

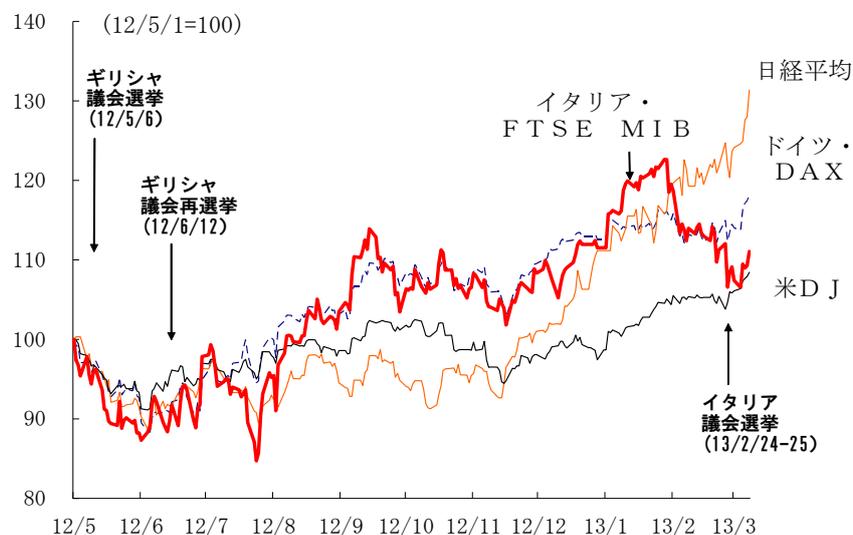
Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し — 中核国にも広がる景気格差 —

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

1. 2月総選挙後のイタリアの新たな政権の枠組みは未だ確定していなものの、域外経済の回復期待も支えとなり、ユーロ圏の金融市場は昨年のような緊張の高まりを免れている。
2. 2013年入り後のユーロ圏景気の下げ止まりの兆しはもっぱらドイツが牽引しているもので、過剰債務と構造改革の圧力を受けている過剰債務国だけでなく、中核国でもフランスやオランダなどの回復が遅れている。
3. 13年後半の緩やかな回復が見込まれるが、12年10～12月期の大幅マイナス成長でスタート台が低いため、年間の成長率は前年比マイナス0.3%と2年連続のマイナスとなる。
4. ECBは少なくとも14年末までは固定金利・金額無制限の資金供給と政策金利の据え置きを継続する。景気回復軌道の復帰を確認するまでは追加利下げの協議も継続しよう。
5. イギリスも財政緊縮策とユーロ圏の停滞の影響などから、13年も前年比0.8%と低成長が見込まれる。BOEの追加緩和期待からポンド安基調も続きそうだ。

イタリア議会選挙の国外への影響は一時的なものに留まった ～ 株価指数の推移～



1. ユーロ圏経済

(短期に留まったイタリア・ショック)

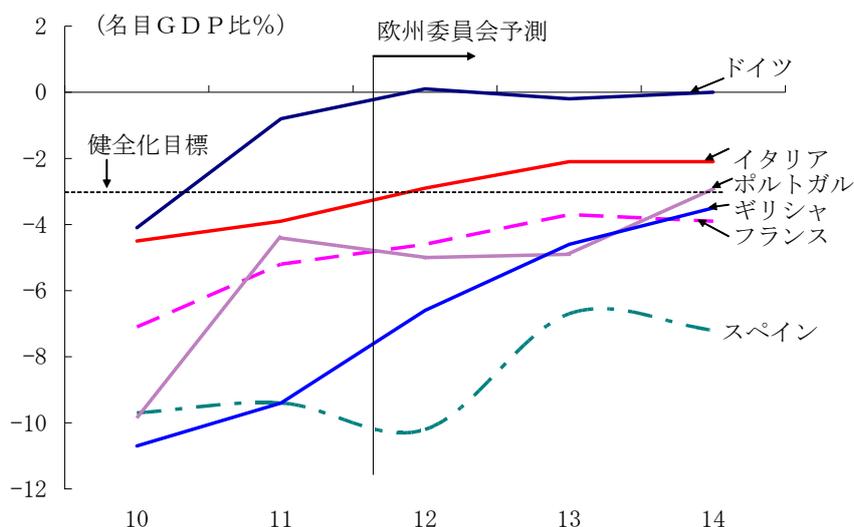
2013 年のユーロ圏の最大の政治イベントの1つとして注目されてきたイタリアの総選挙（2月24日、25日）は、既成政党批判を展開した五つ星運動の躍進、ベルルスコーニ元首相が率いる中道右派の巻き返しで票が割れ、モンティ路線の継承を望む市場の期待に反する結果に終わった。

市場の当初の反応は、昨年5月のギリシャの総選挙後と同じくユーロ売り、過剰債務国の国債売りであり、株価は世界的に下落した。しかし、イタリアの新たな政権の枠組みが確定しない段階で、日米の株価は高値を更新、ユーロ圏も金融市場の緊張の高まりを免れている。

昨年のギリシャの議会選挙のショックが、6月の再選挙で緊縮支持政権が誕生するまで続いたが、イタリアのショックが再選挙の可能性を残す段階で沈静化したのは何故か。国外への影響が一時的に留まった最大の要因としては、米中経済の回復期待に加え、日本でも安倍新政権の経済政策への期待が高まっており、域外経済の明るさが増していることが挙げられるだろう。

また、イタリアとギリシャの財政事情の違いも影響している。ギリシャ政府の無秩序な債務不履行の回避には、欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）からの支援が不可欠であり、そのためにギリシャ政府は追加の財政緊縮を実行しなければならなかった。イタリアの場合は、これまでのところ市場での資金調達に問題は生じておらず、11年～12年に財政緊縮に必要な措置に一応の目処をつけている。EUの欧州委員会が2月22日に公表した最新の経済見通し（「冬季経済予測」）で、イタリアは12年に財政赤字の名目GDP比3%以下という目標を達成したと見ている（図表1-1）。

図表 1-1 財政赤字の対名目GDP比



(資料)欧州委員会「冬季経済予測」

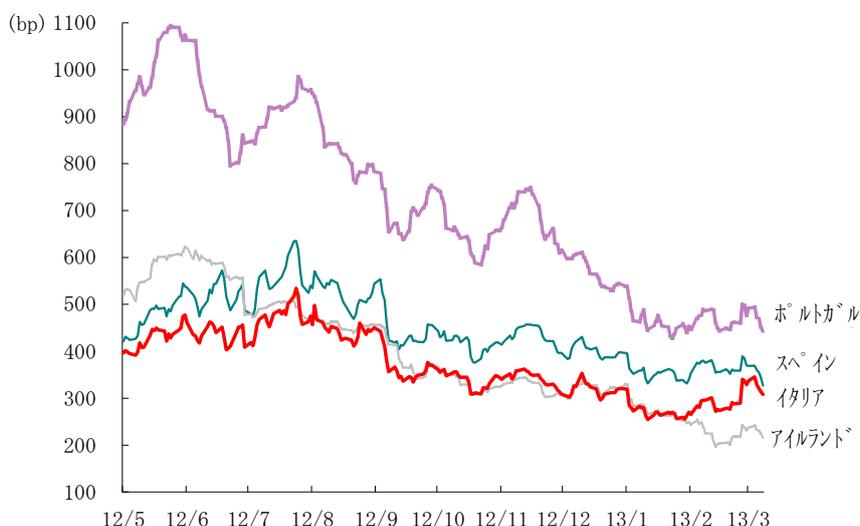
このようにイタリアは、フローの財政に大きな問題はないものの、ストック、すなわち政府債務残高の水準は12年末で名目GDP比127.1%（欧州委員会の予測値）とギリシャに次ぐ水準にあ

るため、国債利回りの上昇による利払い負担増加（いわゆる「雪だるま」）による財政赤字の増加という潜在的なリスクが大きいことも事実である。このまま政権協議がまとまらず、再選挙にもつれ込んで、五つ星運動が躍進、決定済みの緊縮財政措置の撤回に加え、ユーロ残留の是非を問う国民投票に突き進むといった思惑が強まって、国債利回りが跳ね上がれば、フローの財政事情も一変するおそれがある。このように新たな政権が財政健全化・構造改革路線を放棄するという想定に立つと、欧州安定メカニズム（ESM）も欧州中央銀行（ECB）のOMTも安全網としての役割を果たすことができない。こうした潜在的な不安から、イタリアの株価の反発力は弱く（表紙図表参照）、イタリア国債の対ドイツ国債スプレッドの戻りも弱い（図表1-2）。

政治面での不透明感は拭えないものの、メインシナリオとしては、政治空白の長期化による信認低下が国益を損なうとの立場から政治的な妥協が図られ、EUとの決定的な対立はないと見ることができるだろう。イタリアは政権交代が頻繁で、政治的な安定を欠くものの、11年のモンティ政権のように専門家からなるテクノクラート内閣などで危機を回避してきた柔軟性がある。官僚機構と欧州統合への関与が政策の一貫性を保つ役割を果たしてきた実績もある。

イタリアが必要としているのは財政緊縮策を積み増すことではなく、約束した改革を着実に実行することである。特に、経済の成長力を高めるための労働市場などの構造改革が重要であり、改革実行力のある政権の誕生が望まれる。

図表 1-2 10年国債の対ドイツ国債スプレッド



(資料)Datastream

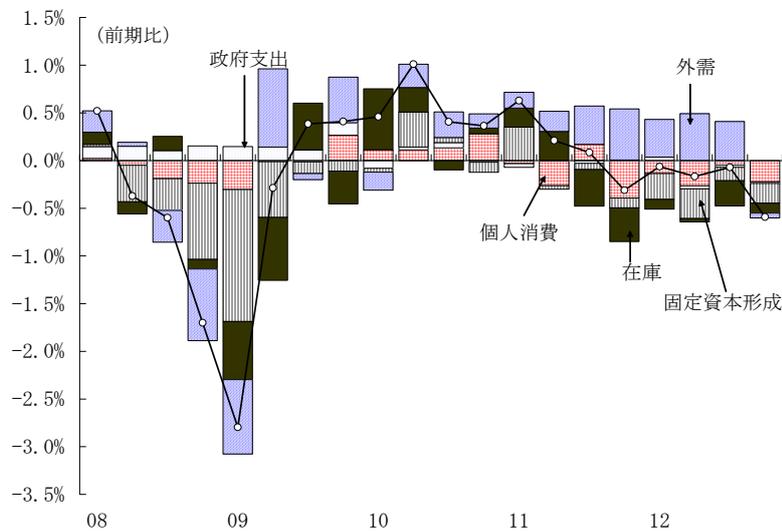
（輸出失速で総崩れとなった10～12月期）

ユーロ圏の成長率は11年10～12月期からマイナスが続いている。12年10～12月期は、金融市場の緊張は後退したものの、成長率は前期比マイナス0.6%（前期比年率2.3%）と世界金融危機以来の大きな落ち込みとなった。

需要面では、個人消費が5四半期連続、固定資本形成が7四半期連続のマイナスと国内民間需要の落ち込みが続いたことに加えて、債務危機の発生以来、成長に貢献してきた外需の寄与度が輸出

減少で前期比ベースでは消滅したことが響いた（図表1-3）。

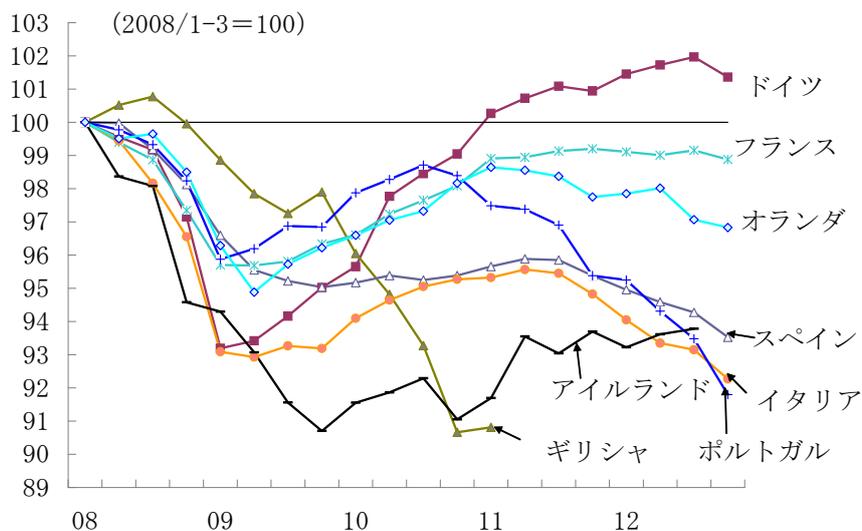
図表1-3 ユーロ圏実質GDP



(資料)欧州委員会統計局

国別には、EU・IMFの支援を受けている危機国ではアイルランドにようやく緩やかな回復の兆しが見え始めているが、南欧では落ち込みが続き、落ち込み幅も拡大したことが確認された（図表1-4）^(注1)。危機国以外も振るわず、11年初から実質GDPが横ばいで推移しているフランスは前期比マイナス0.3%、オランダは7～9月期の同マイナス1%に続き、同マイナス0.2%のマイナス、世界金融危機後の不況から順調な回復を続けてきたドイツも同マイナス0.6%と大幅なマイナスとなった。

図表1-4 ユーロ参加国の実質GDP



(資料)欧州委員会統計局

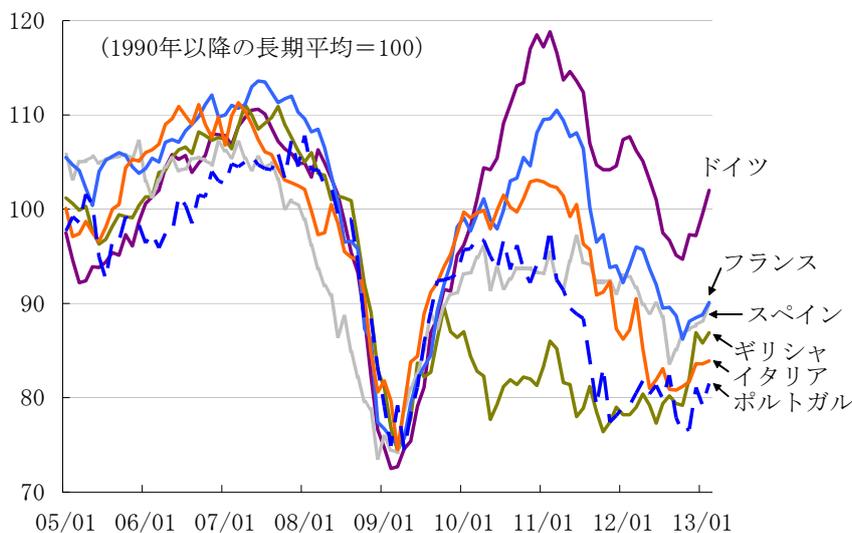
(注1) ギリシャの季節調整済み実質GDP統計は11年1～3月期以降、公表されておらず、前期比成長率も把握できない。前年同期比では7～9月期のマイナス6.7%から10～12月期は同マイナス6.0%に改善した。アイルランドは12年10～12月期の実質GDP統計を未発表である。

(下げ止まりの兆候は、もっぱらドイツが牽引)

このように10～12月期にかけてユーロ圏の景気後退は深まったものの、今年1～3月期は景気一致指標である総合PMI（購買担当者指数）や先行指標となる欧州委員会景況感指数などのサーベイ調査には下げ止まりの兆しが表れている。

しかし、こうした兆しは、ユーロ圏内の金融市場の緊張緩和や域外経済の回復期待の高まりに比べると極めて弱く、しかも、牽引しているのはもっぱらドイツというアンバランスがある。例えば、2月の総合PMIはドイツが53.3、アイルランドが52.8と活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を上回っている。一方、フランスは43.1、イタリアは44.4、スペインは45.3と50を下回っている。2月の欧州委員会景況感指数も、ドイツは102と長期平均の100を回復している。一方、ギリシャ86.9、ポルトガルが81.5、スペインは89.7、イタリアは83.9と債務危機国の水準が軒並み低い。また、中核国でも不振が目立つフランスは90.1、オランダは87.1と、昨年夏～秋口のボトム的水準との比較では回復しているが、1990年以降の長期平均を大きく下回っている(図表1-5)。

図表1-5 欧州委員会景況感指数

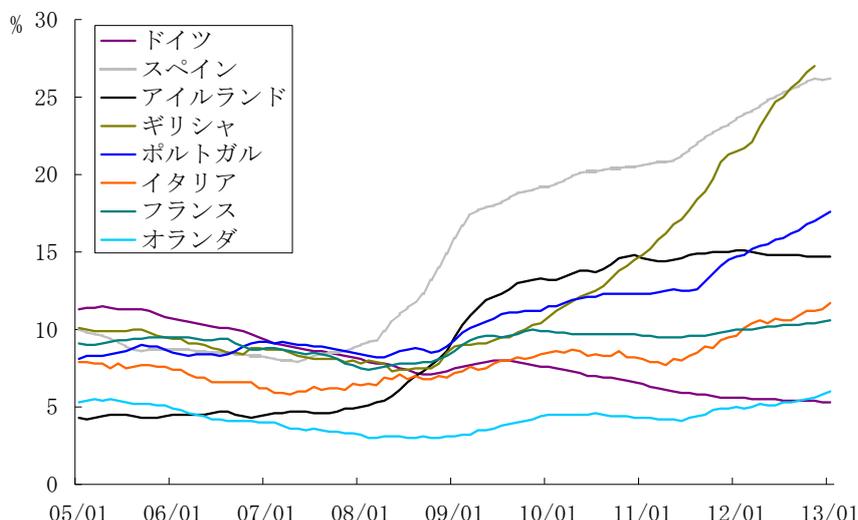


(資料) 欧州委員会景況感調査

遅行指標である失業率も、ドイツは東西ドイツ統一以来の低水準を維持している。一方、南欧では上昇基調が持続、フランス、オランダも水準は南欧に比べて低いものの、上昇基調が続いている(図表1-6)。オランダは、パートタイム労働力の活用によるワーク・シェアリングに成功を収め、労働市場はフレキシビリティ、すなわち柔軟性と安定性を兼ね備えたEUの雇用戦略のモデルの1つとされてきた。オランダの失業率は、他国との比較で見れば水準は低いが、不動産バブル崩壊後の調整が長引いていることもあり、上昇ピッチが加速している。

フランスとオランダについては13年に危機国に次いで規模の大きい財政緊縮を予定しており、14年にかけて失業率の上昇傾向が続くとみられる。

図表1-6 失業率



(資料) 欧州委員会統計局

(2013 年もマイナス成長が続く)

2013年のユーロ圏の実質GDP成長率は前年比マイナス0.3%と、12年の同0.6%に続き、2年連続のマイナス成長となる見込みである(図表1-7)。今回の見通しでは、欧州委員会やECBなどの見通しと同様に、13年前半が底固めの時期で、外部環境の改善と危機対策の効果の浸透により、13年後半には緩やかな回復の軌道に乗るとみている。しかしながら、10~12月期の前期比0.6%という大幅なマイナス成長によって13年のスタート地点が低くなっているため(いわゆるマイナスのゲタ)、年間ではマイナス成長が2年続くことになる。

ユーロ圏全般に設備稼働率はまだ長期平均を下回り、力強い域内需要の回復も見込み難いことから、設備投資の調整は続く見通しである。南欧を中心とする労働市場改革の取り組みは、短期的には雇用・所得面でマイナスに働く上に、設備投資が伸び悩む中では雇用の本格的な拡大は見込み難く、個人消費の力強い回復も期待できない。構造改革の効果が浸透し、新規投資の拡大、雇用の回復という効果が表れ始めるには時間が必要である。

ただ、危機対応の進展、特にESMとECBのOMTによって危機拡大を防ぐ防火壁は強化されているため、ユーロ圏の分裂や崩壊を織り込むほどの金融市場の緊張は再燃し難くなっている。アイルランド、ポルトガルについては、改革プログラムをおおむね順調に消化し、対ドイツ国債スプレッドも着実な縮小傾向が観察される(図表1-2)。3月4日、5日のユーログループ(ユーロ圏財務相会合)とEU財務相会合でも、両国の市場復帰とEU・IMF支援からの卒業支援のために、EFSF/EFSMからの支援貸出の返済期限延長などについて議論が行われた。

このように危機対応に着実な前進が見られるとは言え、ユーロ危機の根本の原因である単一通貨圏内の成長と雇用、競争力の格差の解消は容易ではない。イタリアの総選挙における五つ星運動の

躍進が象徴するとおり、財政緊縮と構造改革で疲弊する南部における社会的緊張の高まりは、ユーロとユーロ圏の安定を脅かす材料である。さらに、フランスやオランダなど財政緊縮を強化した中核国の景気の足取りの重さも目立つ点は気掛かりである。

財政同盟、とりわけユーロ圏予算は、単一の為替相場と金融政策、厳格な財政ルールと構造改革という政策の組み合わせだけでは解消しない域内格差を緩和する枠組みとして期待される。しかしその実現に向けた動きが本格化するの、早くても14年からとなるだろう。12年12月のEU首脳会議では、統合深化の工程表のうち、財政同盟に関しては13年6月の首脳会議に結論を先送りしてしまった。6月の首脳会議の内容が期待されるものの、最大の発言権を持つドイツが今年9月に議会選挙を控えているため、ユーロ圏予算に関する具体策をまとめることは難しいと思われる。

欧州単一監督制度（SSM）の発足後、既に実行分も含めてESSMからの銀行支援を政府経由から直接銀行に行う流れに切り替えることで合意できるかについても、ドイツが反対の姿勢を崩しておらず不透明だ。この合意は、財政赤字削減に手間取るスペイン（図表1-1参照）と、銀行システム対策費が多額に上るアイルランドの政府の信用力を大きく左右する問題である。

銀行同盟と財政同盟を巡る合意と実行はユーロ圏の早期安定にとっては引き続き重要だ。

図表1-7 ユーロ圏予測表

	単位	2011年	2012年	2013年	2014年	2012年				2013年				2014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)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.4	▲0.6	▲0.3	1.0	▲0.1	▲0.5	▲0.6	▲0.9	▲0.8	▲0.6	▲0.4	0.4	0.7	1.0	1.2	1.3	
	前期比年率%	1.4	▲0.6	▲0.3	1.0	▲0.2	▲0.7	▲0.3	▲2.3	0.0	0.2	0.6	0.9	1.3	1.4	1.4	1.3	
内需	前年比寄与度	0.5	▲2.1	▲0.9	1.0	▲1.6	▲2.3	▲2.4	▲2.1	▲1.9	▲1.2	▲0.6	0.2	0.7	0.9	1.1	1.2	
	民間最終消費支出	前年比%	0.1	▲1.2	▲0.7	1.0	▲1.1	▲1.1	▲1.5	▲1.2	▲1.3	▲0.8	▲0.6	0.0	0.7	0.9	1.1	1.2
	固定資本形成	"	1.5	▲4.0	▲1.8	1.2	▲2.5	▲3.9	▲4.4	▲4.9	▲3.9	▲2.1	▲1.2	0.2	0.8	1.1	1.3	1.5
外需	前年比寄与度	1.0	1.6	0.5	0.1	1.5	1.8	1.8	1.2	1.1	0.6	0.2	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.7	2.5	1.8	1.9	2.7	2.5	2.5	2.3	1.9	1.7	1.8	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7	
失業率	平均、%	10.1	11.4	12.2	12.1	10.9	11.3	11.5	11.8	12.0	12.1	12.2	12.3	12.2	12.1	12.0	11.9	
ECB市場介入金利	期末、%	1.00	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	
ドイツ10年国債利回り	平均、%	2.6	1.5	1.9	2.4	1.8	1.5	1.4	1.4	1.6	1.8	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.39	1.28	1.30	1.30	1.31	1.28	1.25	1.30	1.32	1.30	1.28	1.29	1.29	1.30	1.30	1.30	
対円為替相場	平均、円	111	103	120	127	104	103	98	105	123	121	120	124	125	126	127	127	

（ ECBは利下げの選択肢を温存 ）

ECBは、2012年7月の利下げ後、政策金利を主要オペ金利0.75%、限界貸出ファシリティー金利1.5%、預金ファシリティー金利0.0%という超低金利に維持している。資金供給面でも昨年12月に固定金利・金額無制限による主要オペ(MROs)は少なくとも7月9日までは継続し、1カ月物の特別オペと3カ月物の長期オペも6月末までは主要オペ金利を適用することを決めている。

ドラギ総裁は、7日に開催した3月の政策理事会後の記者会見で、利下げについて協議した上で、幅広いコンセンサスで政策金利を据え置いたことを明らかにした。ECBの追加利下げは、マイナスの預金金利の導入か、政策金利間の差(コリドー)の縮小かを選択しなければならず、副作用も大きくなると考えられることから、今回の見通しでは、少なくとも14年末までは固定金利・金額無制限の資金供給と政策金利の据え置きを継続すると考えた。

その一方、不況の長期化が、危機国に留まらず、対外的な不均衡が認められないフランスやオラ

ンダなどの中核国にも広がっていることから、ユーロ圏が想定通りの景気回復軌道に乗らないリスクへの備えも必要である。ECBは、当面の間、追加利下げの景気回復への効果と副作用についての協議は継続すると思われる。

2. イギリス経済

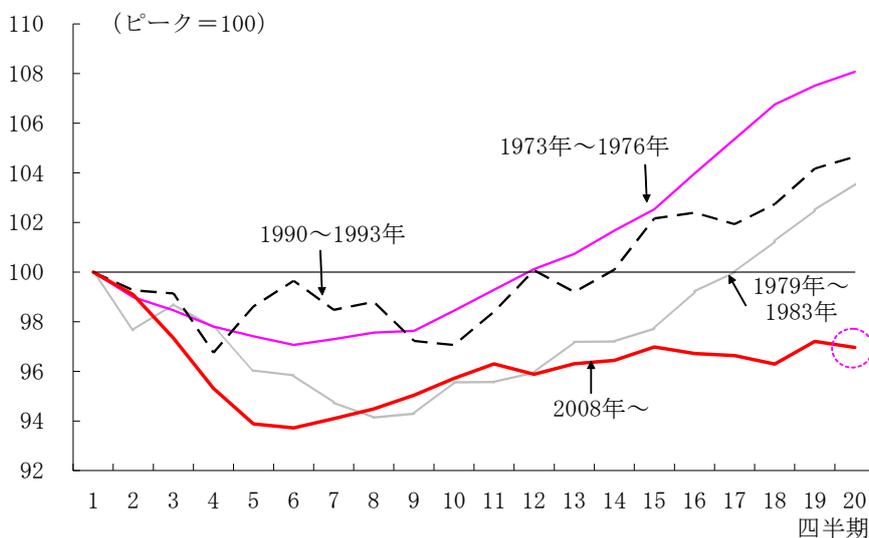
(10~12 月期は前期比マイナス 0.3% 成長)

イギリス経済は、①住宅バブル崩壊後のバランス・シート調整が終了していないこと、②ポンド安やエネルギー高の影響で、インフレの上振れが続き、実質可処分所得の伸びが抑えられたこと、③輸出先のおよそ半分のシェアを占めるなど結びつきの強いユーロ圏の債務危機と景気後退の影響を受け続けていること、④キャメロン政権が戦後最大規模という歳出削減を盛り込んだ、財政緊縮政策を進めていることから停滞が続いている。

10~12 月期のイギリス経済は、ロンドン・オリンピックによる押し上げ効果などが働いた7~9 月期の前期比 1.0% の高成長から一転して、同マイナス 0.3% と落ち込んだ。上記の 4 要因に加えて、オリンピック効果の剥落と北海油田の保守点検という一時的な影響が加わった結果である。

これにより、12 年の年間の成長率も前年比 0.2% に留まり、10~12 月期の実質 GDP の水準はまだ世界金融危機前を 3% 下回っている (図表 2-1)。

図表 2-1 イギリスの過去の景気後退局面における実質 GDP の推移



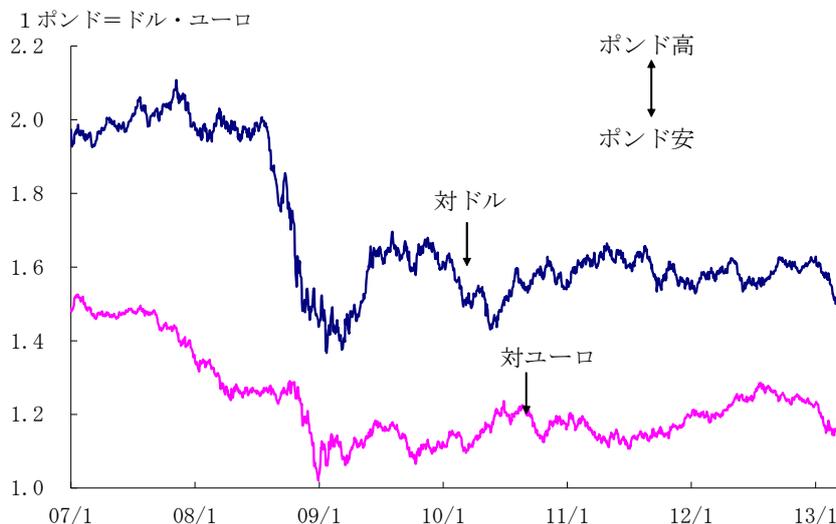
(資料) ONS

(2013 年中の景気回復ペース加速の可能性は低い)

2013 年もイギリス経済は一層の落ち込みは免れるものの、停滞をもたらした要因は大きくは改善せず、緩慢な成長に留まる見通しである。①のバランス・シート調整の圧力は、まだ解消には至らない他、②のインフレも、内生的な圧力は弱いものの、大学授業料やエネルギー価格の引き上げに、

ポンド安（図表 2-3）による輸入物価上昇の影響も加わることで、しばらくは高止まりが続くと見られる。③のユーロ圏の景気回復も先述のとおり極めて緩慢なペースに留まる。④のキャメロン政権の政策も、投資促進に重きを置いた成長戦略を強化する一方、財政緊縮策の基本方針は堅持している。2013年の成長率は前年比0.8%と低い水準に留まる見込みである。

図表 2-2 ポンド相場の推移



図表 2-3 イギリス予測表

	単位	2011年	2012年	2013年	2014年	2012年				2013年				2014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)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.9	0.2	0.8	1.4	0.3	▲0.2	0.2	0.3	0.5	1.1	0.5	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6
	前期比年率%	0.9	0.2	0.8	1.4	▲0.3	▲1.4	3.9	▲1.0	0.7	0.9	1.3	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8
消費者物価(CPI)	＃	4.5	2.8	2.6	2.0	3.5	2.8	2.4	2.6	2.7	2.8	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8
失業率	平均、%	4.8	4.9	4.7	4.5	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6	4.5	4.5	4.5
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

（ 関心を集めるBOEの次の一手 ）

中央銀行のイングランド銀行（BOE）は、2009年3月以降、政策金利を0.5%という創設以来の低水準に維持、2009年3月に導入したAPFと称する国債の買い入れによる量的緩和も過去6回、買い入れ金額の上限を引き上げてきたが、昨年10月末に名目GDPの25%に相当する3750億ポンドの上限に達した後の引き上げは見送っている。

量的緩和に関しては、BOEの金融政策委員会（MPC）の9人の委員の中でも、需給ギャップ縮小のために一段の追加を求める意見（2月はキング総裁を含む3票）の一方「構造調整を必要とし、銀行が制約を抱えている状況では、名目需要への効果は不確実で、実質GDPの押し上げに効果的な方法でない可能性がある（1月MPC議事録）」との慎重な立場をとる委員もあり、評価が割れている。2月の議事録からは、量的緩和の拡大に慎重な立場を採る委員が、昨年8月に導入した金融機関の貸出促進のための低利資金提供スキーム（FLS、2014年1月末期限）のようにターゲットを絞った政策の方が量的緩和よりも効果的と主張したことがわかっている。量的緩和の拡

大を見送った今月6日、7日に開催された3月の金融政策委員会（MPC）の票の内訳は20日の議事録公開まで明らかにならないが、FLSの効果の見極めにはなお時間が必要との理由から、内訳に大きな変化はなかったものと思われる。

BOEは今年7月にキング総裁に代わる新たな総裁としてカナダ中央銀行のカーニー総裁を迎えることになっている。新たな金融政策目標の導入など金融政策手法の転換を含む、追加緩和期待からポンド安基調も続くことになりそうだ。

(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。