

西欧経済の見通し

～テールリスクは後退も、実体経済は未だ回復軌道に戻らず～

1. 総論

(1) 景気の現状

金融市場の緊張は緩和するも、実体経済は回復軌道に戻っていない

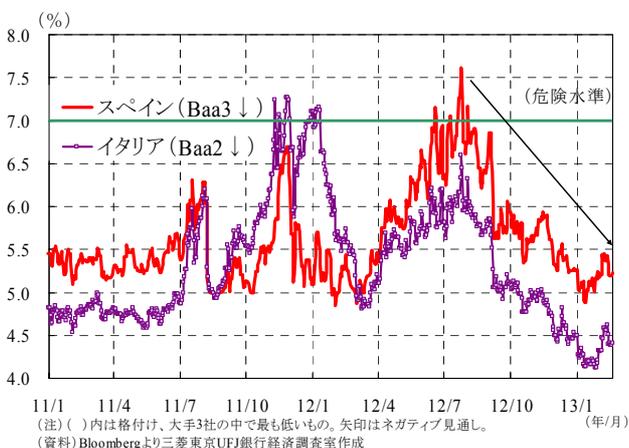
欧州経済は、直近の景況感など一部の先行指標に底打ち感がみられる。欧州中央銀行（ECB）による新しい国債購入プログラム（OMT）など、周縁国向けの支援体制の枠組みが整備されてきたことを主因に、債務問題に対する過度な懸念は後退し、長期金利の低下にあらわれているように、金融市場の緊張は大幅に緩んだ（第 1 図）。「最悪期は脱した」との期待が生じているが、ユーロ崩壊などのテールリスクは減退したものの、実体経済は回復軌道に戻っていないのが現状である。

2012 年第 4 四半期は一段と冷え込み

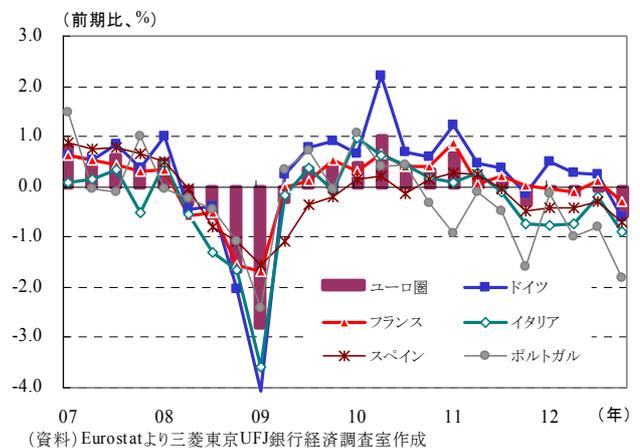
2012 年を振り返ると、ユーロ圏経済は年末にかけて一段と冷え込んだ。第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.6%、2012 年通年では▲0.5%と落ち込んだ（第 2 図）。第 4 四半期は国別にはドイツが前期比▲0.6%、フランス同▲0.3%、イタリア同▲0.9%、スペイン同▲0.7%と、軒並みマイナスが続いた。債務問題を受けて悪化した企業マインドが、在庫や設備の投資を抑制した模様である。

債務問題の悪化が投資を抑制

第 1 図：イタリアとスペインの 10 年債利回り



第 2 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



(2) 今後の見通し

2013 年も勢いを欠く見通し

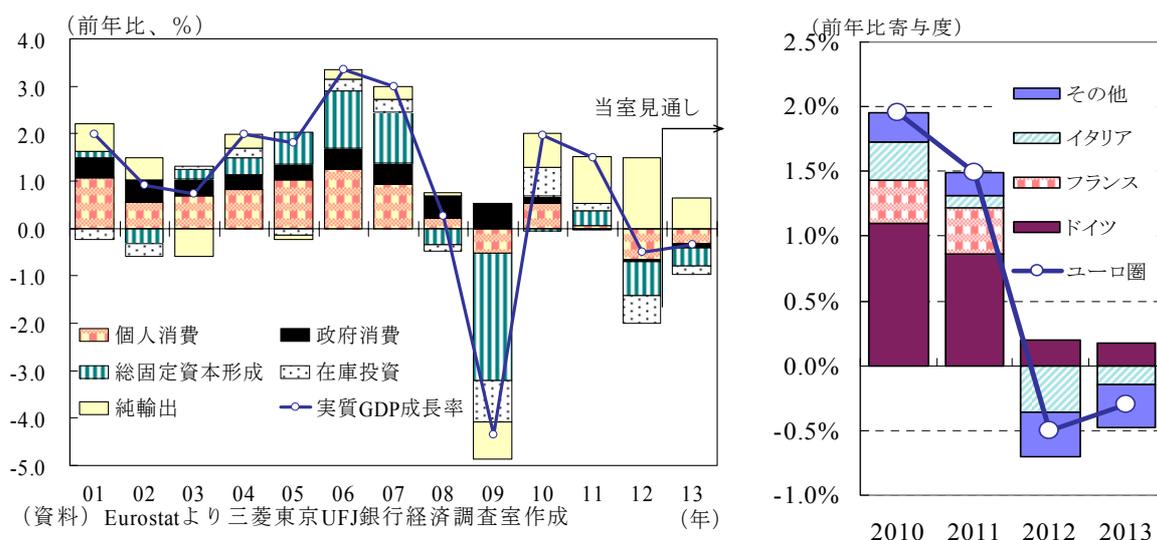
年間を通してほぼゼロ成長に

英国も、外需の低迷や財政緊縮が引き続き景気を下押しする公算

2013 年のユーロ圏経済は、牽引役のドイツでも投資の低迷が続き、勢いを欠く見通しである。他国はフランスも含めて底入れを探るのが精一杯な展開になろう。財政緊縮の継続による下押しに圧力に加え、最近のユーロ高の影響もあり、景気の下振れリスクは依然として強く、慎重な見方を維持する。景気は年内に底入れしても、その後も回復や増勢は感じられず、年間を通してほぼゼロ成長が見込まれる（第3図）。

英国については、同国の輸出の約半分を占めるユーロ圏景気の低調継続が、景気の下押し要因となる公算が大きい。また国内においては、財政緊縮が引き続き景気を下押しするとみられる。加えて、昨年末以降の原油価格の反発が今後物価に波及し、家計を圧迫することも想定される。これらの要因により、2013 年の成長率は前年比 0.1%と低水準にとどまると予想する。

第3図：ユーロ圏実質 GDP 成長率



2. ユーロ圏

(1) 設備投資とドイツの住宅市場

設備稼働率は僅かに反発も、企業収益の底打ちは未確認

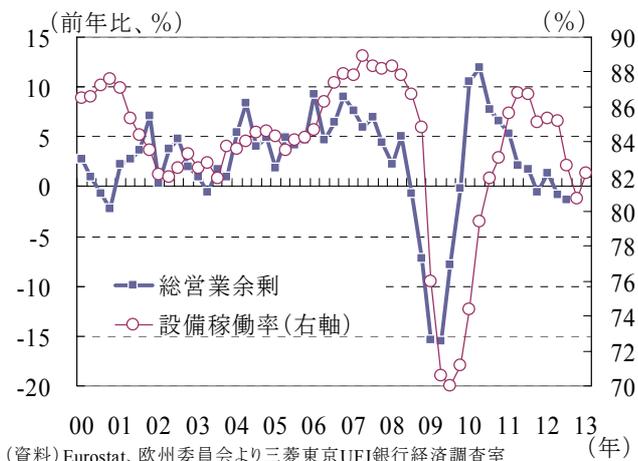
昨年のマイナス成長の一因となった設備投資の今後の動向を見通すと、企業の設備稼働率は足元で僅かに反発したが、①ユーロ圏の牽引役ドイツも含めて設備投資の原資である企業収益の底打ちは確認できていない(第4図)、②企業サーベイでビジネスサイクルをみても、産業活動の勢いは強くない、といったことから、2013 年を通して設備投資の大幅な回復は見込みにくい。

ただし、ドイツの住宅市場は堅調

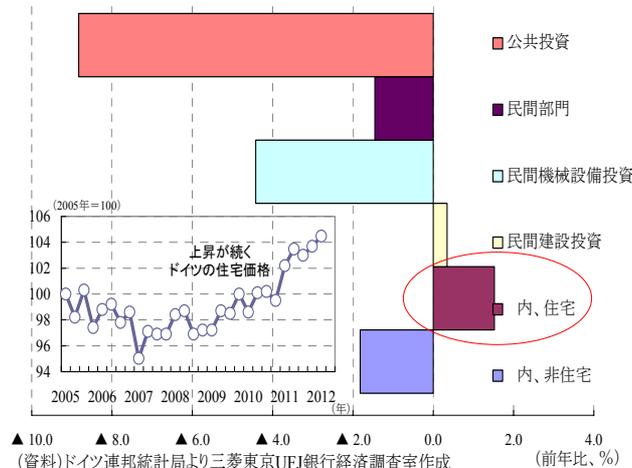
良好な雇用環境とあわせてドイツの消費の下支えに

ただし、ドイツの総固定資本形成の内訳を確認すると、2012年は公共投資や民間機械設備投資が大幅なマイナスとなるなか、民間の住宅建設投資のみ、唯一前年比プラスを確保した（第5図）。住宅価格は2000年代後半からの上昇傾向に著変はなく、住宅建設の先行指標である建設受注も前年比+10%前後で順調に推移している。ドイツにとっては緩和的な金融環境が続くなか、同国の住宅建設は2013年も数少ない明るい材料となりそうだ。堅調な住宅市場は良好な雇用環境と合わせて、ドイツの消費の下支えとなることが期待される。

第4図：ドイツの設備稼働率と企業収益



第5図：ドイツの総固定資本形成内訳（2012年）



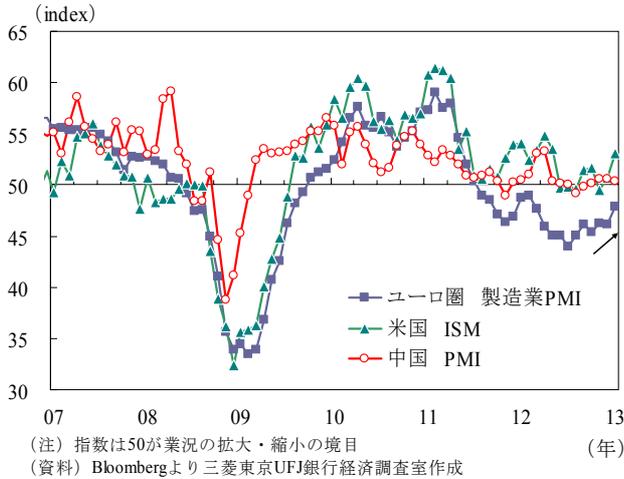
(2) 海外需要は緩やかに拡大

緩やかに拡大する海外需要はドイツを中心に取り込める見通し

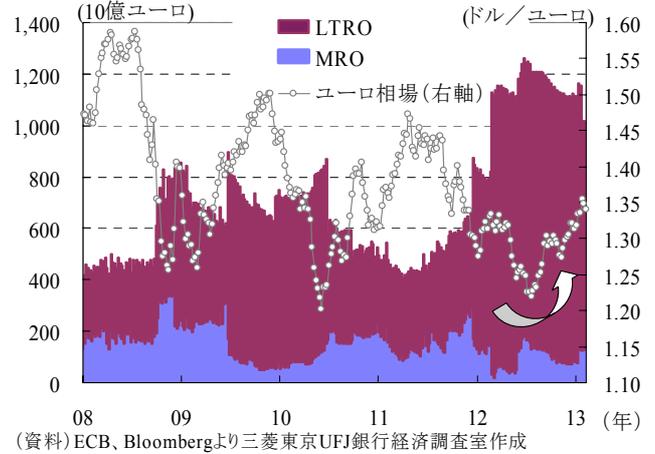
ただし、ユーロ高はラグをもって成長の重石となるおそれ

2013年は米国やアジアを中心とする海外需要は緩やかな拡大が見込まれ、ドイツを中心にユーロ圏は、基本的にはそれを取り込める見通しである（第6図）。ただし、足元のユーロ相場はECBによる利下げ期待の剥落と、欧州情勢に関わる緊張の緩和から上昇傾向にある。債務問題が本質的には解消していないなか、今後もユーロ高が一本調子で進むとは考えにくいものの、成長への影響を鑑みると、年後半にかけては足元のユーロ高がラグをもって重石となるおそれが指摘される。こうしたなか、ECBのドラギ総裁は2月の定例理事会後に、物価の下振れリスクを理由にユーロ相場を「注視」と発言し、ユーロ高を事実上牽制している（第7図）。

第6図：米国、中国、ユーロ圏の景況感



第7図：ECB 資金供給オペとユーロ相場



(3) 目立つフランスの出遅れ感

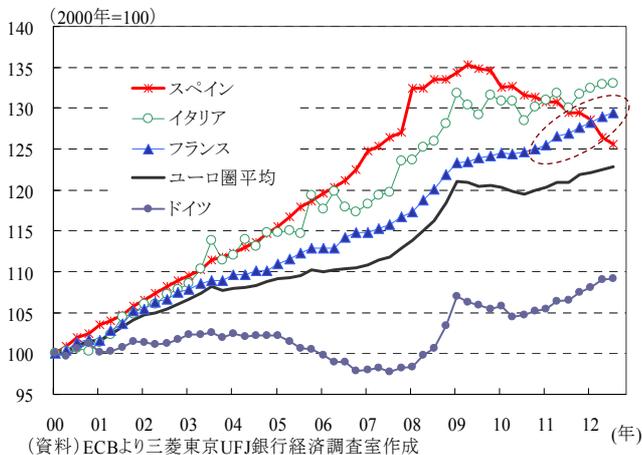
競争力が一段と低下するなか、経常収支も悪化基調

2013 年は大幅な財政緊縮を予定

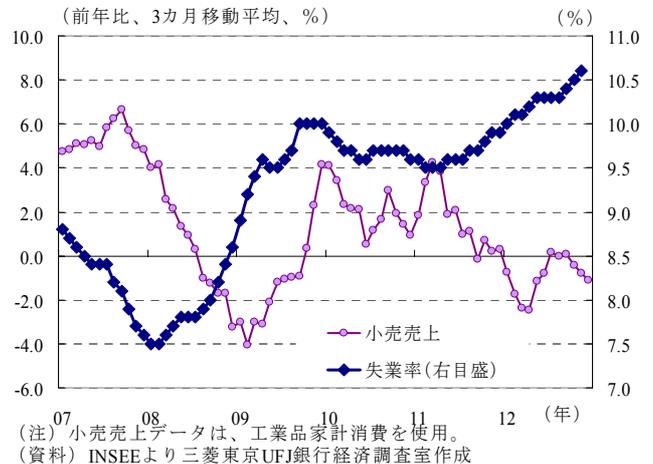
雇用環境も消費にはマイナスに

ここにきて目立つ懸念材料はユーロ圏第2の経済大国フランスである。同国は高労働コスト体質の下（第8図）、国際競争力を一段と低下させており、それが財政収支や経常収支の悪化につながっている。こうしたなかオランダ大統領は、他国の反対を受けながらもユーロ相場の中期的目標の設定を提案するなど、相応の危機感を抱いている模様である。競争力の回復が喫緊の課題だが、2013 年は GDP 比 1~2%相当の大規模な財政緊縮が予定され、企業向けの補助金や減税など、財政出動を伴う競争力改善策は導入しづらい状況である。今年1月の労使合意で、不況時には雇用維持の見返りとして給与削減や労働時間延長が可能となったが、現場レベルへの浸透には時間がかかるとみられ、これも即効性はない。足元の指標をみると、失業率の上昇に歯止めがかかっておらず、可処分所得も低調ななか、フランス経済の牽引役となるべき個人消費の盛り上がりは期待しにくい（第9図）。

第8図：単位労働コスト



第9図：フランスの雇用と消費動向



(4) 銀行貸出と ECB 金融政策

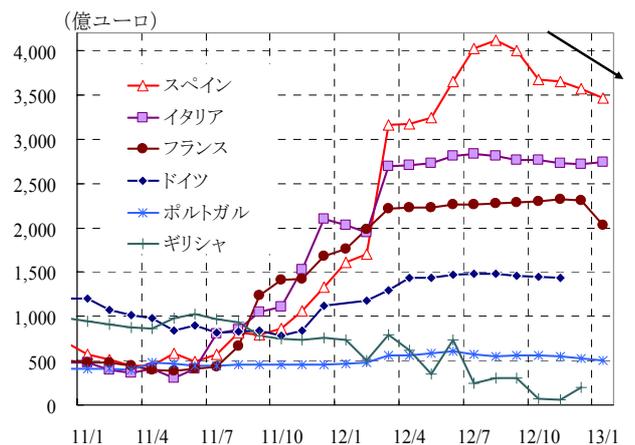
銀行貸出は低迷が続く

銀行貸出に目を転じると、これも低迷が続いており、景気に前向きな動きはまだみてとれない。昨年 12 月のユーロ圏全体の民間向け銀行貸出は前年比▲0.7%と、8 カ月連続でマイナスを記録した。特に企業向け貸出(同▲2.3%)は、落ち込み幅が依然として拡大している。1 月の銀行貸出調査をみても、企業向けの貸出基準は 3 カ月前からほぼ変わらず、資金需要も弱いままである。

ECB は当面の様子見姿勢を示唆

こうした状況にもかかわらず、ECB は 2 月も政策金利を据え置いた。2011 年 12 月の第 1 弾 3 年物資金供給オペ (LTRO) にて銀行が調達した資金の 3 割強につき早期償還の応募があり、銀行間金融市場の正常化が示唆されていることが一因である。実際、スペインで顕著にみられるように、ECB からの借り入れ増は昨年後半に一服しており (第 10 図)、これからの利下げの必要性は限定的とみられる。ドラギ総裁も記者会見にて、当面は様子見姿勢をとることを示唆している。

第 10 図 : ECB からの借り入れ



(注)ギリシャ中銀の国内銀行向け緊急流動性支援 (ELA。金利は通常の ECB オペよりも高く設定) は含まず。
(資料) 各国中央銀行より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第 11 図 : 銀行預金の推移



(注) 周縁国はギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア。
(資料) ECB より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

(5) 欧州債務問題の現状

債務問題は金融市場では小康状態

冒頭で述べたように、ECB の OMT など周縁国向け支援体制の枠組みが整備されてきたこともあり、欧州債務問題は金融市場においては小康状態にある。長期金利が昨年後半に大きく低下したほか (前掲第 1 図)、スペインやギリシャを中心に大幅に落ち込んでいた銀行預金もここに来て改善傾向にあり (第 11 図)、ひと頃の金融危機的な状況は沈静化している。

債務問題の終結には周縁国財政の抜本的再建が不可欠

ただし、OMT は周縁国各国の財政ファイナンスをサポートするだけのいわば対症療法。債務問題が終結を迎えるには、周縁国財政の抜本的な再建が不可欠だが、各国とも大なり小なり課題を抱えている。例えばギリシャは、昨年 12 月に新しい財政再建プログラムを導入したが、経済成長率

の前提が楽観的であり、現実的な成長を想定すると更なる債務削減策が別途必要な状況である。また、スペインは、昨年末に資本不足銀行に対して約400億ユーロ（GDP比4%弱）の公的資金注入を実施し、不良債権問題に一定の目処を付けたが、この資金は全額、ユーロ圏の救済基金である欧州安定メカニズム（ESM）からの借り入れである。その分、政府債務は上積みされることになる。

**財政同盟、銀行同盟
の議論は今年半ば
以降に先送り**

昨年終盤には、欧州委員会を中心に、ユーロ圏の財政同盟や銀行同盟を進めることを通じて、周縁国に対する踏み込んだ支援体制を整備しようとする動きもみられた。財政同盟では、周縁国向けの「連帯基金」の設立やユーロ圏共同（短期）債の導入などが課題である。銀行同盟では、ESMによる銀行への直接資本注入や、域内単一の銀行破綻処理スキーム（財源も共通）が検討されている。ただし、周縁国の財政規律にモラルハザードが生じることを懸念するドイツが慎重姿勢を崩さなかったため、これらの議論の多くは、今年半ばないしそれ以降に先送りされている。

**目先の焦点はイタ
リア新政権の政策**

こうしたなか、今後警戒すべきは、各国の財政再建計画が未達成となり、金融市場の不信が再び増大するリスクである。目先の焦点はイタリアだ。2月24-25日に総選挙が行われるが、中道左派と中道派の連立になると見込まれる新政権が、前政権の財政緊縮・構造改革路線を継承できるか否かが注目される。特に、新政権が上院で過半数の議席を確保できず「ねじれ国会」となるケースが懸念される。

**夏場には財政赤字
目標の達成が難し
いことが明らかにな
る国も**

また、夏場には周縁国の一部で、今年の財政赤字目標の達成が難しいことが明らかになる可能性がある。その際には目標緩和や追加支援をユーロ圏内で協議する必要があるが、9月に総選挙を控えるドイツのメルケル政権は国民の反発を意識し、緩和や支援に消極的になるおそれ大きい。協議は難航が必至であろう。

（大幸 雅代）

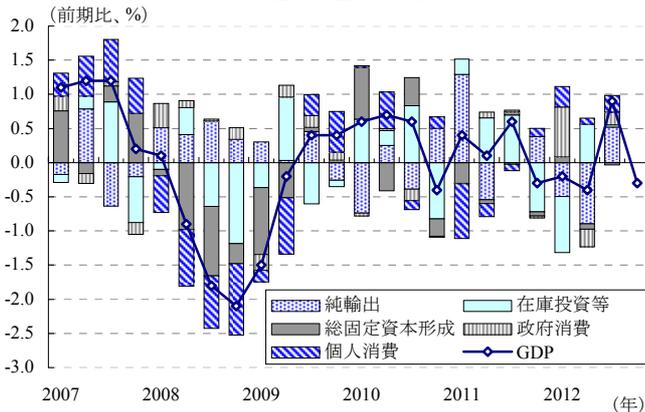
3. 英国

(1) 企業部門の低調継続に加え、家計も軟化

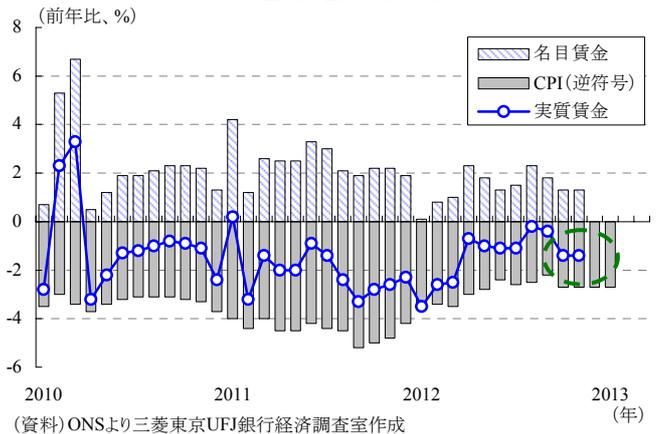
2012年第4四半期は再びマイナス成長となり、通年の成長率も大幅鈍化

英国景気は、停滞が続いている。2012年第4四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.3%となり、4四半期ぶりのプラス成長であった第3四半期から再びマイナス成長に転じた（第12図）。オリンピックの反動や油田採掘設備のメンテナンスずれ込みといった一時的要因もあるが、それらを差し引いても景気の基調は弱い。生産の減少継続に加え、サービス業の景況感も軟調に推移しているほか、実質小売売上高が年初にかけて減少傾向を辿るなど、消費にも弱い動きが出ている。家計に関しては、雇用者数こそ増加傾向を維持しているものの、昨秋からの光熱費や授業料の値上がり等によってインフレ率が上昇に転じたことが重しとなっている（第13図）。2012年の通年の成長率は前年比横ばいと、2011年の同+0.9%から大きく減速した。

第12図：英国の実質GDP



第13図：英国の実質賃金



(2) 2013年もほぼゼロ成長と予想

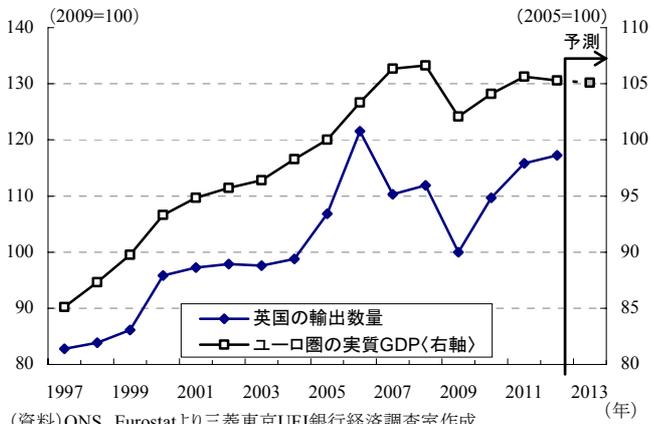
外需の低迷や財政緊縮が引き続き景気を下押しする公算

足元、金融市場等では悲観的な見方が後退しつつあるが、实体经济の回復には今しばらく時間を要するであろう。英国の輸出の約半分を占めるユーロ圏の景気は、2013年も低調継続が見込まれ、英国景気の下押し要因となる公算が大きい（第14図）。一方、米国と中国は欧州に先駆けて景気が持ち直しに転じているものの、英国の輸出に占める両国のシェアは合計でも2割に満たないため、大きな牽引力は期待しにくい。

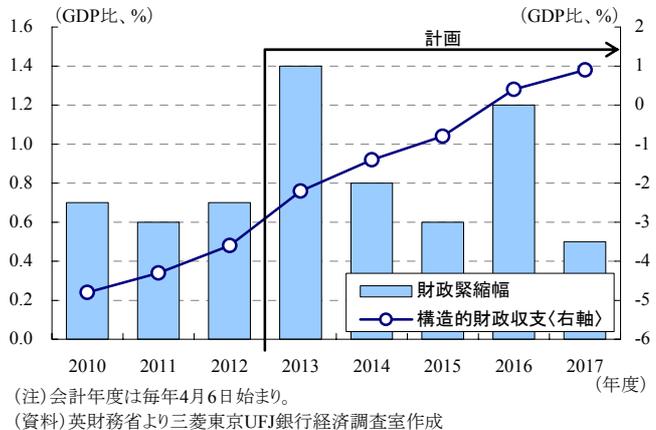
また国内においては、財政緊縮が引き続き景気を下押しするとみられる。キャメロン政権は、構造的財政赤字の2016年度までの解消を目指しており（第15図）、2013年度から2014年度にかけて、公務員人件費の削減や社会保険料の引き上げ等を実施する計画である。加えて、昨年末以降の原油価格の反発が今後物価に波及し、家計を圧迫することも想定される。

これらの要因により、2013年の成長率は前年比+0.1%と低水準にとどまると予想する。

第14図：英国の輸出とユーロ圏の実質GDP



第15図：英国の財政赤字削減計画

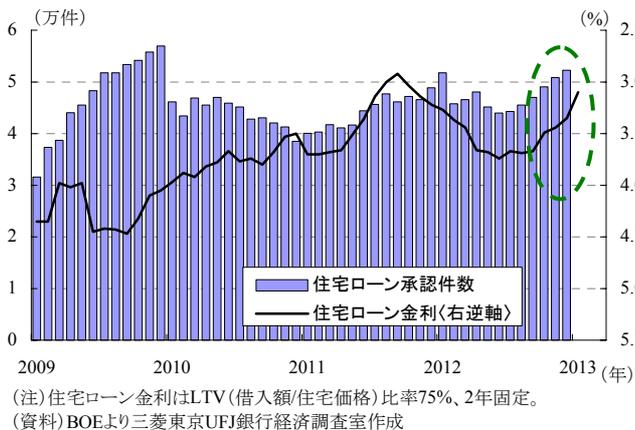


(3) 貸出促進スキーム (FLS) を通じた金融緩和効果は限定的

バランスシート調整の継続が金融緩和効果を減殺

イングランド銀行 (BOE) の現在の政策姿勢は、昨年 8 月から開始した貸出促進スキーム (FLS) の効果の見極めであり、政策金利と資産購入枠については据え置きを続けている。これまでのところの FLS による影響をみると、住宅ローン金利の低下を通じた住宅需要の刺激など、ある程度の効果は生じている模様である (第 16 図)。もっとも、英国家計の債務残高は依然として高水準にあり、貯蓄率も高止まっている (第 17 図)。家計のバランスシート調整が途上であるため、FLS は景気全体を押し上げる程の効果を持つには至らないとみる。

第16図：英国の住宅ローン承認件数とローン金利



第17図：英国の家計のローン残高と貯蓄率



(ロンドン駐在 高山 真)

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 (見込み)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見込み)	2013年 (見通し)
ユーロ圏	13,114	1.5	▲ 0.5	▲ 0.3	2.7	2.5	1.8	▲ 45	150	287
ドイツ	3,607	3.0	0.9	0.6	2.5	2.1	1.8	2,054	2,165	1,792
フランス	2,778	1.7	0.0	0.0	2.3	2.2	1.4	▲ 620	▲ 622	▲ 448
イタリア	2,199	0.4	▲ 2.2	▲ 0.9	2.9	3.3	1.9	▲ 701	▲ 128	12
英国	2,432	0.9	▲ 0.0	0.1	4.5	2.8	2.3	▲ 328	▲ 841	▲ 650

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2011年 (実績)	2012年 (見込み)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見込み)	2013年 (見通し)
名目GDP	2.7	1.6	1.5	3.4	1.7	1.1
実質GDP	1.5	▲ 0.5	▲ 0.3	0.9	▲ 0.0	0.1
<内需寄与度>	0.5	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.6	0.8	0.3
<外需寄与度>	1.0	1.5	0.6	1.2	▲ 0.8	▲ 0.2
個人消費	0.1	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 1.0	1.0	0.9
政府消費	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	2.9	▲ 0.1
総固定資本形成	1.6	▲ 3.9	▲ 2.1	▲ 2.9	0.0	▲ 2.7
在庫投資 (寄与度)	0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.3	▲ 0.4	0.1
輸出	6.5	3.1	2.7	4.6	▲ 0.4	0.4
輸入	4.3	▲ 0.3	1.4	0.5	2.2	0.9

- (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 (ユーロ圏は億ユーロ、英国は億ポンド)。
 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、すべてお客様御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思わ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、弊行ホームページでもご覧いただけます。