

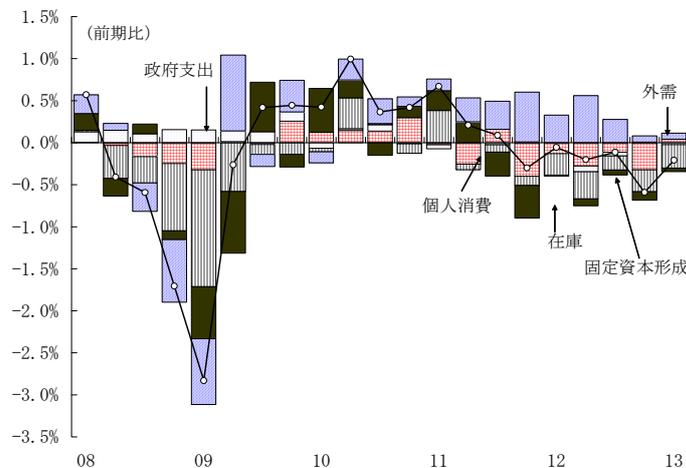
Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し —問われる雇用の危機への対応力—

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. ユーロ圏のマイナス成長は今年4～6月期まで続く見通しだ。7～9月期には下げ止まりが期待されるが、参加国の多くが財政健全化に取り組む一方、金融緩和策の効果が債務危機国には及ばないため、回復のペースは緩慢に留まる見通しである。
2. 2013年はマイナスのゲタも影響し、年間の成長率はマイナス0.6%と落ち込む。2014年は1%成長への緩やかな回復が期待される。銀行システムの強化、雇用対策の遅れは、不況をさらに長引かせるリスクとなる。
3. ユーロ圏全体の経常収支は黒字転化、債務国でも対外不均衡はほぼ解消している。金融安全網が強化されたことで、ユーロ圏が世界的な金融混乱の引き金となるリスクは大きく後退しているが、外部環境の悪化に対して脆弱である。
4. イギリスでは、個人消費の緩やかな拡大の半面、投資減少は続き、輸出も伸び悩んでいる。今後の回復も緩慢なペースに留まる見通しだ。ポンド安、インフレへの警戒も必要のため、カーニー新総裁誕生後のBOEがさらに異次元の緩和に踏み込む可能性は低い。

続く景気の落ち込み、歯止めが掛からない失業の増大 ～ユーロ圏需要項目別の実質GDP～



1. ユーロ圏経済

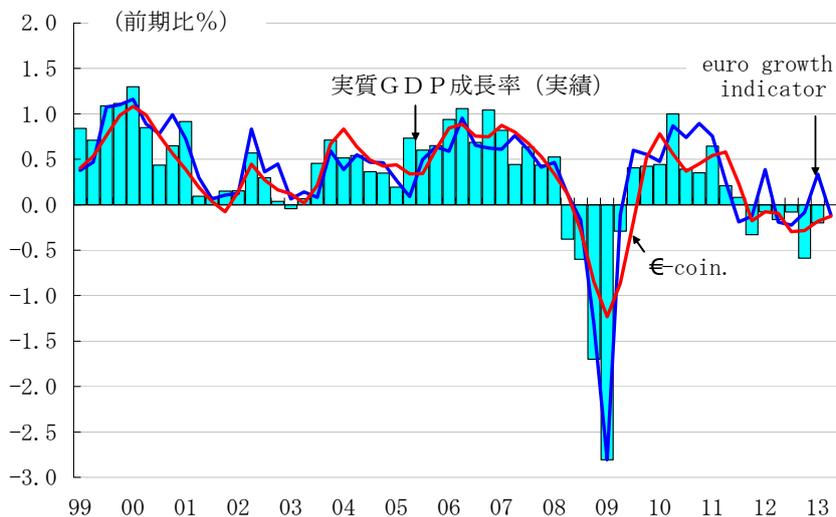
(世界金融危機後を超えた景気後退の長さ)

今年1～3月期までユーロ圏では6四半期にわたるマイナス成長が続き、ユーロ圏内の債務危機を原因とする景気後退の期間はすでに世界金融危機後を超えた。景気後退に陥っているのは、過剰債務の削減と競争力回復のための構造改革を迫られている南欧だけでなく、南欧と結びつきが強く、且つ、南欧と同じく労働市場の硬直性や財政赤字削減の遅れといった問題を共有するフランスのほか、オランダ、フィンランドなどの債権国でも景気は後退、失業率の上昇が続いている。

1～3月期のユーロ圏GDPの需要項目別の内訳を見ると(表紙図表参照)、昨年秋以降の金融市場の安定化による信用収縮の緩和、内需下げ止まりの期待に反して、固定資本形成は前期比1.6%とマイナスに沈み、8四半期連続の減少となった。個人消費は、プラスに転じたものの、同0.1%と前期までの落ち込み幅に比べると小幅な持ち直しに留まった。外需は成長に寄与したものの、輸入の減少幅が同マイナス1.1%と輸出の同マイナス0.8%を上回ったことによるもので、内容は後ろ向きである。

総合PMIや欧州委員会サーベイなど主要なサーベイ調査は、4～6月期のプラス転化が難しくなっていることを示唆している。欧州の有力シンクタンクで構成するユーロフレームが作成しているeuro growth indicatorやイタリア中央銀行のスタッフが作成している月次GDPの推計値・€-coin.などの指標も、4～6月期の段階では景気後退が続いていることを示唆している(図表1-1)。

図表1-1 ユーロ圏実質GDPと先行指標



(注) €-coin.は各四半期の平均値(直近は4～5月の平均値)を図示

(資料)欧州委員会統計局、ユーロフレーム、イタリア中央銀行

(外部環境改善、金融緩和効果の波及、インフレ鈍化で景気は緩やかに持ち直す見通し)

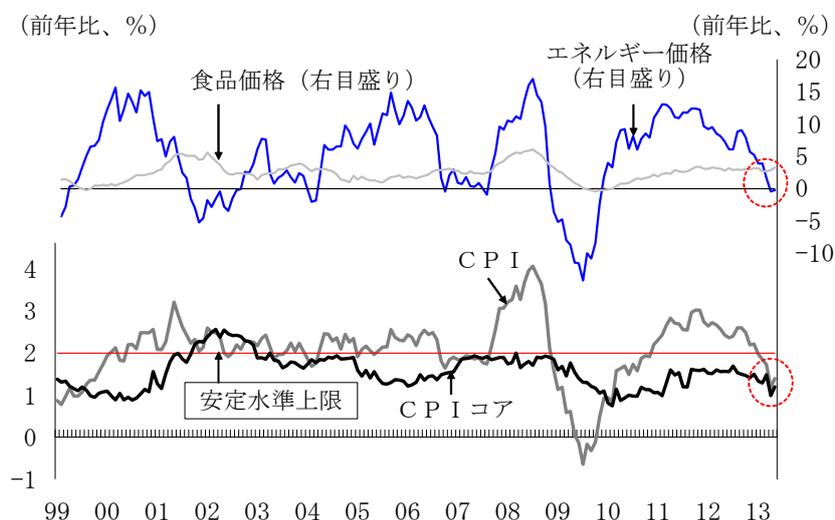
止まらない景気の悪化と失業の増大に対処するため、5月には欧州中央銀行(ECB)が追加利

下げに動き、景気後退により財政健全化目標の達成が困難になった国々について目標達成期限の延長を認める方向に転じつつある。米国の景気回復期待の高まりや、日本の異次元金融緩和といった外部環境の変化も手伝い、国債利回りは低下、株価は上昇した。こうした政策対応や外部環境改善の恩恵から、ユーロ圏でも、足もとでは、家計や企業のマインドの下げ止まりは確認できるようになった。

2013年後半のユーロ圏経済は、緩やかな回復に転じると期待される。世界経済の回復により、外需が引き続き成長に寄与することに加えて、昨年秋以降の市場の混乱の沈静化、さらに5月のECBによる追加利下げ効果の浸透で、内需の下げ止まりが期待されるからだ。

およそ2年にわたり、ユーロ圏のインフレ率は2%を超え推移していたが、前年比で見たエネルギー価格の落ち着きで1%台半ばまで鈍化している(図表1-2)。このことが、実質可処分所得にプラスに働き、個人消費の下支え要因になると期待される。

図表1-2 ユーロ圏インフレ率



(資料) 欧州委員会統計局

ユーロ圏経済が、年後半に緩やかな回復に転じても、本格回復には程遠い状況である。南欧を中心とする過剰債務と低い競争力に悩まされている国々では、バランス・シート調整と雇用の調整が続く、金融緩和の効果も届き難いため、内需の回復は見込み難い。フランスやオランダなどでも、財政健全化目標の達成期限の延長が認められる方向とは言え、財政健全化への取り組み自体は続き、景気を下押しする。

2013年のユーロ圏の年間成長率は2012年末にかけての成長の落ち込み加速と前半のマイナス成長が響き、前年比マイナス0.6%と12年に続くマイナス成長となる見込みである(図表1-3)。2014年には1%成長への回復が期待されるが、想定される回復のペースは極めて鈍いため、雇用の増大を伴うようになるまでには時間が掛かる。失業率の上昇に歯止めが掛かるのは2015年入り後と思われる。

図表 1-3 ユーロ圏予測表

| | 単位 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2012年 | | | | 2013年 | | | | 2014年 | | | |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| | | (実) | (予) | (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) | (予) | (予) | (予) | (実) | (実) | (実) | (実) | (実) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) |
| 実質GDP | 前年比% | ▲0.6 | ▲0.6 | 1.0 | 1.4 | ▲0.1 | ▲0.5 | ▲0.7 | ▲1.0 | ▲1.1 | ▲1.0 | ▲0.7 | 0.1 | 0.6 | 1.0 | 1.1 | 1.3 |
| | 前期比年率% | ▲0.6 | ▲0.6 | 1.0 | 1.4 | ▲0.2 | ▲0.8 | ▲0.5 | ▲2.3 | ▲0.8 | ▲0.2 | 0.6 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.3 |
| 内需 | 前年比寄与度 | ▲2.1 | ▲1.2 | 0.8 | 1.3 | ▲1.6 | ▲2.3 | ▲2.4 | ▲2.2 | ▲2.1 | ▲1.5 | ▲1.0 | ▲0.2 | 0.4 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| 民間最終消費支出 | 前年比% | ▲1.4 | ▲0.5 | 0.9 | 1.3 | ▲1.1 | ▲1.1 | ▲1.6 | ▲1.5 | ▲1.2 | ▲0.7 | ▲0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.2 |
| 固定資本形成 | “ | ▲4.3 | ▲3.6 | 0.7 | 1.5 | ▲2.7 | ▲4.1 | ▲4.5 | ▲5.3 | ▲5.5 | ▲4.2 | ▲3.4 | ▲1.8 | ▲0.0 | 0.6 | 1.0 | 1.2 |
| 外需 | 前年比寄与度 | 1.6 | 0.6 | 0.2 | 0.1 | 1.5 | 1.8 | 1.8 | 1.2 | 1.0 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 消費者物価(HICP) | 前年比% | 2.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 2.7 | 2.5 | 2.5 | 2.3 | 1.9 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 失業率 | 平均、% | 11.4 | 12.3 | 12.5 | 12.3 | 10.9 | 11.3 | 11.5 | 11.8 | 12.1 | 12.2 | 12.3 | 12.4 | 12.4 | 12.5 | 12.5 | 12.5 |
| ECB市場介入金利 | 期末、% | 0.75 | 0.50 | 0.50 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| ドイツ10年国債利回り | 平均、% | 1.5 | 1.7 | 2.3 | 2.7 | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.8 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 対ドル為替相場 | 平均、ドル | 1.28 | 1.30 | 1.30 | 1.29 | 1.31 | 1.28 | 1.25 | 1.30 | 1.32 | 1.31 | 1.28 | 1.29 | 1.29 | 1.30 | 1.30 | 1.30 |
| 対円為替相場 | 平均、円 | 103 | 128 | 138 | 142 | 104 | 103 | 98 | 105 | 122 | 129 | 129 | 133 | 135 | 138 | 138 | 139 |

(不況長期化のリスクは残る)

ユーロ圏経済の不況はさらに長引くリスクがある。長期不況に歯止めを掛けるには、各国レベル、ユーロ圏レベルでの、なお一層の努力が必要である。特に以下の2点を指摘しておきたい。

第1のリスクは、銀行システムの強化が遅れ、債務危機国に金融緩和の効果が浸透しない状況が放置されたままとなることである。ECBによる単一銀行監督制度(SSM)の発足はもちろんのこと、共通の手続きによるストレス・テストに基づいて、銀行の再編・整理を促す必要がある。財政基盤が脆弱な国の銀行が増資資金を手当てできない場合のバック・ストップとして、ESMを直接利用できるような道を拓くことが、信用収縮に歯止めを掛ける上で有効だろう。

第2のリスクは、歯止めが掛からない失業の増大、特に深刻な若年雇用問題に有効な手立てが打たれないことである^(注1)。雇用問題がとりわけ深刻な南欧では、新規雇用の創出を妨げる労働市場の硬直性、二重構造の解消に取り組んでいるが、雇用の創出には、仲介機関のマッチング能力、就業訓練や教育の強化、更に学校と仕事の移行を円滑化するための積極的な雇用政策(ALMP)の有効な活用も欠かせない。財源不足への対策として、引き続き欧州投資銀行(EIB)やEU財政の効果的な活用が期待される。ユーロ圏の中でも南欧では雇用に占める中小企業の比率が高い。銀行の問題解決を急ぎ、信用収縮の改善に取り組むことは、雇用対策としても重要である。

(外部環境の悪化にも脆弱)

ユーロ圏の景気下げ止まりには外需の成長への寄与が必要である。米国の景気回復期待の高まりは、ユーロ圏におけるマインドの改善にも貢献したが、米連邦準備制度理事会(FRB)の金融緩和の出口が近づくことが、ユーロ圏にとっての逆風となる可能性もある。域外の輸出先としては米国に次ぐ重みを持つようになっている中国経済の回復が期待に届かないリスクもある。日銀による4月の異次元金融緩和は、ユーロ圏の国債市場や株式市場にもプラスの影響を及ぼしたものの、ここきて、日本株の推移は不安定化している。日本の景気回復が期待を下回ることもマイナスの材料となる。

ユーロ圏全体の経常収支は黒字転化、債務国も対外不均衡はほぼ解消している。ECBも含めた金融安全網が強化されていることもあり、世界的な金融混乱の引き金となるリスクは大きく後退している。しかし、ユーロ圏が成長・雇用の危機的な状況を抜け出す目処は立っておらず、外部環境

の悪化に対して脆弱である。

(注1) ユーロ圏の失業問題については「[ユーロ危機の新たな段階 債務危機から雇用危機へ](#)」をご参照下さい。

(ECBは追加利下げの選択肢を温存)

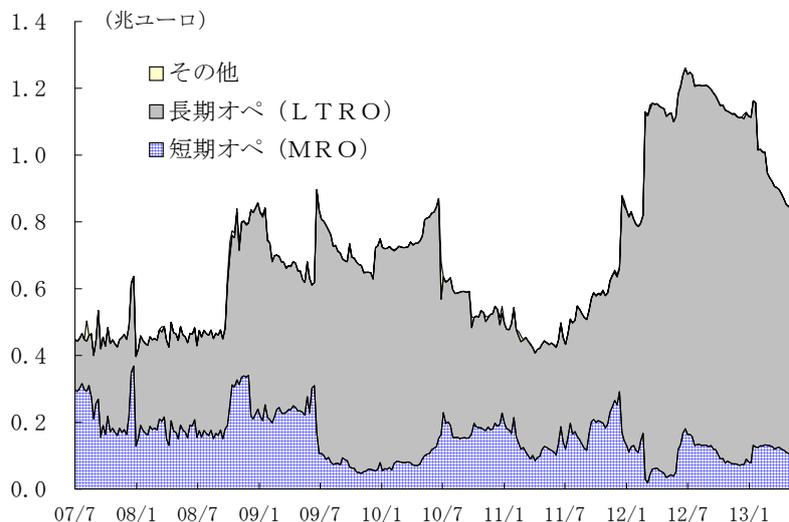
ECBは、2013年5月の政策理事会で主要オペ金利を25bp引き下げ、0.5%とすることを決めた。5月の決定は、政策金利のうち、限界貸出ファシリティ金利は50bp引き下げて1.0%とする一方、預金ファシリティ金利は0.0%で据え置くもので、3つの政策金利の差(コリドー)は75bpから50bpに縮小した。

5月の理事会では、資金供給に関しても、固定金利・金額無制限による主要オペ(MROs)を少なくとも2014年7月まで延長、1カ月物の特別オペと3カ月物の長期オペ(LTRO)も14年6月末までは継続することを決めた。

従来の資金供給に関する決定は、ユーロシステムの経済見通し公表月にあたる6月と12月に行われ、コミットメントも半年単位であったのに対し、今回は5月決定に1カ月前倒しで、しかも1年先までコミットメントであった。政策金利に関するコリドー縮小の決定と併せて、中核国にまで広がり始めた成長と雇用の悪化に対するECBとしての危機意識の表れと思われる。

こうした追加緩和の動きの一方、昨年秋以降の市場の緊張緩和により、予備的に資金を確保してきた銀行による3年物LTROの前倒し返済は続いている(図表1-4)。資金供給残高のピークアウトという点ではECBの出口戦略はすでに始まっているという見方も可能だ。しかし、債務危機国の銀行のECBからの調達金額は、危機以前に比べて遥かに高い水準に留まったままだ。

図表1-4 ECBの資金供給残高



(資料)ECB

ユーロ圏市場では、金融緩和をしても、南欧の危機国における貸出の増大という結果に結びつかない。原因は、政策金利の水準ではなく、過剰債務と景気悪化を背景とする信用リスクの増大と銀行の資本不足という悪循環が断ち切られていないことにある。こうした問題に対する追加利下げの

効果は限られている上に、追加利下げは、25bp へのコリドールの縮小か、コリドールを維持し、マイナスの預金金利を導入するかという難しい選択肢となる。ドラギ総裁は、6月の政策理事会後の記者会見でマイナスの預金金利について「技術的準備は出来ている」としつつも「ある程度の予期せぬ影響がある」との警戒も表明している。

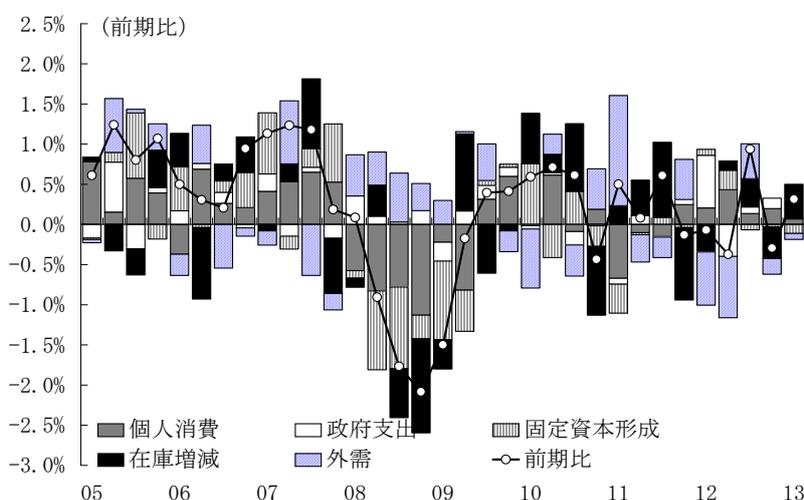
ECBが6月に公表したスタッフ経済見通しや今回の弊社予測が想定しているように、4～6月に下げ止まり、7～9月期以降、緩やかにせよ回復軌道に乗ることが見通せる段階では、敢えて効果が疑問視される上に、副作用が懸念されマイナスの預金金利導入には踏み込まないだろう。2014年中は主要オペ金利を0.5%の超低水準で維持、利上げが視野に入るのは2015年後半になると思われる。

2. イギリス経済

(1～3月期は前期比 0.3%成長)

1～3月期のイギリス経済は前期比0.3%成長であった(図表2-1)。昨年7～9月期はオリンピック効果もあり、3期連続のマイナス成長から前期比0.9%と急回復したものの、10～12月期はオリンピック効果の剥落や北海油田の保守点検などの影響で落ち込んだ。過去2年半、イギリス経済は、ほぼ横ばいで推移しており、世界金融危機前のピークを更新できないままである。

図表2-1 イギリスの需要項目別実質GDPの推移



(資料) ONS

今年1～3月期まで、個人消費は弱いながらもプラスの伸びを維持している。住宅市場は持ち直しつつあり、雇用は底固さを保っていることが下支え要因となっている。同時に、所得は特に実質ベースで伸び悩んでおり、家計の債務水準の高さも個人消費の抑制要因となっている。

固定資本形成は減少が続いている。キャメロン政権は、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維持しながら、法人税率の段階的引き下げなどを通じて、「より力強く、持続可

能で、バランスのとれた成長」を目指す成長戦略を展開している。インフラ整備の優先プロジェクトを「国家インフラ計画」としてまとめ、迅速化と民間投資の動員も図っている。イングランド銀行（BOE）は、超低金利の維持と量的緩和に加えて、昨年8月に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）を導入している。しかし、これらの政策による、民間投資の促進効果は未だ明確には現れていない。

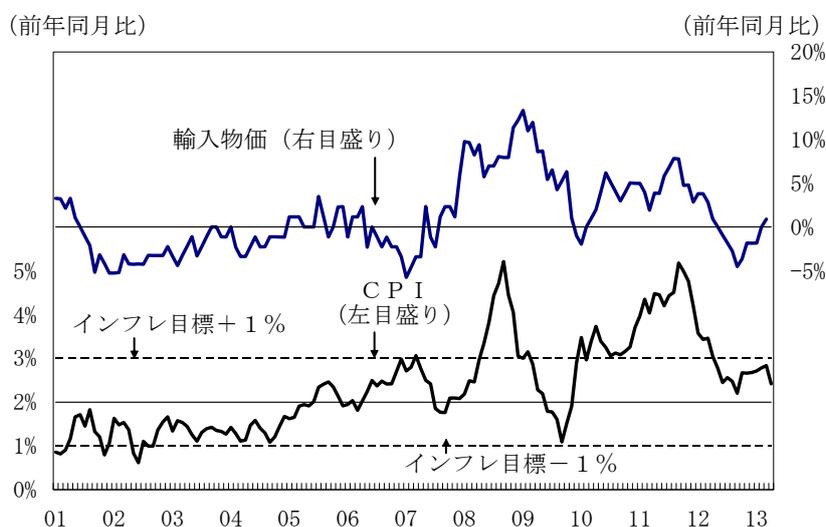
輸出は、最大の貿易相手地域であるユーロ圏の不振から伸び悩んでおり、外需は成長の押し下げ要因となっている。

（インフレ率はピークアウトも目標を上回る推移が続く）

英国国家統計局（ONS）は、世界金融危機後のイギリス経済の回復が、イタリアを除く主要先進国に遅れをとっている原因として、インフレ率が他国よりも遥かに高い前年比3%超の水準で高止まりし、実質可処分所得の伸びが抑制されたことを指摘している（注2）。

世界金融危機後、イギリス以外の主要先進国のインフレ率は金融危機前よりも鈍化した。イギリスはむしろ加速した。内生的なインフレ圧力は弱いものの、2008年から2009年にかけて進んだポンド相場の大幅下落による輸入物価の上昇という危機の影響と、付加価値税率（VAT）の引き上げ（2011年1月、17.5%→20%）や大学授業料など規制価格の引き上げなどの危機対応策が物価を押し上げたからである（図表2-2）。

図表2-2 イギリスのインフレ率



（資料）ONS

インフレ率は、12年半ば以降、一連の一時的な物価押し上げ要因が剥落したこともあって、ようやく前年比で3%を下回るようになった。しかし、直近の4月でも同2.4%とBOEのインフレ目標の2%を超えている。BOEは、5月に公表した最新の「インフレ報告」で、インフレ率の目標水準への収束には向こう2年を要するとの見方を示している。

（注2）ONS, “Economic Review, June 2013”。

(2013 年後半の景気回復ペースも緩慢。BOEは現状維持を継続)

先述のとおり、2013 年後半もユーロ圏の回復は鈍いものに留まる見通しであり、イギリスにとって外部環境は引き続き厳しい。個人消費の緩やかな回復は続くものの、投資の加速は期待できず、成長率は 2013 年前年比 0.9%、2014 年 1.6%と、2%近辺と見られる潜在成長率よりも低い水準に留まる見込みである。

図表 2-2 イギリス予測表

| | 単位 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2012年 | | | | 2013年 | | | | 2014年 | | | |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| | | (実) | (予) | (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 |
| 実質GDP | 前年比% | 0.3 | 0.9 | 1.6 | 1.7 | 0.5 | 0.0 | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 1.2 | 0.6 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.7 | 2.0 |
| | 前期比年率% | 0.3 | 0.9 | 1.6 | 1.7 | ▲ 0.3 | ▲ 1.5 | 3.8 | ▲ 1.2 | 1.3 | 0.9 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.9 | 2.0 | 2.4 |
| 消費者物価(CPI) | 〃 | 2.8 | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 3.5 | 2.8 | 2.4 | 2.6 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| 失業率 | 平均、% | 4.8 | 4.6 | 4.4 | 4.0 | 4.8 | 4.8 | 4.7 | 4.7 | 4.6 | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 4.4 | 4.3 | 4.3 |
| BOEレボ金利 | 期末、% | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 1.00 | 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

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している。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。しかし、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、量的緩和の拡大を見送っている。

BOE の金融政策委員会 (MPC) の 9 人の委員は、金融危機後の環境においては、インフレ目標の達成に、より長い時間をかけることが適当という判断は一致している。しかし、成長と雇用のために、量的緩和を拡大すべきか、という点では見解が割れている。MPC の議事録によれば、今年 2 月から 5 月までの MPC ではキング総裁を含む 3 名の委員が、経済のリバランスを促すとの立場から、250 億ポンドの上限の引き上げに票を投じている。他方、6 名の委員は、すでに金融環境は極めて緩和的であり、これ以上の緩和は出口のプロセスを複雑にするため、これまでの政策の効果を見極めるべきとの立場から据え置きに賛成票を投じている (6 月 MPC の議事録公開は今年 19 日公開予定)。

7 月 1 日、BOE の新総裁に前カナダ中銀総裁のカーニー氏が就任する。イギリスでは、ポンド安やインフレの上振れが、個人消費の回復を阻害するリスクへの警戒も必要である。日本銀行のように総裁の交代をきっかけに、さらに異次元の緩和に踏み込む可能性は低いと思われる。

(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。