

景気後退から脱け出せないユーロ圏

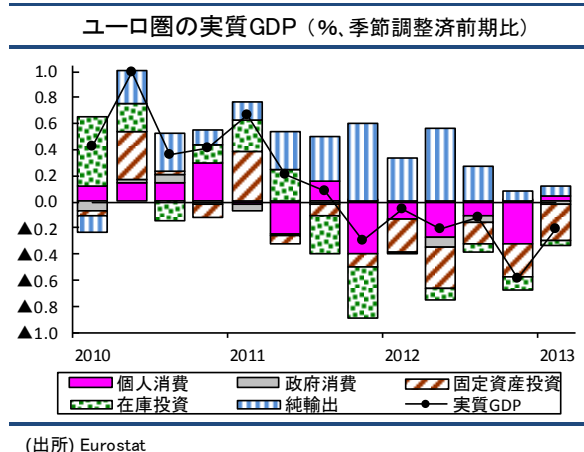
ユーロ圏では、4月の生産活動や建設投資が増加し、一見すると4～6月期の景気の滑り出しは良好である。しかし、個人消費や輸出の伸び悩みが続いていること、企業に強い在庫過剰感が残っていること、5～6月にドイツなどで洪水被害が出たことなどを踏まえると、一部指標の持ち直しに持続性はなく、4～6月期の成長率は7四半期連続のマイナス成長と見込まれる。一方、債務問題への対応を巡っては、ドイツがスペインの中小企業を支援するための二国間スキームを打ち出した。9月の議会選挙が近づく中で、ドイツが大幅なコスト負担を伴う施策を受け入れる可能性は当面低い、周辺国への新たな支援方法を編み出すための取り組みが見られる。

2013年1～3月期は6四半期連続のマイナス成長

6月5日に発表されたユーロ圏の1～3月期実質成長率（改定値）は、速報値と変わらずの前期比▲0.2%となった¹。昨年10～12月期の前期比▲0.6%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%）が小幅ながらプラス成長に戻った。しかし、その他の国は総じてマイナス成長が続き、中でもイタリア（▲0.9%→▲0.6%）とスペイン（▲0.8%→▲0.5%）、スロベニア（▲1.0%→▲0.7%）、キプロス（▲1.3%→▲1.4%）がいずれも7四半期連続、ポルトガル（▲1.8%→▲0.4%）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²。さらに、フランス（▲0.2%→▲0.2%）とオーストリア（▲0.1%→▲0.03%）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。

また、今回新たに公表されたユーロ圏全体の需要項目毎の内訳を見ると、個人消費（10～12月期前期比▲0.6%→1～3月期0.1%）が6四半期振りにプラスに転じたものの、その他の主要項目はいずれも減少した。具体的には、固定資産投資（▲1.4%→▲1.6%）の減少率が拡大し、10～12月期に一旦下げ止まっていた政府消費（0.04%→▲0.1%）が再び減少した。また、在庫投資（成長寄与度▲0.1%→▲0.04Pt）の減少が続いた。純輸出（輸出－輸入）の成長寄与度（0.1Pt→0.1Pt）は10～12月期並みのプラスとなったが、これは、圏内需要の減退に伴い、輸入（▲1.2%→▲1.1%）が10～12



¹ ただし、年率換算では▲0.8%と、速報値の▲0.9%から僅かな上方修正となった。

² 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▲5.6%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が、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、アイルランドの1～3月期GDPは依然として発表されていない。

月期に続いて輸出（▲0.9%→▲0.8%³）を上回る減少率となったことによる。

4～6 月期もマイナス成長に

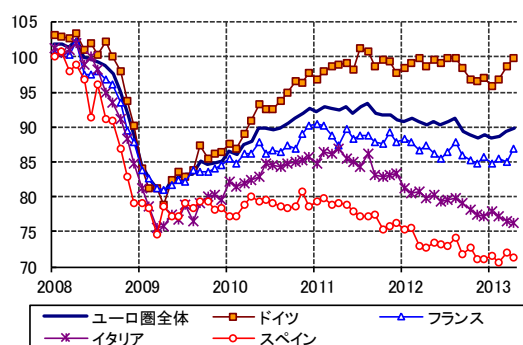
これまでに公表された 4～5 月分の経済指標によると、4 月の生産活動や建設投資の一致指標がドイツを中心に増加したため、一見、4～6 月期の滑り出しは良好に見える。しかしながら、①需要サイドでは、個人消費や輸出の伸び悩みが続いていること、②供給サイドでは、企業の在庫過剰感が強く残っているほか、ドイツの生産活動の先行指標である製造業受注も低調が続いていることなどを踏まえると、4 月の一部指標の持ち直しに持続性はないと判断される。さらに、③ドイツなどの一部地域で 5～6 月に洪水が発生し、生産活動停滞などの被害が出ていることも勘案すると、4～6 月期の成長率は 7 四半期連続のマイナス成長になる見込みである。具体的な動きは以下の通りである。

まず、供給サイドの指標では、鉱工業生産が 1～3 月期に前期比 0.2%となった後、4 月は 1～3 月の平均を 1.1%上回った。特にドイツでは、1～3 月期の前期比 0.3%から 4 月には 1～3 月平均比 2.8%となり、伸びが大幅に強まった。しかしながら、ユーロ圏企業の在庫 DI は今年 5 月にかけて 2009 年秋以来の水準で高止まっているため、各社が強い在庫過剰感のもとで生産抑制を続けている基調に変わりはないと考えられる。また、4 月に強い伸びを示したドイツの生産活動について、先行指標である製造業受注の動きを見ると、2013 年に入ってから下げ止まってきてはいるが、4 月はむしろ 1～3 月平均から 0.1%低い水準にとどまっており、決して持ち直しが明確になっている訳でもない。

一方、需要サイドの指標では、固定資産投資の 5 割強を占める建設投資で、一致指標の建設活動指数が 1～3 月期に前期比▲3.3%の減少となった後、4 月は 1～3 月の平均を 0.8%上回った。

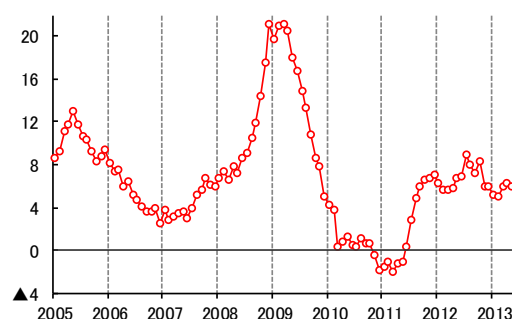
こちらも鉱工業生産と同様、ドイツ（1～3 月期前期比▲0.9%→4 月の 1～3 月平均比 3.1%）の増勢が顕著となった。しかし、固定資産投資の残りの部分である機械設備投資の動きは低調である。一致指標で速報性のあるドイツの資本財販売（実質）を見ると、ドイツ以外のユーロ圏各国（16 カ国）向けは 1～3 月期に前期比 2.2%と増加⁴した後、4 月は 1～3 月平均比で 0.2%と伸びが大幅に鈍化した。加えて、ドイツ国内向けの資本財販売は、1～3 月期に前期比 0.6%と増加していたが、4 月は 1～3 月平均比で▲0.9%と減少に転じた。以上を総合すると、固定資産投資全体で見た 4 月の増勢はごく僅かと考えられる。

鉱工業生産指数の推移（2007年=100、実質、季節調整値）



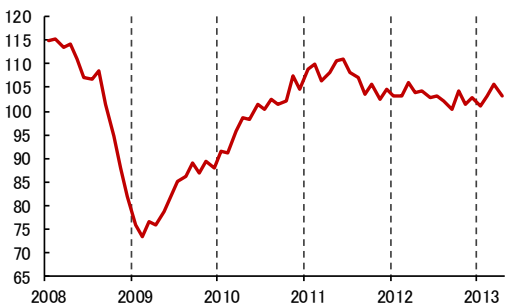
（出所）Eurostat

ユーロ圏企業の在庫DI（%Pt）



（出所）欧州委員会

ドイツの製造業受注（実質、2005年=100、季節調整値）



（出所）ドイツ連邦統計庁

³ 1～3 月期の輸出の減少は、通関統計から判断する限り、ユーロ加盟国間の取引低迷に加えて、アジアの一部（日本、韓国、インド、タイ、インドネシア、台湾など）向けが減少に転じたことが主因である。ただし、10～12 月期に減少していた米国向けと中国向けは、いずれも 1～3 月期に増加に転じた。

⁴ 1～3 月期の増加は、昨年 10～12 月期に前期比▲6.3%の大幅減になったことの反動という側面が大きい。

また、固定資産投資以外の需要項目では、個人消費が再び前期比マイナスに転じたと予想される。財支出の多くをカバーする小売販売（実質、除く自動車）が、1～3月期に前期比0.2%と増えた後、4月は1～3月の平均を0.8%も下回ったためである。ただし、乗用車販売台数は、4～5月の平均が1～3月の平均を2.7%（当社試算の季節調整値）上回り、昨年1～3月期から今年1～3月期にかけての大幅な落ち込み（1四半期あたりの平均で前期比▲4.0%、今年1～3月期に限ると同▲3.4%）が取り敢えず一服する動きとなっている。

輸出についても、ユーロ圏外向けの通関金額が1～3月期の前期比2.0%から4月には1～3月平均比1.0%と、伸びが鈍化した。中国向けの増加が続いたが、その他アジア向けが横這いとどまった⁵ほか、米国向けやアフリカ向けが減少に転じた。

さらに、5月下旬から6月上旬にかけては、ドイツ東部や中東欧諸国（オーストリア、チェコなど）で集中豪雨に伴う河川氾濫と洪水が発生し、経済活動に少なからぬ支障が出ている。具体的には、鉄道や道路の不通、一部住民の避難、観光・小売業者の営業見合わせのほか、中東欧を組み込んだサプライチェーンが混乱してドイツの自動車組立工場が一時操業停止になったことなどが報じられている。既に多くの地域で復旧活動が始まり、大半の工場も操業を再開した模様であるが、欧州経済にとって短期的な成長阻害要因となったことは確実であり、特に6月の経済指標がドイツを中心に大幅に悪化する可能性には留意の必要がある。

以上を総合すれば、ユーロ圏経済は4～6月期も依然として景気後退局面から脱け出せていないと判断される。

成長率予想は2013年▲0.5%、2014年1.0%と据え置き

以上のような4～6月期の景気動向、およびインフレ率（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5月にかけて1.4%まで低下していることは、ECB（欧州中銀）が0.25%Pt（0.50%→0.25%）の追加利下げに踏み切る合理性が依然として高いことを意味し、ひいては当社が先月示した経済見通し⁶に概ね沿った動きが続いているとも言える。

すなわち、ユーロ圏経済は、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る中で、今年前半は輸出の伸び悩みや在庫調整もあり、景気の落ち込みが続いた。しかし、今年後半は、米国が金融緩和の出口を模索する程に景気を回復させる一方で、ユーロ圏が一段と金融緩和を進める見込みであり、そのもとで、圏外需要の拡大とユーロ圏安進行の双方がユーロ圏に輸出復調をもたらすと予想される。さらに、輸出復調が明確になれば、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年の成長率はほぼ前年並みの▲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%程度まで持ち直す見通しである。

なお、今般公表された1～3月期成長率の需要項目毎の内訳や、2012年成長率の再改定⁷などを踏まえ、

⁵ 主な内訳を見ると、タイ、インド向けが増加に転じた一方、日本、韓国、台湾、インドネシア向けの減少が続いた。

⁶ 5月22日付け Economic Monitor 「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）」。

⁷ 最新データによれば、2012年通年の成長率は▲0.6%と従来の▲0.5%から小幅に下方修正された。主に固定資産投資（前年比▲3.9%→▲4.3%）の下方修正によるものである。

2013 年の成長率予想について、輸出（2.6%→1.5%）と輸入（1.0%→▲0.2%）をそれぞれ下方修正するが、結果として純輸出の前年比寄与度は前回と同じ 0.8%Pt、成長率も前回と同じ▲0.5%とする。また、2014 年については、前回から見方を変えていない。

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	1.5	▲0.6	▲0.5	1.0
個人消費	1.0	0.2	▲1.3	▲0.6	▲0.2
固定資産投資	▲0.4	1.4	▲4.3	▲3.9	0.4
在庫投資(寄与度)	(0.6)	(0.2)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.2)
政府消費	0.8	▲0.1	▲0.4	▲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	2.7	1.5	5.6
輸入	9.6	4.2	▲0.8	▲0.2	4.0

(出所) Eurostat

ドイツがスペイン中小企業への支援策を発表

欧州債務問題への対応を巡っては、上述の通り景気後退が長期化する中で、これまで「財政緊縮一辺倒」路線を主導してきたドイツが、「経済成長とのバランス」を重視する方向へ歩み寄る動きを見せている。5月29日の欧州委員会では、フランスやスペイン、ポルトガルなど6カ国の財政健全化目標（財政赤字をGDPの3%以下に）の達成期限を1～2年先送りすることが決定された。

また、6月初め、ドイツはスペインの中小企業を支援するための二国間スキームを打ち出した。具体的には、政府系金融機関（復興金融公庫：KfW）が、スペイン政府系の開発金融公庫（ICO）に対して8億ユーロを融資するとともに、ICO傘下の中小事業支援ファンドに最大1億ユーロ投資する方針である。

さらに、ドイツはフランスとともに、6月27～28日に行われるEU首脳会議で、景気対策や若年失業対策のためにEUが60億ユーロの資金を拠出することなどを共同提案する見込み⁸である。

ドイツのメルケル政権は、9月に連邦議会選挙を控える中で、基本的には支援コストの大幅増につながる施策への消極姿勢を維持していると見られ、また、周辺諸国に対しても、財政健全化や構造改革を通じた経済体質の強化を要求し続けている。そして、欧州債務問題の再発防止に向けた金融行政の統合（銀行同盟）のうち、根幹を成す破綻処理制度（大口預金者への損失負担方法など）を巡る議論では、EU全体での一元的なルールを設けて厳格に運用すべきとの主張を繰り返し、各国の裁量余地を残したいフランスなどの主張を頑なに拒み続けている。

しかし、そうした一方で、スペイン中小企業への支援策のように、ドイツが周辺国の景気浮揚に資する新たな支援手法を練り始めたことも事実である。勿論、今回の支援規模は総額で10億ユーロ程度に過ぎないため、これだけでスペイン経済を明確に力強く押し上げることは難しい。しかし、ドイツは、この中小企業支援策をポルトガルやギリシャに対しても実施することを検討し始めたと声明しており、先行き、ドイツによる周辺国支援の新たな手法として定着し、規模も拡大していく可能性があろう。

いずれにしても、欧州債務問題の解決や経済統合の深化に向けたドイツの取り組みは、項目毎の濃淡はあるが、総じて見れば一応の前進をもたらしていると考えられる。むしろ今後注意すべきなのは、ドイツの態度軟化や成長重視へのシフトに乗じて、周辺国の財政規律や構造改革意欲が緩んでいくというモラルハザードではないだろうか。

⁸ 既に両国は5月30日に行われた首脳会談で合意済みである。