

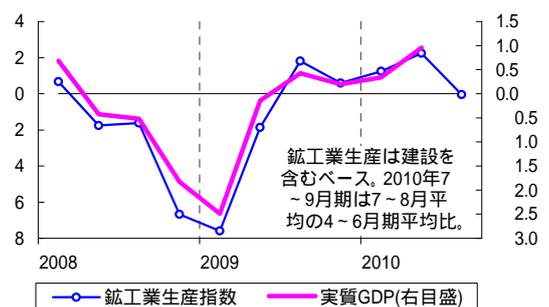
Economic Monitor

減速局面の下で景況格差が一層広がるユーロ圏 (Monthly Update)

ユーロ圏景気は減速局面に入っており、7~9月期の実質成長率はゼロ近傍にとどまると見られる。こうした全体の動きの中、成長の牽引役を輸出に求めてきた国と、内需に求めてきた国との間で、景気のパラツキが一段と広がっている。

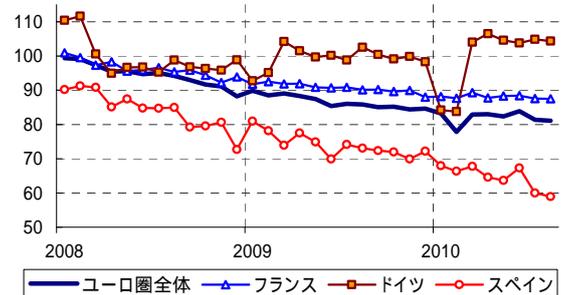
11月12日公表予定のユーロ圏の7~9月期実質GDP(速報値)は、4~6月期の前期比+1.0%(年率+3.9%)からゼロ近傍まで鈍化した見込みである。最近のGDPと高い連動性を持つ「建設を含む」ベースの鉱工業生産指数の動きを見ると、7~8月の平均水準は4~6月期平均比で▲0.04%にとどまった。9月分が未公表であるため、7~9月期の同指標、さらにはGDPが前期比マイナスを回避する可能性は残っているものの、ユーロ圏景気が今夏以降、減速局面に入っていることは確実と言える。当社は、ユーロ圏景気について、2010年の成長率が1%台前半にとどまり、2011年には緊縮財政の影響が一段と強まる中で1%割れへ低下する、との見方を維持する。

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数(前期比)



(出所) Eurostat

建設活動指数の推移(2007年=100,実質、季節調整値)



(出所) Eurostat

(注) イタリアはデータなし。

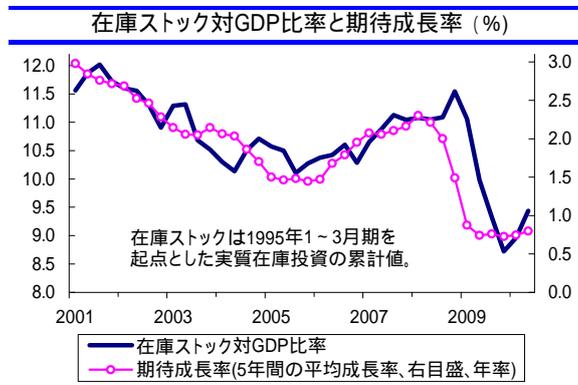
需要項目毎の動きを見ると、景気減速の主因は固定資産や在庫といった投資需要の弱さに求められる。まず、4~6月期に2006年10~12月期以来の前期比プラス(+2.2%)となった建設投資は、7~8月の平均水準が4~6月期平均比2.2%と再びマイナスに転じている。国毎の内訳を見ると、4~6月期に前期比+15.8%と急増し全体を牽引したドイツ¹では、7~8月平均の4~6月期平均比が▲0.3%と、増勢に一服感が出ている。加えて、ドイツ以外の国々の減少傾向

には歯止めが掛かっておらず、特に住宅の過剰ストック調整圧力や政府支出の抑制圧力が大きいスペインでは、7~8月平均の4~6月期平均比が▲8.7%と、減少ペースが加速している(4~6月期は前期比▲3.3%)。

機械設備投資についても、資本財販売(実質、16ヶ国合計)の7~8月平均は、「自国内向け」で4~6月期平均比+0.04%、「自国を除くユーロ圏内向け」で同+0.8%と、ともにプラス幅が4~6月期(自国内向けは前期比+3.1%、自国を除くユーロ圏内向けは同+1.6%)から縮小した。販売元をドイツに限ると、ドイツ国内向けは4~6月期平均比+2.0%(4~6月期は前期比+3.6%)、ドイツを除くユーロ圏内向けは4~6月期平均比▲3.3%(4~6月期は前期比+3.2%)となっており、建設投資と同様、ドイツ以外の国々における需要の弱さが窺える。

¹ 4~6月期の大幅増には、輸出拡大の効果が波及したこともあるが、寒波により1~3月期中の工事進捗が遅れたことを取り戻す動きが生じたことによる側面が大きい(1~3月期は前期比▲8.6%)。

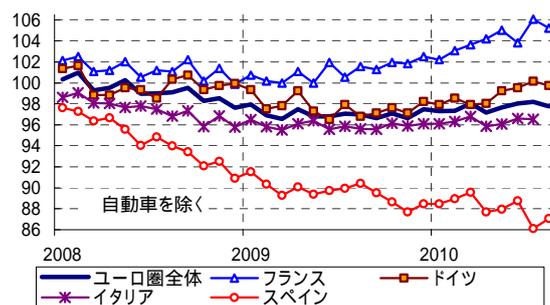
さらに、企業の在庫復元が今年前半で概ね一巡したと見られる中、在庫投資の前期比寄与度はマイナスに転じた可能性が高い（4～6月期の前期比寄与度は+0.3%Pt）。遡及可能な1995年1～3月期を起点とした在庫投資の累計値を「在庫ストック」と見做し、その対GDP比率を計算すると、今年4～6月期の時点で9.4%となるが、この水準は企業が現在「適正」と考えているレベルに近いと考えられる。すなわち、この比率は期待成長率（過去5年間の平均成長率）と概ね連動²しており、リーマンショック前までは期待成長率が年率+2%前後で推移する中、在庫ストックの対GDP比率は概ね10%台で安定的に推移していた。しかし、リーマンショック後は、期待成長率が+1%弱まで急低下する中、「適正水準」が10%未満に低下していると見られる。こうした見方に基づけば、企業が7～9月期以降、積極的に在庫を積み増し続けている可能性は低いと判断される。ちなみに、ユーロ圏製造業の在庫DI（過剰－不足、欧州委員会調べ）は6月から10月にかけて、「過不足なし」を意味するゼロ近辺（±0.0～+0.6Pt）で推移している。



(出所) Eurostat

一方、個人消費は、ユーロ圏全体で見れば、底入れの動きが続いている。7～8月の小売販売（実質、除く自動車）は4～6月期平均比で+0.4%と、4～6月期の前期比+0.1%からプラス幅がやや拡大している。もっとも、上述の投資需要の弱さをカバーするほどの力強さはない。また、ドイツやフランスがそれぞれ+1.0%、+1.2%と緩やかに持ち直す一方、7月から売上税を引き上げたスペインが▲1.8%と大きく落ち込むなど、国毎でまだら模様が見られる。

小売販売指数の推移 (2007年=100、実質、季節調整値)



(出所) Eurostat

(注) イタリアは2010年7月まで。

7～8月の輸出（ユーロ圏外向け、名目）は、4～6月期平均比+4.5%と拡大傾向を維持しているものの、1～3月期の前期比+7.2%や4～6月期の同+6.4%からは増勢が幾分弱まっている。特に、中国向け（1～3月期：前期比+19.0%→4～6月期：同+5.2%→7～8月：4～6月期平均比+0.4%）やラテンアメリカ向け（+16.5%→+11.0%→+1.0%）が減速している。米国向けも、7～8月は4～6月期平均比+5.1%と拡大基調が続いているものの、4～6月期の前期比+10.3%に比べプラス幅が半減している。相手国と品目の両軸で分割した詳細データが入手できる7月の状況を見ると、中国向けとラテンアメリカ向けは自動車、米国向けは自動車以外の輸送機械（恐らく航空機と考えられる）の増勢が一服し、全体の伸びを抑制している。

もっとも、7～8月の輸入も4～6月期平均比+3.9%と、1～3月期の前期比+9.2%、4～6月期の同+8.9%から減速し、輸出の伸びを下回っている。このため、7～9月期の成長率に対する純輸出の寄与度は4～6月期（+0.2%Pt）並みを確保し、全体の成長率をゼロ近傍まで押し上げた可能性が高い。なお、輸入の減速は、ロシアや中東欧などからの生産財（鉱物性燃料、素材製品など）が中心であり、企業各社による在庫復元が一巡した影響が出ていると考えられる。

² これは、企業が「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。なお、期待成長率は過去の一定期間の平均成長率に大きく影響を受けるとされており、ここではその考え方を採用している。

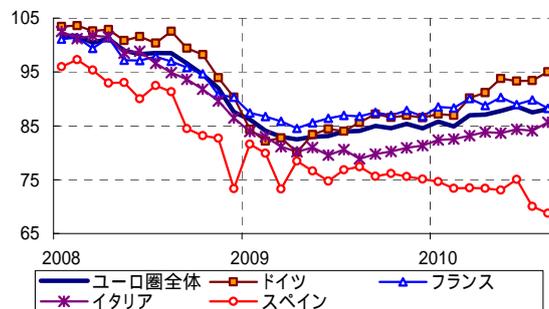
このように、ユーロ圏景気は、内需の弱さを純輸出がカバーすることで急失速には至っていない模様ながら、今年 4~6 月期の高成長は一時的な動きとなり、再び緩慢なペースでの回復トレンドに戻ってきたと

判断される。そして、このような全体の動きの中で、国毎の景気のバラツキは一段と広がる方向にある。冒頭で紹介

した「建設を含む」ベースの鉱工業生産指数の動き（7~8 月平均の 4~6 月期平均比）を国毎に見ると、ドイツ（+1.6%）やイタリア（+1.1%）といった輸出産業のウエイトが大きい国では、設備投資の回復なども伴って持ち直し傾向が続く一方、成長のメインエンジンが内需（とりわけ個人消費や住宅投資）であり、かつ政府支出を抑制しているスペインでは、▲6.0%と大幅な落ち込みとなっている。2009 年後半から緩やかに持ち直していた内需主導型のフランスも、7~8 月はマイナス（▲0.4%）に転じている³。

しかし、EU などの政策当局は、こうした景況格差を是正するための有効な手立てを確立できていない。むしろ、金融政策を一元化している ECB は、「ソブリンリスクに晒される景気低迷国に配慮した政策運営を行っていけば、ドイツなどの景気を過熱させかねない」「一方で、一部の国の景気過熱を警戒して引き締めれば、景気低迷国に一段の景気下押し圧力を加えかねない」といったジレンマの中で、身動きのとれない状況に陥りつつある。ECB は現在のところ、「ユーロ圏のような広い地域で格差が生じるのは当然」「米国でも州毎の格差は存在」（トリシェ総裁）などとして、表向き問題視していない状況を示唆している。しかし、米国での追加金融緩和の可能性が高まる中、ECB による金融政策の膠着リスクは、現下のユーロ高地合いを醸成している一因と見ることもできよう。

鉱工業生産指数の推移
(建設を含む、2007年=100、実質、季節調整値)



(出所) Eurostat

³ その他、財政問題がクローズアップされている国では、ポルトガルが▲0.4%と4~6月期の▲1.0%に続いてマイナスとなっている。ギリシャやアイルランドは7月以降のデータが公表されていない。