

# Economic Monitor

## ユーロ圏経済の混迷は長期化（改訂経済見通し）

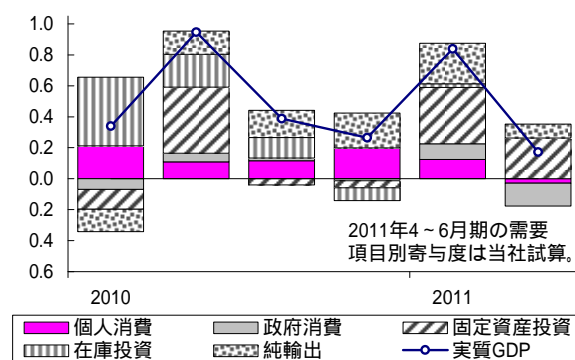
4～6月期の成長率は前期比0.2%と、個人消費や政府消費の減少と輸出の伸び悩みを主因に1～3月期の同0.8%から減速した。2011年後半以降も、緊縮財政の影響拡大、主要輸出先である米国や中東欧・ロシアの景気減速、家計・企業の支出意欲の減退により、低成長が長引く可能性が高い。当社は、2011年の成長率がほぼ前年並みの1.6%となるが、2012年は1.1%に鈍化し、2013年も1%台の成長が続くと予想する。一方、ECBの追加利上げ時期はかなり遠退いたと見られる。そもそも低成長によりエネルギー以外の価格上昇圧力が強まり難い中で原油価格が下落していること、ECBがスペインとイタリアの国債買い入れを開始し財政再建へのコミットメントを強める中、金融政策で従来以上に景気情勢へ配慮していく可能性が出てきたこと、が理由である。

8月16日に発表されたユーロ圏の4～6月期実質成長率は前期比0.2%（年率0.7%）と、1～3月期の同0.8%（年率3.4%）から減速した。国毎に見ると、圏内1位の経済規模であるドイツ（1～3月期前期比1.3% 4～6月期0.1%）と2位のフランス（0.9% 0.0%）、5位のオランダ（0.8% 0.1%）の成長率が大幅に低下して全体の足を引っ張った。そして、3位のイタリア（0.1%→0.3%）、4位のスペイン（0.3%→0.2%）も1～3月期に続いて低成長に留まった。一方、ユーロ圏GDPに占める割合が2～4%弱程度の中堅国のうち、ベルギー（6位、1.0%→0.7%）、オーストリア（7位、0.8%→1.0%）、フィンランド（9位、0.4%→1.2%）が堅調な景気拡大を続けた。また、EUとIMFの金融支援を受けている国々の中では、ポルトガル（▲0.6%→0.0%）が3四半期ぶりにマイナス成長を回避したものの、ゼロ成長に留まった。ギリシャやアイルランドの成長率は未発表である。

需要項目毎の内訳は未発表（9月6日発表予定）であるが、各種経済指標の動きに基づけば、4～6月期の成長減速には個人消費の減少と輸出の伸び悩みが大きく影響したと考えられる。また、1～3月期に高い伸びとなった政府消費も4～6月期には前期比で減少に転じ、成長率を押し下げた可能性が高い。具体的には以下の通りである。

まず、個人消費は、1～3月期の前期比0.2%から4～6月期には小幅減少となった模様である。関連指標の動きを見ると、4～6月期の小売販売（実質、除く自動車）は前期比▲0.3%と、昨年7～9月期をピークとした減少傾向が続き、4～6月期の乗用車販売台数も前期比▲4.4%（当社試算の季節調整値）と、1～3月期の同1.5%からマイナスに転じた。ユーロ圏では2010年以降、物価上昇や財政悪化国での増税に伴い、家計の実質可処分所得が減少しているにもかかわらず、消費が増加し続けていた。しかし、平均消費性向が1～3月期時点で87.5%と2001年4～6月期以来の水準まで上昇したことが示す通り、こうした状況は持続不可能であり、足元で家計が支出を抑制し始めた可能性が高い。

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整値前期比）



(出所) Eurostat

また、政府消費も前期比マイナスになったと見られる。1～3月期には前期比0.5%と、景気テコ入れを目的とした大規模な財政出動が行われた2009年4～6月期以来の高い伸びとなった。特にドイツ（前期比1.3%）やスペイン（1.4%）が全体を牽引した。しかし、各国が2011年に財政収支の改善ペースを加速させる計画を示している中で、1～3月期の大幅増は合理的ではなく、4～6月期には反動が生じた可能性が高い。

そして、輸出は8四半期連続で前期比プラスとなったものの、その伸びは1～3月期の1.9%<sup>1</sup>から鈍化し、今回の輸出拡大局面の中で最も低い1%程度に留まった見込みである。通関額ベースでは、4～6月期は米国向けが素材製品を中心に、中国向けが自動車や産業機械を中心に、いずれも減少に転じ、輸出全体の伸びを抑制した。また、アフリカ向けも機械類を中心に減少した。

しかし、輸入の伸びも1～3月期の1.4%から4～6月期には1%弱まで低下したと見られる。短期的な振れが大きいASEANからの生産財（素材製品や電子部品など）が4～6月期には減少したこと、1～3月期にかけて増加傾向にあったリビアからの原油輸入が現地情勢の悪化によりストップしたこと、1～3月期に急増したロシアからの原油・天然ガス輸入が反動により減少に転じたことが主因である。このため、4～6月期の成長率に対する純輸出（輸出 - 輸入）の寄与度は0.1%Pt程度のプラスを確保した見込みである。

また、固定資産投資は、約6割を占める建設投資の伸びが大幅に鈍化したが、残りの4割を占める機械設備投資の好調に支えられ、固定資産投資全体では1～3月期の前期比1.9%に続き、4～6月期も1.5%前後の伸びを確保した模様である。建設投資の一致指標である建設活動指数は、1～3月期に前期比1.4%となった後、4～6月期は0.2%にとどまった。1～3月期にはドイツとフランスで寒波に伴う昨冬の落ち込みの反動が生じて全体を押し上げたが、4～6月期にはその影響が一巡した。一方、機械設備投資の一致指標である資本財販売（実質、自国内向け、17ヶ国合計）は、1～3月期に前期比1.7%となった後、4～5月平均は1～3月平均を4.9%上回り、好調が続いている。

こうした現状も踏まえユーロ圏景気の先行きを展望すると、4～6月期と同程度の低成長が当面続くと見込まれる。最大の要因は、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。欧州委員会は5月、各国の財政健全化策により、ユーロ圏全体の財政収支対GDP比が2010年の▲6.0%から2011年には▲4.3%、2012年には▲3.5%へと改善するとの見通しを発表した。さらに、ギリシャが2011年からの5年間で総額280億ユーロ（年平均56億ユーロ、GDP比2.4%）の追加的な財政支出削減を決定し、イタリアが財政収支を均衡させる目標年を2014年から2013年へ前倒しするなど、新たな動きも出ているため、ユーロ圏の内需に対する財政面からの逆風は5月時点の想定以上に強まりそうである。

加えて、個人消費の低迷長期化も予想される。緊縮財政に伴う増税強化や公務員給与の削減が見込まれる上、家計マインドの改善に一服感<sup>2</sup>が出ている中で、消費性向の頭打ちが続く可能性が高いためである。

<sup>1</sup> 実質ベースの伸び率で、ユーロ圏加盟国間の取引を含む。

<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7月にかけて、▲12から▲10の範囲で一進一退となっている。

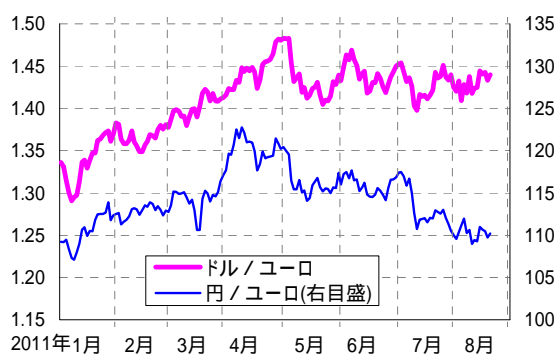
さらに、輸出については、世界景気の緩やかな拡大やユーロ圏を背景とした増加基調は崩れないとしても、当面は主要輸出先である米国や中東欧、ロシアの景気減速に伴い、伸び率の鈍化傾向が続くと予想される。

そして、固定資産投資も 2011 年前半からの増勢鈍化が見込まれる。鉱工業の設備稼働率は、4 月には 81.6%と前回の投資拡大局面の初期にあたる 2005 年の平均 (81.7%) に匹敵する水準まで回復したが、7 月には 80.9%と 2 年振りに低下した。国毎に見ると、ドイツ (4 月 86.8%→7 月 86.7%) はほぼ横這いとなり、2005 年の平均 84.0%を引き続き上回った一方、フランス (4 月 84.5%→7 月 83.9%、2005 年平均 84.3%) は再び 2005 年平均を下回った。また、イタリア (4 月 74.3%→7 月 72.1%、2005 年平均 75.6%) とスペイン (74.7%→72.6%、80.3%) は、2005 年平均を下回る状況の中で低下に転じた。すなわち、稼働率から見る限り、ドイツを除く主要国の設備投資は 2011 年後半以降減少し、固定資産投資の伸びを抑制する可能性が高い。

以上の状況は、ユーロ圏経済に対する当社のこれまでの見方に概ね沿った動きと言える。このため当社は、2011 年のユーロ圏経済が年終盤にかけ減速するものの、1~3 月期の高成長によって通年の成長率はほぼ前年 (1.7%) 並みの 1.6%になるとの予想を維持する。2012 年については、年間を通じて緩慢な成長が続くとの基本的な見方に変更はないが、ソブリン問題の收拾がつかない中で一部の国で財政緊縮を強化する動きが新たに出ていることなどを勘案し、前回予想の 1.2%から 1.1%へと小幅に下方修正する。そして 2013 年も、各国による財政健全化が続く中で 1%台の成長が続くと予想する。

一方、欧州中銀 (ECB) の金融政策についてはこれまで、エネルギー価格の高い伸びによって当面のインフレ率が 2%台後半で高止まるため、2011 年 10~12 月期中に 0.25%Pt の追加利上げを行うと予想してきた。しかし、そもそも実体経済の緩慢な成長により、エネルギー以外の価格上昇圧力は強まり難い状況が長期化すると見込まれる下で、以下の二つの情勢変化が生じたことから、ECB の追加利上げはかなり先にならずに済みそうである。一つは、8 月に入ってから、米国の国債価格下げや景気減速などに伴う投資家のリスク回避姿勢の強まりを背景に原油価格が下落しており、これにより先行きのエネルギー価格の伸びが鈍化し、インフレ率を押し下げる可能性が出てきたことである。もう一つは、ソブリン問題がスペインとイタリアにも飛び火する中で、ECB が 8 月より両国を対象とした国債買い入れを開始したことである。この行動は、ユーロ圏内で第 3、第 4 の経済規模である両国の財政再建へのコミットメントを強めたことを意味し、ひいては今後の政策金利の操作に際し、物価安定を最優先する姿勢から、各国の歳入を左右する

ユーロ相場推移 (ドル/ユーロ、円/ユーロ)



(出所) Bloomberg (注) 直近値は8月19日。

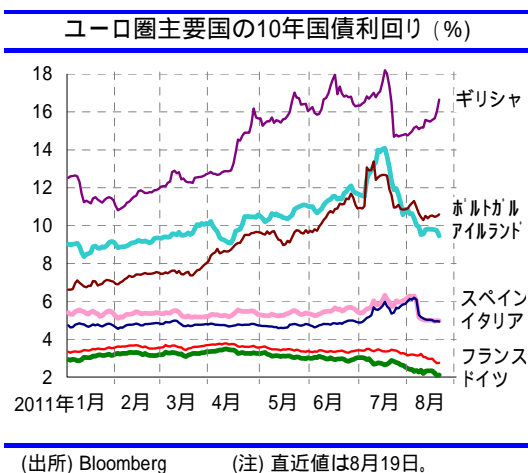
ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2009	2010	2011	2012	2013
	実績	実績	予想	予想	予想
実質 GDP	▲4.1	1.7	1.6	1.1	1.6
個人消費	▲1.2	0.8	0.7	0.6	0.8
固定資産投資	▲11.8	▲0.8	3.4	1.6	2.3
在庫投資 (寄与度)	(▲0.7)	(0.6)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
政府消費	2.4	0.5	▲0.4	▲0.4	0.1
純輸出 (寄与度)	(▲0.8)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.7)
輸出	▲13.1	11.2	6.8	5.7	8.0
輸入	▲11.8	9.5	5.4	5.0	7.0

(出所) Eurostat

景気情勢にも従来以上の配慮を行う方向へ、軸足をシフトさせる可能性が出てきたことを示唆する。以上を踏まえ当社は、ECBの利上げ再開時期が2013年以降になると予想する。

ソブリン問題については、7月21日に緊急開催されたユーロ圏首脳会議で、ギリシャへの追加支援と、流通市場での国債購入などEFSF（欧州金融安定基金）の機能拡充が決まったこと<sup>3</sup>から、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの国債利回りが大幅に低下した。しかし、スペインやイタリアの国債利回りは8月初にかけても上昇を続けたため、上述の通り、ECBが買い入れに踏み切る事態となった。スペインについては、金融セクターの経営基盤の脆弱性や地方自治体の財政悪化が、いずれ中央政府の資金繰りに深刻なダメージを与えるとの見方が投資家の間で強まっている。また、イタリアについては、積極的な財政緊縮を主張する財務相と国内世論を意識する首相の閣内対立などから、財政健全化の遅れが懸念されている。ECBによる買い入れ開始を受けて、両国国債の利回りはひとまず頭打ちとなっているが、イタリアについては、10年国債利回りは8月後半に入ってから5.0%前後で推移し、依然として今年前半の平均4.76%を上回る水準となっている<sup>4</sup>。さらに、格付け会社S&Pによる米国債格下げを受けて、米国の次にAAA格を失うのはフランスではないかとの見方も一部で取り沙汰され始めた。背景には、財政赤字の対GDP比が2007年以降、イタリアを上回り続けていることがある（2010年は▲7.0%、イタリアは▲4.6%）。



現在のところフランスの国債利回り上昇にはつながっていないが、早期の懸念払拭を図りたいフランスのサルコジ大統領は8月16日、ドイツのメルケル首相をパリに招いて緊急首脳会談を開催した。そして、ユーロ圏の枠組みを維持、強化するために両国が足並みを揃える必要性を再確認した上で、①ユーロ圏での将来の財政統合を視野に、加盟国首脳による定期協議の場（「経済政府」）を設けること、②全加盟国に対し、2012年夏までに財政赤字や政府債務の削減ルールを法制化するよう求めること、③財政統合への試みとして、ドイツとフランスの法人税制を統一する可能性を探ること、④投機を規制するため、EUレベルでの金融取引税導入を各国に提案すること、で合意した。

今回の会談は、圏内1、2位の経済大国であるドイツとフランスが、将来のユーロ圏の財政統合や「ユーロ圏共同債」の導入に向けた具体的なプロセスの検討を始めたという点で、欧州統合の深化を中長期的に展望する観点からは大きな意味を持つ。ただし、ドイツやフランスの国内では「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」「共同債を導入した場合に資金調達コストが上昇しかねない」といった反対論も根強いこと、同様の理由から財政状況が比較的健全な一部の加盟国（例えばフィンランド、オランダなど）からの支持を直ちに得ることが難しいことなどから、今回の合意内容が先行き具体化されていくプロセスでは難航が見込まれる。こうした中で、欧州のソブリン問題がなお暫く金融市場の不安定要因となり続け、また、その政策対応においてECBによる緊急措置への依存度がさらに高まっていく可能性は高い。

<sup>3</sup> 詳細は7月26日付け Economic Monitor 「ギリシャ追加支援合意もソブリン問題解決への道は依然長い」を参照されたい。

<sup>4</sup> スペインの10年国債利回りもイタリアと同水準の5.0%前後となっているが、今年前半の平均値5.36%は下回っている。