

ユーロ圏は 2013 年もほぼゼロ成長に（改訂経済見通し）

欧州債務問題に伴う金融市場の混乱は 8 月に入って小康状態となったが、9 月以降はギリシャ支援継続の可否やスペインが財政の全面支援に追い込まれる可能性などを巡り、再び緊張が高まり易くなろう。実体経済面では、4～6 月期の成長率が再びマイナスとなったほか、牽引役のドイツに内需減速の兆候が出始めた。さらに、スペインやイタリアでさらなる財政緊縮策が打ち出されたことなども踏まえると、ユーロ圏の成長率は、7～9 月期も前期比マイナスとなり、年間では 2012 年が▲0.5%のマイナス成長、2013 年も 0.3%とほぼゼロ成長にとどまる見通しである。

欧州債務問題は 9 月以降再び緊迫した局面に

8 月上中旬の欧州金融市場は、スペインとイタリアの国債利回り上昇やユーロ安に歯止めが掛かるなど、債務問題に伴う混乱が一旦小康状態となった。しかし、これには欧州が夏季休暇期間に入り、各国首脳や当局の表立った動きが少なかったことが影響している。9 月に入ると欧州債務問題に関連するイベントが相次ぐため、再び金融市場の緊張が高まり易くなろう。主な注目点は以下の通りである。

①ギリシャ支援の継続を巡る協議

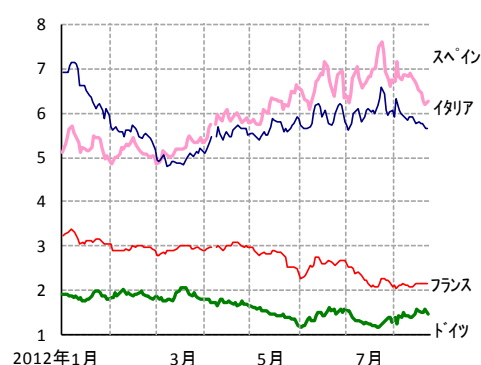
EU（欧州連合）や IMF（国際通貨基金）などは 9 月初めに、ギリシャ支援の継続に必要な審査、およびギリシャ政府との協議を再開

する。EU と IMF は、財政健全化計画の履行を条件に、2010 年から 2014 年にかけて総額 2,400 億ユーロの支援を行う予定としている。しかし、ギリシャでは、2012 年に▲7%前後のマイナス成長となる可能性が高まっており、今春表明したばかりの財政健全化計画が、税収の下振れなどで達成困難な状況に陥っている。こうした中で、EU と IMF は今年 5 月を最後に支援を凍結しており、ギリシャ政府の手元資金はこのままなら 9 月中にも底を尽くと見られている。

以上の状況に対し、6 月に発足したサマラス政権はひとまず、財政赤字削減の目標達成期限を 2 年延長することなど、支援条件の緩和と支援の継続を求めている。しかし、EU と IMF は、これまでも条件緩和や支援規模の拡大など、度々ギリシャ側の要請をなし崩し的に受け入れてきた経緯があるため、今回の協議ではギリシャに一段の財政緊縮策などを強く求める可能性が高く、調整の難航が予想される。このため、9 月に入ってから、財政健全化目標の緩和の可否、支援継続の可否、さらにはギリシャの国庫が枯渇して無秩序なデフォルト（債務不履行）に至る可能性などを巡って、金融市場が混乱するリスクがある¹。

なお、ギリシャの無秩序なデフォルトを回避するためには、そもそも上記のような現行支援策の継続だけでは不十分であり、いずれかの時点で支援規模の拡大、或いは債務の一部減免が必要になることは確実と考えられる。このため、今秋のイベントを乗り切ることができても、ギリシャは引き続き金融市場の不安

ユーロ圏主要国の 10 年国債利回り (%)



(出所) Bloomberg

(注) 直近値は8月22日。

¹ また、調整の難航は、既に申請済みのスペインの金融機関支援や、キプロスの財政支援を実行に移すための議論を遅らせる要因にもなりかねない。

定要因となろう。

②スペイン国債の大量償還と ECB による国債買い入れ策の具体化

また、スペインも今秋に大きな山場を迎えそうである。スペインは今年 9 月から年末にかけて総額 483 億ユーロの国債償還を予定しているが、このうちの 291 億ユーロが 10 月に集中している。

ラホイ政権は、既に金融機関の再建に用途を限定した支援を EU に要請したが、財政の全面支援については、追加の緊縮財政政策を強制されることや、EU と IMF に財政運営を厳しく監視されることになるため、要請を渋っている。しかし、国債利回りが再び上昇し、財政負担が一段と増していけば、スペインはいずれ全面的な支援要請に追い込まれると考えられる。

こうした状況下、ECB（欧州中央銀行）の対応が注目される。ECB のドラギ総裁は 8 月 2 日の定例理事会の後、2010 年 5 月から今年 3 月にかけて実施していた国債買い入れ策について、対象国が EFSF（または ESM）からも支援を受けることなどを条件に再開する用意があることを表明し、早ければ次回 9 月 6 日の理事会で新しい方法論を決める方針を示唆した。しかし、ドイツ連銀が買い入れ自体への反対姿勢を明確に示しているため、買い入れ規模や手法が金融市場において期待外れの結果となる可能性がある。

③ドイツ憲法裁判所判決

さらに、ドイツでは、ESM（欧州安定メカニズム）の設立について、憲法裁判所が合憲かどうかの判断を下すことになっている。ESM は、暫定機関の EFSF（欧州金融安定基金）を継承する恒久機関として 7 月に発足する予定であった。しかし、出資比率の約 3 割を占めるドイツで、他国救済のための公的資金拠出を決める権限は議会にないと野党議員らが提訴したため、ESM の設立を批准できずにいる。

現在のところ判決は 9 月 12 日に予定され、合憲の可能性が高いと見られている。ところが、8 月 13 日、欧州統合懐疑派の学識者らが、EU の最高裁である欧州司法裁判所が適法性に関する判断を示すまでドイツの判決を留保するよう新たに提訴したため、判決時期が後ずれする可能性が出ている。EFSF の実質的な支援余力が 1,500 億ユーロ程度²にとどまる中で、ESM の発足がさらに遅れれば、ギリシャとスペインへの追加支援リスクをカバーし切れない懸念がなお残ることになる。

以上の諸要因のほか、欧州債務問題を巡っては、深刻な景気後退に陥っているポルトガルで財政健全化計画が頓挫し追加支援が必要となる可能性、スロベニアで金融システム不安が高まり EU 支援が必要となる可能性、9 月 12 日のオランダ総選挙で他国への支援を容認しない勢力が躍進する可能性、などもある。

4～6 月期は再びマイナス成長

一方、実体経済面では、8 月 14 日に発表されたユーロ圏の 4～6 月期実質成長率（速報値）が前期比▲0.2%（年率▲0.7%）となった。ユーロ圏の成長率は、昨年 10～12 月期に前期比▲0.3%（年率▲1.3%）のマイナス成長となった後、今年 1～3 月期には同 0.01%（年率 0.1%）と一旦ゼロ成長まで戻ったが、4～6 月期に再びマイナス成長となった。

国毎に見ると、イタリア（1～3 月期前期比▲0.8%→4～6 月期▲0.7%）が 4 四半期連続、スペイン（▲0.3%

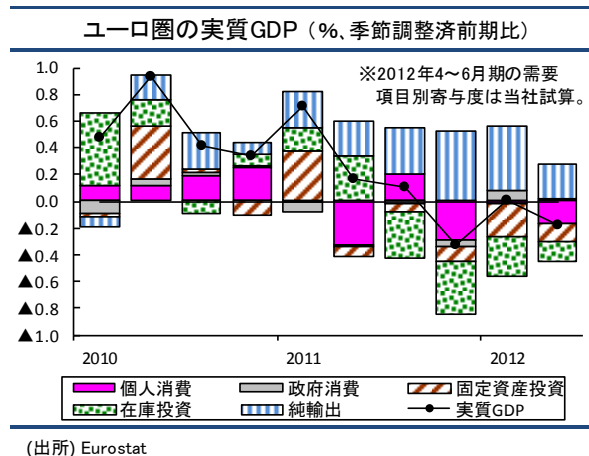
² スペインの金融機関支援で最大額の 1,000 億ユーロが必要になると想定。

→▲0.4%) が 3 四半期連続、ポルトガル (▲0.1%→▲1.2%) が 7 四半期連続のマイナス成長となり、債務問題に直面する国々を中心に深刻な景気後退に陥っている状況が確認された³。また、4～6 月期は、国内第 1、第 2 の経済大国であるドイツ (0.5%→0.3%) とフランス (0.03%→▲0.05%) の景気牽引力にも陰りが見られた。

需要項目毎の内訳は、ユーロ圏全体では未発表 (9 月 6 日公表予定) である。しかし、既に公表されたフランス、オランダ、オーストリアの内訳や、各種経済指標の動きなどに基けば、個人消費の減少ペースが加速したことや、輸出の伸びが鈍化したことが、再びマイナス成長になった主因と考えられる。具体的には以下の通りである。

個人消費の減少ペースが加速

まず、個人消費は 3 四半期連続で減少し、4～6 月期の減少率は 1～3 月期の前期比▲0.02%から拡大したと見られる。乗用車販売台数の減少率が 1～3 月期の前期比▲7.1% (当社試算の季節調整値) から 4～6 月期には同▲0.4%へと縮小したが、一方で、小売販売 (実質、除く自動車) が 1～3 月期の 0.2%から 4～6 月期には▲0.7%へと落ち込んだ。国毎では、既にフランスが 1～3 月期の 0.1%から 4～6 月期には▲0.2%とマイナスに転じたことが判明している。一方、ドイツは、1～3 月期の 0.4%に続いて 4～6 月期も増加したと当局が明らかにしたが、具体的な伸び率は未発表である。



純輸出の成長寄与度は低下

また、4～6 月期の輸出は、1～3 月期の前期比 1.0%から伸びが鈍化したと見られる。通関額ベースでは、1～3 月期の前期比 2.6%から 4～6 月期には同 0.1%へとほぼ横這いとどまった。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 1～3 月期の前期比 3.7%から 4～6 月期には同 0.6%へと伸びが鈍化し、残りの 5 割弱を占めるユーロ圏加盟国間の貿易取引が 1～3 月期の前期比 1.5%から 4～6 月期には同▲0.4%へと減少に転じた。このうち、ユーロ圏外向けの伸びの鈍化は、米国向け (1～3 月期 7.2%→4～6 月期 0.1%) が化学製品を中心に減速したほか、中国向け (3.1%→▲2.7%) が金属などの素原材料を中心に減少に転じたことが主因である。

一方、4～6 月期の輸入は 3 四半期連続で減少したが、減少率は 1～3 月期の前期比▲0.2%とほぼ同程度となり、この結果、成長率に対する純輸出 (輸出－輸入) の寄与度は 1～3 月期の 0.49%Pt から低下した見込みである。通関額ベースの輸入の伸びは、1～3 月期の前期比 2.6%から 4～6 月期は同▲1.5%と減少に転じたが、これは、圏内需要の低迷に加えて、1～2 月の寒波に伴い各国から鉱物性燃料の調達を増やす動き⁴が一巡したためである。

³ なお、ギリシャの季節調整済前期比は公表が取り止められているが、公表済みの前年同期比は 1～3 月期の▲6.5%から 4～6 月期には▲6.2%とマイナス幅が縮小した。ギリシャ景気は依然として厳しいが、4～6 月期の悪化ペースはやや緩んでいた模様である。また、アイルランドの 4～6 月期 GDP は未発表であるが、鉱工業生産の前期比が 1～3 月期の▲2.7%から 4～6 月期には 4.7%のプラスに転じたことから、GDP の前期比も 1～3 月期の▲1.1%から 4～6 月期はプラスに転じたと見られる。

⁴ 1～3 月期の輸入は、鉱物性燃料のシェアが一時的に高まったことから、GDP 統計の実質ベースでは前期比▲0.2%と減少したが、通関額は価格要因によって押し上げられ、前期比 2.6%とプラスになった。

固定資産投資の減少や在庫調整も続く

それから、固定資産投資は、1～3 月期の前期比▲1.4%から減少率が縮小したが、4～6 月期にかけて 5 四半期連続で減少した模様である。固定資産投資の 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 1～3 月期に前期比▲4.1%と大幅に落ち込んだ後、4～6 月期には同▲0.2%と、寒波の影響が一巡して減少率は縮小したが、プラスに転じるまでには至らなかった。そして、残りの 5 割弱を占める機械設備投資は、一致指標の資本財販売（実質、自国内向け、17 ヶ国合計）が 1～3 月期の前期比▲0.3%を上回る減少率になったと見られる。具体的には、17 ヶ国ベースの 4～5 月平均が 1～3 月期の平均を 3.0%下回ったほか、ドイツの 6 月分が 4～5 月平均をさらに 0.1%下回る水準になった⁵。このため、17 ヶ国での 4～6 月期の減少率は、5 月までのラップからさらに広がったと見込まれる。

さらに、在庫投資の成長寄与度は、昨年 7～9 月期から今年 4～6 月期にかけて 4 四半期連続のマイナスになったと見られる。ユーロ圏では企業の在庫過剰感が強まる中（詳細は後述）で、1～3 月期に在庫投資が 2009 年 10～12 月期以来のマイナス、すなわち在庫残高が削減される局面に転じたが、4～6 月期には在庫残高の削減幅がさらに広がった可能性が高い。

一方、政府消費は、1～3 月期に 5 四半期ぶりの前期比プラス（0.4%）となった後、4～6 月期も微増となった模様である。ユーロ圏全体では財政悪化国を中心に緊縮財政が続いているため、政府消費は減少基調にあると考えられるが、今年前半は、フランスが 2 四半期連続で前期比 0.5%増となったことなどから、小幅増となった。もっとも、フランスの増加については、4～5 月の大統領選挙や 6 月の総選挙に伴う支出が一因との見方があることから、持続性は乏しいと考えられる。

緊縮財政の継続などから景気低迷は長期化へ

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、圏内需要を下押しする要因が依然として多いことから、景気低迷が長引く可能性が高い。

最大の要因は、各国で財政赤字の削減に向けた取り組みが続くことである。特に、スペインやイタリアが 7 月に新たな財政緊縮策を示したことを踏まえると、財政悪化国で一段と景気下押し圧力が強まると見込まれる。

スペイン政府は、7 月のユーロ圏財務相会合で財政健全化目標⁶の達成時期を 2014 年へ 1 年先送ることを取り付けたが、その引き換えとして、①付加価値税率の引き上げ（18%→21%、9 月から）、②新たなエネルギー税や道路交通料金の導入、③地方政府の予算削減などの追加緊縮策を発表した。スペイン政府はこの追加策により、財政赤字を 2014 年までに 650 億ユーロ（GDP の 6.1%分）削減できるとしている。また、イタリアも 7 月、医療支出や国家公務員の削減などにより、2014 年までに歳出規模を 260 億ユーロ（GDP の 1.6%分）圧縮する方針を打ち出し、8 月 7 日に成立した。

また、以上とは別に、今年前半の政府消費がフランスを中心に一時的要因によって増加したと見られることから、7～9 月期以降の政府消費に反動減が生じる可能性も高い。

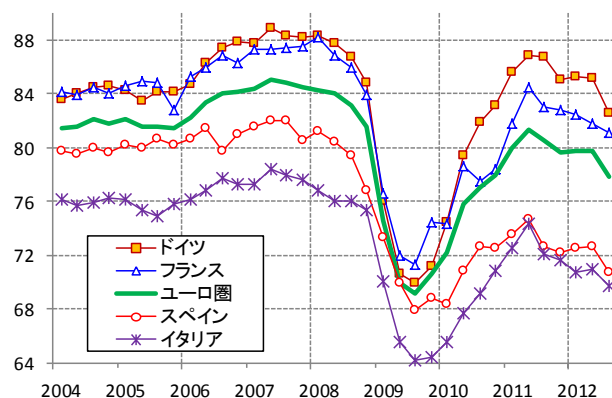
⁵ 前月比では▲0.5%。そして、4～6 月期は前期比▲1.5%と、1～3 月期の同 1.4%増から減少に転じた。

⁶ 2011 年の時点で 8.9%に上った財政赤字の GDP 比を 3%以内に引き下げること。

ドイツの設備投資と雇用の先行きにも暗雲

財政要因以外では、設備稼働率の低迷が当面の固定資産投資に対する下押し圧力となろう。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7月も77.8%と4月の79.7%からさらに低下した。国毎に見ると、フランス(2005年平均84.3%→今年7月81.1%)、イタリア(75.6%→69.7%)、スペイン(80.3%→70.7%)は、いずれもリーマンショック以降、2005年の平均を下回る状況が続いている。そして、ドイツは昨年1月から今年4月にかけて、2005年の平均(84.0%)を上回る水準を維持してきたが、7月に82.6%へと低下した。すなわち、稼働率から見る限り、企業活動が相対的に活発なドイツにおいても、設備投資を増やす誘因が小さくなってきている。

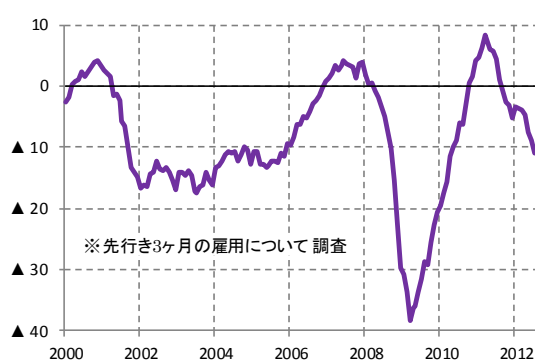
ユーロ圏鉱工業の設備稼働率(%)



(出所) 欧州委員会

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月にマイナス(「減少」超)に転じ、さらに今年7月にかけて悪化傾向を辿っていることに加え、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6月の時点で11.2%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、賃金の抑制や消費者マインドの慎重化を通じて、消費回復の足枷となろう。

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、国毎の雇用見通しDIを見ると、スペイン(7月▲20.5)

は2007年8月から、イタリア(▲12.0)は2008年2月からマイナスの状況が続いている。また、フランス(▲15.2)は、2010年12月から昨年8月にかけて一旦プラス(「増加」超)へ回復したが、その後は再びマイナスに転じ、直近ではイタリアを下回る水準まで悪化している。そして、ドイツは、昨年3月にはDIが+17.1まで上昇し、労働需要の旺盛さが際立っていたが、今年5月に2010年7月以来となるマイナスに転じ、7月には▲6.3と、6月の▲1.1から大幅な悪化となった。このように、足元では、ドイツの雇用情勢も悪化に向かう兆候がある。

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。

⁷ なお、ドイツの失業率(ドイツ連銀による公表値)は、2009年7月の8.3%から昨年12月には6.8%(比較可能な1991年12月以降で最低の水準)まで低下し、その後今年7月にかけて横這いとなっている。

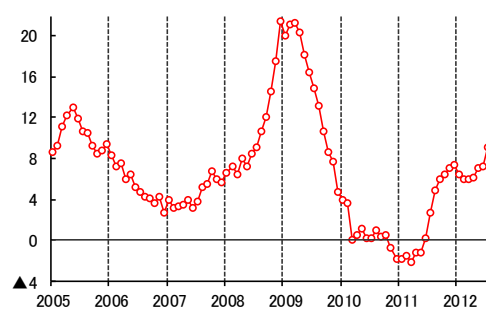
また、以上のような最終需要の動きの中で、ユーロ圏企業の在庫DIは、2011 年前半に 2009 年 11 月以来の水準で高止まっていたが、7 月に入ってさらに上昇する展開となっている。こうした中で、企業はさらに在庫調整を進めていくと考えられる。

2012 年の成長率は▲0.5%、2013 年も 0.3%にとどまる見通し

以上より、ユーロ圏経済は、今年 7～9 月期もマイナス成長となる可能性が高い。また、10～12 月期も景気の明確な回復は期待し難く、2012 年通年の成長率は 2009 年以来のマイナスとなる見通しである。さらに、2013 年についても、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、ゼロ%台前半の低成長にとどまる見通しである。

なお、当社は今回、2012 年の成長率について、4～6 月期に政府消費が想定外の増加となったことや、圏内民需と輸入が予想を下回ったことなどを受けて、予想値の改訂を行った。具体的には、政府消費（前年比▲0.5%→▲0.2%）を上方修正した一方、個人消費（▲0.4%→▲0.7%）、在庫投資（寄与度▲0.6%Pt→▲0.8%Pt）、輸入（▲0.6%→▲1.0%⁸）をそれぞれ下方修正し、その結果、成長率を前回と同じ▲0.5%とした。一方、2013 年については、政府消費の減少が 2012 年前半に一服した反動や、ドイツ景気が従来予想以上に減速する可能性などを勘案し、政府消費（▲0.5%→▲0.9%）、個人消費（0.2%→▲0.3%）、固定資産投資（▲0.6%→▲1.5%）、輸入（1.6%→1.3%）の各項目を下方修正し、その結果、成長率を前回の 0.5%から 0.3%へと下方修正した。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

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	▲4.4	2.0	1.5	▲0.5	0.3
個人消費	▲1.2	0.9	0.2	▲0.7	▲0.3
固定資産投資	▲12.4	▲0.0	1.4	▲2.8	▲1.5
在庫投資(寄与度)	(▲1.0)	(0.6)	(0.2)	(▲0.8)	(0.3)
政府消費	2.6	0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.9
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(0.7)	(1.0)	(1.3)	(0.7)
輸出	▲12.7	11.2	6.2	2.0	2.8
輸入	▲11.4	9.6	4.0	▲1.0	1.3

(出所) Eurostat

⁸ 成長率に対しては上方修正要因となる。