

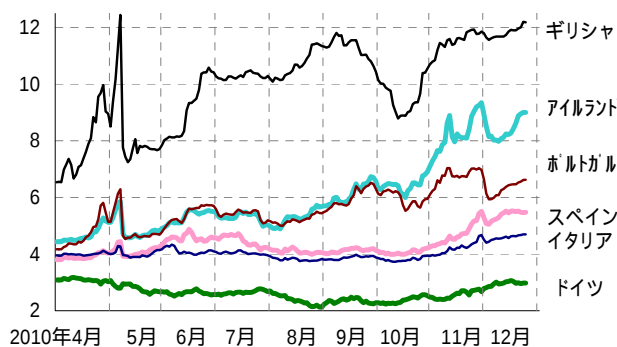
Economic Monitor

緩慢な成長を続けるユーロ圏経済 (Monthly Update)

欧州金融市場では、債務危機への対応を巡る当局者間の意見の相違などから、投資家の不安心理が収まらない。独・仏の中核 2 ヶ国が、有力な対案を示さないままユーロ圏救済基金 (EFSF) の拡充などに反対し続ければ、債務危機はポルトガルのみならずスペインにまで波及し兼ねない。一方、実体経済面では、輸出の減速感が強まり、内需も力強さに欠ける中、「2011～12 年の成長率はいずれも 1%前後の低成長」との当社の予想を少なくとも上方修正できる状況にはない。

欧州の金融市場では、EU と IMF によるアイルランドへの金融支援決定 (11 月下旬)、ECB による国債買い入れや無制限の流動性供給といった「非伝統的措置」の継続決定 (12 月 2 日) を受けて、一旦、「PIGS」 (ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペイン) を始めとした財政悪化国の国債利回りの上昇やユーロ安の動きが一服する兆しを見せた。しかし、12 月中旬以降は再び、各国の国債利回りが上昇に転じ、通貨ユーロへの売り圧力も強まる状況にある。12 月 16～17 日に EU 首脳会議が開催され、現行のユーロ圏救済基金 (EFSF) を引き継ぎ、2013 年 6 月より「欧州版 IMF」 (正式名称は欧州安定メカニズム、ESM) を常設することで合意したものの、市場の反応は薄かった。

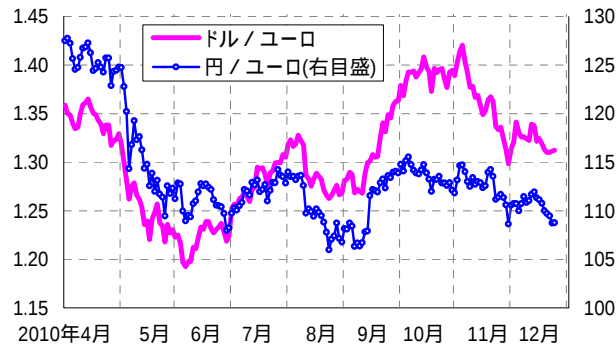
ユーロ圏主要国の10年国債利回り (%)



(出所) Bloomberg

(注) 直近値は12月24日。

ユーロ相場の推移 (ドル/ユーロ、円/ユーロ)



(出所) Bloomberg

(注) 直近値は12月24日。

市場の不安心理が収まらない要因としては、まず、欧州各国の債務格付けに対する引き下げ圧力が強まっていることが挙げられる。特にアイルランドについては、財政健全化計画の前提となっている経済成長率が下振れ、財政状況が一段と悪化する懸念が大きいことなどを理由に、格付け会社フィッチが「A+」から「BBB+」へ 3 段階 (12 月 9 日)、ムーディーズが「Aa2」から「Baa1」へ 5 段階 (12 月 17 日) 引き下げた。また、ムーディーズは 12 月後半、スペイン、ポルトガル、ギリシャをいずれも格下げ方向で見直すことを発表した。さらに、S&P は、既に 11 月下旬から 12 月初めにかけてポルトガル、アイルランド、ギリシャの格付け見直しを表明していたが、12 月 14 日には、政府債務対 GDP 比が 98.6% (2010 年見込み) とユーロ圏内で 3 番目に高いベルギーについても、政局混乱が長引き債務圧縮への取り組みが遅れる可能性を理由に、現行の「AA+」から引き下げる方向で検討することを発表した。

しかし、より本質的な要因として指摘できるのは、債務危機への当面の対応方法を巡り、欧州当局者の間で見解が分かれていることである。具体的には、債務危機がスペインなどにまで波及する場合に備え EFSF の規模を現行の総額 7,500 億ユーロから拡大すべきという IMF や ECB からの提案や、ユーロ圏財務相会合のユンケル議長とイタリアのトレモンティ財務相が提唱している「欧州共通債（E ボンド）」の創設構想の両方に対し、ユーロ圏の中核国であるドイツとフランスが強硬に反対し、前述の EU 首脳会議ではこうした意見対立の見られる議論が先送られた。ドイツやフランスの反対は、「放漫な経済・財政運営を続けてきた国々を救うのに自国からの資金拠出が増えていくことはおかしい」「共通債を導入した場合に資金調達コストが上昇しかねない」といった国内世論への配慮が背景となっており、特にギリシャ支援を決めた際に支持率を大幅に落とし、与党が連邦上院で過半数割れに追い込まれているドイツ・メルケル政権の慎重姿勢は際立っている。

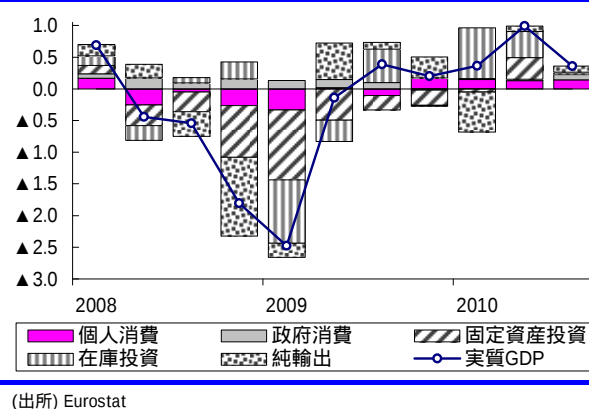
もっとも、ドイツやフランスも、債務危機がスペインやイタリアといった主要国に波及することによって自国の金融機関に大きな損失が発生し、ひいては自国の景気回復に冷や水を浴びせる事態は避けたい筈である。また、ドイツには欧州通貨統合で主導的な役割を果たしてきたという経緯もある。従って、EFSF 拡充や E ボンド創設に代わる有力な危機対応策を打ち出すにしても、現在提案されている 2 案の受け入れで妥協するにしても、ドイツとフランスの中核 2 ヶ国が債務危機の封じ込めに向けた決意や具体的な追加措置を明示することが、欧州金融市場の混乱を沈静化させるための必要条件と考えられる。裏返せば、ドイツやフランスがこのまま有力な対案を出さないまま、EFSF 拡充案や「E ボンド」構想に反対し続ければ、足元の市場の動揺は収まらず、ひいては債務危機がポルトガルのみならずスペインにも広がり兼ねないであろう。

一方、実体経済面では、12 月 2 日に公表されたユーロ圏の 7～9 月期実質 GDP（改定値）が 11 月 12 日の速報から変わらずの前期比 0.4%（年率 1.5%）となり、4～6 月期の前期比 1.0%（年率 4.0%）から再び緩慢な成長ペースへ鈍化したことが改めて確認された。

今回新たに公表された需要項目毎の内訳を見ると、成長率鈍化の主因は、①輸出が中東欧、中南米向けの素材製品や米国、中国向けの自動車を中心に減速したこと（4～6 月期：前期比 4.3%→7～9 月期：同 1.9%）、②固定資産投資の増勢が、主に建設投資の縮小により一服したこと（1.7%→0.03%）、③在庫投資がペースダウンしたこと（前期比寄与度 0.4%Pt→0.03%Pt）の 3 点である。

しかし、①輸入（4.2%→1.7%）も、ロシアやアフリカ、米国からの鉱物性燃料、金属、素材製品を中心に伸び率が低下したため、成長率に対する純輸出の寄与度が 0.1%Pt と 4～6 月期並みを確保できたこと、②個人消費が前期比 0.3%と、昨年 10～12 月期から今年 4～6 月期にかけての平均ペースと同率で拡大したこと、③政府消費（0.1%→0.4%）がドイツやフランスを中心に小幅ながらも増勢を強めたことにより、一定の成長は確保された。

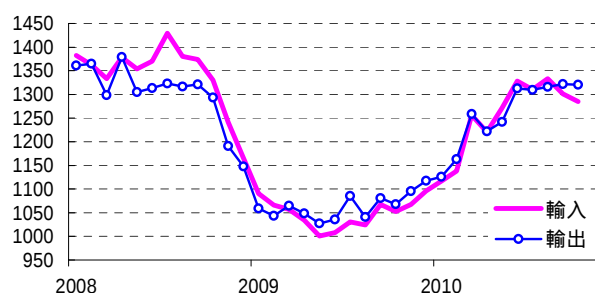
ユーロ圏の実質 GDP（%、季節調整値前期比）



なお、在庫投資の成長寄与度は低下したものの、企業の在庫復元が概ね一巡したと見られる中で、プラス圏にとどまったことは意外であった。しかし、在庫投資の系列はデータの制約から「資本形成から固定資産投資を控除した残差」で把握せざるを得ないため、厳密には統計上の誤差などを含み、また「ユーロ圏全体での値」と「加盟 16 ヶ国の合計値」が完全に一致することもない。さらに、GDP 改訂の度に大幅な修正が加えられやすい。現時点で未公表のアイルランドとルクセンブルグを除いた 14 ヶ国の在庫投資の成長寄与度を加重平均すると、4～6 月期の 0.5%Pt から 7～9 月期は▲0.14%Pt とマイナスに転じることを勘案すると、ユーロ圏全体の 7～9 月期の在庫投資は下方修正含みと言える。

10 月以降の主な経済指標の動きを見ると、輸出(ユーロ圏外向け、通関ベース)は、10 月に前月比▲0.1%、7～9 月期平均比 0.4%となり、減速感が一段と強まっている。内訳を見ると、米国や中国向けの自動車再び増勢を強めている一方で、中東欧や中南米向けの素材製品は減少に転じている。もっとも、10 月の輸入(ユーロ圏内取引を除く、通関ベース)が、中国からの電子機器(コンピュータや携帯電話など)やアフリカからの鉱物性燃料を中心に前月比▲1.3%、7～9 月期平均比▲2.3%と減少したことから、貿易収支はむしろ足元で黒字幅を広げている。このため、ユーロ圏の貿易活動は低調ながら、10～12 月期の成長率に対する純輸出の寄与度は 7～9 月期よりも高まる可能性がある。

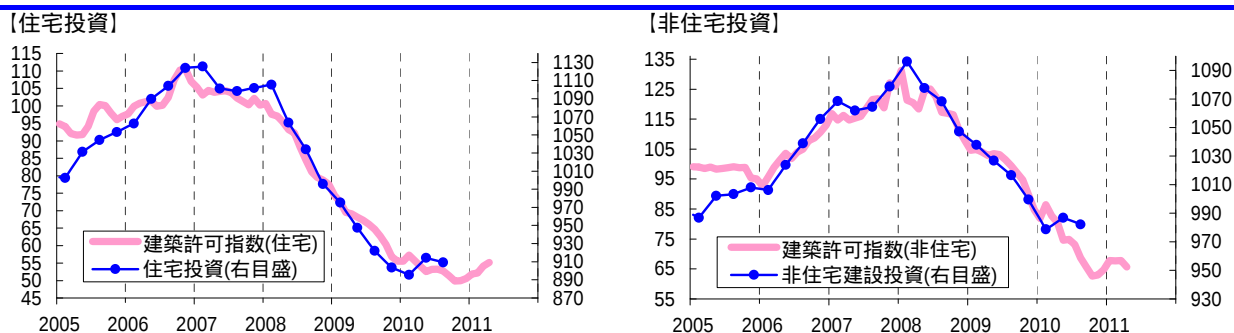
輸出入の推移(対ユーロ圏外、通関ベース、億ユーロ、季節調整値)



(出所) Eurostat

固定資産投資のうち、建設投資は 10 月に前月比横這い、7～9 月期平均比▲1.2%と減少傾向が続いている。先行指標である建築許可指数の動きを見ても、10～12 月期は住宅投資、非住宅投資ともに減少が見込まれ、特に非住宅投資は目先減少ペースが加速する可能性が高い¹。一方、機械設備投資については、一致指標であるユーロ圏各国の自国内向け資本財販売(実質)が 10 月に前月比 4.8%、7～9 月期平均比 3.3%と急増した。特にドイツが前月比 9.1%、7～9 月期平均比 7.9%となり、全体を牽引した。しかし、先行指標の中で最も速報性があるドイツの資本財受注(内需、実質)には足元で加速感が見られない。従って、

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。

¹ なお、建築許可指数の動きによれば、住宅投資は 2011 年入りに下げ止まる可能性がある。しかし、失業率の高止まりや、スペインなどで住宅の過剰ストック調整圧力が依然大きいことなどを踏まえると、住宅投資がそのまま回復基調に転じるとは考え難い。また、非住宅投資の底入れ時期は依然不透明であることから、建設投資は 2011 年も低調が持続すると予想される。

10月の資本財販売の急増は一時的で、11月に反動減が出る可能性が高いと判断される。また、10～12月期で均した機械設備投資の増勢は、今年1～3月期から7～9月期にかけての平均的な伸び（前期比1.3%）とほぼ同程度にとどまり、建設投資の落ち込みをカバーできるほどの強さにはならないと見込まれる。

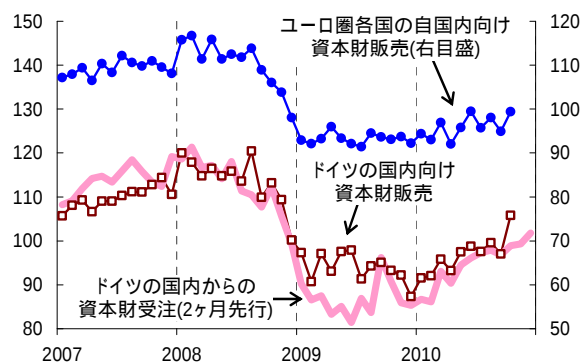
個人消費関連では、10月の小売販売（実質、除く自動車）が前月比0.5%、7～9月期平均比0.4%と回復傾向が持続している。また、10～11月の乗用車販売台数が、ドイツでの需要持ち直しを主因に7～9月期平均比2.9%（当社試算）となり、10～12月期は5四半期振りに前期比プラスとなる可能性が高まっている。もっとも、失業率が今年4月に10.0%となり、10月には10.1%へ小幅上昇するなど、雇用情勢の改善が見られない中、個人消費にユーロ圏景気全体を牽引するほどの力強さは出ていない。また、ドイツやフランスの消費が拡大基調を辿る一方、スペインでは雇用情勢の厳しさに加えて7月の付加価値税率引き上げの影響が尾を引いて軟調が続くなど、国毎でまだら模様が見られる。

在庫投資については、ユーロ圏製造業の在庫DI（過剰－不足、欧州委員会調べ）が6月以降、「過不足なし」を意味するゼロ近辺（0.0～0.7Pt）で安定的に推移しており、11月も0.0Ptとなった。こうした中で、10～12月期の成長率に対する在庫投資の寄与度が4四半期連続でプラスとなる可能性は低い。

そして、このような需要動向の中、10月のユーロ圏鉱工業生産は前月比0.7%、7～9月期平均比0.5%と、7～9月期の前期比0.8%を若干下回る緩慢な伸びとなっている²。

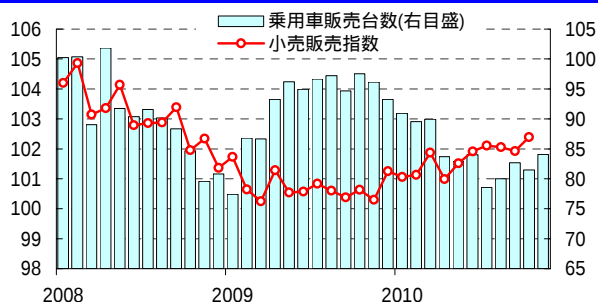
以上に基つけば、ユーロ圏の10～12月期成長率は、個人消費の増加や純輸出のプラス寄与により、6四半期連続のプラスとなる見込みであるものの、建設投資の減少により7～9月期と同様に緩慢な伸びにとどまる可能性が高いと判断される。また、「各国の緊縮財政の影響が一段と強まる中で、2011～2012年の成長率はいずれも1%前後の低成長にとどまる」との当社の予想を少なくとも上方修正する必要はないと考えられる。

ユーロ圏における機械設備投資関連指標の推移
(実質、2005年=100、季節調整値)



(資料) Eurostat

小売関連指標の推移 (2005年=100、万台、季節調整値)



(出所) Eurostat、ACEA(欧州自動車工業会)

(注) 乗用車販売台数の季節調整値は当社試算。

² 今年1～3月期と4～6月期の前期比伸び率は、いずれも2.3%であった。