July 23, 2012　　No.2012-157　　伊藤忠経済研究所
Economic Monitor
所　長　三輪裕範　03-3497-3675　miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員　石川　誠　03-3497-3616　ishikawa-ma@itochu.co.jp

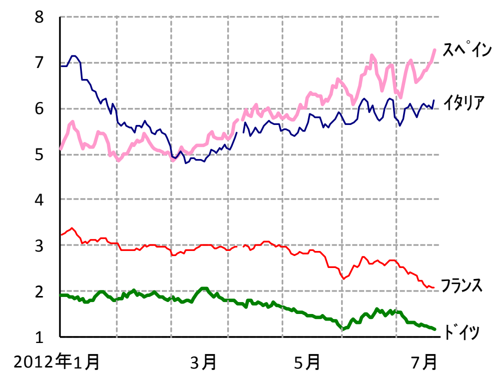
即効性のある協調策を打ち出さず混迷を続けるユーロ圏

6 月末の EU 首脳会議および 7 月 9 日のユーロ圏財務相会合では、ドイツなどの財政健全国が各国に厳格な財政規律を求める姿勢を押し通す中で、スペインやイタリアの政府債務を持続させるという喫緊の課題への効果的な対策を示すには至らなかった。そして、実体経済面では、4～6月期のユーロ圏成長率が前期比マイナスとなった模様である。以上の状況下、ECB は 7 月 5 日に政策金利を過去最低水準としたが、今後も、さらなる政策金利の引き下げを余儀なくされるほか、国債買い入れの再開などにも追い込まれる可能性がある。

EU 首脳会議後もスペインやイタリアに対する市場の評価は好転せず

金融機関の体力低下と財政悪化、景気後退の連鎖に直面するスペインは 6 月、金融機関の資本増強に使途を限定した支援を EU に要請した。しかし、現行の規定に基づき、欧州の金融安全網である EFSF（欧州金融安定基金）ないし ESM（欧州安定メカニズム）[1]からスペイン政府機関の FROB（銀行再編基金）を経由して金融機関に資本注入することになり、金融市場では、財政赤字が膨らむとの懸念から、10 年物国債利回りが 6 月 18 日に 7%台へと上昇した。7%はギリシャやポルトガルが国家財政の全面的支援に追い込まれた水準である。また、スペインと同様に巨額の財政赤字を抱えているイタリアの 10 年物国債利回りも、スペインに連動するように 6 月 13 日に 6.2%まで上昇した。

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20日。

そうした中で、6 月 28～29 日に開催された EU 首脳会議では、①EFSF/ESM からユーロ圏内の金融機関への直接的な資本注入を検討していくことや、②EFSF/ESM が財政悪化国の国債を買い入れる方針などで基本合意が得られた。そして、金融市場では 6 月末から 7 月初めにかけて一旦、スペインやイタリアの国債利回りが低下するなど、今回の合意を好感する動きが見られた。

しかし、①の直接出資については、あくまで「ユーロ圏で統一された金融機関への監督制度が確立されれば」との条件が付いている。この統一的な監督制度の整備は今年末にかけて検討されることになっており、実現すればユーロ圏における政治・経済統合の強化へ一歩前進することにはなるが、その過程では、ドイツをはじめとした財政健全国が強い介入権を主張するなど、協議の難航が予想される。また、仮に予定通り整備できても、直接出資が始められるのは早くても 2013 年となる。このため、7 月 9 日に開催されたユーロ圏財務相会合では、スペインの金融機関支援を 7 月中にひとまず 300 億ユーロの規模で実施することが決まったが、それは EFSF から FROB を経由する方式で行われることになった。

[1] 欧州の金融安全網については、ESM が間もなく常設機関として発足する予定であるが、発足当初の支援枠は 1,000 億ユーロにとどまり、その後 2014 年にかけて段階的に 5,000 億ユーロまで引き上げられる計画である。このため、現行の暫定的な金融安全網で 2,400 億ユーロの未消化枠を残している EFSF を、合計支援額が 5,000 億ユーロを超えない範囲の中で、2013 年 6 月まで ESM と併存させることになっている。

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。

また、②の EFSF/ESM による国債買い入れは、以前から制度上可能になっていることを再確認したに過ぎず、実施への具体的な動きが出た訳ではない[2]。また、被支援国が財政健全化を国際公約とし、欧州委員会や ECB（欧州中央銀行）から厳しい監視を受ける条件も変更はない。そして、より大きな問題は、国債買い入れが実施されても、EFSF/ESM の支援規模が最大で 5,000 億ユーロにとどまる中では、国債発行残高が約 7,000 億ユーロに上るスペインや、約 1 兆 6,000 億ユーロのイタリアの国債市場をともに安定化させるには力不足ということである。

すなわち、EU 首脳会議における 2 つの合意事項は、スペインやイタリアの政府債務を持続させるという喫緊の課題に対し即効性をもたらすものではない。むしろ、今回の首脳会議は、支援拡充に伴う負担増を警戒するドイツなどが、財政規律を重視する従来の立場を崩さず、スペインやイタリアの要求を殆ど受け入れなかったように見える。そのような中、7 月 9 日のユーロ圏財務相会合は、2011 年に GDP の 8.5%に上ったスペインの財政赤字を 3%以下に抑える目標達成の期限を、2013 年から 2014 年へと 1 年延長することを承認した。結局、ユーロ圏諸国は、ソブリン問題の早期解決を催促する金融市場のムードに関係なく、引き続き南欧諸国の財政健全化の達成期限を先送りながら、ユーロ圏の政治・経済統合という長期的目標に向かって、ゆっくりと着実に歩みを進めていくということなのであろう。

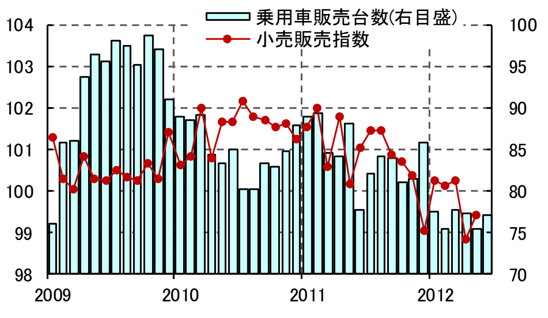
このように、金融市場と欧州当局との間のスピード感覚の乖離が改めて浮き彫りとなる中で、EU 首脳会議の合意事項に対する金融市場の好意的な反応は限られ、7 月 23 日のスペインの 10 年物国債利回りは過去最高の 7.27%まで上昇したほか、イタリアも 6%超の水準で高止まっている。その一方で、ドイツ、オランダ、フィンランド、オーストリア、ベルギー、フランスの国債利回りは過去最低水準まで低下し、南欧諸国とそれ以外との間で金利差が拡大している。国債利回りはその国における借入金利の実質的な下限となるため、利回りの格差は経済成長の格差を一段と広げかねない。また、ドイツをはじめとした財政健全国が、加盟国で資金を共同調達する「ユーロ圏共同債」の創設構想に対し、財政資金の調達コスト上昇につながるとして消極姿勢をとり続けることも考えられる。そのため、今後も欧州当局の対応スピードが加速しないために金融市場の不安定な状況が長引くほか、緊縮財政に伴うユーロ圏景気への下押し圧力が長期にわたって残存する可能性が高まっている。

4～6 月期はマイナス成長の見込み

一方、ユーロ圏の実体経済については、8 月 14 日に 4～6 月期の成長率が公表される。現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、ユーロ圏の実質成長率は、1～3 月期の前期比 0.01%（年率 0.06%）[3]から、4～6 月期はマイナス成長となった可能性が高い。以下、関連する主な経済指標の動きを概観する。

まず、個人消費の関連指標を見ると、乗用車販売台数が 1～3 月期に前期比▲7.1%（当社試算の季節調整値）となった後、4

消費関連指標の推移（2005年=100、万台、季節調整値）



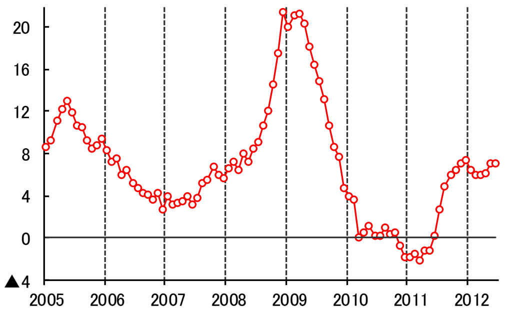
(出所) Eurostat、ACEA(欧州自動車工業会)
(注) 乗用車販売台数の季節調整値は当社試算。

[2] 7 月 9 日のユーロ圏財務相会合でも進展は見られなかった。
[3] 7 月 4 日に公表された 1～3 月期成長率の再改定値は、改定値の前期比▲0.01%（年率▲0.04%）から上方修正され、僅かなプラス成長となった。

～6 月期にも同▲0.4%と小幅ながら減少が続いた。そして、小売販売（実質、除く自動車）は、1～3 月期に前期比 0.2%となった後、4～5 月は 1～3 月期の平均を▲1.1%も下回った。以上を踏まえると、**GDP 統計上の個人消費は、昨年 10～12 月期の前期比▲0.5%、今年 1～3 月期の同▲0.02%に続いて、3 四半期連続で前期比マイナスとなった可能性が高い**。

固定資産投資も、昨年 4～6 月期から 5 四半期連続の減少となった見込みである。固定資産投資の 5 割強を占める建設投資の一致指標である建設活動指数は、1～3 月期に寒波の影響により前期比▲4.4%の大幅減となった後、4～5 月平均も 1～3 月期の平均をさらに 0.2%下回った。また、残りの機械設備投資も減少した。一致指標で速報性のあるドイツの資本財販売（実質）は、ドイツ国内向けが 1～3 月期に前期比で 1.4%増加した後、4～5 月平均は 1～3 月期平均比で▲1.5%と減少し、ユーロ圏内向け（除くドイツ）も、1～3 月期に前期比 0.5%増加した後、4～5 月平均は 1～3 月期の平均を 1.5%下回った[4]。

ユーロ圏企業の在庫DI（%Pt）

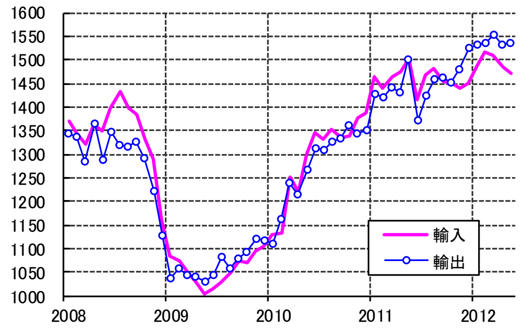


(出所）欧州委員会

在庫投資も、4 四半期連続で成長寄与度がマイナスになったと予想される。企業の在庫 DI が 6 月にかけて 2009 年 11 月以来の高水準で推移する中で、各社が在庫調整を進めていると考えられるためである。

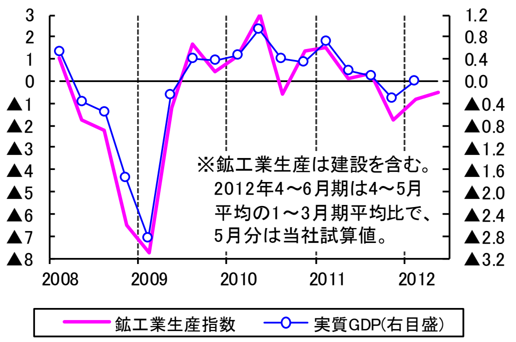
ただし、**4～6 月期の成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度は、1～3 月期の 0.5%Pt から上昇した可能性**がある。輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）は、1～3 月期の前期比 3.7%から、4～5 月平均は 1～3 月期平均比で▲0.5%と減少に転じた。しかし、**輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）も、1～3 月期に前期比 3.9%となった後、4～5 月平均は 1～3 月期平均比▲1.6%と輸出以上に減少**した。このため、4～5 月の貿易収支（季節調整値）は月平均で 54 億ユーロの黒字となり、昨年 10～12 月期の平均 39 億ユーロや今年 1～3 月期の平均 37 億ユーロを上回る黒字幅となった。なお、足元の輸出減少は、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であり、特に米国向けでは化学製品、中国向けでは金属などの素原材料が減少に転じた。一方、輸入が減少に転じたのは、1～2 月の寒波に伴い各国から鉱物性燃料の調達を増やす動きが一巡したことが主因である。

輸出入の推移（対ユーロ圏外、通関ベース、億ユーロ、季節調整値）



(出所）Eurostat

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



(出所）Eurostat

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▲0.4%となった後、4～5 月平均も 1**

[4] よりカバレッジの広い一致指標であるユーロ圏 17 ヶ国の資本財販売は 4 月分までしか公表されていないが、自国向けが 1～3 月期の前期比▲0.1%から 4 月は 1～3 月期平均比▲0.9%、ユーロ圏内向け（除く自国）が 1～3 月期の前期比 0.5%から 4 月は 1～3 月期平均比▲1.5%と、いずれも減少している。

～3 月期の平均を 0.5%程度下回ったと試算[5]される。実質 GDP と鉱工業生産は概ね連動しており、4～6 月期の成長率が前期比▲0.3%程度になった可能性を示唆している。

ECB はさらなる利下げや国債買い入れの再開も

以上のような状況下、ECB は 7 月 5 日の定例理事会で、主要政策金利（リファイナンス金利）を 1%から 0.75%へ、民間金融機関が ECB へ預金する際に付与される金利（預金ファシリティ金利）を 0.25%から 0%へ、それぞれ引き下げることを決めた。ECB は、足元でのユーロ圏の景気悪化、および景気の先行き不透明感が一段と強まったことを受けて追加的な金融緩和に踏み切ったとしたが、6 月末の EU 首脳会議でスペインの金融機関支援策やスペイン・イタリアの国債利回り抑制策が検討されたことなどに対し、ECB が呼応した側面もあろう。すなわち、ECB は、主要政策金利の引き下げによって、金融機関、特に ECB による貸付への依存度を高めている南欧諸国の金融機関の資金調達コストが減少すると見込んでいる。また、預金ファシリティ金利をゼロにすることによって、相対的に体力のある金融機関が ECB に資金を滞留させずに、銀行間融資や企業・家計への貸出などに振り向けることを ECB は期待している。

しかしながら、これまでのところ ECB の期待する効果は十分に確認できない。例えば、ドイツやフランスの短期国債市場では、投資資金の大量流入によって、6 ヶ月物がマイナス金利で落札される事態となっているが、これには、ECB 預金にあった資金が銀行間市場や対民間貸出ではなく、安全性や流動性の高い高格付けの短期国債市場へシフトし始めたことが一因になっていると考えられる。

先行きについては、ユーロ圏の景気低迷が当面続く可能性が高いほか、それに対し、財政再建を最優先課題としている各国政府が景気に配慮して積極的に財政出動を行う見込みは極めて薄いため、景気刺激効果は限られるとしても、ECB は主要政策金利のさらなる引き下げを余儀なくされると予想される。

そして、今後、ESM による最大支援能力が 5,000 億ユーロにとどまり続け、ソブリン問題対策をめぐる政府間協議も加速しない中で、スペインやイタリアをはじめとした財政悪化国の資金繰りが一段と逼迫したり、金融機関の体力低下に歯止めが掛からないなどの事態に陥れば、ECB は、2010 年 5 月から今年 3 月にかけ実施されていた国債買い入れの再開や、昨年 12 月と今年 2 月に実施した 3 年物資金供給オペ（LTRO）の追加実施に追い込まれる可能性が高い。

[5] 建設を含むベースの鉱工業生産は、7 月 22 日時点で 4 月分までしか公表されておらず、4 月は前月比▲1.0%となった。5 月については、建設を除く鉱工業生産が前月比 0.5%、建設活動指数が同 0.1%となったことから、建設を含むベースの鉱工業生産は前月比で 0.4%程度の増加になったと試算される。