

欧州経済見通し

—債務問題深刻化により、景気後退局面入り—

調査部 マクロ経済研究センター

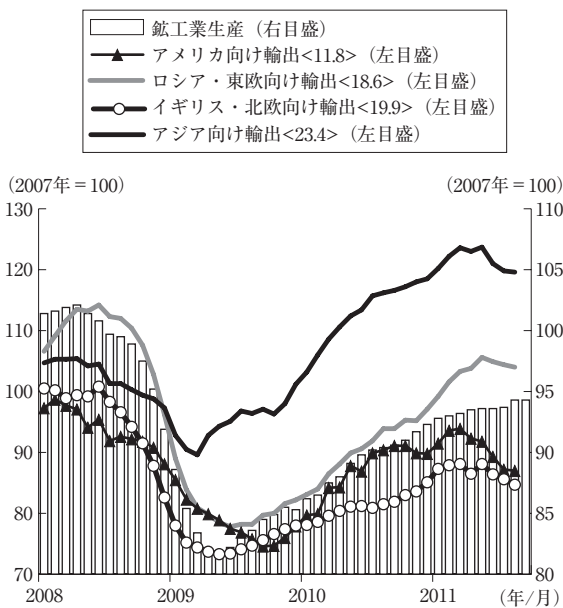
目 次

1. 欧州経済の現状
2. 欧州債務問題の行方
 - (1) ユーロ加盟国の「包括戦略」
 - (2) 緊縮財政と景気悪化の悪循環
 - (3) ECBの国債買い入れと金融政策の限界
3. 2012年の欧州経済をみるうえでのポイント
 - (1) ユーロ圏個人消費
 - (2) ユーロ圏輸出動向
 - (3) 牽引役であったドイツの設備投資の行方
 - (4) 低迷が長期化するイギリス経済
4. 2012年の欧州経済見通し：年初にかけてマイナス成長、その後緩慢な持ち直し
 - (1) ユーロ圏
 - (2) イギリス
5. リスクシナリオ

1. 欧州経済の現状

ユーロ圏景気は、2011年春以降、大幅に減速している。ユーロ圏実質GDPは、2011年1～3月期には前期比年率+3.1%と高い伸びを示したものの、その後4～6月期は同+0.7%、7～9月期は同+0.6%と増勢鈍化が続いている。景気減速の背景として、PIIGS諸国（ポルトガル・イタリア・アイルランド・ギリシャ・スペイン）を中心に雇用・所得環境が低迷するなか、米英景気の減速や新興国の景気拡大ペースの鈍化を受け、輸出が頭打ちとなったことが指摘できる（図表1）。

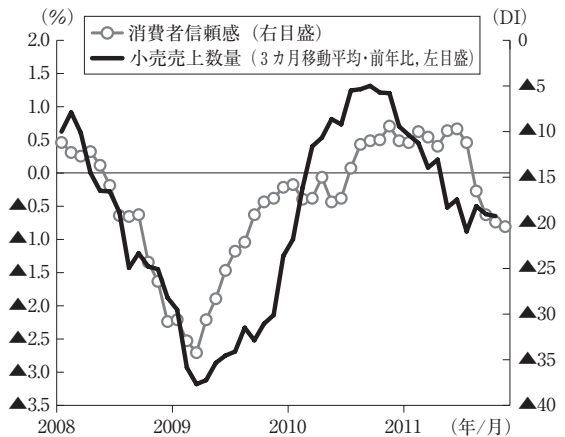
（図表1）ユーロ圏の地域別輸出数量と鉱工業生産の推移（季調値・3カ月移動平均）



（資料）Eurostat
 （注）輸出数量は輸出価格指数を基に日本総合研究所作成。
 凡例 < > 内は2010年名目輸出全体に占める各地域のシェア。鉱工業生産は建設除く。

さらに、足許では債務問題の深刻化に伴い、消費者マインドが急速に悪化し、域内個人消費を下押ししているほか、企業マインドの悪化により、設備投資の増勢が大きく鈍化している（図表2）。域内需要の低迷はドイツやフランス

（図表2）ユーロ圏の小売売上数量と消費者信頼感の推移

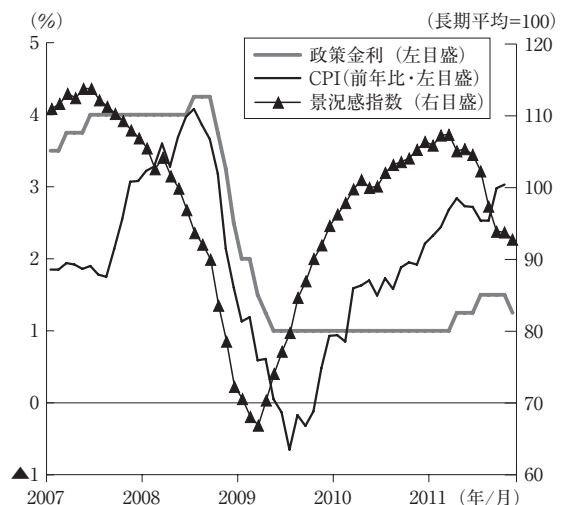


（資料）Eurostat、欧州委員会

など中核国にも拡がっており、10～12月期の成長率はマイナスに転じた可能性が高い。

こうした状況下、ECB（欧州中央銀行）は夏場にかけての利上げ路線を転換し、ドラギ新総裁就任直後の11月の理事会において、0.25%の政策金利引き下げを決定した。足許のインフレ率は前年比+3.0%前後と高水準で推移しているものの、景況感の急速な悪化などを踏まえ、理事会は今後インフレ圧力が弱まると判断したとみられる（図表3）。

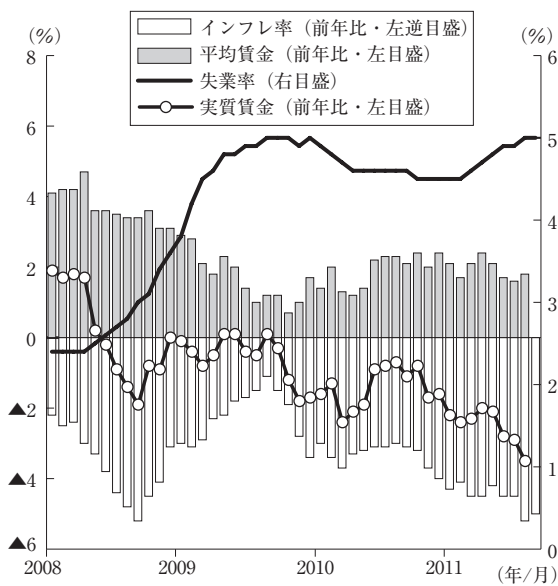
（図表3）ユーロ圏の政策金利・CPI・景況感指数の推移



（資料）Eurostat、欧州委員会、ECB

一方、イギリスでも景気低迷が長期化している。7～9月期の実質GDPは前期比年率+2.0%と、4～6月期（同+0.4%）から増勢が加速したものの、4月のロイヤル・ウェディングに伴う企業の操業停止などにより落ち込んだ前期の反動という側面が大きく、景気低迷に変化はみられない。足許の景気指標を確認すると、失業率（失業保険申請ベース）は5.0%に上昇しているほか、インフレ率の上昇に伴い実質賃金の減少が加速している（図表4）。雇用・所得環境の厳しさと、緊縮財政が相俟って、イギリスの内需は個人消費を中心に低調な推移が続いている。

（図表4）イギリスの実質賃金と失業率の推移



（資料）ONS

（注）実質賃金前年比は、名目平均賃金前年比-CPI前年比。

こうしたなか、BOE（イギリス中銀）は10月の金融政策委員会において資産買い入れ額の拡大を決定するなど、高インフレ下でも、景気支援に注力する姿勢を明確化している。

2. 欧州債務問題の行方

欧州債務問題は消費者・企業マインドの悪化を招き、欧州経済の重石となっている。加えて、ギリシャを発端とした債務問題が、イタリアなどの中核国へも波及しつつあるほか、金融システムの混乱も招いており、その行方は欧州経済の先行きを大きく左右しかねない。以下では、ユーロ加盟国やECBによる債務問題への対応策とその課題について検討する。

（1）ユーロ加盟国の「包括戦略」

ユーロ加盟国は、2011年10月下旬に開催されたユーロ圏首脳会議において、債務問題の「包括戦略」を策定した。その具体的な施策は以下3点である。

①ギリシャ追加支援策

ユーロ加盟国は、世界の大手金融機関で組織される国際金融協会（IIF）と、民間投資家の保有するギリシャ国債について、額面50%のヘアカットを実施することで合意した。これに伴い、ギリシャの公的債務は2020年に名目GDP比120%まで縮小すると見込まれている。

②銀行の資本増強

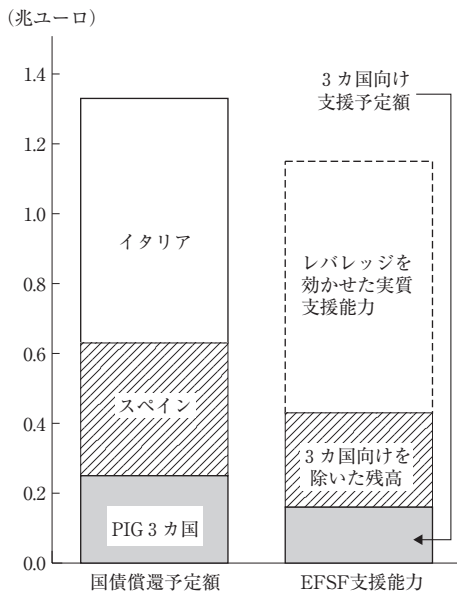
ユーロ加盟国は、欧州銀行に対し中核的自己資本（コアTier1）比率を2012年6月までに9%以上へ増強することを要請した。各行は、市場での資本調達を目指し、不足する場合には各国が公的資金を注入する。さらに、各国に資本注入の余力がない場合は、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）が資本注入を実施する手はずとなっている。

③EFSFの実質支援能力の拡大

EFSFの現在の支援能力4,400億ユーロのうち、アイルランド・ポルトガル・ギリシャへの支援予定額を除いた2,000億～2,500億ユーロを原資に、レバレッジを効かせ、1兆ユーロ程度まで

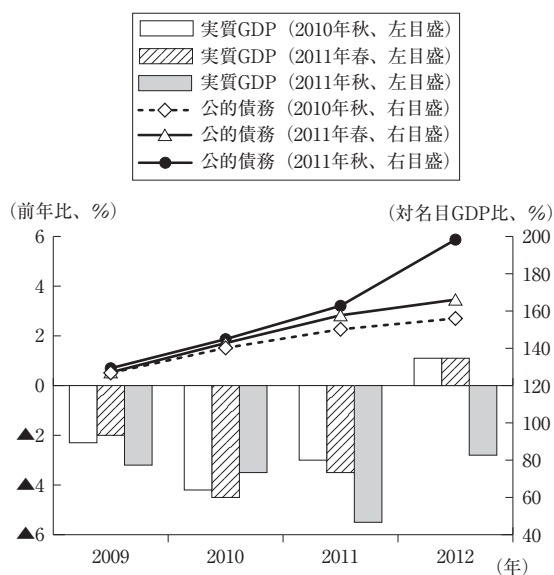
も広がり始めている。両国の今後3年間の国債償還、利払い額は合計で1.2兆ユーロに上っており、1兆ユーロのEFSFの実質支援能力拡大では、両国への信用不安を封じ込めるには力不

(図表7) 欧州重債務国の2014年末までの国債元利払いとEFSFの支援能力



(資料) 欧州議会、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
 (注) 2011年10月末時点。短期債の借り換えは除く。
 図中「PIG3 各国」はギリシャ・ポルトガル・アイルランド。

(図表8) ギリシャの成長率と公的債務の推移



(資料) 欧州委員会
 (注) 凡例カッコ内は、見直し発表時期。債務減免は含まず。

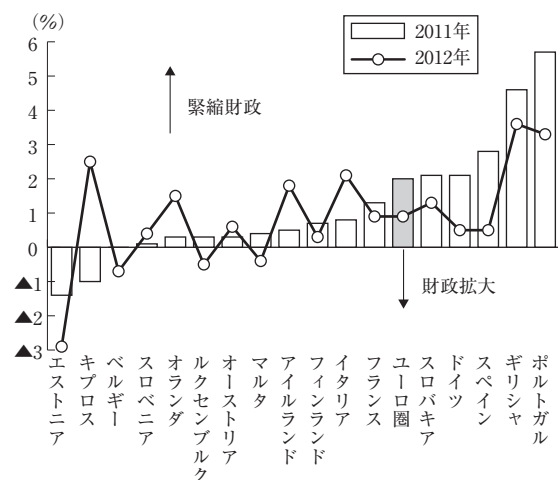
足とみられる(図表7)。

そもそも、ギリシャでは緊縮財政による景気悪化が、税収の減少を招き、それによって財政が一段と悪化するという悪循環に陥っている(図表8)。財政健全化には景気回復が不可欠であり、ギリシャの債務返済能力を高めるために、経済成長を促す支援策が必要である。しかしながら、本格的な財政移転に消極的なユーロ加盟国は、ギリシャの競争力の底上げ策にまで踏み込めていない。

(2) 緊縮財政と景気悪化の悪循環

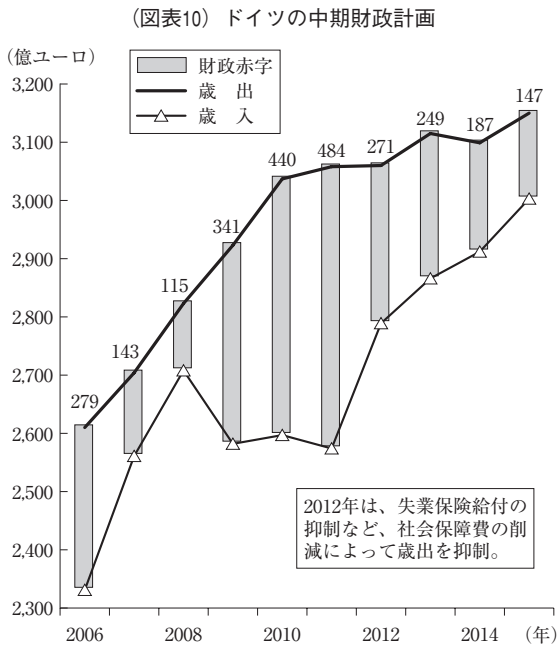
以上のように、欧州債務問題の鎮静化に向け金融不安や債務問題の中核国への波及を封じ込めることが不可欠であり、そのための財政支出をためらうべきではない。また、前述の通り、財政再建を進めていくためにも景気への配慮は欠かせない。しかしながら、ギリシャ債務問題をきっかけに、健全な財政運営に対する厳しい要求が強まっており、ユーロ圏各国は財政赤字削減に向けた緊縮財政計画の策定を迫られている(図表9)。比較的財政が健全なドイツでも、

(図表9) ユーロ圏諸国の財政姿勢 (構造的プライマリーバランス名目GDP比の前年差)



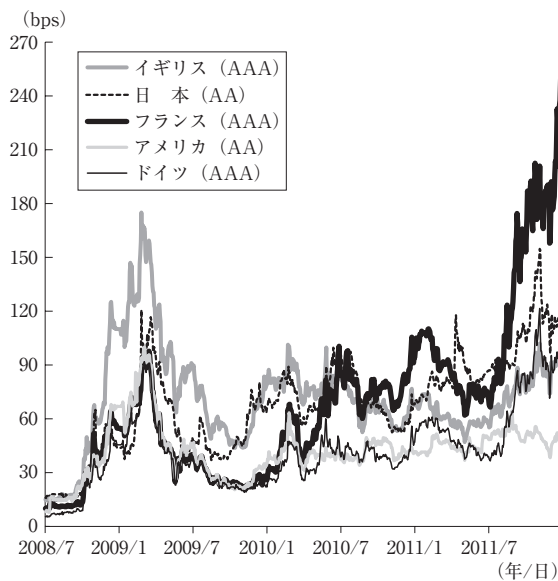
(資料) 欧州委員会、IMFを基に日本総合研究所作成
 (注) アイルランドは銀行救済コスト(約20%)を除く。

2012年以降、歳出を横ばいとする中期財政計画を策定しており、債務問題がドイツ経済にも悪影響を及ぼしつつあるなかでも、重債務国支援や景気下支えには動きにくい状況にある（図表



(資料) ドイツ財務省

(図表11) CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) の保証料率からみた各国債の信用リスク<5年物>



(資料) Bloomberg L.P.

(注1) 1bp=0.01%。直近は11月25日。

(注2) 凡例のカッコ内はS&P社による各国の長期発行体格付け。

10)。

こうしたユーロ圏各国の緊縮財政はむしろ景気下押し要因となり、税収減などを通じて財政再建の実現性に対する懸念を増幅させるという悪循環を招く公算が大きい。

一方、フランスでは、EFSFによる支援体制を維持するために、緊縮財政を余儀なくされている。最上位格付け国のなかで公的債務比率が高いフランスでは、景気減速が強く意識されるなか、国債信用リスクが著しく上昇している（図表11）。EFSFは、「AAA」格を有するユーロ導入国による保証を前提に、「AAA」格のEFSF債を発行して資金を確保しているため、フランスが「AAA」から格下げされれば、EFSFの資金調達力が低下し、支援体制に支障をきたす恐れがある。

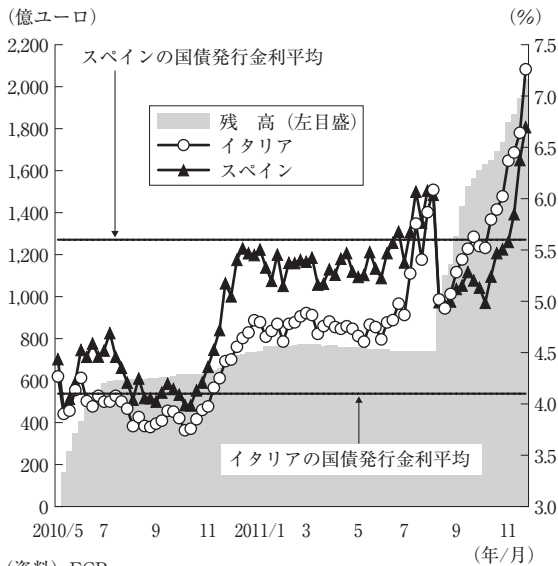
(3) ECBの国債買い入れと金融政策の限界

以上のように財政面からの手立てが期待できないなか、金融危機の回避にはECBによる大規模な国債買い入れが不可欠と考えられる。

2011年8月のECBによる国債買い入れ再開後、一時的にイタリア・スペインの国債利回りは急低下した。もっとも、ECBによる国債買い入れは、ドイツやECB内での反対が根強いなか、限られており、足許では財政不安が急速に高まったスペインやイタリアで再び国債利回りが上昇している（図表12）。金融危機回避に向け、ドイツやECBは大規模な国債買い入れの受け入れを余儀なくされる公算が大きい。

一方、ECBによる国債買い入れにより金融危機が回避されたとしても、ECBの金融緩和による景気浮揚は期待しづらい。まず、政策金利は1%への追加利下げが見込まれるものの、リーマン・ショック後の過去最低水準に迫るなか、さらなる利下げは期待しにくい。また、非

(図表12) スペイン・イタリア10年債利回りとECBの国債買い入れ残高の推移(週次)



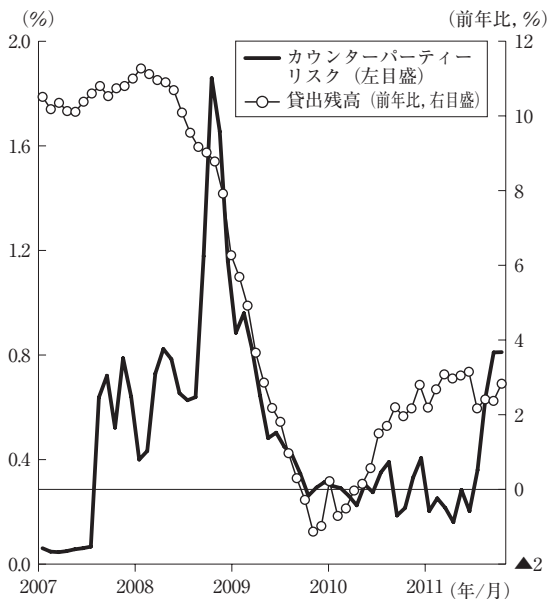
(資料) ECB
 (注) 国債発行金利平均は2014年までに償還予定の国債の支払い利息を発行残高で除して算出。

られる。実際に、ECBの積極的な流動性供給にもかかわらず、ユーロ圏の銀行間金利は高止まりし、銀行貸出は低迷が続いている(図表13)。この背景には、重債務国の国債を保有する金融機関に対する根強い信用不安がある。金融のトランスミッション機能が損なわれている状況下、ECBの流動性供給による景気支援効果は、限定的とならざるを得ないだろう。

3. 2012年の欧州経済をみるうえでのポイント

政策対応余力が乏しいなか、欧州経済は民間部門の自律的な回復力に依存せざるを得ない。もっとも、債務問題の悪影響が民間部門の成長力を損なう懸念が高まっている。そこで、本章では、欧州の内外需の先行きを点検する。

(図表13) ユーロ圏金融機関のカウンターパーティーリスクと貸出残高



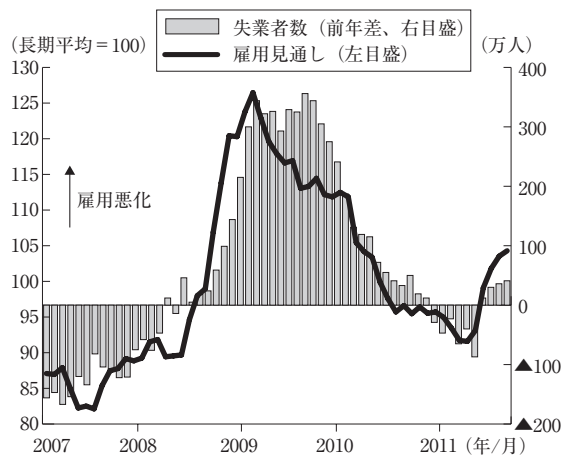
(資料) ECB、Bloomberg L.P.
 (注) カウンターパーティーリスクは、3カ月物銀行間金利-翌日物金利スワップ(3カ月物)。

(1) ユーロ圏個人消費

ユーロ圏では、失業率が過去最高水準である10%超まで上昇するなど、厳しい雇用情勢が続いている。財政不安が深刻化するPIIGS諸国で雇用の悪化が続いているほか、2009年夏以降改善が続いていたドイツでも、足許雇用が弱含み

伝統的手法による資金供給は、金融市場の緊張緩和やそれを通じた実体経済の下支えに資するものの、債務問題の根本的な解決に繋がるものではなく、また実体経済を押し上げる効果は限

(図表14) ユーロ圏の失業者数(前年差)と消費者の雇用見通し

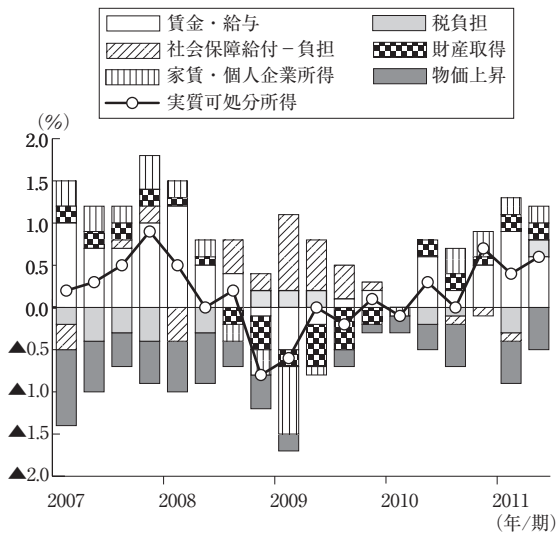


(資料) Eurostat、欧州委員会
 (注) 雇用見通しは、消費者信頼感調査における、先行き12カ月の失業者数の増減見通しをDI指数化したもの。

に転じている。消費者の雇用に対する見通しも急速に悪化しており、雇用情勢の厳しさが消費者マインドを下押ししている（図表14）。

一方、所得環境をみるとユーロ圏の実質可処分所得は、インフレ率の高止まりがマイナスに作用しているものの、賃金・給与の上昇を主因に緩やかに増加している（図表15）。もっとも、今後は緊縮財政による税・社会保障負担の増加、失業給付等の減少が可処分所得の下押しに作用するとみられ、所得の増勢は鈍化すると見込まれる。

（図表15）ユーロ圏の実質可処分所得の推移（前期比）

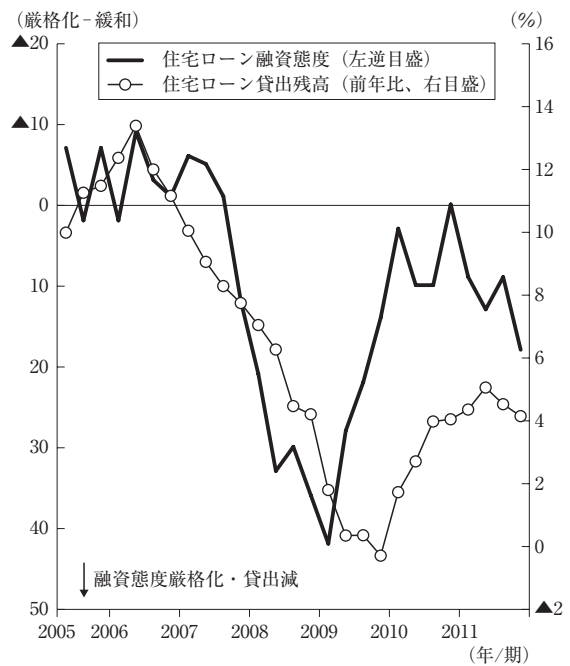


（資料）Eurostat, ECB

加えて、住宅価格の下落が消費者マインドの悪化に作用する恐れがある。ユーロ圏の住宅価格は低金利政策などを背景に高止まりしている。もっとも、債務問題の深刻化を受け、金融機関の資本制約が厳しくなるなか、住宅ローンの貸出態度は厳格化の方向にある（図表16）。資金面からの制約により住宅需要の落ち込みが見込まれるなか、高止まりしている住宅価格は先行き下落に転じる可能性がある（図表17）。

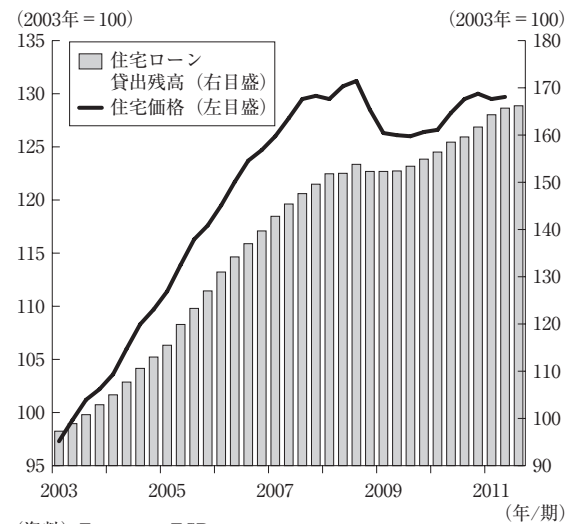
以上のように、雇用・所得環境の厳しさや住

（図表16）ユーロ圏金融機関の融資態度と貸出残高の推移



（資料）ECB

（図表17）ユーロ圏の住宅価格と住宅ローン貸出残高の推移



（資料）Eurostat, ECB

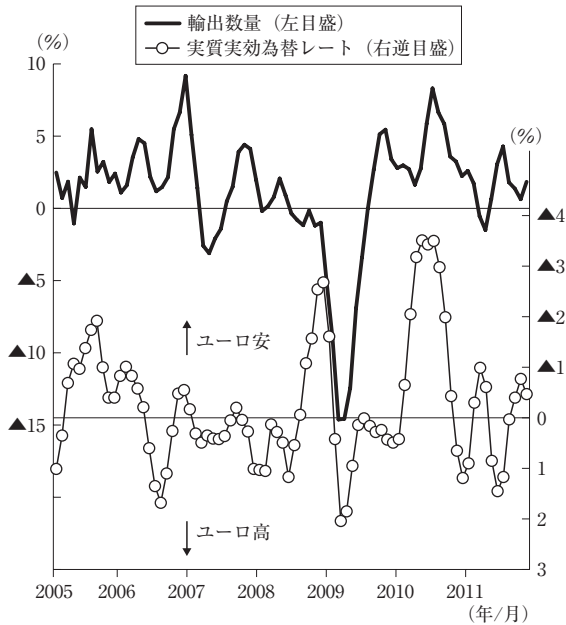
宅価格の下落などを受けた消費者マインドの悪化を背景に、域内個人消費の低迷が長期化する見込みである。

（2）ユーロ圏輸出動向

一方、輸出に目を転じると、欧州債務問題は、

これまでユーロ安を通じてユーロ圏の輸出、とりわけドイツの輸出を支援する要因となってきた（図表18）。債務問題の早期解決が見込めないなか、今後もユーロ安の進行が予想され、ドイツの輸出下支えに作用するとみられる。

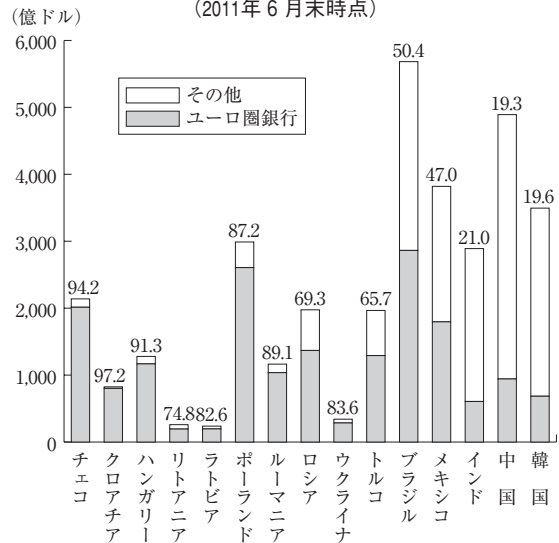
（図表18）ドイツの輸出数量と実質実効為替レート（後方3カ月移動平均・3カ月前比）



（資料）Bundesbank

もともと、欧州債務問題が金融システム不安を招くなか、債務問題は、今後新興国向け輸出の減速を通じて、むしろマイナスの影響を及ぼす公算が大きい。ユーロ圏金融機関はこれまで新興国向けに多額の投資を行い、新興国の景気拡大を支えてきた。債務問題の深刻化に伴う損失や資本規制の強化を受け、ユーロ圏金融機関が新興国向けエクスポージャーを縮小すれば、新興国景気の拡大ペースが鈍化し、ユーロ圏の新興国向け輸出も下押しされよう。なかでも、ユーロ圏の輸出先として2割近いシェアがある中東欧は、ユーロ圏が最大の輸出先となっているほか、海外からの資金調達の大半をユーロ圏の銀行に依存している（図表19）。中東欧諸国

（図表19）BIS加盟国銀行の新興国向け対外エクスポージャー（2011年6月末時点）

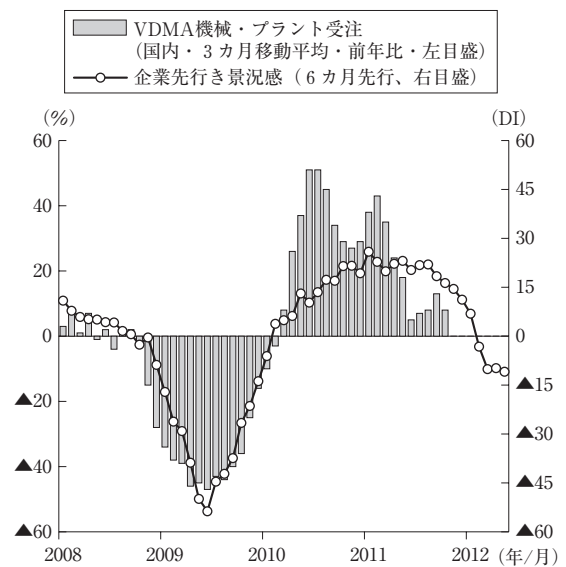


（資料）BIS
（注）数字は全エクスポージャーに占めるユーロ圏銀行のシェア。

の景気悪化により、ユーロ圏の輸出は大きく下振れする公算が大きい。

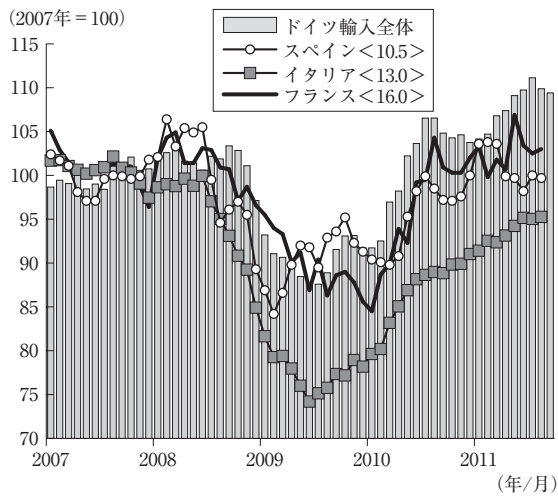
（3）牽引役であったドイツの設備投資の行方
こうした輸出の鈍化は、欧州債務問題の深刻化とあいまって、ユーロ圏企業、とりわけドイツ

（図表20）ドイツの企業先行き景況感と機械・プラント受注の推移



（資料）IFO, VDMA

(図表21) ユーロ圏各国のドイツ向け輸出数量の推移
(季調値・3カ月移動平均)



(資料) 各国統計局などを基に日本総合研究所作成
(注) 輸出数量は輸出価格指数を基に日本総合研究所作成。凡例< >内は、2010年名目輸出全体に占めるドイツ向けのシェア。

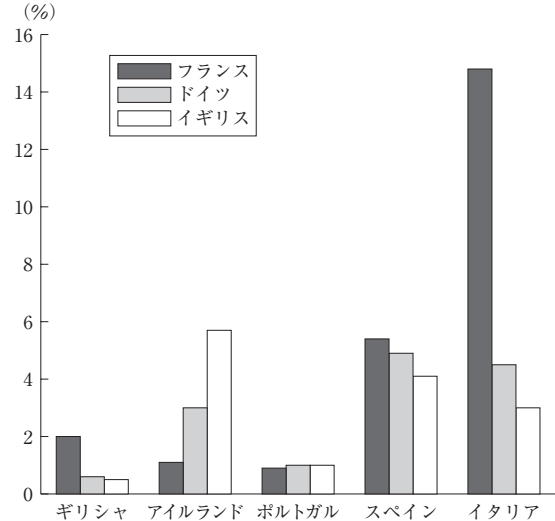
ツ企業の先行き景況感を急速に悪化させている(図表20)。さらに、債務問題を契機にユーロ圏銀行が貸出態度を厳格化していることも、設備投資を冷えこませる要因となるとみられる。

ドイツ以外のユーロ圏各国では、輸出に占めるドイツ向けのシェアが大きく、これまで景気が好調なドイツ向け輸出の増加が景気を下支えしてきた(図表21)。今後、ドイツの内需低迷が見込まれるなか、これらユーロ圏各国は輸出という牽引役を失い景気の低迷がさげられない。

(4) 低迷が長期化するイギリス経済

これまでみたように、欧州債務問題の深刻化を受け、ユーロ圏経済を取り巻く環境は厳しさを増している。一方、イギリスでは、①ギリシャ向け与信額がドイツ・フランスほど大きくないこと(図表22)、②EFSFによる支援に参加しておらず、財政負担が限定的であること、③独自の通貨を有し、ユーロ圏諸国に比べ財政・金融政策に対する制約が少ないこと、などから、欧州債務問題の金融機関への直接的な影響は限

(図表22) イギリス・ドイツ・フランス銀行のPIIGS諸国向け信用供与残高
(2011年6月末時点、対名目GDP比)

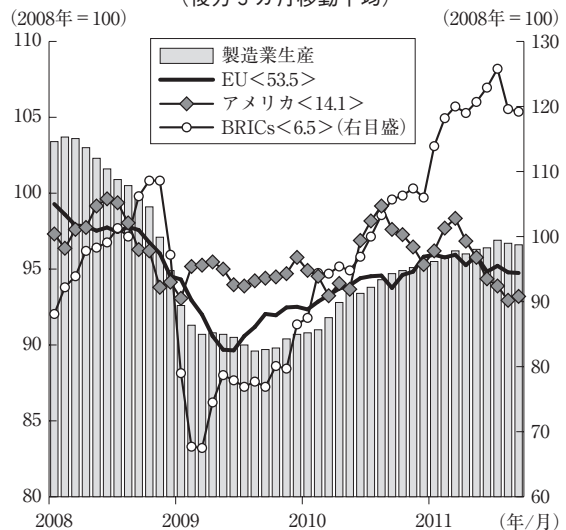


(資料) BIS, IMF

定的と見込まれる。こうした状況下、ユーロ圏とは異なり、信用収縮による景気的大幅な下振れは回避される見通しである。

もっとも、イギリス経済は2012年初にかけて緩やかながらも悪化する可能性が高い。まず、ユーロ圏・中東欧は輸出シェアの半分を占めて

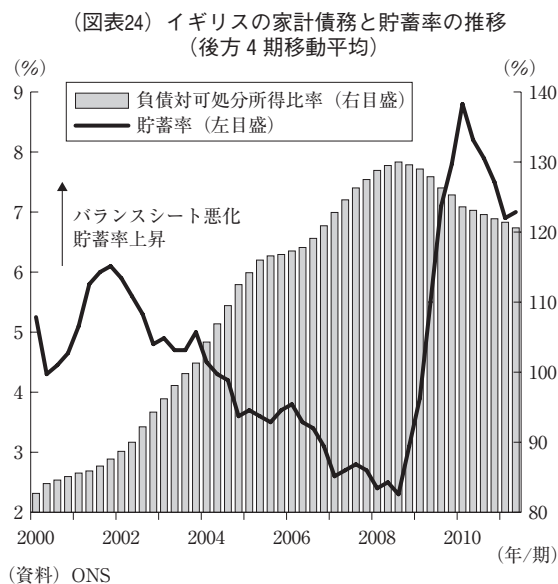
(図表23) イギリスの実質輸出の推移
(後方3カ月移動平均)



(資料) ONSを基に日本総合研究所作成
(注) 凡例の< >は2010年の名目輸出額に占めるシェア。

おり、ユーロ圏・中東欧での景気悪化が見込まれる2012年初にかけて、輸出の減少が避けられない（図表23）。

また、家計のバランスシート調整が道半ばにあり、内需の持ち直しも期待できない。家計の負債対可処分所得比率は、2008年以降低下しているものの、120%と依然高水準で推移しており、貯蓄率の高止まりを招いている（図表24）。加えて、債務問題の深刻化を受け、イギリス政府は財政緊縮姿勢を堅持しており、内需は牽引役不在で低迷が長期化する公算が大きい。



以上のように、内外需の低迷が続くなか、BOEは追加の金融緩和を辞さない姿勢を続けており、金融市場が混乱する局面では、一層の量的緩和拡大に踏み切ると見込まれる。

4. 2012年の欧州経済見通し：年初にかけてマイナス成長、その後緩慢な持ち直し

以上の分析を踏まえたうえで、2012年の欧州経済を展望する。

(1) ユーロ圏

2012年のユーロ圏景気は、加盟各国の緊縮財政、雇用・所得環境の悪化、といったこれまでの下押し要因に、①新興国向け輸出の増勢鈍化、②債務問題長期化を受けた企業・消費者マインドの低迷、③金融不安に伴う投資活動停滞、なども加わり、年初にかけて景気後退局面に入ると見込まれる。その後は、アジア新興地域の景気持ち直しやユーロ安を受けた輸出の増加を主因に、持ち直しに転じると期待されるものの、内需拡大が見込めないなか、回復ペースは緩慢にとどまる公算が大きい。

この結果、2012年通年での実質GDPは前年比▲0.0%と、2009年以来のマイナス成長となる見通しである（図表25）。

(図表25) ユーロ圏経済見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整前前期比年率)

	2011年				2012年				2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	3.1	0.7	0.6	▲1.0	▲0.8	0.4	0.9	1.2	1.9	1.7	▲0.0
個人消費	0.5	▲1.8	1.2	▲1.1	▲1.5	0.5	0.7	0.8	0.9	0.4	▲0.3
政府消費	0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.6	▲0.8	▲0.5	▲0.5	▲0.3	0.4	0.2	▲0.4
総固定資本形成	7.8	0.1	0.4	▲1.2	▲0.6	▲0.0	0.6	1.0	▲0.7	2.4	▲0.1
在庫投資	0.4	0.4	▲0.9	▲0.1	0.1	0.0	▲0.1	0.0	0.6	0.1	▲0.1
純輸出	1.0	1.4	0.8	0.1	0.3	0.3	0.6	0.6	0.8	0.8	0.4
輸出	6.7	4.6	6.2	1.9	0.4	2.0	3.9	3.4	11.1	6.5	2.6
輸入	4.5	1.3	4.5	1.8	▲0.3	1.5	2.7	2.2	9.3	4.8	1.7

(予測)

(資料) 日本総合研究所作成

(注) 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。

(図表26) 主要国別経済成長率・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、%)

		2011年				2012年				2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
ユーロ圏	実質GDP	3.1	0.7	0.6	▲1.0	▲0.8	0.4	0.9	1.2	1.9	1.7	▲0.0
	消費者物価指数	2.5	2.8	2.7	2.9	2.5	2.1	1.8	1.7	1.6	2.7	2.0
ドイツ	実質GDP	5.5	1.1	2.0	0.1	0.2	0.8	1.3	1.5	3.7	3.1	0.8
	消費者物価指数	2.1	2.5	2.7	2.7	2.1	1.9	1.8	1.7	1.1	2.5	1.9
フランス	実質GDP	3.8	▲0.2	1.6	▲0.5	▲0.4	0.9	0.9	1.2	1.5	1.6	0.3
	消費者物価指数	2.0	2.2	2.3	2.3	1.9	1.6	1.6	1.5	1.7	2.2	1.7
イギリス	実質GDP	1.6	0.4	2.0	▲0.5	▲1.2	0.6	0.5	0.5	1.8	0.9	0.1
	消費者物価指数	4.2	4.4	4.7	4.7	3.1	2.8	2.5	2.2	3.3	4.5	2.7

(予測)

(資料) 日本総合研究所作成

物価面では、2012年入り以降、原油高の影響一巡や景気低迷を背景に、ECBの目標水準に向けて伸びが鈍化していくと見込まれる。

(2) イギリス

2012年のイギリス景気は、EU向け輸出が減少するなか、年初にかけてマイナス成長となる見込みである。その後も、BOEによる量的緩和拡大などが景気の下支えとして期待されるものの、家計のバランスシート調整が続くほか、イギリス政府の緊縮財政が続くことから、停滞感の強い展開が持続する見通しである。

この結果、2012年通年の実質GDP成長率は前年比+0.1%と、ユーロ圏同様ほぼゼロ成長にとどまる見込みである。

消費者物価上昇率は、付加価値税増税や原油高の影響が剥落する2012年初に、大幅な低下が予想される。その後は景気低迷の長期化がデフレ圧力として作用し、年末にかけてBOEの目標水準である2%程度まで低下する見通しである(図表26)。

5. リスクシナリオ

以上のシナリオに対する下振れリスクとして、以下の2点が指摘できる。第1に、欧州債務問

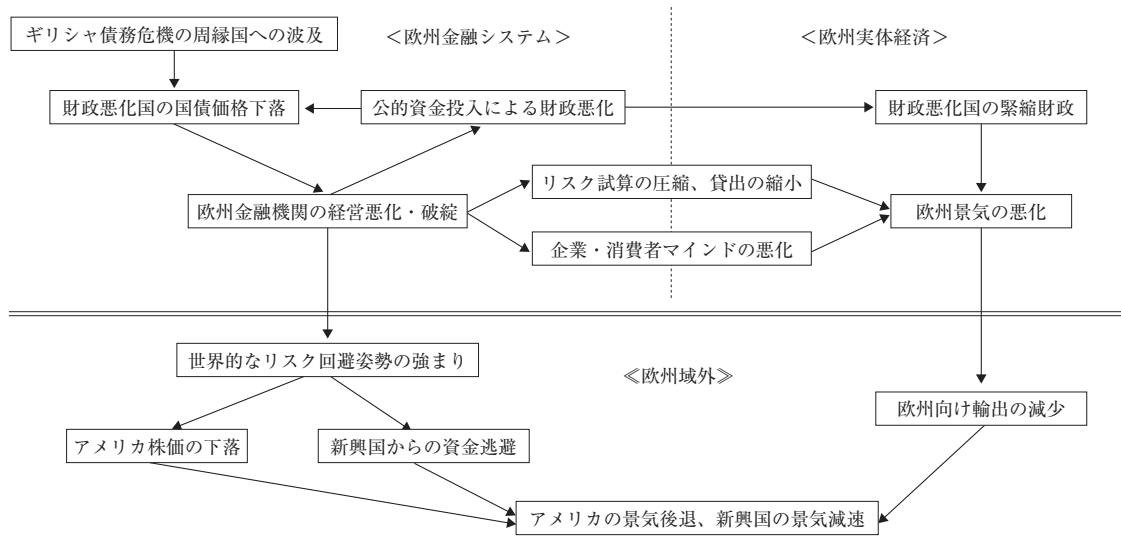
題に端を発する金融危機である。欧州債務問題に対する「包括戦略」の確実な履行については依然予断を許さない状況が続いている。債務問題がスペイン・イタリアなど経済規模の大きな重債務国へ波及するなか、ドイツ等の強い反対からECBが機動的な対応を採れなければ、金融システムが機能不全に陥り、深刻な景気後退に陥るリスクがある。その場合、金融システムおよび実体経済の両面から、世界経済にも大幅な下押し圧力がかかる可能性がある(図表27)。

まず、金融システム面では、財政悪化国の国債価格の下落を引き金に、欧州金融機関の経営が悪化し、欧州金融システムは混乱が避けられない。これを受け、世界的にリスク回避姿勢が強まり、欧州域外においてもアメリカ株価の下落や新興国からの資金逃避が加速する可能性がある。

また、実体経済面では、欧州金融機関によるリスク資産の圧縮や貸出抑制、財政悪化国の緊縮財政などを受け、欧州景気は大幅に悪化する。欧州景気の悪化は、欧州向け輸出の減少を通じて、世界的な景気下押し圧力となる恐れがある。

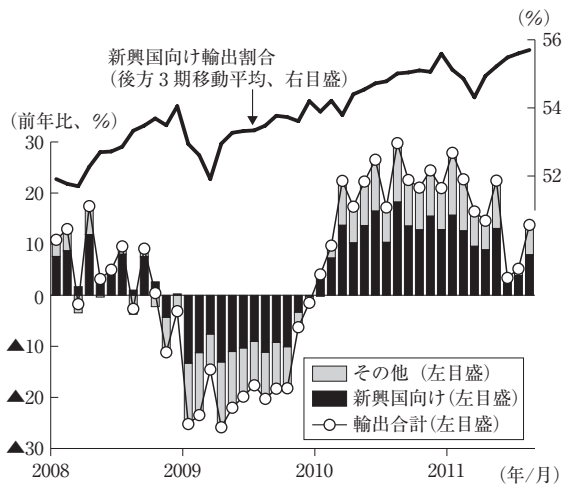
第2に、新興国景気の減速である。新興国では、経済成長と物価安定、資産バブル抑制に向け難しい舵取りを迫られている。過度な金融引

(図表27) 欧州債務危機の世界経済への波及経路



(資料) 日本総合研究所作成

(図表28) ユーロ圏輸出の地域別寄与度と新興国向け輸出割合



(資料) Eurostat

(注) 新興国は、東欧・ロシア、アジア（日本を除く）、中南米、アフリカの合計。

き締めにより資産バブルが崩壊し、新興国景気が失速すれば、新興国向け輸出に頼らざるを得ない欧州経済は、長期にわたる本格的なリセッションに陥るリスクがある（図表28）。

研究員 菊地 秀朗

(2011. 12. 2)