

欧州経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター

目 次

1. 景気の現状
2. 欧州経済の成長阻害要因
 - (1) 雇用悪化に伴う個人消費の落ち込み
 - (2) 重石となる中東欧経済危機
 - (3) 政策面の足枷
3. 2009～2010年の欧州経済見通し
 - (1) ユーロ圏
 - (2) イギリス

1. 景気の現状

—マインドは改善も、実体経済は悪化に歯止めがかからず

欧州では、2007年夏以降、スペインやアイルランドなどで住宅バブル崩壊を主因とする景気悪化が続いていたが、昨年夏以降は、中核国ドイツで輸出が急失速し、景気悪化が全域に広がった。この結果、ユーロ圏の1～3月期実質GDPは、前期比年率▲9.6%とユーロ発足以来最大の減少を記録した。イギリスでも、住宅バブル崩壊と主要産業である金融セクターでの危機深刻化を受け、同▲7.4%と1979年7～9月期以来の大幅下落となった。

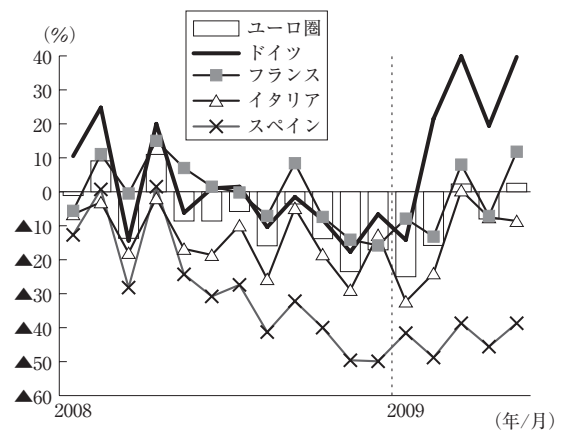
こうした状況に対し、昨年11月以降、ユーロ圏各国政府は相次いで景気刺激策を発表した。また、ECB（欧州中央銀行）も、政策金利を5月にかけて1.00%まで引き下げると同時に、カバードボンド購入など金融機関の流動性供給を積極的に行っている。

イギリスでも、政府が時限的な付加価値税減税など、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、不良資産の損失保証を行っている。BOE（イギリス中銀）も、政策金利を史上最低の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ている。

こうした財政・金融両面での下支えが奏効し、ユーロ圏・イギリスともに景況感指数は3月を底に緩やかながらも改善に転じている。また、政府の自動車販売促進策により、ドイツでは新車販売が2月以降4カ月連続で前年比増加となっているほか、フランス・イタリアでも前年比並みまで持ち直すなど、実際に対策効果が確認され始めた分野もある（図表1）。

もっとも、景況感指数や新車販売を除く景気

（図表1）欧州の新車販売台数前年比

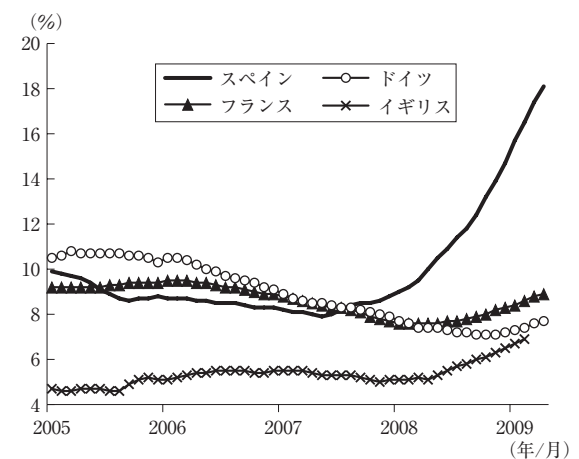


（資料）ACEA

指標の大半は依然として低調である。生産面では、4月のユーロ圏鉱工業生産が前年比▲21.6%と減少に歯止めがかかっていないほか、新規受注も依然として減少が続いている。雇用環境は悪化が加速し、ユーロ圏失業率は9%台まで上昇している。主要国の失業率の推移をみても、2008年中は住宅バブル崩壊の悪影響が顕著に表れたスペインの上昇が突出していたものの、年明け以降は低位安定が続いていたドイツでも上昇傾向に転じている（図表2）。

イギリスでも、失業率の上昇が続くなか、賃金の騰勢鈍化が続いている。

（図表2）EU主要国の失業率の推移



（資料）Eurostat

以上のように、欧州における明るい兆しは一部にとどまり、景気が最悪期を抜け出したとは言いきれない状況である。

2. 欧州経済の成長阻害要因

こうした現状認識のもと、本稿では、金融面および実体経済面から、欧州経済の回復の可能性について検討する。

まず、金融問題に関しては、本号冒頭の「I. 全体見通し」で指摘した通り、欧州では、損失計上・資本増強ともに、アメリカと比べて大きく立ち遅れている。また、IMF試算における貸出に対する損失率の前提が甘いことなどを勘案すれば、実際には損失が一段と上振れる可能性もある。こうした点を踏まえると、欧州における金融問題は引き続き景気の回復メカニズムを阻害する要因として働き続けるのみならず、景気の底割れをも招きかねないリスクをはらんでいる。

加えて、ユーロ圏では、金融監督の一元化や金融機関の情報開示が米英対比進んでおらず、金融安定化への道筋が見えづらい。1990年代以降の日本の経験を踏まえると、金融機関の不良債権の全貌を詳らかにし、抜本的な対策を講じない限り、持続的な景気回復は見込み難い。

一方、実体経済面にはどのような問題があるのか。以下では、欧州経済の成長阻害要因として、「雇用悪化」、「中東欧経済危機」、「政策対応」の三つを取り上げた。

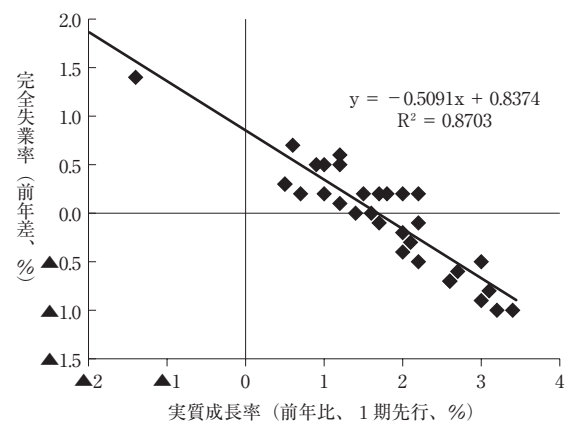
(1) 雇用悪化に伴う個人消費の落ち込み

ユーロ圏では、失業率が99年央以来の9%台まで上昇しており、早晚10%乗せが避けられない情勢である。

ユーロ圏の実質GDP（前年同期比）と失業率（前年同期差）との関係を見ると、成長率＋

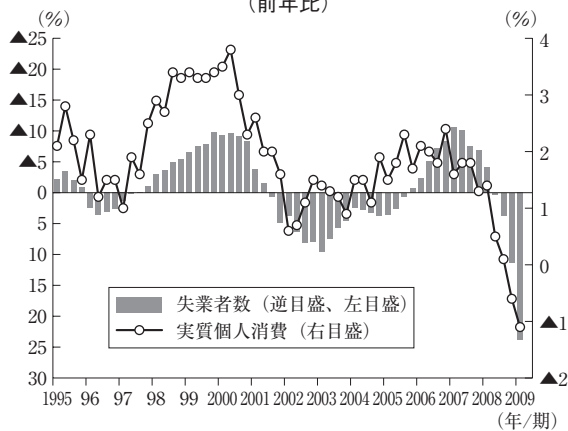
1.6%が失業率上昇低下の分岐点となっており、成長率が▲1%ポイント低下する毎に、1四半期遅れて失業率が+0.5%ポイント上昇する傾向がある（図表3）。これは、ユーロ圏の潜在成長率が1%台後半にあり、同水準を下回る成長が続く限り、失業率の上昇が続くことを示している。当面マイナス成長からの脱却が見込めないもとで、失業率は年末にかけて11%前後まで上昇を続け、その後も高止まりが続く見通しである。とりわけ、リーマン・ショック以降の急速な景気悪化により、輸出が急減しているドイツで、雇用調整が本格化する懸念が大きい。

（図表3）2001年以降のユーロ圏失業率と実質GDP成長率の関係



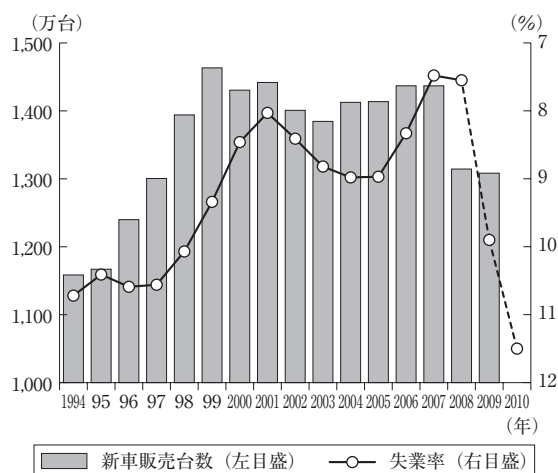
（資料）Eurostat

雇用の悪化は、個人消費の下押し要因となる。欧州では、日米対比手厚い失業手当により、影響は相対的に緩和される面があるものの、失業者数が前年比で10%増加すると、個人消費は前年比マイナスに転じ、その後は失業者数の増加率が高まるにつれ、個人消費の減少率も大きくなる傾向が看取される（図表4）。失業率の大幅な上昇が続くもとでは、消費全体の減少は避けられず、足許でみられる堅調な新車販売も、その他の消費支出の大幅な落ち込みのうで成り立っているに過ぎない。

(図表4) ユーロ圏個人消費と失業者数の推移
(前年比)

(資料) Eurostat

(図表5) EU15カ国の新車販売台数とユーロ圏失業率



(資料) ACEA, Eurostat

(注1) 2009年の新車販売台数は1～5月の年換算値。

(注2) 2009年、2010年の失業率は欧州委員会『Economic Forecast』の予測値。

そもそも、雇用所得環境の先行き不透明感が強いもとでは、自動車などの大型耐久財の需要が減退するのが通例である。新車販売台数と失業率の関係をみると、両者はその方向性および水準において強い相関を有している（図表5）。このため、足許の新車販売好調は単なる需要の先食いに関わり、2010年にはその反動減に見舞われる可能性が高い。

(2) 重石となる中東欧経済危機

一方、EU主要国が景気後退に陥るなか、経済・金融の両面で主要国との結び付きを強めてきた中東欧諸国では、経済が危機的状況に陥っている。とりわけ、ラトビア、リトアニアでは2009年1～3月期の実質GDPが前期比10%を超えるマイナスとなるなど、深刻である。

中東欧での経済危機の発端は、欧州主要国での金融危機に伴う信用収縮にある。大幅な経常赤字を抱える中東欧諸国は、そのファイナンスを欧州主要国からの多額の投融資で賄っていた。しかしながら、欧州主要国での金融危機深刻化により、追加の資金流入が困難となり、消費や設備投資が一気に冷え込む事態に陥った。

2008年12月末時点の日米欧金融機関の対外債権残高をみると、中東欧向け債権残高は1兆4,000億ドルにのぼり、その9割超を欧州が占めている（図表6）。欧州主要国での金融不安が解消されない限り、中東欧には資金流出リスクという潜在的な景気下押し要因がくすぶっていることになる。

(図表6) 日米欧金融機関の対外債権残高
(最終リスクベース、2008年12月末)

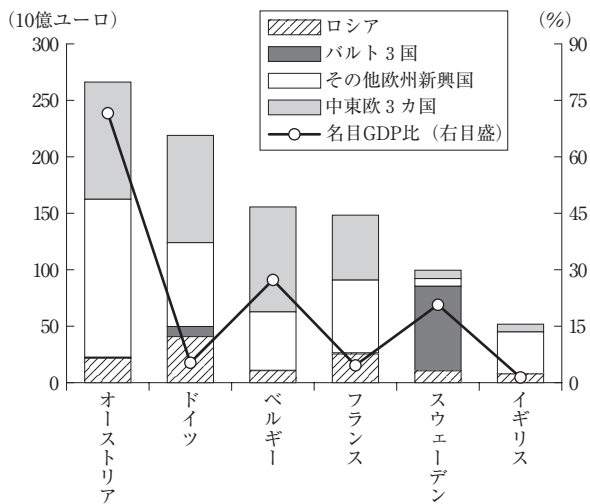
(億ドル)

	欧州		アメリカ	日本	計	欧州比率 (%)
新興国計	29,759	5,665	3,976	1,877	37,750	78.8
中東欧	13,602	345	471	250	14,388	94.5
ポーランド	2,418	23	122	45	2,586	93.5
チェコ	1,680	18	28	10	1,719	97.8
ハンガリー	1,395	28	28	20	1,445	96.6
トルコ	1,137	173	128	33	1,311	86.7
ロシア	1,807	78	80	128	2,055	87.9
ウクライナ	431	6	7	6	446	96.5
ルーマニア	1,151	2	13	0	1,166	98.7
バルト3国	1,113	2	1	1	1,117	99.6

(資料) BIS

一方、国別に欧州新興国（中東欧＋旧ソ連）向け与信額をみると、オーストリアは2,662億ドルと名目GDPの70%にまで達している。スウェーデンでも、とくに経済危機が深刻なバル

(図表7) 欧州金融機関の新興国向け与信(2008年12月末)



(資料) BIS, Eurostat

(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。1ユーロ=1.3548ドル、1ポンド=1.4896ドルで算出(2008年12月 月中平均値)。

ト3国への与信額がGDP比で約2割と突出している(図表7)。このため、中東欧での経済危機は、欧州主要国の金融不安を増幅させ、とりわけオーストリア、スウェーデンで大型金融破綻を引き起こすリスクをはらんでいる。

また、実体経済面における両地域のつながりの深さも事態の深刻度を増幅させている。中東

欧は近年、欧州主要国向け輸出拠点として、輸出および設備投資を中心に経済発展を遂げてきた。しかしながら、昨年秋以降は、主要国の内需低迷により中東欧の輸出が急減し、また対内直接投資および設備投資も急減した。

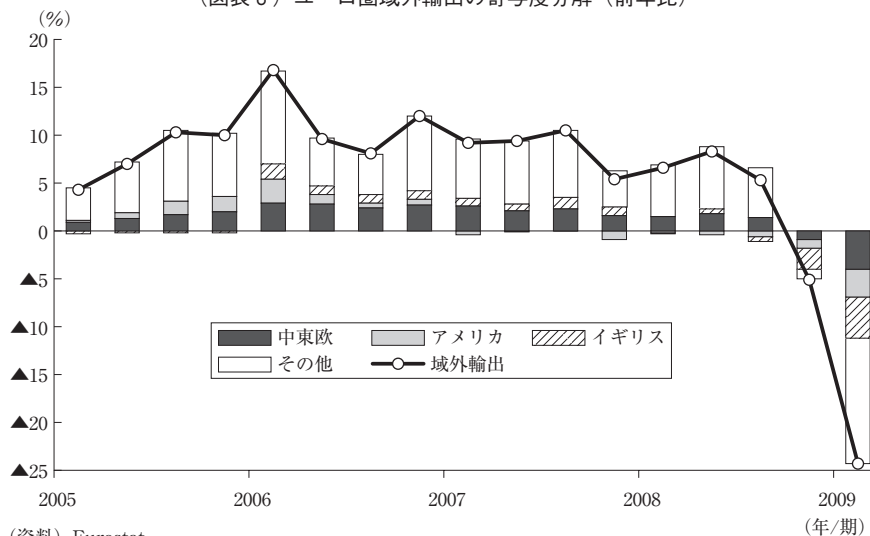
一方、欧州主要国においても、中東欧での急激な景気悪化により、輸出のけん引役であった中東欧向けが資本財を中心に大きく減少し、同分野に強みを持つドイツ経済の急激な悪化を招いている(図表8)。

このように、中東欧と欧州主要国は、経済・金融の両面で相互依存関係が緊密であるがゆえに、一方の悪化が他方にはね返る負のスパイラルにはまり込んでいる。欧州主要国において、金融システム不安の払拭、雇用・個人消費の安定が図られない限り、中東欧での経済危機が抜本的に解消されず、欧州全体として不安定な状況が続く見通しである。

(3) 政策面の足枷

以上のように、欧州は全体として深刻な経済状況にあるが、それに対する政策対応という側

(図表8) ユーロ圏域外輸出の寄与度分解(前年比)



(資料) Eurostat

(注1) 直近期は2009年1~2月の平均。

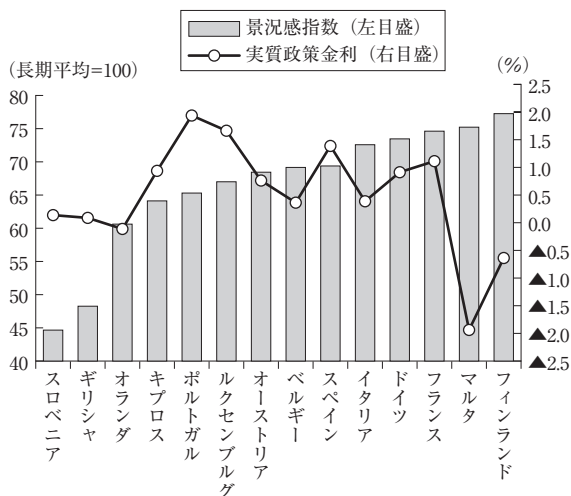
(注2) 中東欧はポーランド、チェコ、ハンガリー、エストニア、ラトビア、リトアニア、ルーマニア。

面からみると、ユーロ圏では、財政面での景気刺激策の規模が限られ、ECBによる金融緩和も日米英対比で後手に回っている。

そもそもユーロ圏には、各国の経済情勢に差があるものの、統一通貨・統一金融政策のもとで、自国の経済に相応しい金利政策・為替政策が必ずしも行われず、その齟齬が財政面に集中するという構造的な問題が内包されていた。一方で、財政も安定協定によりタガがはめられている。危機発生以降の小出しかつちぐはぐな欧州各国の政策対応は、こうした弊害が露呈したもののいえ、政策による景気下支え効果を乏しいものにしていく。

まず金融政策面に関して、各国の景況感と実質政策金利をみると、景気悪化が深刻な国ではインフレ率の大幅鈍化により実質金利が高止まりする一方、悪化が軽微な国では実質金利が低下する傾向がある（図表9）。結果として、各国の実情に見合った金融政策となっておらず、とりわけ景気悪化が著しい国の高い実質金利が域内全体の景気の足を引っ張る構図となってい

（図表9）ユーロ圏各国の景況感指数と実質政策金利



（資料）ECB、Eurostat、EU委員会

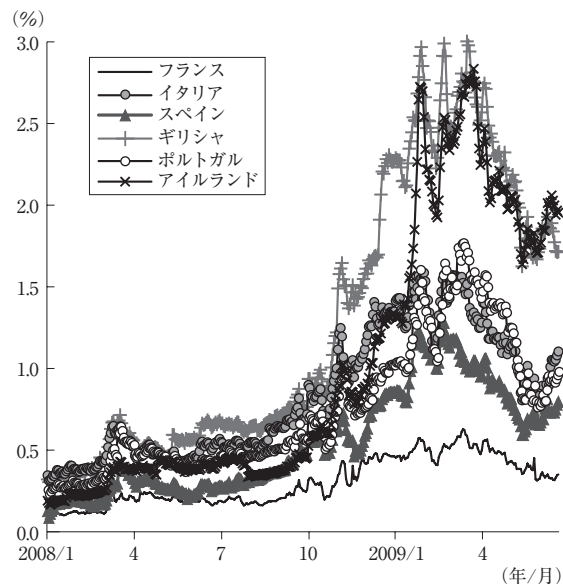
（注1）実質金利は5月値。HICP前年比で実質化。

（注2）景況感指数は1～5月平均値。

る。

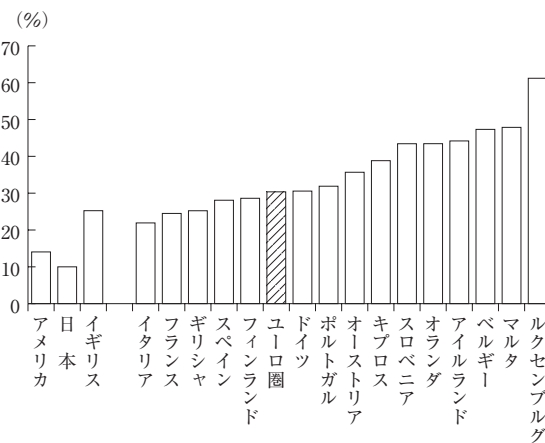
財政面では、各国ともに大幅なGDPギャップを抱えているなか、景気刺激策などの対応余力に格差が生じている。すなわち、一部の国では、ドイツとの10年国債利回りの格差が一時大幅に拡大するなど、債務の信用度にバラツキが生じている（図表10）。こうした財政面での格差拡大は、統一通貨ユーロの信認を揺るがすとともに、国情に合わせてメリハリの効いた景気刺

（図表10）ユーロ加盟国10年国債利回りの対独格差



（資料）Bloomberg, L.P.

（図表11）日米欧の輸入比率（2008年）



（資料）Eurostat

（注）輸入比率＝輸入/総需要。

激策の発動を阻む要因となっている。

また、2009年には大半の国で政府債務名目GDP比率が収斂基準の60%を大幅に上回っており、思い切った財政出動に二の足を踏ませる要因となっている。加えて、域内各国、とりわけ中小国においては、経済に占める輸入比率が高く、生産や雇用の増加といった景気テコ入れの果実は、他国に流出する傾向があることも、財政による景気刺激の誘引を殺いでいる（図表11）。

3. 2009～2010年の欧州経済見通し ーマイナス成長が長期化

以上の分析を踏まえたうえで、2009～2010年の欧州経済を展望すると、雇用悪化や輸出低迷などの景気下押し圧力が引き続き残存する一方で、政策面からの下支え効果は限られ、ユーロ圏、イギリスともに、マイナス成長から抜け出せない見通しである。

(1) ユーロ圏

2009～2010年のユーロ圏景気は、①世界景気低迷に伴う輸出の減少、②雇用情勢の急速な悪化を背景とする個人消費の減少、③内外需の落

ち込みと信用収縮を背景とする設備投資の縮小などから、景気後退局面が続く見通しである。金融システム不安の残存も、景気下押しに作用し続ける見通しである。一方、域内各国政府は景気刺激策を打ち出してはいるものの、景気対策規模が不十分であり、景気の悪化に歯止めをかけるのは困難とみられる。

この結果、2009年のユーロ圏の実質GDPは、通年では前年比▲4.3%と大幅な減少となり、2010年も通年にわたってマイナス成長が続く見通しである（図表12）。

物価面では、昨年夏以降のエネルギー価格下落の影響から、年央にも前年比マイナスに転じる見通しである。エネルギー・食料品・アルコールを除いたコアベースも、急激な景気悪化を背景にインフレ率が急速に鈍化するとみられ、年内はマイナス圏での推移が続く見通しである。一方、今後原油価格の上昇が見込まれるなか、2010年末にかけては、エネルギー価格からの物価押し上げ圧力が高まってくる見通しである。

(2) イギリス

2009～2010年のイギリス景気は、①家計のバランスシート調整持続、所得雇用環境の悪化を

（図表12）ユーロ圏経済成長率・物価見通し

(四半期は季節調整後前期比年率、%)

	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	▲2.5	▲0.5	▲0.2	▲0.8	▲0.5	▲0.3	▲0.1	0.7	▲4.3	▲0.6
個人消費	▲1.9	▲0.5	▲0.3	▲0.1	▲0.8	▲0.4	▲0.2	▲0.2	0.3	▲1.0	▲0.4
政府消費	0.1	2.4	1.7	2.0	1.8	2.2	1.5	1.5	1.9	1.5	1.9
総固定資本形成	▲15.7	▲4.1	▲5.5	▲5.8	▲4.7	▲3.7	▲2.7	▲1.6	▲0.3	▲9.8	▲4.4
在庫投資	▲3.5	0.1	0.3	0.3	0.5	0.0	0.0	▲0.2	0.2	▲0.4	0.2
純輸出	▲1.8	▲1.9	0.1	0.4	▲0.2	0.0	0.0	0.2	▲0.0	▲1.8	▲0.1
輸 出	▲28.8	▲13.3	▲5.5	▲2.9	▲4.4	▲2.8	▲1.7	1.1	0.9	▲16.5	▲4.4
輸 入	▲25.7	▲9.1	▲5.7	▲3.8	▲3.8	▲2.8	▲1.7	0.6	1.0	▲12.9	▲3.8
実質最終需要	▲6.3	▲2.5	▲0.9	▲0.5	▲1.2	▲0.5	▲0.3	0.1	0.5	▲4.2	▲0.8
消費者物価指数 (前年同期比)	1.0	0.2	▲0.2	▲0.1	0.2	1.0	1.0	1.0	3.3	0.2	0.8

→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13) 欧州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後前期比年率、%)

		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			
ドイツ	実質GDP	▲14.4	▲1.4	▲0.4	▲0.1	▲0.9	▲0.5	▲0.2	▲0.1	1.3	▲6.1	▲0.5
	消費者物価指数	0.8	0.2	0.1	0.4	0.8	0.8	0.7	0.8	2.9	0.4	0.8
フランス	実質GDP	▲4.7	▲1.7	▲0.4	▲0.5	▲0.5	▲0.1	▲0.3	0.0	0.4	▲2.9	▲0.4
	消費者物価指数	0.6	0.1	0.1	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8	3.2	0.4	0.9
イギリス	実質GDP	▲7.4	▲3.3	▲1.0	▲1.4	▲0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.1	0.7	▲4.2	▲0.9
	消費者物価指数	3.0	1.5	▲0.4	▲0.1	0.0	0.1	0.2	0.0	3.6	1.0	0.1

→ 予測

(資料) 日本総合研究所作成

背景とする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大幅な縮小、等が見込まれ、景気後退局面が続く見通しである。2010年以降を展望しても、付加価値税減税の期限切れにより、個人消費の一段の落ち込みが予想される一方で、財政赤字が未曾有の規模に拡大するなか、追加の景気刺激策も打ち出しにくく、景気後退局面から抜け出せない見通しである(図表13)。

インフレ率は2009年後半以降前年比マイナスに転じる見通しである。昨年夏以降のエネルギー価格の下落が物価下押しに寄与するほか、景気悪化に伴う賃金の増勢鈍化が物価下落に作用するとみられる。2010年入り以降は、エネルギー価格上昇によりプラス圏への復帰が見込まれるが、コアインフレ率の低下を背景にゼロ%台での推移が長期化する見通しである。

(2009. 6. 26)