

## 欧州ソブリン問題は「一難去ってまた一難」

ギリシャで緊縮財政を継続する政権が樹立される運びとなり、同国起点の金融危機リスクはひとまず後退した。しかし、財政健全化目標が達成困難なことに変わりはない上、金融支援条件の再交渉の行方も不透明であるため、ギリシャは引き続き金融市場の不安定要因である。さらに、スペインの信用不安が高まり、金融機関だけでなく財政全般へ支援の対象が広がる見込みである。このため、欧州ソブリン問題はなお予断を許さない状況が続こう。なお、実体経済面では、4～6月期もマイナス成長が続く可能性が高まっている。

### ギリシャ起点の金融危機リスクはひとまず後退

ギリシャでは5月6日の総選挙で、EUやIMFと合意済みの緊縮財政政策を支持するPASOK（全ギリシャ社会主義運動）とND（新民主主義党）の連立与党の議席数が過半数を割り込み、また、新しい連立に向けた政党間協議も決裂したため、再選挙が行われることになった。そして、投資家などの間で、反緊縮派のSYRIZA（急進左派連合）を中心とした新政権が誕生して緊縮財政政策を放棄すれば、EUとIMFが金融支援を打ち切り、7月半ばにもギリシャ政府の資金が枯渇して無秩序なデフォルト（債務不履行）に至る、との観測が広がった。

そうした状況下で行われた6月17日の再選挙では、NDが5月の選挙から議席数を伸ばし、PASOKとの合計で過半数を確保、緊縮財政の継続を基本路線とする連立政権が維持される運びとなり、デフォルトを回避できる可能性が出てきた。

ギリシャ主要政党の獲得議席数（定数300）

	財政運営 スタンス	5月の 総選挙前	5月の 総選挙後	6月(今回の) 再選挙後
ND（新民主主義党）	緊縮支持	71	108(*)	129(*)
SYRIZA（急進左派連合）	反緊縮	11	52	71
PASOK（全ギリシャ社会主義運動）	緊縮支持	129(*)	41	33

(注) 300議席のうち250議席を得票率3%以上の政党に比例配分、残り50議席を第1党に上乗せ(上表(\*)印)。

### 財政健全化が計画通り進んでいる訳ではない

もともと、ギリシャは、依然として第2次金融支援を受け続けるための条件を満たすことが難しい状況にある。具体的には以下の2点である。

第1は、緊縮財政を許容する国民が減少していることである。今回の再選挙後の議席数を5月の総選挙前と比べると、NDとPASOKが合計議席数を200から162まで減少させた一方で、SYRIZAが11から71へと大幅に増やした（定数は300）。今後は、反緊縮・反政府デモがこれまで以上に発生しやすくなり、社会の混乱がさらに広がると見込まれる。

第2は、ギリシャの実質成長率が、2011年に▲6.9%となった後、2012年1～3月期も前年同期比▲6.5%と大幅なマイナスが続いたことである。第2次金融支援策の前提として、2012年の成長率は▲4.7%と見込まれているが、それには4～12月の景気が持ち直し、GDPの前年同期比が▲4.1%に収まる必要がある。しかし、少なくとも4～6月期に景気が改善した可能性は窺えず、見通し達成は極めて困難な状況にある。こうした中では、歳入が当初見込みよりも下振れるため、財政赤字の対GDP比を2011年の9.3%から2012

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

年には7.3%へと改善させる計画が達成できず、EUなどが金融支援の停止に踏み切る可能性も出てくる。

### 今後の注目点は支援条件緩和に向けたEUなどとの再交渉の行方

こうした状況下、新首相に就任するNDのサマラス党首は既に、緊縮財政路線を基本的に維持するが、EUやIMFに金融支援の条件緩和を求める考えを表明している。具体的には、財政赤字削減の目標達成期限を2年延長することや、公務員給与と年金給付の追加削減を停止することなどを容認させたい考えである。

しかし、EUなどは、支援条件の緩和交渉に応じる方針ではあるが、これまでも第1次支援の条件緩和や第2次支援の実施など、度々ギリシャの要請をなし崩し的に受け入れてきた経緯があるため、条件緩和への慎重論は多い。実際に、メルケル独首相は6月18日、「重要なのはギリシャの新政権がこれまでの約束を着実に履行すること」「改革の歩みを緩めることはあり得ない」と発言した。こうした事情から、ギリシャ政府の資金が枯渇する7月半ばまでにどのように決着するのか、再交渉の行方は不透明である。従って、ギリシャは今後も欧州金融市場の不安定要因として燻り続け、特に6月21日のユーロ圏財務相会合、6月28～29日のEU首脳会議、7月10日のユーロ圏財務相会合での協議がギリシャの命運を握ることになる。

### スペインへの全面的な支援実施の可能性高まる

さらに、ギリシャ以外では、ユーロ圏第4の経済大国であるスペインの信用不安が一段と高まってきた。スペインでは、景気の大幅な落ち込みによる税収減などから、2011年の財政赤字がGDP比で8.5%となり、2012年も政府目標の5.3%への改善が困難な状況となっている<sup>1</sup>。むしろ、不動産バブルの崩壊を主因に金融機関の不良債権比率が2007年3月末の0.75%から2012年4月末には8.72%まで上昇する中で、5月25日に国内3位の大手銀行バンキアがスペイン政府に対し190億ユーロの資本注入を要請するなど、一段の財政悪化要因が表面化した。

さらに、スペイン政府とユーロ圏財務相会合は6月9日、スペインの金融機関支援に目的を限定し、EUがEFSF（欧州金融安定基金）、または7月に発足するESM（欧州安定メカニズム）を通じて、最大1,000億ユーロを融資することで基本合意<sup>2</sup>した。しかし、EFSFないしESMがスペインの金融機関に直接出資する訳ではなく、スペインの政府機関であるFROB（銀行再編基金）を通じて出資する仕組みであるため、金融システムの安定化には一定の効果が見込まれる反面、スペインの一段の財政悪化が確実になった。

こうした状況下、大手格付け会社のフィッチやムーディーズは、6月13日までにスペイン国債の格付けをBBB格まで一気に引き下げ（フィッチ：A→BBB、ムーディーズ：A3→Baa3）、さらに2社ともネガティブウォッチを継続し、投機的水準まで格下げする可能性を示唆した。そして、スペインの10年国債利回りは2月初の4.8%台から6月18日には一時7.3%台まで上昇し、ギリシャやポルトガルが金融支援要請に追い込まれた水準である7%ラインに到達している。

スペインは既に、省庁支出の削減や公務員給与・年金の抑制、法人税の引き上げなどを通じて、財政赤字の削減に着手しており、さらにその取り組みを加速させようとしている。しかし、こうした財政からのデフレ圧力が一段の景気悪化を通じて金融機関の体力を低下させ、そして金融機関への追加出資が財政悪化

<sup>1</sup> 欧州委員会は5月11日発表の春季経済見通しで6.4%と予測した。

<sup>2</sup> スペイン政府は、6月21日にも判明する国内銀行への外部監査結果を踏まえ、近く正式に支援を要請することとなっている。

につながる悪循環に陥り始めている。加えて、国債の利回り上昇（価格下落）が、政府の資金調達コスト増大や金融機関の損失拡大などにもつながり始めている。

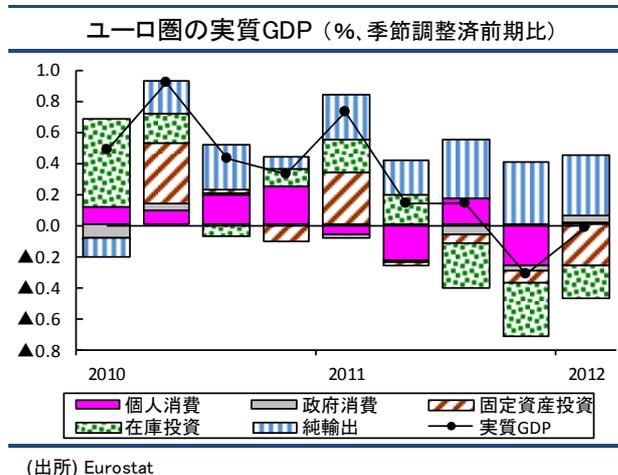
しかも、スペインの GDP は 1 兆ユーロ強とユーロ圏全体の 11% を占め、ギリシャの 5 倍、アイルランドやポルトガルの 6 倍超に上る。また、欧州の主要金融機関によるスペイン向け与信（貸出と国債投資、株式投資の合計）の残高は 2011 年末時点で 5,129 億ドルと、アイルランド向けの 3,304 億ドル、ポルトガル向けの 1,640 億ドル、ギリシャ向けの 905 億ドルを大きく上回る。このため、スペインの国債市場の混乱や景気低迷は、欧州全体に広範かつ甚大な影響を与える。

以上のように見れば、スペインが、金融機関支援に限らず財政全般を対象とした支援に追い込まれることは時間の問題と言える。そのため、ギリシャの支援条件再交渉も注目されるが、スペイン支援の具体化に向けた議論の行方が、欧州ソブリン問題を巡る当面の最大の焦点となろう。

### 1～3 月期の成長率は前期比▲0.01%に下方修正

実体経済面では、6 月 6 日に発表されたユーロ圏の 1～3 月期実質成長率（改定値）が前期比▲0.01%（年率▲0.04%）と、速報値（前期比 0.02%、年率 0.07%）から小幅に下方修正され、僅かではあるが、昨年 10～12 月期の前期比▲0.3%（年率▲1.3%）に続いて 2 四半期連続のマイナス成長となった。主要国の成長率は速報値から変わらず、改めて ドイツとそれ以外の国々との間での成長率の乖離が確認された。具体的には、ドイツ（10～12 月期前期比▲0.2%→1～3 月期 0.5%）はプラス成長に転じたが、フランス（0.07%→0.04%）は 10～12 月期に続いてゼロ近辺の低成長にとどまったほか、イタリア（▲0.7%→▲0.8%）、スペイン（▲0.3%→▲0.3%）、オランダ（▲0.7%→▲0.2%）はマイナス成長が続いた。

ユーロ圏全体の需要項目毎の動きを見ると、主に個人消費の下げ止まり（10～12 月期前期比▲0.5%→1～3 月期 0.02%）がマイナス幅縮小に寄与した。しかし、記録的な寒波の影響もあって、固定資産投資の減少ペースが加速（▲0.4%→▲1.4%）したため、全体では僅かにマイナス成長となった。



### 4～6 月期もマイナス成長の見通し

そして、これまでに公表された 4～5 月分の経済指標は、総じて 1～3 月期を下回る水準となっている。このため、4～6 月期の成長率は 3 四半期連続のマイナス成長となる可能性が高い。

まず、個人消費が再び減少している。小売販売（実質、除く自動車）は、1～3 月期に前期比 0.1% となった後、4 月には前月比▲1.0% となり、1～3 月期の平均を▲0.8% 下回っている。加えて、乗用車販売台数は、1～3 月期に前期比▲7.2%（当社試算の季節調整値）となった後、4～5 月平均も 1～3 月期平均比で▲0.5% となり、減少が続いている。

また、固定資産投資は、昨年4～6月期から5四半期連続の減少となる可能性が高い。固定資産投資の5割強を占める建設投資については、寒波の影響が一巡する中で、一致指標の建設活動指数が1～3月期に前期比▲4.4%の大幅減となった後、4月は1～3月期の平均を0.9%上回り<sup>3</sup>、ひとまず下げ止まっている。

しかし、残りの機械設備投資については、一致指標で速報性のあるドイツの資本財販売（実質）の出足が良くない。具体的には、ドイツ国内向けが1～3月期に前期比1.6%となった後、4月は前月比▲1.5%、1～3月期平均比▲2.6%と減少に転じたほか、1～3月期に前期比0.8%となったユーロ圏内向け（除くドイツ）も、4月は前月比では1.2%となったが、1～3月期の平均を▲1.5%下回っている。さらに、先行指標であるドイツの資本財受注（実質）は、4月にかけてドイツ国内向けの伸び悩みとユーロ圏内向けの減少が続いている。このため、機械設備投資は当面減少傾向を辿ると見込まれる。

在庫投資も、4四半期連続で成長寄与度がマイナスになると予想される。企業の在庫DIが5月にかけて2009年11月以来の高水準で推移する中で、企業各社が在庫調整を進めていると考えられるためである。

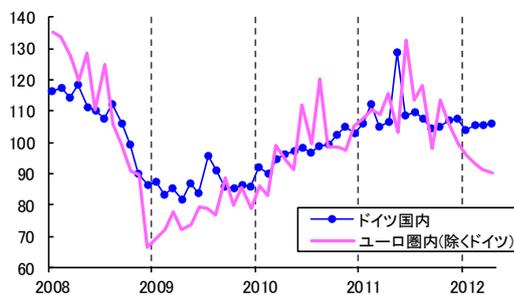
ただし、4～6月期の成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度は、1～3月期並みを確保する可能性がある。輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）は、1～3月期に前期比4.4%となった後、4月は前月比▲1.3%、1～3月期平均比▲1.3%と減少に転じたが、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）が、1～3月期に前期比4.3%となった後、4月は前月比▲3.0%、1～3月期平均比▲2.7%と輸出以上に減少している。このため、4月の貿易収支（季節調整値）は62億ユーロの赤字となり、昨年7月をボトムとした改善傾向が続いている。もともと、4月の輸出減少は、1～3月期にかけての牽引役であった米国や中国向けの増加一服が主因となっているため、5月以降の米中向け輸出の動きには注意を要する。

以上のような需要動向のもとで、鉱工業生産（建設を含む）は、1～3月期に前期比▲0.8%となった後、4月は前月比▲0.9%となり、1～3月期の平均を0.5%下回った。実質GDPと鉱工業生産は概ね連動しており、4～6月期の成長率が3四半期連続でマイナスとなる可能性を示唆している。

## 2012年は▲0.5%のマイナス成長、2013年は0.5%の低成長を予想

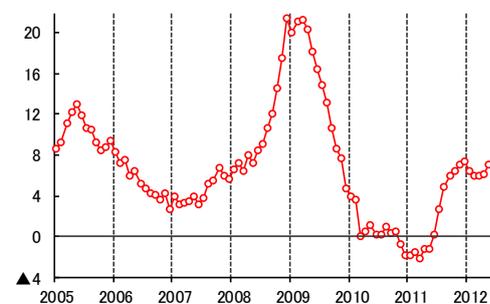
このように、ユーロ圏経済は4～6月期もマイナス成長となる可能性が高い。加えて、前回<sup>4</sup>指摘した通り、7～9月期以降も、①各国における財政赤字削減に向けた取り組み、②設備稼働率の低迷と金融機関によ

ドイツの資本財受注(実質、2005年=100、季節調整値)



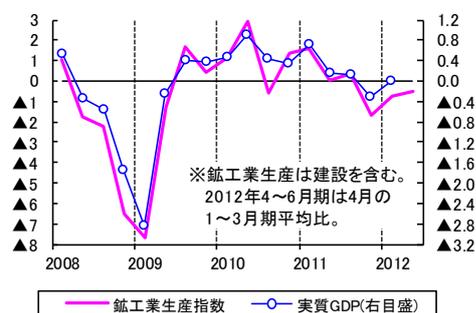
(出所) Eurostat

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数(前期比)



(出所) Eurostat

<sup>3</sup> 建設活動指数の前月比は、2月▲9.8%、3月11.4%、4月▲2.8%と、寒波の影響により振れが大きくなっている。

<sup>4</sup> 5月23日付け Economic Monitor「ユーロ圏景気の低迷はなお続く（改訂経済見通し）」。

る融資抑制姿勢を背景とした固定資産投資の減少、③企業による雇用抑制の動きが続くと見込まれ、ユーロ圏による輸出下支えを考慮しても、景気の明確な反転は期待し難い。このため、現時点では、2012年はマイナス成長、2013年も僅かなプラスにとどまるとの当社の見方を修正する必要はないと考えられる。

ただし、今般公表された2012年1～3月期成長率の需要項目毎の内訳や、2011年成長率の再改定<sup>5</sup>、上述の4～5月の経済指標の動きを踏まえ、成長率予想を見直した。具体的には、2012年は、純輸出（成長寄与度0.7%Pt→1.0%Pt）<sup>6</sup>、政府消費（前年比▲0.7%→▲0.5%）を小幅に上方修正する一方、在庫投資（成長寄与度▲0.3%Pt→▲0.6%Pt）、固定資産投資（前年比▲2.6%→▲2.8%）を小幅に上方修正し、結果として前回と同じ▲0.5%を予想する。2013年は、需要項目毎の伸び率を概ね据え置き、前回と同じ0.5%の予想を維持する。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2009	2010	2011	2012	2013
	実績	実績	実績	予想	予想
実質GDP	▲4.4	2.0	1.5	▲0.5	0.5
個人消費	▲1.2	0.9	0.2	▲0.4	0.2
固定資産投資	▲12.4	▲0.0	1.4	▲2.8	▲0.6
在庫投資(寄与度)	(▲1.0)	(0.6)	(0.2)	(▲0.6)	(0.0)
政府消費	2.6	0.7	▲0.3	▲0.5	▲0.5
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(0.7)	(1.0)	(1.0)	(0.6)
輸出	▲12.7	11.2	6.2	2.0	2.8
輸入	▲11.4	9.6	3.9	▲0.2	1.6

(出所)Eurostat

<sup>5</sup> 6月6日公表の最新データによれば、2011年通年の成長率は1.5%で変わらずとなったが、需要項目毎には政府消費（前年比▲0.04%→▲0.3%）、在庫投資（成長寄与度0.1%Pt→0.2%Pt）をはじめ、小幅の修正が行われた。

<sup>6</sup> 主に輸入（前年比0.2%→▲0.2%）を下方修正したことによる。