

ユーロ圏経済の底入れ判断は尚早

8月14日公表予定の4～6月期成長率は、個人消費を中心として7四半期振りにプラス成長に転じた見込み。しかしながら、輸出や固定資産投資をはじめ、個人消費以外の需要項目は低調が続いている。また、失業率が過去最悪水準で高止まっているなど、個人消費の回復基盤も決して盤石ではない。このため、4～6月期のプラス成長をもって、ユーロ圏経済が底入れしたと判断するのは時期尚早であろう。

4～6月期は7四半期振りのプラス成長に

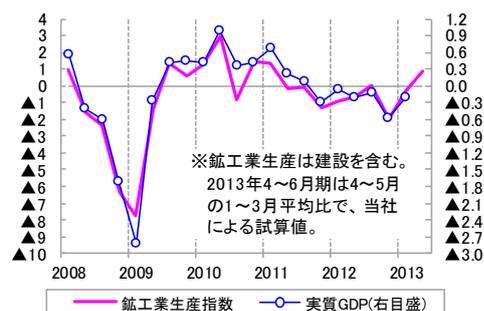
ユーロ圏では、8月14日に4～6月期の成長率が公表される。現時点で大半の経済指標は5月分までしか公表されていないが、それらに基づけば、4～6月期の成長率は7四半期振りにプラス成長に転じたと見込まれる。以下、主な経済指標の動きを概観する。

まず、供給サイドの指標を見ると、鉱工業生産指数（建設を含む）が、1～3月期に前期比▲0.4%と減少した後、4～5月平均は1～3月平均を0.9%上回った模様¹である。5月下旬から6月上旬にかけて、ドイツ東部やオーストリア、一部の周辺国（チェコなど）で集中豪雨による洪水が発生し、サプライチェーンの途絶など、産業活動に一時的な悪影響が及んだ。このため、6月の生産指数は前月比で低下が予想されるが、それでも4～6月期の前期比がプラスになった可能性は極めて高い²。そして、生産指数と実質GDPが概ね連動していることを踏まえると、4～6月期の成長率はプラスに転じたと見込まれる。

ただし、国毎の指数の動きは斑模様である。主要国だけ見ても、ドイツ（1～3月期前期比▲0.03%→4～5月の1～3月平均比2.4%）とフランス（▲0.6%→1.0%）が上昇してユーロ圏全体での生産下げ止まりに寄与した一方、イタリア（▲0.7%→▲1.8%）は低下ペースが加速し、スペイン（▲1.1%→▲0.5%）も低下が続いた。

次に、需要サイドの指標を見ると、4～6月期のプラス成長には個人消費の拡大が大きく寄与した模様である。中でも、乗用車需要の反発が目立つ。乗用車販売台数は、昨年1～3月期から今年1～

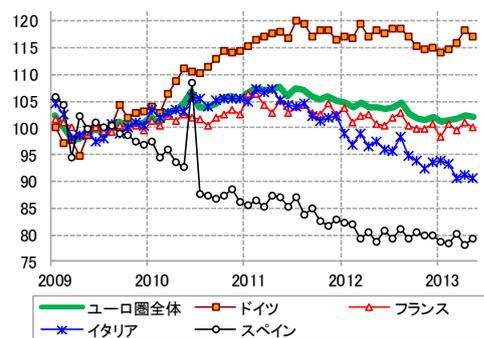
ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



（出所）Eurostat

鉱工業生産指数の推移

（建設を含む、2009年=100、季節調整値）



（出所）Eurostat （注）ユーロ圏全体の2013年5月分は当社見込み。

¹ 建設を含む鉱工業生産指数は、8月6日時点で4月分（前月比0.8%、1～3月平均比1.0%）までしか公表されていないが、5月分については、建設を除く鉱工業生産指数、建設活動指数がともに前月比▲0.3%と公表されている。このため、5月の建設を含む鉱工業生産指数も前月比▲0.3%として計算した。

² 4～6月期の前期比がマイナスになるのは、6月の前月比が▲2.5%超のマイナスとなる場合であるが、メディア情報などを踏まえると、ユーロ圏全体でそこまで落ち込んだとは想定し難い。

3 月期にかけて前期比▲3.9%（当社試算の季節調整値）もの平均ペースで落ち込み続けていたが、4～6 月期には一部企業による値下げが奏功して前期比 3.5%と増加に転じた。また、乗用車以外の小売販売（実質）は、1～3 月期、4～6 月期とも前期比 0.4%と増加が続いた。

個人消費以外は低調

しかしながら、個人消費以外の需要項目から明るさを見出すことは難しい。まず、輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）は、1～3 月期に前期比 1.9%の増加となったが、4～5 月平均は 1～3 月の水準を 0.6%下回った。仕向地別に見ると、中国向け（1～3 月期前期比 1.5%→4～5 月の 1～3 月平均比 1.6%）の回復が続いたものの、ユーロ圏を除く EU10 カ国³向け（0.6%→▲0.8%）、アフリカ向け（5.6%→▲2.6%）、中近東向け（7.9%→▲2.0%）、ロシア向け（3.9%→▲0.7%）がいずれも頭打ちとなり、輸出全体の減少に寄与した。また、米国向け（3.2%→0.3%）の伸びも鈍化した。

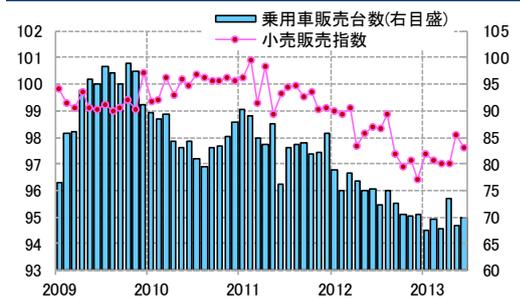
固定資産投資も減少が続いている。固定資産投資の 5 割強を占める建設投資については、一致指標の建設活動指数が 1～3 月期に前期比▲3.7%の減少となった後、4～5 月平均も 1～3 月の平均をさらに 0.2%下回った。主要国の動きを見ると、ドイツ（1～3 月期前期比▲2.8%→4～5 月の 1～3 月平均比 2.9%）やフランス（▲3.5%→0.8%）が増加に転じたが、イタリア（▲7.0%→▲0.5%）とスペイン（▲3.5%→▲2.3%）の減少が続き、全体の足を引っ張った。また、固定資産投資の残りの部分である機械設備投資は、1～3 月期に一旦増加したが、その後再び減少している。すなわち、一致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（1～3 月期前期比 0.6%→4～5 月の 1～3 月平均比▲0.5%）も、ドイツ以外のユーロ圏 16 カ国向け（2.2%→▲1.8%）も、4～5 月は減少に転じた⁴。

さらに、各国が財政健全化を進めている中で、政府消費の大幅増も期待できる状況にはない。

以上のような最終需要動向のもとで、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）は、1～3 月期に前期比▲0.9%となった後、4～5 月も 1～3 月平均を 0.9%下回った。相手国・地域別に見ると、米国（▲1.0%→3.9%）からの輸入が持ち直したが、中国（1.4%→▲4.4%）、ロシア（5.5%→▲5.8%）、ユーロ圏を除く EU10 カ国（0.8%→▲1.8%）からの輸入がいずれも減少に転じ、輸入全体を下押しした。ただし、上述の通り、輸出が落ち込んだため、4～6 月期の成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の前期比寄与度は、1～3 月期の 0.1%Pt から低下したと予想される。

また、生産活動が持ち直した一方で、個人消費以外の最終需要の減少が続いたことから、在庫投資の成長寄与度が 8 四半期振りにプラスとなった可能性が考えられる。ただし、ユーロ圏企業の在庫 DI が、今年 7 月にかけて 2009 年秋以来の水準で高止まっていることも踏まえると、在庫投資が増えたとしても、そ

消費関連指標の推移（2010年=100、万台、季節調整値）



（出所）Eurostat、ACEA（欧州自動車工業会）
（注）乗用車販売台数の季節調整値は当社試算。

³ 英国のほか、ユーロ圏周辺の中東欧諸国が中心である。

⁴ 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 4 月分までしか公表されていないが、自国向けは 1～3 月期に前期比▲0.4%となった後、4 月には 1～3 月平均をさらに 2.9%も下回った。一方、ユーロ圏内（自国を除く 16 カ国）向けは、1～3 月期に前期比 1.0%と増加した後、4 月も 1～3 月平均をさらに 1.1%上回った。しかし、先行発表されているドイツの 5 月分が前月比▲3.9%と大幅に落ち込んだことなどを踏まえると、4～6 月期の圏内販売は最終的に減少に転じたと見込まれる。

れは意図せざる在庫積み上げに過ぎないであろう。

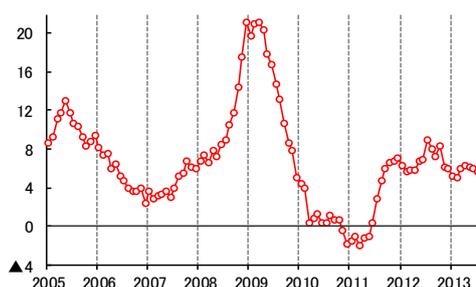
個人消費の回復基盤も脆弱

さらに、4~6月期のプラス成長に大きく寄与した個人消費を取り巻く環境も、決して盤石ではない。雇用情勢を見る

と、失業率が今年3月以降、過去最悪の12.1%で高止まっているほか、雇用見通しDIも昨年7月から今年7月にかけて低水準横這いとなっており、企業による雇用抑制が依然として続いている。このため、7~9月期以降に個人消費が失速するリスクも少なからず残っている。

以上を総合すると、4~6月期のプラス成長をもって、ユーロ圏経済が底入れしたと判断するのは時期尚早であろう。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

ユーロ圏の失業率 (%、季節調整値)



(出所) Eurostat

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

ECBは低金利政策を長期継続する方針

このような景気動向の中、ECB（欧州中銀）は7月4日の定例理事会後、「政策金利は長期間にわたり現行水準か、それより低い水準にとどまる」との声明を発表し、当面、追加利下げを視野に入れつつ、現行の低金利政策を続ける方針を示した。ECBはこれまで、毎回の政策決定について事前にコミットしたことがなく、今回の声明は異例である。そして、このタイミングで発表したことには、量的緩和政策の縮小を示唆し始めた米FRB（連邦準備理事会）との方向性の違いを明示することによって、米国金利につられた金利上昇を阻止するとともに、輸出回復に資するユーロ安の進行を促したいとのECBの意図が窺える。なお、上記の方針は、8月1日の次回理事会でも改めて確認された。

ECBによるこうしたアナウンスメントの効果は一応認められる。例えば、米独間の長期金利スプレッド（10年物国債利回り、米国-ドイツ）を見ると、7月の声明を受けて、それまでの0.8%Pt前後から1.0%Pt前後まで拡大している。もっとも、ドイツの長期金利の水準自体は、7月22日にかけて1.52%まで低下したが、8月6日には1.70%と、7月会合直前（7月3日1.66%）を若干上回る水準まで再上昇している。また、ユーロ相場は、7月3日の1ユーロ=1.298ドルから7月10日には1.281ドルまで一旦ユーロ安となったが、その後、米国で量的緩和の早期縮小観測が後退したため、7月24日以降は1.32ドル台と、6月中旬以来の水準までユーロ高が進んでいる。従って、ECBは、長期金利の低下やユーロ安の進行をより強く促すため、今秋にも追加利下げに踏み切ると予想される。また、今回の声明からさらに踏み込んで、低金利政策の継続期間や政策変更の目安（参照すべき経済指標など）を具体的に提示する可能性も十分にあり得よう。

ギリシャ、ポルトガル、イタリアで市場混乱の火種が燃る

欧州債務問題を巡っては、6月下旬以降、銀行が経営難に陥った場合でも金融市場の混乱を抑え込むための仕組み作りで前進が見られた。6月28日のEU首脳会議では、破綻処理の際に株主や債権者、高額預

金者へ負担を求めることなどのルールを加盟国間で統一することで合意した。さらに7月10日には、欧州委員会が、ユーロ圏に一元的な破綻処理機関と、銀行負担による550億ユーロ（約7兆円）の基金を設ける構想を示した。

しかし、金融市場は現在、ギリシャやポルトガル、イタリアといった個別国の動向に神経質になっている。ギリシャは、EUやIMF（国際通貨基金）からの支援継続のために財政健全化計画の着実な履行が必須となっているが、公務員の削減や医療支出の抑制、国営企業の民営化などが計画通りに進んでいない。また、同国では、政府が6月に国営放送局を突然閉鎖して2,600人を失職させたことに対し、小政党の民主左派党が反発して3党連立政権から離脱した。それでも連立与党は議会で辛うじて過半数を保っているが、政権基盤は弱体化しており、今後、財政健全化への取り組み姿勢が後退する懸念が強まっている。

ポルトガルは、社会民主党（PSD）と民衆党（PP）による連立政権の下、これまで財政健全化策を着実に進め、EUやIMFからの支援も順調に受けてきた。しかし、7月初め、財務相が緊縮財政に対する国民の反発などを理由に辞任し、さらに、PP党首のポルトス外相も緊縮財政への異論を唱え始めて外相辞任を表明したため、連立政権崩壊のリスクが俄かに高まった。その後、両党は、ポルトス氏をEUやIMFとの協議を担当する副首相に昇格させるなどの内閣改造を行い、連立政権を維持していくことになったが、副首相が今後も緊縮財政への消極的なスタンスをとり続け、支援継続を巡ってEUやIMFとの協議が難航していく可能性が懸念されている。

イタリアでは8月1日、脱税の罪に問われたベルルスコーニ元首相の有罪判決（禁固4年⁵）が最高裁で確定した。元首相は大連立政権⁶の一翼を担う「自由国民」の党首であるため、今年4月に発足したレッタ政権は早くも転機を迎えている。自由国民の一部からは、判決が元首相の政治生命を断つための陰謀であるとして、民主党との大連立解消を求める声が出ている。一方、そもそも自由国民との大連立に批判的であった民主党の一部勢力も、連立解消要求を一段と強め始めた。このように、イタリアの政局は波乱含みの様相を呈しており、財政健全化への取り組みが停滞する可能性もある。

このように各地で混乱の火種が燦る一方、ドイツのメルケル政権は9月下旬の連邦議会選挙を控えているため、当面、周辺国支援に関する議論を回避する構えである。ユーロ圏のアンカーたるドイツの不在は、金融市場の混乱リスクを一層警戒させる要因となっている。

⁵ ただし、恩赦法により1年に減刑され、さらに高齢（76歳）のため自宅軟禁となる見通し。なお、最高裁は、地裁と高裁が命じていた5年間の公職禁止について、高裁へ差し戻し再検討を命じた。これにより、ひとまず上院議員や自由国民党首の座を追われることは免れた。

⁶ イタリアでは今年2月の総選挙で単独政権を樹立できる政党が出なかったため、2ヵ月の政治空白が生じ、最終的には民主党と自由国民を中心とした大連立政権が誕生した。