

2013 年も欧州が世界経済回復の重石に（改訂経済見通し）

財政悪化国が突発的な債務不履行に陥るリスクは低下したが、ギリシャの財政健全化目標の先延ばしや、ユーロ圏景気の悪化は、財政健全化という欧州債務問題の根本的なゴールをむしろ遠退かせている。そのような中で、ユーロ圏の成長率は 2012 年に▲0.5%とマイナスに転じ、ユーロ圏外向け輸出の持ち直しが期待される 2013～2014 年も、それぞれ 0.3%、1.0%にとどまると予想される。

欧州債務問題の解決は遠退いている

欧州債務問題では、ギリシャへの支援再開を巡って支援側の協議が難航しており、現時点（11 月 24 日）で支援再開が決まっていない。11 月 12 日に開催されたユーロ圏財務相会合では、同国の財政健全化目標（2014 年までに財政赤字の GDP 比を 3%以内に収める）を 2 年先延ばしすることまでは合意を取り付けた。しかし、期限延長に伴い追加的に必要となった約 330 億ユーロの支援資金を確保する方法について、意見の隔たりを埋められずにいる。具体的には、ユーロ圏各国政府や ECB（欧州中央銀行）が保有するギリシャ国債の債務削減（ヘアカット）に踏み切るべきとする IMF（国際通貨基金）の主張に対し、ドイツやオランダなどが国民負担の増加につながるとして強く反対し、ギリシャ政府への融資金利の引き下げなどで対応することを求めている模様である。この議論は、その後 20 日に開催された臨時財務相会合でも決着できず、26 日に改めて臨時会合を開催することになっている。

ギリシャ政府は、11 月 13 日の短期国債入札により約 40 億ユーロの調達に成功した結果、11 月中に資金が枯渇する事態は辛うじて免れた。しかし、資金繰りが極めて厳しい状況に変わりはないため、26 日の協議が決裂すれば、ギリシャの資金枯渇懸念が再燃し、金融市場の波乱要因となる可能性がある。

一方、ESM（欧州安定メカニズム）による大型支援や ECB による無制限の国債購入の対象になると見込まれるスペインについては、依然として政府による支援要請が行われていない。これは、ECB が新たな国債購入の枠組みを決めた 9 月以降、10 年物国債利回りが 6%を下回ったため、政府内に支援要請を急ぐ必要性が薄れたとの認識が出ているためである。しかしながら、①来年 1 月に 198 億ユーロの大規模な国債償還¹が予定されていること、②17 の地方自治州のうち、資金繰りに窮して中央政府に支援を求める自治州が現在の 9 州からさらに増える可能性が高い²ため、中央政府が設けた支援基金の規模を現在の 180 億ユーロから増額する必要があることなどを踏まえると、金融市場で国債利回りが再び上昇し、スペイン政府が支援要請に追い込まれる可能性は依然として高いと考えられる。

確かに、ECB が 8～9 月に新たな無制限の国債購入策を打ち出したことや、ESM が 10 月に常設の金融安全網として稼働を始めたことを受けて、財政悪化国が突発的な債務不履行に陥るリスクは低下した。しかしながら、当局による支援という対症療法だけで、欧州債務問題を解決させることは根本的に不可能であ

¹ 年間償還予定額の 16%に相当。

² 既に大半の自治州が、債券市場で資金調達できなくなっている。

り、やはりユーロ圏各国の財政健全化が欠かせない。今回決まったギリシャの財政健全化目標の先延ばしや、後述の通り、ユーロ圏景気の悪化が続いていることは、問題解決をむしろ遠退かせていると見るべきであろう。

7～9 月期は 4 四半期連続のマイナス成長

実体経済については、11 月 15 日に発表されたユーロ圏の 7～9 月期実質成長率（速報値）が前期比▲0.1%（年率▲0.2%）と、4～6 月期の同▲0.2%（年率▲0.7%）からは減少幅が縮小したものの、昨年 10～12 月期以降 4 四半期連続のマイナス成長となった。

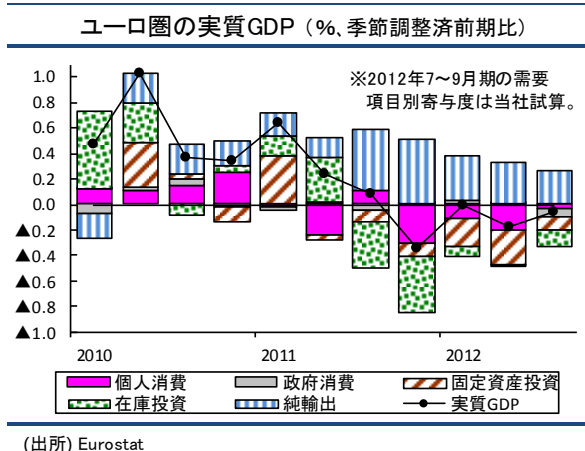
国毎に見ると、ドイツ（4～6 月期前期比 0.3%→7～9 月期 0.2%）がプラスを維持したほか、フランス（▲0.1%→0.2%）も 3 四半期振りにプラスに転じた。しかし、イタリア（▲0.7%→▲0.2%）、スペイン（▲0.4%→▲0.3%）がともに 5 四半期連続のマイナス成長となり、主に債務問題に直面する国々がユーロ圏全体の景気を下押し³している姿が鮮明になった。

また、7～9 月期は圏内第 5 の経済規模である オランダ（0.1%→▲1.1%）が大幅なマイナスとなった。同国では 2008 年に 住宅バブルが崩壊し、現在も年 4%前後のペースで住宅価格の下落が続いている。加えて、家計の債務残高は 2011 年末時点で可処分所得の 2.5 倍で、2010 年までの上昇に歯止めは掛かったものの、依然としてバブル初期である 2000 年の 1.5 倍を大幅に超過している。そして、こうした 住宅価格の下落や家計の過剰債務が、固定資産投資や個人消費の持続的減少につながっており、特に 7～9 月期は固定資産投資の減少率が前期比▲3.1%へと拡大した。以上のような内需の縮小に対し、2012 年前半は輸出の増加がカバーしたため、辛うじてプラス成長を確保していた。しかし、ユーロ圏内需要の低迷が続く中で、7～9 月期は 輸出が同▲2.4%と息切れしたため、景気の脆弱性が露呈する結果となった。オランダは、政府債務残高が GDP の 65.5%（2011 年）と、ドイツの 80.5%を下回っていることなどから、財政状況が比較的良好な国とされる。しかし、実体経済の状況は芳しくなく、特に家計の過剰債務は悪化に歯止めが掛かったに過ぎない。

圏内需要の縮小続く

需要項目毎の内訳は、ユーロ圏全体では未発表（12 月 6 日公表予定）である。しかし、既に公表されたフランス、スペイン、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、7～9 月期のマイナス成長は、以下の通り、圏内需要の縮小が続き、輸出がそれをカバーできなかったためと考えられる。

まず、個人消費は、4～6 月期の前期比▲0.4%からマイナス幅は縮小したが、7～9 月期も減少した模様である。小売販



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 4～6 月期の▲6.3%から 7～9 月期には▲7.2%とマイナス幅が拡大しており、景気悪化ペースが加速している状況が窺える。また、アイルランドの 7～9 月期 GDP は未発表であるが、鉱工業生産の前期比が 4～6 月期の 3.1%から 7～9 月期には▲4.5%のマイナスに転じたことを勘案すると、GDP の前期比も 4～6 月期の 0.01%から 7～9 月期はマイナスに転じた可能性が高い。

売（実質、除く自動車）が4～6月期の▲0.7%から7～9月期には0.4%と持ち直したが、一方で、乗用車販売台数が4～6月期に前期比▲1.3%（当社試算の季節調整値）となった後、7～9月期には同▲2.9%と減少率が拡大した。国毎には、フランス（4～6月期前期比▲0.1%→7～9月期0.3%）がプラスに転じたが、オーストリア（0.01%→0.04%）が横這いとどまり、スペイン（▲0.9%→▲0.5%）とオランダ（▲0.3%→▲0.6%）の減少が続いたことが既に判明しており、4ヶ国の加重平均（▲0.4%→▲0.1%）は7～9月期もマイナスとなった。また、ドイツは、4～6月期の0.4%に続いて7～9月期も増加したと当局が明らかにした（具体的な伸び率は未発表である）が、小売販売（0.2%→▲0.4%）、乗用車販売（▲5.3%→▲0.4%）ともに減少したことを勘案すると、僅かな伸びであり、さらにイタリア⁴が減少した見込みなども考慮すれば、ユーロ圏全体ではマイナスになったと考えられる。

固定資産投資も、4～6月期の前期比▲1.5%から減少率が縮小したが、機械設備投資を中心に7～9月期も減少したと見られる。固定資産投資の5割強を占める建設投資については、一致指標の建設活動指数が4～6月期に前期比0.3%と下げ止まった後、7～9月期も0.1%とほぼ横這いになった。しかしながら、残りの5割弱を占める機械設備投資については、一致指標の資本財販売（実質、自国内向け、17ヶ国合計）が、4～6月期に比べて小幅ながら減少したと見られる。具体的には、17ヶ国ベースの7～8月平均が4～6月期の水準を1.3%上回っていたが、9月は大きく落ち込んだと見られ⁵、7～9月期の前期比は最終的に微減になったと見込まれる。

また、政府消費は、4～6月期に前期比横這い（0.01%）となった後、7～9月期は昨年7～9月期以来の減少となった模様である。判明している国毎の動きを見ると、フランス（4～6月期前期比0.4%→7～9月期0.4%）とオーストリア（0.4%→0.5%）が増勢を維持したが、オランダ（▲0.2%→▲0.1%）とスペイン（▲0.6%→▲2.4%）の減少が続き、特に緊縮財政を強化しているスペインの落ち込みが顕著となった。4ヶ国の加重平均は4～6月期の0.1%から7～9月期には▲0.3%とマイナスに転じたが、全17ヶ国ベースでも財政悪化国を中心に減少したと考えられる。

そして、在庫投資の成長寄与度は、昨年7～9月期から今年7～9月期にかけて5四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、今年4～6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、7～9月期も在庫残高の削減が続いた可能性が高い。

純輸出の成長寄与度は変わらず

一方、7～9月期の輸出は、4～6月期の前期比1.3%からプラス幅が小幅に拡大したと見られる。通関額ベースでは、4～6月期の前期比0.3%から7～9月期には同1.0%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0.8%から7～9月期には同1.5%へと伸びを強め、残りの5割弱を占めるユーロ圏加盟国間の貿易取引も、4～6月期には同▲0.3%と減少していたが、7～9月期には同0.5%と増加に転じた。

しかしながら、7～9月期の輸入も、4～6月期の同0.6%から伸びを強めたため、成長率に対する純輸出（輸

⁴ 小売販売の7～8月平均は4～6月期の水準を0.4%下回り、7～9月期の乗用車販売台数は前期比▲5.8%と落ち込んだ。

⁵ 速報性のあるドイツの9月分は前月比で▲4.2%となり、7～8月平均を4.8%も下回った。

出—輸入)の寄与度は4~6月期の0.3Ptとほぼ同程度にとどまったと見られる。通関額ベースの輸入は、4~6月期の前期比▲1.3%から7~9月期には同0.5%と増加に転じた。もっとも、圈内需要の低迷が続く中で、7~9月期の輸入増は一時的と考えるのが自然であろう。

なお、ユーロ圏外向け輸出を仕向地別に見ると、中国向け(4~6月期▲3.0%→7~9月期▲1.7%)の減少が続く、ロシア向け(3.0%→0.9%)や中南米向け(2.8%→1.0%)の伸びが鈍化したものの、米国向け(0.3%→4.7%)やASEAN向け(▲1.0%⁶→5.5%)が復調し、全体を牽引した。

緊縮財政の継続などから景気低迷は長期化へ

先行きについても、以下の諸点を踏まえると、景気低迷がさらに長引く可能性が高い。低迷が長引く最大の要因は、各国で財政赤字の削減に向けた取り組みがなお続くことである。欧州委員会が11月7日に発表した秋季経済見通しによれば、ユーロ圏全体の財政収支対GDP比は、2012年に▲3.3%と前年(▲4.1%)から0.8Pt改善した後、2013年にはさらに0.7Pt(▲2.6%)、2014年には0.1Pt(▲2.5%)改善する見込みとなっている。これは、2013年中の緊縮財政に伴う景気下押し圧力の強さが概ね2012年並みとなり、また2014年も財政面からの逆風が残る可能性を示唆している。

中でも、2013年については、ユーロ圏全体では、歳出(金利支払を除く)の伸びが1.1%と、2012年の0.7%よりも若干高まるが、歳入(2.8%)を、名目成長率(1.6%)を上回るペースで増やすことによって財政収支を改善させることになっている。このため、特に増税などを通じた個人消費への下押し圧力が残ると見込まれる。

なお、財政健全化に向けた国毎の進捗状況は様々であり、ドイツは2012年の段階で収支均衡が視野に入ってきている。一方、その他の国々は2013年以降も取り組みを続ける必要があり、スペインは、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、ポルトガル⁷は増税を、アイルランドとギリシャ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。

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	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
ユーロ圏17ヶ国	▲ 6.2	▲ 4.1	▲ 3.3	▲ 2.6	▲ 2.5	0.7	1.1	2.1	2.8	2.8	2.5	0.9	1.6	3.0
ドイツ	▲ 4.1	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	2.0	3.3	3.3	3.1	2.9	3.5	2.1	2.2	3.6
フランス	▲ 7.1	▲ 5.2	▲ 4.5	▲ 3.5	▲ 3.5	2.6	2.6	2.8	3.9	4.6	2.8	1.9	1.9	2.9
イタリア	▲ 4.5	▲ 3.9	▲ 2.9	▲ 2.1	▲ 2.1	▲ 0.0	▲ 0.2	0.8	3.4	1.6	1.4	▲ 0.9	1.0	2.5
スペイン	▲ 9.7	▲ 9.4	▲ 8.0	▲ 6.0	▲ 6.4	▲ 4.6	▲ 5.4	0.7	0.3	1.6	▲ 0.2	▲ 1.2	0.4	2.3
ギリシャ	▲ 10.7	▲ 9.4	▲ 6.8	▲ 5.5	▲ 4.6	▲ 4.9	▲ 7.9	▲ 4.6	▲ 2.9	▲ 5.0	▲ 1.1	▲ 6.5	▲ 5.4	0.2
ポルトガル	▲ 9.8	▲ 4.4	▲ 5.0	▲ 4.5	▲ 2.5	▲ 9.5	2.0	▲ 4.1	▲ 9.7	3.6	1.4	▲ 2.7	0.5	2.0
アイルランド	▲ 30.9	▲ 13.4	▲ 8.4	▲ 7.5	▲ 5.0	▲ 12.2	▲ 5.0	▲ 3.1	0.3	1.6	4.2	2.1	2.4	3.7

(資料) 欧州委員会「秋季経済見通し」(2012年11月)

(注) ポルトガルの2013年の歳出が増加するのは、公務員向け夏期・クリスマス休暇手当のカット幅を縮小するため(2012年に開始したが、憲法裁判所が違憲判決を下したため見直し)。

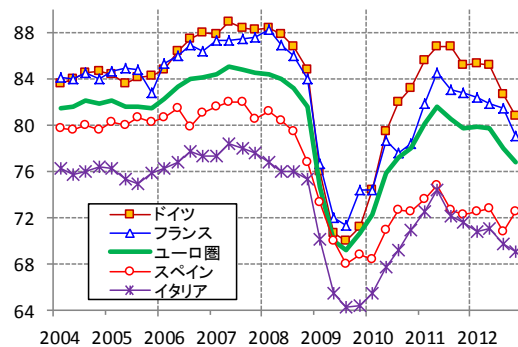
⁶ 4~6月期の減少には1~3月期に前期比12.7%と急増したことの反動が含まれており、ASEAN向け輸出は拡大基調である。

⁷ ポルトガルは、公務員向け休暇手当の大幅カットが憲法裁判所から違憲判決を受けたため、歳入の引き上げによって2013年の収支改善を図らざるを得ない状況にある。

設備投資と雇用の抑制もさらに続く

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10月は76.8%と、7月の77.9%からさらに低下した。10月の状況を国毎に見ると、ドイツ(2005年平均84.0%→今年10月80.7%)、フランス(84.3%→79.0%)、イタリア(75.6%→69.0%)がいずれも低下し、2005年の平均からさらに遠ざかった。一方、スペインは7月の70.7%から10月には72.5%へと上昇したが、2005年の平均(80.3%)から大幅に落ち込んだ状況に変わりはない。すなわち、稼働率から見る限り、各国で設備投資を増やす誘因は当面小さいと考えられる。

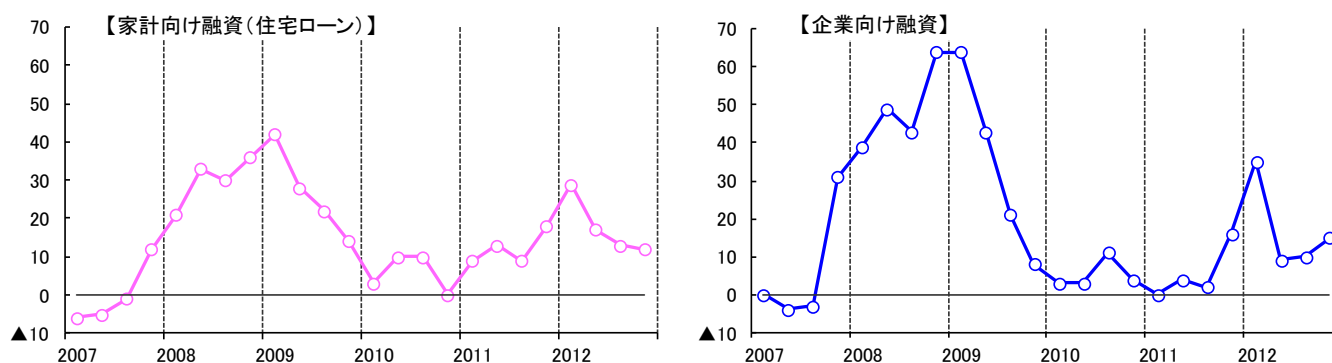
ユーロ圏鉱工業の設備稼働率(%)



(出所) 欧州委員会

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。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を受けて、今年4月に頭打ちとなったが、10月の水準は家計向けが12%Pt、企業向けが15%Ptと、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。特に企業向けについては、7月、10月と再び厳格化している。こうした状況も、固定資産投資の回復を妨げる要因と考えられる。

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)

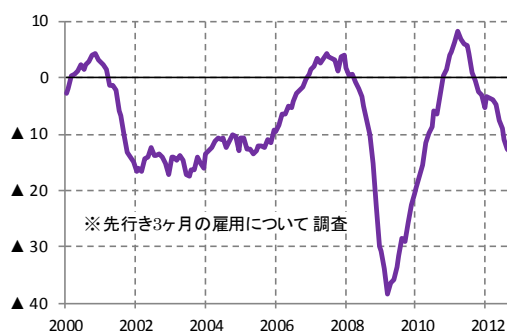


(資料) ECB "The Euro Area Bank Lending Survey"

さらに、雇用情勢の悪化が、賃金の抑制や消費者マインドの慎重化を通じて、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10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。

なお、国毎の雇用見通しDIを見ると、スペイン(10月▲13.1)

ユーロ圏企業の雇用見通しDI(「増加」-「減少」、%Pt)



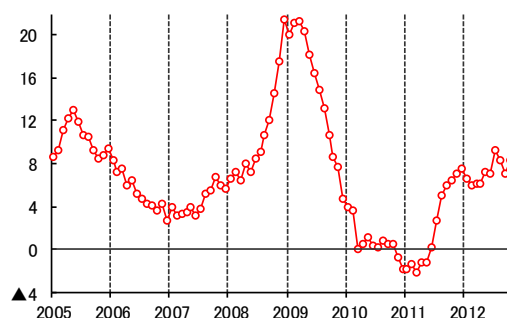
(出所) 欧州委員会

は 2007 年 8 月から、イタリア (▲12.5) 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 (▲21.4) 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、直近ではイタリアやスペイン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、10 月には ▲10.0 まで低下した。このように、足元では、ドイツでも雇用抑制の動きが広がっている。

一方、輸出については、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、世界景気の拡大ペースが緩やかな中では、上述した圈内需要の弱さを相殺するだけの力強さは期待し難い。

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 2009 年 10 月以来のレベルから改善する兆しが窺えず、むしろ今年 10 月には 8.3 と、9 月の 7.0 から上昇した。このため、企業による在庫調整はなお続く見込まれる。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

成長率は 2012 年 ▲0.5%、2013 年 0.3%、2014 年 1.0% と予想

以上に基つけば、ユーロ圏経済は、今年 10～12 月期もマイナス成長が続き、2012 年通年でも 2009 年以來のマイナス成長になると予想される。2013 年以降については、ユーロ圏外向け輸出の伸びが高まると期待されるが、圈内各国による財政健全化への取り組みが 2013 年を中心にさらに続くため、2013 年はほぼゼロ成長、2014 年も 1%程度の成長にとどまると予想される。

なお、今回、7～9 月期の輸出入が想定以上に伸びた模様であることや、4～6 月期 GDP の遡及改訂により個人消費と固定資産投資が下方へ、在庫投資が上方へそれぞれ修正されたこと、在庫調整の持続などにより 10～12 月期のマイナス成長が続く可能性が高まっていることなどを踏まえ、予想値を改訂した。具体的には、2012 年について、輸出 (前年比 2.6%→3.4%) と輸入 (▲0.3%→0.1%)⁸、在庫投資 (寄与度 ▲0.7%Pt→▲0.6%Pt) をともに上方修正した一方、個人消費 (▲0.8%→▲1.0%)、固定資産投資 (▲2.8%→▲3.5%) を下方修正し、その結果、成長率は前回と同じ ▲0.5% となった。2013 年については、輸出 (2.8%→4.0%)、輸入 (1.3%→2.0%) を上方修正したが、他の需要項目については概ね据え置き、その結果、成長率は前回から変わらずの 0.3% となった。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想	2014 予想
実質GDP	2.0	1.4	▲0.5	0.3	1.0
個人消費	0.9	0.1	▲1.0	▲0.4	▲0.1
固定資産投資	▲0.1	1.4	▲3.5	▲1.8	▲0.1
在庫投資(寄与度)	(0.6)	(0.2)	(▲0.6)	(0.1)	(0.2)
政府消費	0.7	▲0.1	▲0.2	▲0.9	▲0.4
純輸出(寄与度)	(0.7)	(1.0)	(1.4)	(1.0)	(1.0)
輸出	11.1	6.3	3.4	4.0	4.4
輸入	9.6	4.1	0.1	2.0	2.4

(出所) Eurostat

⁸ 輸入の上方修正は、成長率に対しては下方修正要因となる。