスの実質GDP



（資料）ONS

図表2-2 イギリス実質GDPと雇用



（資料）ONS

4～6月期は、内外需ともに総崩れとなったが、6月のエリザベス女王即位60周年による銀行休日の増加という特殊要因で増幅された面もあり、7～9月期はプラス成長に転化する見通しだ。7～9月期は国立経済社会研究所（NIESR）が作成している月次GDPは、8月までの3カ月間で前期比0.2%となっている。就業率の改善、失業率の低下、所得の伸びの回復など、雇用・所得面では緩やかな改善傾向が続いている。

インフレ率は2011年9月には、中央銀行のイングランド銀行（BOE）の目標（2%）を大き

く上回る前年同月比 5.2%まで上振れていたが、2012 年入り後は付加価値税率（VAT）の引き上げや公共料金引き上げ、商品価格上昇による押し上げ効果の剥落による鈍化が続いており、7月は2.6%となった（図表2-3）。

（ 2012 年成長率は 0.4%のマイナスに転化、2013 年にかけての回復ペースも緩慢 ）

最大の需要項目である個人消費は、雇用・所得環境の持ち直しとインフレ鈍化による実質可処分所得の増加という下支え要因の一方、住宅バブル崩壊後の家計のバランス・シート調整という下押し圧力も続く。キャメロン政権は、財政緊縮の基本路線を維持しており、内需の力強い回復は期待できない。他方、結びつきの強いユーロ圏を始めとする世界経済の減速など外部環境も当面は厳しく、輸出の回復も抑えられよう。

2012 年の成長率はマイナス 0.4%と再びマイナスに転化、2013 年入り後の回復のペースも鈍く、年間の成長率は 1%を下回るものとなる見込みである。

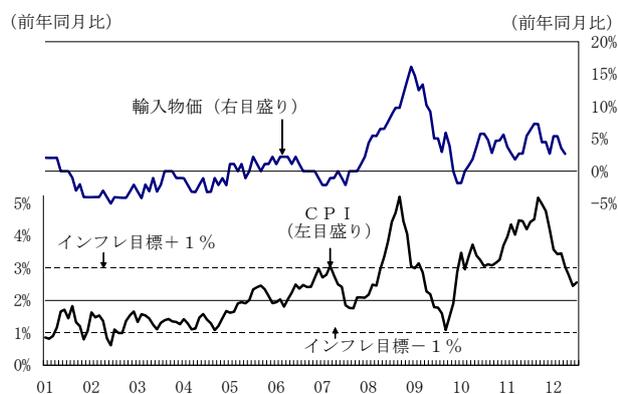
（ BOEは7月に量的緩和を再開、超低金利は長期化へ ）

BOEは、2009年3月以降、政策金利の0.5%での据え置きを継続する一方、今年5月までに3250億ポンドの買い入れた後に、一旦、新規買い入れを停止していた中長期国債を中心とする資産買い入れプログラム（量的緩和）については、7月の金融政策委員会（MPC）で、500億ポンドの買い入れ枠の増枠を決定した（図表2-4）。同月のMPCでは、貸出を促進するための市中銀行の資金調達支援スキーム（Funding for Lending scheme、FLS）の導入も決定している。

四半期に一度のBOEの「インフレ報告」は、MPCの金融政策決定のたたき台となっているが、8月公表の最新号でも、向こう2年間の予測期間中には余剰生産能力は解消しないこと、輸入物価の上昇圧力の緩和が見込まれることから、インフレ率は、目標の2%を下回る水準に向けて低下傾向が続くとの見方を示している。

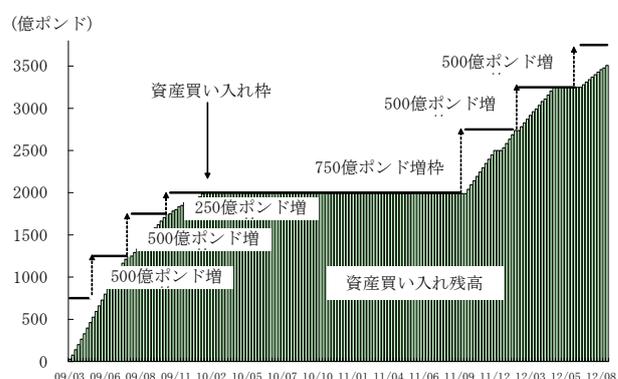
予測期間中、BOEは政策金利を据え置き、量的緩和も10月に現在の枠（3750億ポンド）を使い切った後、再拡大に踏み切る可能性が高く、非常時モードの政策運営が続く見通しである。

図表2-3 イギリスのCPIと輸入物価



(資料) ONS

図表2-4 資産買い入れプログラム（量的緩和）の枠と買い入れ残高の推移



(資料) BOE

図表 2-5 イギリス予測表

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	1.8	0.8	▲ 0.4	0.8	1.4	0.5	0.5	0.6	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.2	0.3	1.0	0.9	1.0
	前期比年率%	1.8	0.8	▲ 0.4	0.8	1.9	▲ 0.4	2.4	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.8	1.6	0.6	0.7	1.0	1.1	1.3
内需	前年比寄与度%	3.6	1.5	0.5	1.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.5	0.4	0.3	0.3	1.2	1.3	1.1	0.9	1.1
民間最終消費支出	前年比%	1.3	▲ 1.0	▲ 0.2	0.9	0.3	▲ 1.1	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.6	0.5	0.2	0.5	1.1	1.0	1.2
固定資本形成	"	3.5	▲ 1.4	▲ 0.3	0.3	▲ 2.5	0.0	▲ 2.0	▲ 0.9	1.9	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 0.6	▲ 2.3	1.2	1.1	1.3
外需	前年比寄与度%	▲ 1.8	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 0.3	1.6	0.7	1.2	1.1	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
消費者物価 (CPI)	"	3.3	4.5	2.8	2.1	4.2	4.4	4.7	4.7	3.5	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0
失業率	平均、%	4.5	4.7	4.9	5.1	4.5	4.6	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1	5.0
BOEレボ金利	期末、%	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

(注) 失業率は求職者給付受給者ベース

(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。