

西欧経済の見通し

～債務問題が長引くなか、財政緊縮や金融機能の低下が景気を下押し～

1. 総論

(1) 景気の現状

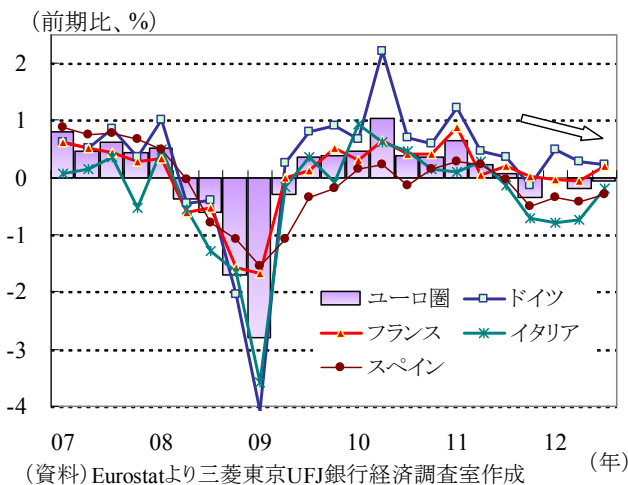
欧州経済はリセッション入り

欧州経済は低迷から抜け出す兆候がない。ユーロ圏の第3四半期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%と、2期連続のマイナス成長となった。ドイツが同 0.2%と前期の同 0.3%から減速したほか、イタリアは同▲0.2%、スペインも同▲0.3%とマイナスが続いた（第1図）。ユーロ圏外向けの輸出は増加したものの、設備投資の落ち込みが下押ししたとみられる。

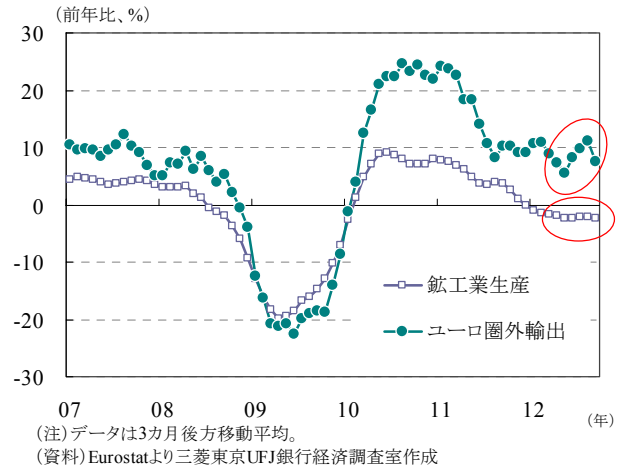
第4四半期の経済はさらに縮小へ

輸出増加については、第3四半期に、欧州中央銀行（ECB）が新しい国債購入プログラム（OMT）を発表し、金融市場の緊張が大幅に緩和されたことを一因に、米国を中心に抑え込んでいた在庫を復元する動きが顕在化した影響が大きい。しかし、こうした動きも第4四半期には一巡するとみられ、ユーロ圏の輸出増勢も一時的なものにとどまる公算が大きい。実際、足元の輸出には反動減があらわれている（第2図）。また、10月と11月の購買担当者指数（PMI）は第3四半期から一段と悪化し、第4四半期に経済がさらに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：ユーロ圏鉱工業生産と輸出



(2) 今後の見通し

財政緊縮や金融機能の低下など、さまざまな経路から景気を下押し

2012年の実質GDP成長率は▲0.4%、2013年もゼロ成長に

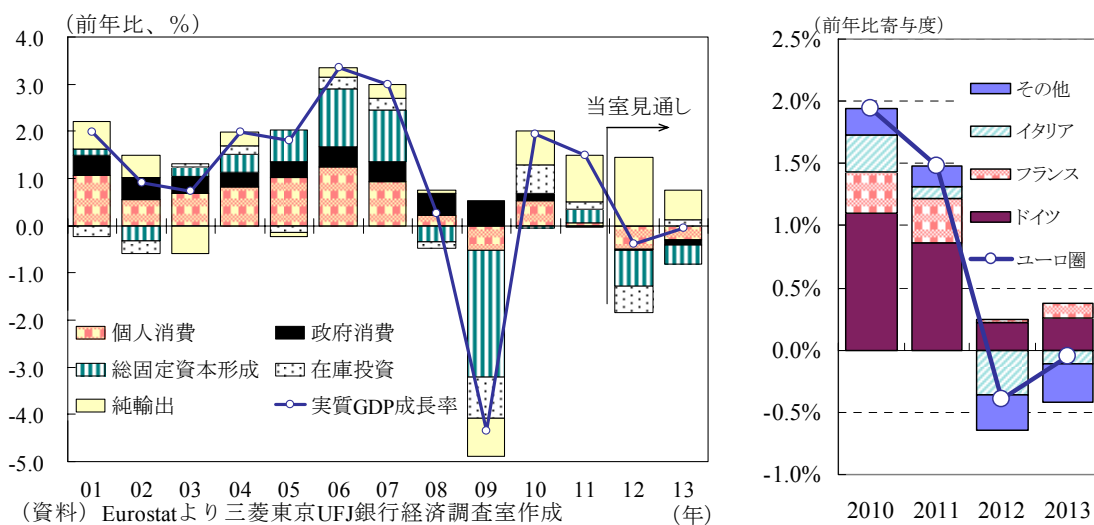
英国もほぼゼロ成長の公算

欧州経済は、ユーロ圏の債務問題の抜本的解決に決め手を欠くなか、出口の見えにくい状況が長期化している。ECBによる新しい国債購入プログラム(OMT)の発表も、市場心理の改善には大きく寄与したものの、単独で实体经济を低迷状態から脱却させ得る性格のものではない。銀行の貸出姿勢の消極化にみられるように、欧州銀行の金融機能の回復にも繋がっていない。また、この間も周縁国を中心に財政緊縮が続く等、さまざまな経路から景気が下押しされている状況に著変はない。

依然として企業・消費者マインドに改善の兆しが窺えないなか、第4四半期の実質GDP成長率のマイナス幅は一段と拡大することが予想され、ユーロ圏経済が底入れするのは来年以降にずれ込むおそれが強い。また、底入れ後も、景気が勢いづく展開は期待し難く、ほぼ底ばい状態が続くと想定される。2012年の実質GDP成長率は2012年に▲0.4%、2013年もゼロ成長を見込む(第3図)。

英国については、第3四半期こそオリンピック効果や、第2四半期の下振れ(悪天候と英女王即位60周年に伴う休日増加)の反動という2つの一時的要因が成長率を押し上げたものの、第4四半期以降は、外需低迷や財政緊縮からの、景気に対する逆風が再度強まってくる見込みである。英国の実質GDP成長率は、2012年が前年比0.0%、2013年が0.1%と予想する。

第3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) 圧迫される域内需要

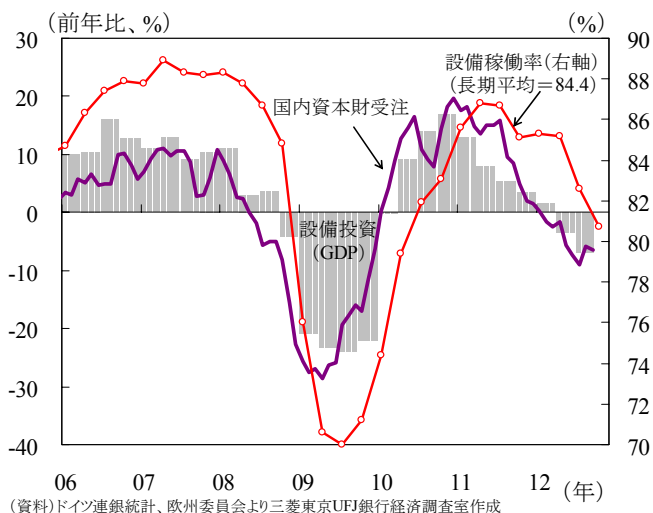
ドイツの設備投資も落ち込むおそれ

財政緊縮が域内需要を圧迫

ユーロ圏の域内需要は財政の引き締め等により引き続き脆弱で、景気が全体として持ち直しに転じる局面にはない。ドイツ製造業の資本財国内受注が明確な落ち込みをみせているほか、設備稼働率も長期平均(84.4%)を下回っており、設備投資が積極化される状況も期待しにくい(第4図)。

中長期的にみると、財政緊縮ペースは2014-15年には幾分鈍化するとみられ、構造改革の効果も次第に顕在化するとみられるものの、2013年中は大きな痛みを伴う財政緊縮が続き、域内需要を圧迫するおそれ強い(第1表)。既にユーロ導入以来の最高水準にある失業率はこの先も上昇するとみられ、鈍化傾向が続いている可処分所得と相俟って、消費は当面抑制されることが想定される。

第4図：ドイツの設備投資動向



第1表：ユーロ圏各国の財政緊縮／緩和

	(GDP比、%)						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ユーロ圏	2.2	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
ドイツ	3.4	0.4	▲0.0	0.1	0.2	0.1	0.0
フランス	1.9	0.5	1.2	0.7	0.8	1.0	1.1
イタリア	0.7	1.1	0.9	0.2	0.3	0.2	0.4
スペイン	0.4	1.9	1.3	1.1	0.7	0.7	0.4
ポルトガル	5.6	▲0.8	0.5	2.0	0.6	0.0	0.1
アイルランド	1.9	0.8	0.8	2.6	2.0	0.8	0.3
ギリシャ	1.4	1.6	2.8	1.2	1.0	1.1	0.0

(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10月IMF発表)の前年差を財政緊縮／緩和額とみなす。
 (注2) 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

(2) 金融政策による実体経済改善効果は限定的

OMT 発表後も銀行の貸出姿勢は厳格化

ECB は追加利下げも視野に

ECBによる新たな国債購入プログラム(OMT)の発表により市場マインドは大きく改善したが、金融環境が本格的に改善するまでにはまだ時間がかかりそうである。OMTの発表後に実施された銀行貸出態度調査をみても、銀行の貸出姿勢はむしろ厳格化の度合いが強まっているが、これは銀行の資金調達環境の改善以上に、景気・産業見通しが悪化していることが最大の理由である(第5図)。

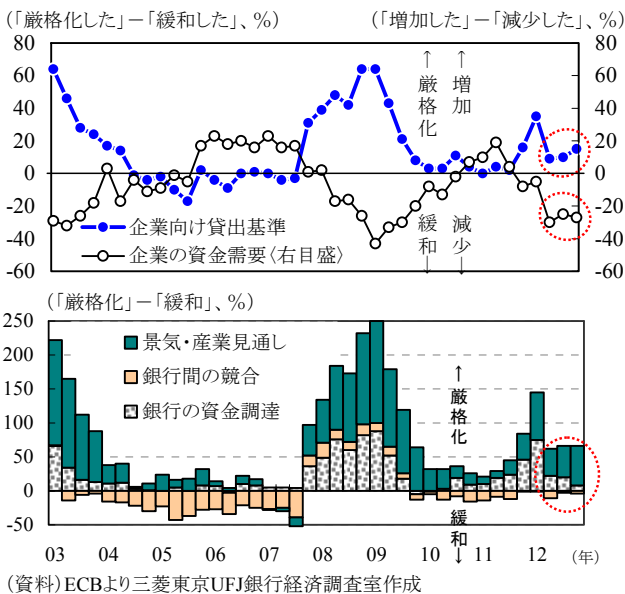
もちろん、雇用環境の悪化や貸出の低迷がインフレ圧力を抑制するなか、ECBには追加利下げの余地があろう。ECBのドラギ総裁は早急な利下げメッセージは送っていないが、景気の下振れリスクには引き続き警

資金需要が弱いなかでは、追加利下げの景気浮揚効果は限定的

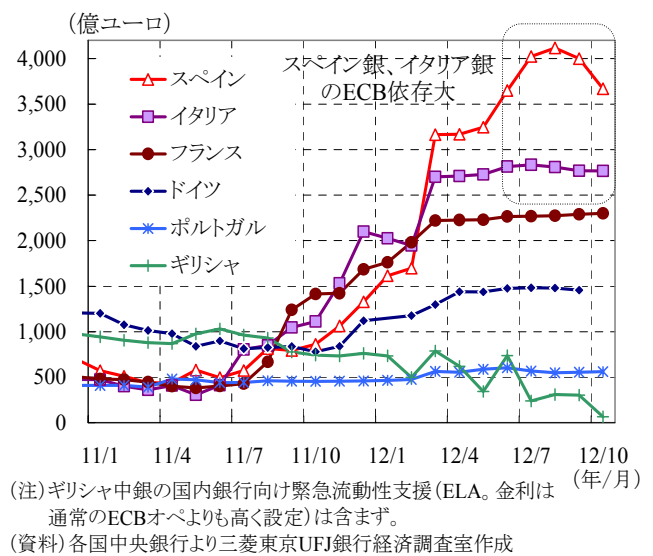
戒している。ECBからの借り入れの大きいスペインやイタリアの銀行の資金調達コスト軽減を見据えた追加利下げは、十分視野にあると思われる（第6図）。

ドイツに限っては、緩和的な金融環境や堅調な労働市場などが住宅市場も含めて当面景気を下支えする見通しだ。しかし、肝心の資金需要が弱い現状では、他の国に関しては残念ながら、貸出金利が低下しても実際の貸出が加速する可能性は低く、貸出面からの経済の回復は期待しづらい。

第5図：貸出姿勢の厳格化と主な要因



第6図：ECBからの借り入れ



(3) 課題山積みの債務問題

債務問題・政治など強い下ぶれリスク

以上を踏まえると、欧州経済は、当面、勢いを欠く景気展開を余儀なくされ、先行き不透明感の強い状況が続くと予想する。たしかに、EU/ユーロ圏の銀行同盟・財政同盟が一部早期実現するというポジティブサプライズも考え得るが、より警戒すべきは、やはり政治と債務問題のダウンサイドリスクである。

イタリアは2013年春にモンティ首相任期切れ

政治面では、イタリアにおいて2013年春のモンティ政権の任期切れに伴い、次期政権に対する不透明感・不安感が強まるおそれが指摘できる。また、同年秋に総選挙が実施されるドイツにおいても、メルケル首相への支持は根強いものの、現在の連立与党（CDU/CSUと自由民主党）の支持率は合計しても過半数に達せず、このままでは連立組み換えの可能性も出てくる。こうしたなかメルケル政権は有権者向けの医療費拡大や各種手当て拡充の方針を発表したが、それが財政緊縮に苦しむ周縁国からの反発を招く等、ユーロ圏内の不協和音の火種もくすぶり始めている。

ドイツは2013年秋に総選挙

債務問題の課題は山積み

債務問題の解決に向けた課題は、特にギリシャとスペインで山積みしている。ギリシャについては、11月26-27日に実施されたユーロ圏財務相会合において、同国向けの次回融資437億ユーロに合意したものの、新たなギリシャ支援計画は、実質GDP成長率などの前提条件が楽観的なおそれが多い。さらには、具体的な支援策が発表されていても、各支援策による政府債務の削減額は未発表であったり、ギリシャ政府による民間保有国債の時価での買戻しなどは原資が不明であったりと、当面の時間稼ぎとみられるものも多く、会合の声明も追加措置の必要性を示唆している。

新たなギリシャ支援計画で合意も、前提条件が楽観的

スペインは資本不足銀行への資金注入の実効性

一方、スペインでは、年末から来年初めにかけて予定している資本不足銀行への400億ユーロ規模の公的資金注入がスムーズに実現するか否か、そして資本注入に伴うリストラや不良債権処理による経済へのネガティブインパクトがどの程度となるかが大きなポイントである。また、歴史的経緯から中央政府による統制の難しい一部の自治州において、財政赤字の削減が急務となっている。これら次々と山場を迎える課題は、対応を一つ間違えば経済に大きな悪影響を及ぼすおそれが強く、大きなダウンサイドリスクである。

(4) 債務問題に苦しむスペインとギリシャの実体経済

① スペイン

財政緊縮、住宅市場の調整が景気を下押し

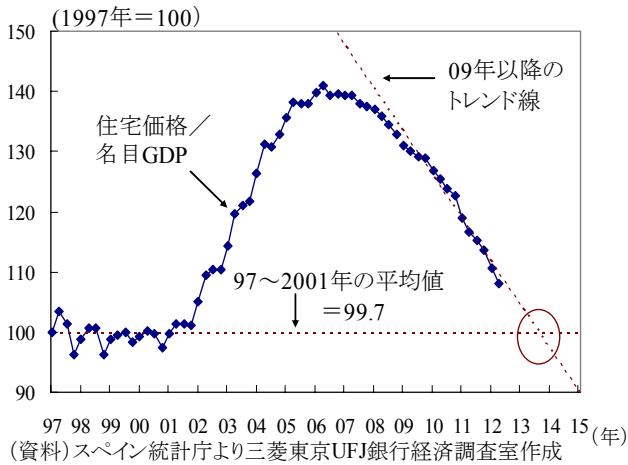
スペイン経済は、財政緊縮、住宅市場の調整、さらには厳しい資金調達環境などから混迷の度を強めている。第3四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.3%と、4期連続のマイナス成長となった。

不良債権比率は30%弱

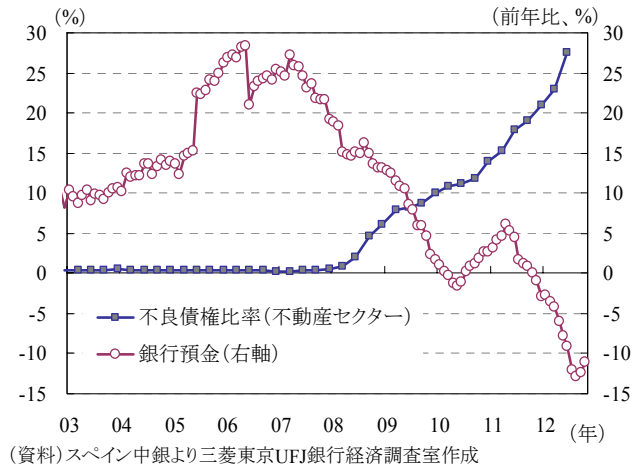
スペインでは不動産バブルの崩壊以来、住宅価格の調整が続いているうえ（第7図）、今年3-4月、7月、そして9月に大型の財政緊縮策を発表しており、景気に大きな下押し圧力がかかっている。その結果、失業率は直近9月に25.8%に達するなど、上昇傾向に歯止めがかかっている。金融面の不安も多く、スペインの商業銀行の不良債権比率は不動産セクターで30%近くまで上昇しているほか、家計・企業部門の銀行預金も昨年11月より前年比減少に転じ、足元では二桁のマイナスで推移している（第8図）。銀行の不良債権問題が解決に至らない限り、企業の資金調達環境は厳しい状況が続くだろう。

銀行預金は2桁のマイナス

第7図：スペイン住宅価格の調整



第8図：スペイン銀行の不良債権比率と預金



② ギリシャ

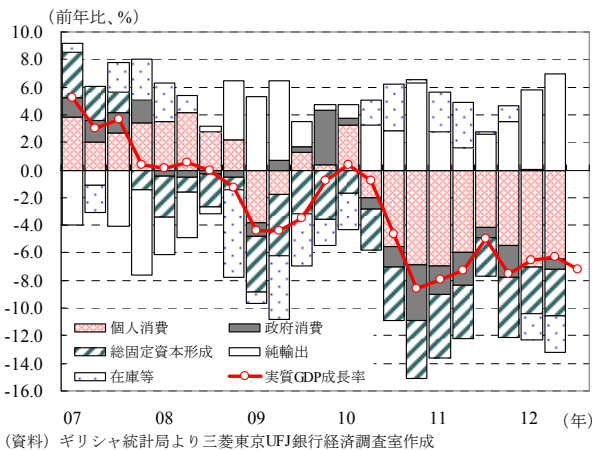
財政と貿易で収支
改善も、景気回復
の手掛かりなし

2013年まで6年連
続のマイナス成長
は避けられない

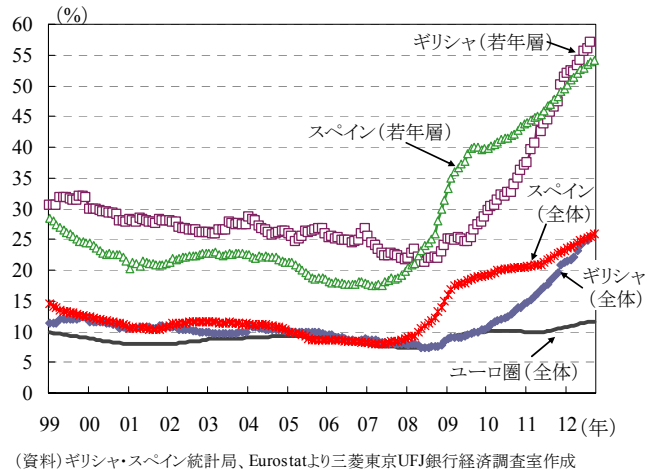
ギリシャ経済は一段と悪化している。第3四半期の実質GDP成長率は前年比▲7.2%と、前期(同▲6.3%)からマイナス幅が拡大した(第9図)。個人消費、政府消費、設備投資などの内需が総じて弱い。輸入の大幅な落ち込みが続いているため貿易収支は改善しており、加えて財政緊縮により財政赤字も縮小しているものの、景気回復の手がかりはない。

ギリシャの失業率は足元では25%を超えている(第10図)。職をかりうじて維持している就労者でも、賃金が大幅に低下している環境下では、消費の拡大は難しい。そもそも債務問題の先行きが不透明なかたでは、大規模デモやストが頻発するなど政情不安も懸念され、同国の主力産業である観光業は安定しない。2008年のリーマンショック以降、6年連続の景気後退は避けられそうにない。

第9図：ギリシャの実質GDP成長率



第10図：失業率



(大幸 雅代)

3. 英国

(1) 家計に底堅さがみられる一方、企業部門は軟調に推移

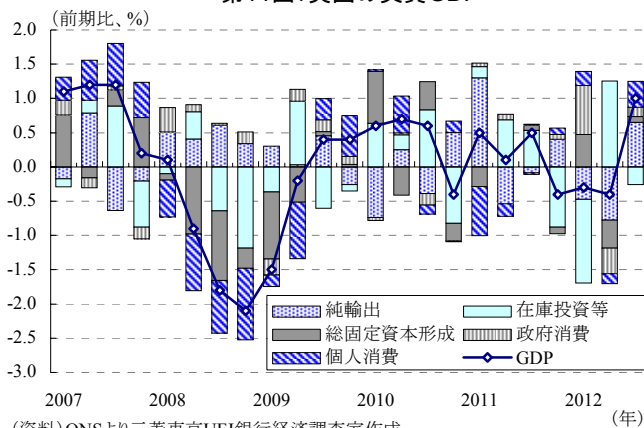
第3四半期は4四半期ぶりのプラス成長

英国景気は、夏場にかけて持ち直しの動きがみられた。第3四半期の実質GDP成長率は、4四半期ぶりにプラスに転じ、伸び率も前期比1.0%と、2007年第3四半期以来の高成長となった(第11図)。①4-6月期の下ぶれ(悪天候と英女王即位60周年に伴う休日増加)の反動と②オリンピック効果という2つの一時的要因が成長率を押し上げた。英国統計局(ONS)はオリンピックの効果について、チケット販売だけで実質GDPが0.2%押し上げられたと分析している。

実質所得の増加が家計の追い風に

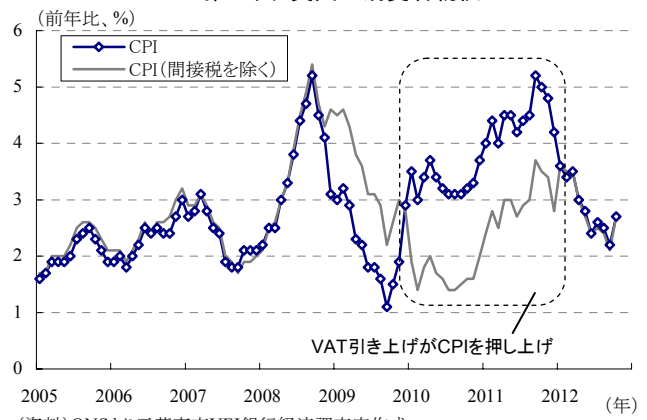
こうした要因に加え、雇用の改善とインフレ率低下による実質所得の増加も個人消費の押し上げに寄与したとみられる。消費者物価の上昇率は、昨年後半に前年比5%台まで加速したが、付加価値税(VAT)率引き上げの影響剥落とエネルギー価格の下落等により、同2%台まで低下している(第12図)。一方、企業部門は軟調が続いており、製造業PMI指数は、10月まで6ヵ月連続で拡大・縮小の分岐点である50を下回った。また、サービス業PMI指数は50を上回っているものの、10月は2010年12月以来の低水準となった。

第11図: 英国の実質GDP



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図: 英国の消費者物価



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 第4四半期以降は、景気に対する逆風が再度高まってくる見込み

実質所得の今後の増加余地は限定的

もっとも、英国経済がこのまま、昨年後半から続く低迷を抜け出す可能性は小さい。年末にかけて大手電気・ガス会社が6~9%の料金引き上げを予定していることや(CPIにおける電気・ガスのウェイトは5.2%)、干ばつによる小麦価格上昇の影響が今後顕在化してくることを考慮すると、インフレ率低下による実質所得の増加余地は限定的であろう。加えて、企業部門の軟調さから雇用調整圧力が高まる可能性も想定される。

家計のバランスシート調整も継続

また、家計の債務残高は依然として高水準にあり、バランスシート調整による下押しも継続している。住宅市場の調整も道半ばであり、足元の住

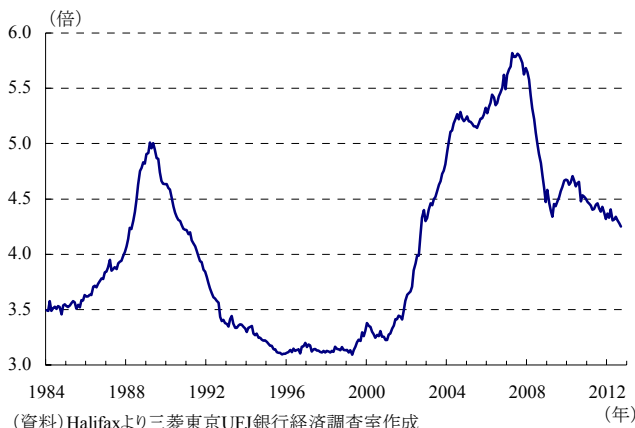
宅価格の年収倍率は 4.25 倍と、住宅ブーム以前とピーク時のちょうど中間まで低下してきた程度である（第 13 図）。住宅の割高感解消によって住宅投資が上向き基調に転じるには、今しばらく時間を要するであろう。

EU 域内向け輸出の減少が先行きも企業部門の重しに

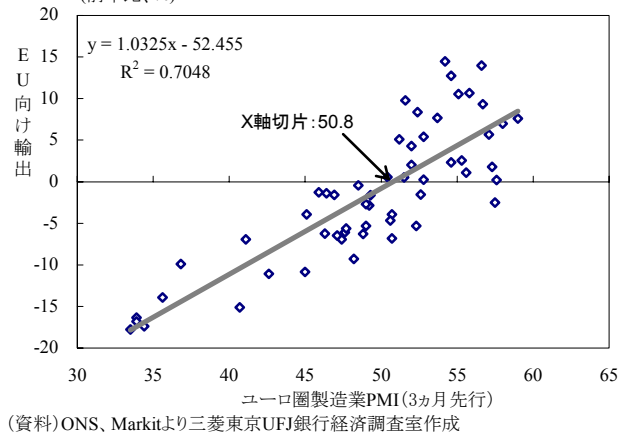
企業部門も軟調が続く可能性が高い。足元の輸出は、EU 域外向けが比較的底堅く推移しているものの、シェアの 50%以上を占める EU 域内向けの減少により、全体としては伸び悩みとなっている。英国の EU 域内向け輸出と相関性が高いユーロ圏製造業 PMI をみると、直近 10 月は 45.4 と経験的に EU 域内向け輸出が増加に転じる水準である 50.8 を大きく下回っている（第 14 図）。

また、ポンドの実質実効レートが 2008 年以来の高水準にあるなど、通貨高による価格競争力の低下も輸出低調の要因である。先行きのユーロ圏景気は、債務問題などを背景に軟調継続が予想されるため、需要の減少とポンド高・ユーロ安の両面から、輸出は下押しされよう。

第13図: 英国の住宅価格/年収倍率



第14図: 英国のEU向け輸出とユーロ圏製造業 PMI



(3) 財政緊縮が継続するなか、BOE は新たな金融緩和スキームを導入

2013 年度にかけて、財政緊縮による下押し圧力が増大

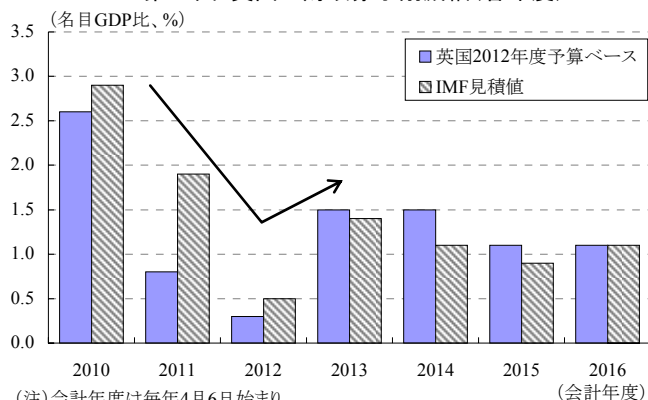
財政緊縮による景気下押し圧力も高まる方向にある。キャメロン政権は、英国の格付けのトリプル A 格を堅持するため、2015 年までの財政赤字解消を目指している。IMF 等の見積もりによると、2011 年度から 2012 年度にかけては赤字削減ペースが鈍化した一方、2013 年度にかけては削減幅が拡大するため、財政面からの逆風が強まる公算である（第 15 図）。

FLS の効果は現時点では不透明

英国中銀 (BOE) は、これまで実施してきた国債等の買い入れによる量的緩和に加え、新たな民間貸出促進スキーム (FLS, Funding for Lending Scheme) を 8 月から導入した。FLS は、BOE が銀行等に対して低コストの資金を提供することで、家計や企業向けの貸出増加を促す制度である（第 2 表）。9 月の貸出金利の低下や消費者ローンの大幅増加など、一部に FLS の効果とみられる動きも出てきているが、住宅ローンを中心とする家計のバランスシート調整や企業活動の弱含みが続くなかで、民間貸出

全体をどの程度押し上げるかは、現時点では不透明である。

第15図：英国の財政赤字削減幅(各年度)



(注)会計年度は毎年4月6日始まり。
(資料)英財務省、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：BOEの貸出促進策(FLS)の概要

対象金融機関	銀行 ビルディングソサエティ (住宅ローン業務中心の協同組織金融機関)														
対象貸出	英国非金融セクター向け貸出 貸出期間4年以下														
内容	対象金融機関は、企業及び家計向け貸出債権等を担保にBOEから短期国債を借り入れることができる BOEから提供された短期国債を用いることで、金融機関は政策金利並み(0.50%)の低利で資金調達が可能になる														
短期国債貸出枠	2012年6月末時点の英国非金融セクター向け貸出の5%と、2013年末までのネット貸出増加額(新規貸出額-返済額)の合計(FLS開始時点では800億ポンド)														
手数料	2012年6月末から2013年末までのネット貸出増減率に応じて決定 <table border="1"> <thead> <tr> <th>貸出増減率</th> <th>≥0%</th> <th>▲1%</th> <th>▲2%</th> <th>▲3%</th> <th>▲4%</th> <th>≤▲5%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>手数料(年率)</td> <td>0.25%</td> <td>0.50%</td> <td>0.75%</td> <td>1.00%</td> <td>1.25%</td> <td>1.50%</td> </tr> </tbody> </table>	貸出増減率	≥0%	▲1%	▲2%	▲3%	▲4%	≤▲5%	手数料(年率)	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
貸出増減率	≥0%	▲1%	▲2%	▲3%	▲4%	≤▲5%									
手数料(年率)	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%									
利用期間	2012年8月1日～2014年1月31日														
情報公開	対象先別の利用額及び家計・企業向け貸出額を公表(四半期毎)														

(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 2013年もほぼゼロ成長に

2013年も低成長の公算

先行きの英国景気については、家計がある程度の下支えとなるとみることが、外需低迷や財政緊縮からの逆風が一段と強まる公算が大きく、2013年前半にかけて再びマイナス成長に陥る展開を見込む。実質GDP成長率は、2012年が前年比0.0%、2013年が0.1%と予想する

(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	13,114	1.4	▲ 0.4	▲ 0.0	2.7	2.5	1.8	▲ 45	108	128
ドイツ	3,607	3.0	0.8	0.9	2.3	2.0	1.8	2,054	1,986	1,792
フランス	2,778	1.7	0.1	0.5	2.1	2.1	1.6	▲ 620	▲ 559	▲ 448
イタリア	2,199	0.4	▲ 2.2	▲ 0.7	2.9	3.0	2.0	▲ 701	▲ 301	▲ 256
英国	2,436	0.9	▲ 0.0	0.1	4.5	2.7	2.3	▲ 465	▲ 863	▲ 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	2.7	1.6	1.7	3.6	2.4	1.2
実質GDP	1.5	▲ 0.4	▲ 0.0	0.9	▲ 0.0	0.1
<内需寄与度>	0.5	▲ 1.8	▲ 0.7	▲ 0.4	0.6	0.2
<外需寄与度>	1.0	1.5	0.6	1.2	▲ 0.6	▲ 0.0
個人消費	0.1	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.9	0.7	1.1
政府消費	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.5	0.2	2.6	▲ 0.3
総固定資本形成	1.6	▲ 4.0	▲ 2.2	▲ 2.4	1.1	▲ 3.9
在庫投資	418	▲ 73	32	60	▲ 26	▲ 16
純輸出	2,391	3,639	4,182	▲ 114	▲ 207	▲ 219

- (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。