

成長加速の可能性が高まるユーロ圏経済（改訂見通し）

ユーロ圏では、固定資産投資の下げ止まりなどから、昨年10～12月期の成長率が年率+1.3%へと上昇し、今年初めも総じて堅調な景気拡大が続いている。また、ECBによる量的緩和策の本格導入を背景に、ユーロ相場が大幅安となっている。今後は、ユーロ安を追い風に遅くとも今年後半には輸出の増勢が強まり、また、企業活動の拡大などから固定資産投資が底打ち、個人消費も緩やかな持ち直しが続く見通しである。そして、ECBの大規模な金融緩和がこれら景気回復に向けた動きを強力にサポートしよう。従って、ユーロ圏では、大幅なGDPギャップを背景とした低インフレが長期化せざるを得ないものの、成長率は2014年の+0.9%から2015年には+1.5%へと上昇し、2016～2017年も+1%台後半の堅調な伸びが続くと予想される。

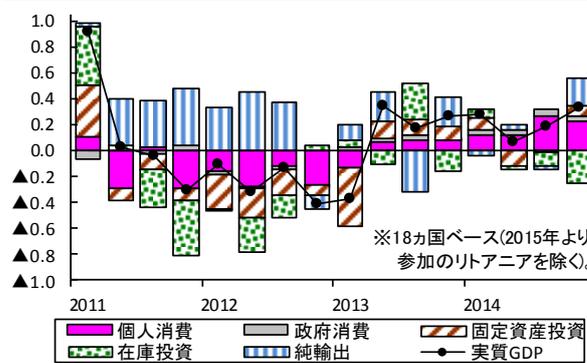
昨年10～12月期の成長率は年率+1.3%へ上昇

3月6日に公表された、ユーロ圏の昨年10～12月期の実質GDP成長率（改定値、18カ国ベース）は前期比+0.3%（年率+1.3%）と、4～6月期（前期比+0.1%、年率+0.3%）や7～9月期（+0.2%、年率+0.7%）における年率ゼロ%台の低迷状態から脱け出し、2013年4～6月期（前期比+0.3%、年率+1.4%）以来の高い伸びになった。

需要項目毎の内訳によれば、固定資産投資（7～9月期前期比▲0.004%→10～12月期+0.4%）が3四半期ぶりに前期比プラスとなり、成長率の上昇に寄与した。また、輸入（+1.7%→+0.4%）の減速も成長率を押し上げた。そして、個人消費（+0.5%→+0.4%）は、リーマンショック後で最も高かった7～9月期の伸びこそ下回ったが、堅調な拡大が続き、政府消費（+0.2%→+0.2%）は概ね2013年以降の平均的な増勢を維持した。一方で、輸出（+1.5%→+0.8%）の伸びが鈍化したほか、在庫投資（寄与度▲0.1%Pt→▲0.2%Pt）が3四半期連続で減少し、成長を抑制した。昨年5月以降のユーロ安による輸出押し上げ効果は、2014年中は本格的に現れなかった模様である。

また、国毎の動きにはバラつきが見られた。具体的には、ドイツ（7～9月期前期比+0.1%→10～12月期+0.7%）が大幅に加速して全体を牽引したほか、スペイン（+0.5%→+0.7%）も、2012年（▲1.6%）と2013年（▲1.2%）の大幅マイナス成長のリバウンドが続く中で、比較的強い伸びとなった。一方で、フランス（+0.3%→+0.1%）とイタリア（▲0.1%→▲0.03%）は低迷が続き、ユーロ圏全体での伸びを抑えた。なお、イタリアは2011年7～9月期以降の14四半期中、2013年7～9月期以外の13四半期がマイナス成長となっている。

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）



(出所) Eurostat

依然としてなお3%近くのGDPギャップが残存

以上の結果、ユーロ圏の 2014 年通年の実質成長率は+0.9% と3年ぶりのプラス成長になったが、欧州委員会が+0.6%と推計する潜在成長率を若干上回るにとどまった。そのため、欧州委員会の推計に基づけば、2014 年時点の GDP ギャップは▲2.8%と、2013 年の▲3.1%からは僅かな改善にとどまり、大幅なデフレ圧力が残っている。

今年初めも圈内需要に明るい動き

2015 年に入ってからからの景気の滑り出しは良好である。供給サイドの代表的指標である鉱工業生産（建設を含む）の1月値は前月比で+0.3%、10~12 月平均比で+0.8%となった模様¹である。鉱工業生産の前期比増減率は、2013 年終盤以降、GDP 成長率との連動性が薄れているが、昨年7~9 月期をボトムに持ち直しており、ユーロ圏景気が昨年半ばの低迷から脱け出した可能性を示唆している。

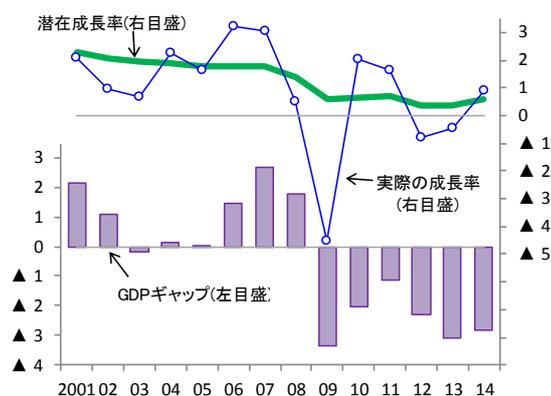
需要サイドの指標を見ると、まず、輸出の出足は悪い。1月の輸出数量指数（ユーロ圏外向け）は、10~12 月平均比▲1.4%と10~12 月期の前期比+2.1%から減少に転じた。地域別には、米国向け（2014 年シェア 12%、10~12 月期前期比+3.0%→1月の10~12 月平均比▲0.2%）や中国向け（シェア 7%、+1.4%→▲4.0%）、中近東向け（シェア 6%、+5.2%→▲6.9%）が減少に転じたほか、ロシア（シェア 4%、▲6.4%→▲17.8%）の減少ペースが強まったことが判明している²。さらに、ユーロ圏外からの輸入数量が、10~12 月期の前期比+0.1%から1月には10~12 月平均比+2.8%へと、鉱物性燃料を中心に伸びを強めているため、純輸出で見れば、成長率を下押ししていると考えられる。

しかしながら、圈内需要が、そうした外需の弱さをカバーするほどの伸びとなっており、特に個人消費が強い増勢を示している。1月の乗用車販売台数（ECB 公表の季節調整値、18 カ国ベース）は年率 956 万台と、10~12 月期の平均を 5.3%

¹ 建設を含む鉱工業生産指数は、3月24日時点で12月分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1月分はそれぞれ前月比▲0.1%、+1.9%と公表されている。そのため、1月の建設を含む鉱工業生産指数は12月の水準を0.3%程度、10~12月の平均を0.8%程度上回ったと試算される。

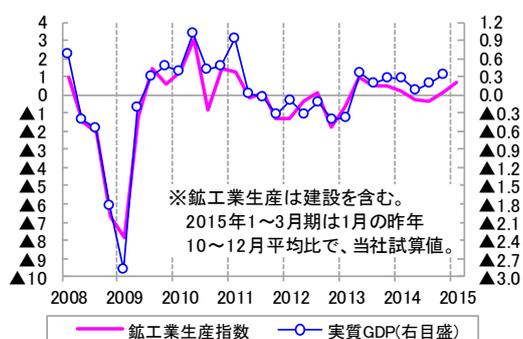
² 3月23日時点で「ユーロ圏19カ国を除くEU向け」（9カ国分、2014年シェア32%）の数量指数が未公表のため、英国向け（シェア13%）や中東欧向けの動きは不明であるが、9カ国向けの輸出金額は10~12月期の前期比+2.3%から、1月には10~12月平均比▲0.2%へとマイナスに転じた。そのため、数量ベースの伸びも10~12月期の前期比+2.0%から鈍化したと見られる。

ユーロ圏の成長率とGDPギャップ(暦年、%)



(出所) Eurostat、欧州委員会 (注1) 欧州委員会試算の潜在GDPをもとに作成。(注2) 18カ国ベース(2015年より参加のリアニアを除く)。

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数(前期比)



(出所) Eurostat

消費関連指標の推移(季節調整値)



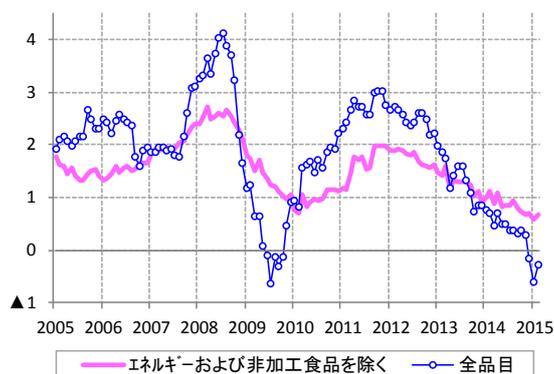
(出所) Eurostat、ECB (注)乗用車販売はリアニアを除く18カ国ベース。

も上回ったほか、小売販売（実質、除く自動車）も1月の10～12月平均比が+1.5%と、10～12月期の前期比+0.7%から伸びを高め、約4年ぶりの水準を回復した。後述する雇用情勢の改善やエネルギー価格の下落が、消費押し上げに作用している可能性がある。

加えて、もう一つの内需の柱である固定資産投資も伸びを高めている。固定資産投資の5割強を占める建設投資について、一致指標の建設活動指数は、1月の10～12月平均比が+2.0%と10～12月期の前期比+0.2%から加速した。また、残りの5割弱を占める機械設備投資の一致指標のうち、速報性が高いドイツの資本財販売は、ドイツ国内向け（10～12月期前期比+1.6%→1月の10～12月平均比+2.9%）が伸びを高め、ドイツ以外のユーロ圏諸国（18カ国）向け（+4.0%→+3.5%）も高い伸びを維持している。

もともと、2月のインフレ率（消費者物価の前年同月比）は▲0.3%と、1月の▲0.6%からは縮小したものの、3ヵ月連続のマイナスとなり、エネルギーや非加工食品を除くベースでも+0.7%まで低下している。景気の落ち込みには概ね歯止めが掛かったものの、大幅な需給ギャップを残していることや原油安の影響により、ユーロ圏では依然としてデフレリスクが燻り続けている。そのため、ECB（欧州中銀）は今年1月に決定した通り、3月より、金融機関からの国債買い取りを目玉とした本格的な量的金融緩和政策を開始したところである。

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）

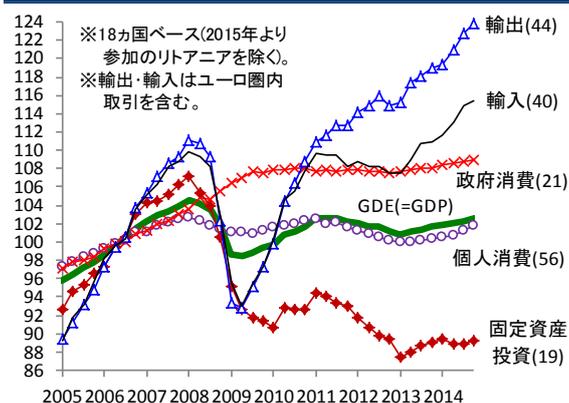


(出所) Eurostat

ようやく下げ止まった固定資産投資、低迷脱却を窺う個人消費

以上のように、ユーロ圏経済は、デフレリスクが燻り続けてはいるが、足元で内需に明るさが見え始め、ようやく景気回復の端緒を掴みつつある。そこで、先行きを展望するにあたり、近年の各需要項目（実質GDPベース）の足取りを改めて確認すると、まず、(1)輸出は、2009年4～6月期を大底とした増加が昨年10～12月期にかけて続けている。GDP統計上の輸出と輸入は、ユーロ圏加盟国どうしの取引も含むが、純輸出（輸出－輸入）がプラスの水準で拡大していることなど³から、成長率が相対的に高いユーロ圏外向けの輸出が牽引していると見られる。ただし、最近のユーロ圏安によって増勢が強まっている状況までは確認できない。

ユーロ圏の各支出動向（実質、2005～07年=100）



(出所) Eurostat (注1) GDE: 国内総支出 (注2) カッコ内の数値はGDEに対する割合(%、2014年)。

また、(2)政府消費（2014年GDPに占めるシェア21%）については、各国で緊縮財政が続く中、2009年後半から2012年にかけては概ね横這いとどまり、2013～14年の平均拡大ペースも前期比+0.17%に抑制されている⁴。(3)固定資産投資（シェア19%）は、2013

³ その他、財のみを集計対象とした通関統計によれば、ユーロ圏内向け輸出とユーロ圏外向け輸出の2014年シェアはそれぞれ46%、54%。また、2013～14年の平均伸び率（前期比）は、金額ベースでそれぞれ+0.3%、+0.7%、数量ベースでそれぞれ+0.4%、+0.7%と、ユーロ圏外向けが相対的に強い伸びとなっている。

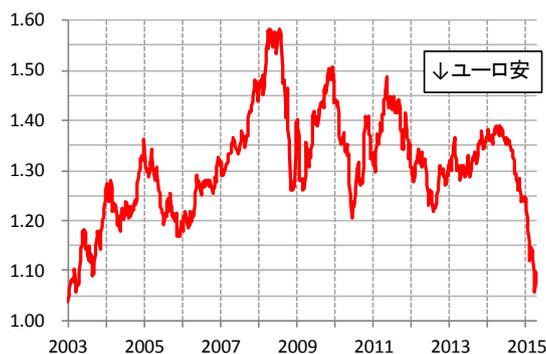
⁴ 2005年から2009年前半にかけての平均伸び率（前期比+0.56%）を大幅に下回っている。

年後半以降、リーマンショック以降の大幅な落ち込みによりようやく歯止めが掛かったが、2014 年中は底這い状態にとどまった。そして、(4)個人消費（シェア 56%）は、2008 年以降緩やかな縮小と拡大を繰り返し、昨年 10～12 月期の水準は依然としてリーマンショック前のピーク（2008 年 1～3 月期）を 0.9% 下回っている。ただし、2013 年から 2014 年にかけて前期比+0.20%の平均ペースで拡大しており、このまま長期低迷から脱け出せるのかどうか注目される。

(1)輸出の先行き：ユーロ大幅安を追い風に増勢強まる

以上の現状認識を踏まえ、需要項目毎に先行きを検討すると、まず、輸出（ユーロ圏外向け）は、海外経済の拡大やユーロの大幅安を背景に、次第に増勢が強まっていく可能性が高い。ユーロ相場については、ECB が金融緩和を進め、国債買い取り策を導入するに至る中、昨年 5 月中旬から昨年末にかけて対米ドルで 13% 下落し、さらに昨年末から今年 3 月半ばにかけても 13% 下落、12 年ぶりに 1 ユーロ = 1.10 ドルを割り込んだ。こうした動きは、遅くとも今年後半以降の輸出に対し、強い押し上げ効果をもたらすだろう。

ユーロ相場の推移 (ドル/ユーロ、週末値)

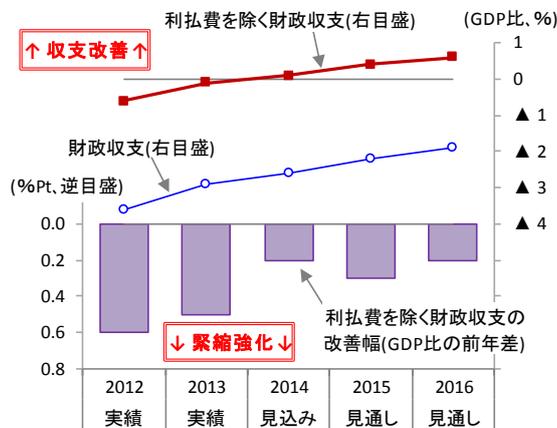


(出所) ECB (注) 直近値は3月24日。

(2)政府消費の先行き：2014 年と同程度の緩やかな増加が続く

今年 2 月に発表された欧州委員会の冬季経済予測によると、ユーロ圏（19 カ国）の財政収支対 GDP 比は、2011 年の▲4.1%から、2012 年には▲3.6%、2013 年には▲2.9%へと改善し、ユーロ圏の全体平均としては EU の財政協定が定める▲3% ラインをクリアした。そのため、2014 年に入って財政の引き締めペースは緩んだ模様であり、利払費を除くベースの財政収支の改善幅は、2013 年の 0.5%Pt (2012 年▲0.6% → 2013 年▲0.1%) から 2014 年には 0.2%Pt (2013 年▲0.1% → 2014 年+0.1%) へと縮小した見込みである。そして、欧州委員会は、2015～16 年も 2014 年と同程度の財政引き締めペースを見込み、利払費を除く財政収支が 2015 年にさらに 0.3%Pt、2016 年に 0.2%Pt、改善すると予測している。

欧州委員会によるユーロ圏財政見通し (2015年2月時点)



(出所) 欧州委員会

政府債務の対 GDP 比率が 2014 年末時点で 94.3% (見込み) と、依然として財政協定が定める 60% を大幅に超過しているため、財政の引き締め自体はなお続く見込みであるが、景気動向への配慮もあり、再び引き締めペースを強化するまでにはならないと考えられる。従って、当面の政府消費は、上記の見通しに沿うように、2014 年中 (平均前期比+0.2%) とほぼ同程度の緩やかな増加が続くと予想される。

(3)固定資産投資の先行き：いよいよ底離れへ

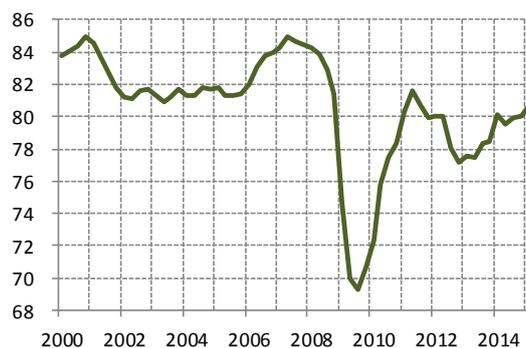
2014 年中は底這いにとどまった固定資産投資であるが、今後の底離れを示唆する材料が揃いつつある。まず、鉱工業の設備稼働率は、昨年 10 月の 80.0% から今年 1 月には 80.7% へと上昇、前回の設備投資拡大局面の初期にあたる 2005 年の平均レベル (81.5%) への回復が視野に入ってきた (グラフは次頁)。

また、資本ストック循環の観点から、近年の固定資産投資の動きを解釈すると、世界金融危機や欧州債務問題を背景に、2007年時点に2%あった投資主体の期待成長率が2013年にかけて0%台前半まで低下、それに伴い資本ストックの調整が行われ、固定資産投資が大きく落ち込んだと考えられる。しかし、2014年は、欧州債務問題が取り敢えず最悪期を脱し、前述の通り、財政の引き締めペースも緩和、さらにECBによる大規模な金融緩和も進む中で、期待成長率の低下によりやく歯止めが掛かったと見られる。そして、それに伴って、固定資産投資も下げ止まった可能性が高い。2015年以降については、2014年の実績成長率が3年ぶりにプラス(+0.9%)へ復帰したことや、輸出の増勢加速が期待できることなどから、少なくとも期待成長率の再低下は回避され、固定資産投資も底堅さを増していくと予想される。

(4)個人消費の先行き：緩やかな拡大が続く

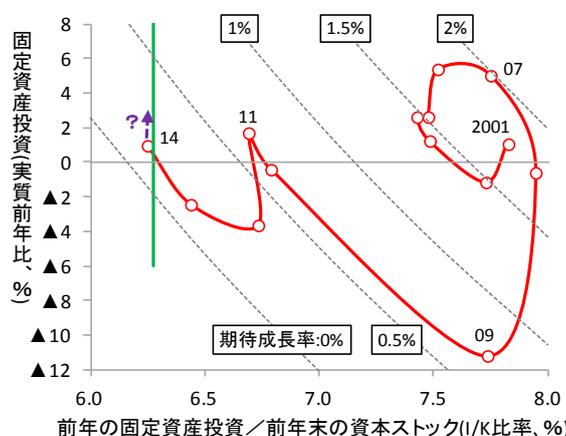
実質個人消費の前年同期比は、2013年10～12月期にプラスに転じ、2014年10～12月期には+1.4%と、リーマンショック後で最も高い伸びとなった。周辺環境を概観すると、まず、雇用情勢が緩やかに改善している。雇用者数は2014年1～3月期以降、前年同期比でプラスに転じ、失業率は依然として高水準ではあるが、2012年9月の12.0%から今年1月には11.2%まで低下してきた。そして、今年に入り、雇用に関する企業のスタンスがサービス業を中心に改善傾向を強めている。

ユーロ圏鉱工業の設備稼働率(季節調整値、%)



(出所) 欧州委員会

ユーロ圏の資本ストック循環図

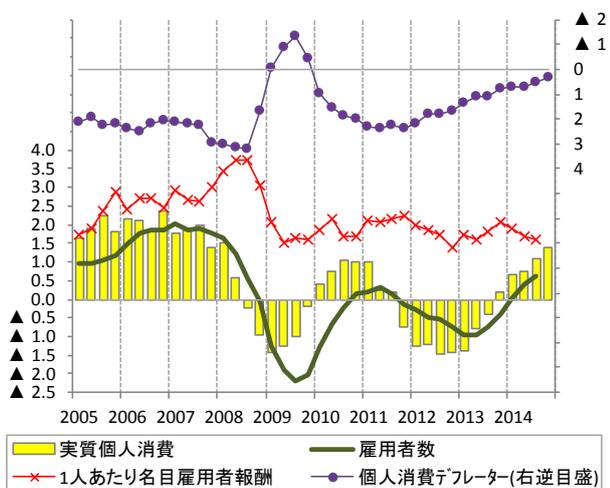


(出所) 欧州委員会、伊藤忠経済研究所

(注) 期待成長率ラインは、2011年以降の資本係数変化率と除却率(ともに平均)を用いて当社試算。各変数間の下記の関係から導出される期待成長率毎の双曲線を参照し、投資の局面評価が可能に。

$$\text{固定資産投資前年比} \times \text{前年のI/K比率} = \text{期待成長率} + \text{資本係数変化率} + \text{除却率}$$

ユーロ圏の個人消費をめぐる環境(前年同期比、%)



(出所) Eurostat

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、伊藤忠経済研究所

加えて、個人消費デフレーターの伸び率低下が、1人あたり名目雇用者報酬（賃金など）の伸び悩みをカバーしている。1人あたり実質雇用者報酬の前年同期比は、2010年7～9月期から2012年10～12月期にかけてマイナスとなったが、2013年1～3月期以降プラスに転じ、最近の消費拡大に寄与していると考えられる。

先行きは、企業活動の拡大に伴い雇用情勢の緩やかな改善が持続し、消費の持ち直し基調を支えると考えられる。そして、名目雇用者報酬の伸びが現状（前年同期比で+1%台後半～+2%程度）を維持する限りは、物価下落が、購買行動の先送り（消費下押し要因）というよりは、引き続き購買意欲の増進（消費拡大）につながると期待される。従って、個人消費は当面、緩やかなペースでの拡大が続き、2016年前半にはリーマンショック前の水準を回復すると予想する。

2015年成長率は1.5%に上昇、2016～2017年も1%台後半の成長に

以上の通り、ユーロ圏では、圏内需要が徐々に底堅さを増す中で、成長加速に向けた材料もいくつか始めていると判断される。勿論、ギリシャ支援の継続などを巡って混乱が生じるリスクや、イタリアにおける銀行の経営基盤の脆弱性など、一部の国の債務問題が再燃する火種がなくなった訳ではないが、少なくともユーロ圏全体で二番底を探りに行く可能性はかなり低下したと考えられる。そこで、当社は今回、ユーロ圏の経済見通しを上方修正する⁵。

改めて整理すれば、ユーロ圏経済は、海外経済の拡大と大幅なユーロ安により遅くとも今年後半から輸出の増勢が強まるほか、企業活動の拡大により固定資産投資も底打ち、加えて、個人消費や政府消費も底堅さを維持する見通しである。さらに、ECBによる大規模な金融緩和が景気の拡大をサポートしていくと考えられる。その結果、実質成長率は、2014年の+0.9%から2015年には+1.5%へと上昇し、2016～2017年も+1%台後半の堅調な伸びを維持すると予想される。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2013	2014	2015	2016	2017
	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	▲0.5	0.9	1.5	1.9	1.8
個人消費	▲0.7	1.0	1.0	0.6	0.8
固定資産投資	▲2.5	1.0	3.0	5.2	5.4
在庫投資（寄与度）	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)
政府消費	0.3	0.7	0.4	0.5	0.6
純輸出（寄与度）	(0.4)	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.2)
輸出	2.0	3.7	5.0	6.2	5.6
輸入	1.2	3.8	4.7	6.1	5.8

（出所）Eurostat （注）2013年は17カ国、2014年は18カ国、2015年以降は19カ国ベース。

GDPギャップ解消は2017年以降、ECBの量的緩和策は延長へ

なお、欧州委員会の試算値をもとに、潜在成長率を0.6%、GDPギャップを2014年時点で▲2.8%とした場合、上述の通り成長率が高まるとしても、GDPギャップの解消は2017年以降ということになる。従って、ユーロ圏の低インフレ状態は長期化し、原油市況次第ではマイナスの局面も続く可能性がある。そして、ECBは、「2%弱」というインフレ目標を大きく下回る状態に対し、大規模な金融緩和策の長期継続を余儀なくされると見込まれる。2016年9月までの予定となっている毎月600億ユーロ（約8兆円）規模の量的緩和策については、国債買い取りの増額を見送るとしても、実施期間の延長には踏み切らざるを得ないであろう。

⁵ 従来の予想は2014年+0.8%、2015年+1.0%、2016年+1.5%であった。