

2012 年のユーロ圏経済はマイナス成長に（改訂見通し）

ソブリン問題の収束に向けた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昨年 10～12 月期に続いて今年 1～3 月期もマイナス成長となり、さらにその後もゼロ近辺の成長が続く可能性が高い。通年では 2012 年に▲0.5%とマイナスに転じ、2013 年も 0.5%程度の低成長にとどまると予想される。このような厳しい景気情勢の中で、ECB による金利政策はなお引き下げの方向にあると考えられる。

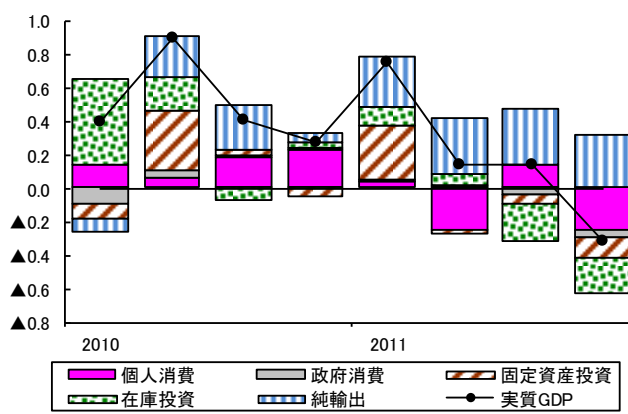
2011 年 10～12 月期は 2 年半振りのマイナス成長

3 月 6 日に発表されたユーロ圏の 2011 年 10～12 月期の成長率は前期比▲0.3%（年率▲1.3%）と、2009 年 4～6 月期以来のマイナス成長となった。国毎に見ると、フランスが前期比 0.2%とプラス成長を確保¹したが、ドイツ（同▲0.2%）が 2009 年 1～3 月期以来、スペイン（▲0.3%）が 2009 年 10～12 月期以来のマイナス成長に転じた。また、イタリア（▲0.7%）とオランダ（▲0.7%）、ベルギー（▲0.2%）が 2 四半期連続のマイナス成長となった。さらに、EU と IMF から金融支援を受けている国では、ポルトガル（▲1.3%）が 5 四半期連続のマイナス成長となった。ギリシャについては前年同期比のみ公表されているが、10～12 月期は▲7.0%²と 7～9 月期の▲5.0%からマイナス幅が拡大し、景気的大幅な落ち込みに歯止めが掛からない状況となっている。アイルランドの成長率は未公表である。

需要項目毎に見ると、個人消費（前期比▲0.4%）、政府消費（▲0.2%）、固定資産投資（▲0.7%）、在庫投資（成長寄与度▲0.2%Pt）、輸出（▲0.4%）、輸入（▲1.2%）の全項目が減少しており、ユーロ圏内の経済活動が全般的に落ち込んだことが確認された。主な背景としては、ソブリン問題を受けた各国の財政引き締めや金融機関における融資基準の厳格化のほか、雇用情勢の悪化が挙げられる（詳細は後述）。

ただし、輸出のマイナス幅が輸入よりも小さかったため、純輸出の成長寄与度は 0.32%Pt と前の 3 四半期並みを確保した³。ユーロ圏の輸出入にはユーロ圏加盟国間の貿易取引も含まれるが、10～12 月期の輸出数量（通関ベース）を見ると、ユーロ圏内向けが前期比▲3.1%と落ち込んだ一方、ユーロ圏外向けが同 0.8%（当社試算）と 7～9 月期の 0.7%を若干上回る伸びとなった。特に、中近東向けが航空機を牽引役に 6.9%、中国向けが航空機や非鉄金属製品を中心に 4.7%と大幅

ユーロ圏の実質 GDP（%、季節調整済前期比）



（出所）Eurostat

¹ 政府消費（前期比 0.2%）や固定資産投資（同 0.9%）の増加が主因である。

² なお、ギリシャ統計局は 3 月 9 日、10～12 月期の前年同期比を▲7.5%に下方修正した。ただし、これによるユーロ圏成長率への影響は前期比で▲0.01%Pt 程度にとどまる。

³ 1～3 月期は 0.30%Pt、4～6 月期は 0.34%Pt、7～9 月期は 0.33%Pt であった。

に伸びたほか、米国向けも化学品などの素材製品を中心に 1.9%と堅調に増加した⁴。なお、こうしたユーロ圏外向け輸出の増加には、昨年 4 月末をピークとしたユーロ安が追い風となった可能性が高い。

2012 年 1～3 月期もマイナス成長の見込み

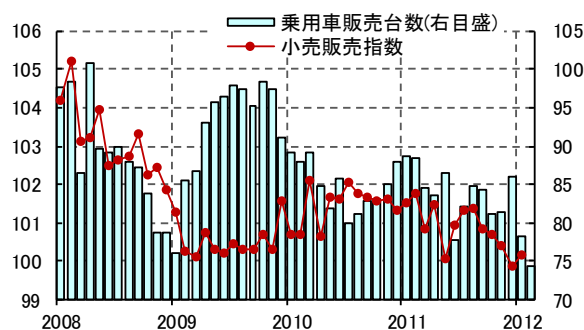
そして、これまでに公表された 2012 年 1～2 月分の経済指標も、総じて昨年 10～12 月期を下回る水準となっている。このため、ユーロ圏の 1～3 月期の成長率は 2 四半期連続のマイナス成長となり、景気後退局面入りした可能性が高い。

まず、個人消費については、乗用車販売台数が、昨年 10～12 月期に前期比▲1.1%（当社試算の季節調整値）となった後、今年の 1～2 月平均は 10～12 月期平均比▲8.0%となり、落ち込み幅が広がっている。また、小売販売（実質、除く自動車）は、1 月に前月比 0.3%と 5 ヶ月ぶりのプラスとなったが、依然として昨年 10～12 月期の平均を 0.2%下回っており、10～12 月期の前期比▲0.8%に続き、1～3 月期も前期比マイナスとなる可能性がある。

次に、固定資産投資の中の建設投資については、一致指標である建設活動指数が 10～12 月期に前期比▲1.1%となった後、1 月も前月比▲0.8%、10～12 月期平均比▲1.4%と、減少が続いている。一方、機械設備投資については、速報性の高い一致指標であるドイツの資本財販売（実質）を見ると、ドイツ国内向けが 10～12 月期に前期比▲1.4%となった後、1 月は前月比 2.3%、10～12 月期平均比 1.1%とプラスとなったほか、ユーロ圏内向け（除くドイツ）が 10～12 月期に前期比▲4.5%と大幅に落ち込んだ後、1 月は前月比 7.4%、10～12 月期平均比 3.9%となっており、ドイツの 1 月分に限れば減少に一服感が見られる。しかしながら、先行指標で速報性のあるドイツの資本財受注（実質）を見ると、ドイツ国内向け、ユーロ圏内向けともに、1 月にかけて下げ止まりの動きが見られない。このため、資本財販売の 1 月の増加は一時的であり、2 月以降再び減少傾向に向かう可能性が高いと判断される。

一方、輸出金額（通関ベース）のうち、ユーロ圏外向けについては、1 月に前月比 1.3%、10～12 月期平均比 3.0%と、米国や中国、中南米向けを中心に堅調な拡大が続いている⁵。

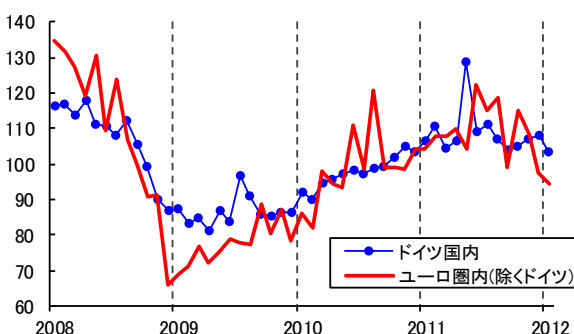
小売関連指標の推移（2005年=100、万台、季節調整値）



（出所）Eurostat、ACEA(欧州自動車工業会)

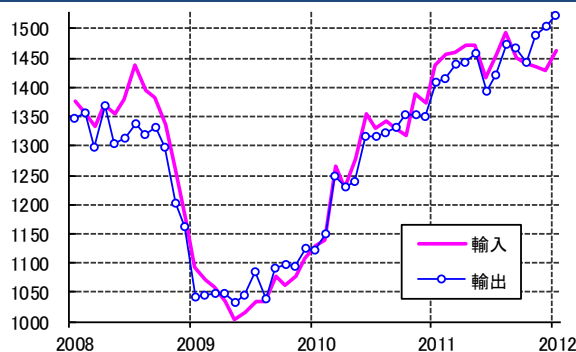
（注）乗用車販売台数の季節調整値は当社試算。

ドイツの資本財受注(実質、2005年=100、季節調整値)



（出所）Eurostat

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

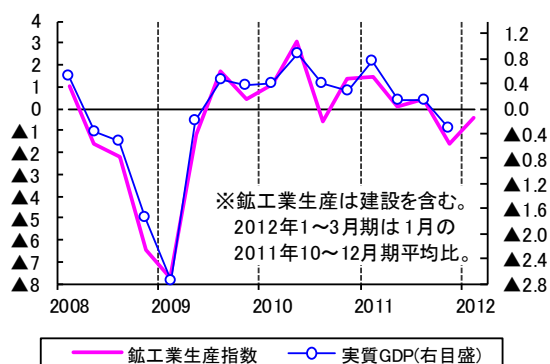
⁴ ただし、中東欧向けが前期比▲1.9%、英国向けが同▲0.8%となり、ユーロ圏外向け輸出の伸びを抑制した。

⁵ ただし、昨年 10～12 月期に大幅増となった中近東向けは、今年 1 月に前月比▲11.4%、10～12 月期平均比▲6.0%と減少している。

しかし、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）も、1月に前月比2.4%、10～12月期平均比2.0%と増加している。このため、貿易収支は昨年10～12月期に黒字に転じたが、その後の黒字幅はほぼ横這いとなっている。こうした状況を勘案すると、1～3月期の成長率に対する純輸出の寄与度は10～12月期よりも低下する可能性がある。

以上のような需要動向の中、鉱工業生産（建設を含む）は、昨年10～12月期に前期比▲1.6%となった後、1月は前月比0.1%とプラスになったが、依然として10～12月期の平均を0.5%下回っている。実質GDPと鉱工業生産は概ね連動しており、今年1～3月期の成長率が2四半期連続でマイナスとなる可能性を示唆している。

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



(出所) Eurostat

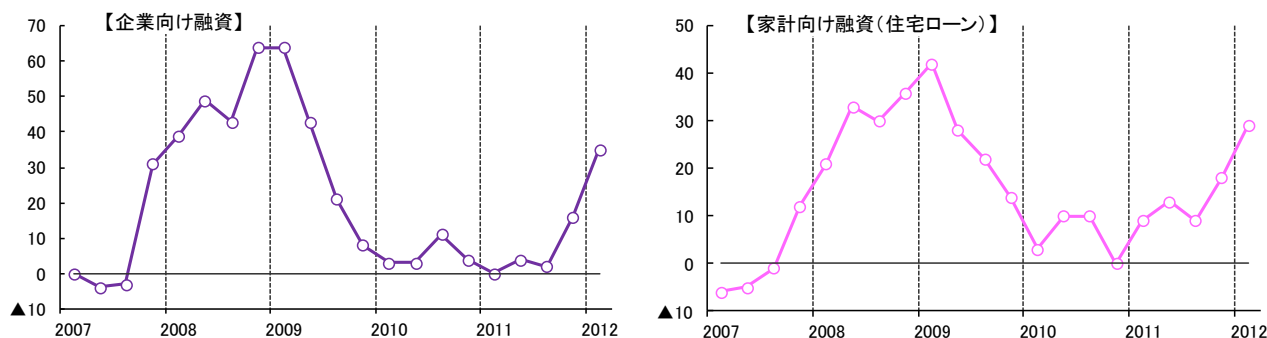
景気の早期回復は期待薄

さらに、以下の諸点を考慮すれば、ユーロ圏景気は今年4～6月期以降も低迷し続ける可能性が高い。

まず、多くの国で、財政赤字の削減に向けた政府支出の抑制や増税の動きが続く見込みである。欧州委員会は昨年11月、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。しかし、2011年の同比率について、スペインの▲8.5%、ギリシャの▲9.8%など、欧州委員会の見込み（スペイン▲6.6%、ギリシャ▲8.9%）に届かない国が出てきているため、ユーロ圏全体の2012年以降の財政健全化への取り組みが当初の見込みよりも強化される可能性が高まっている。これは、昨年7～9月期に前期比マイナスに転じた政府消費の減少が続き、増税などを通じて個人消費に対する下押し圧力が長期にわたり続くことを示唆している。

次に、金融機関による融資抑制も続く可能性が高い。1月のユーロ圏金融機関の融資基準DI（「厳格化」－「緩和」）は、企業向けが35%Pt、家計向けが29%Ptとリーマンショック直後以来の高水準になり、金融機関の融資態度が急速に慎重化している。欧州中銀(ECB)が昨年12月に3年物資金供給オペ(LTRO)を実施した後にもかかわらず、DIが上昇していることから、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、金融機関が融資などのリスク資産の積み上げに消極的になっている状況が窺える。

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、雇用情勢の悪化が個人消費を下押し続ける見通しである。失業率は、昨年4月の9.9%から今年1月には10.7%へと上昇し、1999年のユーロ圏発足以来最悪の水準となっている。今後も、景気悪化が続く中で企業が雇用を一段と絞ると見込まれる上、緊縮財政のために各国がリーマンショック直後のような大規模な雇用対策を打ち出せない状況下で、失業率はさらに上昇し、2012年半ばまでには11%台に乗せる可能性が高い。

2012年の成長率は▲0.5%、2013年も0.5%にとどまる見通し

以上を踏まえると、ユーロ圏経済は、今年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。そして、2012年通年の成長率は▲0.5%と2009年以来のマイナスへと落ち込む見通しである。また、2013年は、各国による財政健全化への取り組みがなお続くと見込まれる。このため、米国や中国への輸出増や、家計や企業の資金調達環境が多少改善することを想定しても、0.5%程度の低成長にとどまる見通しである。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2009 実績	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質GDP	▲4.2	1.9	1.5	▲0.5	0.5
個人消費	▲1.2	0.9	0.2	▲0.4	0.2
固定資産投資	▲12.0	▲0.5	1.6	▲2.6	▲0.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.9)	(0.6)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.0)
政府消費	2.6	0.5	0.1	▲0.7	▲0.6
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.8)	(1.0)	(0.7)	(0.7)
輸出	▲12.7	11.3	6.3	1.9	3.0
輸入	▲11.6	9.6	4.0	0.2	1.6

(出所) Eurostat

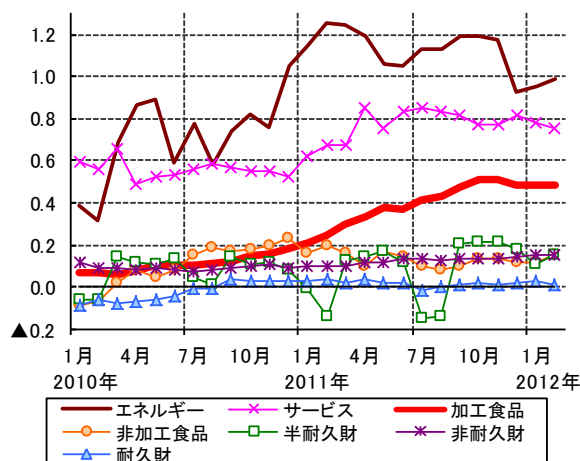
インフレ圧力は次第に弱まる見込み

物価動向を見ると、昨年12月から今年2月にかけてのインフレ率(消費者物価の前年同月比)が2.7%と、昨年9～11月の3.0%からは低下したものの、ECB(欧州中銀)の政策目標である「2%未満」を大幅に上回る状況が続いている。品目毎に見ると、エネルギー価格の前年同月比が昨年9～11月の12%台からは鈍化したものの、イラン情勢の悪化などから12月に9.7%、今年1月に9.2%、2月に9.5%と、依然として9%台の高い伸びを維持している。また、サービスや加工食品の価格上昇率も頭打ちにはなったが、2月の段階ではまだ明確な鈍化傾向には至っていない。

今後については、イラン情勢がさらに緊迫化することにより、北海ブレント原油価格が2月後半以降の水準である1バレル=120ドル台から一段高となり、エネルギー価格の上昇率を一時的に押し上げるリスクがある。しかしながら、基本的には、今年1～3月期に2四半期連続のマイナス成長となり、4～6月期以降もゼロ近辺の成長が続くといった景気シナリオのもとで、少なくともエネルギー以外の価格に対する下押し圧力は強まっていくと予想される。

ECBの金利政策はなお引き下げの方向

欧州中銀(ECB)は、物価安定に向けた金利政策と金融システム維持策を別物として運営している。この

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。

うち金利政策については、景気悪化を受けて、昨年 11 月から 12 月にかけて合計 0.50%Pt の利下げを実施し、政策金利を過去最低水準の 1.00%としている。金利政策の先行きを展望すると、上述の通り、エネルギー価格の一時的な上昇リスクはあるが、基本的には景気悪化に伴うインフレ圧力の低下が見込まれる中で、なお利下げを継続する方向にあると考えられる。

一方、金融システム維持策については、ユーロ圏内の金融機関による資金繰りを円滑化させることや、財政悪化国の国債利回りの急上昇に歯止めを掛けることなどを狙って、昨年 12 月と今年 2 月に総額 1 兆ユーロ強の 3 年物資金供給オペ（LTRO）を実施した。ECB によるこうした大規模な流動性供給策のほか、ギリシャに対し、民間投資家による総額 1,050 億ユーロの債務減免やユーロ圏と IMF（国際通貨基金）による総額 1,300 億ユーロの第 2 次支援を実施することが 3 月 14 日までに決定し、同国が国債の大量償還日となった 3 月 20 日に「無秩序なデフォルト（債務不履行）」に陥る事態をひとまず回避できたことから、ソブリン問題に伴う金融市場の混乱は、現在小康状態となっている。しかしながら、景気的大幅な落ち込みに加え、緊縮財政への国民の反対論も高まっているギリシャにとって、財政健全化への道のりが遠いことに変わりはなく、第 2 次支援における分割融資が予定通りに実施されていくかどうかは不透明である。また、ギリシャ以外の財政悪化国においても、①ポルトガルが 2013 年後半に国債発行を再開できず、ギリシャと同様に債務再編や追加支援に追い込まれるリスクを抱えている、②スペインの財政収支の改善が当初目標よりも遅れている、といった懸念材料がある⁶。このため、ECB は、ソブリン問題に伴う金融市場の混乱を極小化して金融システムを維持するため、金利政策に関係なく、今後も LTRO などの流動性供給策を追加的に行う可能性が高い。

⁶ ソブリン問題については、3 月 30 日のユーロ圏財務相会合での EFSF（欧州金融安定基金）と ESM（欧州安定化メカニズム）の統合に関する協議結果などを踏まえ、稿を改めて整理したい。