

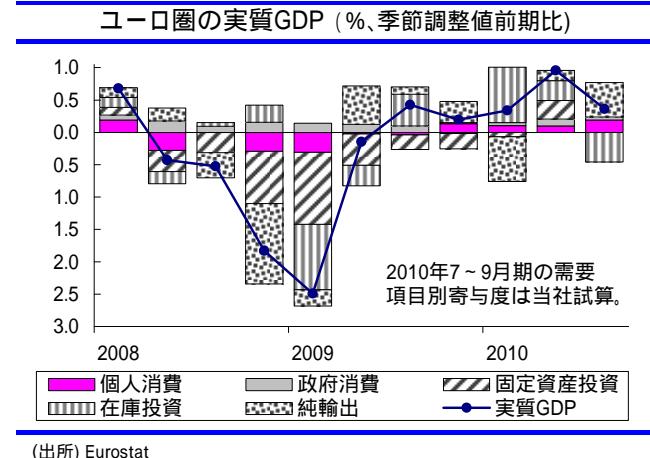
ユーロ圏は2012年にかけ1%前後の低成長に（改訂経済見通し）

ユーロ圏経済は、輸出の減速に加え、各国の緊縮財政に伴う政府支出の抑制や増税などが景気の下押し要因となる中で、2012年にかけ力強さに欠ける展開が続くと予想される。2011～2012年の成長率はともに1%前後の低成長にとどまる見通しであり、このような中でECBが予測期間内に利上げに踏み切る合理性は見出し難い。

7～9月期の成長率は前期比0.4%に鈍化

11月12日に公表されたユーロ圏の7～9月期実質GDP（速報値）は前期比0.4%（年率1.5%）と、4～6月期の同1.0%（年率3.9%）から鈍化し、景気回復力の弱さが確認された。国毎に見ると、ドイツが前期比0.7%と4～6月期に続いて全体を牽引したものの、プラス幅は大幅に縮小した（4～6月期は同2.3%）。フランス（4～6月期:0.7%→7～9月期:0.4%）やイタリア（0.5%→0.2%）の成長率も小幅ながら低下した。また、財政再建を本格的に進めていることの影響が注目される国では、ギリシャが同1.1%と8四半期連続のマイナス成長となったほか、スペインがゼロ成長、ポルトガルも0.4%にとどまった¹。

ユーロ圏全体に関する需要項目毎の内訳は12月2日に公表される予定であるが、既に公表済みとなっているドイツ、フランス、スペイン、オランダ、オーストリアの5ヶ国分（ユーロ圏GDPの約7割をカバー）の内訳などから判断すると、成長ペースの鈍化は固定資産投資や在庫投資の弱さが主因である。



固定資産投資は、4～6月期に9四半期振りの前期比プラス（1.5%）となったが、7～9月期は主に建設投資の減少により、前期比でほぼゼロにとどまった模様である。現時点での投資の内訳を公表しているドイツ、フランス、スペインの3ヶ国について見ると、ドイツやフランスの建設投資は年初の寒波による工事進捗の遅れを取り戻す動きが4～6月期までに一巡して小幅ながらも前期比マイナスに転じ、スペインでは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く減少ペースが加速した²。一方、機械設備投資は、輸出増加に伴い設備稼働率が高まっているドイツで拡大傾向を維持したものの、スペインでは4四半期ぶりに減少に転じており、ユーロ圏全体の増加率は4～6月期の前期比1.8%から半減したと見られる³。

¹ アイルランドの7～9月期成長率は未公表である。

² 具体的には、ドイツで4～6月期6.8%→7～9月期▲0.4%、フランスで0.3%→▲0.04%、スペインで▲2.2%→▲3.2%となり、3ヶ国合計では2.6%→▲0.8%となった。3ヶ国の建設投資はユーロ圏全体の約65%をカバーしていることから、ユーロ圏全体の建設投資も4～6月期の前期比1.2%から7～9月期にはマイナスに転じたと考えられる。

³ 機械設備投資の前期比は、ドイツで4～6月期4.3%→7～9月期2.9%、フランスで1.7%→1.2%、スペインで1.4%→▲2.7%となり、3ヶ国合計では3.0→1.3%とプラス幅がほぼ半減した。3ヶ国の機械設備投資はユーロ圏全体の約60%をカバーしているため、ユーロ圏全体でもプラス幅が半分程度に縮小したと考えられる。

在庫投資は、1~3月期の成長率に対する寄与度が0.9%Pt、4~6月期における寄与度が0.3%Ptと、今年前半の成長率を大きく押し上げる要因となったが、企業の在庫復元が概ね一巡する中、7~9月期の成長率には押し下げ方向に作用した模様である。先行発表されている5ヶ国分の動きに基づけば、ユーロ圏全体の成長率に対する在庫投資の寄与度は▲0.5%Ptと試算される。

一方、個人消費は引き続き拡大し、7~9月期は前期比0.3%（当社試算）と、2009年10~12月期以降の平均ペースである0.2%と同程度の増加率となった見込みである。もっとも、前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、ドイツが同0.4%、フランスが同0.6%と比較的強めの伸びを示す一方で、7月から付加価値税率を引き上げたスペインが駆け込み需要の反動により同▲1.1%と落ち込むなど、国毎でまだら模様が見られる。

輸出（ユーロ圏外向け、名目）は、前期比4.4%と拡大傾向を維持したものの、1~3月期の同8.0%や4~6月期の同6.5%に比べ増勢が弱まった。特に、中国向け（1~3月期：前期比18.5%→4~6月期：同4.9%→7~9月期：同1.1%）やラテンアメリカ向け（17.6%→10.8%→1.2%）が大幅に減速し、米国向け（8.1%→10.3%→5.8%）もプラス幅が縮小した。国別に品目毎の内訳が確認できる8月までの状況を見ると、中国向けとラテンアメリカ向けは自動車、米国向けは自動車や航空機の増勢が一服し、全体の伸びを抑制した。

もっとも、輸入（名目）の増勢も前期比3.2%と、1~3月期の同9.1%、4~6月期の同8.8%から鈍化し、輸出の伸びを下回ったため、GDP成長率に対する純輸出（実質）の寄与度は、4~6月期の0.2%Ptから7~9月期には0.5%Pt程度まで高まったと試算される。7~9月期のユーロ圏景気は、内需の弱さを純輸出がカバーすることによってマイナス成長を回避したことになる。なお、輸入の減速は、ロシアやアフリカ、米国からの鉱物性燃料、金属、素材製品といった生産財が中心であり、在庫投資のマイナス寄与が示す通り、企業の在庫復元が一巡したことによると考えられる。

財政面からの下押しなどによりユーロ圏景気は2012年にかけ力強さに欠ける展開

こうした景気の現状を踏まえ、今後のユーロ圏景気を展望すると、輸出の減速に加え、財政面からの逆風が一段と強まっていく中で、2012年にかけ力強さに欠ける展開が予想される。

まず、輸出については、堅調な景気拡大を続けるアジアや中南米の新興国向けを下支え役に、増加基調が続く見通し⁴である。もっとも、主要輸出先であるユーロ圏外の欧州諸国の景気は当面冴えない展開が見込まれることに加え、米国も、財政政策の効果一巡や家計の過剰債務調整の継続などから2011年の成長率が一旦低下する可能性が高い⁵。さらに、世界的な在庫復元の動きは今夏までにほぼ一巡したと見られる。こうした中、輸出全体では2011年にかけさらに減速すると予想される。

内需では、各国の緊縮財政に伴う政府支出の抑制や増税などが景気の下押し要因となる見込みである。2010年に緊縮財政を進めているのは所謂「PIIGS」諸国（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリ

⁴ 当社では、新興国の代表格である中国経済について、投資主導から消費主導への経済構造の転換や、人民元の上昇により成長率は低下傾向を辿るもの、2012年にかけ8%を超える高成長を維持する（2010年9.8%、2011年9.0%、2012年8.4%）と予想している。詳細は、2010年11月15日付け「中国経済情報2010年11月号」を参照されたい。

⁵ 当社では、米国経済の成長率について、2010年2.7%、2011年2.3%、2012年2.7%（ほぼ潜在成長率並み）と予想している。詳細は、2010年11月17日付け「米国経済情報2010年11月号」を参照されたい。

シや、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依然として景気に配慮した拡張的な財政運営が行われている。しかし、2011年以降はPIIGSのみならず、ドイツやフランスといった比較的健全な国でも赤字縮小に取り組み、ユーロ圏全体では2011年にGDP比1.2%、2012年に同0.7%に相当する財政収支の改善を図る計画となっている。

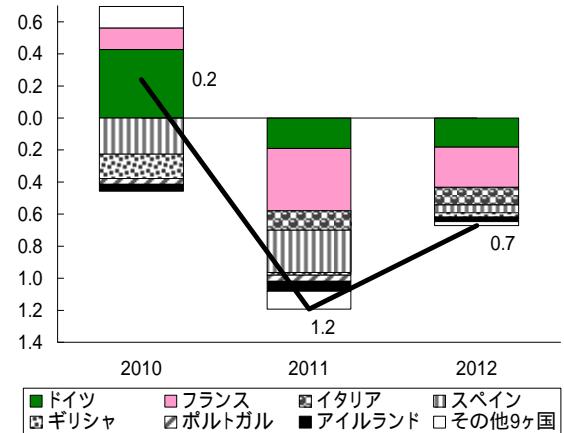
加えて、雇用・所得環境の厳しさも、個人消費の低迷を長引かせる要因となろう。非金融企業の労働分配率は今年4~6月期時点で60.8%と依然として高く、引き続き人件費(雇用者報酬)を抑制することが必要な状況にある。

ちなみに、住宅バブル発生前の2000年代前半における平均である60.2%を労働分配率の「適正水準」と見做し、今年7~9月期以降、①企業業績(付加価値生産額)と人件費が2009年後半以降の平均ペース(それぞれ年率2.3%、0.5%)で増加し続けるケースを想定した場合、労働分配率が適正化するのは2011年1~3月期となるが、②景気減速に伴い企業業績の拡大ペースが半減(年率1.2%、人件費は①と同率の0.5%で増加)するケースでは、労働分配率の適正化が2012年1~3月期まで後ずれする、と試算される。これは、企業の人件費調整に少なくとももう1年はかかることを示唆している。

さらに、設備投資について、鉱工業の設備稼働率(10月時点)を見ると、ドイツでは83.2%(7月82.1%)と、前回の投資拡大局面の初期にあたる2005年の平均82.9%に匹敵する水準まで上昇してきたものの、その他の国の回復ペースは鈍く、むしろフランス(7月77.8%→10月77.0%)やスペイン(72.7%→72.4%)では足元で小幅低下している。ユーロ圏全体では77.6%(7月77.2%)と、1995年からリーマン・ショック前までのボトム水準である80.0%にすら届いておらず、依然として稼働率の面から設備投資が積極化していく状況にはない。むしろ、前述の通り、内外需の力強い回復が見込み難い中では、投資抑制姿勢を当面維持する方が企業にとって合理的な選択となろう。このような中、設備投資の回復力は2012年にかけ微弱なものにとどまる。

以上より、当社はユーロ圏の成長率について、2010年は企業の在庫復元などにより1.6%となるものの、2011年は0.9%、2012年は1.3%といずれも1%前後の低成長にとどまる予想する。

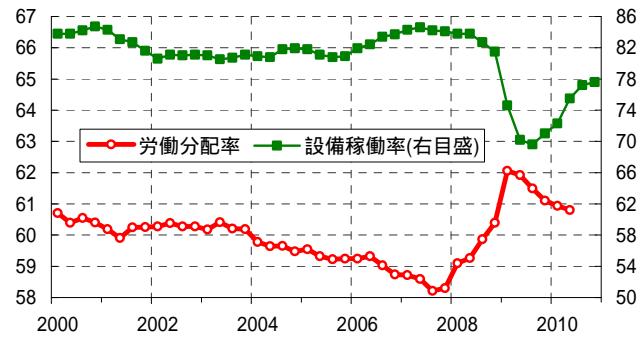
ユーロ圏における財政赤字の削減計画 (対GDP比の前年差、%Pt)



(資料) IMF "Fiscal Monitor" (2010年11月)

(注) IMFによる11月上旬時点の各国財政収支見通しを、2009年のGDPを用いて加重平均。ただし、アイルランドについては、2010年の資本注入の影響を調整したほか、11月24日公表の財政再建計画(2011年以降)を加味した。

ユーロ圏の労働分配率と設備稼働率(%)



(出所) European Commission, Eurostat

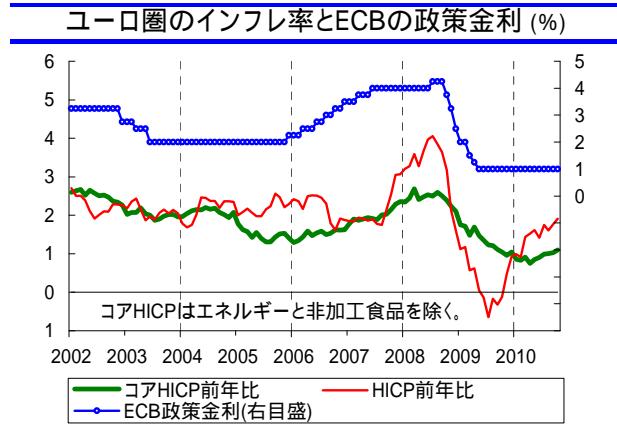
(注) 労働分配率 = 雇用者報酬 ÷ 粗付加価値。非金融企業ベース。

ユーロ圏の成長率予想

前期比年率、%, %Pt	2008 実績	2009 実績	2010 予想	2011 予想	2012 予想
実質GDP	0.3	▲4.0	1.6	0.9	1.3
個人消費	0.4	▲1.1	0.6	0.4	0.5
固定資産投資	▲1.0	▲11.3	▲1.2	1.1	1.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.8)	(1.0)	(▲0.1)	(▲0.1)
政府消費	2.4	2.4	1.0	0.3	0.3
純輸出(寄与度)	(0.0)	(▲0.8)	(0.2)	(0.5)	(0.7)
輸出	0.7	▲13.1	10.0	5.5	6.5
輸入	0.6	▲11.8	9.7	4.4	5.0

(出所) Eurostat

一方、物価面では、今年 10 月の消費者物価（HICP）が前年同月比 1.9% と、表面上は ECB の中期的な物価安定目標（2% をやや下回る水準）の上限に達している⁶。もっとも、原油価格や生鮮食品価格の上昇によって押し上げられている部分が大きく、エネルギーと非加工食品を除いたコア HICP の前年同月比は 1.1% にとどまっている。また、付加価値税率が引き上げられたギリシャ（5.2%）やスペイン（2.3%）、ポルトガル（2.3%）などがユーロ圏の平均を上回る騰勢となる一方、ドイツは 1.3% にとどまっていることなどから、一部の国の増税も物価押し上げに作用していると見られる。このため、商品需給の逼迫に起因するインフレ圧力の高まりは見られないと判断される。先行きについても、付加価値税率の引き上げなどが表面上のインフレ率を押し上げる可能性はあるものの、前述の通り 企業の人工費抑制がなお続く中では、需給の実勢から見たインフレ圧力はむしろ弱まる と考えられるため、少なくともコア HICP の抑制基調は続くと予想する。



(出所) Eurostat, ECB

リスク要因は信用不安の一段の高まりと追加的な財政引き締め

なお、以上示してきたメインシナリオに対する最大のリスク要因は、「PIICS」諸国をはじめとした各国の財政問題である。

アイルランド政府は、不動産バブル崩壊に伴う財政負担の大幅拡大により今年の財政赤字対 GDP 比が 32% に達する見込みとなったことから、11 月下旬、銀行セクターの資本増強と財政赤字の穴埋めのため、EU と IMF から総額 850 億ユーロ（約 9.4 兆円）の金融支援を取り付けた。同時に、金融支援の条件として、2014 年までに財政赤字を GDP の 3% 以内に縮小させる計画を示したが、①財政面からの下押しが続くにとかかわらず、2011～2014 年の平均成長率を 2.75% という高い前提を置いていること⁷、②欧州主要国で最低の 12.5% という法人税率を死守する一方、家計負担を大幅に増やす内容⁸であるため、国内の反発が強まっていること、③2011 年予算成立後の与党分裂と解散総選挙が既定路線⁹となる中、政権交代により計画が反故にされるリスクがあることなどから、その実現性が疑問視される。

また、次はポルトガルが金融支援に追い込まれるとの観測が広がりつつある。ポルトガルは、不動産バブルが生じなかった上、今年の財政赤字対 GDP 比もアイルランドやギリシャ（9.6%）を下回る 7.3% となる見込みである。加えて、公務員賃金の 5% 削減や付加価値税率の引き上げなどを盛り込んだ 2011 年予算案は、野党の協力を取り付け 11 月 26 日に成立した。しかし市場では、①企業の国際競争力が弱く経済成長のエンジンが見当たらないこと、②アイルランドと同様、銀行セクターの ECB による特別措置（無制

⁶ 11 月 30 日に公表された 11 月の HICP（ヘッドラインのみの速報値）も前年同月比 1.9% となった。

⁷ ちなみに、アイルランドの成長率は 2009 年に▲11% の大幅マイナスとなり、2010 年前半も財政健全化の影響により前年同期比▲1.3% とマイナス成長が続いている。

⁸ 再建計画は 2014 年までの 4 年間で、社会保障費や公務員給与の引き下げなどによる 100 億ユーロの歳出削減と、付加価値税や所得税、不動産税を対象とした 50 億ユーロの増税を行うとしている。一方、法人税率は、経済成長の梃子として外資企業を引き寄せる必要があるとして、据え置きとした。こうした法人税率の扱いには、欧州各国からも不満の声が上がっている。

⁹ 共和党と連立与党を組む緑の党は 11 月 22 日、2011 年予算案を成立させ今回の金融支援に道筋をつけた後に連立を離脱することを表明した。財政の自主再建を断念したことへの反発と見られる。また、カウエン首相は、当座の連立維持と引き換えに予算案成立後の解散総選挙という緑の党の要求を受け入れた。

限の流動性供給オペなど)への依存度が高いため、ECB がその特別措置を変更すれば政府が銀行を支援せざるを得ず、財政負担の増加につながるリスクが高いことなどから、ポルトガルの財政健全化が計画通りに進まないのではとの警戒感が強まっている。

さらには、アイルランドが金融支援に追い込まれた主因が放漫財政というよりも金融システムの脆弱性にあったため、アイルランドと同様に不動産バブルが崩壊したスペインの金融システムや財政状況に対する見方も厳しくなっており、銀行株や国債に対する売り圧力が強まっている。

このように今回のアイルランド支援は、欧洲の信用不安を解消する決定打とはなっておらず、今後も、各
国の財政健全化が計画通りに進まないことなどが「国債価格の下落 金融機関の資産劣化 金融システム
の不安定化」に発展し、景気が下振れするリスクは燻り続けよう。また、こうしたリスクが顕在化していく場合、その過程で財政健全化計画の見直しや EU・IMF による金融支援の拡大などの対策が講じられる想定されるが、その際は一段の財政引き締めが不可避となるため、結局、実体経済をさらに下押すこととなろう。

ECB は 2012 年中も利上げに踏み切れず

ECB の金融政策については、当社の低成長・低インフレシナリオや下振れリスクの存在を前提にすると、
2012 年までの予測期間内に利上げを行うための合理的な理由が見出し難い。加えて、ECB が Fed に先行して利上げに踏み切れば、ユーロ高を通じた輸出の腰折れリスクを高めることにもなる。当社では、Fed が 2012 年末まで利上げを見送ると予想しており、ECB の利上げ時期も 2013 年入り以降になると予想している。

なお、上述の政策金利予想は、各国中銀による国債買い入れや無制限の流動性供給など、ギリシャ危機への緊急対応策として導入された「非伝統的措置」の縮小や打ち切りの可能性を排除するものではない。しかし、ソブリン問題や不動産バブル崩壊を背景とした金融システム不安が沈静化する兆しが見えない現状は、「出口戦略」を明示できる段階には程遠く、まして無制限の流動性供給を予定通り来年 1 月 18 日で終了できる状況にもないと考えられる。ECB は 12 月 2 日の政策理事会を経て非伝統的措置の取り扱い方針を改めて公表することにしているが、アイルランド支援を巡る最近の市場の混乱などを踏まえ、どのような方針を示すのかが注目される。