

西欧経済の見通し

～2013 年に底入れを探る展開も、内需の停滞からほぼゼロ成長に～

1. 総論

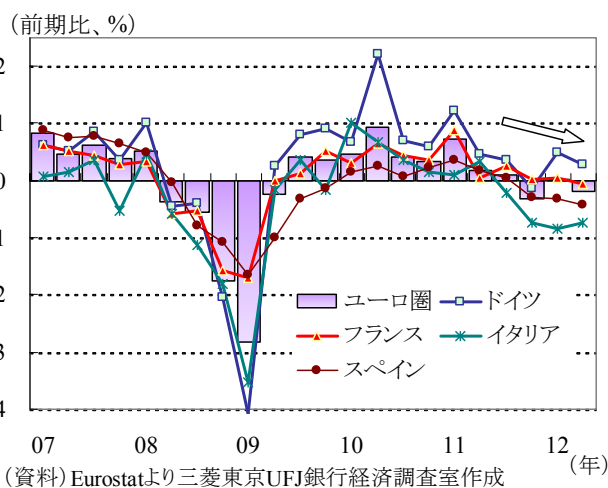
(1) 景気の現状

欧州経済は低迷

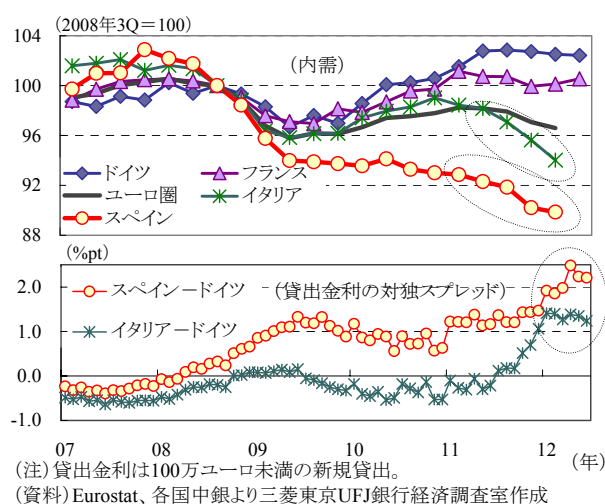
第 2 四半期は再びマイナス成長

欧州経済は低迷が続いている。ユーロ圏の第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%と 2 期ぶりのマイナス成長となった。ドイツでは、輸出と消費が投資の落ち込みを補い同 0.3%のプラス成長を確保したものの、フランスは消費と純輸出の下押しにより、3 期連続のゼロ成長にとどまった。内需の弱さが目立つイタリアとスペインはそれぞれ同▲0.7%、同▲0.4%とマイナスが続いた（第 1 図）。両国の失業率がユーロ導入以来の最高水準で高止まりしたほか、金融市場の緊張に伴う借入れコストの上昇も響いた（第 2 図）。7 月以降の景況感指数などは、第 3 四半期も再び経済が縮小することを示唆している。

第 1 図：欧州の実質 GDP 成長率



第 2 図：ユーロ圏各国の内需と貸出金利



(2) 今後の見通し

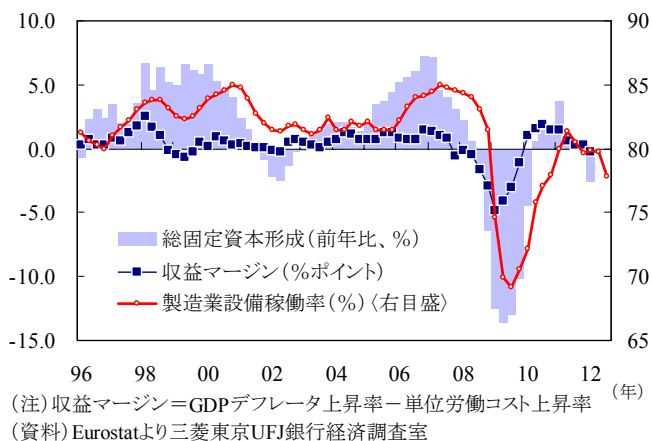
2012 年後半に景気が底打ちする材料は乏しい

こうした状況下、欧州経済は今後も低迷が続くとみられ、2012 年の実質 GDP 成長率はユーロ圏で▲0.5%、英国で▲0.7%、2013 年はそれぞれ 0.1%、0.3%と予想される。2012 年については製造業の景況感の悪化が足元で特に目立つなか、スペインとフランスで財政緊縮策が追加された

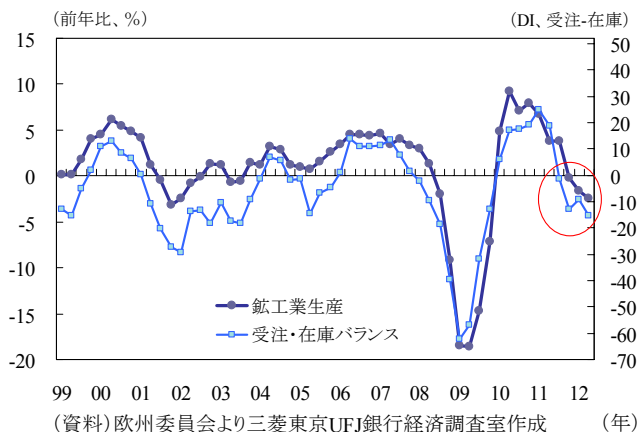
循環面からみても
景気展開は下降方
向

こともあり、年後半に景気が底打ちすることは難しい。また、景気を循環面から確認しても、設備稼働率は低水準にあり設備の過剰感は払拭されず、企業の収益マージンも下向きである（第3図）。在庫調整も未完了のため、当面の景気展開は下降方向といえよう（第4図）。

第3図：設備稼働率と企業の収益マージン



第4図：鉱工業生産と受注・在庫バランス



2013年もイタリア
やスペインでマイ
ナス成長続く

景気の底入れを探
る展開、ユーロ圏は
ほぼゼロ成長に

ECBは追加利下げ
を視野に

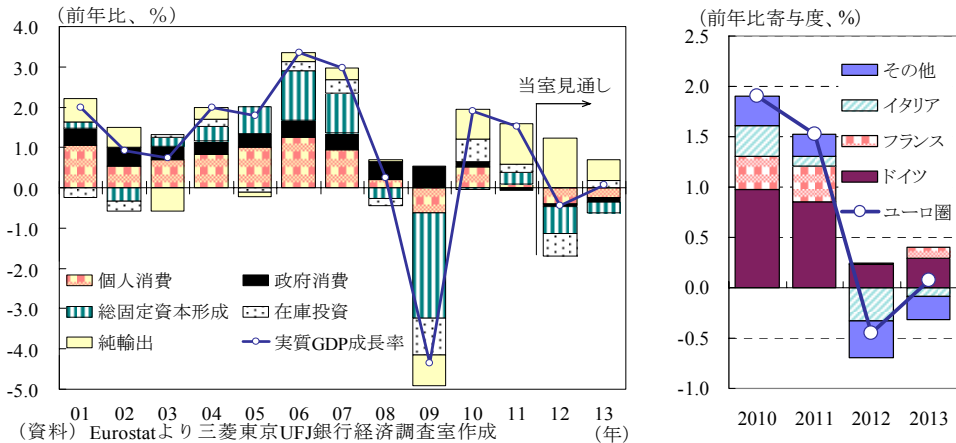
2013年についても、大規模な財政緊縮の続くスペインやイタリアではマイナス成長が続こう。特に住宅バブルの調整が継続するスペインでは、今年同様に▲2%に近い成長率が想定される。一方でドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に、個人消費が当面下支えされる見通しである。米国や中国の景気が持ち堪えれば、ユーロ安が追い風となり、輸出の底堅さも顕在化しよう。こうしてドイツが低迷の続く他のユーロ圏諸国のマイナスを相殺する形で、ユーロ圏全体ではほぼゼロ成長となる見込みである。

英国でも今年から来年にかけて、低成長が続くとみられる。家計のバランスシート調整と財政緊縮が景気を下押しし、2012年はマイナス成長が予想される。2013年は消費者物価上昇率の低下に伴う実質可処分所得の増加により個人消費が下支えされることで、かろうじてマイナス成長を免れるとみられる。

金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は景気の落ち込みによりインフレ圧力が抑制されていることを背景に、7月に利下げを行い、リファイナンス金利を過去最低の0.75%、中銀預金金利を0.00%とした。ECBに対する資金依存の大きいイタリアやスペインの銀行のコスト軽減などを通じて景気を下支えするため、追加利下げも視野に入ってきた。

一方で英国中銀（BOE）は、インフレ率の鈍化から金融緩和の余地が一層広がる。ただし、経済情勢が芳しくないなか追加緩和に踏み切っても、資金需要が盛り上がる可能性は小さいと考えられる。

第5図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と国別の見通し



2. ユーロ圏

(1) 債務調整圧力と域内需要の停滞

当面、財政面からの
内需の下押し圧力
は避けられない

ユーロ圏の構造問題である債務調整圧力は、来年も景気回復の大きな重石となりそうだ。まずユーロ圏の財政緊縮額は、スペインの追加決定や、フランスの「2013年の税収不足が330億ユーロ」との発表もあり、2013年もGDP比1.1%に相当する規模となろう(第1表)。引き続き消費や投資の抑制を通じて当面、財政面からの内需の下押し圧力は避けられない。

スペインでは住宅
バブル調整も続く

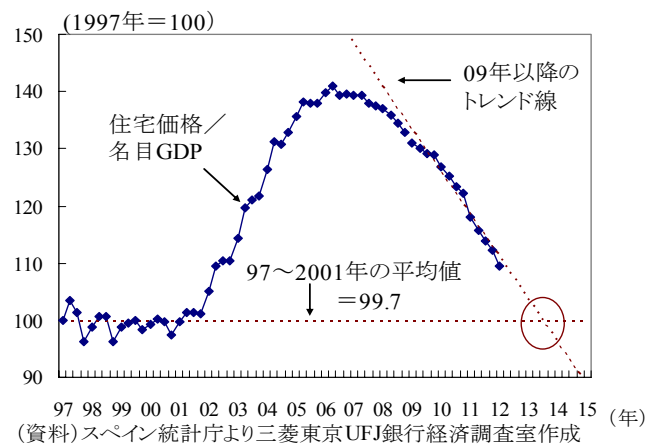
加えて、欧州域内需要の回復の足を引っ張るスペインでは、2008年の住宅バブル崩壊に伴い増大した民間部門の債務調整圧力が続くと思われる。この調整は少なくとも2014年頃まで継続する虞が強く(第6図)、引き続き域内需要の回復の構造的な重石となろう。

第1表：ユーロ圏各国の財政緊縮額

	(GDP比、%)				
	2009	2010	2011	2012	2013
ユーロ圏	▲4.3	0.2	2.1	1.0	1.1
ドイツ	▲3.1	▲1.1	3.3	0.3	0.3
アイルランド	▲6.7	2.8	1.8	1.1	0.8
イタリア	▲2.7	0.9	0.6	1.3	1.1
ポルトガル	▲5.2	▲0.3	6.2	0.8	1.2
スペイン	▲6.7	1.9	0.4	3.2	1.9
フランス	▲4.3	0.5	1.9	0.7	2.2
ギリシャ	▲3.4	5.1	1.3	2.2	4.3

(注1) プラスは財政緊縮、マイナスは財政緩和を意味する。
財政収支(2012年7月IMF発表)の前年差を財政緊縮/緩和額とみなす。
(注2) スペインとフランスの追加緊縮も含む。
(注3) アイルランドの2010年と2011年分は銀行の資本注入分を除く。
(資料) IMF、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：スペインの住宅バブル調整



(2) ドイツの下支え

堅調な雇用・所得環境が個人消費を当面下支え

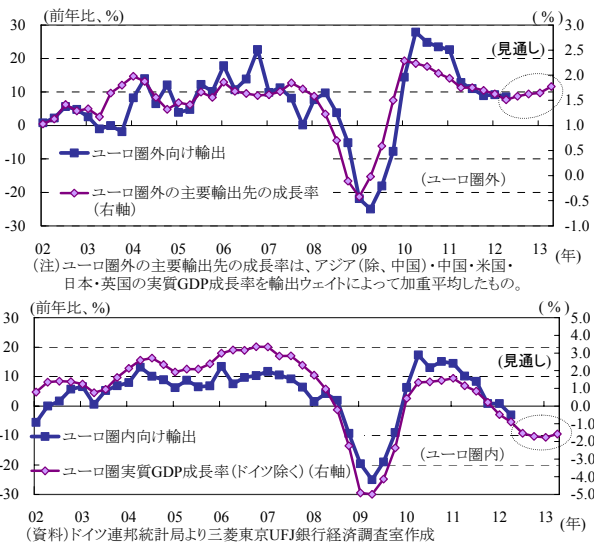
ユーロ安を追い風に、輸出の底堅さが顕在化へ

緩和的な金融環境もドイツ経済を支える要因に

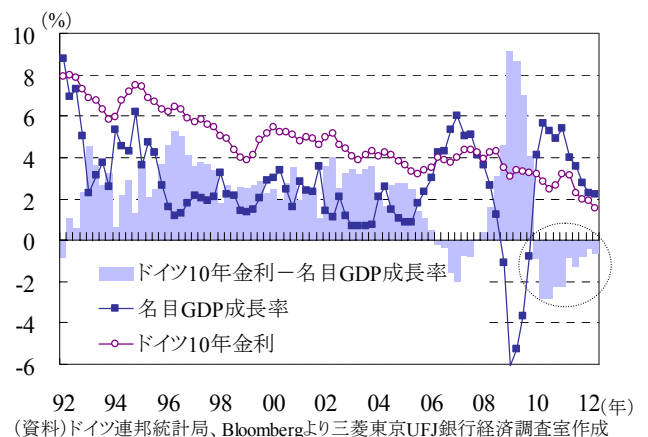
債務問題の悪影響は、周縁国向け輸出の落ち込みを通じて、牽引役のドイツにも波及している。ドイツの8月の製造業PMIは45.1と6カ月連続で業況の拡大・縮小の境目である50を下回っており、またIfo景況感指数も7月に103.3と、約2年ぶりの水準に低下している。一方で、同国の失業率は直近7月も6.8%と、東西統一以来の最低水準にとどまっているほか、協定賃金も上昇傾向にある。こうした堅調な雇用・所得環境により、同国の個人消費は当面下支えされる見通しである。

また、ユーロ圏内向け輸出は今後もマイナス圏での推移が避けられないが、ドイツの主要輸出先である米国や中国の景気がこの先持ち堪えることができれば、ユーロ安を追い風に、ユーロ圏外向け輸出の底堅さが顕在化すると期待できる(第7図)。加えて、周縁国の不安定な金融市場を受けてドイツ国債の長期金利が1%台後半という低水準にある等、緩和的な金融環境もドイツ経済を支える要因となろう(第8図)。このため、厳しい状況ではあるが、ドイツは来年も1%程度の成長を確保すると見込まれ、低迷が続く他のユーロ圏諸国のマイナスを相殺する形で、ユーロ圏全体でも辛うじてマイナス成長を回避すると想定される。

第7図：ドイツ輸出見通し



第8図：ドイツ名目GDP成長率と10年金利



(3) 債務問題の影響

ギリシャ、スペイン債務問題の想定以上の深刻化が景気の下振れリスク

こうしたなかで景気下振れ要因となる可能性があるのが、ギリシャとスペインの債務問題と、それに対する政策対応の動向である。

ギリシャについては、9月半ばにもEU/IMF/ECBの調査団が、財政再建プログラムの進捗状況や2013-14年の追加緊縮策の実効性に関する評価を明らかにする。仮に評価が低ければ次回融資(7-9月期に予定していた313億ユー

ロ)が実行されず、ギリシャが一気に資金繰りに行き詰まるおそれもある。

スペインについては、①EFSF(欧州金融安定ファシリティ)／ESM(欧州安定メカニズム)およびECBによる国債購入が早期に実現するのか、②9月後半の個別銀行の資本不足額発表と年末～年明けの公的資金注入がスムーズに実現するのか、が焦点である。

ギリシャ向け支援 打ち切りの公算は 当面小さい

ギリシャについては、債務問題からの立ち直りは依然容易ではないとみられる。景気下振れのため昨年 GDP 比 9.3%だった財政赤字を計画値(今年同 7.3%、来年同 4.6%)まで削減できそうにないうえ、現政権が労働市場改革に後ろ向きであり、中長期的な成長底上げも望みにくいからだ。現行の財政再建プログラムは、実質 GDP 成長率が昨年の▲6.9%から2015年に3%まで高まることを前提にしている。

もっとも、現行プログラムの行き詰まりがみえても、EU がギリシャ向け金融支援の打ち切りに踏み切る公算は当面小さいであろう。ギリシャのユーロ離脱観測をきっかけに、ユーロ圏経済の約 1 割を占めるスペインの市場金利が急上昇し、同国の政府債務が雪だるま式に拡大する(=発散する)おそれがあるからだ。

スペインは今後 2 ～3 年間で正念場

スペインにとっては、ここ 2～3 年間で債務問題を乗り越えるための正念場と思われる。7 月発表の大型の追加緊縮策により、昨年 GDP 比 8.9%だった財政赤字を政府目標(今年同 6.3%、来年同 4.5%)まで引き下げることは視野に入ってきたが、前述のように住宅バブル崩壊の調整が続いているうえ、銀行の不良債権問題への対応(資本注入)はこれからまさに山場を迎える。

ただし、スペインはギリシャと異なり、政府債務残高が GDP 比 100%未満にとどまるうえ、労働市場改革や産業構造改革に正面から取り組んでおり、将来的な成長率向上が期待できる。その実現までの 2～3 年間、政府債務の発散を防ぐために市場金利を抑えることが肝要である。EFSF/ESM や ECB による国債購入の実現は、その意味でもスペイン経済の行方に大きな影響を持つといえよう。

(大幸 雅代)

3. 英国

(1) 家計のバランスシート調整、財政緊縮等が景気を下押し

英国景気は後退

足元の英国景気は後退している。今年第2四半期の実質GDP成長率は、前期比▲0.5%と、例年よりも雨が長く悪天候が続いたことや女王即位60周年の祝日が1日増えたことなどもあり、大きな落ち込みをみせた。今後も英国景気については、下押し要因が多く、来年にかけて低成長が続く見通しである。

個人消費は低迷

英国経済のけん引役であるべき個人消費については、来年にかけて低迷が見込まれる。その理由の1つが家計のバランスシート調整である。英国では、2000年頃から2008年前半までの景気拡大期に、住宅価格の上昇に合わせ、住宅ローン等を中心に家計の債務残高が可処分所得の1.6倍まで増加した(第9図)。その後、グローバル金融危機を経て、家計はバランスシート調整を始めたものの、足元で家計の債務残高は可処分所得の1.42倍と調整途上にある。その結果、貯蓄率は今年第1四半期に6.4%と1997年以降でも高い水準にとどまっている。家計のバランスシート調整は当面続くものとみられ、個人消費の下押し要因となろう。

家計のバランスシート調整は継続

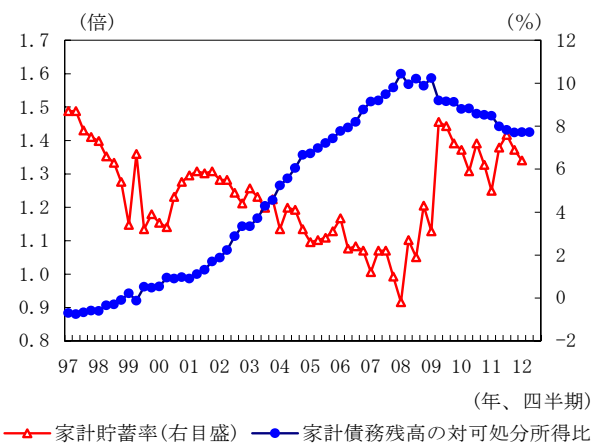
また、失業者保険申請者ベースの失業率は今年7月も4.9%と高い状況が続いている(第10図)。雇用者数がやや増加したものの、増えたのはパートタイムや期間限定の労働者であり、雇用情勢が本格的に回復する兆しはみられない。

雇用情勢は停滞

ただ一方で、今年に入り、昨年1月の付加価値税率引き上げの効果剥落や、原油価格の低下により、消費者物価上昇率が低下しているのにあわせ、実質可処分所得が増加し始めた。今年から来年にかけて、消費者物価上昇率は低下するとみられることから、今後も実質可処分所得の増加を期待できよう。これが数少ない個人消費の下支え要因になると考えられる。

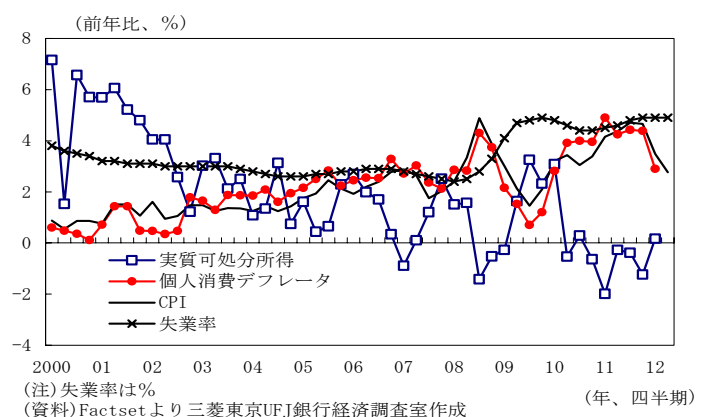
実質可処分所得は増加

第9図：家計債務残高と貯蓄率



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：実質可処分所得・貯蓄率及び失業率



(注)失業率は% (資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2012 年度の財政赤字削減は一時的要因を含む

トリプル A 格維持のため、財政緊縮は継続

財政緊縮も引き続き、英国景気の下押し要因であろう。2012 年度予算発表時に示された財政収支見通しによれば、2012 年度は GDP 比▲5.9%と昨年の▲8.3%から 2.4%ポイント改善する見込みである（第 11 図）。一方、2013 年度については、▲6.0%と財政緊縮の手綱が緩むようにみえるが、実態はそうではない。2012 年度の大幅な財政収支改善は、これまで民間の年金として運営されてきた郵便事業を営むロイヤルメールの年金が法改正により公的年金に組み入れられることになり、財政赤字が 280 億ポンド（GDP 比 1.8%）削減されるという一時的効果によるものである。決して 2013 年度に財政緊縮の手綱が緩むわけではない。キャメロン政権はトリプル A 格の維持を明言しており、財政緊縮は継続されるであろう。こうした財政緊縮もまた、景気の下押し要因となろう。

(2) 難しい輸出主導の景気回復

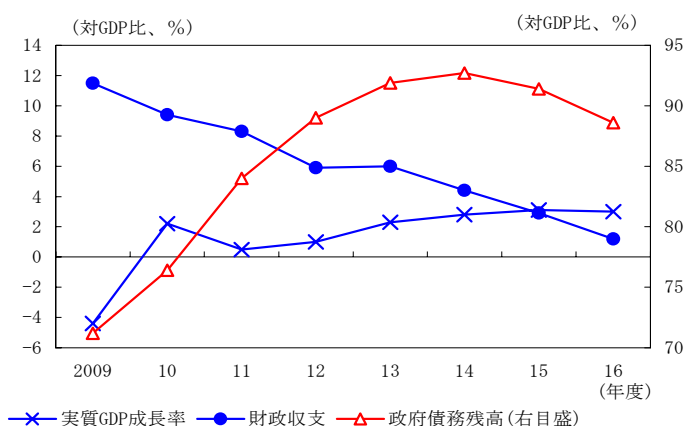
輸出の約半分がユーロ圏向け

こうした状況下、景気のけん引役として輸出が期待されるが、英国では、輸出主導の景気回復も難しいとみられる。その理由としては、英国の輸出先をみると、EU が全体の 53.2%（内、ユーロ圏が 47.0%）と、約半分を占めていることがあげられる（第 12 図）。ユーロ圏の景気については、周縁国の債務問題などで、来年にかけて低迷が見込まれている。そのため、ユーロ圏向けの輸出回復を期待することは難しい。また、米国向けが 13.3%と国別では最も大きい構造となっている。米国景気も今年から来年にかけて 2%台前半の力強さに欠ける成長率にとどまる見通しであり、米国向け輸出に期待することもできない。

国別では米国向けが最大

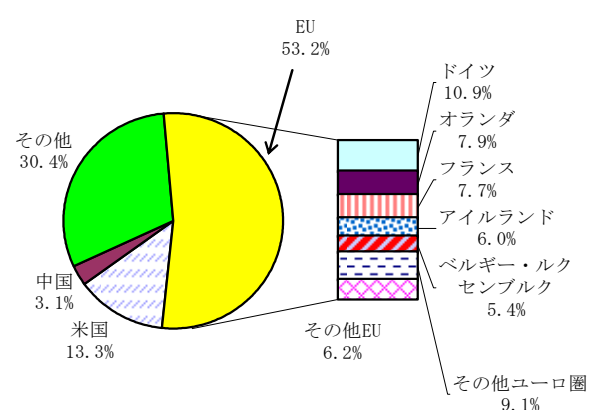
それらを踏まえると、英国景気を輸出が牽引することは難しいといえよう。

第 11 図：財政の動向



(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：英国の輸出先シェア (2011 年)



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 効果の現れない金融政策

BOE は量的緩和策を拡大

銀行貸出は伸びず

資金需要の回復は難しい

英国中銀（BOE）は昨年10月以降3回にわたり、合計1,750億ポンド資産買取枠を拡大した（第13図）。しかし、その効果は依然として見られない。金融機関が十分に流動性を保有し、貸出を増加させることを期待したが、住宅ローン残高の伸び率が低迷しているほか、民間企業向け貸出残高の伸び率は引き続き前年水準を下回っている。景気後退に陥るなか、企業等の資金需要が弱くなっていることなどが影響しているとみられる。

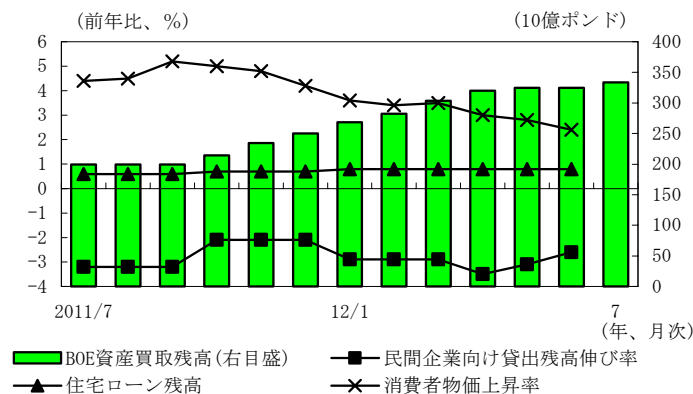
消費者物価上昇率が前年比2%台前半まで低下し、さらに来年にかけても低下傾向と予測されることから、今後、BOEの一層の金融緩和の余地は広がるが、家計のバランスシート調整や財政緊縮が継続すること、英国外の経済情勢も芳しくないことからすると、資金需要が盛り上がる可能性は小さいと考えられる。

(4) 2013年もほぼゼロ成長

2012年は▲0.7%、
2013年は0.3%成長

今年から来年にかけて、英国経済は低成長を続けるであろう。2012年の実質GDP成長率は前年比▲0.7%とマイナス成長の見込みである。2013年も消費者物価上昇率低下に伴う実質可処分所得の増加により、個人消費が下支えされることで、かろうじてマイナス成長を免れるものの、前年比0.3%にとどまる見通しである。

第13図：BOEの資産買取実績、銀行貸出及び消費者物価上昇率の動向



(注) 民間企業向け貸出残高、住宅ローン残高は2012年3月までは四半期の伸び率を3ヶ月毎、月次で表示している
(資料) BOE、Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 本多 克幸)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2011 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
ユーロ圏	13,115	1.5	▲ 0.5	0.1	2.7	2.3	1.7	▲ 45	▲ 21	149
ドイツ	3,577	3.1	0.8	1.2	2.3	2.0	1.8	2,054	1,802	1,732
フランス	2,776	1.7	0.1	0.5	2.1	2.1	1.6	▲ 620	▲ 584	▲ 482
イタリア	2,199	0.5	▲ 2.0	▲ 0.5	2.8	2.8	2.2	▲ 701	▲ 465	▲ 323
英国	2,418	0.8	▲ 0.7	0.3	4.5	2.7	1.9	▲ 466	▲ 451	▲ 415

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
名目GDP	2.8	1.9	2.2	3.6	0.9	1.4
実質GDP	1.5	▲ 0.5	0.1	0.8	▲ 0.7	0.3
<内需寄与度>	0.5	▲ 1.7	▲ 0.5	▲ 0.4	0.2	0.4
<外需寄与度>	1.0	1.2	0.5	1.2	▲ 1.0	▲ 0.1
個人消費	0.2	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 1.0	▲ 0.2	0.5
政府消費	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	2.5	▲ 0.2
総固定資本形成	1.6	▲ 3.6	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 0.7	▲ 0.6
在庫投資	383	▲ 91	60	77	20	84
純輸出	2,456	3,523	3,960	▲ 121	▲ 258	▲ 275

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタ、2009年にスロバキア、2011年にエストニアが参加し17カ国。
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
 3. 在庫投資、純輸出は実質値（ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2003年価格：億ポンド）。
 経常収支は名目値（億ドル）。
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率（HICP）。

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室（次長 伊達）

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。