

欧州金融市場は再び波乱含みの展開に

ECB による無制限の国債買い入れ策発表などを受けて、夏季休暇明け直後の欧州金融市場の混乱は回避された。しかし、10月の金融市場は、スペインが財政の全面的支援を要請する可能性やギリシャ支援継続の可否を巡り、再び緊張が高まり易くなろう。实体经济は、7月の一部経済指標に下げ止まりの動きが見られるが、在庫調整圧力の残存や財政赤字削減に向けた各国の取り組みなどを踏まえれば、早期の景気持ち直しは展望し難い。このため、ユーロ圏の成長率は7~9月期もマイナスとなり、年間では2012年が▲0.5%のマイナス成長、2013年も0.3%とほぼゼロ成長にとどまるとの見方を維持する。

ECB が無制限の国債買い入れ策を発表

9月上中旬の欧州金融市場は、スペインとイタリアの国債利回りが低下したほか、ユーロ相場が上昇するなど、夏季休暇明け直後の混乱が回避された。これには主に、①ECB（欧州中央銀行）が9月6日の定例理事会で、財政悪化国の国債を無制限に買い入れる枠組みを決定したこと、②ユーロ圏の常設の金融安全網であるESM（欧州安定メカニズム）について、ドイツの憲法裁判所が9月12日、ドイツのESM参加は合憲との基本的判断を示したことにより、ESMが10月に発足する運びとなったこと¹が影響したと考えられる。

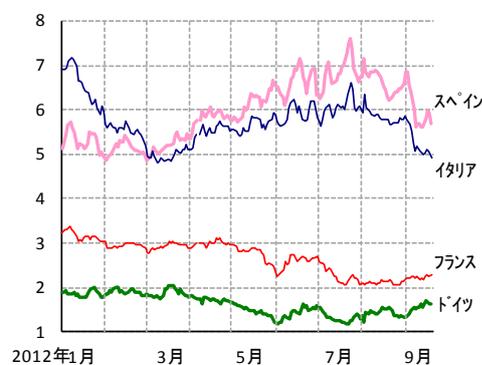
中でも、OMT（Outright Monetary Transactions）と名付けられたECBによる国債買い入れ策は、欧州債務問題を解決させる根本的なツールではないが、EUとIMFの取り組みを強力にサポートしていくとのECBの決意を具現化したものを見ることができる。OMTは、ECBが国債の流通市場で、主に償還までの期間が1~3年の国債を、国債利回りの目標や購入規模の制限を設けずに購入するという施策であり、財政悪化国の資金調達コストを引き下げる効果が期待されている。ただし、OMTを安易に発動すれば、財政悪化国の財政健全化努力を遅らせ兼ねないため、ECBは、発動対象について、EUに支援を要請し、財政健全化に向けた規律強化を約束した国²に限定したほか、財政健全化努力を怠った国の国債購入を停止する制裁措置も盛り込んだ。

このようなOMTの枠組みが機能していけば、財政悪化国による財政健全化へのコミットメントが強まり、欧州債務問題の解決を促すことにつながろう。また、一部の投資家が懸念しているユーロ崩壊のリスクを後退させることにもなりそうである。ただし、そのためには、ECBにモラルハザードを誘発しないための慎重な運用が求められることは言うまでもない。

¹ 現在の安全網であるEFSF（欧州金融安定基金、2013年6月までの暫定機関）だけでは、使途が決まっている分を除いた今後の支援余力が約1,500億ユーロにとどまるが、ESMが発足すれば、支援余力は段階的に約4,000億ユーロまで増えることになる。

² また、すでにEFSFによる支援を受けている3ヶ国のうち、ギリシャとポルトガルは依然として金融市場で起債できない状況にあるため、現時点ではOMTの発動対象にならない。

ユーロ圏主要国の10年国債利回り (%)



(出所) Bloomberg (注) 直近値は9月19日。

スペインは10月にも財政の全面的支援を要請へ

以上の状況下、欧州債務問題の焦点は再び2つの個別国の動向に移ってきている。まず、スペインがいつ財政の全面的支援をEUに要請するかということであり、これはOMT発動の前提にもなる。スペインは、既にEFSFの資金枠で金融機関の経営再建に用途を限定した支援を受けることになっているが、財政全般にわたる支援を受けることには慎重なスタンスを維持している。これは、EUなどから追加的な財政健全化策を強制されたり、EU・IMF・ECBに財政運営を厳しく監視されることにより、政権運営の自由度が大幅に制限されることをスペインが警戒しているためであり、実際に9月14日に開催されたユーロ圏財務相会合では支援要請を見送った。加えて、ECBが上述の通りOMT導入を決定した後、スペインの10年物国債利回りが約3ヶ月半振りに6%を下回ったことから、スペインにとって支援の緊急性が薄れた側面もあろう。

しかしながら、スペインでは、今年10~12月期に総額418億ユーロの国債償還を予定しており、そのうちの291億ユーロが10月に集中している。また、地方政府が資金繰りに窮して中央政府に支援を求める動きも相次ぎ出始めており、17自治州のうち、カタルーニャ州が50億ユーロ、バレンシア州が45億ユーロ、ムルシア州が3億ユーロの支援を、それぞれ要請する方針となっている。こうした中で、支援要請が見送られた9月14日以降は、スペインの国債利回り低下に歯止めが掛かり、このまま国債利回りが再び上昇し、財政負担が一段と増していく展開となれば、スペインはEUに財政の全面的支援を要請せざるを得なくなると考えられる。国債の大量償還を前に、10月8日のユーロ圏財務相会合で支援要請する可能性は十分にあり得る。

ギリシャ支援継続を巡る協議も大詰めに

また、ギリシャ支援継続の可否を巡る協議も続いている。EUとIMFはギリシャに対し、財政健全化計画の履行を条件に2010年から2014年にかけて総額2,400億ユーロの支援を行う予定としているが、ギリシャでは、税収の下振れなどにより今春表明したばかりの財政健全化計画が達成困難な状況に陥っている。こうした中、EUとIMFは、今年5月を最後に凍結している支援をこのまま打ち切る可能性を示唆しつつ、2013~2014年に115億ユーロの歳出削減を確実にを行うことを求める一方、ギリシャ政府は、財政赤字削減の目標達成期限の2年延長と支援の継続を求め、両者の間で協議が行われている。一部報道によれば、115億ユーロのうち95億ユーロ分の措置について、ギリシャ政府の計画をEU・IMF側が承認したが、残り20億ユーロ分については合意が得られていない模様である。また、ギリシャ政府が求める目標達成期限の延長についても結論に至っていない。この協議は、ギリシャ政府の手元資金が底を尽きつつあることから、10月中には結論が出ると見込まれるが、それまでには、財政健全化目標の緩和の可否、支援継続の可否、さらにはギリシャの国庫が枯渇して無秩序なデフォルト（債務不履行）に至る可能性などを巡って、金融市場が混乱するリスクがある。

以上のように、欧州金融市場の混乱は9月中旬にかけて小康状態となっているが、今後は、スペインやギリシャを巡る不安材料に改めて注目が集まり、再び財政悪化国の国債利回り上昇やユーロ下落などにつながり易くなると考えられる。また、そもそも当局の大規模な支援だけで欧州の債務問題が解決する訳ではなく、ユーロ圏各国の財政健全化努力が不可欠なこと、そして、財政健全化を進める間、实体经济に相應の下押し圧力が掛かることにも変わりはない。

4～6 月期の成長率改定値は前期比▲0.2%

その実体経済については、9月6日に発表されたユーロ圏の4～6月期実質成長率（改定値）が、速報値と変わらずの前期比▲0.2%（年率▲0.7%）となった。ただし、今回、1～3月期の成長率が、これまでの前期比0.01%（年率0.1%）から前期比▲0.02%（年率▲0.1%）へと僅かながら下方修正³されたことから、ユーロ圏経済は昨年10～12月期から今年4～6月期にかけて3四半期連続のマイナス成長となった。

主要国の4～6月期の動きを見ると、ドイツ（1～3月期前期比0.5%→4～6月期0.3%）の伸びが鈍化したほか、フランス（0.03%→▲0.05%）は小幅なマイナス成長に転じた。また、イタリア（▲0.8%→▲0.8%）、スペイン（▲0.3%→▲0.4%）は4四半期連続のマイナス成長となり、深刻な景気後退に陥っている。これらはいずれも、速報値と同様の動きである。

また、今回新たに公表されたユーロ圏全体の需要項目毎の内訳を見ると、固定資産投資（1～3月期前期比▲1.3%→4～6月期▲0.8%）の減少ペースが鈍化した。一方で、純輸出（輸出－輸入）の成長寄与度が1～3月期の0.4%Ptから4～6月期には0.2%Ptへと低下したほか、在庫投資（成長寄与度▲0.1%Pt→▲0.2%Pt）の減少ペースが強まった。個人消費（▲0.2%→▲0.2%）の減少率は1～3月期から変わらず、引き続き弱い動きとなった。なお、純輸出については、輸出の伸びがドイツを中心に1～3月期の前期比0.7%から4～6月期には同1.3%へと強まったが、輸入もドイツを中心に1～3月期の同▲0.2%から4～6月期には同0.9%とプラスに転じたため、成長寄与度が低下した。ドイツの輸出（1～3月期前期比1.2%→4～6月期2.5%）は主にサービス（輸送、研究開発、コンピュータなど）が、輸入（▲0.2%→2.1%）は主に石油・ガスが伸びを強めた⁴。

夏場の経済指標は強弱混在

そして、これまでに公表された7～8月分の経済指標は強弱混在となっており、現時点では、7～9月期の成長率について明確な見通しは描き難い。具体的には以下の通りである。

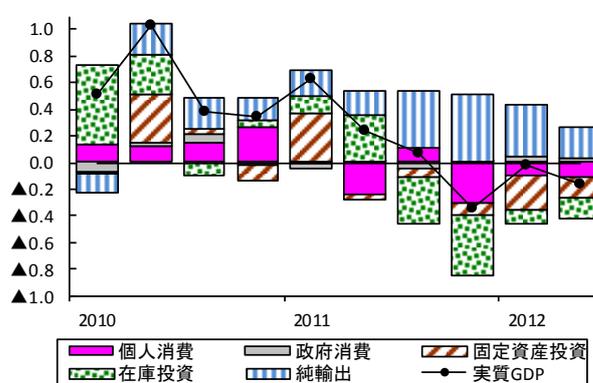
まず、個人消費については、小売販売（実質、除く自動車）が、4～6月期に前期比▲0.6%となった後、7月は4～6月期の平均を0.2%上回った。しかし一方で、乗用車販売台数は、4～6月期に前期比▲1.1%（当社試算の季節調整値）となった後、7～8月平均も4～6月期平均比で▲2.7%となり、減少率が拡大している。このため、現時点では、消費全体として7～9月期に下げ止まったとまでは判断し難い。

また、固定資産投資のうち、5割強を占める建設投資については、一致指標の建設活動指数が4～6月期に前期比▲0.03%の微減となった後、7月も4～6月期の平均を0.6%下回った。また、残りの機械設備投資についても、一致指標で速報性のあるドイツの資本財販売（実質）を見ると、ユーロ圏内向け（除くドイツ）が4～6月期に前期比▲2.4%となった後、7月はさらに4～6月期の平均を4.4%下回った。このた

³ 需要項目毎の主な修正内容としては、個人消費（前期比▲0.02%→▲0.2%）、政府消費（0.4%→0.2%）、輸出（1.0%→0.7%）が下方修正となった一方、在庫投資（成長寄与度▲0.3%Pt→▲0.1%Pt）が上方修正となった。

⁴ ただし、相手国は不明である。

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）



(出所) Eurostat

め、固定資産投資は7～9月期も減少した可能性が高い。ただし、ドイツの国内向け資本財販売は、4～6月期に前期比▲1.5%となった後、7月は4～6月期平均比4.0%と急増しており、7～9月期の固定資産投資の減少率は幾分縮小する可能性がある。

輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）は、4～6月期に前期比0.6%となった後、7月は4～6月期平均比▲0.3%と減少に転じた。しかし、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）は、1～3月期に前期比▲1.5%となった後、7月も4～6月期平均比▲1.0%となり、輸出以上に減少している。このため、7月の貿易収支（季節調整値）は79億ユーロの黒字と、昨年7月をボトムとした改善傾向が続いており、7～9月期の成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度は、4～6月期（前期比で0.2%Pt）並みとなる可能性がある。なお、7月の輸出減少は中国向けや中近東向けが中心（品目ごとの内訳は未公表）であり、輸入については主にロシア、中近東からの減少が続いている。

そして、以上のような需要動向の下で、鉱工業生産（建設を除く）は、4～6月期に前期比▲0.5%となった後、7月は4～6月期の平均を0.5%上回った。

このように、ユーロ圏では一部の経済指標が7月に下げ止まる動きを示した。しかしながら、7月のドイツ国内向け資本財販売の急増は、先行指標である資本財受注の伸び悩みが続いていることを踏まえれば、一時的な動きと判断される。また、企業の在庫DIは8月にかけて2009年10月以来の高水準で推移していることから、企業はさらに在庫調整を進め、生産活動を下押しし続けると考えられる。

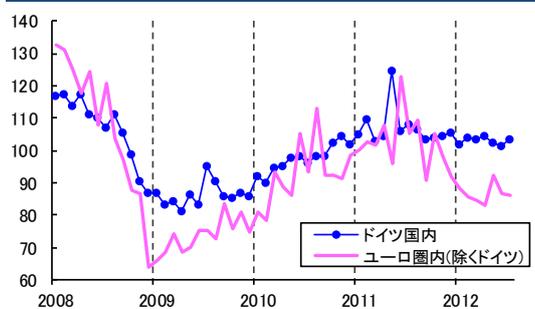
さらに、やや長い目で見ても、前回⁵指摘した通り、ユーロ圏経済は、①スペインやイタリアといった財政悪化国を中心とした、各国政府による財政赤字削減に向けた取り組み、②設備稼働率の低迷を背景とした固定資産投資の減少、③企業による雇用抑制の動きが続くと見込まれ、ユーロ安による輸出下支えを考慮しても、景気が早期に反転する展開は期待し難い。

2012年の成長率は▲0.5%、2013年も0.3%にとどまると予想

以上を考慮すると、現時点では、今年7～9月期もマイナス成長が続き、通年の成長率についても、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基本的な見方を修正する必要はないと考えられる。

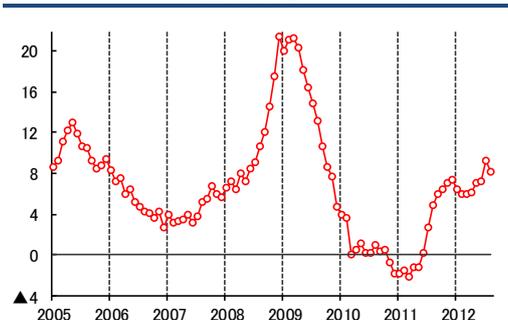
ただし、今般公表された2012年4～6月期成長率の需要項目毎の内訳や、2011年および2012年1～3月期成長率の再改定⁶などを踏まえ、今回も成長率予想の見直しを行った。具体的には、2012年は、在庫投

ドイツの資本財受注(実質、2005年=100、季節調整値)



(出所)ドイツ連邦統計庁

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所)欧州委員会

⁵ 8月23日付け Economic Monitor 「ユーロ圏は2013年もほぼゼロ成長に（改訂経済見通し）」。

⁶ 9月6日公表の最新データによれば、2011年通年の成長率は1.4%と従来の1.5%から小幅に下方修正された。需要項目毎には政府消費（前年比▲0.3%→▲0.2%）が上方修正された一方、個人消費（0.2%→0.1%）と輸出（6.2%→6.1%）が下方修正された。2012年1～3月期の修正については脚注3（前頁）の通りである。

資（成長寄与度▲0.8%Pt→▲0.7%Pt）、輸出（2.0%→2.6%）、輸入（▲1.0%→▲0.3%）⁷を上方修正する一方、個人消費（前年比▲0.7%→▲0.8%）を下方修正し、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0.3%の予想を維持する。

ユーロ圏の成長率予想					
%,%Pt	2009 実績	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質GDP	▲4.4	2.0	1.4	▲0.5	0.3
個人消費	▲1.0	1.0	0.1	▲0.8	▲0.3
固定資産投資	▲12.7	▲0.1	1.4	▲2.8	▲1.5
在庫投資(寄与度)	(▲0.9)	(0.6)	(0.2)	(▲0.7)	(0.2)
政府消費	2.6	0.8	▲0.2	▲0.2	▲0.9
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(0.7)	(1.0)	(1.3)	(0.8)
輸出	▲12.4	11.1	6.1	2.6	2.8
輸入	▲10.9	9.4	4.0	▲0.3	1.3

(出所) Eurostat

⁷ 輸入の上方修正は、成長率に対しては下方修正要因となる。純輸出の成長寄与度は1.3%Ptで前回予想から変わっていない。