

Economic Monitor

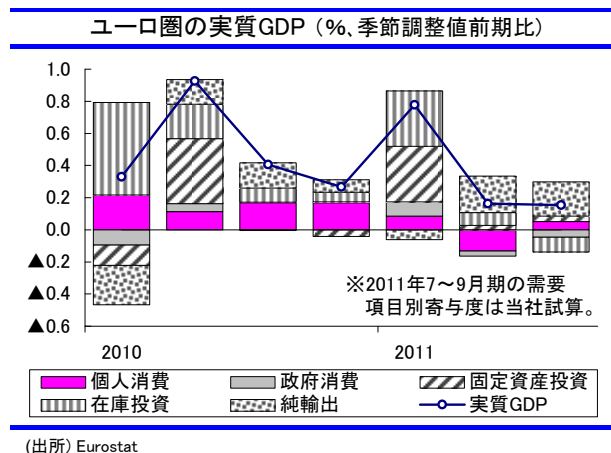
2012 年のユーロ圏経済はゼロ成長に（改訂見通し）

各国による財政引き締め、金融機関による融資基準の厳格化などにより、ユーロ圏の成長率は今年 10～12 月期から来年 1～3 月期にかけてマイナス成長となり、その後もゼロ近辺の成長率が続く可能性が高い。通年では 2011 年の 1.6%から 2012 年には 0.1%へと落ち込み、2013 年も 1%程度の成長にとどまると予想される。このような中で、ECB は今後も利下げを継続し、来春までには政策金利を過去最低の 1%未満とする見通しである。一方、ソブリン問題は、世界金融危機を回避するための「包括戦略」が打ち出されるなど一応前進はしているが、具体化のスピードは金融市場の動揺を鎮静化させるためには不十分である。今後も、ギリシャやイタリア、スペインの新政権の財政運営方針、EFSF 拡充策やギリシャ第 2 次支援の行方などで波乱リスクが燦る。

7～9 月期は 4～6 月期に続いて前期比 0.2%の低成長

11 月 15 日に発表されたユーロ圏の 7～9 月期実質成長率は前期比 0.2%（年率 0.6%）と、4～6 月期の同 0.2%（年率 0.7%）とほぼ同率の低い伸びにとどまった。国毎に見ると、圏内 1 位の経済規模であるドイツ（4～6 月期前期比 0.3%→7～9 月期 0.5%）が底堅さを維持したほか、2 位のフランス（▲0.1%→0.4%）が 4～6 月期のマイナス成長から再びプラスに転じ、全体の成長を下支えした。しかし、4 位のスペイン（0.2%→0.01%）がゼロ成長となったことや、5 位のオランダ（0.2%→▲0.3%）が 2009 年 4～6 月期以来のマイナス成長に転じた¹ことが足枷となった。なお、3 位のイタリアや、EU と IMF から金融支援を受けているギリシャ、アイルランド、ポルトガルの成長率は未発表である。

需要項目毎の内訳は未発表（12 月 6 日発表予定）であるが、各種経済指標に基づけば、4～6 月期に前期比減少となった個人消費が 7～9 月期には再び増加に転じ、成長率を押し上げたものの、一方で在庫投資が 9 四半期振りに減少したと見られる。また、固定資産投資や輸出の伸び悩み、さらには政府消費の減少が続いたことも、低成長から脱け出せない要因となった模様である。具体的には以下の通りである。



まず、個人消費は 4～6 月期の前期比▲0.2%から増加に転じた見込みである。関連指標の動きを見ると、7～9 月期の乗用車販売台数が前期比 0.9%（当社試算の季節調整値）と、4～6 月期の同▲4.9%からプラスに転じた。これは、フランスの新車購入促進策が昨年末に打ち切られた影響が一巡したことによる²。しかしながら、小売販売（実質、除く自動車）は、4～6 月期の前期比▲0.3%に続いて 7～9 月期も同▲0.01%となった。このため、7～9 月期の個人消費が前期比プラスになったとしても、その伸びは僅かであり、個人消費の基調が再び上向いたと言えるほどではない。

¹ 個人消費が 3 四半期連続で減少したほか、在庫投資が 4 四半期振りに減少となったことが主因である。

² フランスの成長率が 4～6 月期にマイナスとなり、7～9 月期にプラスへ転じたことにも大きく影響している。

また、固定資産投資は3四半期連続で前期比プラスとなったが、7～9月期の伸びは4～6月期の前期比0.1%を僅かに上回る程度となった見込みである。固定資産投資の約6割を占める建設投資の一致指標である建設活動指数は、4～6月期に前期比0.3%となった後、7～9月期には0.7%となった。しかしながら、残りの約4割を占める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）の7～9月期の伸びは、9月分が未公表のため確定できないが、4～6月期の前期比1.5%と同程度か、幾分下回ったと見込まれる。具体的には、17ヶ国ベースの7～8月平均は4～6月期の平均を1.8%上回っているが、既にドイツの9月分が前月比▲3.2%と大幅に減少したことが判明している。このため、17ヶ国ベースの7～9月期の伸びは、8月までのラップよりも鈍化した可能性が高い。

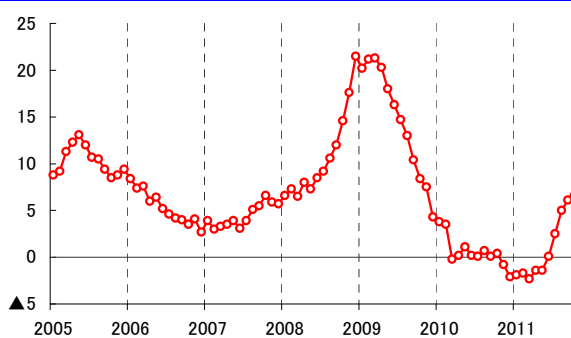
そして、輸出の伸びも、4～6月期の0.7%と同程度にとどまったと見られる。通関額ベースでは、7～9月期の伸びは4～6月期と同じ前期比1.1%となった。内訳を見ると、全体の5割強を占めるユーロ圏外向けの伸びが4～6月期の前期比0.5%から7～9月期には1.7%へと高まったが、残りの5割弱を占めるユーロ圏加盟国間の貿易取引の伸びが4～6月期の前期比1.8%から7～9月期には0.6%へと鈍化し、全体の足を引っ張った。なお、ユーロ圏外向けでは、4～6月期に前期比マイナスとなった中国向け（4～6月期▲5.7%→7～9月期4.6%）とアフリカ向け（▲3.7%→2.5%）が、いずれも自動車や産業機械といった機械類を中心に増加に転じた。一方、米国向け（▲3.8%→0.3%）は下げ止まったが、中国向けやアフリカ向けほどの回復力はなかった。

こうした輸出の伸び悩みに対し、輸入の伸びも4～6月期の前期比0.2%と同程度にとどまったため、成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度は4～6月期の0.23%Ptから殆ど変わらなかったと見られる。通関額ベースでは、7～9月期の輸入の伸びは、4～6月期と同じ前期比0.6%となった。内訳を見ると、全体の5割強を占めるユーロ圏外からの伸びが4～6月期の前期比0.1%から7～9月期には0.7%へと高まったが、輸出と同様、残りの5割弱を占めるユーロ圏加盟国間の貿易取引の伸びが前期比0.6%へと鈍化し、全体の足を引っ張った。ユーロ圏外からの伸びの高まりは、リビアからの原油輸入がストップしたことにより落ち込んだ対アフリカ輸入（4～6月期▲13.2%→7～9月期▲0.01%）の下げ止まりが主因である。一方で、対中輸入（2.0%→▲3.0%）はコンピュータなどの電子機器を中心に減少に転じたほか、対露輸入（▲0.3%→▲8.0%）も原油・天然ガスを中心にマイナス幅を拡大した。

一方、政府消費は、各国がソブリン問題の解決に向けて財政収支の改善を進めている中で、4～6月期の前期比▲0.1%に続いて減少した見込みである。中でもスペインは、前期比▲1.1%と4～6月期の同▲1.3%に続いて大幅減少となったことが既に明らかとなっている。

そして、在庫投資は、2009年4～6月期以来の前期比マイナスとなった可能性が高い。ユーロ圏企業の在庫DIは、今年3月の▲2.3%Ptをボトムとした上昇傾向を辿っており、6月には0.1%Ptと「過剰超」を意味するプラスに転じた。そして、9月には6.1%Ptと2009年11月以来の水準まで高まっている³。こうした中で、企業各社は7～9月期の時点で少なくとも在庫積み増しの動きを手控え始めたと考えられる。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

³ 10月の在庫DIは6.6%Ptとさらに上昇している。

先行きの景気下押し要因は数多く存在

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、圈内需要、輸出ともに有力な押し上げ要因が見出し難い。むしろ、以下の通り、下押し要因には事欠かない状況と言える。

まず、大半の国で、財政赤字の削減に向けた増税や政府支出の抑制が続く。欧州委員会は11月10日発表の秋季経済見通しの中で、ユーロ圏全体の財政収支対GDP比が2010年の▲6.2%から2011年には▲4.1%、2012年には▲3.4%、2013年には▲3.0%へと改善するとの見通しを示した。内訳を見ると、2011年はEUやIMFからの金融支援を受けているギリシャやポルトガル、アイルランドに加え、ドイツやスペインも歳出を削減している模様である。加えて、大半の国が増税などを通じて、名目成長率を大幅に上回るペースで歳入を増やしていると見られる。そして、2012年から2013年にかけては、ギリシャやポルトガル、アイルランドによる歳出抑制が続くが、総じて見れば、主に歳入について名目成長率を上回るペースで伸ばし続けることによって財政収支の改善が図られる見込みである。中でもイタリアの歳入の伸びは、2011年の2.0%から、2012年および2013年には4%前後まで高まると予想されている。

ユーロ圏の財政収支見通し

	財政収支 (対GDP比、%)				歳出増減率 (前年比、%)			歳入増減率 (前年比、%)			名目成長率の前提 (前年比、%)			名目GDP (兆ユーロ)
	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	
ユーロ圏17ヶ国	▲6.2	▲4.1	▲3.4	▲3.0	▲0.3 (0.5)	1.6	2.2	4.2	3.2	3.3	2.8	2.0	3.0	9.17
ドイツ	▲4.3	▲1.3	▲1.0	▲0.7	▲1.1	1.9	1.8	5.5	2.5	2.6	3.6	2.2	3.0	2.47
フランス	▲7.1	▲5.8	▲5.3	▲5.1	2.8	2.9	2.8	5.3	4.1	3.3	2.8	2.0	3.2	1.93
イタリア	▲4.6	▲4.0	▲2.3	▲1.2	0.6	0.8	1.5	2.0	4.4	3.9	1.9	2.0	2.7	1.55
スペイン	▲9.3	▲6.6	▲5.9	▲5.3	▲3.6	0.0	1.8	2.5	1.7	3.3	2.2	1.8	2.7	1.05
ギリシャ	▲10.6	▲8.9	▲7.0	▲6.8	▲3.9	▲4.1	0.9	0.4	0.1	1.3	▲4.2	▲2.6	1.0	0.23
ポルトガル	▲9.8	▲5.8	▲4.5	▲3.2	▲4.8	▲5.8	▲1.3	3.6	▲3.2	1.4	▲0.5	▲1.9	2.6	0.17
アイルランド	▲31.3	▲10.3	▲8.6	▲7.8	▲31.6	▲2.1	1.1	▲0.2	1.5	2.9	0.1	1.8	3.6	0.16

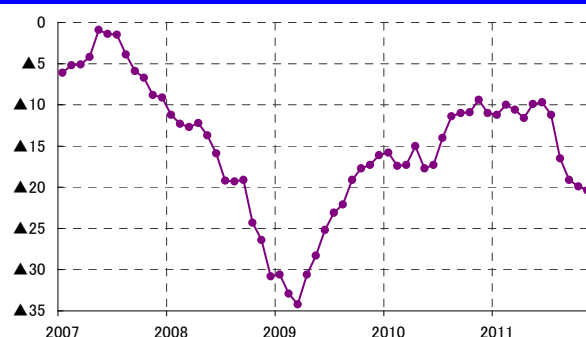
(資料) 欧州委員会「秋季経済見通し」(2011年11月)

(注1) 2011年の歳出の下段カッコ内の値はアイルランドを除くベース(2010年に金融機関へ大規模な資本注入を行ったため、2011年の歳出が大幅減となる)。

(注2) ポルトガルの2012年の歳入が減少するのは、国有資産の大量売却が2011年までに一巡すると見込まれているためである。

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や公務員給与の抑制が見込まれる上、今年8月以降、家計マインドの悪化が明確になっている中で、消費性向の低下傾向が続くと見られるためである。ユーロ圏では2010年、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、個人消費が増加し続けたため、平均消費性向が上昇し、10～12月期には87.4%と2001年4～6月期以来の高さとなった。しかし、持続可能なレベルではないため、2011年に入ってから、1～3月期87.2%、4～6月期86.9%と頭打ちになっている(7～9月期は未公表)。

ユーロ圏の消費者信頼感指数(Pt)

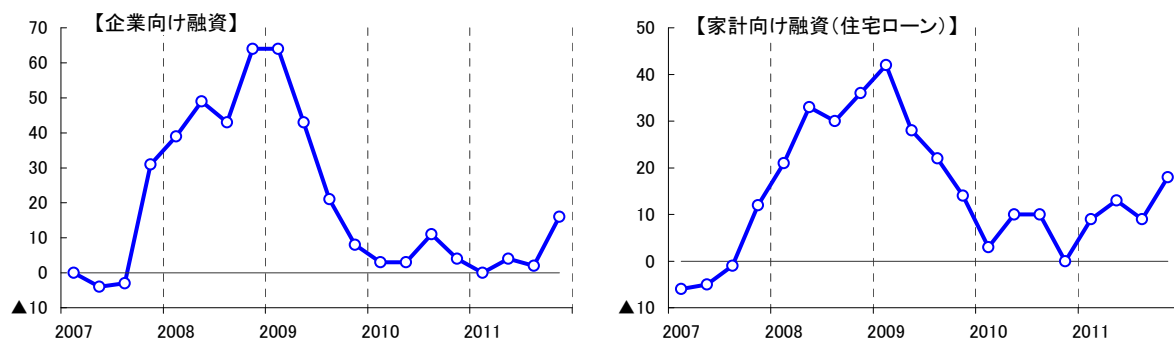


(資料) 欧州委員会

そして、固定資産投資は減少に転じる見込みである。鉱工業の設備稼働率は、今年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%、10月には79.7%と頭打ちになっている。すなわち、稼働率から見る限り、企業の設備投資は当面減少す

る可能性が高い。また、今夏以降、ユーロ圏の金融セクターで融資基準を厳格化する動きが広がり始めているが、欧州当局から自己資本比率の引き上げが求められている中で、こうした動きはなお広がる可能性が高い。これは、少なくとも 2012 年の固定資産投資に対する下押し要因となろう。

ユーロ圏金融機関の融資基準 (3ヶ月間での変化、「厳格化」-「緩和」、%Pt)



(資料) ECB "The Euro Area Bank Lending Survey"

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安が下支え要因となるものの、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、伸び悩みが続くと予想される。

今年 10～12 月期にリセッション入り、2012 年はゼロ成長

以上を踏まえると、ユーロ圏経済は、今年 10～12 月期から来年 1～3 月期にかけてマイナス成長となり、リセッション入りすると見込まれる。また、4～6 月期以降も、前期比でゼロ近辺の低成長が続く可能性が高い。

通年では、2011 年の成長率は、1～3 月期の高成長によってほぼ前年 (1.8%) 並みの 1.6% になる見込みである。しかし、2012 年は、成長率のゲタがほぼゼロとなる上、年間を通じてゼロ前後の成長率が続くため、通年の成長率が 0.1% まで落ち込む見通しである。そして 2013 年は、米国景気の持ち直しなど輸出環境の改善が期待されるが、各国による財政健全化がなお続くため、1% 程度の成長にとどまると予想される。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2009 実績	2010 実績	2011 予想	2012 予想	2013 予想
実質GDP	▲4.2	1.8	1.6	0.1	1.0
個人消費	▲1.2	0.9	0.4	0.1	0.5
固定資産投資	▲11.9	▲0.7	2.3	▲1.3	0.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.9)	(0.9)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.0)
政府消費	2.6	0.4	0.1	▲0.8	▲0.2
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.4)	(0.5)	(0.7)	(0.6)
輸出	▲12.8	10.1	5.2	2.9	5.0
輸入	▲11.6	9.3	4.3	1.2	4.0

(出所)Eurostat

ECB の政策金利は来春までに 1%未満へ引き下げ

欧州中銀 (ECB) は 11 月 3 日、ドラギ新総裁下での初めての理事会で、政策金利を 1.50% から 1.25% へ引き下げることを全会一致で決めた。ドラギ総裁は理事会後の定例会見で「金融市場の緊張が続く、ユーロ圏は緩やかなリセッションに向かっている」などと発言し、今回の利下げが、ソブリン問題の深刻化を受けて景気悪化リスクが増していることへの対応であることを示唆した。

ECB にとっての最優先課題である物価安定については、9～10 月のインフレ率が前年同月比 3.0% と ECB の政策目標である「2%未満」を大幅に上回る状態が続いている。品目毎の動きを見ると、エネルギー価

格が前年同月比で 10%超の伸びを続けていることに加え、加工食品や、衣料品などの半耐久財の価格が騰勢を強め、インフレ率を押し上げている。しかし、今後については、欧州の原油価格の代表的指標である北海ブレント価格の頭打ち⁴に伴い、インフレ率に対するエネルギーの寄与度が12月以降大幅に低下する可能性が高い。また、実体経済の低成長が長期化する中で、エネルギー以外の品目で価格上昇圧力がさらに高まる展開も見込み難い。既にサービス価格の騰勢は今年4～6月期をピークに頭打ちとなっており、今後は、加工食品分野でもこれまでのエネルギー高の影響を転嫁する動きが終息すると見込まれる。このため、インフレ率は12月から低下し始め、2012年半ばまでには「2%未満」に収まってくると予想される。

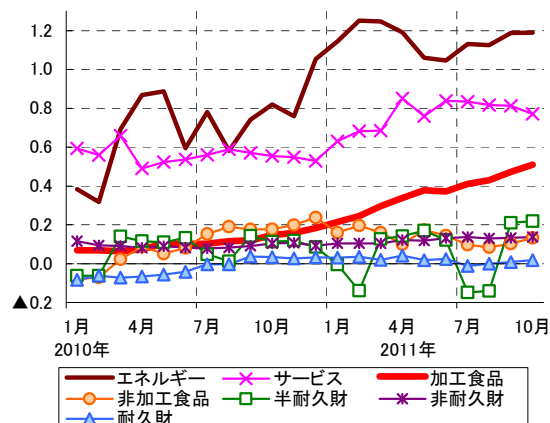
以上の状況は、ECBが当面、インフレリスクへの警戒を緩めつつ、従来以上に景気動向へ配慮した金利政策を機動的に打ち出しやすくなっていることを意味する。従って当社は、ECBが今年12月以降も利下げを継続し、少なくとも来春までには政策金利の水準が過去最低の1%未満になると予想する。さらに、その後も利下げが継続され、2012年後半に米国（0～0.25%）や日本（0～0.1%）の水準まで接近することもあり得ると見ている。

ソブリン問題を巡る混乱は長期化

ソブリン問題については、10月26日にユーロ圏首脳会議が開催され、①ギリシャ第2次支援の一環として民間金融機関がギリシャ債務の50%を減免すること⁵、②各金融機関が2012年6月までに、政府やEFSF（欧州金融安定基金）からの支援を仰いででも、中核的自己資本比率を9%以上へ引き上げること、③EFSFの支援能力を、ユーロ圏各国の資金負担を増やさない中で、現行の4,400億ユーロから1兆ユーロ程度まで引き上げること、の3本柱からなる「包括戦略」が打ち出された。

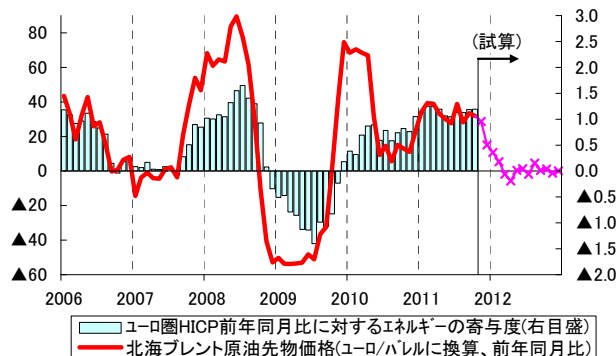
しかしながら、11月に入ってギリシャのみならず、イタリアやスペインも国債利回りの上昇ペースが加速しており、ソブリン

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。

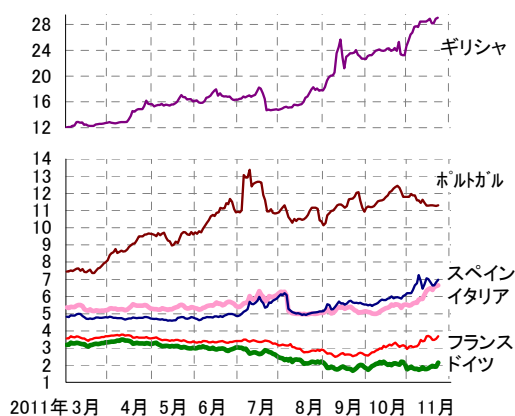
北海ブレント原油先物価格の騰落率とユーロ圏インフレ率に対するエネルギーの寄与度 (前年同月比、%、%Pt)



(出所) Bloomberg, Eurostat

(注) 試算はユーロベースの原油価格の前年同月比について、2011年11月24日以降のドルベースの原油価格及びユーロ相場が11月23日の水準(107.0ドル/バレル、1.33ドル/ユーロ)で横這いとなる場合を想定して延長。

ユーロ圏主要国の10年国債利回り (%)



(出所) Bloomberg

(注) 直近値は11月23日。

⁴ 北海ブレント原油価格は、今年4月末に1バレル＝125ドル台まで上昇した後、足元に掛けて頭打ち傾向を辿っている。今後、北海ブレント価格やユーロ相場が11月23日時点の水準で横這いとなる場合、ユーロ換算後のブレント価格の前年同月比は10月の32%から次第に減速し、来年4月以降はゼロ近辺での推移になると試算される。このケースでは、今年10月時点で1.19%Ptとなっているエネルギー価格のインフレ率への寄与度が、向こう半年間でゼロまで鈍化することになる（上図参照）。

⁵ ギリシャ債務の減免については、7月に減免率を21%とすることで一旦決定していたが、今回、その減免率が大幅に引き上げられることになった。

問題の悪化に歯止めが掛からない。背景としては、3ヶ国とも11月に政権が交代することになり、財政健全化に向けた各国の取り組み姿勢に対する不透明感が強まったことが挙げられる。

加えて、上記の EFSF 拡充策の具体化が欧州当局の思惑通りに進んでいないため、イタリアやスペインが金融支援に追い込まれるリスクを EFSF がカバーできるようになるまでには、かなりの時間を要するということが再認識されている。各国首脳は当初、①国債を購入した投資家が損失を被った場合に、その一部（20～30%）を EFSF が保証するという「債務保証方式」⁶、②EFSF が IMF（国際通貨基金）や海外の政府系ファンドなどと共同出資して SPIV を設立し、その SPIV が独自で債券を発行して資金調達しながら、各国への融資や国債の購入を行うという「SPIV 方式」⁷、の2つの拡充方法に関し、11月末までに法的・技術面の準備を整え、12月から運用を開始するとの青写真を描いていた。しかし、現在のところ、機関投資家などとの協議や準備の進展を示す情報は明らかになっていない。こうした中、一度はドイツの強硬な反対によって消えたはずの「フランス案」、すなわち EFSF に銀行免許を付与し、ECB からの資金供給を可能にする構想が EU 内で再浮上しているとの見方もある。さらに、11月23日には欧州委員会が「ユーロ共同債」の発行に向けた議論を本格化させていくことを発表しており、早期実現の目処が立たない生煮えのメニューが乱立する展開となりつつある。このため、ギリシャやイタリア、スペインの新政権の財政運営方針、及び EFSF 拡充策の行方を巡る金融市場の神経質な状況は、なお暫く続くと見込まれる。

そして、着々とタイムリミットが迫っているのが、ギリシャへの第2次支援である。ソブリン問題の発端であるギリシャについては、国債市場で資金を自力調達できない状況にあるため、2010年5月から実施中の総額1,100億ユーロの第1次支援を継続するのみならず、2012年春までに第2次支援を行わないと、「無秩序な債務不履行」に陥ることが避けられない。10月の首脳会議で取り敢えず民間負担の大枠は固まったものの、これをもって第2次支援の実施準備が整った訳ではない。具体的には、EFSF を用いた融資の規模や、フィンランドなど一部の国がギリシャに要求している担保に関する問題を詰める作業が残っており、来春までの実施に向けて協議が難航する事態も予想される。

以上のように、ソブリン問題を巡っては、世界金融危機を回避するための対応や安全網の整備という面で一応前進はしているものの、そのスピードは金融市場の動揺を鎮静化させるためには不十分と言える。このため、ソブリン問題はなお暫く金融市場の不安定要因となり続け、また、その対応においては、国債購入をはじめとした 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が高い。

⁶ 投資家にとっては、国債がある程度値下がりしても損失を計上するリスクがなくなることから、国債購入に踏み切りやすくなる。また、国債市場が落ち着いて国債利回りが低下すれば、財政悪化国にとっては資金調達コストを抑制できる可能性がある。

⁷ 共同出資においては EFSF が劣後部分を引き受けるため、SPIV で損失が発生した場合には主に EFSF が損失を負担する形となる。このスキームによって、ユーロ圏外の資金を官民間問わず積極的に取り込み、支援能力を大幅に高めることを目指している。