

ユーロ圏経済の低迷はなお続く（改訂見通し）

4～6 月期の成長率は 7 四半期ぶりに前期比プラスとなったが、夏場の主要な経済指標から判断すると、7～9 月期の成長率は再びマイナスとなる可能性が高く、ユーロ圏経済は依然として低迷から脱け出せていない。先行きについても、失業率の高止まりや設備稼働率の低迷、政府による債務問題解消への取り組み継続などから、内需に多くを期待できないほか、輸出の復調も、年内にも見込まれる ECB の追加利下げなどでユーロ安が進むことを追い風にする必要があり、明確になるのは来春以降と予想される。そのため、2013 年の実質成長率は前年比▲0.5%と 2 年連続のマイナス成長となり、その後も 2014 年 0.7%、2015 年 1.0%と低成長が続く見通しである。

4～6 月期は 7 四半期振りのプラス成長

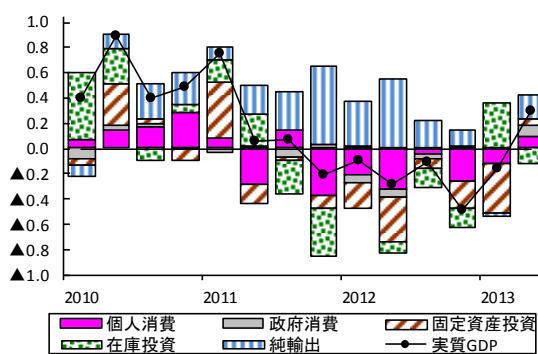
9 月 4 日に発表されたユーロ圏の 4～6 月期実質成長率（改定値）は前期比 0.3%（年率 1.2%）と、7 四半期振りのプラス成長となり¹、実体経済の落ち込みにひとまず歯止めが掛かった形となった。国別に見ると、ドイツ（1～3 月期前期比±0.0%→4～6 月期 0.7%）とフランス（▲0.2%→0.5%）が牽引役となった。また、債務問題を抱える国でも、ポルトガル（▲0.4%→1.1%）がプラス成長に転じた²。ただし、イタリア（▲0.6%→▲0.2%）やスペイン（▲0.4%→▲0.1%）はマイナス幅こそ縮小したものの、GDP の減少が続いた。

需要項目別の内訳を見ると、4～6 月期のプラス成長には、主に輸出の 3 四半期ぶりの増加（1～3 月期前期比▲1.0%→4～6 月期 1.6%）が寄与した。しかしながら、個人消費（▲0.2%→0.2%）や固定資産投資（▲2.2%→0.3%）は下げ止まりの域を脱していない。特に、固定資産投資の増加には、記録的な寒波によって大幅に落ち込んだ 1～3 月期の反動といった一時的要因が含まれている。また、政府消費（▲0.01%→0.4%）が 2 四半期ぶりの増加、しかも 2009 年 10～12 月期以来の強い伸びとなったが、緊縮財政を続けているはずのスペインで前期比 0.9%と急増したことが主因であり、一時的な動きと考えられる。このように、4～6 月期の成長率には一時的な押し上げ要因が少なからず含まれている。

7～9 月期は再びマイナス成長の見込み

さらに、夏場の主要な経済指標から判断すると、7～9 月期の成長率は再び前期比マイナスとなる可能性が高い。GDP との連動性が高い鉱工業生産（建設を含む）は、4～6 月期に前期比 0.4%と増加した後、7

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）



（出所）Eurostat

¹ 1～3 月期の成長率は前期比▲0.2%（年率▲0.6%）であった。また、8 月 14 日に発表されていた 4～6 月期成長率の速報値は前期比 0.3%（年率 1.1%）で、今回の改定値は速報値からほぼ変わらなかった。

² ギリシャについても、季節調整済前期比が公表されていないが、前年同期比を見ると 1～3 月期の▲5.6%から 4～6 月期には▲3.8%とマイナス幅が縮小した。景気の厳しい状況は続いているが、大幅な落ち込みに歯止めが掛かっている模様である。

月には4～6月の平均を1.0%程度下回った模様³である。需要動向を見ても、圏内需要、輸出ともに7～9月期の出足は悪かった。まず、固定資産投資の半分強を占める建設投資について、一致指標の建設活動指数（4～6月期前期比1.1%→7月の4～6月平均比1.2%）は7月も上昇した。しかし、残りの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は、国内向け（▲0.2%→▲2.6%）が大きく落ち込み、ドイツ以外のユーロ圏16カ国向け（▲1.0%→▲0.8%）も減少が続いた。これらより、固定資産投資は再び減少している可能性が高いと見られる。また、個人消費も再び減少していると考えられる。小売販売（4～6月期前期比0.3%→7月の4～6月平均比0.01%）が失速し、乗用車販売台数（3.7%→7～8月の4～6月平均▲0.3%）は減少に転じているためである。

さらに、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1.3%、4～6月期に同0.01%となった後、7月の水準は4～6月の平均を1.4%下回った。仕向地別に見ると、中国向け（4～6月期前期比1.0%→7月の4～6月平均比1.7%）の回復が続いているものの、米国向け（▲1.3%→▲3.3%）、中近東向け（▲2.9%→▲7.1%）の減少ペースが強まり、輸出全体の減少に寄与した。

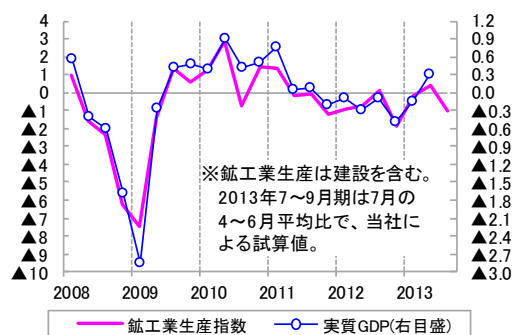
以上を総合すると、ユーロ圏経済は4～6月期に一旦下げ止まったものの、夏場には再び悪化しており、依然として低迷から脱け出せていないと判断される。

圏内需要の回復は当面期待薄

10～12月期以降についても、内需の両輪である個人消費や固定資産投資に景気の牽引役は期待し難い。失業率が今年3月以降過去最悪の12.1%で高止まっていることや、企業の設備稼働率も昨年7月から今年7月にかけて78%前後で低迷し、前回の投資拡大局面の初期にあたる2005年の平均（81.5%）を下回る状況が続いていることが主な理由である。

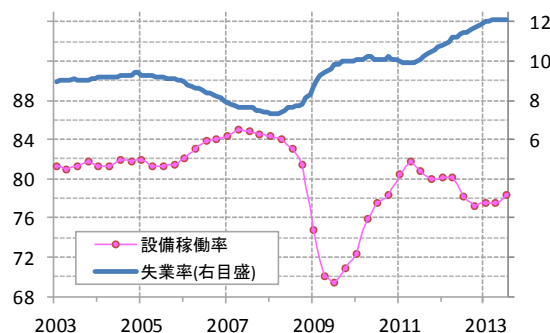
加えて、各国政府の債務問題解消への取り組みが続いていることは、増税などの民間負担増や歳出抑制を通じて、引き続き景気回復の足枷となろう。欧州委員会による5月時点の経済予測によると、ユーロ圏全体の財政収支対GDP比率は2012年の▲

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



（出所）Eurostat

ユーロ圏の失業率と設備稼働率（%、季節調整値）



（出所）Eurostat、欧州委員会

ユーロ圏の財政見通し（対GDP比、%）

【財政収支】				【政府債務残高】			
	2012年	2013年	2014年		2012年	2013年	2014年
ユーロ圏17カ国	▲ 3.7	▲ 2.9	▲ 2.8	ユーロ圏17カ国	92.7	95.5	96.0
ドイツ	0.2	▲ 0.2	0.0	ドイツ	81.9	81.1	78.6
フランス	▲ 4.8	▲ 3.9	▲ 4.2	フランス	90.2	94.0	96.2
イタリア	▲ 3.0	▲ 2.9	▲ 2.5	イタリア	127.0	131.4	132.2
スペイン	▲ 10.6	▲ 6.5	▲ 7.0	スペイン	84.2	91.3	96.8
ギリシャ	▲ 10.0	▲ 3.8	▲ 2.6	ギリシャ	156.9	175.2	175.0
ポルトガル	▲ 6.4	▲ 5.5	▲ 4.0	ポルトガル	123.6	123.0	124.3
アイルランド	▲ 7.6	▲ 7.5	▲ 4.3	アイルランド	117.6	123.3	119.5

（出所）欧州委員会「春季経済予測」（2013年5月）

³ 7月の建設を含む鉱工業生産指数は9月30日時点で未公表であるが、建設を除く鉱工業生産指数、建設活動指数がそれぞれ前月比▲1.3%、0.3%と公表されている。そのため、7月の建設を含む鉱工業生産指数は6月の水準を1.2%程度、4～6月の平均を1.0%程度下回ったと試算される。

3.7%から2013年には▲2.9%、2014年には▲2.8%へと改善する見通しである。今春以降、多くの加盟国が財政運営スタンスを引き締め一本槍から、経済成長とのバランスを重視する方向へと変化させ始めた。このため、実際の収支改善ペースは5月時点の見通しよりも弱まる可能性があるが、その5月時点の収支見通しを前提にした場合でも、ユーロ圏全体の政府債務残高の対GDP比は2013年末に95%を超え、ドイツですら81%とEUの財政協定が定める60%ラインを大幅に上回る状況が続くと見込まれている。そのような中で、各国が財政を引き締め続けること自体は変わらないと考えられる。

輸出の復調は早くて来春

そうした中で、今後、ユーロ圏景気が確実に底入れするためには輸出の持続的回復が必須と考えられ、それにはユーロ相場の行方がカギを握る。ユーロ相場はこれまで、景気悪化が続いたにもかかわらず、むしろ対ドルで上昇傾向を辿り、輸出を抑制してきた。今後は、米国の金融緩和の縮小に伴って米国金利が上昇する一方で、ECB（欧州中銀）が今年7月に導入したフォワード・ガイダンス（金融政策の先行きを明示する指針）⁴や年内にも見込まれる追加利下げによって、欧州金利が低水準にとどまれば、ドル高・ユーロ安が進み、輸出拡大を後押ししよう。もっとも、その場合でも輸出の復調が明確になるのは早くて来春であり、それまではユーロ圏景気の冴えない状況が続くと予想される。



成長率は2013年▲0.5%、2014年0.7%、2015年1.0%と予想

以上のような見方から、当社は、2013年の実質成長率が前年比▲0.5%と2年連続のマイナス成長となり、その後も2014年0.7%、2015年1.0%と低成長が続くと予想する。

なお、今回、2013年の成長率予想について、4～6月期に想定外の増加になった政府消費（前回予想前年比▲0.6%→今回▲0.2%）、過去データの改訂があった在庫投資（成長寄与度▲0.1%Pt→0.04%Pt）および固定資産投資（▲3.9%→▲3.7%）をそれぞれ

上方修正する一方、今年後半と見込んでいた輸出の復調が来春以降にずれ込む可能性が高まったため、輸出（1.5%→1.0%）を下方修正する。その結果としての成長率は、前回から変わらずの▲0.5%である。

2014年については、輸出復調の後ずれを勘案して輸出（5.6%→4.6%）や在庫投資（0.2%Pt→▲0.04%Pt）などを下方修正し、成長率予想を前回の1.0%から0.7%へ下方修正する。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想	2015 予想
実質GDP	1.5	▲0.6	▲0.5	0.7	1.0
個人消費	0.3	▲1.4	▲0.6	▲0.2	▲0.1
固定資産投資	1.6	▲3.9	▲3.7	0.4	1.0
在庫投資（寄与度）	(0.2)	(▲0.5)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)
政府消費	▲0.1	▲0.6	▲0.2	▲0.5	▲0.1
純輸出（寄与度）	(0.9)	(1.5)	(0.6)	(0.8)	(0.9)
輸出	6.4	2.5	1.0	4.6	5.5
輸入	4.3	▲1.1	▲0.2	3.1	4.2

(出所) Eurostat

⁴ ECB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。それまでECBは、毎回の政策決定について事前にコミットしたことがなかった。

ドイツ総選挙を大過なく終えたが、イタリアの政局が混迷

欧州債務問題に影響を及ぼす動きとしては、9月22日、ドイツで連邦議会選挙が行われ、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）が勝利、首相の3期目続投が事実上決まった。メルケル首相は社会民主党（SPD）に大連立政権の樹立を打診したが、社民党が全党员による投票で政権参加を最終決定する方針を示したことなどから、新政権の発足には時間を要し、社民党大会が開催される11月半ば以降になる見通しである。もっとも、両党間の政策スタンスに決定的な違いはないため、連立協議が決裂する可能性は低い。また、大連立となっても、メルケル政権は大規模な政策転換を図らず、欧州債務問題への対応や銀行同盟の構築などについて、各国に財政健全化努力の継続を求めつつ、着実に枠組みの構築を進めていくスタンスも変えないと見込まれる。

こうした中、ユーロ圏では、ドイツ総選挙のために事実上凍結されていた債務問題を巡る協議が同国の新政権発足を待たずに再開され、まずはギリシャの追加支援が検討される見込みである。ギリシャは、既にユーロ圏とIMF（国際通貨基金）から総額2,400億ユーロの支援を受け、債務の軽減措置も実施したが、財政健全化計画の甘さから2014年以降約110億ユーロの資金不足が生じると見られ、ユーロ圏としては年内に追加支援を決めておく必要があるためである。もっとも、11月中のドイツ新政権発足を前提にすれば、金額が相対的に小さいこともあり、ギリシャ追加支援の年内決定に向けて大きな波乱はなからう。

むしろ金融市場では、イタリアの政局に注目が集まっている。イタリアでは今年4月、2ヵ月の政治空白の末に民主党と自由国民が中心となりレッタ民主党副党首を首相に据えた大連立内閣が誕生した。しかし、8月に自由国民の党首であるベルルスコーニ元首相の脱税による実刑判決が確定し、議会で元首相の議員資格剥奪の手続が始まると、元首相や側近議員らが反発。9月30日には元首相の指示により、自由国民に所属する全閣僚5人が辞任⁵した。これに対し、レッタ首相は自由国民議員の切り崩しと政権の維持を狙って、10月2日に議会で政権への信任投票を行う方針を打ち出したが、投票の行方は不透明であり、イタリアの政局は予断を許さない。このような政治の混乱と財政健全化停滞への懸念から、イタリアの10年物国債利回りは8月半ばに4.1%台後半であったが、9月中旬にはスペインを上回る4.5%台後半まで上昇し、30日には一時4.6%台に乗せた。

また、ポルトガルについても、財政健全化策の一環である公務員削減法案について憲法裁判所が8月末に違憲判断を下したほか、9月中旬には、同国政府が欧州委員会やIMFに対して2014年の財政健全化目標の緩和を要請していることが明らかになる中、大手格付け会社のS&Pは9月18日、ポルトガルの格付けを数ヵ月以内に「BB」から引き下げる可能性があると発表した。ポルトガルは、今年1月と5月に2年ぶりに長期国債を発行して合計55億ユーロの調達に成功し、2014年からは国債発行の定期化を目指しているが、格下げはそうした債券市場への円滑な復帰を阻む要因となり兼ねない。以上のような南欧2ヵ国の動向を主因に、金融市場は再び混乱するリスクが高まっている。

⁵ ただし、一部報道によると、辞任した5閣僚のうち、3人が元首相の今回の判断に難色を示している模様。