

低成長が続くユーロ圏経済（改訂見通し）

今年 7～9 月期の成長率が前期比 0.1%まで鈍化し、10～12 月期も概ね横這いとなる可能性が高いなど、ユーロ圏経済は低迷から脱け出せていない。先行きも、失業率の高止まりや設備稼働率の低迷、各国による財政健全化への取り組み継続などから、内需主導の景気回復は期待し難い。また、輸出の復調はユーロ安による後押しが必要であり、それが明確になるのは来年 4～6 月期以降と見込まれる。そのため、ユーロ圏の成長率は 2013 年に▲0.5%となった後、2014 年は 3 年ぶりのプラスとなるものの 0.5%にとどまり、2015 年も 1.0%と低成長が続くと予想される。

7～9 月期の成長率はほぼ横這いにとどまる

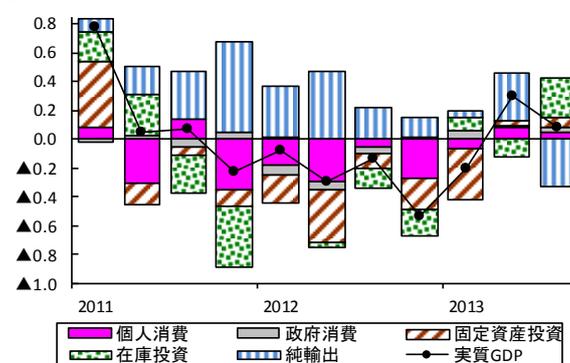
ユーロ圏経済の低迷が続いている。12 月 4 日に発表された 7～9 月期の実質成長率（改定値¹）は前期比 0.1%と、4～6 月期の同 0.3%から概ね横這い程度まで減速した。国毎の動きは斑模様であり、主要な国では、スペイン（4～6 月期前期比▲0.1%→7～9 月期 0.1%）が 2 年半ぶりにマイナスを脱したが、ドイツ（0.7%→0.3%）が減速し、フランス（0.5%→▲0.1%）がマイナスに転じた。また、イタリア（▲0.3%→▲0.1%）が 9 四半期連続のマイナスとなった。

需要項目別の内訳を見ると、7～9 月期の成長率低下の主因は輸出の停滞である。実質 GDP ベースの輸出は、4～6 月期に前期比 2.1%と 3 四半期振りに増加した後、7～9 月期には 0.2%とほぼ横ばいにとどまった。通関統計では、中近東、ロシア、アフリカ向けの大幅減²により、ユーロ圏外向け輸出（4～6 月期前期比▲0.2%→7～9 月期▲0.4%）の減少幅が広がっており、それら輸出先の景気回復力の弱さや、昨夏以降のユーロ相場の上昇傾向が輸出を下押ししたと考えられる。

さらに、輸入（4～6 月期 1.6%→7～9 月期 1.0%）が輸出を上回る伸びとなったため、純輸出（輸出－輸入）の成長寄与度は 4～6 月期の 0.3%Pt から 7～9 月期には▲0.3%Pt へとマイナスに転じた。

また、圏内需要のうち、個人消費（0.1%→0.1%）や固定資産投資（0.2%→0.4%）がともに 4～6 月期に続いて増えたものの、いずれも下げ止まりの域を脱していない。一方、政府消費（0.03%→0.2%）の小幅増が続いたが、各国とも緊縮財政を続けていることを踏まえると、持続性のある増加とは言い難い。そして、7～9 月期は在庫投資の成長寄与度（▲0.1%Pt→0.3%Pt）が大幅に高まり、成長率をプラスにとどめる主因となったが、上記の通り最終需要が伸び悩む中での動きとしては強過ぎると考えられる。このように、7～9 月期の GDP 統計は、内容面でも景気底入れを示唆する明るい材料が見出し難い。

ユーロ圏の実質 GDP（%、季節調整済前期比）



(出所) Eurostat

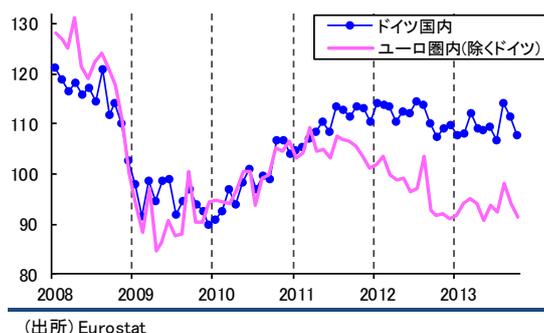
¹ 11 月 14 日に発表されていた 7～9 月期成長率の速報値は前期比 0.3%で、今回の改定値は速報値から殆んど変わらなかった。

² ユーロ圏外向け輸出に占める中近東、ロシア、アフリカ向けの割合（2012 年）はそれぞれ 5%、5%、7%に過ぎないが、7～9 月期は▲6.2%、▲4.5%、▲3.6%といずれも大幅に減少し、輸出全体を下押しした。

10～12 月期の成長率もゼロ近辺の可能性

そして、既に公表された 10～11 月分の主要な経済指標によると、10～12 月期の成長率もゼロ前後にとどまる可能性がある。伸び悩みの主因は圏内需要の伸び悩みである。まず、個人消費については、主要 4 カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）の乗用車販売台数³が 7～9 月期に前期比 0.7%となった後、10～11 月の平均も 7～9 月の平均を 1.5%上回った。しかし、小売販売（乗用車を除く）が 7～9 月期に前期比 0.4%となった後、10 月は 7～9 月の平均を 0.5%下回ったため、個人消費全体としては概ね横這いにとどまっていると考えられる。そして、固定資産投資のうちの半分近くを占める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（7～9 月期の前期比 1.6%→10 月の 7～9 月平均比▲2.6%）、ドイツ以外のユーロ圏 16 カ国向け（2.3%→▲3.8%）ともに、10 月に大きく落ち込んだ。さらに、7～9 月期に強い伸びとなった政府消費や在庫投資に反動落ちの可能性もあることも勘案すると、内需は全体として 10～12 月期に減少している可能性が高い。

ドイツの資本財販売(実質、2010年=100、季節調整値)



ただ一方で、純輸出の成長寄与度はマイナスを脱する可能性がある。速報性のあるドイツとフランスの通関統計によると、輸出（2 カ国計、ユーロ圏内向けを含む）は、7～9 月期の前期比 0.05%から 10 月は 7～9 月平均比 1.3%となり、伸びが強まった。輸入（ユーロ圏内取引を含む）も 7～9 月期の前期比▲0.1%から 10 月は 7～9 月平均比 0.7%とプラスに転じたが、貿易収支の黒字幅は 4～6 月期平均の 112 億ユーロ、7～9 月期平均の 113 億ユーロから、10 月は 121 億ユーロと、単月の動きではあるが拡大ペースが強まった。ユーロ相場の上昇傾向が続いている（詳細後述）ため、11～12 月の貿易黒字は 10 月ほどには高まらないと見込まれるが、途中経過からは 7～9 月期と逆の構図、すなわち純輸出の増加が内需の息切れをカバーすることによって、成長率が引き続き横這いにとどまるという 10～12 月期の姿が見えつつある。

2014 年も圏内需要の持続的回復は困難

このように、ユーロ圏では牽引役不在の景気低迷が 10～12 月期にかけて続いた模様であるが、2014 年入り後もやはり、内需の両輪である個人消費や固定資産投資に景気全体を牽引できるまでの復調は期待し難い。まず、失業率が今年 1 月から 10 月にかけて過去最悪水準の 12%台で推移するなど、雇用情勢は依然として厳しい状況にあり、個人消費を下押しし続ける見込みである。また、企業の設備稼働率が昨年 7 月から今年 10 月にかけて 78%前後と、前回の投資拡大局面の初期に当たる 2005 年の平均 (81.5%) を下回る状況が続いている上、景気悪化が長引いたことで成長期待も高まり難しくなっている中で、企業が設備投資を増やす誘因は小さいと考えられる。さらに、スペインやイタリアといった一部の主要国で銀行の不良債

ユーロ圏の失業率と設備稼働率 (%、季節調整値)



³ ユーロ圏市場全体の約 8 割を占める。

権問題が悪化し続けていることも、資金面からの民需回復の重石である。今年9月の国内銀行の不良債権比率はスペインで12.7%、イタリアで7.5%と、それぞれ過去最悪水準を更新した。

加えて、各国政府の財政状況にはまだ改善の余地が大きく、今後も増税などの民間負担増や歳出抑制が景気を下押しすると見込まれる。欧州委員会による今年11月時点の経済予測によると、ユーロ圏全体の財政収支は改善してきているが、政府債務残高の対GDP比率は2013年末に95%を超え、ドイツですら80%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、2014年に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。上記の欧州委員会による予測によれば、2014年のユーロ圏全体の財政収支対GDP比率は、2012年の▲3.7%から、2013年に▲3.1%、

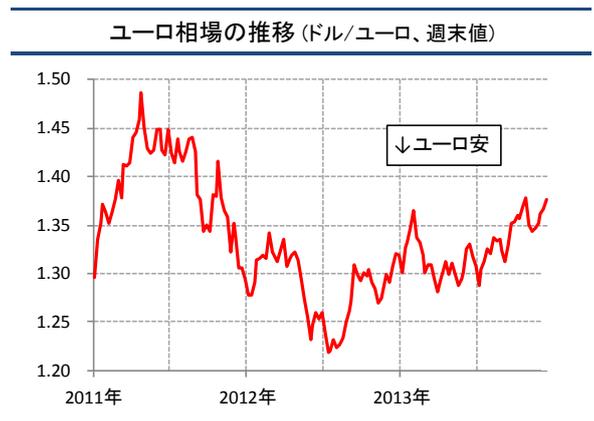
2014年に▲2.5%へと改善していく見通しである。これは、2014年の収支改善ペース、すなわちユーロ圏全体でみた財政の引き締め度合いが2013年並みになることを意味している。なお、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドで行われた銀行への資本注入など、一時的要因の影響を除くベースの比率を試算すると、2012年▲3.3%、2013年▲2.9%、2014年▲2.5%となり、特殊要因除去前の見通しと同じ示唆を得ることができる。

【財政収支】				【政府債務残高】			
	2012年	2013年	2014年		2012年	2013年	2014年
ユーロ圏全体	▲ 3.7 (▲3.3)	▲ 3.1 (▲2.9)	▲ 2.5 (▲2.5)	ユーロ圏全体	92.6	95.5	95.9
ドイツ	0.1	0.0	0.1	ドイツ	81.0	79.6	77.1
フランス	▲ 4.8	▲ 4.1	▲ 3.8	フランス	90.2	93.5	95.3
イタリア	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 2.7	イタリア	127.0	133.0	134.0
スペイン	▲ 10.6 (▲7.6)	▲ 6.8 (▲6.5)	▲ 5.9 (▲5.8)	スペイン	86.0	94.8	99.9
ギリシャ	▲ 9.0 (▲6.3)	▲ 13.5 (▲4.1)	▲ 2.0 (▲3.3)	ギリシャ	156.9	176.2	175.9
ポルトガル	▲ 6.4 (▲4.0)	▲ 5.9 (▲5.5)	▲ 4.0 (▲3.6)	ポルトガル	124.1	127.8	126.7
アイルランド	▲ 8.2 (▲8.6)	▲ 7.4 (▲7.0)	▲ 5.0 (▲5.0)	アイルランド	117.4	124.4	120.8

(出所) 欧州委員会「秋季経済予測」(2013年11月)などをもとに伊藤忠経済研究所作成
(注) カッコ内の値は、銀行への資本注入など一時的要因の影響を除いた値(欧州委による推定値。一部は欧州委資料をもとに当社で試算)。

輸出の復調は来年4~6月期以降

以上のように見ると、今後、ユーロ圏経済が確実に底入れするには、10月の独・仏で見られた輸出の持ち直しが持続性を高めるとともにユーロ圏全体の動きへと拡がり、さらに輸出の復調が生産や雇用の増加に波及していくことが欠かせない。そして、これにはユーロ相場の動向が重要なカギを握ると見られるが、今年12月11日時点では1ユーロ=1.37ドル台で高止まっております、輸出回復を阻む状況が続いている。11月7日にECB(欧州中銀)が政策金利を引き下げた(0.50%→0.25%)ことを受けて、ユーロは一旦1.33ドル台まで下落したものの、11月半ば以降は再び上昇している。



(出所) ECB (注) 直近値は12月11日。

ECBは、ユーロ圏の景気低迷や低インフレ⁴を踏まえ、今後、さらなる金融緩和措置を講じる可能性が高い。ドラギ総裁は今年12月5日の理事会⁵後の定例会見で、具体的なメニューや時期に関する決定事項はないが、今後「利用可能なあらゆる(緩和)手段を検討する用意」があり、「それらの選択肢に関する準

⁴ 消費者物価の前年同月比は今年9月に0.7%、10月に0.9%と2ヵ月連続で1%を下回った。そして、ECBは12月5日、2014年の消費者物価が前年比1.1%(予測レンジの中央値)、2015年が1.3%(同)にとどまるとした経済スタッフの予測を発表した。

⁵ 政策変更はなかった。

備の度合いは極めて高い」と述べた。各種報道によれば、追加利下げ（および銀行から ECB への預金金利のマイナス圏への引き下げ）、長期資金供給策の追加、量的金融緩和策の導入などが選択肢になっていると見られている。その一方で、米国では Fed が来春までに量的金融緩和の縮小を開始する可能性が高まっている。以上を踏まえると、現行のユーロ高は修正される余地が大きいと判断される。

しかしながら、来春にも ECB による追加緩和が実施され、ユーロが下落傾向に転じるとしても、ユーロ安が輸出を明確に後押しし始めるのは、早くても 2014 年 4~6 月期以降になると予想され、それまではユーロ圏景気の低迷が続かざるを得ないと考えられる。

成長率は 2013 年▲0.5%、2014 年 0.5%、2015 年 1.0%と予想

以上のような見方から、当社は、ユーロ圏の実質成長率が 2013 年に▲0.5%となった後、2014 年は輸出の持ち直しと固定資産投資の下げ止まりを主因に 3 年ぶりのプラス成長になるものの、0.5%にとどまると見込む。また、2015 年は 1.0%と、輸出や固定資産投資の伸びが高まるものの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、7~9 月期に想定外の増加となった固定資産投

資（前回予想前年比▲3.7%→今回▲3.3%）や政府消費（▲0.2%→0.1%）を上方修正する一方、過去データの改訂があった在庫投資（成長寄与度 0.04%Pt→▲0.1%Pt）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、春先には明確化すると見込んでいた輸出の復調が 4~6 月期以降に後ずれする可能性が高まったことを踏まえ、輸出（4.6%→3.0%）や固定資産投資（0.4%→0.2%）などを下方修正し、成長率予想を前回の 0.7%から 0.5%へ下方修正する。

欧州債務問題は引き続き波乱含み

債務問題では、アイルランドが 12 月に金融支援を受ける状態から 3 年ぶりに脱却し、来年早々にも国債発行による資金調達を本格的に再開する運びとなった。また、銀行の資本増強に用途を限定して設定されてきた EU からスペインへの支援枠⁷も、来年 1 月にひとまず解除されることが決まった。

しかし一方で、ギリシャは、EU、IMF（国際通貨基金）、ECB から 2014 年予算や現行支援継続を承認されることに苦慮しており、加盟国の追加負担などを含めた支援スキームの見直しが避けられない情勢である。また、今年 10 月の EU 首脳会議で、2014 年 11 月から ECB による一元的な銀行監督体制を始動させることが決まったが、その準備として ECB が 10 月までに実施する銀行資産査定によって、一部銀行の資本不足が判明し、金融システム不安が再燃する可能性がある。そのため、欧州債務問題は、解決への前向きな動きも一部で見られるものの、全体としては引き続き波乱含みの状態と言える。

⁶ アイルランドは今年 3 月に 10 年物国債の発行を試みており、その際 50 億ユーロの調達に成功した。

⁷ 2012 年 7 月に最大 1,000 億ユーロ支援することが決定され、実際にスペインは ESM（欧州安定メカニズム）経由で総額約 410 億ユーロの融資を受けた。

%, %Pt	2011	2012	2013	2014	2015
	実績	実績	予想	予想	予想
実質 GDP	1.6	▲0.7	▲0.5	0.5	1.0
個人消費	0.3	▲1.4	▲0.6	▲0.2	▲0.1
固定資産投資	1.6	▲4.1	▲3.3	0.2	1.0
在庫投資(寄与度)	(0.3)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)
政府消費	▲0.1	▲0.5	0.1	▲0.5	▲0.1
純輸出(寄与度)	(0.9)	(1.5)	(0.5)	(0.6)	(0.8)
輸出	6.5	2.5	1.0	3.0	5.5
輸入	4.5	▲1.0	▲0.2	2.0	4.2

(出所) Eurostat