

欧州経済見通し

—ユーロ圏・イギリスともに政策効果一巡につれ再びマイナス成長へ—

調査部 マクロ経済研究センター

目 次

1. 2009年回顧
 - (イ) ユーロ圏
 - (ロ) イギリス

2. 2010年の欧州経済をみるうえでのポイント
 - (イ) ユーロ圏
 - (ロ) イギリス

3. 2010年の欧州経済見通し
 - (イ) ユーロ圏
 - (ロ) イギリス

1. 2009年回顧

—ユーロ圏、イギリスとも景気対策効果より一段の悪化は回避も、総じて低迷

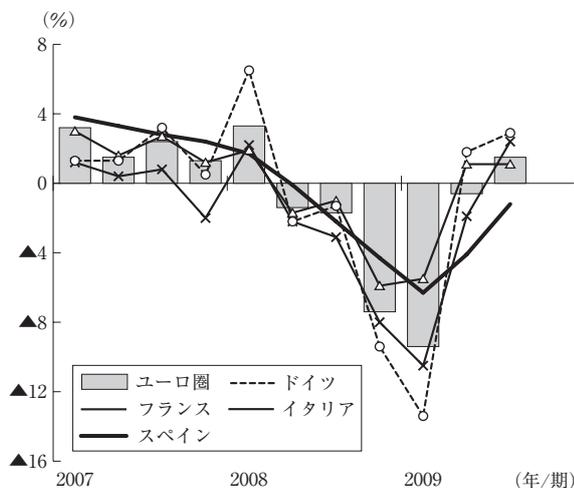
(イ) ユーロ圏

ユーロ圏景気は、2008年9月のリーマン・ショック後、实体经济の悪化と金融機能不全の悪循環に陥り、急速に冷え込んだ。2009年入り後も、中核国ドイツをはじめ域内各国では、輸出の減少に歯止めがかからず、景気後退が深刻化した。この結果、1～3月期のユーロ圏実質GDPは、前期比年率▲9.4%とユーロ圏発足以来最大の減少を記録した(図表1)。

こうした状況に対し、2008年11月以降、ユーロ圏各国政府は相次いで景気刺激策を発表した。また、ECB(欧州中央銀行)も、政策金利を5月にかけて1.00%まで引き下げたほか、同月以降はカバードボンド購入など金融機関の流動性供給を積極的に行った。

こうした財政・金融両面での下支えを受け、ユーロ圏の景況感指数は3月を底に緩やかながらも改善に転じた。なかでも、各国政府が打ち

(図表1) ユーロ圏実質GDP(前期比年率)

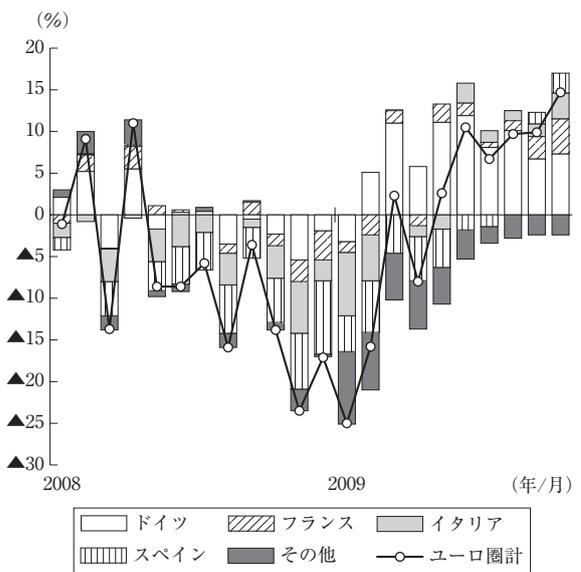


(資料) Eurostat

出した新車販売支援策により新車販売台数が大幅に増加し、これを足掛かりに生産活動など实体经济の一部に持ち直しの動きがみられるようになった(図表2)。

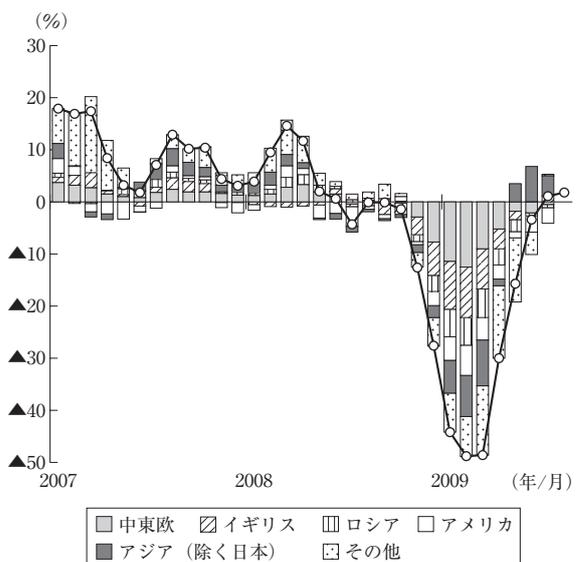
その後も、景気対策効果の顕在化に加え、中

(図表2) ユーロ圏新車登録台数(前年比)の国別寄与度



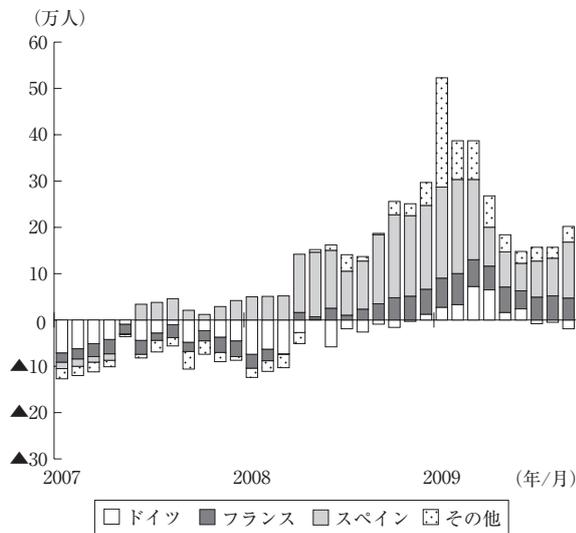
(資料) ACEA

(図表3) ユーロ圏輸出の地域別寄与度(3カ月前比年率、3カ月平均)



(資料) ECB

(図表4) ユーロ圏失業者数増減



(資料) Eurostat

国をはじめとするアジア新興国向け輸出の増加や在庫調整の進展などにより、景気の持ち直し傾向が一段と明確化した(図表3)。この結果、7～9月期実質GDPは前期比年率同+1.5%と、6四半期ぶりにプラスに転じた。

一方、雇用情勢は、住宅バブル崩壊の後遺症が深刻なスペインを中心に、悪化に歯止めがかかっていない。失業率は9月には9.7%と、10年ぶりの水準まで上昇している(図表4)。

ユーロ圏の主要国ドイツ、フランス、イタリア、スペインの景気について個別にみると、以下の通りである。

①ドイツ

ドイツの2009年1～3月期の実質GDPは前期比年率▲13.4%と、統計開始以来最大の減少を記録した。主因は、資本財を中心とする輸出の急減である。2008年秋のリーマン・ショックを契機に設備投資抑制の動きが世界的に広がり、受注・生産が大幅に落ち込んだ。

こうした状況に対し、ドイツ政府は、総額

820億ユーロの景気対策を発表した。なかでも、2009年1月に導入された新車販売支援策は奏効し、2月以降販売台数が順調に増加した。これが個人消費を下支えしたほか、裾野の広い自動車産業の販売増加は、金属などの他産業にも好影響を与えた。加えて、春以降、中国など一部新興国の景気持ち直しが明確化するなか、新興国向け輸出が徐々に増加し、外需がプラスに作用した。この結果、4～6月期、7～9月期の実質GDPは、それぞれ前期比年率+1.8%、同+2.9%と、2四半期連続のプラス成長となった。

一方、雇用面では、失業率が2008年末の7.1%から6月には7.7%まで上昇したものの、他国と比べ総じて安定推移が続いた。労働者が勤務時間を減らし、その分の給与を政府が一部助成するという操業短縮制度の積極的な推進がその背景にある。もっとも、その代償として単位労働コストが急上昇しており、雇用調整圧力が強まっている。

②フランス

フランスの2009年1～3月期の実質GDPは、前期比年率▲5.5%と、4四半期連続の減少を記録した。主因は輸出の急減である。もっとも、個人消費が比較的底堅く推移したことにより、落ち込み幅はドイツよりも緩やかなものとなった。その背景には、①手厚い失業給付、②物価下落による家計の実質購買力増大、③就業人口に占める公務員の割合が高いこと、などが指摘できる。

春以降は、2008年末に政府が打ち出した総額260億ユーロの景気対策が奏効し始めた。この結果、4～6月期、7～9月期の実質GDPはそれぞれ、前期比年率+1.1%、同+1.1%と、2四半期連続のプラス成長となった。

一方、雇用情勢は、失業率が9月に1999年以

来となる10%超まで上昇するなど、悪化に歯止めがかかっていない。また、住宅価格も、2008年秋のピークから10%下落したが、なお続落の様相を示している。

③イタリア

イタリアの2009年1～3月期の実質GDPは前期比年率▲10.4%と、統計開始以来最大の減少を記録した。主因は、ドイツと同様輸出の急減である。

こうした状況に対し、政府は5年間で総額800億ユーロの景気対策を打ち出した。対策効果が顕在化した7～9月期には、実質GDPが前期比年率+2.3%と6四半期ぶりにプラスに転じた。もっとも、景気の牽引役である輸出は、軽工業製品など新興国と競合する品目が多いため、資本財等で非価格競争力のあるドイツに比べ緩慢な回復にとどまっている。

④スペイン

スペインでは、住宅バブル崩壊に金融危機が重なり、景気後退が深刻化した。2009年1～3月期の実質GDPは前期比年率▲6.3%と、統計開始以来最大の減少となった。

こうした状況に対し、政府は2009年だけでGDP比2.3%に上る域内最大規模の景気対策を行った。もっとも、4～6月期、7～9月期の実質GDPは、それぞれ前期比年率▲4.1%、同▲1.2%と、減少に歯止めがかかっていない。

スペインでは、住宅ブームにあった2007年にかけて建設労働者が急増し、これが消費拡大に寄与してきた。住宅バブル崩壊後は、雇用情勢の悪化に歯止めがかからず、失業率は2009年末にも20%を超える見込みである。とりわけ若年層の失業率は、8月以降40%を超えるなど、雇用情勢の悪化が深刻化している。

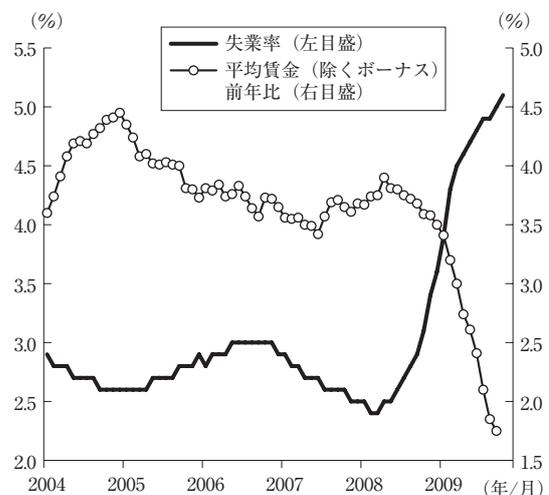
(ロ) イギリス

2008年4～6月期から後退局面に陥っていたイギリス景気は、同年9月のリーマン・ショック以降、悪化が一段と深刻化した。この結果、2009年1～3月期の実質GDPは前期比年率▲9.6%と、統計開始以来最大の減少を記録した。需要項目別では、個人消費と設備投資の減少が全体を大きく下押しした。

これに対し、政府は2008年末にかけて時限的な付加価値減税などGDP比1.5%規模の景気対策を打ち出したほか、金融システム不安解消に向け、一部銀行を事実上国有化した。本年入り後も、金融機関で発生する不良資産損失に対し、一定額を超える分に対しては政府が保証するという制度を2月に打ち出した。BOE（イギリス中銀）も、3月には政策金利を史上最底の0.50%まで引き下げたほか、金融機関保有資産の買い入れを行うなど積極的な信用緩和策を行った。

こうした財政・金融両面での下支えが奏功し、市場は落ち着きを取り戻し、景気も最悪期を脱した。もっとも、金融システム不安は完全には

(図表5) イギリス失業率と平均賃金

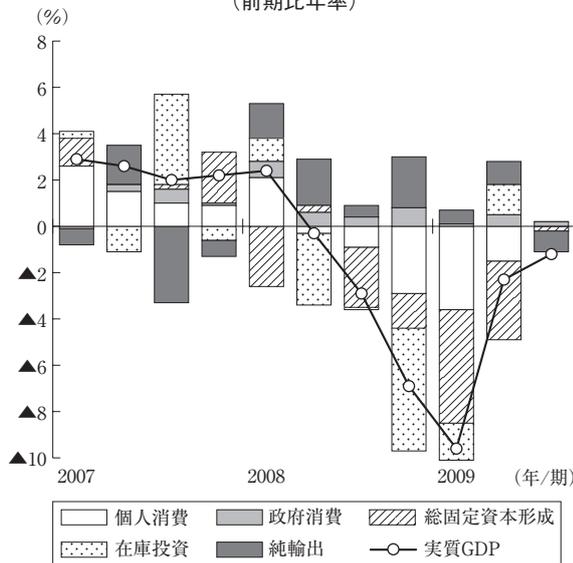


(資料) 英政府統計局

(注) 平均賃金前年比は3カ月移動平均。

払拭されておらず、主力産業である金融業の低迷が景気下押し圧力として作用し続けている。加えて、雇用の減少に歯止めがかからず、それに伴い賃金の伸び鈍化も続くなど、雇用・所得情勢の悪化も続いている（図表5）。この結果、実質GDPは、7～9月期まで統計開始以来最長となる6四半期連続のマイナスとなった（図表6）。

（図表6）イギリス実質GDP成長率需要項目別内訳（前期比年率）



（資料）イギリス政府統計局

2. 2010年の欧州経済をみるうえでのポイント

以下では、2010年のユーロ圏経済を見通すにあたり、重要と考えられる三つのポイント、すなわち「大幅なGDPギャップが景気に与える影響」、「新車販売支援策の反動」、「金融システム不安の残存」について検討する。加えて、イギリス経済の調整進捗度合いについて点検する。

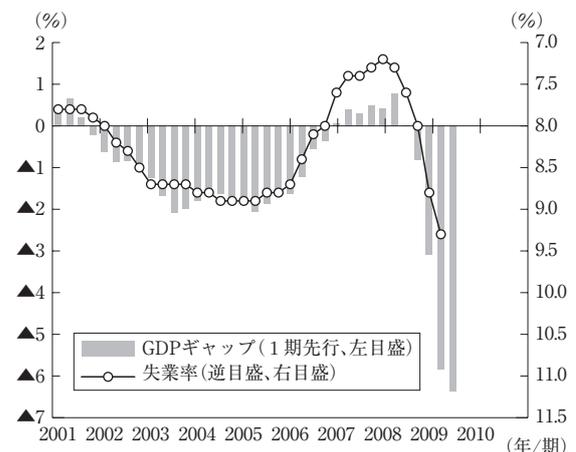
（イ）ユーロ圏

（1）欧州でのGDPギャップ

1999年以降の統計からユーロ圏の潜在成長率を推定すると、2009年ではおおよそ1%台半ば

になる。2008年夏以降の大幅なマイナス成長により、ユーロ圏のGDPギャップは▲6%台にまで拡大していると試算される。各国政府の雇用維持策により、これまでのところスペインを除き、失業率の悪化は限定的にとどまっているものの、GDPギャップと失業率の関係を踏まえると、ユーロ圏失業率は先行き11%前後まで拡大する可能性がある（図表7）。失業率が上昇すれば、所得のさらなる伸び鈍化も避けられず、個人消費は一段と冷え込むと予想される（図表8）。

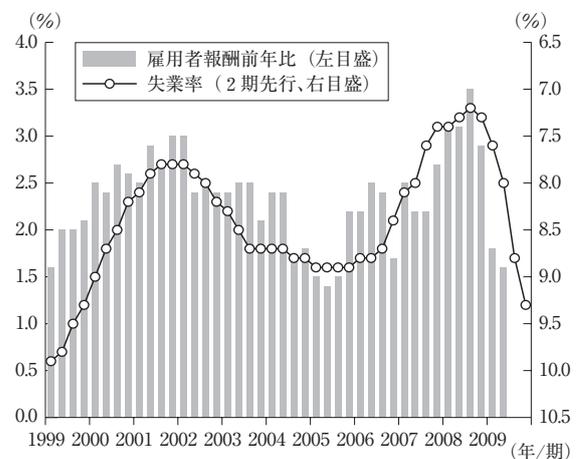
（図表7）ユーロ圏GDPギャップと失業率



（資料）Eurostat

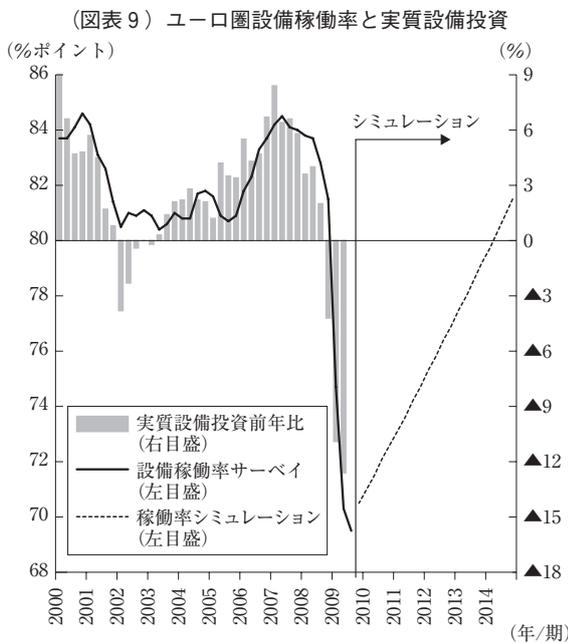
（注）GDPギャップは、2000年がゼロとして日本総合研究所試算。

（図表8）ユーロ圏失業率と雇業者報酬



（資料）Eurostat

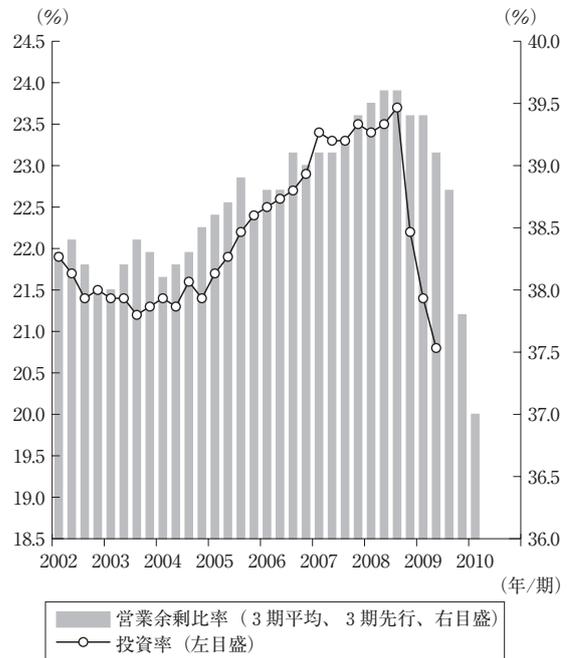
一方、2009年春にかけての大幅な生産減少により、設備稼働率は過去最低の70%割れまで低下している。今後、前回の景気回復局面と同ペースでの生産拡大を想定しても、これまで設備投資増減の分岐点となってきた80%まで持ち直すのは、2014年以降となると試算される（図表9）。ストック調整圧力が根強く残るなか、当面持続的な設備投資の増加は展望できない状況にある。



(資料) Eurostat
(注) シミュレーションは、生産が2003年7～9月期から2008年1～3月期までの平均伸び率(+2.9%)で増加すると想定。

収益面をみても、企業の投資活動の活発化は当面期待できない。すなわち、非金融法人においては、付加価値創出額に占める営業余剰比率が上昇すると、3四半期程度遅れて投資比率が上昇する傾向がある。営業余剰比率は、2009年4～6月期まで大幅な低下が続いている。先行きも当面は売上増加を通じた収益改善が期待薄であるだけに、2010年中は投資の減少基調が続く可能性が高い（図表10）。

(図表10) ユーロ圏の非金融法人付加価値創出額に占める投資・営業余剰比率



(資料) Eurostat

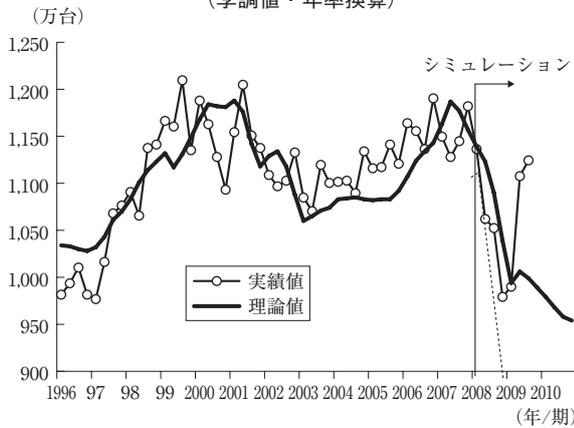
(2) 自動車販売支援策の反動

ユーロ圏の新車販売台数は、販売支援策により7～9月期にかけて3四半期連続で増加している。ちなみに、失業率と消費者信頼感指数等を基に新車販売台数の理論値を試算したところ、7～9月期の実績値は対策効果で年率125万台押し上げられたとの結果が得られる（図表11）。

もっとも、雇用情勢が悪化するもとの新車販売台数の増加は、需要の先食いにつながる可能性が大きい。販売台数を大きく伸ばしたドイツでは、すでに9月に支援策を終了したほか、支援策を導入したほとんどの国が、2010年前半までに終了・規模縮小を予定している。ドイツなど新車販売が好調に推移した国を中心に、2010年半ばにかけて反動減が顕在化する公算が大きい。

自動車産業は裾野が広く、2009年中は同支援策が景気の下支え役となったが、2010年はその

(図表11) ユーロ圏新車販売台数の推移
(季調値・年率換算)



(資料) ACEA、欧州委員会を基に日本総合研究所作成

(注1) 新車販売台数 = $\alpha + \beta$ (失業率) + γ (消費マインド) として推計式 ($R^2 = 0.597$) を作成し、理論値を算出。推計期間は96Q1～2008Q4。2009年以降のシミュレーションは当社予測に基づく。前提は以下の通り。

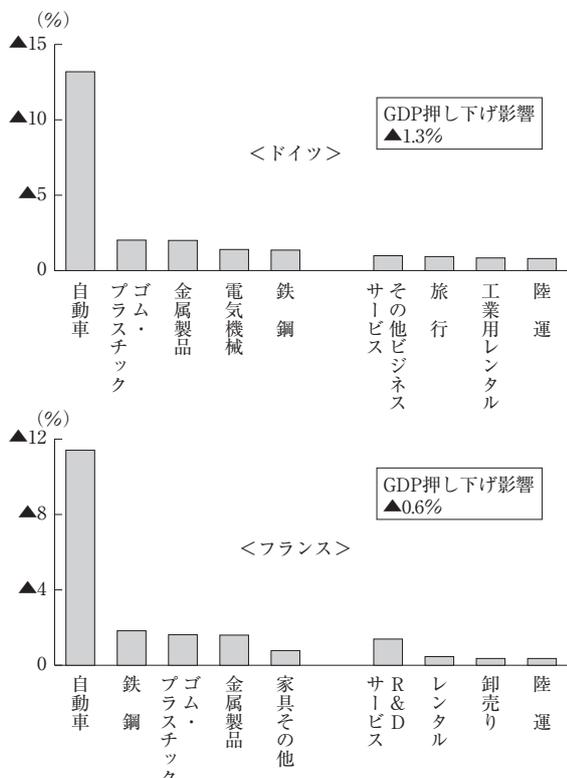
(注2) 2009Q3以降のシミュレーションは当社予測に基づく。前提は以下の通り。

- ①失業率は2010年末にかけて11.7%まで上昇。
- ②消費マインド (= 消費者信頼感指数) は不変。

反動により、逆に幅広い産業の業況が大きく下押しされると予想される。仮に、ドイツとフランスで自動車生産が1割減少した場合、GDPへのマイナス影響は大きく、独仏それぞれ▲1.3%、▲0.6%と試算される (図表12)。

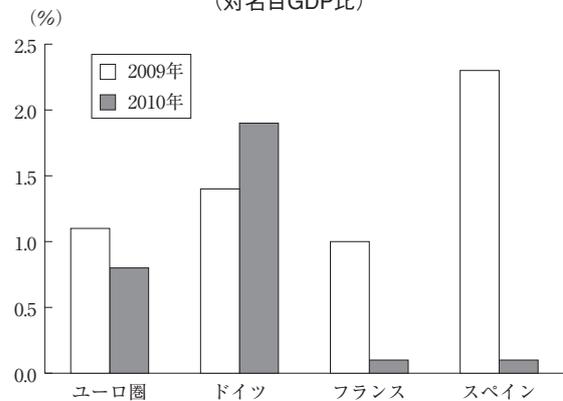
なお、ドイツでは、10月に発足した新連立政権が追加景気対策として240億ユーロの減税を実施することを決定した。一方、フランス・スペイン等では、2010年の景気対策規模が2009年に比べて少額にとどまっている。このままでは、対策効果の剥落だけで成長率はフランスで▲0.9%、スペインでは▲2.2%押し下げられることになる (図表13)。このため、ドイツ以外の国々でも早晚追加の景気対策発動を余儀なくされる公算が大きい。

(図表12) 自動車生産1割減のGDPへの影響試算
(国内生産対比)



(資料) Eurostatの産業連関表を基に日本総合研究所作成
(注) 減産の影響が大きい業種を中心に一部抜粋。

(図表13) ユーロ圏主要国の景気対策規模
(対名目GDP比)



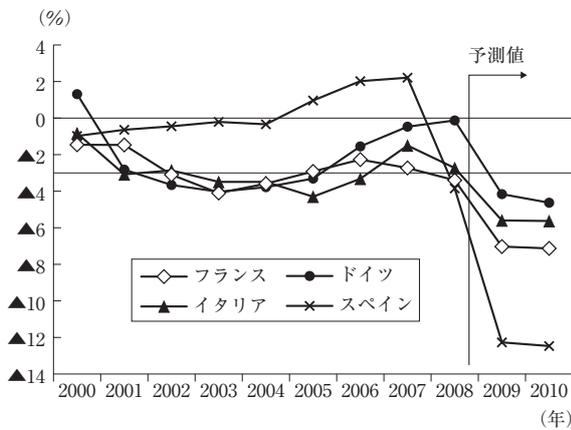
(資料) 欧州委員会 “Public Finances in EMU 2009”

(注1) 2009年11月に欧州委員会が提案した『欧州経済回復プラン』を受け、各国政府が発表した景気対策規模の値に基づく。

(注2) 2010年の値は、2009年からのネット増加分。

ただし、税収減や既往景気対策に伴う財政出動により、域内各国の財政収支はすでに大幅に悪化している。欧州では財政赤字をGDPの3%以内に抑える協定を定めているものの、ドイツ、フランスを含む7割の加盟国が2010年まで同基準に抵触する見通しとなっている (図表

(図表14) ユーロ圏主要国の財政収支名目GDP比率



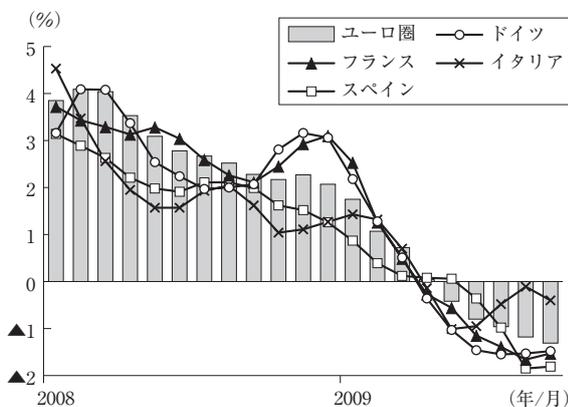
(資料) IMF “World Economic Outlook, Oct 2009”
 (注) 2009年、2010年はIMFによる予測値。

14)。こうした財政事情を踏まえると、追加の景気対策も限られた規模にとどまることが予想される。

(3) 金融不安の残存

ユーロ圏金融機関の非金融法人向け貸出残高は、域内企業の設備投資意欲の減退に加え、金融機関のリスク回避の動きもあり、9月末にかけて減少ペースが加速している(図表15)。2008年秋以来、ECBが実施してきた政策金利の引き下げや市場への大規模な資金供給により、ユーロ圏金融市場は落ち着きを取り戻しつつあ

(図表15) ユーロ圏金融機関の非金融法人向け貸出の推移(3カ月移動平均、3カ月前比)



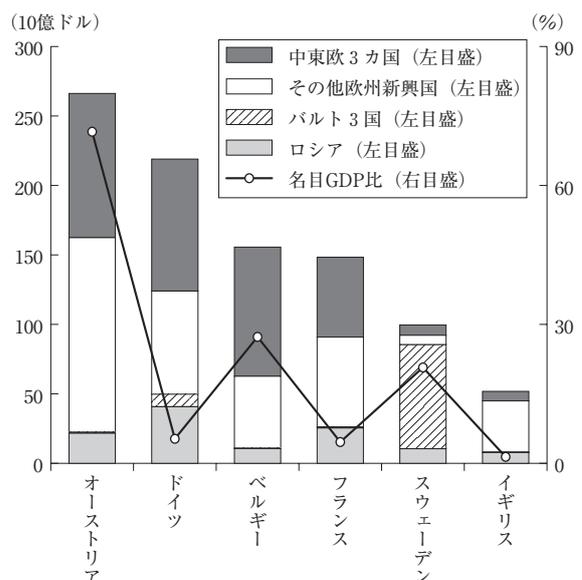
(資料) 各国統計局

るものの、円滑な企業金融の回復には至っていない。

先行きを展望しても、不良債権問題が金融機関の経営を圧迫し続ける公算が大きい。理由の第1は、企業倒産・個人破産の増加である。法人部門では、住宅バブル崩壊の後遺症が深刻なスペインを筆頭にドイツ、フランスでも企業倒産件数が増加している。家計部門でも、雇用・所得環境の悪化を背景とする住宅ローンや消費者ローンの返済行き詰まりなどから、個人破産件数が増加している。

第2に、中東欧向け貸出の焦げ付きリスクである。欧州先進国の金融機関は、厳しい経済情勢が続く欧州新興国向け貸出を大量に行っている。国別にみると、オーストリアがGDP対比で過大な貸付を行っているほか、非ユーロ圏ではあるがユーロ圏と結び付きの大きいスウェーデンはとくに経済危機が極めて深刻なバルト3国への与信額が突出している(図表16)。IMFによる支援もあり、中東欧諸国の経済情勢は小

(図表16) 西欧金融機関の欧州新興国向け与信



(資料) BIS, World Bank Group
 (注1) 中東欧3カ国はポーランド、チェコ、ハンガリー。
 (注2) 名目GDPは2008年実績。

康を保っているものの、先行き予断を許さない。

これに対し、欧州金融機関の損失処理対応は遅れている。IMFの最新の推計によれば、2010年末までに見込まれる潜在損失額はユーロ圏金融機関で8,140億ドル、イギリス金融機関で6,040億ドル、スイスなどその他欧州で2,010億

ドルに及んでいる。このうち、6割近くが依然未処理の状況で、すでに6割近くを引当・償却しているアメリカと比べ出遅れ感が否めない(図表17)。

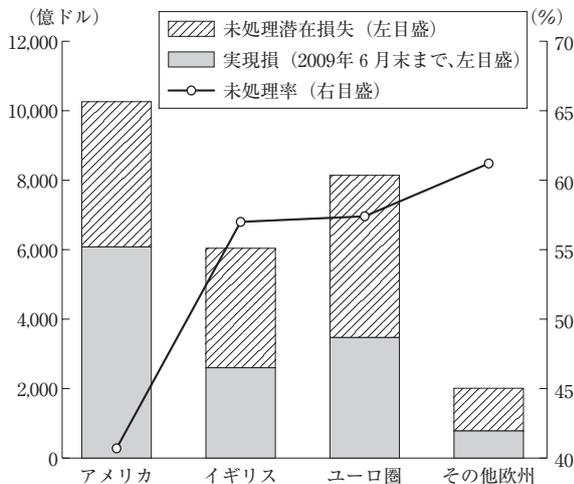
ちなみに、9月に開かれたG20ピッツバーグ・サミットでは2012年末迄を目標として、金融機関の自己資本規制を強化することで各国が合意した。欧州委員会は、独自の自己資本規制見直し案を検討しているものの、普通株比率4%が国際標準となった場合、IMF試算によればユーロ圏金融機関は3,100億ドルの資本増強を迫られる見込みである。

以上を踏まえると、ユーロ圏では先行きも金融機関の経営問題がくすぶり続ける公算が大きく、景気回復の足枷となる見通しである。

(ロ) イギリス

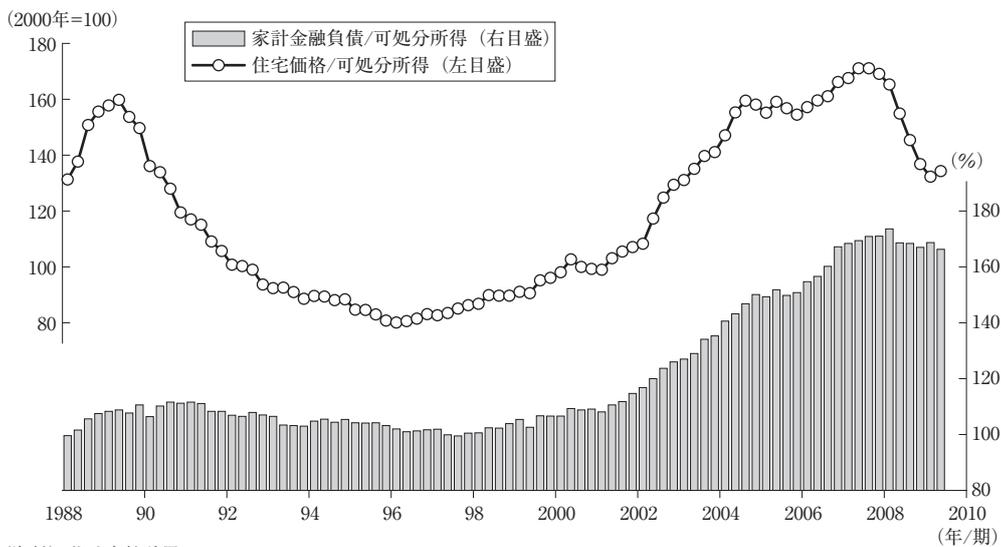
イギリスでは、10月のネーションワイド住宅価格が前年比で上昇に転じるなど、住宅市場調整に一服感が生じている。もっとも、住宅価格/可処分所得は、2007年央のピークから低下

(図表17) 米欧金融機関の潜在損失額



(資料) IMF, "Global Financial Stability Report, October 2009"
 (注) その他欧州は、デンマーク、ノルウェー、アイスランド、スウェーデン、スイス。

(図表18) イギリス住宅価格の割高度合いと家計債務



(資料) 英政府統計局、Nationwide
 (注) 住宅価格はNationwideを使用。

してきたものの、2003年の水準に復帰したに過ぎない。住宅価格が1997年以降概ね前年比2桁の上昇が続いてきたことを踏まえると、価格調整は中間点に到達したにすぎず、持続的な価格上昇は期待できない。

一方、住宅バブル崩壊により顕在化した家計のバランスシート調整は緒についたばかりである。家計債務／可処分所得比率は、2008年初のピークに対し低下しているとはいえ、160%台後半と未曾有の水準で高止まりしている（図表18）。所得雇用情勢の悪化と相俟って、GDPの7割を占める個人消費が本格回復する展望は依然拓けていない。

3. 2010年の欧州経済見通し

一年前半には再びマイナス成長へ。その後も停滞が持続

(イ) ユーロ圏

ユーロ圏景気は、政府の景気対策効果が顕在化し、2009年央以降は持ち直し傾向が続いている。もっとも、①雇用情勢の悪化を背景とする個人消費の低迷、②内外需の落ち込みによる設備投資の減少、③主力輸出先であるアメリカ・

イギリス・中東欧の景気低迷に伴う輸出の伸び悩み、などを背景に、持続的な回復には至らないとみられる。そうした状況下、自動車販売支援策や公共投資など政策効果が一巡する年前半にかけては、再びマイナス成長に陥る見通しである。

各国政府は、こうした事態を看過できないとみられ、遅くとも2010年4～6月期にはGDP比1%規模の追加経済対策が策定される可能性が高い。これにより年後半の景気は下支えされると予想される。

この結果、2010年通年での実質GDP成長率は、前年比+0.2%と辛うじてマイナス成長からは脱する見通しである（図表19）。

物価面では、今後エネルギー価格上昇の影響が顕在化し、インフレ率は年初には2%台まで上振れると予想される。もっとも、製品・労働需給の大幅な緩和を背景にコアインフレ率の伸び鈍化が続くとみられ、エネルギー価格上昇の影響が減衰するに従い、年末にかけゼロ%台まで伸びが鈍化していく見通しである。

(ロ) イギリス

2010年のイギリス景気は、悪化が続く見通し

(図表19) ユーロ圏経済成長率・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

	2009年				2010年				2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	▲9.4	▲0.6	1.5	0.1	▲0.5	▲0.3	▲0.1	0.2	0.6	▲4.0	0.2
個人消費	▲1.8	0.2	0.9	0.1	▲0.5	▲0.4	▲0.2	▲0.2	0.3	▲0.1	▲0.3
政府消費	2.5	2.6	0.8	2.0	1.8	2.2	1.5	1.5	2.1	1.5	1.9
総固定資本形成	▲18.3	▲6.5	▲4.1	▲5.8	▲4.7	▲3.7	▲2.7	▲1.6	▲0.5	▲9.8	▲4.4
在庫投資	▲2.2	▲3.2	0.5	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.1	▲4.4	0.4
純輸出	▲2.4	2.7	7.2	0.4	▲0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	▲1.8	▲0.1
輸出	▲16.8	▲17.4	▲4.1	▲2.9	▲4.4	▲2.8	▲1.7	1.1	1.0	▲10.9	▲1.9
輸入	▲12.8	▲14.4	▲5.5	▲3.8	▲3.8	▲2.8	▲1.7	0.6	1.0	▲9.2	▲1.9
消費者物価指数 (前年同期比)	1.0	0.2	▲0.4	▲0.1	2.0	1.2	0.7	0.3	3.3	0.1	1.0

→ 予測

(注1) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

(注2) 見通しは、GDP比1%の追加景気対策を2010年1～3月期に打ち出すことを想定。

(図表20) イギリス経済成長率・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

	2009年				2010年				2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	▲9.6	▲2.3	▲1.2	0.0	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.1	0.6	▲4.7	▲0.3
消費者物価指数	3.0	2.1	1.5	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8	3.6	2.0	1.7

└─▶ 予測

(注) 見通しは、GDP比1%の追加景気対策を2010年4～6月期に打ち出すことを想定。

である。①家計のバランスシート調整・所得雇用環境の悪化に伴う個人消費の低迷長期化、②主力産業である金融業の低迷、③内外需の落ち込みによる設備投資の減少が、景気の下押し圧力として作用し続けるとみられる。付加価値税引き下げが2009年末に終了するなか、2010年前半は個人消費を中心に再びマイナス成長となる見通しである。

一方、総選挙が2010年6月初旬までに実施されることになっている。こうした情勢下、政府も景気テコ入れに向け遅くとも1～3月期中に追加の経済対策を打ち出すことが予想される。こうした追加の対策が景気下支えとなり、年後半に向け減少ペースが鈍化していく見通しである。

この結果、2010年通年の実質GDP成長率は前年比▲0.3%と2年連続のマイナスとなる見通しである(図表20)。

物価面では、景気悪化に伴いコアインフレ率の低下が続くとみられる。もっとも、エネルギー価格上昇やポンド安の影響もあり、総合ベースでは1%台後半での推移が続く見通しである。

主任研究員 牧田 健

(2008.11.20)