

欧州経済見通し

調査部

目 次

1. 欧州経済の現状
2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント
 - (1) 欧州債務問題の長期化と緊縮財政
 - (2) バランスシート調整圧力の残存
 - (3) 欧州労働市場の構造調整
3. 2012～2013年の欧州経済見通し
 - (1) ユーロ圏
 - (2) イギリス
4. リスクシナリオ

1. 欧州経済の現状

— 内需低迷により景気後退局面入り —

ユーロ圏景気は、2011年末以降、悪化が続いている。ユーロ圏の実質GDPは、2011年10～12月期に前期比年率▲1.3%と悪化に転じた。その後、①ECB（欧州中央銀行）による大規模な流動性供給措置を受けた金融機関の資金繰り逼迫懸念の後退、②ドイツのアメリカ・新興国向け輸出の増加、等を背景に企業景況感はいったん持ち直したものの、欧州債務問題の深刻化を受けて足許で再び悪化している。実質GDP成長率と連動性の高い購買担当者景気指数（PMI）は、足許で2009年7月以来の水準まで低下しており、2012年4～6月期実質GDPの大幅悪化を示唆している（図表1）。

（図表1）ユーロ圏実質GDP成長率とPMI指数（総合）の推移

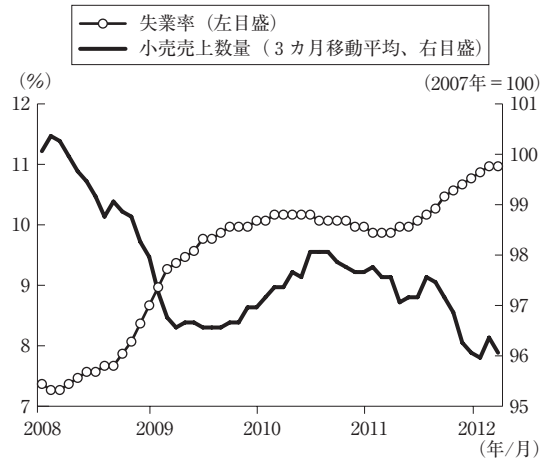


（資料）Markit, Eurostat

景気悪化の背景として、ユーロ加盟各国で緊縮財政が続いていることが指摘できる。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）では財政の引き締めが景気の悪化を招き、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おり、度重なる財

政引き締めによる雇用・所得環境の悪化や、それを受けた個人消費の低迷（図表2）、企業マインドの悪化に伴う設備投資の減少等、域内需要の落ち込みが鮮明となっている。

（図表2）ユーロ圏の小売売上数量と失業率の推移



（資料）Eurostat

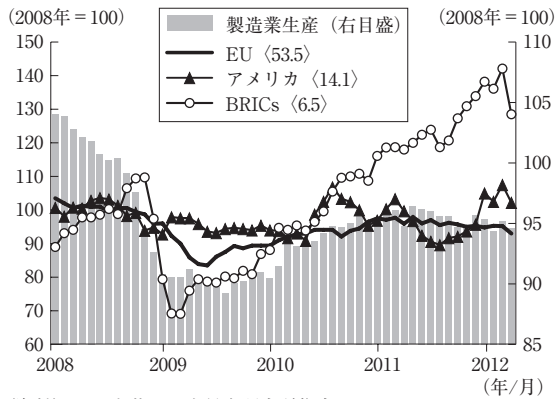
（注）小売売上数量は自動車を除くベース。

こうしたなか、利下げや金融機関への流動性供給の拡大、南欧重債務国の国債買い入れ再開等、ECBに対して一段の金融緩和を求める声が強まっている。もっとも、ますます深刻化していく債務問題が民間資金需要の低迷や金融機関の貸出抑制姿勢を招来しており、金融政策の景気下支え効果は限られているのが現状である。

一方、イギリスでも昨年末以降、景気後退が続いている。主因として、①厳しい雇用環境や家計のバランスシート調整の長期化を受けた個人消費の低迷、②企業の慎重姿勢の強まりを受けた在庫の縮減、③欧州債務問題の深刻化や新興国での景気減速等を受けた輸出の減少（図表3）、等が指摘できる。

こうしたなか、BOE（イギリス中銀）は、足許のインフレ率よりも景気支援を優先する姿勢を維持しており、景気が下振れすれば、資産買い入れプログラムをさらに拡大する意向を示

(図表3) イギリスの実質輸出と製造業生産の推移
(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2011年の名目輸出額に占めるシェア。

している。

2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント

足許のユーロ圏域内需要の低迷は、①ユーロ加盟各国の緊縮財政に加え、②住宅バブルの崩壊に伴う家計・金融機関の債務調整、によるところが大きい。今後の欧州経済を見通すうえでは、それらの先行きをどうみるか、がポイントとなる。加えて、③欧州債務問題の解決に向けたユーロ加盟各国の競争力格差は正の動きが域内需要および輸出動向にどのような影響を与えるか、についても注意する必要がある。本章では、以上3点の先行きを展望し、欧州経済へ与える影響について検討する。

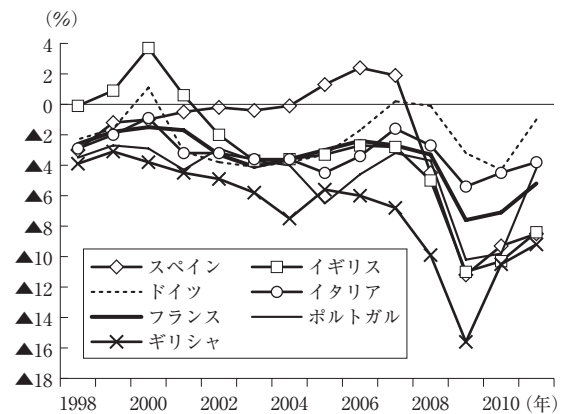
(1) 欧州債務問題の長期化と緊縮財政

リーマン・ショック後、ユーロ加盟各国では景気対策を打ち出したほか、金融システム安定化に向けた公的資金の注入を迫られたことから、財政赤字が急速に拡大した。もっとも、2009年末にギリシャの財政危機が表面化して以降は、他のユーロ加盟各国でも財政の健全性に対する疑念が広がり、リーマン・ショックからの景気持ち直しが道半ばの状況にあるにもかかわらず、

財政緊縮に舵を切ることを余儀なくされた(図表4)。景気の自律回復メカニズムが働いていない状況下での財政緊縮は、景気の腰折れを招き、大幅な緊縮財政が求められた南欧重債務国を中心に、緊縮財政と景気悪化の悪循環に陥ってしまっている(図表5)。

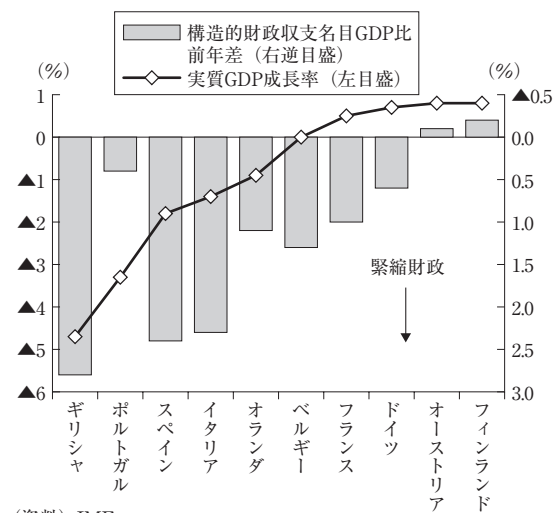
こうした状況下、ユーロ圏全域で過度な緊縮策に対する世論の反発が強まり、ギリシャでは、5月の選挙で、反緊縮を主張する野党勢力が躍進したほか、フランスでは経済成長の重視を掲げたオランダ新大統領が誕生する事態となった。

(図表4) 主要国の財政収支(対名目GDP比)



(資料) OECD

(図表5) ユーロ圏諸国の実質GDP成長率と構造的財政収支(2011年)



(資料) IMF

これを契機に、欧州でこれまでの緊縮一辺倒を見直す機運が生まれた。欧州委員会では成長支援策をめぐる議論が活発化し、緊縮路線を主導してきたドイツのメルケル首相も、経済成長に配慮した取り組みの必要性におおむね同意した。この結果、6月末のEU（欧州連合）首脳会議では、2010年6月に採択した成長戦略「欧州2020」の枠組みのもと、構造改革の加速と、約1,200億ユーロ（名目GDP比1.3%程度）のEU資金による成長投資の前倒し実施を目指す、「成長戦略協定」が合意された（図表6）。

もっとも、こうした成長支援策による景気下支え効果は限られている。オランダ新仏大統領

は、付加価値税の引き上げ撤回や年金支給年齢の引き下げ、公務員の雇用増など、財政支出の大幅な拡大を成長戦略に掲げている。もっとも、財政規律に対する市場の圧力が残存し、フランス自身も格下げのリスクにさらされるなか、実現は困難である。一方、欧州委員会は、①財政規律の堅持、②参入障壁の軽減による市場の統合深化・活性化、③解雇規制の緩和と職業訓練制度の強化による労働市場の柔軟化等、専ら構造改革の推進を提言している（図表7）。

EUによる成長戦略は、長期の成長力底上げを目的としたもので、成長投資の予算規模も大きくなく、短期的な景気浮揚効果は限られる。構造改革についても、労働市場改革などは、むしろ短期的な景気にマイナス影響を与える可能性もある。

そもそも、成長戦略協定は、3月に締結された新財政協定と対となるもので、EUは新財政協定の遵守を求めている。実際、財政の持続可能性に対する市場からの信認が得られていない状況下では、ユーロ加盟各国が財政赤字を拡大させることは難しい。したがって、ユーロ加盟各国は2012年に引き続き、2013年も大幅な歳出削減・増税を実施せざるを得ず、緊縮財政が实体经济を下押しし続ける状況が長期化することは避けられない（図表8）。

（図表6）欧州の成長戦略協定

成長戦略「欧州2020」（2010年6月採択）の枠組みでの構造改革加速・成長投資前倒し	
構造改革	<ul style="list-style-type: none"> ・中小企業競争力強化（支払遅延防止指令） ・交通産業での障壁廃止 ・デジタル市場の統合深化 ・イノベーション加速：R&D投資目標GDP比3% ・グリーン成長産業の活発化 ・労働市場柔軟化による成長産業への人材供給 ・海外からの投資活動の活発化
成長投資前倒し	<ul style="list-style-type: none"> ・成長産業へのEU予算からの投資 ・交通・通信インフラ投資向け基金の設立（550億ユーロ）、プロジェクト債の発行（50億ユーロ） ・欧州投資銀行（EIB）の融資能力を600億ユーロ拡大（100億ユーロ資本増強）
成長投資の原資として金融取引課税	

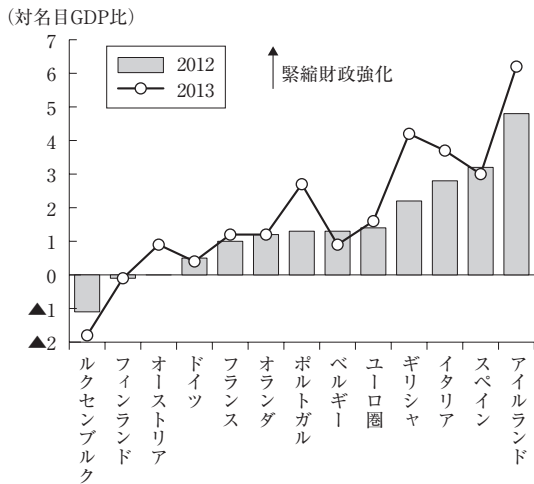
（資料）欧州委員会、欧州議会、各種報道を基に日本総合研究所作成

（図表7）オランダ政権の公約と欧州委員会の提言

	オランダ政権公約	欧州委員会提言	整合
財政目標	<ul style="list-style-type: none"> ・2013年財政赤字目標対GDP比3%は堅持 ・財政均衡目標は2017年に1年先延ばし 	<ul style="list-style-type: none"> ・2013年財政赤字対GDP比3% ・2016年までに財政均衡達成 	△
税制・付加価値税（VAT）	<ul style="list-style-type: none"> ・サルコジ前政権によるVAT引き上げを撤回 ・富裕層増税 	雇用コストを低下させるため、社会保障負担増はVAT増税で対応	×
年金	前政権が引き上げた支給年齢を引き下げ（62歳→60歳、41年以上勤労の場合）	高齢者雇用を増やし、年金負担増による財政悪化を抑止	×
金融	金融取引税推進	金融取引税推進	○
雇用・成長戦略	<ul style="list-style-type: none"> ・国内で投資・雇用を拡大させる企業への助成金支給 ・公務員雇用増 ・教育分野での雇用増 	<ul style="list-style-type: none"> ・情報通信・電力産業などの参入障壁の軽減 ・解雇規制緩和・職業トレーニング制度の強化による労働市場の柔軟化（フレキシキュリティ） 	×

（資料）欧州委員会、各種報道を基に日本総合研究所作成

(図表8) ユーロ圏各国の構造的プライマリーバランス (2011年差)



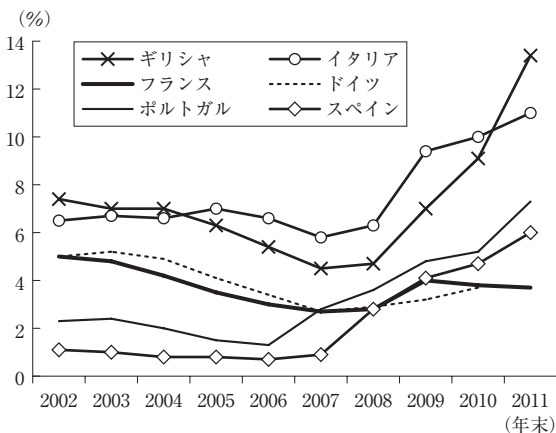
(資料) 欧州委員会
 (注) ギリシャの2013年は欧州委員会が求める追加緊縮策の導入を2012年中に合意できた場合。

(2) バランスシート調整圧力の残存

欧州では、2008年の住宅バブル崩壊以降、不動産融資の焦げ付きや、景気悪化による企業倒産の増加等を背景に、金融機関の不良債権比率が大きく上昇している。とりわけ、緊縮財政と景気悪化の悪循環に苦しむ南欧重債務国で上昇が顕著となっている(図表9)。

なかでも住宅バブルが著しかったスペインで金融不安が深刻化している。スペインの実質住

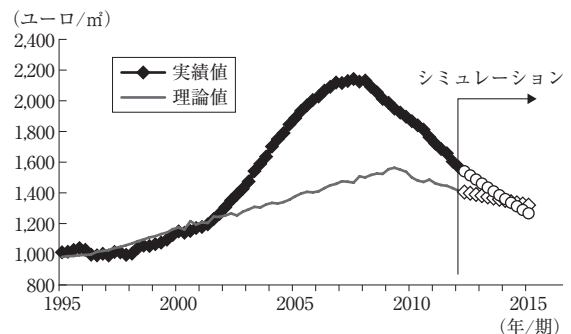
(図表9) 欧州金融機関の不良債権比率



(資料) IMF
 (注) 2011年は、フランス、イタリアが6月末、ギリシャは9月末。

宅価格は、2007年のピーク時から大幅に低下しているものの、実質可処分所得から推計される理論値より依然として10%程度割高な状態にある(図表10)。これまでの住宅価格の調整ペースが持続した場合、住宅価格の調整が終息するのは2014年央と試算され、当面住宅価格の低下による不良債権の増加が金融機関の経営を圧迫し続ける見込みである。

(図表10) スペインの実質住宅価格



(資料) スペイン統計局、スペイン住宅省、ECB等を基に日本総合研究所作成

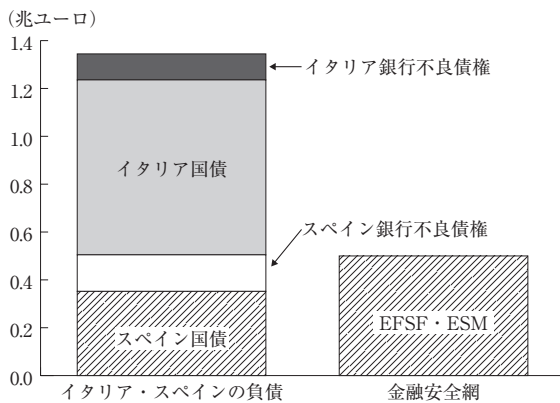
(注1) 理論値の推計式は以下の通り。
 $\ln(\text{実質住宅価格}) = -3.986 + 0.935 \times \ln(\text{実質可処分所得})$
 (t値) (-4.12) (11.23)
 推計期間: 87/1Q~99/4Q、自由度修正済R*R=0.716
 (注2) シミュレーションは、実質住宅価格・実質可処分所得の、それぞれのピークから直近までの平均調整ペース。

金融機関は貸出のみならず保有国債の価格下落によっても資本の毀損を余儀なくされている。とりわけスペインでは、金融機関がECBの長期流動性資金供給オペを原資にスペイン国債を積極的に買い支えたことから、金融機関と政府の相互依存関係が強まっている。すなわち、金融機関の支援を目的とした公的資金の注入が公的債務の拡大を招くとともに、公的債務の拡大が国債価格の下落を招来し、多額の国債を買い支えてきた金融機関が資本の増強を迫られる、という悪循環に陥っている。

これを受け、6月末のEU首脳会議において、EFSF(欧州金融安定ファシリティ)・ESM(欧州安定メカニズム)による、政府を仲介しない

直接の銀行への資本注入を可能にすることが合意されたほか、発行・流通市場での南欧諸国の国債買い入れについても検討された。もっとも、住宅価格の調整が長期化するなか、今後も不良債権が増加する可能性が高いこと、さらにイタリア・スペインの2015年までの国債償還予定額が1兆ユーロ超にのぼること、等を勘案すれば、現在の欧州救済基金の規模では、南欧重債務国の調達コスト押し下げや金融市場の安定化には力不足である公算が大きい（図表11）。

（図表11）イタリア・スペインの不良債権・国債償還額と金融安全網の新規融資可能額

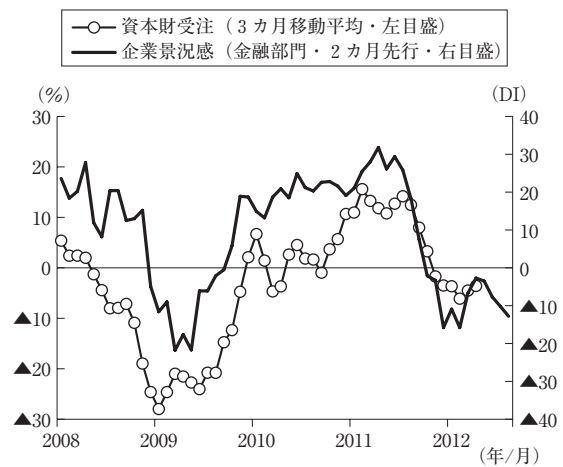


（資料）欧州理事会、各国中銀、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
（注）国債は2015年までの償還予定額。

このように金融機関がバランスシート調整を余儀なくされるなか、金融機関の民間貸出の抑制が、実体経済に悪影響を与える可能性が高い。ユーロ圏金融機関の企業景況感は、2011年末のECBによる大規模な流動性供給措置を受けて、持ち直していたものの、今春以降、欧州債務問題の再燃に伴い再び悪化している。当面、金融機関の貸出姿勢の改善は見込み難しく、企業の設備投資に対する下押し等を通じ、実体経済の重石となり続ける見通しである（図表12）。

ちなみに、イギリスでも、住宅バブル崩壊に伴う家計のバランスシート調整が長期化してい

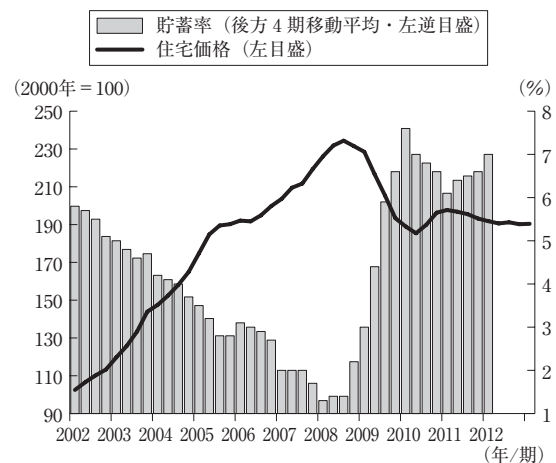
（図表12）企業景況感（金融部門）とユーロ圏資本財受注（前年比）の推移



（資料）欧州委員会、Eurostat

る。住宅価格に先行性を有する住宅ローン承認件数には持ち直しの兆しがみえず、低水準での推移が続いている。当面、住宅価格の上昇が期待できないなか、家計の債務削減圧力が残存し続け、貯蓄率の高止まりを通じた消費の低迷が長期化する見通しである（図表13）。

（図表13）イギリスの貯蓄率と住宅価格の推移



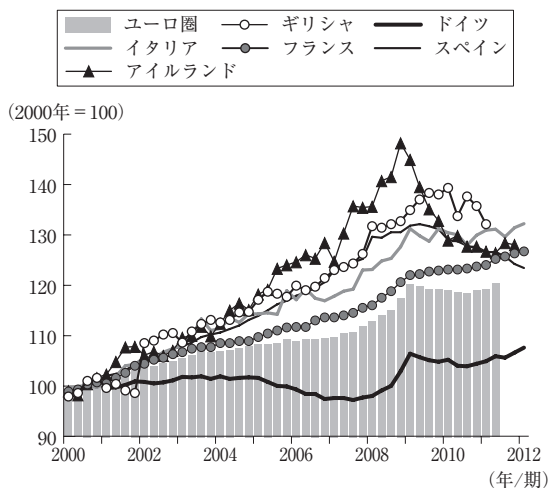
（資料）ONS、Halifax
（注）住宅価格は4期先行。

（3）欧州労働市場の構造調整

ドイツと南欧諸国で単位労働コストの伸びが著しく乖離するなか、南欧諸国では、域内での

競争力回復も迫られている（図表14）。しかしながら、単一通貨制度のもと、金融政策に自由度がなく、通貨の切り下げ（外的減価）による競争力回復を図ることができないため、賃下げや社会保障負担軽減等による「内的減価」政策を取らざるを得ない状況にある。実際、欧州委員会が各国向けに行っている成長戦略のための提言をみても、南欧諸国には賃下げや労働市場の柔軟化（フレキシキュリティ）など、労働市場改革による競争力回復が要請されている（図表15）。労働市場改革が単位労働コストの格差是正に効果を発揮するには時間を要し、当面は

（図表14）ユーロ圏各国の単位労働コストの推移



（図表15）欧州委員会の経済成長のための国別提言の概要

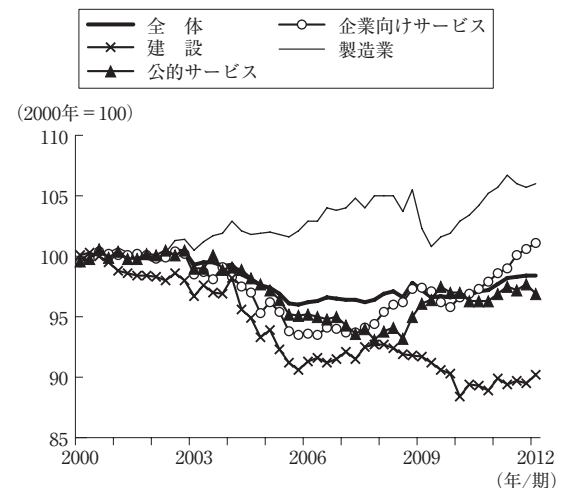
ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> ・低所得者への減税 ・生産性の上昇に応じた賃上げ
イタリア スペイン	<ul style="list-style-type: none"> ・若年者雇用増のための労働市場改革 ・職業トレーニング制度強化 ・地域間・契約間で分断化された労働市場の改革 ・女性の雇用増のための育児支援拡充 ・生産性に応じた賃金決定制度 ・資本や雇用にかかる税負担を軽減し、資産・消費・環境税を増税 ・サービス産業、情報通信産業等の自由化
ギリシャ ポルトガル アイルランド	<ul style="list-style-type: none"> ・輸出競争力改善のための賃下げ、雇用者の社会保障負担軽減 ・国営企業の民営化、参入障壁軽減によるビジネス環境の改善 ・EU資金による若年者雇用増のための投資

（資料）欧州委員会（5月30日公表）

所得減や失業増が避けられない見通しである。

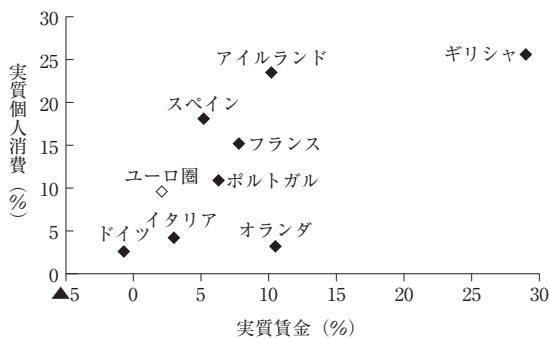
こうしたなか、シュレーダー前政権の労働コスト抑制策により、2000年代初頭以降、実質賃金が低下傾向にあったドイツで、近年幅広い職種で賃上げの動きがみられる（図表16）。例えば、今年度の労使協定では、連邦政府・地方自治体と統一サービス産業労働組合（ベルディ）が、公共サービス従事者の賃上げ（2年間で6.3%）で合意したほか、ドイツ自動車大手フォルクスワーゲンと金属産業労働組合（IGメタル）がエンジニアリング部門の賃上げ（単年で4.3%）で合意した。

（図表16）ドイツの産業別一人当たり実質賃金の推移



こうしたドイツでの賃上げは域内での需要構造を変える可能性を有している。2001年以降の国別実質個人消費をみると、実質賃金の伸びが高い国で消費が大きく増加している（図表17）。今後、低賃金のもと個人消費の低迷が続いたドイツで賃上げが進めば、個人消費の増加が期待される。南欧重債務国の輸出に占めるドイツ向けのシェアは1割強と大きく、今後域内最大規模をほこるドイツで内需が拡大すれば、対ドイツ向け輸出の増加が南欧諸国の景気を下支えす

(図表17) ユーロ圏各国の実質賃金と実質個人消費の変化率 (2001年～2010年)



(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成
 (注) 実質賃金は一人当たり雇用者報酬を個人消費デフレータで実質化。

ると期待される。

一方で、単位労働コストの上昇は、対外競争力の喪失につながりかねず、輸出主導のドイツでの大幅な賃上げは期待できないだろう。

3. 2012～2013年の欧州経済見通し

一秋口にかけて景気悪化、その後は低成長—
 以上の分析を踏まえたうえで、2012～2013年の欧州経済を展望する。

(1) ユーロ圏

ユーロ圏景気は、①加盟各国での緊縮財政、
 ②雇用・所得環境の悪化、③債務問題の長期化

を受けた企業・消費者マインドの低迷、等を背景に、2012年秋口にかけて悪化が続く見込みである。その後は、ユーロ安や新興国での景気持ち直しを受け輸出の増加が期待されるほか、所得・雇用環境の改善に伴いドイツでの国内需要の拡大が見込まれ、マイナス成長から脱け出すとみられる。もっとも、スペイン・イタリア等の南欧重債務国では、緊縮財政が続くほか、金融システム不安の解消も見込み難しく、内需の持ち直しは期待できない。そのため、ユーロ圏全体としては、極めて緩慢な成長ペースが長期化する見通しである。

この結果、2012年の実質GDPは前年比▲0.5%と、2009年以来のマイナス成長となり、2013年も同+0.5%にとどまる見通しである(図表18)。

物価面では、景気の低迷やエネルギー価格の高騰一服を背景に、2012年末にかけてECBの目標水準(2%未満)に向けてインフレ率の伸びが鈍化していくと見込まれる。

(2) イギリス

イギリス景気は、BOEが量的緩和拡大を続けるなか、2012年夏場にかけてはロンドン五輪が国内需要を喚起するほか、秋以降は新興国・

(図表18) 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同期比年率、%)

	2012年				2013年				2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	▲0.0	▲2.1	▲0.0	0.3	1.0	0.9	0.8	1.0	1.5	▲0.5	0.5
個人消費	0.1	▲1.2	0.5	0.4	0.8	0.5	0.7	1.2	0.2	▲0.3	0.6
政府消費	0.8	▲0.6	▲1.5	▲0.6	▲0.5	0.0	▲0.3	0.0	▲0.3	▲0.3	▲0.5
総固定資本形成	▲5.4	▲4.8	▲1.2	0.5	1.3	2.4	1.1	2.0	1.4	▲2.9	0.7
在庫投資	▲0.8	0.0	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	▲0.6	0.0
純輸出	1.6	▲0.4	0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	▲0.1	1.0	0.9	0.2
輸出	4.1	▲1.5	0.9	2.3	3.6	3.4	2.8	2.2	6.2	1.5	2.5
輸入	0.6	▲0.7	0.1	2.2	3.2	3.4	2.5	2.6	3.9	▲0.6	2.3

→ (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19) 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前同期比年率、%)

		2012年				2013年				2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013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	▲0.0	▲2.1	▲0.0	0.3	1.0	0.9	0.8	1.0	1.5	▲0.5	0.5
	消費者物価指数	2.7	2.4	2.1	2.0	1.7	1.5	1.7	1.8	2.7	2.3	1.7
ドイツ	実質GDP	2.1	▲1.3	0.9	1.2	1.4	1.5	1.3	1.4	3.0	0.7	1.2
	消費者物価指数	2.4	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0	2.5	2.1	1.9
フランス	実質GDP	0.2	▲2.5	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8	1.7	▲0.1	0.6
	消費者物価指数	2.6	2.3	2.0	1.9	1.6	1.5	1.7	1.8	2.3	2.2	1.7
イギリス	実質GDP	▲1.3	▲0.0	1.0	0.2	0.6	0.9	0.9	1.0	0.7	▲0.1	0.6
	消費者物価指数	3.5	2.8	2.5	2.2	1.9	1.8	1.8	1.8	4.5	2.8	1.8

→ (予測)

(資料) 日本総合研究所作成

ドイツ向け輸出の増加が見込まれ、緩やかな持ち直しに転じるとみられる。もっとも、家計のバランスシート調整が続くなか、個人消費を中心に停滞感の強い展開が続く見通しである。この結果、2012年の実質GDP成長率は前年比▲0.1%、2013年は同+0.6%と、力強さに欠ける状況が続く見通しである（図表19）。

物価面では、エネルギー価格の下落に加え、景気低迷の長期化がデフレ圧力として作用し、インフレ率の伸びは、2013年初にかけてBOEの目標水準である2%程度まで低下する見通しである。

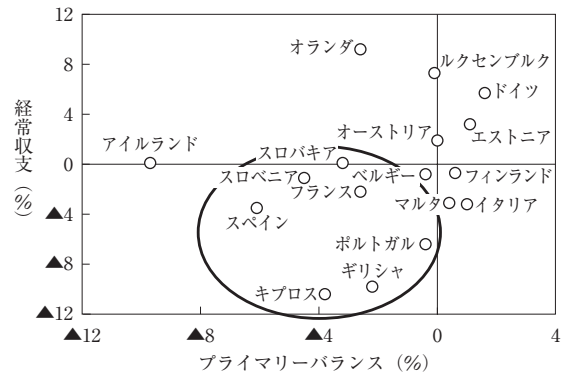
5. リスクシナリオ

以上のメインシナリオに対する下振れリスクとして、ギリシャのユーロ離脱が指摘できる。ギリシャでは6月17日の再選挙の結果、EU・IMFからの金融支援の条件とされる緊縮策を支持するサマラス党首率いるギリシャ新民主主義党（ND）を中心とした連立政権が樹立された。これを受け、ギリシャのユーロ離脱懸念は短期的には後退したものの、反緊縮派は依然として多くの支持を得ており、ギリシャの国内政治情勢は予断を許さない状況が続いている。

こうしたなか、ギリシャ新政権はEUに対し、緊縮策の緩和を要請しているものの、EUが要

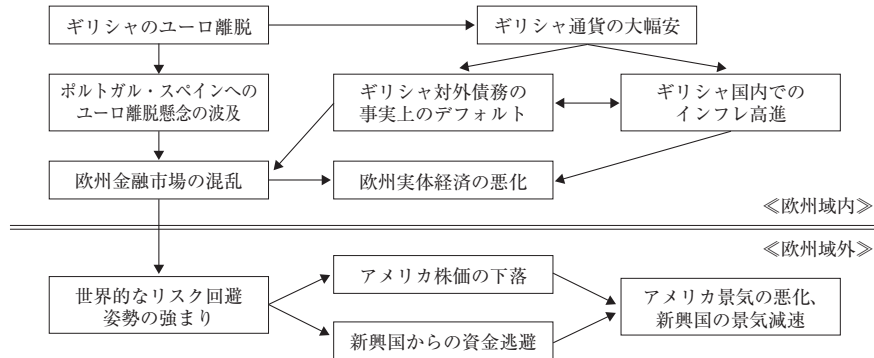
請を受け入れるかは不透明な状況である。さらに仮に緊縮策が緩和されても国内産業基盤が脆弱なギリシャ経済が、景気回復と財政赤字削減の好循環を達成する可能性は極めて低く、ギリシャの財政赤字が持続可能性を取り戻す公算は小さい。財政赤字削減目標を達成できないギリシャに対し、EU・IMFが支援を打ち切れれば、ギリシャはユーロ離脱を余儀なくされるだろう。ギリシャがユーロを離脱した場合、ギリシャ新通貨の大幅安と、それを受けたインフレ率の高進が避けられない。一方、ユーロ圏では、ギリシャの相対的な経済規模が小さいこと、対ギリシャ債務の大半は中央銀行や国際機関に移っており、民間ベースでは大規模な金融の目詰まりは生じにくいこと、等から、他のユーロ加盟各

(図表20) ユーロ加盟国の経常収支とプライマリーバランス (GDP比、2011年)



(資料) Eurostat

(図表21) ギリシャのユーロ離脱時の世界経済への波及経路



(資料) 日本総合研究所作成

国への直接的なマイナス影響は限定的にとどまるとみられる。

もともと、ギリシャのユーロ離脱を契機に、他の重債務国でも離脱懸念が強まる公算が大きい。とりわけ、資金繰りを海外からの資金流入に依存しており、かつ財政基盤が脆弱な国では、金融市場の混乱に拍車がかかる可能性がある(図表20)。なかでも経済規模が相対的に大きいスペインに危機が波及した場合は、世界的なリスク回避姿勢の強まりを招き、世界経済の大幅な下押し圧力となる恐れがある(図表21)。

研究員 菊地 秀朗

(2012. 7. 2)