

未だ低迷状態から脱していないユーロ圏経済

ユーロ圏経済は、7～9 月期成長率がゼロ前後まで低下した見込みであり、未だ低迷状態から脱け出せていない。昨夏以降のユーロ相場の上昇傾向が、輸出を下押しし続けていることが大きく影響している。7～9 月期の固定資産投資や個人消費は増加した模様であるが、設備稼働率の低迷や失業率の高止まりを踏まえると、持続性は認め難い。経済低迷から脱却するためには、年内にも見込まれる ECB の追加利下げなどに伴いユーロが下落に転じ、輸出を後押ししていく必要があるが、その場合でも輸出の復調が明確になるのは来春以降となろう。

7～9 月期の成長率はゼロ前後まで鈍化した見込み

ユーロ圏では、4～6 月期の実質 GDP 成長率が前期比 0.3%とプラスに転じたことから、底入れ期待が高まっている。しかしながら、最近の経済指標に基づけば、11 月 14 日に公表される 7～9 月期の成長率はゼロ前後まで低下した見込みであり、再びマイナス成長となる可能性も残っている。これは、ユーロ圏経済が未だ低迷状態から脱け出せていないことを意味する。以下、主な経済指標の動きを概観する。

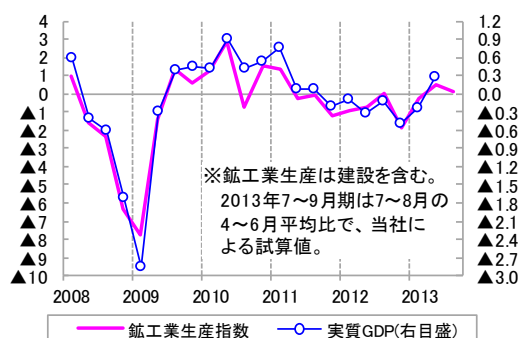
まず、供給サイドの指標を見ると、鉱工業生産指数（建設を含む）は、4～6 月期に前期比 0.5%と増加した後、7～8 月の平均は 4～6 月の平均を 0.1%上回る程度にとどまった模様¹である。生産指数と実質 GDP は概ね連動しており、8 月までの生産の動きは、7～9 月期の成長率がほぼゼロとなり、9 月の動きによっては再びマイナスになる可能性を示唆している。

また、国毎の生産動向を見ると、7～9 月期はドイツの増加が続き、スペインが下げ止まったものの、一方でフランスが減少に転じ、イタリアの減少が続くなど、斑模様になっていると見られる。さらに、スペインの生産下げ止まりは、7～9 月期の GDP 成長率が 2 年半ぶりにマイナスを脱した可能性を示唆しているが、スペイン経済における最大の下押し要因である不良債権問題は依然として悪化しており、国内銀行の 8 月の不良債権比率は 12.1%と過去最悪水準を更新した。このため、7～9 月期の下げ止まりを景気底入れの兆候と見るのは時期尚早である。

輸出の減少が続く

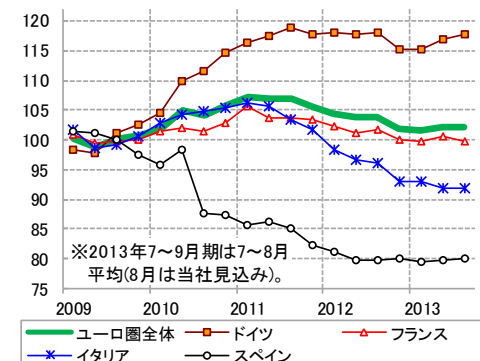
次に、需要サイドの指標を見ると、7～9 月期の成長率低下の主な

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

¹ 建設を含む鉱工業生産指数は、11 月 5 日時点で 7 月分（前月比▲0.7%、4～6 月平均比▲0.3%）までしか公表されていないが、建設を除く鉱工業生産指数、建設活動指数の 8 月分はそれぞれ前月比 1.0%、0.5%と公表されている。そのため、8 月の建設を含む鉱工業生産指数は 7 月の水準を 0.9%程度、4～6 月の平均を 0.6%程度上回ったと試算される。

は輸出の減少と考えられる。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 1.5%、4～6 月期に同▲0.2%となった後、7～8 月の水準は中近東、ロシア、米国向けの減少により 4～6 月の平均をさらに 0.9%下回った。世界景気の回復力が弱い上、昨夏以降のユーロ相場の上昇傾向が輸出を下押ししていると考えられる。

また、ユーロ圏企業の在庫 DI は今年 6 月の 5.9Pt から 9 月には 3.7Pt まで低下²しており、企業の在庫調整が続いている。そのため、7～9 月期の在庫投資の成長寄与度は 2 四半期連続でマイナスになったと見込まれる。

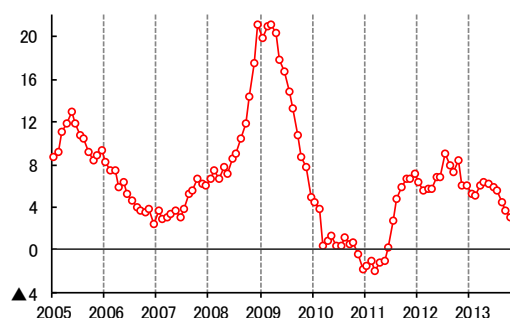
固定資産投資と個人消費は下げ止まったが・・・

一方、7～9 月期の固定資産投資と個人消費は増加した模様である。まず、固定資産投資の半分強を占める建設投資は、一致指標の建設活動指数が 4～6 月期に前期比 1.7%となった後、7～8 月も 4～6 月の平均をさらに 2.2%上回った。また、固定資産投資の残りの部分である機械設備投資も、一致指標で速報性のあるドイツの資本財販売が国内向け、ドイツ以外のユーロ圏 16 カ国向けとも 8 月に大幅増となり、7～8 月の平均は 4～6 月をそれぞれ 1.0%、2.4%上回った³。さらに、個人消費も自動車は減少したが、自動車以外が堅調に拡大し、全体では増加したと見られる。乗用車販売台数は一部企業による値下げ効果が一巡したため、4～6 月期の前期比 3.9%（当社試算の季節調整値）から 7～9 月期は同▲0.5%と減少に転じたが、小売販売（乗用車を除く）は、4～6 月期の同 0.3%から 7～8 月には 4～6 月平均比 0.6%へと伸びを高めた。

すなわち、7～9 月期のユーロ圏経済は、固定資産投資や個人消費の拡大によって、何とか成長率がゼロ近辺にとどまっている状態と考えられる。

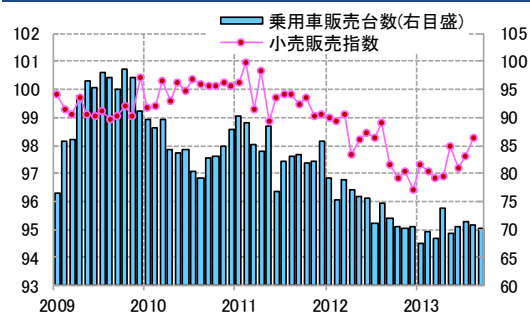
しかしながら、企業の設備稼働率は昨年 7 月から今年 10 月にかけて 78%前後で低迷し、前回の投資拡大局面の初期にあたる 2005 年の平均（81.5%）を下回ったままである。また、失業率が 8～9 月に過去最悪水準の 12.2%まで上昇するなど、雇用情勢の悪化にも歯止めが掛かっていない。このような状況下で、企業や家計の支出増加に持続性は認め難い。実際、機械設備投資の先行指標である、ドイツのユーロ圏内からの資本財受注は 7～8 月に失速しており、機械投資が早晩減少に転じる可能性を示唆している（グラフは次頁）。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

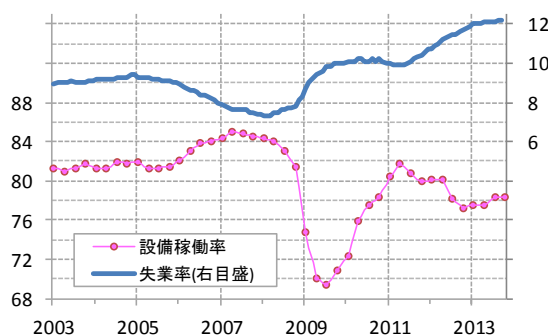
消費関連指標の推移 (2010年=100, 万台, 季節調整値)



(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。

ユーロ圏の失業率と設備稼働率 (%、季節調整値)

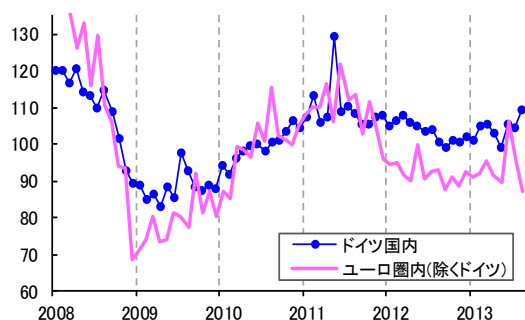


(出所) Eurostat, 欧州委員会

² 在庫 DI は 10 月も 3.1Pt となり、5 月以降 6 カ月連続で低下している。

³ 4～6 月期はドイツ国内向けが前期比▲0.2%、ユーロ圏内向け（ドイツを除く）が同▲1.0%であった。

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

ユーロ相場の推移(ドル/ユーロ、週末値)



(出所) ECB (注) 直近値は11月5日。

輸出の復調は来春以降

さらに、ユーロ相場が10月下旬にかけて対ドルで2年ぶりの高値まで上昇し、11月初も1ユーロ=1.35ドル近辺で高止まっているため、依然として景気低迷脱却に不可欠な輸出回復を期待できない状況にある。

その意味で、11月7日および12月5日のECB(欧州中銀)理事会が注目される。上述のような景気の現状に加え、10月のインフレ率(消費者物価の前年同月比)が0.7%、エネルギーと食料品を除いたコアベースでも0.8%と、いずれも1%を下回る状況となる中、ECBは11月の理事会後に利下げを示唆し、7~9月期GDPの結果を見極めた後の12月の理事会で、実際に0.25%Pt(0.50%→0.25%)の利下げに踏み切ると予想される。そして、欧州金利が低水準でとどまる一方、年明け以降はFedの金融緩和縮小に伴い米国金利が上昇していくも、ユーロ相場は下落基調に転じ、輸出を後押しし始める見通しである。しかし、その場合でも、輸出の復調が明確になるのは来春以降であり、それまではユーロ圏景気の低迷状態が続くことになる。

そのため、ユーロ圏の実質GDP成長率は、2013年に▲0.5%のマイナスとなった後、2014年もマイナスを回避するのが精一杯と見込まれる⁴。

銀行同盟が来年11月に始動、ECBの事前資産査定が波乱要因に

個別国の政治情勢を見ると、10月は概ね安定化する方向に推移した。イタリアでは、ベルルスコーニ元首相の倒閣失敗⁵によってレッタ現政権の政権基盤が強化された。また、ドイツでも、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)と社会民主党(SPD)による大連立政権樹立への協議が進展しており、年内に第3期メルケル政権が誕生する見込みである。そして、欧州統合に対してはSPDも推進賛成であることから、ドイツのスタンスはさほど大きく変化しないと予想される。

一方で、銀行同盟(欧州債務問題の再発防止を目指した金融行政の統合)の具体化は、中長期的な金融シ

⁴ 現時点の当社による2014年成長率予想は0.7%であるが、11月14日に公表される2013年7~9月期GDPの結果を踏まえて、定例の見直しを行う予定である。

⁵ ベルルスコーニ元首相は大連立内閣を構成する自由国民の党首であるが、9月末、閣僚を引き揚げて倒閣する意向を示した(経緯は10月1日付けEconomic Monitor「ユーロ圏経済の低迷はなお続く」ご参照)。しかし、レッタ現首相は、元首相の方針に賛同できない自由国民議員の切り崩しに成功。元首相は、現政権への信任投票(10月2日)を行う前の段階で、倒閣意思の撤回を余儀なくされた。なお、元首相の議員資格剥奪は早ければ11月下旬にも行われる議会投票により採決され、可決すれば元首相は議員資格を失うほか、6年間の公務禁止となる見込みである。

システム安定にとって不可欠のプロセスとは言え、短期的には金融市場の緊張を高める要因となりそうである。10月25日のEU首脳会議では、来年6月までに一元的な破綻処理制度を法制化するほか、来年11月に一元的な銀行監督体制を始動させる方針が確認された。さらに、その銀行監督機能を担うECBは来年10月までに、圏内銀行の総資産の約85%を占める主要銀行128行を対象とした資産査定を行うと発表した。ECBによる今回の資産査定では、これまで国毎に異なっていた不良債権の定義が「90日以上延滞債権」に統一されるなど、大半の銀行にとって従来の欧州当局によるものよりも査定基準や方法が厳格化される見込みである。このため、イタリアやスペインなどの一部の銀行が新たに資本不足と判定される可能性が出ている。