

## 2013年のユーロ圏は前年並みのマイナス成長に（改訂見通し）

ユーロ圏では、各国政府による財政健全化への取り組みや企業による雇用抑制が、引き続き景気を下押しすると見込まれる。特に4～6月期は、輸出の復調が十分でないため、前期比でマイナス成長が続くと予想される。しかし、今年5月及び今後見込まれるECBの利下げがユーロ安を定着させることによって、今年後半から輸出が次第に復調し、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見通しである。その結果、2013年の成長率は前年並みの▲0.5%のマイナスを余儀なくされるが、2014年には成長率が1%程度まで持ち直すと予想される。

### 1～3月期の成長率は6四半期連続のマイナス

ユーロ圏では、5月15日に1～3月期の実質成長率（速報値）が発表され、前期比▲0.2%（年率▲0.9%）と、昨年10～12月期の前期比▲0.6%（年率▲2.3%）からはマイナス幅が縮小したものの、2011年10～12月期以降6四半期連続のマイナス成長となった。

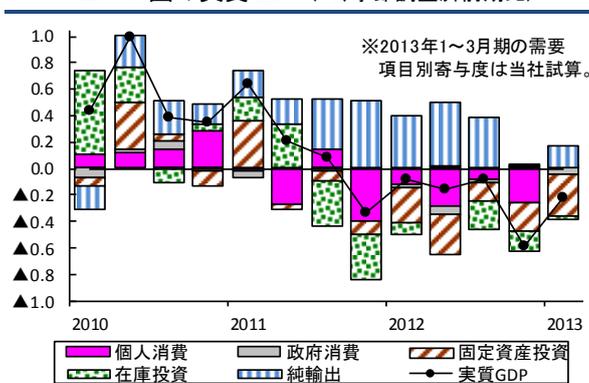
国毎に見ると、ドイツ（昨年10～12月期前期比▲0.7%→1～3月期0.1%）は小幅ながらプラス成長に戻ったものの、イタリア（▲0.9%→▲0.5%）とスペイン（▲0.8%→▲0.5%）、キプロス（▲1.3%→▲1.3%）がいずれも7四半期連続、ポルトガル（▲1.8%→▲0.3%）が10四半期連続のマイナス成長となり、債務問題に直面する国々で深刻な景気悪化が続いている状況が確認された<sup>1</sup>。また、フランス（▲0.2%→▲0.2%）とオーストリア（▲0.1%→▲0.04%）が2四半期連続、オランダ（▲0.4%→▲0.1%）が3四半期連続のマイナス成長となっており、債務問題がさほど深刻でない国でも景気が後退している。

ユーロ圏全体に関する需要項目毎の内訳は未発表（6月5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、1～3月期は、固定資産投資を中心に圏内需要の減少が続いたため、マイナス成長から脱け出せなかったと考えられる。具体的には以下の通りである。

### 固定資産投資と政府消費が減少

まず、固定資産投資は減少ペースが加速したと考えられる。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、10～12月期に前期比▲1.8%増となった後、1～3月期も▲3.2%となり、イタリア（10～12月期前期比▲5.3%→1～3月期▲7.2%）を中心に、減少率が拡大した。また、残りの機械設備投資についても、一致指標で速報性のあるドイツの資本財販売（実質）は、建設投資の減

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）



（出所）Eurostat

<sup>1</sup> 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10～12月期の▲5.7%から1～3月期には▲5.3%と、2四半期連続で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、大幅な落ち込みには一旦歯止めが掛かった可能性が窺える。また、アイルランドとスロベニアの1～3月期GDPは未発表である。

少をカバーするほどの動きになっていない。すなわち、ドイツ国内向けが1～3月期に前期比0.5%、ドイツ以外のユーロ圏各国（16カ国）向けが2.3%といずれも増加したものの、10～12月期にそれぞれ前期比▲3.6%、▲6.3%の大幅減となっていた反動としては弱い。そして、GDPベースの数値を先行発表した国では、フランス（10～12月期前期比▲0.8%→1～3月期▲0.9%）、オランダ（▲1.5%→▲5.6%）、オーストリア（▲0.3%→▲0.5%）がともに減少率を拡大させ、3ヶ国の加重平均は10～12月期の前期比▲0.8%から1～3月期には▲1.7%となった。

また、政府消費は、10～12月期の前期比0.1%から減少に転じたと見込まれる。判明しているフランス（10～12月期前期比0.3%→1～3月期0.3%）とオランダ（▲0.1%→▲0.8%）、オーストリア（0.2%→0.5%）の3ヶ国の加重平均は前期比0.1%と微増になったが、10～12月期の0.2%からは伸びが鈍化した。そして、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マイナス成長が続いているが、これらの国では、緊縮財政下で政府消費の減少傾向が続いていると考えられる。

### 個人消費は横這い

そして、個人消費は6四半期振りに前期比プラスとなった可能性があるが、ほぼ横這いにとどまった模様である。関連指標の動きを見ると、小売販売（実質、除く自動車）は、10～12月期に前期比▲1.5%となった後、1～3月期は0.3%とプラスに転じた。しかし、乗用車販売台数は、10～12月期に前期比▲4.1%（当社試算の季節調整値）となった後、1～3月期も▲3.6%と減少が続き、消費全体を下押しした。また、先行発表国では、オランダ（10～12月期前期比▲1.1%→1～3月期0.4%）がプラスに転じたが、オーストリア（▲0.04%→▲0.002%）が横這いにとどまったほか、フランス（0.03%→▲0.1%）がマイナスに転じ、3カ国の加重平均（▲0.2%→0.01%）はゼロとなった。

### 純輸出、在庫投資の成長寄与度は小幅改善

1～3月期の輸出は、10～12月期の前期比▲0.8%からプラスに転じたと見込まれる。通関額ベースでは、10～12月期の同▲1.9%から1～3月期には1.2%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10～12月期の▲1.5%から1～3月期には2.1%へと増加に転じ、残りのユーロ圏加盟国間の貿易取引も10～12月期の▲2.2%から1～3月期には0.2%と下げ止まる動きを示した。

しかし、輸入の減少ペースが10～12月期の前期比▲0.9%から1～3月期はゼロ近辺まで鈍化したと見られる。通関額ベースでは、10～12月期の同▲2.4%から1～3月期には同▲0.3%へと減少率が縮小した。これにより、1～3月期の成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度は、10～12月期の0.01%Ptから小幅上昇にとどまったと見込まれる。

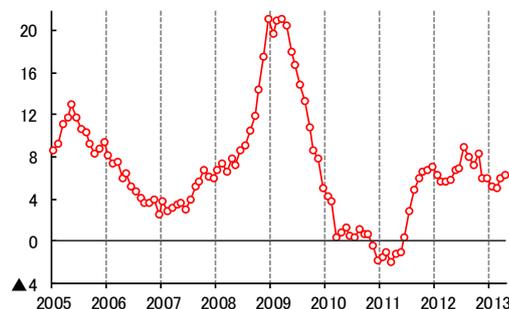
なお、ユーロ圏外向け輸出を仕向地別毎に見ると、ユーロ圏を除くEU10カ国<sup>2</sup>向け（10～12月期前期比▲1.0%→1～3月期1.0%）、米国向け（▲7.8%→3.4%）、ロシア向け（▲1.1%→4.3%）、中国向け（▲2.3%→1.5%）がそれぞれ持ち直し、輸出全体の増加に寄与した。一方、輸入は、ユーロ圏を除くEU10カ国（▲2.0%→1.2%）からの輸入や、中国（▲4.7%→1.7%）からの輸入が増加に転じ、米国（▲8.8%→▲1.2%）からの急減にも概ね歯止めが掛かったが、一方で中近東（▲1.3%→▲7.5%）からの減勢が強まったほか、アフリカ（0.6%→▲2.2%）からの輸入が減少に転じたことから、全体では小幅減となった。

<sup>2</sup> 英国のほか、ユーロ圏周辺の中東欧諸国が中心である。

在庫投資の成長寄与度も10~12月期の▲0.14%Ptからは改善したが、概ねゼロにとどまったと見られる。

先行発表3ヶ国分の加重平均は、10~12月期の▲0.22Ptから1~3月期には0.01%となった。最終需要の低迷が続く中で、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、2013年4月にかけて2009年秋以来の高水準で一進一退となっている。在庫過剰感の強い状況が続く中で、GDPベースの在庫投資（実質額）は、昨年7~9月期および10~12月期にマイナス、すなわち在庫残高が圧縮される局面に入っており、今年1~3月期も、圧縮幅が顕著に広がった訳ではないが、昨年10~12月期と同程度の残高調整が行われたと推察される。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

## 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。欧州委員会が5月3日に発表した春季経済予測によると、ユーロ圏全体の財政収支対GDP比率は2011年の▲4.2%から2012年には▲3.7%へと改善したが、さらに2013年には▲2.9%、2014年には▲2.8%へと改善する見通しである。既に3月以降指摘してきた通り、欧州当局は各国の財政運営について、「引き締め一本槍」を要求するスタンスから、「財政健全化と経済成長のバランス」を重視する方向へ軌道修正し始めている。このため、今後、こうした改善ペースが多少弱められていく可能性はあるが、政府が支出を削減する動きや、増税などを通じた個人消費への下押し圧力自体が消える訳ではない。

ユーロ圏の財政見通し

	財政収支(対GDP比、%)			
	2011年	2012年	2013年	2014年
ユーロ圏17ヶ国	▲ 4.2	▲ 3.7	▲ 2.9	▲ 2.8
ドイツ	▲ 0.8	0.2	▲ 0.2	0.0
フランス	▲ 5.3	▲ 4.8	▲ 3.9	▲ 4.2
イタリア	▲ 3.8	▲ 3.0	▲ 2.9	▲ 2.5
スペイン	▲ 9.4	▲ 10.6	▲ 6.5	▲ 7.0
ギリシャ	▲ 9.5	▲ 10.0	▲ 3.8	▲ 2.6
ポルトガル	▲ 4.4	▲ 6.4	▲ 5.5	▲ 4.0
アイルランド	▲ 13.4	▲ 7.6	▲ 7.5	▲ 4.3

(出所) 欧州委員会「春季経済予測」(2013年5月3日)

また、財政要因以外では、雇用情勢の悪化が続き、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▲13.2まで悪化した。その後、今年2月にかけて▲10.9まで小幅改善したが、3月（▲11.0）、4月（▲12.8）は再び悪化しており、企業による雇用抑制姿勢が弱まる兆しは窺えない。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依然として見通し難い。

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

## ユーロ安に伴う輸出復調により、固定資産投資の減少も徐々に歯止め

一方、固定資産投資は、上述の通り1~3月期に減勢が強まったが、一部の経済指標は先行きの減少ペー

ス緩和を示唆している。まず、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、昨年9月を底に緩やかに持ち直してきている。また、ユーロ圏鉱工業の設備稼働率は、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ほか、国毎の動きにバラつきがあるものの、ユーロ圏全体では昨年10月の77.2%で底入れした模様であり、今年1月および4月は77.5%となった。以上を勘案すれば、2013年の固定資産投資が少なくとも通年で前年の▲3.9%を上回る減少率にはなり難い。

そして、圏内需要の自律的な回復が期待し難い状況下で、固定資産投資が早期に持ち直すかどうかは、輸出の行方がカギを握るが、その輸出については、米国をはじめとした圏外経済の堅調な拡大や、ユーロ安進行を背景に徐々に増勢が強まり、それに伴い固定資産投資にも次第にプラスの効果波及していくと予想する。

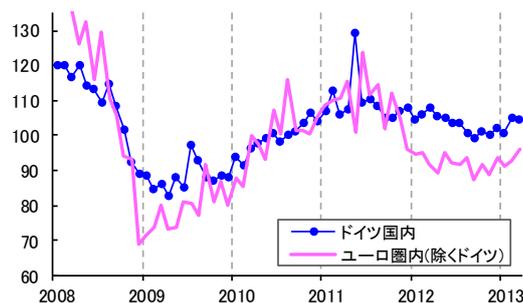
ユーロは、5月2日にECB(欧州中銀)が10ヵ月振りに0.25%Pt(0.75%→0.50%)の利下げを実施して以降、緩やかではあるが、対ドルでの下落圧力が強まっており、5月中旬以降は1ユーロ=1.3ドルを割り込む動きとなっている。今後も、上述の通り圏内需要の低迷が続いている中で、インフレ率(消費者物価の前年同月比)がエネルギー価格の下落を主因に4月にかけて1.2%まで低下し、ECBがインフレ昂進を警戒する状況にはないことから、ECBは近いうちに0.25%Pt(0.50%→0.25%)の追加利下げに踏み切ると予想され、ひいては、ユーロに一段と下落圧力が掛かり、今年後半以降の輸出を押し上げる要因になることが見込まれる。

## 成長率は2013年▲0.5%、2014年1.0%と予想

以上見てきた通り、ユーロ圏では、各国政府による財政健全化への取り組みや、企業による雇用抑制が、引き続き景気を下押しすると見込まれる。特に4~6月期は、輸出の復調が十分でないため、依然として前期比でマイナス成長が続くと予想される。

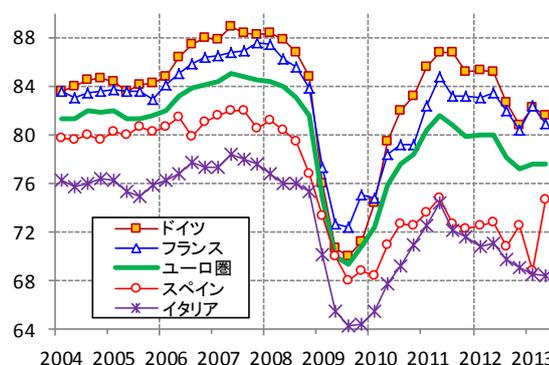
しかし、今年5月及び今後見込まれるECBの利下げがユーロ安を定着させることによって、今年後半から輸出が次第に復調し、それを受けて、固定資産投資の減少にも徐々に歯止めが掛かっていく見通しである。その結果、2013年の成長率は前年並みの▲0.5%のマイナスを余儀なくされるが、2014年には成長率が1%程度まで持ち直すと予想される。

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

ユーロ圏鉱工業の設備稼働率(%)



(出所)欧州委員会

ユーロ圏の成長率予想

	2010	2011	2012	2013	2014
%,%Pt	実績	実績	実績	予想	予想
実質GDP	2.0	1.4	▲0.5	▲0.5	1.0
個人消費	1.0	0.1	▲1.3	▲0.6	▲0.2
固定資産投資	▲0.4	1.5	▲3.9	▲3.9	0.4
在庫投資(寄与度)	(0.6)	(0.2)	(▲0.6)	(▲0.1)	(0.2)
政府消費	0.8	▲0.2	▲0.3	▲0.6	▲0.3
純輸出(寄与度)	(0.7)	(1.0)	(1.6)	(0.8)	(1.0)
輸出	11.2	6.3	2.9	2.6	5.6
輸入	9.6	4.2	▲0.8	1.0	4.0

(出所)Eurostat

なお、今回、1～3月期の固定資産投資が事前予想を大幅に上回る減少率となった模様であることや、GDPの遡及改訂により2012年の個人消費が年後半を中心に下方修正（前年比▲1.2%→▲1.3%）されたことなどを踏まえ、2013年の予想値を改訂する。具体的には、固定資産投資（▲2.0%→▲3.9%）と個人消費（▲0.5%→▲0.6%）をともに下方修正し、その結果、成長率を前回の▲0.2%から▲0.5%へ下方修正する。2014年については、各需要項目とも伸び率を据え置き、成長率は前回から変わらずの1.0%とする。

## 欧州債務問題は再び小康状態だが、イタリア政局への楽観は禁物

欧州債務問題については、①イタリアで4月29日に民主党のレッタ副書記長を首相とする大連立政権が発足し、2ヵ月に及んだ政治空白が解消されたこと、②スロベニア<sup>4</sup>が5月2日、5年物・10年物国債の発行により合計35億ドルの資金調達に成功し、年内の財政資金を確保したことなどが、金融市場で前向きに評価されている。また、欧州委員会がフランス、スペイン、オランダ、スロベニアに対し、財政健全化目標（財政赤字の対GDP比率を3%以下にすること）の達成期限を1～2年先延ばすことを容認する方針を表明し、5月29日にも正式決定される見込みとなったが、各国の財政規律が弛緩していくとの投資家の懸念は、現在のところ限定的である。むしろ、スペインでは10年物国債利回りが一時、約2年半振りに4%を下回る動き（5月3日）も見られた。

こうした中で、当面の大きな注目点はイタリアの大連立政権による財政運営の行方であろう。レッタ新首相は所信表明演説で、国民の税負担を軽減する方針を示し、モンティ前政権が導入した不動産税の凍結や7月に予定される付加価値税率引き上げ（21%→22%）の先送りを表明した。このうち、不動産税の凍結は、連立相手の自由国民が2月の総選挙や4月の連立協議で完全撤廃を主張してきたことに対し、民主党のレッタ新首相が歩み寄った動きである。しかし、こうした対応に対し、財政健全化路線の堅持を求めるモンティ派勢力（市民の選択）や民主党の一部からは批判が出ている。一方、自由国民側は引き続き不動産税の完全撤廃と、既納付分の払い戻しを強く要求しており、政権内の意見の隔たりは依然として大きい。さらに、イタリア政府にとって不動産税の凍結は年間で40億ユーロの減収要因になると見られているが、代替財源については現在のところ全く示されていない。

以上のような構図に加え、レッタ新政権への国民からの支持率が40%程度と、モンティ前政権発足時の約70%を下回る状況にある中で、レッタ新政権には自由国民の連立離脱などによって内部崩壊するリスクがある。

金融市場では、ひとまず政治空白の解消に安堵するムードが広がっているが、財政運営を巡る調整の難航によりイタリア政局が再び波乱要因となることは十分にあり得よう。

<sup>3</sup> 民主党のほか、ベルルスコーニ元首相が率いる「自由国民」、モンティ前首相が率いる「市民の選択」が政権に入った。なお、2月の総選挙で、民主党は下院での過半数を確保したものの、下院と同等の権限を持つ上院では自由国民の追い込みや新興勢力「五つ星運動」の躍進を許し、モンティ首相（当時）が率いる会派と合わせても過半数に届かなかった。これにより、2ヵ月もの政治空白が生じ、また、結果として脆弱な基盤の大連立政権をつくらざるを得ない状況となっている。ちなみに、上院（定数315）の勢力分布は、民主党会派123、自由国民会派117、五つ星運動54、モンティ会派19。

<sup>4</sup> キプロスと同様に銀行の不良債権問題を抱えているため、3月に決まったキプロス支援の余波で、スロベニアも近々支援要請を余儀なくされるとの観測が広がった。