

# Economic Monitor

## ギリシャ追加支援合意もソブリン問題解決への道は依然長い (欧州経済 Monthly Update)

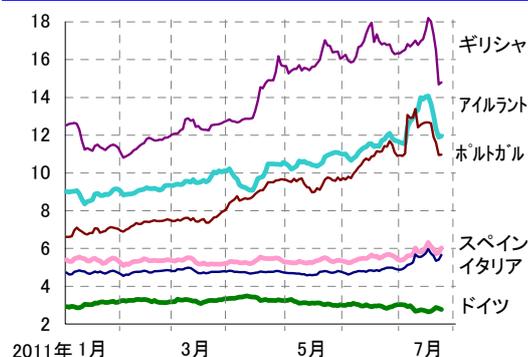
ユーロ圏首脳はギリシャ追加支援と EFSF (欧州金融安定基金) の機能拡充で合意し、協調してソブリン問題に断固対応していく姿勢を鮮明にした。しかし、ギリシャ追加支援策は一時凌ぎの域を出ておらず、財政運営上のモラルハザードや EFSF の資金増額という課題を残した。このため、今後も財政健全化の遅れや EFSF 増額の協議難航などに伴い、再び金融不安が高まる可能性がある。一方、实体经济については、個人消費や建設投資の伸び率鈍化などから、4~6 月期の成長率が前期比 0.2% 程度へ減速した見込みである。しかし、インフレ率は当面 2% 台後半で高止まると見られることから、ECB は今年 10~12 月期中にさらなる利上げに踏み切る可能性が高い。

欧州の金融市場では 7 月初めから中旬にかけて、ギリシャやアイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアの国債利回りが上昇した。ギリシャへの追加的な金融支援策の具体化が当初予定の 6 月から遅れる中で、当該国のギリシャのみならず、同様に EU (欧州連合) と IMF (国際通貨基金) からの金融支援を受けているアイルランドやポルトガル、金融セクターの経営基盤に脆弱性を抱えているため多くの投資家がいずれ金融支援を要請するのではと警戒視しているスペイン、さらには、首相と財務相の対立など政局不安が出ているため財政健全化の遅れが懸念されているイタリアについても、政府の資金繰りに対する不安が強まったためである。

こうした中、7 月 21 日にユーロ圏首脳会議が緊急開催され、各国首脳は、最大 1,590 億ユーロのギリシャへの追加支援と EFSF (欧州金融安定基金) の機能拡充で合意した。ギリシャへの追加支援については、EU と IMF による 1,090 億ユーロの融資<sup>1</sup>に加え、金融機関をはじめとした民間投資家が自発的に最大 500 億ユーロを負担することになった。民間負担の方法については、①保有債券を額面の 100% で金利 4.5% の 30 年債と交換 (又は満期到来後に再投資)、②保有債券を額面の 80% で金利 6.42% の 30 年国債、或いは金利 5.9% の 15 年国債と交換、③ギリシャ政府による時価での買い戻しに応じる、のいずれかを投資家が自由に選択できることとなった。銀行業界団体の国際金融協会 (IIF) が一定の想定下で行った試算によれば、民間投資家における保有債券の損失率は 21% となる見通しである。また、各国首脳は、仮に格付け会社がギリシャ国債をデフォルトと認定する場合でも、ECB (欧州中銀) が引き続き資金供給オペの担保として受け入れられるよう、交換・再投資した国債に EFSF、或いはユーロ圏加盟国が一定の保証をつけることでも合意した。ECB もそうしたスキームを容認している模様である。

<sup>1</sup> 追加支援の返済期間は 15~30 年と、昨年 5 月から実施されている第 1 次支援の最長 7.5 年よりも長く設定された。また、融資実施直後の元本返済猶予期間も 3 年から 10 年となった。さらに、EFSF による融資金利は、5.5% 程度から 3.5% 程度に引き下げられた。このような融資条件の緩和は今後、既に実行されているギリシャの第 1 次支援分や、アイルランド、ポルトガルへの融資にも適用することが検討される予定である。

ユーロ圏主要国の10年国債利回り (%)



(出所) Bloomberg

(注) 直近値は7月25日。

さらに各国首脳は、EFSF について、金融システムの混乱を阻止するための新たな機能を加えることとした。具体的には、流通市場で国債を購入することや、各国に対し銀行への公的資金注入のための資金を融資すること、ソブリン問題が危機的状況に陥っていない国に対しても予防的に融資することなどである。

以上の合意内容は、ユーロ圏各国が、ユーロ圏や通貨ユーロの枠組みを維持するため、協調して加盟各国のソブリン問題に断固対応していくとの姿勢を一層明確にしたものと言える。また、格付け会社の今後の動向に関係なく、ECB がギリシャ国債を資金供給オペの担保として受け入れ続ける見通しとなったこともあり、所謂「PIIGS」諸国の国債利回りは足元で低下している。格付け会社フィッチが合意直後に「民間負担が導入されれば、ギリシャ国債を一部の債務が履行されない『制限的デフォルト』に引き下げる」との方針を発表したが、市場の反応は限定的であり、不安心理はひとまず後退している。

しかし一方で、今回のギリシャ追加支援策が、2014 年半ばまでの資金繰りに目処をつけた一時凌ぎの策に過ぎないことも事実である。むしろ、手厚い支援やセーフティーネットの整備が行われることにより、ギリシャのみならず他の財政悪化国も財政健全化のスピードを緩めてしまう、モラルハザードの可能性が高まった側面は否定できない。また、EFSF についても、新しい機能を発揮していくために、現行の資金枠（4,400 億ユーロ）で十分なのかどうかは不透明である。このため、今後も、各国での財政健全化の遅れや、EFSF の増額を巡る主要国間の協議の難航などをきっかけに、再び金融不安が高まる可能性は依然として残っている。

なお、欧州銀行監督機構（EBA）はユーロ圏首脳会合に先立つ 7 月 15 日、EU 域内の銀行 90 行<sup>2</sup>を対象としたストレステスト（健全性審査）の結果を公表した。公表資料によると、前提を①ユーロ圏成長率が 2011 年に▲0.5%、2012 年に▲0.2%とマイナス成長が持続、②欧州の株価が 2 年間で 15%下落、③PIIGS 諸国の 5 年物国債価格が 2 年間で 10%前後下落<sup>3</sup>、④不動産価格の下落傾向が商業用を中心に持続<sup>4</sup>、などとした場合、スペインの中小 5 行とギリシャの EFG ユーロ銀行、ギリシャ農業銀行、オーストリアのフォルクス銀行の計 8 行で、狭義の中核的自己資本（コア Tier1、普通株と内部留保で構成）比率が 5%を下回る状況となり、資本不足の総額は 25 億ユーロ（約 2,800 億円）になることが分かった。その上で EBA は、「不合格」の 8 行に今年中に資本増強を完了するよう求め、さらに合格した 82 行のうちコア Tier1 比率が 6%未満となった 16 行（スペインの 7 行、ギリシャ、ポルトガル、ドイツの各 2 行など）に対しても、来年 4 月までに資本調達や配当制限などを通じ予防的な資本増強を行うよう求めた。

欧州の銀行セクター全体のコア Tier1 約 1 兆ユーロに対して資本不足額が合計で 25 億ユーロにとどまるとの今回の結果から、上記の前提が示すほどにユーロ圏景気が悪化しても、銀行セクターで経営危機が広がる可能性は小さいことが確認された。また、結果公表直後にはギリシャ国債の価格下落率の想定が小さ過ぎるとの指摘もあったが、ギリシャ追加支援策が具体化し、民間銀行が保有するギリシャ国債の損失率が前述の通り 20%程度にとどまる見通しとなったことを踏まえると、ソブリンリスクの前提も決して甘過ぎるものではないと考えられる。

<sup>2</sup> ストレステストの対象は 91 行であったが、このうちドイツのヘッセン・テューリンゲン州立銀行が「コア Tier1」の算出方法に異議を唱え、テスト結果の公表を拒否したため、結果公表の対象は 90 行となった。

<sup>3</sup> ギリシャとアイルランドが 12.6%、ポルトガルが 11.6%、スペインが 9.0%、イタリアが 8.4%下落すると想定。

<sup>4</sup> 例えば、フランスでは 2 年間で商業用 36%・居住用 16%、スペインでは商業用 30%・居住用 15%、イタリアでは商業用 20%・居住用 5%の不動産価格下落を想定。ドイツについては、居住用が 5%上昇する一方、商業用が 20%下落すると想定。

実体経済については、ユーロ圏の4~6月期実質成長率が8月16日に公表される。7月下旬の時点で大半の経済指標は5月分までしか公表されていないが、それらに基づけば、4~6月期の成長率は、1~3月期の0.8%（年率3.4%）から減速し、0.2%程度（年率1.0%程度）にとどまったと予想される。以下、需要項目毎の動きを概観する。

まず、個人消費は、1~3月期の前期比0.2%を下回る伸びとなった見込みであり、7四半期ぶりのマイナスに転じた可能性もある。関連指標の動きを見ると、小売販売（実質、除く自動車）は、1~3月期に前期比▲0.2%となったが、4~5月平均は1~3月期平均をさらに▲0.4%下回った。また、4~6月期の乗用車販売台数は前期比▲4.4%（当社試算の季節調整値）と、1~3月期の同1.5%からマイナスに転じた。ユーロ圏では2010年以降、物価上昇や財政悪化国での増税に伴い、家計の実質可処分所得が減少しているにもかかわらず、消費が増加し続けていた。しかし、平均消費性向が1~3月期時点で87.0%（当社試算）と2001年4~6月期以来の水準まで上昇しており、足元で家計が支出を抑制し始めた可能性がある。

小売関連指標の推移（2005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。

また、政府消費は、1~3月期に前期比0.5%と景気テコ入れを目的に大規模な財政出動が行われた2009年4~6月期以来の高い伸びとなったが、各国が2011年に財政収支の改善ペースを加速させている中で、4~6月期は反動によりマイナスになったと予想される。

次に、固定資産投資は、1~3月期の前期比1.9%から4~6月期には1%弱まで伸びが鈍化したと予想される。1~3月期は全体の6割弱を占める建設投資が、ドイツとフランスで寒波に伴う昨冬の落ち込みの反動により前期比1.2%と拡大したが、4~6月期にはその影響が一巡したと見られるためである。実際に、建設投資の一致指標である建設活動指数は、1~3月期に前期比1.3%となった後、4~5月平均の1~3月期平均比が0.4%にとどまっている。ただし、残りの4割強を占める機械設備投資が、1~3月期の前期比2.6%に続き4~6月期も堅調に拡大したと見られるため、固定資産投資全体の失速には至っていない模様である。機械設備投資の一致指標である資本財販売（実質、自国内向け、17ヶ国合計）は、4月に1~3月期平均を1.7%上回り、4~6月期の伸びが1~3月期（前期比1.7%）並みとなる可能性を示した<sup>5</sup>。

そして、輸出も増勢が弱まったと見られる。1~3月期の輸出（ユーロ圏外向け、通関ベース）は前期比5.5%であったが、4~5月平均は1~3月期平均を2.1%上回るにとどまっている。内訳を見ると、米国向けが素材製品を中心に、中国向けが自動車や産業機械を中心に、いずれも減少に転じ、輸出全体の伸びを抑制している。しかし、輸入（ユーロ圏内取引を除く、通関ベース）も、1~3月期は前期比6.9%であったが、4~5月平均は1~3月期平均を1.4%しか上回っていない。このため、4~6月期の成長率に対する純輸出（輸出 - 輸入）の寄与度は、1~3月期（0.3%Pt）並みを確保した可能性が高い。なお、輸入の伸びが小幅になっているのは、月毎の振れが大きいASEANからの生産財（素材製品や電子部品など）が減

<sup>5</sup> また、牽引役のドイツは5月も好調を維持した。ドイツにおける5月の資本財販売（実質、自国内向け）は、前月比1.2%と3ヶ月連続の増加となった。この結果、4~5月平均の1~3月期平均比は2.9%と、4月分のみで計算した2.3%を上回る伸びとなった。

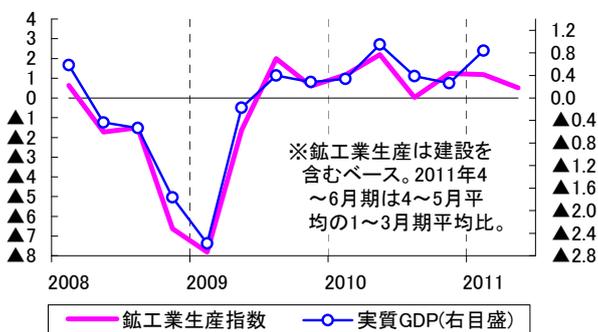
少しているほか、1~3月期にかけ増加傾向にあったリビアからの原油輸入がストップしたことが主因である。

以上のような主要需要項目の動きの中で、鉱工業生産(建設を含む)は、1~3月期に前期比1.2%増となったが、4~5月平均は1~3月期平均を0.5%上回るにとどまっている。このところ実質GDPと鉱工業生産の短期的な連動性は薄れているが、4~6月期の成長率が1~3月期の前期比0.8%から大きく低下する可能性を示唆している。

金融政策については、ECBが7月7日の定例理事会で、3ヶ月ぶりに政策金利を0.25%Pt引き上げ1.50%とした。ECBが追加利上げに踏み切った背景には、インフレ率がECBの政策目標である「2%未満」を明確に上回る状態が続いていることがある。ユーロ圏のインフレ率は、昨年12月に前年同月比で2%台に乗せた後、4月にかけて2.8%まで上昇し、5~6月も2.7%と高止まっている。品目毎の内訳を見ると、エネルギー価格の伸びが3月以降頭打ちとなっている一方で、加工食品やサービスの価格が徐々に騰勢を強めている。このうち、加工食品は、インフレ率に対する寄与度が1年間で0.27%Pt上昇(0.10%Pt→0.37%Pt)しており、これまでの商品市況の高騰が製品価格に転嫁されている可能性が窺える。サービス価格の騰勢の強まりも、航空運賃やパック旅行といったエネルギー価格の変動の影響を受けやすい品目が中心であることから、旅行業界でコスト上昇に伴う値上げが広がっていることが背景と見られる。

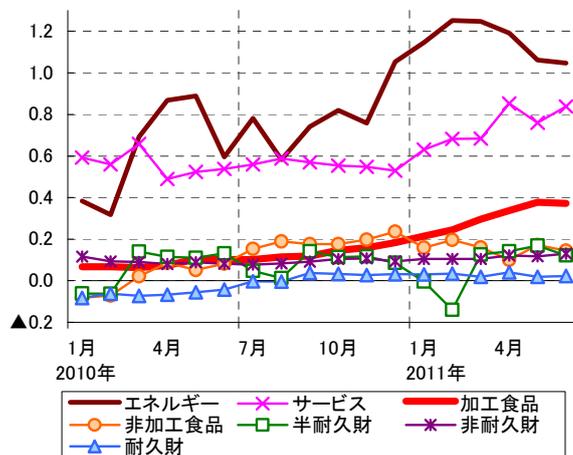
一方、エネルギー価格は、3月から6月にかけて伸びが鈍化したが、7月以降もさらに鈍化すると見通すのは早計である。エネルギー価格との連動性が高い北海ブレント原油先物価格は、一本調子での上昇には歯止めがかかったものの、依然として110ドル/バレル台後半の水準を維持しており、ユーロ換算後の前年同月比の伸び率は6月の27.7%から7月には再び4割近くまで高まる見込みである。そして、仮に北海ブレント価格が今後も110ドル台後半で推移し続け、ユーロ相場も直近7月25日の水準1.44ドルで横這いとなる場合、少なくとも今年11月までは前年同月比で3割以上の伸びを維持すると試算される。

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数(前期比)



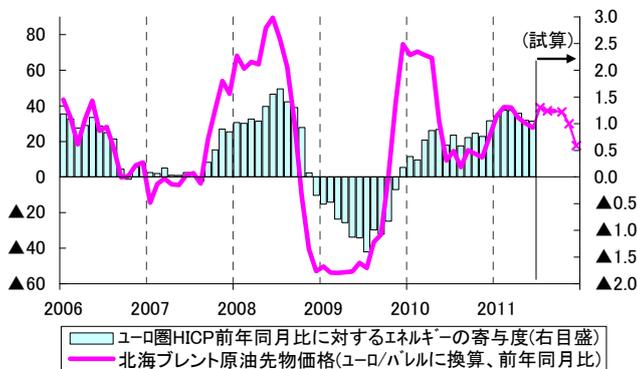
(出所) Eurostat

ユーロ圏インフレ率に対する各品目の寄与度(前年同月比、%Pt)



(資料) Eurostat (注) 非耐久財は食品・エネルギーを除く。

北海ブレント原油先物価格の騰落率とユーロ圏インフレ率に対するエネルギーの寄与度(前年同月比、%、%Pt)



(出所) Bloomberg, Eurostat

(注) 試算はユーロベースの原油価格の前年同月比について、2011年7月下旬以降のドルベースの原油価格及びユーロ相場が7月25日の水準(118.0ドル/バレル、1.44ドル/ユーロ)で横這いとなる場合を想定して延長。

これは、エネルギー価格の伸びが7月以降再び高まり、11月頃までインフレ率を1.0%Pt以上押し上げ続ける可能性を示唆している。

このような状況下、トリシェ総裁は追加利上げを決めた理事会後の記者会見で、物価上昇リスクを「非常に注意深く監視 (monitor very closely) していく」と述べ、さらなる利上げの可能性を探る姿勢を示した。当社は引き続き、インフレ率が当面 2%台後半で高止まる中で、ECB が景気動向に配慮しつつも、今年 10~12 月期中にさらに 1 回、0.25%Pt の追加利上げを行うと予想する。