

# Economic Monitor

## ユーロ圏経済は当面減速へ（改訂経済見通し） ～ 財政再建による景気下押し圧力が強まるのはこれから～

1～3月期は前期比0.8%の高成長となったが、固定資産投資や政府消費の一時的な上振れが寄与している。各国による財政再建の影響が本格化する的是これからであり、成長率は4～6月期に大幅減速、その後も力強さに欠ける展開が見込まれる。この結果、2011年通年の成長率はほぼ前年並みの1.6%となるが、2012年は1.2%に鈍化すると予想される。ECBの金融政策については、インフレ率が2%台後半で推移する中で、エネルギー価格の高騰が製品価格や賃金の引き上げにつながる可能性を抑えるために、今年7月と10～12月期中に追加利上げを行う見通しである。しかし、2012年は、実体経済面からのインフレ圧力が引き続き強まり難いことに加え、エネルギー価格によるインフレ率押し上げが一巡するため、利上げペースは減速しよう。

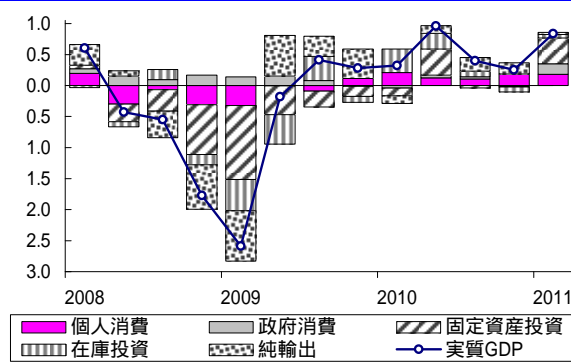
6月8日に発表されたユーロ圏の1～3月期成長率は前期比0.8%（年率3.4%）と、昨年10～12月期の同0.3%（年率1.0%）から加速した。国毎に見ると、圏内1、2位の経済規模であるドイツ（昨年10～12月期0.4%、1～3月期1.5%）とフランス（0.3%、1.0%）の成長率が高まり全体を牽引した。加えて、昨年中、圏内で唯一4四半期連続のマイナス成長となったギリシャ（▲2.8%、0.8%）がプラスに転じたことも成長率の加速に寄与した<sup>1</sup>。また、ギリシャ以外で財政再建を進めている国では、スペイン（0.2%、0.3%）が僅かに上昇した一方、ポルトガル（▲0.5%、▲0.6%）が2四半期連続のマイナス成長となった。アイルランドの成長率は未公表である。

需要項目毎の内訳を見ると、成長ペースの加速は固定資産投資と政府消費がプラスに転じたことが主因である。固定資産投資（10～12月期▲0.04%、1～3月期2.1%）の増加には、設備稼働率の回復が続く中で、機械設備投資の伸びがドイツ（2.2%、4.0%）やフランス（1.9%、2.6%）を中心に強まったほか、ドイツの建設投資（▲2.6%、6.2%）が寒波に伴う前期の落ち込みの反動も加わって急増したことが寄与した。ただし、ドイツ以外の国々の建設投資は総じて低調が続いた。

また、政府消費（10～12月期▲0.1%、1～3月期0.8%）の増加は、ドイツ（▲0.2%、1.3%）、スペイン（▲0.7%、1.4%）、イタリア（▲0.6%、0.6%）の3ヶ国でプラスに転じたためであり、景気テコ入れを目的に大規模な財政出動が行われた2009年4～6月期（0.8%）並みの高い伸びとなった。しかし、後述の通り、ユーロ圏各国で2011年に財政収支の改善ペースを加速させる計画が示されている中で、このような政府消費の高い伸びは一時的なものと考えられる。

<sup>1</sup> ただしギリシャは、ユーロ圏成長率が発表された翌日の6月9日、1～3月期の成長率を前期比0.2%に下方修正した。今回の下方修正によるユーロ圏成長率への影響は前期比で▲0.01%Ptにとどまるが、同国統計の精度の低さを勘案すると、今後さらに下方修正される可能性がある。

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整値前期比）



(出所) Eurostat

個人消費（10～12月期 0.3%、1～3月期 0.3%）や輸出（1.7%、1.8%）は、いずれも前期並みの増勢を維持した。ただし、輸入（1.3%、1.9%）の伸びが強まったことから、1～3月期の GDP 成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の成長寄与度は 0.03%Pt と、10～12月期の 0.2%Pt から低下した。なお、国別に品目毎の内訳が確認できる 2 月までの状況を見ると、輸出では中近東向けの航空機や中国向けの自動車が、輸入では ASEAN や中東欧などからの生産財（素材製品や電子部品など）が堅調に拡大した。

こうした 1～3 月期の状況も踏まえて、今後のユーロ圏景気を展望すると、当面の成長ペースの減速は不可避と見られる。具体的な理由は以下の通りである。

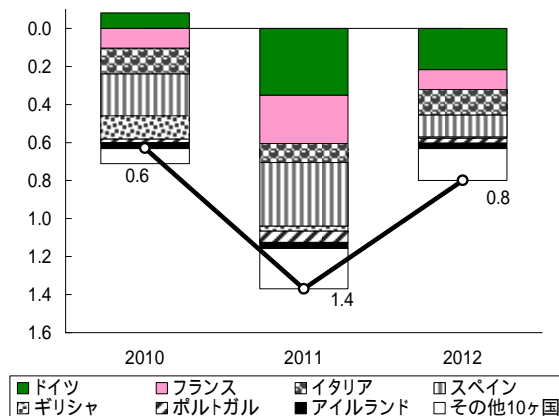
最大の要因は、各国の緊縮財政に伴う政府支出の抑制や増税などの影響が広がることである。欧州委員会によれば、2010 年はスペイン、ギリシャ、イタリアを中心にユーロ圏全体で GDP 比 0.6%相当の財政収支の改善が図られたが、2011 年以降は、財政状況が比較的健全なドイツも赤字縮小に取り組むことなどから、財政収支の改善幅は 2011 年に GDP 比 1.4%へ広がり、2012 年も同 0.8%の改善を図る計画となっている。これが実行されれば、2010 年から内需に対する財政面からの逆風は次第に強まることになる。そのため、1～3 月期に前期比プラスとなった政府消費は、4～6 月期以降大幅な反動減が生じると予想される。

加えて、個人消費の増勢が弱まる可能性が高い。個人消費は 2009 年 10～12 月期以降、平均で前期比 0.3%の伸びを維持しているが、この間、実質可処分所得は前年割れが続いている。つまり、消費の増加は平均消費性向の上昇によってもたらされている。しかし、平均消費性向は 1～3 月期時点で 87.0%(当社試算)と 2001 年 4～6 月期以来の水準まで上昇しており、家計マインドの改善に一服感<sup>2</sup>が出ている中で、先行き消費性向の一段の上昇は見込み難い状況になっている。加えて、物価上昇の持続や緊縮財政に伴う増税強化及び公務員給与の削減が見込まれる中では、実質可処分所得が早期に下げ止まる可能性も低いため、先行きの個人消費は伸び悩むと予想される。

さらに、固定資産投資も 1～3 月期の大幅増からの増勢鈍化は避けられない。4 月の設備稼働率（鉱工業）はユーロ圏全体で 81.3%と、前回の投資拡大局面の初期にあたる 2005 年の平均 81.7%に近い水準まで上

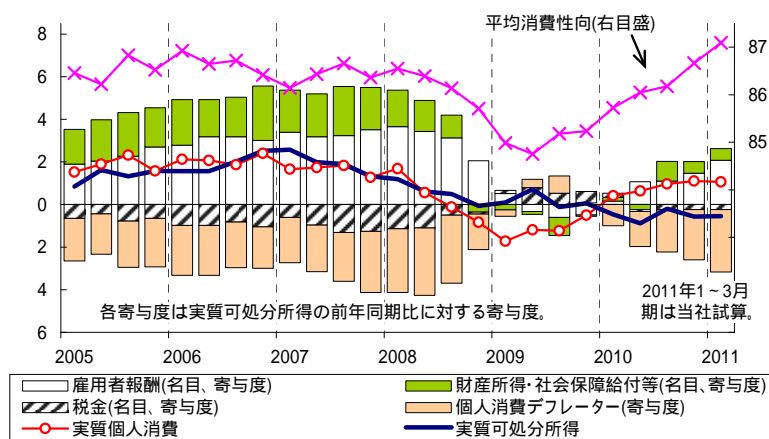
<sup>2</sup> ユーロ圏の消費者信頼感指数は、2009 年 3 月の▲34 から昨年 11 月には▲9 まで改善した。しかし、昨年 12 月から今年 5 月にかけて、▲12 から▲10 の範囲で一進一退となっている。

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) 欧州委員会「欧州経済見通し」(2011年5月)  
(注) 欧州委員会による5月時点の各国財政収支見通しを、2010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。

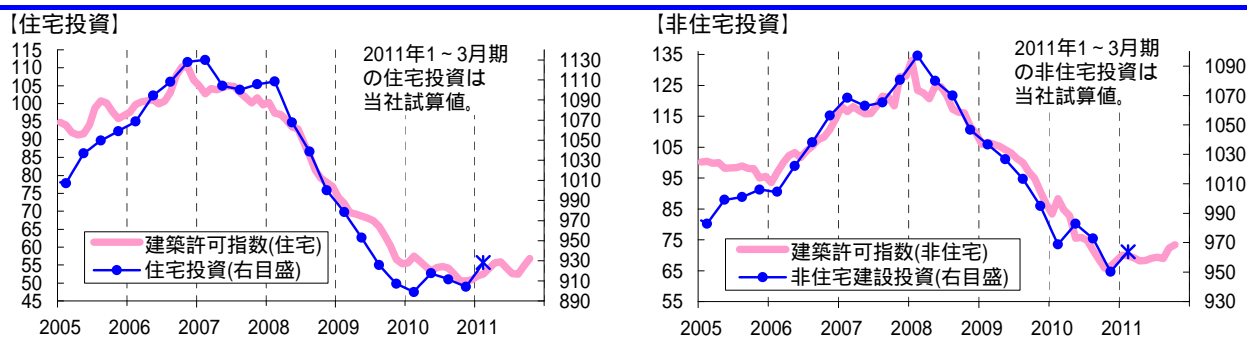
ユーロ圏家計の可処分所得と消費(前年同期比、%)



(資料) Eurostat  
(注) 平均消費性向 = 名目個人消費 ÷ 名目可処分所得

昇している。ただし、国毎に見ると稼働率の水準にはバラつきがあり、ドイツでは **86.8%**と 2005 年の平均 **84.0%**を上回る一方、フランス (4 月 **81.9%**／2005 年平均 **84.3%**)、イタリア (**74.3%**／**75.6%**)、スペイン (**74.7%**／**80.3%**) は、依然として 2005 年平均を下回る状況にある。すなわち、稼働率から見る限り、ドイツ以外の国では設備投資が拡大局面を迎えているとは言い難い。また、建設投資の先行指標である建築許可指数の動きは、少なくとも今年 4～6 月期から 10～12 月期にかけて、ユーロ圏の建設投資が住宅、非住宅ともに概ね横這い状態となり、固定資産投資の伸びを抑制する可能性を示唆している。

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。

一方、輸出については、新興国を中心としたユーロ圏外景気の拡大を背景に増加基調が続くと見込まれる。ただし、ユーロ高の影響や、昨年生じた世界的な在庫復元に伴う輸出押し上げ効果が一巡していることを勘案すれば、輸出の増加ペースが加速する展開は当面期待し難い。一般的に輸出に対する為替相場変動の影響は一定期間のラグを伴って顕在化するが、ユーロ相場 (対ドル) は、2010 年平均の 1 ユーロ = 1.33 ドルに対し 6 月半ばには 1.45 ドル前後まで上昇している。さらに、欧州中銀 (ECB) が来月にも追加利上げを行うと見込まれること (詳細は後述) から、ユーロ相場は高値圏で推移し、輸出の増加を抑制することとなろう。

以上より当社は、ユーロ圏の成長率が 4～6 月期に前期比でゼロ近くまで減速し、その後も内需の低迷により力強さに欠ける展開を見込む。ただし、2011 年通年の成長率は、1～3 月期の高成長により押し上げられるため、1.6%とほぼ前年 (1.7%) 並みになる。

この予想は当社の従来予想 (1.3%) から 0.3Pt 上方修正しているが、1～3 月期の内需の伸びが予想以上に高かったためであり、景気の先行きに関する基本的な見方は変わ

っていない。また、2012 年通年は 1.2%成長と当社の従来予想 (1.3%) から小幅に下方修正しているが、これは主に個人消費の低迷が従来の想定以上に長引くとの見方を新たに反映させたことによる。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2008	2009	2010	2011	2012
	実績	実績	実績	予想	予想
実質 GDP	0.3	▲4.1	1.7	1.6	1.2
個人消費	0.3	▲1.2	0.8	0.9	0.7
固定資産投資	▲0.8	▲11.8	▲0.8	2.9	1.6
在庫投資 (寄与度)	(▲0.2)	(▲0.7)	(0.6)	(0.0)	(0.0)
政府消費	2.2	2.4	0.5	▲0.1	▲0.1
純輸出 (寄与度)	(0.1)	(▲0.8)	(0.8)	(0.5)	(0.5)
輸出	0.9	▲13.1	11.2	6.8	7.3
輸入	0.8	▲11.8	9.5	6.0	6.5

(出所) Eurostat



金融政策については、ECBが6月9日の理事会で政策金利1.25%の据え置きを決めたが、トリシェ総裁は理事会後の定例会見で「物価上昇リスクへの強い警戒 (strong vigilance) が正当化される」と発言した。トリシェ総裁は従来、この言葉を利上げの直前予告サインとしており、ECBが7月の次回理事会で4月に次ぐ利上げに踏み切る可能性は高い。

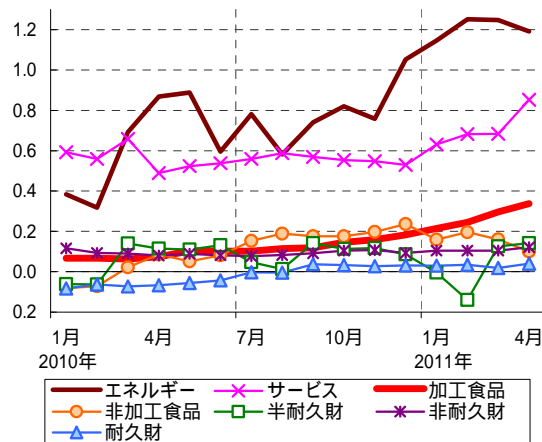
ECBが追加利上げに踏み切ろうとしている背景には、インフレ率がECBの政策目標である「2%未満」を明確に上回る状態が暫く続くとの見方を一段と強めたことがある。ユーロ圏のインフレ率は、昨年12月に前年同月比で2%台に乗せた後、4月にかけて2.8%まで上昇し、5月も2.7%と高止まっている。品目毎の内訳は現時点で4月分までしか入手できないが、4月は、エネルギー価格がインフレ率を1.2%Pt押し上げたことに加え、加工食品やサービスの価格が騰勢を強めたことがインフレ率の上昇要因となった。このうち、サービス価格の騰勢の強まりについては、月毎の振れの大きいパック旅行が、前年同月における下振れの反動により3月の▲1.4%から6.8%のプラスに転じたことが寄与しており、一時的な動きである可能性が高い。一方、加工食品については、2009年10月をボトムとして徐々に騰勢を強めており、これまでの商品市況の高騰が製品価格に転嫁されている可能性が窺える。

そして、ユーロ圏のエネルギー価格との連動性が高い北海ブレント原油先物価格は、一本調子での上昇に歯止めがかかり始めたものの、依然として110ドル/バレル台で推移し、前年同期比で約4割の伸びを維持している。仮に北海ブレント価格が今後も110ドル台で推移し続ける場合、前年同月比の上昇率は少なくとも今年11月までは3割以上の伸びを維持することになる。これは、ユーロ相場が一段と上昇しない限り、この間のエネルギー価格が前年同月比で二桁の伸びを続け、インフレ率を1.0%Pt超押し上げ続ける可能性が高いことを示唆する。

以上の状況下、ECBは9日に公表した改訂経済見通しの中で、北海ブレント価格の2011年平均(1バレル当たり)の想定を3月時点の101.3ドルから111.1ドルへと上方修正した上で、2011年のインフレ率予想を3月時点の2.0~2.6%から2.5~2.7%へと修正、インフレ率が当面高止まるとの見方を明確にした<sup>3</sup>。

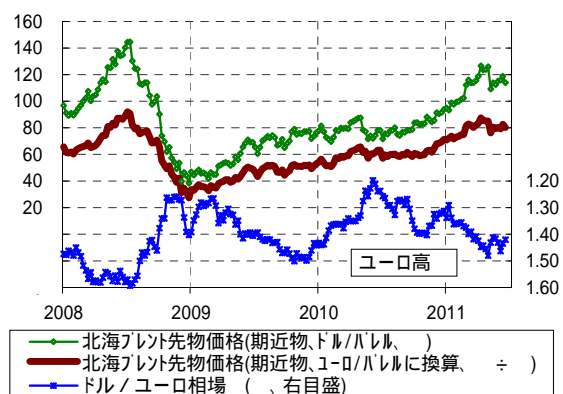
そしてECBは、今回示した予想を援用しながら、エネルギー価格の高騰が製品価格や賃金の引き上げに

ユーロ圏インフレ率に対する各品目の寄与度  
(前年同月比、%Pt)



(資料) Eurostat (注) 非耐久財は食品・エネルギーを除く。

北海ブレント原油先物価格とドル/ユーロ相場



(出所) Bloomberg (注) 直近値は2011年6月16日。

<sup>3</sup> なお、ECBは2012年について、北海ブレント価格の年間平均が108.0ドルと前年の111.1ドルから下落することを想定(3月時点では102.4ドルと前年の101.3ドルから上昇することを想定)しながらも、インフレ率予想は1.1~2.3%と、3月時点の予想(1.0~2.4%)を概ね維持した。また、併せて示した成長率予想は2011年1.5~2.3%(3月時点1.3~2.1%)、2012年0.6~2.8%(3月時点0.8~2.8%)と、2011年のレンジを0.2%Pt上方修正したが、先行きの不確実性の高さを勘案して引き続き幅広いレンジで示している。

つながる可能性を抑える必要があるとの認識を一層強調し、追加利上げへの準備を始めたと見られる。また ECB は、追加利上げがユーロの高水準維持に作用すれば、エネルギーの輸入価格の騰勢を抑えることにもつながると期待していると考えられる。

先行きを展望すると、インフレ率が少なくとも今秋にかけ、ECB の予想通り 2%台半ばから後半で推移すると見込まれることから、ECB は、景気動向に配慮しつつも、エネルギー価格の高騰が他の製品価格や賃金を押し上げる可能性を抑えるために今年 10～12 月期中にさらに 1 回、0.25%Pt の追加利上げを行うと予想される。

しかし、その後の利上げペースは減速する可能性が高い。理由としてはまず、実体経済面からのインフレ圧力の強まりを理由に ECB が利上げを行う状況には引き続きなり難いことが挙げられる。先述の通り、ユーロ圏の経済成長率は 2011 年 (1.6%)、2012 年 (1.2%) とともに年 1%程度と見られる潜在成長率を上回るものの、2010 年時点で GDP 比▲3～▲4%と推定される需給ギャップを少々縮める程度にとどまると予想されるからである。加えて、原油価格がさらに上昇しない限り、2012 年のインフレ率は低下していく可能性が高いことも、ECB の利上げペースにブレーキを掛けると見られる。以上より、当社は、ECB による 2012 年中の利上げは精々 1 回にとどまると予想している。

ソブリン問題については、依然としてギリシャへの資金繰り問題を巡る不透明感が燻っている。まず、ギリシャ国内では、7 月初に EU と IMF から第 5 回融資(120 億ユーロ)を受けるための条件となっている、新中期財政再建策の法案成立に不透明感が残っており、7 月半ばの国債償還が頓挫するリスクを払拭できずにいる。パンドレウ首相は野党に対し、自身の辞任と大連立政権の樹立を引き換えに同法案への同意を求めたが、野党側が EU・IMF と融資の前提条件について再交渉することを要求したため、首相は大連立構想を撤回、法案成立の見込みが立たなくなっている。加えて、複数の労働組合が全国ストを実施しているほか、首都アテネでは法案反対デモの一部参加者が暴徒化するなどの騒ぎが起きている模様であり、混乱が広がっている。

そして、国外では、追加支援策におけるギリシャ国債の民間保有者のコスト負担を巡り、ドイツ及びオランダと、その他の EU 諸国及び ECB との間で見解が分かれ、協議が難航している模様である。具体的には、ドイツが「金融機関、年金基金、保険会社が国債の交換に応じ、ギリシャの債務返済期限を 7 年延長すること」を提案し、オランダが同案への支持を表明している。これに対し ECB やフランスなどは、「そうした条件変更は格付け会社が債務不履行(デフォルト)と見做す可能性が高く、金融市場の混乱を招く」と反論し、満期償還時に好条件を提示して自発的な再投資(ロールオーバー)を促す手法を提唱している。このため、6 月 20 日のユーロ圏財務相会合での合意形成が困難な情勢となっており、7 月中旬にずれ込むとの見方も出てきている。

なお、欧州の主要銀行 91 行を対象としたストレステスト(健全性検査)の結果公表は、当初予定した 6 月下旬から 7 月以降へ延期されることになった。テストの過程で一部の銀行にデータの再提出を求めたことや、自己資本の定義や有価証券の分類に関する国毎の違いを調整するのに難航していることが理由とされている。