

ユーロ圏経済は1～3月期もマイナス成長の見込み

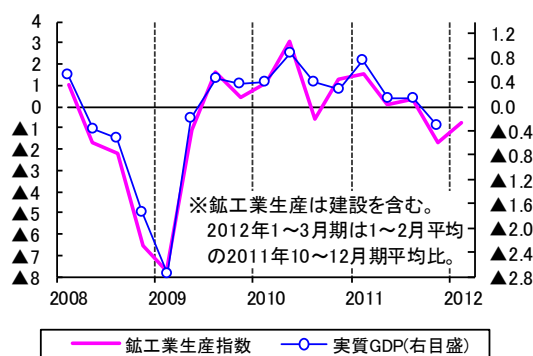
ユーロ圏の1～3月期の成長率は、圈内需要の減少が続いたほか、純輸出の成長寄与度も低下したことから、昨年10～12月期に続いてマイナス成長となった可能性が高い。こうした事態を受けて、ECBは政策金利の引き下げを余儀なくされよう。

景気後退を示唆

ユーロ圏では5月15日に1～3月期の実質成長率が公表される。現時点で大半の経済指標は2月分までしか公表されていないが、それらに基づけば、1～3月期の成長率は、昨年の10～12月期（前期比▲0.3%）に続いて2四半期連続のマイナス成長となった可能性が高く、米国の定義を当てはめればユーロ圏経済はリセッション入りしたことになる。以下、関連する主な経済指標の動きを概観する。

まず、実質GDPと概ね連動する鉱工業生産（建設を含む）は、昨年10～12月期に前期比▲1.7%となった後、1～2月平均も10～12月期の平均を0.8%下回っており、1～3月期の成長率が2四半期連続のマイナスとなった可能性を示唆している。ただし、2月までの鉱工業生産の動きに基づけば、実質GDPのマイナス幅が10～12月期の前期比▲0.3%からさらに拡大する可能性は小さい。

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



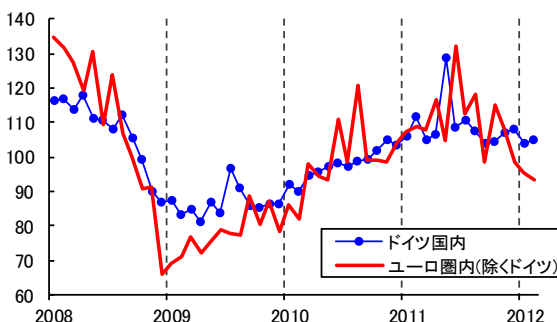
（出所）Eurostat

圈内需要は引き続き減少

そして、需要項目毎の動きを見ると、寒波の影響もあって、圈内需要の減少基調が続いている模様である。まず、固定資産投資は、5割強を占める建設投資を中心に、4四半期連続で前期比マイナスとなった模様である。建設投資の一致指標である建設活動指数は、昨年10～12月期に前期比▲1.3%となった後、今年1～2月平均は10～12月期比で▲4.8%と減少率が拡大した。ただし、1～2月の減少には記録的な寒波の影響が出ていると見られ、特に2月の前月比は▲7.1%と、ドイツ（▲17.1%）やイタリア（▲9.9%）を中心に急減した。このため、3月以降はこの反動増が生じると見られるが、それを勘案しても、1～3月期の建設投資は10～12月期を上回る減少率となった可能性が高い。

一方、固定資産投資のうち残りの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10～12月期に前期比▲0.6%となった後、1月は前月比1.1%となり、10～12月期の水準を0.3%上回った。また、2月分が公表されているユーロ圏内向け資本財販売（自国内向けを除く）も、10～12月期に前期比▲1.6%となった後、1

ドイツの資本財受注（実質、2005年=100、季節調整値）



（出所）Eurostat

～2月平均は10～12月期を2.0%と上回っており、減少には一服感が出ている。もっとも、機械設備投資に建設投資の減少を相殺するほどの力強さはない。さらに、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、ユーロ圏内向け（ドイツ国内向けを除く）が昨年半ばから2月にかけて減少傾向を辿っているほか、ドイツ国内向けも精々下げ止まっている程度である。このため、1～2月の資本財販売の下げ止まりは一時的である可能性が高い。

個人消費関連では、小売販売（実質、除く自動車）が、10～12月期に年末商戦の不振などをを受けて前期比▲1.1%となった後、1～2月平均は10～12月期比で0.2%と下げ止まった。しかし、乗用車販売台数は、10～12月期の前期比▲1.2%（当社試算の季節調整値）から1～3月期には同▲7.1%と、イタリア（▲14.0%）¹を中心に減少ペースが大幅に加速した。以上を踏まえると、GDP統計上の個人消費は、10～12月期の前期比▲0.4%の後、1～3月期は概ね横這いと見込まれ、2四半期連続で前期比マイナスとなる可能性も十分にあり得ると考えられる。

また、政府消費は、財政悪化国を中心とした緊縮財政が続いている中で、3四半期連続の減少になったと見込まれる。

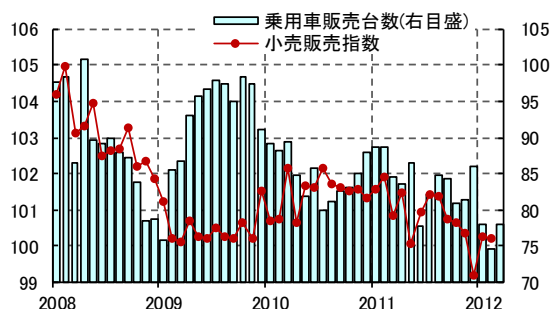
純輸出の成長寄与度は低下

輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）は、10～12月期の前期比1.6%から、1～2月平均は10～12月期比で4.8%と、増勢が強まった。しかし、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）も、10～12月の前期比▲2.0%から、1～2月平均は10～12月期比で4.4%と増加に転じている。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月期の0.3Ptよりも低下した可能性が高い。

なお、輸出の増勢の強まりは、米国向けが自動車や船舶を中心に、中南米向けが素材製品を中心に、それぞれ伸びを強めたほか、10～12月期に減少していた中東欧向けが増加に転じたことが主因である。中東欧向けの増加は、記録的な寒波の中で、ロシアのガス企業が内需対応を優先して対欧輸出を削減したことを受けて、中東欧諸国が西欧諸国からのエネルギー調達を増やしたためと見られる。一方、輸入が増加に転じた主因は、寒波により鉱物性燃料の調達を増やしたことにあり、特にアフリカ諸国、具体的にはアルジェリアやナイジェリアのほか、昨年9月に原油輸出を再開したリビアからの輸入が増加している。

¹ イタリアでは、付加価値税率引き上げ（昨年9月）やガソリン税増税（12月）に加え、モンティ政権が高級車保有への課税案を打ち出す中で、昨秋以降、自動車買い控えの動きが続いている。また、今年に入り、ガソリン高や緊縮財政に抗議するため、自動車工場や運送会社がストを実施していることも、生産や輸送の遅滞を通じて1～3月期の乗用車販売を下押しした模様である。

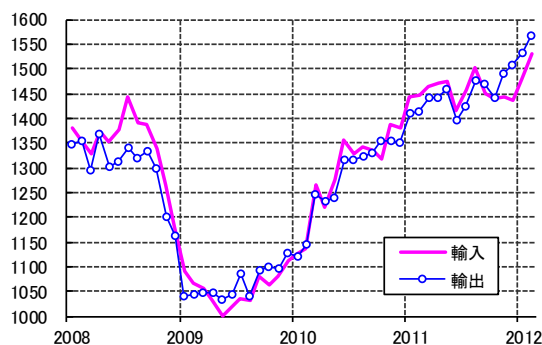
消費関連指標の推移（2005年=100、万台、季節調整値）



（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。

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

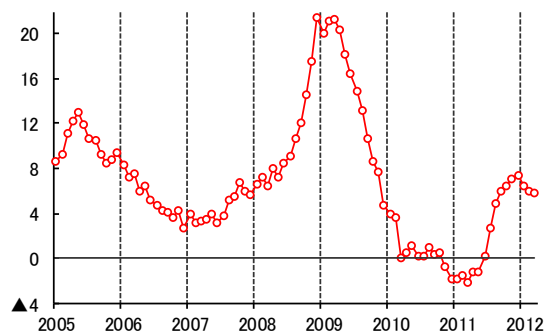
在庫調整も続いている模様

また、在庫投資の成長寄与度は、3 四半期連続のマイナスが予想される。上述のように最終需要が圈内需要を中心に低迷し続けている中で、ユーロ圏企業の在庫 DI が依然として 2009 年 11 月以来の高水準で推移していることから、企業各社が在庫調整を継続していると考えられるためである。

ECB の金利政策は引き下げの方向

以上見てきたように、ユーロ圏経済は 2 四半期連続のマイナス成長となった可能性が高いが、それに対し、財政再建を最優先課題としている各国政府が景気に配慮して積極的に財政出動を行う見込みは極めて薄い。こうした状況下、景気悪化に歯止めを掛ける上で ECB（欧州中銀）への依存度が高まり、ECB は追加的な金融緩和を余儀なくされる可能性が高いと考えられる。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会