

## ユーロ圏景気の低迷はなお続く（改訂経済見通し）

ユーロ圏の1～3月期GDPは辛うじて2四半期連続のマイナス成長を回避したが、ドイツの成長に依存している側面が大きい。先行きも、圏内需要の下押し要因に事欠かないことから、ユーロ圏景気の低迷は長期化しよう。成長率は、4～6月期に再び前期比マイナスに転じ、年間では2012年が▲0.5%のマイナス、2013年も0.5%の低成長にとどまると予想する。そうした中で、財政再建に伴うデフレ圧力が弱まったドイツなどと、その他の国々との間で、成長率の乖離が広がる可能性が高い。

### 1～3月期はゼロ成長

5月15日に発表されたユーロ圏の1～3月期実質成長率（速報値）は前期比0.02%（年率0.1%）と、昨年10～12月期の前期比▲0.3%（年率▲1.2%）に続くマイナス成長を辛うじて回避した。ただし、国毎に見ると、ドイツとそれ以外の国々との間で成長率の乖離が顕著となった。ドイツ（10～12月期前期比▲0.2%→1～3月期0.5%）はプラス成長に転じたが、フランス（0.07%→0.04%）は10～12月期に続いてゼロ成長にとどまったほか、イタリア（▲0.7%→▲0.8%）、スペイン（▲0.3%→▲0.3%）、オランダ（▲0.7%→▲0.2%）はマイナス成長が続いた。

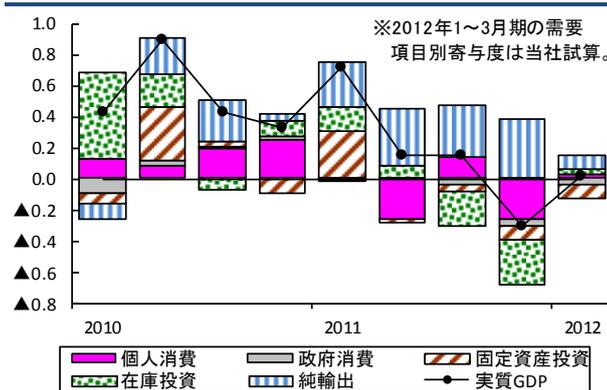
また、EUとIMFの金融支援を受けている国々の中では、ギリシャが前期比▲0.5%（当社試算の季節調整値<sup>1</sup>）と9四半期連続のマイナス成長となり、引き続きユーロ圏景気の足枷となった模様である。また、ポルトガルとアイルランドの1～3月期GDPは未発表であるが、鉱工業生産の前期比がいずれもマイナス（▲0.6%、▲5.1%）になっていることから、GDPの前期比もマイナスになったと見込まれる。このため、今後、ポルトガルとアイルランドの動きが新たに反映されることで、1～3月期のユーロ圏全体の成長率が最終的に前期比マイナスへ修正される可能性がある。

需要項目毎の内訳は未発表（6月6日公表予定）であるが、各種経済指標の動きに基づけば、個人消費は下げ止まったものの、固定資産投資や政府消費は10～12月期に続いて減少、純輸出（輸出－輸入）の成長寄与度は10～12月期から低下した模様である。このように最終需要が落ち込む中で、在庫投資の意図せざる増加がマイナス成長の回避に寄与したと見られる。主な最終需要の詳細な動きは以下の通りである。

### ドイツとフランスの個人消費が復調

まず、個人消費は、10～12月期の前期比▲0.5%の後、1～3月期は下げ止まったと見られる。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

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整前前期比）



（出所）Eurostat

<sup>1</sup> ギリシャは昨年1～3月期分までGDPの季節調整値を公表していたが、現在は取り止めて、季節調整前の値のみ公表している。

ア（▲14.0%）<sup>2</sup>を中心に減少ペースが加速したが、小売販売（実質、除く自動車）は、10～12月期に年末商戦の不振などを受けて前期比▲1.1%となった後、1～3月期には同0.2%とフランスを中心にプラスに転じた。また、ドイツ当局によれば、ドイツの1～3月期の個人消費は増加した（具体的な伸び率は未公表）。ドイツでは乗用車販売台数が前期比0.1%にとどまったほか、小売販売が同▲0.8%と落ち込んでいたことを踏まえると、ドイツの消費増加は主にサービス支出が牽引したと考えられる。

### 機械設備投資は下げ止まるが建設投資の減少続く

一方、固定資産投資は、10～12月期の前期比▲0.5%とほぼ同程度の減少率になった見込みである。固定資産投資の5割弱を占める機械設備投資は、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▲0.1%となった後、1～2月平均は10～12月期の水準を0.9%上回った。また、3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▲1.8%となった後、1～3月期は同±0.0%と横這いになった。これらに基づけば、1～3月期の機械設備投資は若干増加したと判断される。しかしながら、5割強を占める建設投資は、一致指標である建設活動指数が10～12月期に前期比▲1.3%となった後、1～3月期は同▲4.4%と減少率が広がっており、建設投資の減少ペースは10～12月期から加速した。主要国の状況を見ると、不動産バブルの調整が続くスペイン（▲4.8%→▲6.4%）の大幅減が続いたほか、イタリア（▲1.9%→▲8.9%）、フランス（0.1%→▲4.6%）、ドイツ（0.2%→▲1.6%）では1～2月の記録的な寒波の影響が出た。

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。

### 輸入増により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1.7%から、1～3月期には同4.6%へと増勢が強まった。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、1～3月期は同4.3%と増加に転じた。このため、貿易収支は、昨年7～9月期の▲42億ユーロの赤字から10～12月期には120億ユーロの黒字に転じたが、今年1～3月期は137億ユーロの黒字と僅かな改善にとどまった。そのため、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0.4%Ptから低下したと見られる。

なお、入手可能な1～2月分の詳細データによれば、輸出の増勢が強まったのは、各国に向けた素材製品のほか、英国向けの通信機や事務用機械、米国向けの自動車や船舶が好調だったためと考えられる。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、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りビアからの輸入が特に増加した。

### 2012年中は景気の低迷が続く

以上の現状も踏まえてユーロ圏景気の先行きを展望すると、以下に述べる通り、圏内需要の下押し要因に事欠かないことから、景気低迷が長引く可能性が高いと考える。

<sup>2</sup> 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たことも、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。

景気低迷が長引く最大の要因は、各国において財政赤字の削減に向けた取り組みが続くことである。欧州委員会が5月11日に発表した春季経済見通しでは、ユーロ圏全体の財政収支対GDP比が2011年の▲4.1%から2012年に▲3.2%、2013年には▲2.9%へ改善している。中でも2012年については、歳出（金利支払を除く）が0.9%の増加に転じるが、歳入（3.3%）が名目成長率（1.2%）を上回るペースで増えることによって財政収支が改善していくことになっている。このため、増税などを通じた個人消費への下押し圧力が特に残ると見込まれる。

## ユーロ圏の財政見通し

	財政収支 (対GDP比、%)				歳出増減率 (金利支払を除く、前年比、%)			歳入増減率 (前年比、%)			名目成長率の前提 (前年比、%)		
	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	▲ 3.2	▲ 2.9	▲ 1.1 (▲ 0.4)	0.9	1.9	4.0	3.3	2.6	2.8	1.2	2.7
ドイツ	▲ 4.3	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 1.8	2.3	3.1	6.3	2.4	2.9	3.8	2.3	3.5
フランス	▲ 7.1	▲ 5.2	▲ 4.5	▲ 4.2	1.7	2.7	2.9	5.9	4.1	3.6	3.3	1.9	3.1
イタリア	▲ 4.6	▲ 3.9	▲ 2.0	▲ 1.1	▲ 0.4	0.5	0.1	1.9	5.7	2.6	1.7	0.6	2.6
スペイン	▲ 9.3	▲ 8.5	▲ 6.4	▲ 6.3	▲ 3.7	▲ 5.7	▲ 0.8	▲ 1.1	1.5	▲ 0.4	2.1	▲ 0.8	0.4
ギリシャ	▲ 10.3	▲ 9.1	▲ 7.3	▲ 8.4	▲ 8.2	▲ 4.7	1.4	▲ 2.4	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 5.4	▲ 5.4	▲ 0.4
ポルトガル	▲ 9.8	▲ 4.2	▲ 4.7	▲ 3.1	▲ 7.8	▲ 7.3	▲ 2.4	6.8	▲ 6.3	1.7	▲ 1.0	▲ 2.6	1.6
アイルランド	▲ 31.2	▲ 13.1	▲ 8.3	▲ 7.5	▲ 28.5	▲ 10.2	▲ 3.3	0.5	2.0	2.5	0.3	1.8	3.1

(資料) 欧州委員会「春季経済見通し」(2012年5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。

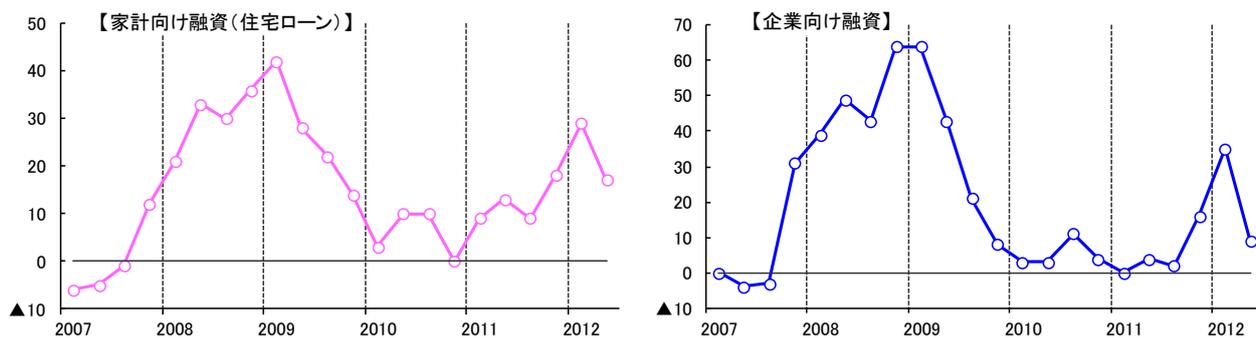
(注3) ギリシャの2013年の財政収支が再び悪化するの、2012年までに集中的に社会保障給付の削減を進めることによる効果が一巡するためと見られる。

なお、財政健全化に向けた国毎の進捗状況は様々であり、ドイツやフィンランドは2011年の段階で収支均衡が視野に入るレベルとなっている。一方、その他の国々は2012年以降も取り組みを続ける必要があり、特に2011年の収支改善が小幅にとどまったスペインとギリシャは、歳出削減と増税の双方を積極的に進めていく計画である。また、フランスやイタリアは増税を、ポルトガルとアイルランドは歳出削減を主な手段として、引き続き財政赤字の削減を図ろうとしている。

財政要因以外では、固定資産投資に対する二つの下押し圧力が挙げられる。第1は、設備稼働率の低迷である。鉱工業の設備稼働率は、昨年4月には81.3%と前回の投資拡大局面の初期にあたる2005年の平均(81.6%)に匹敵する水準まで回復したが、その後は頭打ちとなり、今年4月時点で79.6%にとどまっている。国毎に見ると、ドイツは今年4月も85.2%と2005年の平均(84.0%)を上回る水準を維持する一方、フランス(4月80.8%、2005年平均84.3%)、イタリア(71.0%、75.6%)、スペイン(72.7%、80.3%)はいずれも2005年平均を下回っており、フランスはまだ低下傾向を辿っている。すなわち、稼働率から見限り、ドイツを除く主要国で企業が設備投資を増やす誘因は小さく、1~3月期の機械設備投資の増加も一時的な動きにとどまると考えられる。

第2は、金融機関による融資抑制が続くと見られることである。4月のユーロ圏金融機関の融資基準DI(「厳格化」-「緩和」)は、ECB(欧州中銀)による大規模な流動性供給策を背景に1月からは低下したが、家計向けが17%Pt、企業向けが9%Ptと、家計向けを中心に依然として金融機関の融資態度が慎重なことを示唆している(図は次頁)。こうした状況も、固定資産投資の回復を妨げる要因としてしばらく残ると考えられる。

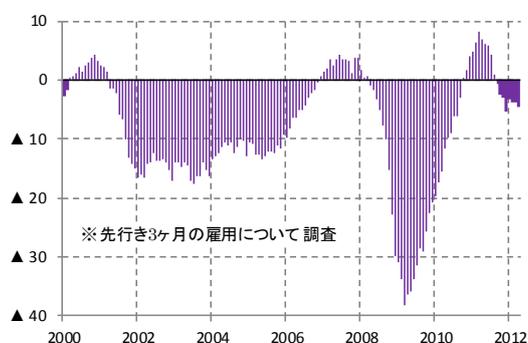
## ユーロ圏金融機関の融資基準 (3ヶ月間での変化、「厳格化」-「緩和」、%Pt)



(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。ユーロ圏企業の雇用見通しDIが昨年9月以降「減少」超の状況が続き、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、雇用の拡大は当面見込み難い。そうした中で、失業率は、既に今年3月の時点で10.9%と1999年のユーロ圏発足以来最悪の水準となっているが、今後も高止まり、または一段の上昇が予想される。そして、このような雇用情勢の悪化は、貸金の抑制や消費者マインドの慎重化を通じて、消費回復の足枷になる可能性が高い。

## ユーロ圏企業の雇用見通しDI (「増加」-「減少」、%Pt)



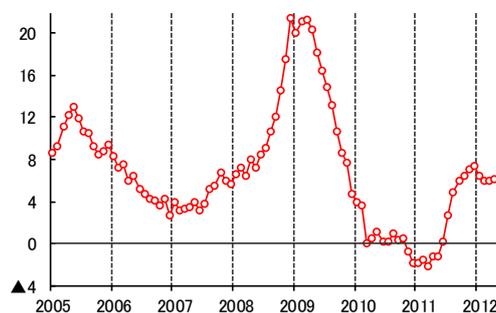
(出所) 欧州委員会

なお、4月の雇用見通しDIを国毎に見ると、ドイツの+2.6に対して、フランスが▲6.0、イタリアが▲10.4、スペインが▲15.7と、雇用面でもドイツの相対的な良さが確認できる。もっとも、そのドイツも昨年3月の+17.1から大幅に低下しており、今後も雇用情勢の改善が続くかどうかは予断を許さない。

一方、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り、増加基調が続くと見込まれるが、上記のような圏内需要の弱さを相殺するだけの力強さは期待できないであろう。

また、以上のような最終需要の動きの中で、ユーロ圏企業の在庫DIは依然として2009年11月以来の高水準で推移している。このため、企業各社は在庫調整を進めていくと考えられ、1~3月期にプラスとなった在庫投資の成長寄与度は再びマイナスに転じる可能性が高い。

## ユーロ圏企業の在庫DI (「過剰」-「不足」、%Pt)



(出所) 欧州委員会

## 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月期に再びマイナス成長となる可能性が高い。さらに、今年後半も景気の顕著な回復が期待し難いことから、2012年通年の成長率は▲0.5%と2009年以来のマ

イナスへ落ち込む見通しである。また 2013 年も、各国による財政健全化への取り組みがさらに続くと見込まれるため、中国や米国などへの輸出増や、家計や企業の資金調達環境の改善などを想定しても、0.5%程度の低成長にとどまる見通しである。そして、ユーロ圏全体での低成長が続く中で、財政再建に伴うデフレ圧力が弱まったドイツなどと、それ以外の国との間で、成長率の乖離が一段と進む可能性がある。

## ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2009	2010	2011	2012	2013
	実績	実績	実績	予想	予想
実質GDP	▲4.3	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	1.3	▲2.6	▲0.6
在庫投資(寄与度)	(▲1.0)	(0.7)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.0)
政府消費	2.5	0.5	▲0.0	▲0.7	▲0.6
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.7)	(1.1)	(0.7)	(0.7)
輸出	▲12.7	11.2	6.2	1.9	3.0
輸入	▲11.6	9.6	3.8	0.2	1.6

(出所) Eurostat