

ユーロ圏経済は 2015 年も 1%程度の低成長に

ユーロ圏では今年 7～9 月期の成長率が年率+0.6%にとどまった。ユーロ安による輸出押し上げ効果がまだ顕在化していないことや、失業率が高止まる中で個人消費の回復力が弱いことが主な理由である。先行きは、ユーロ安の輸出への追い風が徐々に強まり、景気を下支えていくと予想されるが、企業の在庫過剰感の高まりや雇用意欲の低下、各国政府による財政引き締めを持続、主要国イタリアでの銀行の経営基盤の脆弱性などを踏まえると、圏内需要の早期回復は期待し難い。そのため、ユーロ圏経済の成長率は、2014 年に 0.8%となった後、2015 年も 1%に届くのが精々であり、2016 年も 1.4%の小幅上昇にとどまると予想される。

7～9 月期は年率+0.6%成長にとどまる

11 月 14 日に公表された、ユーロ圏の 7～9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.2%（年率換算+0.6%）と、4～6 月期の+0.1%（年率+0.3%）を僅かに上回ったが、引き続き年率ゼロ%台の低成長にとどまった。

国毎には、ドイツ（4～6 月期前期比▲0.1%→7～9 月期+0.1%）とフランス（▲0.1%→+0.3%）がいずれも 2 四半期ぶりのプラス成長となった。また、スペイン（+0.6%→+0.5%）は若干低下したが、2012 年（▲2.1%）と 2013 年（▲1.2%）の大幅マイナス成長のリバウンドが続いたため、比較的強い伸びとなった。一方、イタリア（▲0.2%→▲0.1%）は、マイナス幅が縮小したものの、失業率（9 月 12.6%）の高止まりや不良債権比率（8 月 9.2%）の上昇などを背景に景気後退が長期化しており、2011 年 4～6 月期以降の 13 四半期中、12 四半期でマイナス成長となっている。そのほか、オランダ（+0.6%→+0.2%）やポルトガル（+0.3%→+0.2%）が減速し、ユーロ圏全体の成長ペースを抑制した。

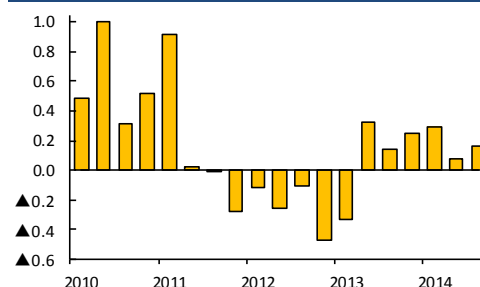
ユーロ圏全体に関する需要項目毎の内訳は未公表（12 月 5 日発表予定）であるが、各種経済指標の動きに基づけば、7～9 月期は固定資産投資の増加に加え、在庫調整ペースの鈍化が成長率を押し上げた模様である。しかし一方で、輸出が減少に転じ、個人消費も伸び悩んだため、成長率の上昇が小幅にとどまったと考えられる。具体的には以下の通りである。

固定資産投資が小幅増に転じ、在庫投資も成長率上昇に寄与

まず、固定資産投資は、5 割弱を占める機械設備投資を牽引役に、4～6 月期の前期比▲0.9%から 7～9 月期には小幅増に転じたと考えられる。機械設備投資の一致指標で、速報性が高いドイツの資本財販売（実質）を見ると、ドイツ国内向け（4～6 月期前期比▲1.1%→7～9 月期+1.1%）が増加に転じ、ドイツ以外のユーロ圏諸国（17 カ国）向け（+0.7%→+1.8%）の伸びが高まった¹。しかし、固定資産投資の残りの

¹ よりカバレッジの広い一致指標であるユーロ圏 18 カ国の資本財販売は 8 月分までしか公表されていないが、自国向けでは 4～6 月期に前期比▲1.1%となった後、7～8 月の平均が 4～6 月の平均を 0.4%上回った。また、ユーロ圏内（自国を除く 17 カ国）

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）



(出所) Eurostat

5割強を占める建設投資の減少が続き、固定資産投資全体の伸びを抑制した模様である。一致指標の建設活動指数は、4～6月期に前期比▲1.1%となった後、7～9月期も▲0.6%となった。7～9月期は固定資産投資全体では増加したと見られるが、上記の通り建設投資が低迷し、機械設備投資も設備稼働率（10月80.0%）が依然として前回の投資拡大局面の初期にあたる2005年平均の81.5%を下回る状況にあることなどを踏まえると、持続性のある増加と見るにはまだ心許ない。

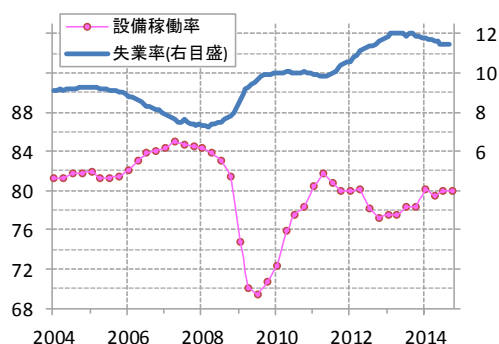
また、7～9月期は、在庫投資の成長寄与度も4～6月期の+0.02%Ptから若干高まった可能性が高い。ユーロ圏企業の在庫DI（欧州委員会調べ）が3月の+3.0から6月には+4.0へと1.0%Pt上昇し、さらに9月には6月比1.4%Pt上昇の+5.4となった²ことが、その根拠として挙げられる。もっとも、在庫DIのプラス領域での上昇は、企業の在庫過剰感の強まりを意味する。GDPベースの在庫投資（実質額）は2012年4～6月期から今年4～6月期にかけてマイナスで推移、すなわち在庫残高の圧縮が続いてきたが、7～9月期は、最終需要の低迷に伴い企業の在庫調整が計画通りに進まなかったため、在庫残高が積み上がった（在庫投資額がプラスに転じた）可能性が高い。そのため、10～12月期以降に在庫調整を強いられ、成長ペースが抑制されよう（詳細後述）。

輸出に対するユーロ安の追い風は確認できず

一方、輸出が数量ベースで減少に転じ、成長率を下押ししたと考えられる。ユーロ圏の輸出数量指数は8月分までしか全容が明らかになっていないが、財輸出全体の46%（2013年）を占めるユーロ圏内取引（4～6月期前期比+1.4%→7～8月平均の4～6月平均比+0.7%）の伸びが鈍化し、残りの54%を占めるユーロ圏外向け（▲0.1%→▲1.4%）がマイナス幅を広げた³。ユーロ圏外向けについては、米国向け（圏外向け輸出に占めるシェア12%、+1.7%→▲3.6%）やアジア向け（23%、+1.0%→▲0.2%）が減少に転じ、英国向け（13%、▲0.1%→▲0.4%）、アフリカ向け（7%、▲2.1%→▲5.9%）とロシア向け（5%、▲3.6%→▲5.8%）の減少ペースが強まった。

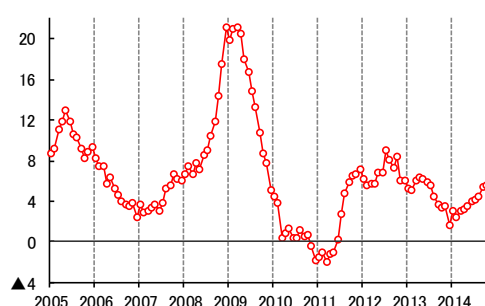
そして、9月分が既に判明しているところでは、米国向け（9月前月比+8.7%、7～9月期前期比▲0.6%）、アジア向け（+4.7%、+0.9%）、アフリカ向け（+8.1%、▲3.4%）、ロシア向け（+3.2%、▲5.7%）の7～9月期前期比が、いずれも7～8月に比べれば改善したものの、総じてマイナス圏にとどまった。この

ユーロ圏の設備稼働率と失業率（%、季節調整値）



（出所）Eurostat、欧州委員会

ユーロ圏企業の在庫DI（%Pt）



（出所）欧州委員会

向けでも、4～6月期に前期比▲0.7%となった後、7～8月平均が4～6月平均比2.0%増となった。既に判明しているドイツの9月分が、自国向けで4～6月平均比+0.1%、他のユーロ圏諸国向けが▲0.8%の水準であったことを勘案すると、ユーロ圏18カ国ベースの7～9月期の資本財販売・前期比は、8月までのラップからは鈍化したが、プラスの伸びを確保できたと見込まれる。

² さらに、10月には+5.6と9月からさらに上昇した。

³ 一方、7～8月の輸入数量指数は、ユーロ圏外からの輸入（4～6月期前期比+1.0%→7～8月平均の4～6月平均比▲0.5%）が減少に転じたが、ユーロ圏内取引（±0.0%→+1.7%）が増加し、全体では4～6月期（前期比+0.5%、当社試算の加重平均値）並みの増勢を維持した模様である。なお、輸出と輸入との間で、同じユーロ圏内取引分の動きが異なる理由は不明である。

ため、やはり 7～9 月期の輸出数量指数は全体で前期比マイナスとなった可能性が高い。輸出については、ECB（欧州中銀）の金融緩和を主な背景とした 5 月以降のユーロ安による恩恵が期待されるところであるが、少なくとも 7～9 月期の段階では、数量面への押し上げ効果が顕在化しなかったと言える。

個人消費は増勢弱まる

また、個人消費は 3 四半期連続で前期比プラスとなったが、伸び率は 4～6 月期の +0.3% から鈍化した模様である。関連指標の動きを見ると、小売販売（実質、除く自動車）が 4～6 月期の前期比 +0.4% から 7～9 月期には +0.2% へ、乗用車販売台数が +1.1%（当社試算の季節調整値）から +0.9% へ、いずれも減速した。失業率が、昨年 9 月の 12.0% をピークに低下してきたとは言え、今年 9 月時点でも 11.5% と依然高水準を維持するなど、雇用情勢の厳しさが残っていることが個人消費回復の足枷になっている。

先行き：輸出復調による好影響が生産活動や国内需要に波及するのは困難

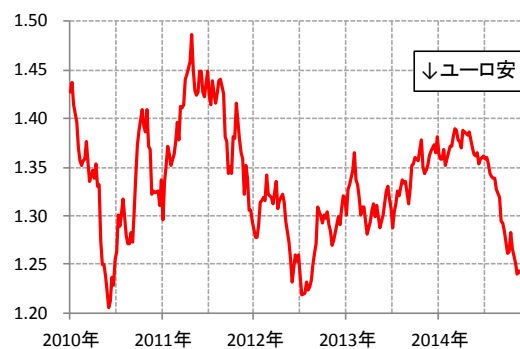
先行きについては、11 月半ばにかけて約 2 年ぶりの水準（1 ユーロ＝1.24 ドル台）まで進んでいるユーロ安が、徐々に輸出への押し上げ効果を強め、ユーロ圏景気を下支えることが期待される。しかしながら、以下の 3 点を勘案すると、輸出の復調が、直ちに企業の生産活動や労働需要・設備投資需要の拡大、さらには個人消費の増加へと波及していく可能性は低い。

第 1 は、企業における在庫過剰感の強まりや雇用意欲の低下である。在庫過剰感については、前にも触れたが、在庫 DI が今年 1 月以降悪化傾向を辿っており、10 月の水準（+5.6）は 2013 年 7 月以来の高さとなった。このため、当面、在庫調整ペースが強まり、企業の生産活動を抑制する可能性が高い。また、当面 3 ヶ月間の企業の雇用意欲を示す雇用見通し DI（欧州委員会調べ）も、今年 2 月以降頭打ちとなり、直近 10 月（▲6.7）には前月比で 1.5%Pt も悪化した。このような状況では、雇用情勢の改善は当面期待薄であり、引き続き個人消費回復の阻害要因となる可能性も高い。

第 2 は、各国政府で引き続き債務削減のための財政引き締めが必要なことである。欧州委員会による今年 11 月時点の

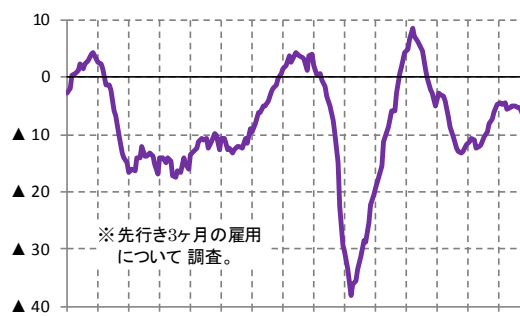
経済予測によると、ユーロ圏全体⁴の政府債務残高の対 GDP 比率は、2013 年末の 93.1% から 2014 年末には 94.5% へと一段と上昇し、EU の財政協定が定める 60% ラインからの乖離が一層進むと見込まれている。そのような中で、欧州委員会の同じ予測によれば、ユーロ圏全体の財政収支対 GDP 比率は、2013 年に ▲2.9% と前年から 0.7%Pt 改善した後、2014 年（▲2.6%）にもさらに 0.3%Pt、2015 年（▲2.4%）にも 0.2%Pt、2016 年（▲2.1%）にも 0.3%Pt 改善していく見通しである。財政健全化のペースは以前よりも抑制されているとは言え、財政引き締めによる景気下押しが 2016 年にかけて続くことを意味する。

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21日。

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

⁴ 2015 年から新規加盟予定のリトアニアも含めた 19 カ国ベース。

第3は、イタリアなどにおける銀行の経営基盤の脆弱性である。ECB（欧州中銀）は10月26日に銀行健全性審査の結果を発表し、ユーロ圏内の主要銀行130行のうち、25行が昨年末時点で総額246億ユーロ（約3.4兆円）の資本不足状態にあり、うち13行が今もなお計94億ユーロ（約1.3兆円）不足していることを明らかにした。13行の国別内訳は、イタリアが4行（計33億ユーロ）、ギリシャ（27億ユーロ）とスロベニア（1億ユーロ）が各2行、ポルトガル（12億ユーロ）とオーストリア（9億ユーロ）、アイルランド（9億ユーロ）、ベルギー（3億ユーロ）、キプロス（2億ユーロ）が各1行であり、ECBは各行に対し、資本増強と不良債権処理を通じて、9ヵ月以内に資本不足を解消するよう求めた。今回の審査結果は、資本不足額がEUの金融安全網（ESM：欧州安定メカニズム、資金枠5,000億ユーロ）によって最終的に十分吸収できる規模であったことなどから、市場で金融システム不安を再燃させる材料にはならなかった。しかし、南欧諸国、特にイタリアに資本不足行が集中しており、ユーロ圏主要国の一角を担うイタリアにおける長期不況からの脱却の難しさが浮き彫りになった。

引き続き低成長を余儀なくされる見通し

以上に基けば、ユーロ圏経済はなおしばらく低成長が続くと見込まれ、実質GDP成長率は、2014年に0.8%となった後、2015年は1%に届くのが精々、2016年も1.4%への小幅上昇にとどまると予想される⁵。

残存するデフレリスク

以上の通り、ユーロ圏では景気低迷が長期化する中で、インフレ率（消費者物価の前年同月比）が今年9月にかけて0.3%まで低下した後、10月も0.4%にとどまり、デフレリスクを払拭できない状況が続いている。中でも、スペイン（10月▲0.2%）は4ヵ月連続のマイナスとなっている。冒頭で紹介した通り、スペインは7～9月期に実質成長率が前期比+0.5%と比較的強めの伸びとなったが、物価下落のほか、失業率（9月24.0%）や銀行の不良債権比率（8月13.2%）の高止まりも踏まえると、今後のスペイン経済は、ユーロ圏の景気回復の中心となるどころか、物価下落に伴う購買先送りや不良債権問題の解決遅延により、再び経済活動が縮小し、物価下落が一層進むというデフレスパイラルの危険性が潜んでいると考えられる。

引き続き ECB のアクションへの注目度が高まる

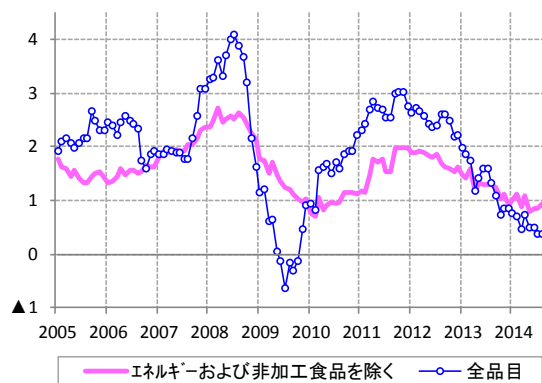
こうした状況下、物価安定を目指すECBは今年6月以降、①主要政策金利（従来0.25%→6月0.15%→9月0.05%）を2度にわたり引き下げたほか、②中銀預金金利（銀行が余剰資金をECBに預ける際の金利、

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2012 実績	2013 実績	2014 予想	2015 予想	2016 予想
実質GDP	▲0.7	▲0.4	0.8	1.0	1.4
個人消費	▲1.3	▲0.6	0.6	0.3	0.5
固定資産投資	▲3.2	▲2.4	0.7	1.6	2.4
在庫投資（寄与度）	（▲0.7）	（▲0.0）	（0.2）	（0.1）	（0.0）
政府消費	▲0.2	0.2	0.4	▲0.1	0.2
純輸出（寄与度）	（1.4）	（0.4）	（0.1）	（0.4）	（0.6）
輸出	2.6	2.1	2.9	4.6	6.6
輸入	▲1.0	1.2	3.1	4.0	6.0

（出所）Eurostat（注）2012・2013年の実績は18カ国ベース。

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



（出所）Eurostat

⁵ 今年7～9月期の実績値公表や1～3月期および4～6月期の上方修正を受けて、今回、2014年の成長率予想を従来の0.7%から0.8%へと上方修正するが、基本的な景気のコースは従来予想を維持する。

0.0%→▲0.1%→▲0.2%) も引き下げて初のマイナスとし、③「TLTRO」(融資拡大を約束した銀行への長期資金オペ、今年9月から2016年8月にかけて計8回実施)も新たに導入した。さらに、今年秋には、④カバード・ボンド(10月～)およびABS(11月～)の買い入れ⁶も開始し、実質的な量的緩和策に着手した。

しかしながら、家計や企業の資金需要が弱い中で、9月に行われたTLTROの第1回入札が低調(826億ユーロで事前予想の6割程度)であったことなどから、市場では本格的な量的緩和策にあたる国債買い入れの早期開始観測が強まっている。そして、ドラギ総裁も11月17日の欧州議会での証言や11月21日の講演の中で、ECBがさらなる金融緩和措置に踏み切る用意があり、その具体的手段として国債購入が選択肢の一つになっていることを示唆し、市場の観測を追認した。もっとも、国債購入については、ECBの財政ファイナンスを禁じたEU条約に抵触するとして、ドイツやオランダなどによる強硬な反対が見込まれる。そのため、ドラギ総裁がそうした反対論を押し切って国債購入を実現させることができるのかどうか、差し当たり、12月4日に開かれる次回ECB理事会での議論の進展状況が注目される。

⁶ カバード・ボンドとは住宅・不動産ローンや公共セクター向け融資を裏付けとする債券のことで、ABSとは住宅・不動産ローンや中小企業向け融資などの債権に裏付けられた証券のことである。