

Economic Monitor

調整局面に向かうユーロ圏景気（改訂経済見通し）

4～6 月期の実質 GDP は前期比+1.0%（年率+3.9%）の高成長となった。その要因は、①ユーロ安を追い風とした輸出の好調、②寒波の影響で 1～3 月期に下振れていた建設投資の反動増、③在庫復元の 3 点であるが、いずれも持続性を期待できない。米・中経済の減速や、企業の人件費抑制の持続、緊縮財政の影響なども踏まえれば、2010～2011 年のユーロ圏成長率はともに+1%前後の低成長になると予想される。

8 月 13 日に発表されたユーロ圏の 4～6 月期実質 GDP は前期比+1.0%（年率+3.9%）と、事前予想を上回るプラス成長となった。国毎には、ドイツが前期比+2.2%と 1990 年の東西統一後で最大の伸びとなり、全体を力強く牽引した。フランスも同+0.6%と堅調を維持した。一方、ギリシャが同▲1.5%と 1～3 月期からマイナス幅を広げ、スペインとポルトガルもいずれも同+0.2%にとどまるなど、財政再建圧力に強く晒されている国々の景気低迷が続いた。

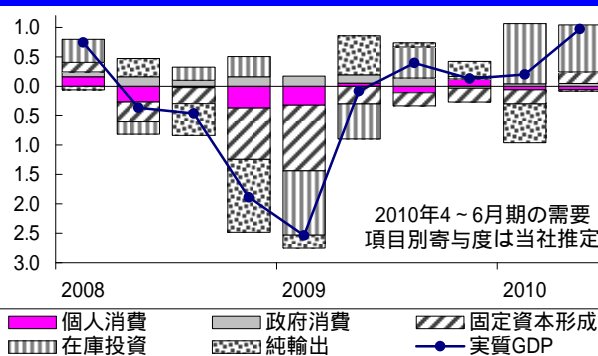
需要項目毎の内訳は未発表であるが、各種月次指標などから判断すると、4～6 月期の高成長の要因は、①ユーロ安を追い風とした輸出の好調、②寒波の影響で 1～3 月期に下振れていた建設投資の反動増、③企業による在庫復元の 3 点である。個人消費は引き続き成長の足枷となった可能性が高い。詳細は以下の通りである。

輸出（ユーロ圏外向け数量、6 月分は当社試算）は、前期比+4.1%と好調が持続した。世界景気を持ち直しに加え、ユーロ安が追い風となる中、米国向けの自動車や中東欧・ロシア向けの産業機械が牽引役となった。

中国向けも、1～3 月期に同+16.2%と急増したにもかかわらず、4～6 月期も同+2.4%と自動車を中心に増勢を維持した。一方、輸入は、輸出増や企業の在庫復元を背景として、電子機器（中国からのコンピュータや携帯電話、米国からの電子部品など）を中心に同+3.4%と増加したものの、伸び率は輸出を下回った。このため、1～3 月期に▲0.7%Pt のマイナスとなった GDP 統計ベースの純輸出寄与度（サービス収支を加味）は、4～6 月期にほぼゼロまで縮小したと見られる。なお、米・中向け自動車輸出の好調は、特にドイツの GDP を強く押し上げたと考えられる。

建設投資は、2008 年 1～3 月期以来の前期比プラスとなった見込みである（当社試算では+1.6%）。しかし、寒波により 1～3 月期中の工事進捗が遅れたことの反動といった一時的要因が影響している可能性が高く、建設投資の実勢が好転したとは言えない。建設投資の先行指標である建築許可指数の動きは、少なくとも 2010 年内は住宅投資も非住宅投資も減少基調を辿ることを示唆している。また、4～6 月期の建設活動指数を国毎にみると、ドイツでは前期比+16.1%の大幅増となった一方、スペインでは同▲0.2%と減

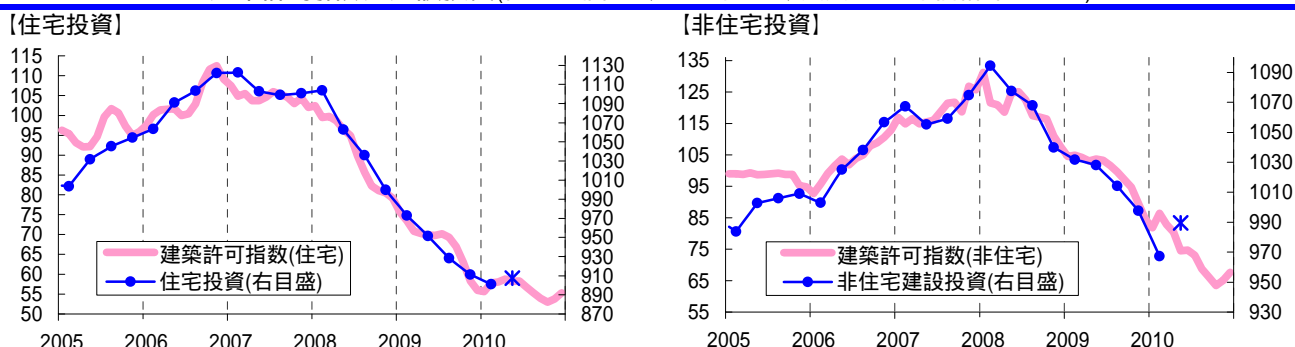
ユーロ圏の実質 GDP（%、季節調整値前期比）



(出所) Eurostat

少が続いた。住宅の過剰ストック調整圧力や政府支出の抑制圧力の大きさが、建設投資の動きを通じて国毎の成長率のバラつきに作用していると見られる。

建築許可指数と建設投資(住宅/非住宅、2005年=100、実質:2000年価格・億ユーロ)



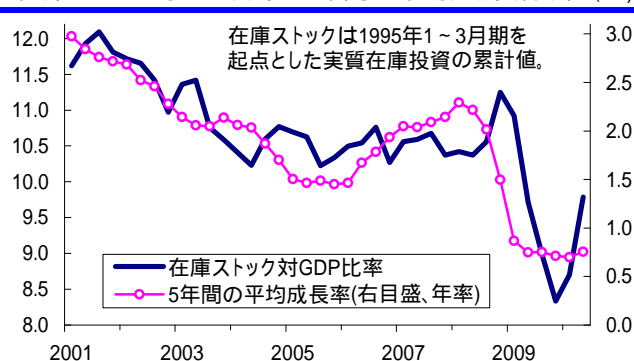
(出所) Eurostat

(注1) 建築許可指数は住宅・非住宅ともに、後方3ヶ月移動平均値を8ヶ月先行させてプロット。

(注2) 住宅投資、非住宅建設投資はGDP統計ベース。2010年4~6月期(*印)は当社試算値。

在庫投資の前期比寄与度は+0.8%Pt と、世界景気
の持ち直しを受けた企業の在庫復元を背景に、1~3
月期の+1.0%Pt に続いて大幅なプラス寄与とな
った模様である。遡及可能な 1995 年 1~3 月期を起
点とした在庫投資の累計値を「在庫ストック」と見
做し、その対 GDP 比率を計算すると 9.8%とな
り、2009 年 10~12 月期につけたボトム (8.3%)
から急回復した。もっとも、こうした在庫復元
の動きは 4~6 月期で一巡した可能性が高い。在庫
ストック対 GDP 比率は、過去 5 年間の平均成長率と概
ね連動

在庫ストック対GDP比率と5年間の平均経済成長率 (%)



(出所) Eurostat

している。これは、企業が過去の成長トレンドを基に先行きの需要伸び率を予測し、その「期待成長率」
に見合うように在庫を制御する傾向が強いためと考えられる。リーマン・ショック前までは平均成長率が
年率+2%前後で推移する中、在庫ストック対 GDP 比率は概ね 10%台で安定的に推移していた。しかし、
リーマン・ショック後の平均成長率が+1%弱まで急低下する中、企業が現在「適正」と見る在庫ストック
対 GDP 比率の水準は 10%未満に低下していると考えられる。以上に基づけば、7~9 月期以降も企業が
在庫を積極的に積み増し続ける可能性は低いと判断される。

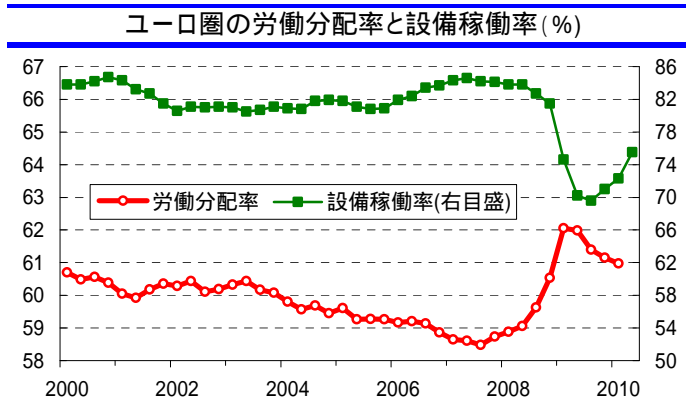
個人消費は、2 四半期連続で前期比マイナス (▲0.2%) となった見込みである。小売販売 (実質、除く自
動車) が前期比▲0.2%となったほか、乗用車販売台数も同▲6.4% (当社試算) と大幅な落ち込みが続
いた。サービス支出を横這いと想定しても、マイナス幅は 1~3 月期 (▲0.1%) より若干大きくなった可
能性が高い。こうした背景には、失業率が 3 月以降 10.0%で高止まっていることに加え、乗用車分野で政策
効果の息切れが鮮明になっていることがある。

以上の現状認識を踏まえ、今後のユーロ圏景気を展望すると、4~6 月期の成長を支えた要因にはいず
れも持続性を期待できないことに加え、新たな成長要因を見出し難い状況下、7~9 月期は反動によりマイ
ナス成長になる可能性が高い。また、2011 年にかけても、財政面からの逆風が次第に強まる中で力強

に欠ける展開が予想される。

まず、輸出については、世界経済の持ち直しを背景に引き続き増加基調を辿ると見込まれるものの、7~9月期はユーロ安が一服しており、4~6月期のような輸出押し上げ効果は期待し難い。加えて、主要輸出先の米国や中国では政策効果の一巡を主因に成長ペースが減速しつつあり、輸出の増勢は減速に向かう可能性が高い。

加えて、厳しい雇用環境の中、個人消費の低迷長期化も予想される。非金融企業の労働分配率は本年1~3月期時点で61.0%と、2000年からリーマン・ショック前までの平均水準である59.7%まで低下させるには、引き続き人件費を抑制することが必要な状況にある。ちなみに、本年4~6月期以降、企業の付加価値生産額が年率+1.4%で増加し続ける一方、雇用者報酬（人件費）が同▲0.4%で減少し続ける状況（いずれも2009年4~6月期から本年1~3月期までの平均ペースが持続。本年4~6月期の高成長とその後の反動減などの四半期毎の振れは均して考える）を想定した場合、労働分配率が59.7%まで低下するのは2011年4~6月期になると試算される。



(出所) European Commission, Eurostat
(注) 労働分配率 = 雇用者報酬 ÷ 粗付加価値。非金融企業ベース。

さらに、各国の緊縮財政による景気下押し圧力が2011年に向け強まっていく見込みである。日本銀行が8月4日に発表したレポートによると、2010年中に緊縮を進めるのは所謂「PIIGS」諸国（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン）のみで、ドイツとフランス、ひいてはユーロ圏全体ではまだ財政赤字を広げる状況にある。しかし、2011年は独・仏も財政健全化に着手し、ユーロ圏全体でGDPの1.4%に相当する財政収支の改善を図る計画となっている。

設備投資については、鉱工業の設備稼働率が本年4~6月期にかけて75.5%まで回復したものの、2000年からリーマン・ショック前までの平均水準である82.4%には程遠く、依然として稼働率の面から設備投資を積極化させる状況にはない。むしろ、上述のように内外需の持続的な回復が見込み難い中では、投資抑制姿勢を維持する方が企業にとって合理的な選択となろう。

以上より、当社は2010~2011年のユーロ圏経済の成長率がいずれも+1%前後の低成長にとどまるとの基本的な見方を維持する。ただし、2010年については、企業の在庫復元が急ピッチで進んだことから在庫投資（前年比寄与度+0.6%Pt→+1.2%Pt）と輸入（前年比+4.4%→+7.3%¹）を、年前半の輸出好調を踏まえて輸出（+6.2%→+8.0%）をそれぞれ上方修正し、全体の成長率を前回の+0.9%から+1.2%へ上方修正する（ユーロ圏内の最終需要減少率は▲0.5%で変わら

前期比年率, %, %Pt	2008 実績	2009 実績	2010 予想	2011 予想
実質GDP	0.4	▲4.1	1.2	0.8
個人消費	0.3	▲1.2	0.0	0.5
固定資産投資	▲0.9	▲10.8	▲3.2	1.1
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.9)	(1.2)	(▲0.3)
政府消費	2.2	2.7	0.9	0.3
純輸出(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.8)	(0.4)	(0.4)
輸出	0.7	▲13.2	8.0	4.7
輸入	0.9	▲11.9	7.3	3.8

(出所) Eurostat

¹ 輸入伸び率の上方修正は、全体の成長率に対する下方修正要因である。

ず)。2011 年については、企業の在庫積み増しペースが低下（在庫投資の前年比寄与度+0.3%Pt→▲0.3%Pt）することなどを反映し、前回の+1.2%から+0.8%へ下方修正し、成長率が 2010 年よりも低下する展開を予想する。

なお、ECB の金融政策については、景気低迷下でインフレ圧力の高まり難い状況が続くため、少なくとも 2011 年中の利上げはないと予想する。