

2013 年のユーロ圏は小幅マイナス成長に（改訂経済見通し）

各国の財政健全化に伴う個人消費や政府消費への下押し圧力が長期にわたって残存することに加え、今年前半は、昨夏からのユーロ高が輸出の回復を阻むほか、在庫調整も続くことから、成長率が前期比でゼロ前後にとどまる見込みである。このため、2013 年通年のユーロ圏経済は、2012 年の▲0.5%に続きマイナス成長を余儀なくされよう。しかし、今年前半の ECB による利下げとそれに伴うユーロ再下落によって、今年後半から輸出が復調し、さらに、企業主導で固定資産投資の減少に徐々に歯止めが掛かっていく展開も予想される。その結果、2013 年成長率のマイナス幅は▲0.2%にとどまり、2014 年には成長率が 1%程度へ高まる見通しである。

昨年 10～12 月期の成長率はマイナス幅拡大

ユーロ圏では、2 月 14 日に昨年 10～12 月期の実質成長率（速報値）が発表され、前期比▲0.6%（年率▲2.3%）と、2011 年 10～12 月期以降 5 四半期連続のマイナス成長となり、マイナス幅は 5 四半期の中で最大となった。

国毎に見ると、イタリア（7～9 月期前期比▲0.2%→10～12 月期▲0.9%）、スペイン（▲0.3%→▲0.7%）がともに 6 四半期連続、ポルトガル（▲0.9%→▲1.8%）が 9 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悪化に陥っている状況が確認された¹。また、10～12 月期は中核国の景気も落ち込み、ドイツ（0.2%→▲0.6%）が 4 四半期振り、フランス（0.1%→▲0.3%）が 2 四半期振りのマイナス成長に転じた。

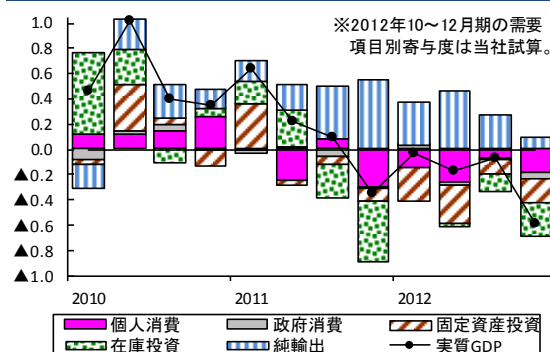
ユーロ圏全体に関する需要項目毎の内訳は未発表（3 月 6 日公表予定）である。しかし、既に公表されたフランス、オランダ、オーストリアの内訳や、各種経済指標の動きなどに基けば、10～12 月期は以下の通り、圈内需要の減少率が拡大し、輸出も減少に転じたと考えられる。

圈内需要の減少率が拡大

まず、個人消費は、7～9 月期の前期比▲0.1%からマイナス幅が拡大した模様である。関連指標の動きを見ると、小売販売（実質、除く自動車）が 7～9 月期の前期比▲0.03%から 10～12 月期には同▲1.6%へ、乗用車販売台数が 7～9 月期の同▲3.0%（当社試算の季節調整値）から 10～12 月期には同▲3.8%へ、いずれも減少率が拡大した。また、GDP ベースの数値を公表済みの国では、フランス（7～9 月期前期比 0.3%→10～12 月期 0.2%）が引き続きプラスとなったが、オランダ（▲0.4%→▲1.1%）、オーストリア（▲0.04%→▲0.1%）の減少率が拡大し、3 ヶ国の加重平均（0.1%→▲0.1%）はマイナスに転じた。

¹ 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 7～9 月期の▲6.7%から 10～12 月期には▲6.0%とマイナス幅が縮小しており、景気の厳しい状況は続いているものの、10～12 月期は一旦悪化に歯止めが掛かった可能性が窺える。また、アイルランドの 10～12 月期 GDP は未発表である。

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）

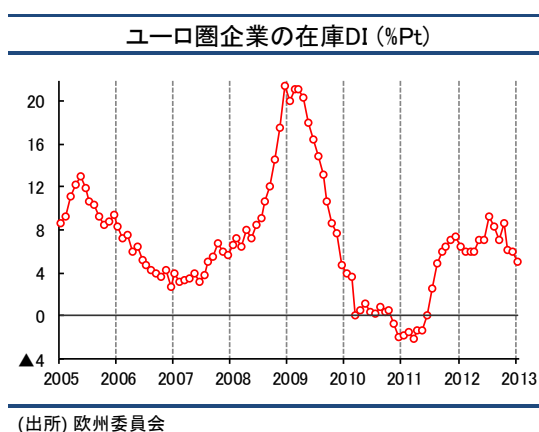


（出所）Eurostat

また、固定資産投資も、7～9 月期の前期比▲0.6%から減少率が拡大したと見られる。固定資産投資の 5 割強を占める建設投資について、一致指標の建設活動指数を見ると、7～9 月期に前期比 0.05%増となった後、10～12 月期は 7～9 月期の水準を 1.5%下回った。また、残りの 5 割弱を占める機械設備投資について、一致指標で速報性の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 7～9 月期には前期比 1.4%と増えたが、10～12 月期には同▲4.7%へと減少に転じた。さらに、ドイツからユーロ圏内向け（除くドイツ）の資本財販売は、7～9 月期の同▲3.1%から、10～12 月期には同▲6.3%へと減少率が拡大した²。

さらに、政府消費も、7～9 月期の前期比▲0.1%からマイナス幅が拡大したと見込まれる。判明しているフランス（7～9 月期前期比 0.4%→10～12 月期 0.4%）とオランダ（0.2%→0.4%）、オーストリア（▲0.5%→▲0.3%）の 3 ヶ国の加重平均は 7～9 月期と同率の前期比 0.3%増となったが、前述の通り、イタリアやスペイン、ポルトガルといった財政悪化国の成長率がマイナス幅を広げたことから、これらの国で緊縮財政が強化された可能性が高いと考えられるためである。

そして、在庫投資の成長寄与度は、昨年 4～6 月期から 10～12 月期にかけて 3 四半期連続のマイナスになったと見られる。ユーロ圏企業の在庫 DI は、2011 年後半に上昇した（過剰感が強まった）後、2012 年中は 2009 年秋以来の高水準で推移した。そして、在庫過剰感の強い状況が続く中で、GDP ベースの在庫投資は、2012 年 7～9 月期に 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ことから、10～12 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も低下

さらに、10～12 月期の輸出は、7～9 月期の前期比 0.9%からマイナスに転じたと見られる。通関額ベースでは、7～9 月期の前期比 1.1%から 10～12 月期には同▲2.2%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 7～9 月期の同 1.3%から 10～12 月期には同▲1.6%へ、残りのユーロ圏加盟国間の貿易取引も 7～9 月期の同 0.9%から 10～12 月期には同▲2.9%へ、いずれも減少に転じた。一方で輸入も、通関額が 7～9 月期の同 0.4%から 10～12 月期には同▲2.8%となったことから、GDP ベースでも 7～9 月期の前期比 0.3%から 10～12 月期には輸出を上回るマイナス幅となり、この結果、10～12 月期の純輸出（輸出－輸入）は 7～9 月期を上回る水準を確保したと見られる。しかし、純輸出の成長率に対する寄与度で見ると、7～9 月期の 0.3%Pt から低下した見込みである。

なお、ユーロ圏外向け輸出を仕向地別に見ると、中国向け（7～9 月期▲1.8%→10～12 月期▲2.3%）の減少が続いたほか、米国向け（4.3%→▲8.0%³）、ユーロ圏を除く EU10 ヶ国⁴向け（0.8%→▲0.9%）、中近東向け（2.8%→▲1.6%）もそれぞれ減少に転じ、輸出全体の減少に寄与した。一方、輸入は、ロシア（▲

² よりカバレッジの広い一致指標であるユーロ圏 17 ヶ国の資本財販売は 11 月分までしか公表されていないが、自国向けが 7～9 月期の前期比 0.4%から、10～11 月平均は 7～9 月の平均に比べ▲3.9%と減少に転じた。また、ユーロ圏内向け（除く自国）は、7～9 月期の前期比▲1.1%から、10～11 月平均は 7～9 月の平均に比べ▲5.6%と減少率が拡大した。

³ 11 月までの品目別データを見る限り、米国向け輸出の大幅減は産業用機械や化学製品が中心と見られる。

⁴ 英国のほか、ユーロ圏周辺の中東欧諸国が中心である。

3.7%→8.1%)からの輸入が下げ止まったが、一方で、中国(▲4.0%→▲5.0%)からの減少が続いたほか、米国(3.5%→▲9.2%⁵)、ユーロ圏を除くEU10ヶ国(2.1%→▲2.5%)からの輸入も減少に転じ、輸入全体の減少をもたらした。

2012年通年では▲0.5%と3年振りのマイナス成長

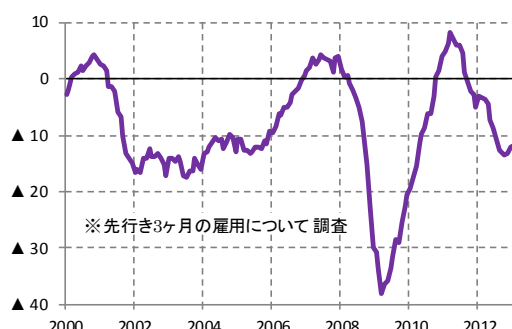
2012年通年の成長率はユーロ圏全体で▲0.5%と、2011年の1.4%からマイナス成長に転じた。主要国の動きは、イタリア(2011年0.4%→2012年▲2.2%)、スペイン(0.4%→▲1.4%)が大幅に落ち込んだほか、フランス(1.7%→▲0.1%)も僅かながらマイナス成長に転じた。また、ドイツ(3.0%→0.7%)はプラス成長を確保したものの、大幅な減速となった。その他、財政悪化国の中では、ギリシャ(▲7.1%→▲6.4%)が、マイナス幅がやや縮小したとは言え、引き続きユーロ圏内で突出したマイナス成長となったほか、ポルトガル(▲1.6%→▲3.2%)のマイナス幅が広がった。一方、アイルランドは10～12月期分が未公表であるが、賃下げを通じた輸出競争力の回復を主因に、2011年の1.4%に続き、2012年も0%台後半のプラス成長を確保した可能性が高い。

緊縮財政の継続、雇用情勢の悪化が引き続き景気を下押し

先行きについては、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2011年の▲4.1%から2012年には▲3.3%、2013年には▲2.6%、2014年には▲2.5%へと改善するとの見通しを示した。この見通しは既に、スペインやイタリアが2012年の政府目標(それぞれ▲6.3%、▲2.6%)を達成できず、それぞれ▲8.0%、▲2.9%にとどまることを想定している。このため、2012年の実績はこの見通しからさほど乖離しないと見込まれ、また、2013～2014年についても、現時点で蓋然性の高い見通しと判断される。これを前提にすると、昨年4～6月期以降前期比マイナスとなっている政府消費の減少はさらに続き、また、増税などを通じた個人消費への下押し圧力も長期にわたって残ると予想される。

また、財政要因以外では、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は、2011年9月にマイナス(「減少」超)に転じた後、昨年10月にかけて▲13.4まで悪化した。その後、今年1月にかけて▲11.7まで小幅改善したものの、依然として2010年3月以来の低水準で推移しており、企業による雇用抑制はなお続く見通しである。加えて、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ことも勘案すると、ユーロ圏の雇用拡大は当面見込み難い。

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

今年後半の輸出復調を受けて、固定資産投資の減少には徐々に歯止めが掛かる

さらに、固定資産投資の減少も今年半ばにかけて続く見通しである。鉱工業の設備稼働率は、ドイツとフラン

⁵ 11月までの品目別データを見る限り、米国向け輸入の大幅減は航空機や船舶、鉱物性燃料が中心と見られる。

スを中心に、昨年10月の76.9%から今年1月には77.2%と7四半期振りに上昇したが、前回の投資拡大局面の初期にあたる2005年の平均水準（81.6%）を大幅に下回る状況に変わりはないため、企業による投資抑制がなお続く判断される。しかし、ドイツの資本財受注が、ドイツ国内需要、ユーロ圏内需要（除くドイツ）ともに

昨年12月にかけて下げ止まるなど、機械設備投資の一部指標には明るさも見られる。このため、今後、機械設備投資の減少が続くとしても、そのペースは徐々に緩んでいくと予想される。

また、建設投資の一致指標である建設活動指数の国

毎の動きによると、イタリアの落ち込み、フランスの低迷、ドイツの伸び悩みが見られる一方、スペインでは2012年に底入れの動きが見られた。この点に着目すると、スペインでは、不動産バブルの調整に伴う建設投資への下押し圧力が後退し、少なくとも、ユーロ圏全体の建設投資を持続的に下押しする要因ではなくな
ってきていると考えられる。従って、ユーロ圏の建設投資も今後、減少ペースが徐々に緩和していくと予想される。

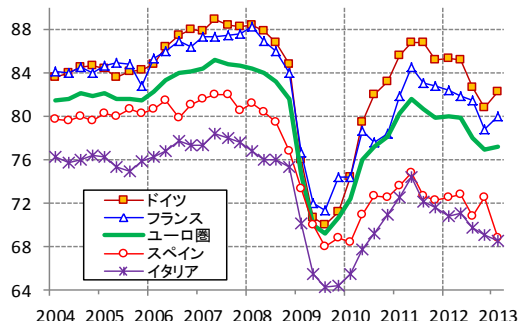
もっとも、圏内需要の自律的な回復が期待し難い状況下で、固定資産投資がこのまま持ち直していくかどうかは、輸出の行方がカギを握る。その輸出については、米国や中国の景気回復が下支えする一方で、昨夏からのユーロ高が足枷となっているため、今年前半の復調は見込み薄であり、前期比でプラスを確保するのが精々であろう。しかし、以下の理由から、今年後半は輸出の増勢が強まり、それに伴い、固定資産投資にも徐々にプラスの効果が波及していくと予想される。

輸出の復調は、ECB（欧州中銀）が今年前半に利下げを実施し、ユーロが再下落することによってもたらされよう。インフレ率（消費者物価の前年同月比）は今年1月にかけて2.0%まで低下し、ECBの政策目標である「2%未満」を上回る状況が解消されつつある。また、既に昨年10～12月期にかけて5四半期連続のマイナス成長となり、さらに、今年1～3月期も圏内需要の落ち込みと輸出の伸び悩みによってマイナス成長が続く見通しであるなど、ECBが利下げに動く条件は揃ってきている。従って、当社は、ECBが今年半ばまでに政策金利を0.75%から0.25%程度まで引き下げ、それに伴ってユーロが再び下落していく展開を予想している。

成長率は2013年▲0.2%、2014年1.0%と予想

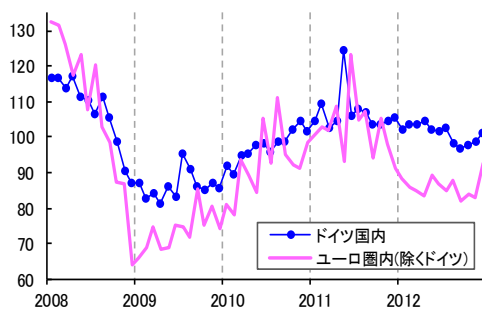
以上に基つけば、ユーロ圏経済は、各国による財政健全化への取り組みに伴い、政府消費や個人消費への下押し圧力が長期にわたって残存するほか、今年前半は、①昨夏からのユーロ高がユーロ圏外向け輸出の回復を阻害すること、②在庫調整が持続することから、前期比でゼロ前後の低空飛行が見込まれる。

ユーロ圏鉱工業の設備稼働率 (%)



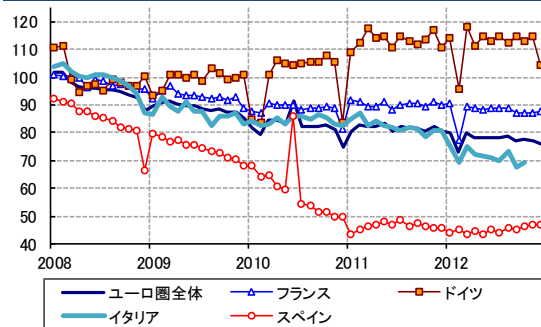
(出所) 欧州委員会

ドイツの資本財受注(実質、2005年=100、季節調整値)



(出所) ドイツ連邦統計庁

建設活動指数の推移 (2007年=100、実質、季節調整値)



(出所) Eurostat

(注) イタリアは10月まで。

このため、2013 年通年の成長率は 2 年連続のマイナス成長を余儀なくされるが、今年前半の ECB による利下げとそれに伴うユーロ再下落によって、今年後半から輸出が復調し、それを受けて、固定資産投資の減少にも徐々に歯止めが掛かっていく展開も予想される。その結果、2013 年の成長率のマイナス幅は▲0.2%にとどまり、2014 年には成長率が 1%程度まで高まる見通しである。

ユーロ圏の成長率予想

% , %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想
実質GDP	2.0	1.4	▲0.5	▲0.2	1.0
個人消費	0.9	0.1	▲1.2	▲0.5	▲0.2
固定資産投資	▲0.1	1.5	▲3.8	▲2.0	0.4
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	▲0.6	▲0.3
純輸出(寄与度)	(0.7)	(1.0)	(1.5)	(0.8)	(1.0)
輸出	11.2	6.3	2.9	2.6	5.6
輸入	9.6	4.2	▲0.5	1.0	4.0

(出所) Eurostat

なお、当社は今回、2013 年の成長率について、年前半の輸出が従来予想以上に伸び悩むと見込まれることや在庫調整の規模が想定以上となる見通しなどを踏まえ、予想値を改訂する。具体的には、主に輸出（前年比 4.0%→2.6%）と輸入（2.0%→1.0%）⁶、在庫投資（寄与度 0.1%→▲0.1%）を下方修正し、その結果、成長率を前回の 0.3%から▲0.2%へとマイナスに修正する。2014 年については、上述のシナリオに基づき、輸出（4.4%→5.6%）と固定資産投資（▲0.1%→0.4%）を上方修正するが、一方で輸入（2.4%→4.0%）も上方修正し、その結果、成長率は前回から変わらずの 1.0%とする。

イタリア総選挙を巡る不透明感が強まる

欧州債務問題については、スペインで、財政健全化を主導するラホイ首相も含めた与党・国民党幹部が、20 年以上にわたって不正献金を受け取っていた疑惑が浮上し、政局に発展するリスクが出ているが、金融市場の反応は総じて限定的にとどまっている。これは、①ポルトガルが 1 月 23 日、一昨年に支援を受けてから初めて、また今年 9 月という当初予定から前倒しして長期国債を発行し、25 億ユーロの調達に成功したこと、②アイルランドが 2 月 7 日、銀行救済に伴って生じた債務の返済期間を 10 年から 40 年に延ばすことで債権者の ECB から合意を取り付け、向こう 10 年間の同国の借入需要を 200 億ユーロ削減できたこと、といった材料が前向きに評価された部分もあるが、より大きいのは、投資家の多くが、2 月 24～25 日に行われるイタリア総選挙を同国の財政健全化の行方を左右する大きなイベントと捉え、その結果を待ち構えているためと見られる。

そのイタリア総選挙⁷は、モンティ現首相の財政健全化路線を概ね踏襲する方針を示している民主党(PD)が下院で第一党となり、ベルサニ党首が新首相に就任することが有力視されている。しかし、議員選出方法の異なる上院については、バラマキ色の強い公約を連発しているベルルスコーニ前首相が率いる自由国民(PDL)や、反既成政党を掲げる新興勢力の「五つ星運動」が浮動票を取り込んで支持を伸ばしているため、民主党が過半数の議席を確保できるかどうか不透明な情勢となっている。また、ベルサニ氏は政権基盤の強化を目的に、選挙後にモンティ氏が率いる勢力と連携する考えを表明しているが、選挙を戦っているモンティ氏の意向は明らかになっていない。さらに、モンティ氏の対応にかかわらず、民主党内の左派勢力が支持基盤である労働組合の要求を受けて財政健全化への取り組みを妨げるリスクもあるなど、数

⁶ 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。純輸出（輸出－輸入）の寄与度は前回予想の 1.0%Pt から 0.8%Pt へ下方修正となった。

⁷ イタリアは上院・下院の二院制（同等の立法権限を持つ）を敷き、慣例により両院が同時改選される。このうち下院では、選挙で最多議席を獲得した政党に少なくとも全体の 54%以上の議席を保証すると規定されている。一方、上院については、州毎に議席数が割り当てられているため、下院と同じパターンで安定多数を確保できない仕組みとなっている。

多くの不透明要因が立ち込めている。

このため、基本的には、政権交代後もイタリアの財政健全化への取り組みが続くと見込まれるものの、次期政権が安定的な運営基盤を確保できるかどうかは予断を許さず、特に、開票結果判明から政権樹立に至る過程では、金融市場において不安心理が再燃する恐れもある。