

圏内需要の息切れにより停滞するユーロ圏経済

2月14日に公表されるユーロ圏の昨年10～12月期の成長率は、圏内需要の息切れによって、ほぼゼロにとどまった見込みである。先行きも、企業の成長期待が高まり難い中で設備投資や雇用拡大への慎重姿勢が残るほか、各国政府による財政健全化への取り組みが続くため、内需主導の景気回復は期待し難い。また、3月にも見込まれるECBの追加緩和に伴いユーロ安が進み、それを追い風に輸出の拡大基調が強まる展開が想定されるが、それが明確になるのは早くても今年半ば以降になる。ユーロ圏経済の冴えない状況はなおしばらく続くと思われる。

昨年10～12月期はほぼゼロ成長にとどまった見込み

ユーロ圏経済¹は依然として停滞している。最近の経済指標に基づけば、2月14日に公表される昨年10～12月期の実質成長率は、7～9月期の前期比0.1%に続いてほぼゼロになったと見込まれる。そして、2013年通年では前年比▲0.5%と、2012年の▲0.7%に続くマイナス成長となった模様である。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、昨年4～6月期に前期比0.5%と9四半期ぶりの上昇となった後、7～9月期は同0.3%と伸びが鈍化し、さらに10～11月の平均は7～9月の平均を0.03%下回った模様²である。生産指数と実質GDPは概ね連動しており、11月までの生産の動きは、10～12月期の成長率がほぼゼロにとどまり、3四半期ぶりにマイナス成長となった可能性があることも示唆している。

また、国毎の生産動向を見ると、10～11月はドイツ（7～9月平均比▲0.2%）、フランス（▲0.04%）、イタリア（▲0.2%）、スペイン（▲0.2%）、オランダ（▲0.3%）の主要5カ国³でいずれも減産となったが、ベルギー（1.2%）、ポルトガル（0.8%）、スロバキア（3.6%）といった一部の中堅・中小国が下支え役となり、全体では何とかほぼ横這いにとどまった。このうち、ベルギーでは医薬品、スロバキア

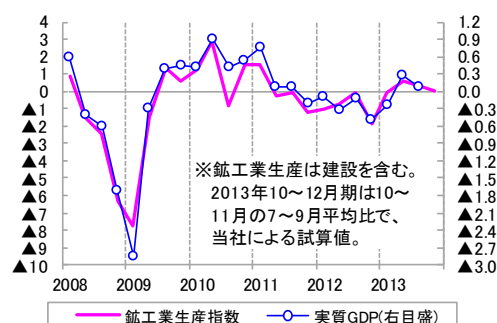
アでは自動車といったそれぞれの主力産業が好調に推移し、各国での10～11月の増産を牽引したが、ポルトガルの増産については7～9月期（前期比▲1.6%）の落ち込みの反動という側面が大きい。従って、

¹ ユーロ圏は2014年1月より新たにラトビアが加わり18カ国体制となった。しかし、主に2013年中の経済動向を検討した本稿では、Eurostatによる対応方法を参照し、ラトビア加盟前の17カ国ベースのデータを用いた。

² 建設を含む鉱工業生産指数は、2月7日時点で10月分（前月比▲0.7%、7～9月平均比▲0.7%）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11月分はそれぞれ前月比1.8%、▲0.6%と公表されている。そのため、11月の建設を含む鉱工業生産指数は10月の水準を1.3%程度、7～9月の平均を0.6%程度上回ったと試算される。

³ 名目GDP（2012年）ベースでは、5カ国でユーロ圏経済の83%を担っている。

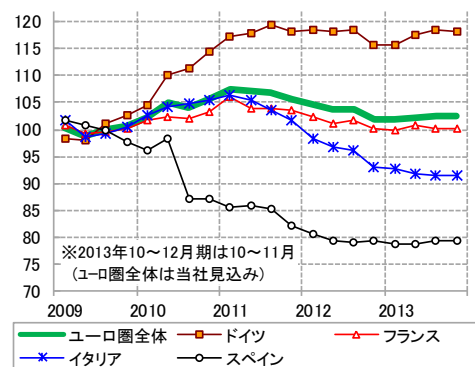
ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



（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

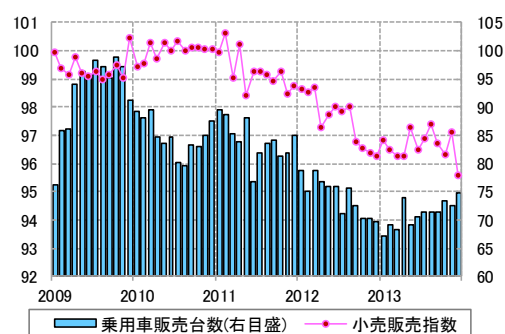
供給サイドの指標から、ユーロ圏経済を力強く牽引する材料は見出し難いと言える。

輸出は増えたが、圏内需要が息切れ

次に、昨年 10 月以降の主な需要動向を見ると、輸出の減少にひとまず歯止めが掛かっている。輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）は、昨年 7～9 月期に前期比▲0.4%となったが、10～11 月平均は 7～9 月平均比 0.7%と増加に転じた。仕向地別には、米国向け（7～9 月期前期比 0.9%→10～11 月の 7～9 月平均比 1.1%）が伸びを強めたほか、7～9 月期に落ち込んだ中近東向け（▲5.8%→7.6%）が大幅増に転じ、輸出全体を押し上げた。また、中国向け（4.5%→1.5%）は伸びが鈍化したものの増加トレンドを維持し、中東欧・英国向けも 10 月分のデータまでしか入手できないが、堅調な拡大が続いた模様である。世界経済が徐々に持ち直していることが、ユーロ圏の輸出にプラスの効果をもたらしたと考えられる。

しかしながら、ユーロ圏内の需要が息切れしている。まず、個人消費は、昨春から夏場にかけての持ち直しの動きが一服している。乗用車販売台数は昨年 7～9 月期の前期比 0.2%（当社試算の季節調整値）から 10～12 月期には 3.2%へと増勢が強まったが、乗用車以外の小売売上は昨年 7～9 月期の前期比 0.4%から 10～12 月期には▲0.7%へと減少に転じた。特に、昨年 12 月の小売売上は 2002 年 6 月以来の低水準へと落ち込んでおり、年末商戦が振るわなかったことを示唆している。失業率が過去最悪の 12%台で高止まるなど雇用情勢の厳しさが続いていることが、消費回復の大きな足枷になっていると考えられる。

消費関連指標の推移（2010年=100、万台、季節調整値）

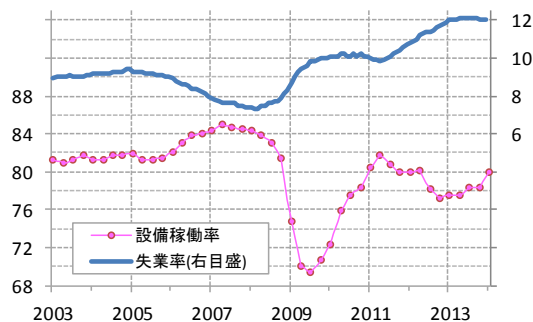


（出所）Eurostat、ACEA(欧州自動車工業会)

（注）乗用車販売台数の季節調整値は当社試算。

次に、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昨年 4～6 月期、7～9 月期ともに前期比 1.7%の上昇となった後、10～11 月の平均は 7～9 月の平均を 1.6%下回った。住宅価格が依然として 2006 年以來の水準で低迷し続けるなど、不動産バブルの後遺症が残っているほか、各国政府による歳出削減が続いている中で、建設投資の減少トレンドに歯止めは掛かっていない。また、固定資産投資の残りの部分である機械設備投資は、下げ止まってはいるが、既存設備の稼働率が依然として低い中で、復調への明確な兆しは窺えない。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⁴である。こうした中

ユーロ圏の失業率と設備稼働率（%、季節調整値）



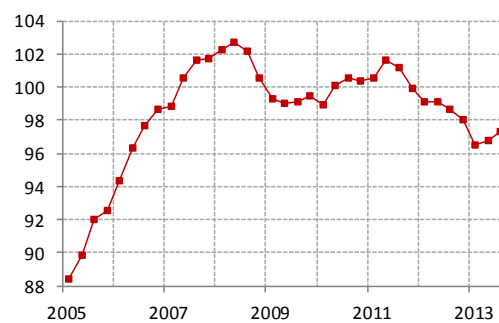
（出所）Eurostat、欧州委員会

建設活動指数の推移（2010年=100、季節調整値）



（出所）Eurostat

ユーロ圏の住宅価格（名目、2010年=100）



（出所）Eurostat

⁴ 設備稼働率は今年 1 月に 80.0%へと上昇したが、2005 年平均を下回る状況に変わりはない。

で、機械設備投資の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 月期前期比 1.6%→10～11 月の 7～9 月平均比 1.2%）、ドイツ以外のユーロ圏 16 カ国向け（2.3%→0.3%）ともに、伸びが鈍化した。

そして、ユーロ圏企業の在庫 DI が昨年 9 月の 3.7Pt から 12 月には 1.7Pt まで低下⁵したことから、企業が在庫調整を進めたと考えられる。そのため、10～12 月期の在庫投資の成長寄与度はマイナスになった可能性が高い。

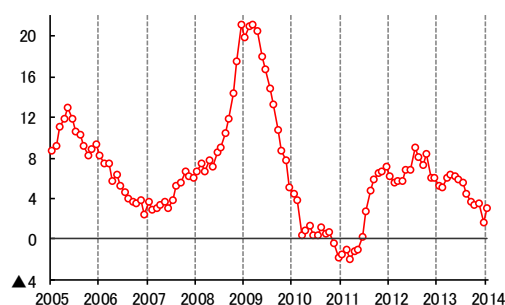
2014 年はマイナス成長を脱するのが精々

先行きについても、長期の景気悪化に伴い企業の成長期待が高まり難く、それにより設備投資や雇用拡大への慎重姿勢も残るため、当面、固定資産投資や個人消費に景気の牽引役は期待し難い。また、各国政府になお債務削減圧力が残る中で、欧州委員会によれば、ユーロ圏全体で見た 2014 年の財政収支改善ペース、すなわち財政の引き締め度合いは 2013 年並みになる見通し⁶である。そのため、引き続き、歳出削減や増税などの民間負担増が景気を下押しすると見込まれる。

このように、内需の回復が見込み薄な中で、ユーロ圏経済に上向きの変化をもたらすのは輸出の持続的回復であり、その意味で、上述した昨年 10～11 月の増加は明るい材料と言える。しかし、輸出の増勢が強まりかつ持続的となるには、ユーロ安の追い風が欠かせない。そのユーロ相場は、昨年 11 月の ECB（欧州中銀）による利下げ（0.50%→0.25%）や 12 月の米国での金融緩和縮小決定に伴って徐々に騰勢が弱まり、今年に入り頭打ちとなっているが、今もなお 1 ユーロ＝1.35 ドル前後の高値が続いている。

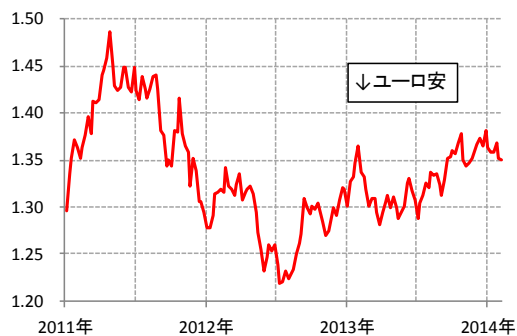
そうした中で注目されるのは、ECB が追加利下げなどのさらなる金融緩和に踏み切るのかどうかであるが、2 月 6 日の理事会で金融政策は据え置かれた。ただし、上述した圏内需要の弱さに加え、インフレ率（消費者物価の前年同月比）が今年 1 月にかけて 4 ヶ月連続で 1%を下回る状況⁷となっていることもあり、ドラギ総裁は理事会後の定例会見で、「ECB は必要に応じて行動する意思も用意もある」「今回行動しないのは、状況の複雑さとさらなる情報の必要性による」などと発言した。このため、ECB は、10～12 月期 GDP の結果などを見極めた後の 3 月の理事会で、追加緩和策を打ち出すと予想される。具体的なメニューとしては、0.125%ないし 0.10%への政策金利の引き下げが見込まれる。加えて、市場などでは、過去の国債買い入れプログラム（SMP）⁸で市場に出した資金を吸収する「不胎化オペ」を打ち切って実質

ユーロ圏企業の在庫 DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

ユーロ相場の推移 (ドル/ユーロ、週末値)



(出所) ECB (注) 直近値は2月6日。

⁵ 在庫 DI は今年 1 月に 3.0Pt へと上昇したが、2011 年 7 月以来の低水準を維持している。

⁶ 欧州委員会による昨年 11 月時点の経済予測によると、ユーロ圏の財政収支対 GDP 比率は、2012 年の▲3.7%から 2013 年には▲3.1%へと 0.6Pt 改善したと見込まれ、2014 年には▲2.5%へとさらに 0.6Pt 改善する見通しである。詳細は 2013 年 12 月 12 日付け Economic Monitor「低成長が続くユーロ圏経済（改訂見通し）」を参照されたい。

⁷ 今年 1 月は 0.7%にとどまった。一方、ECB の物価目標は「2%未満であるがその近辺」である。

⁸ 2010 年 5 月から 2012 年 3 月にかけて、ECB がギリシャ、アイルランド、ポルトガル、イタリア、スペインの国債を買い入れたもので、現在の全保有残高は約 1,800 億ユーロである。

的な流動性供給策とするなどのアイデアが取り沙汰されている。しかし、不胎化オペの打ち切りについては、そもそも「裏口の財政支援になるため EU 協定に抵触する」として SMP の導入自体に反対していたドイツが改めて難色を示す可能性がある。そのため、追加利下げ以外のメニューが最終的にどのような内容になるかは不透明であるが、ECB が追加緩和に踏み切ること自体は不可避と考えられる。

ECB による追加緩和に伴い欧州金利が低水準でとどまる一方、Fed による量的金融緩和の縮小に伴い米国金利が上昇していくもとで、今後、ユーロの下落が進み、輸出を後押しし始める見通しである。しかし、輸出の本格回復は早くても今年半ば以降となり、それまではユーロ圏景気の冴えない状況が続くと見込まれる。結局、今年の成長率はマイナスを脱するのが精々であろう⁹。

⁹ 現時点の当社による 2014 年成長率予想は 0.5% であるが、2 月 14 日に公表される 2013 年 10～12 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。