

欧州経済は小康状態ながら悪化基調は変わらず

ESM の稼働開始により、欧州当局が財政悪化国を支援する枠組みは次第に整ってきた。また 11 月には、ギリシャ支援再開やスペイン支援での進展も見込まれる。しかし、銀行監督体制の一元化や、ギリシャの財政健全化目標の先延ばしを巡る協議ではなお難航が予想されるため、金融市場は緊張した状況が続こう。実体経済面では、7~9 月期の成長率がプラスに転じた可能性がある。しかし、在庫や雇用の調整圧力の残存や、各国の財政健全化への取り組みなどを踏まえると、景気がこのまま持ち直していく可能性は低い。

恒久的な金融安全網 ESM が稼働を開始

ユーロ圏では 10 月 8 日、常設の金融安全網である ESM (欧州安定メカニズム) が稼働を開始した。資金規模は 5,000 億ユーロであり、2010 年に設立された暫定的支援機関である EFSF (欧州金融安定基金) の後継として、今後、財政運営が困難となった政府へ直接融資を行うほか、新たな機能として、国債の購入、銀行の資本増強を目的とした政府向けの融資も行える。さらに先行き、後述の通り議論が難航している、一元的な銀行監督体制 (SSM : Single Supervisory Mechanism) の構築が実現すれば、ESM から銀行への直接的な資本注入も可能になり、銀行の体力低下と政府債務の増加、国債価格の下落という悪循環を遮断することが期待できる。

このような ESM と、8~9 月に ECB (欧州中央銀行) が打ち出した無制限の国債買い入れプログラム (OMT : Outright Monetary Transactions) ¹によって、欧州当局が財政悪化国を支援する枠組みは次第に整ってきたと評価できよう。

ただし、先に触れた SSM の構築については、各国の考えに依然として齟齬があるため、実現時期は不透明である。10 月 18~19 日に開催された EU 首脳会議では、6 月に合意された大まかな方針、すなわち ECB を中核機関とした SSM を構築するための法的枠組みを整備して 2012 年中に各国が合意し、2013 年から SSM を段階的に稼働させていくことが改めて確認されたが、それ以上に詰められた形跡は窺えない。むしろ、ドイツは、ユーロ圏内の 6,000 行を ECB の監督対象にすることには無理があるほか、SSM が発足する前に生じた銀行の損失まで ESM の支援対象にすべきではないなどの従来の主張を繰り返した上で、2012 年中の法的枠組みの合意は困難であると、首脳会議での確認事項に反した見通しを明らかにしている。このため、ESM の支援対象が完全に確定し、SSM の稼働とともに、ESM が直接資本注入を含む全ての機能を発揮できるようになるまでには、相当な紆余曲折が生じる可能性がある。

11 月にもギリシャとスペインへの新たな支援策が決定へ

また、11 月には、ギリシャとスペインに対する新たな支援策が打ち出される可能性が高く、これがスムーズに実現すれば、欧州金融市場の安定化にポジティブな効果をもたらすと見込まれる。

¹ OMT の概要については、9 月 20 日付け Economic Monitor 「欧州金融市場は再び波乱含みの展開に」を参照されたい。

ギリシャでは、2010年から2014年にかけて実施予定の総額2,400億ユーロの支援を継続するか否かについて、EU・ECB・IMFによる合同調査が10月17日までに終了し、合同調査団（トロイカ）は、支援継続の条件となる115億ユーロ（2013～2014年）の追加的な歳出削減策についてギリシャ政府と大筋で合意したと発表した。これにより、今年5月を最後に凍結されている融資が再開に向かう道が開かれた。ギリシャ政府は、ユーロ現金準備が11月16日に枯渇としていることから、取り急ぎ、11月12日に開催予定のユーロ圏財務相会合で次回融資が合意される見込みである。

一方、スペイン政府は、既に銀行への資本注入に用途を限定した最大1,000億ユーロの支援をESMから受けることになっているが、財政全般にわたる支援も受けることについては、依然として要請せずにいる。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・ECB・IMF（国際通貨基金）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拒んでいるためである。また、ECBがOMT導入を決めた9月以降、スペインの10年物国債利回りが6%を下回っているほか、スペイン政府が2012年内に必要な資金を手当てできていることなども、正式な支援要請を見送っている要因と見られる。しかしながら、①来年1月に190億ユーロの大規模な国債償還が予定されていること、②17の地方自治州のうち、10月19日までに8州の政府が、資金繰りに窮して中央政府へ支援を要請しており、現在180億ユーロとなっている地方政府向け支援基金の規模を拡大する必要性が高まっていることから、スペインが年明けの資金手当てに向けて、支援を要請せざるを得ない状況は変わっていない。

以上の状況に対し、複数のユーロ圏高官発言に基づいた一部報道²によると、EU各国は、ギリシャ支援の再開とスペインの財政全般への支援、さらには6月に要請があったキプロス支援³を一括して対応に当たる可能性がある。これは、ドイツなどの支援国が、苦しい議会審議を何度も仰ぐという事態を回避したいと考えているためとされている。この見方に基づけば、スペインが11月上旬までに支援を要請し、11月12日の財務相会合で3ヶ国向け支援パッケージが合意され、11月15日までに各国議会が批准してギリシャ向け融資が実行される、という慌ただしいスケジュールとなりそうである。

なお、ギリシャ支援において、同国政府は、追加的な歳出削減の見返りとして、融資再開のみならず、財政健全化目標（2014年までに財政赤字のGDP比を3%以内に収める）の2年先延ばしも求めている。しかし、その目標延長については、11月の財務相会合で承認されない可能性が高い。これは、2年先延ばしによってギリシャに対し、約300億ユーロものさらなる追加支援が必要になる可能性があることに対して、ドイツのほか、オランダやオーストリアが難色を示しているからである。従って、今回のギリシャへの対応は、無秩序なデフォルト（債務不履行）を回避するための最小限の措置にとどまり、目標延長に関する政府間協議は先送られると予想される。これは、ギリシャの債務問題が解決する道程はなお長く、引き続き金融市場の波乱要因となることを意味する。

また、そもそも当局による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、实体经济に相応の下押し圧力が掛かることに変わりはない。

² 10月13日付けのReuters記事。

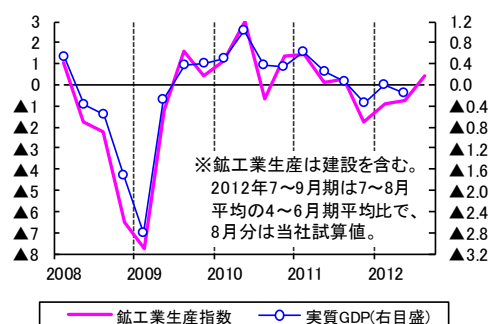
³ 支援規模は100億ユーロ以下と見られている。

7～9 月期の成長率は前期比プラスに転じた可能性も

その実体経済については、11月15日に7～9月期の成長率が公表される。現時点で大半の経済指標は8月分までしか公表されていないが、それらに基づけば、7～9月期の実質成長率は、4～6月期の前期比▲0.2%（年率▲0.7%）から上昇した見込みであり、4四半期ぶりのプラス成長に転じた可能性もある。以下、主な経済指標の動きを概観する。

まず、鉱工業生産（建設を含む）は、4～6月期に前期比▲0.4%となった後、7～8月平均は4～6月期の平均を0.4%程度上回ったと試算⁴される。実質GDPと鉱工業生産は概ね連動しており、7～9月期の成長率が前期比0.1～0.2%程度のプラスになった可能性を示唆している。

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



(出所) Eurostat

そして、需要項目毎の動きを見ると、固定資産投資が7～9月期に6四半期ぶりの増加となった可能性が高い。固定資産投資の5割弱を占める機械設備投資について、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、ドイツ国内向けが4～6月期に前期比▲1.5%となった後、7～8月平均は4～6月期平均に比べ2.5%も増加した。また、ドイツからユーロ圏内向け（除くドイツ）の資本財販売も、4～6月期に前期比▲2.4%となった後、7～8月平均は4～6月期平均を0.2%上回った⁵。さらに、固定資産投資の残りの部分であ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0.3%増となった後、7～8月平均も4～6月期の平均を0.3%上回った。

一方、個人消費の関連指標は斑模様である。小売販売（実質、除く自動車）は、4～6月期に前期比▲0.6%となった後、7～8月の平均は4～6月期の平均を0.5%上回った。しかし、乗用車販売台数は、4～6月期に前期比▲0.8%（当社試算の季節調整値）となった後、7～9月期は同▲2.8%と減少率が拡大した。このため、現時点で消費全体が4～6月期の前期比▲0.2%から、7～9月期に下げ止まったとまでは判断し難い。

また、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0.8%となった後、7～8月も4～6月期平均を1.4%上回った。ただし、昨年10～12月期の前期比2.5%や、今年1～3月期の同3.8%に比べると、輸出の増勢は鈍ったままである。その一方で、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）は、4～6月期に前期比▲1.4%と減少した後、7～8月は4～6月期平均比0.4%と僅かながら増加に転じた。このため、貿易収支（季節調整値）は、7～8月平均で85億ユーロの黒字と、4～6月期平均の70億ユーロを上回ったが、黒字拡大のペースは鈍化している。従って、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）を下回った可能性が高い。

なお、輸出を仕向地別毎に見ると、米国向け（4～6月期前期比0.4%→7～8月の4～6月期平均比5.1%）が息を吹き返したが、中国向け（▲2.9%→▲0.9%）の減少が続いたほか、アフリカ向け（1.1%→▲0.9%）

⁴ 建設を含むベースの鉱工業生産は、10月23日時点で7月分までしか公表されておらず、7月は前月比0.3%となった。8月については、建設を除く鉱工業生産が前月比0.6%、建設活動指数が同0.7%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0.6%強の増加になったと試算される。

⁵ 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7月分までしか公表されていないが、自国向けが4～6月期の前期比▲2.9%から、7月は4～6月期の平均に比べ2.0%増加した。一方、ユーロ圏内向け（除く自国）は、4～6月期の前期比▲1.9%から、7月単月では4～6月期の平均に比べ▲1.2%減少した。しかし、8月のドイツのユーロ圏内向け販売が前月比9.8%と急増したことから、7～8月平均では増加に転じた可能性が高い。

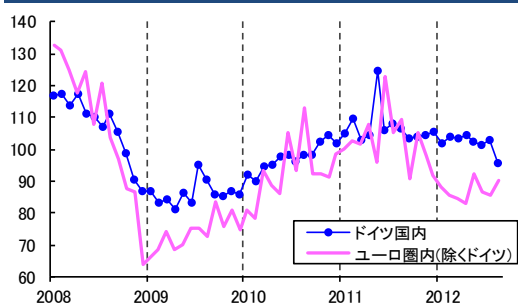
が減少に転じ、輸出回復の足枷となっている。一方、輸入の下げ止まりには、ユーロ圏を除く EU10 ケ国⁶ (▲1.6%→1.9%) や米国 (▲0.2%→5.3%) からの輸入が増加に転じたことが寄与した。ただし、ロシア (▲8.6%→▲6.5%)、中近東 (▲9.0%→▲7.9%) といった産油国・地域からの輸入減が続いているほか、7～8月は中国 (4.8%→▲1.6%) からの輸入も減少に転じた。

このように、ユーロ圏では、固定資産投資の増加を主因として、一層の景気悪化はひとまず回避したと見られる。しかし、先行指標であるドイツの資本財受注が伸び悩んでいることや、各国における設備稼働率が昨年4月をピークに低下傾向を辿っていることを踏まえると、固定資産投資の増加は一時的と判断される。

また、①ユーロ圏企業の在庫DIが2009年10月以来のレベルで高止まっているほか、雇用見通しDIの悪化が続いているため、企業の在庫調整や雇用調整の動きがなお続くと見込まれること、②スペインやイタリアといった財政悪化国を中心に、各国政府の財政赤字削減に向けた取り組みが続いていることなどを勘案すると、仮に7～9月期がプラス成長に転じるとしても、景気がそのまま持ち直していく展開は期待し難い。むしろ、10～12月期以降に固定資産投資を中心に反動が出て、再びマイナス成長に落ち込む可能性が高いと考えられる。

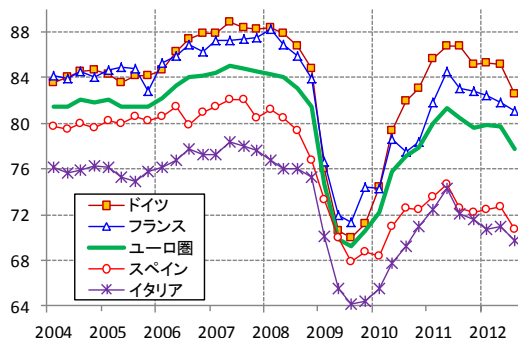
すなわち、現時点では、通年の成長率予想について、2012年が▲0.5%のマイナス成長に落ち込み、2013年も0.3%とほぼゼロ成長にとどまるとの予想⁷を修正する必要はないと判断される。

ドイツの資本財受注(実質、2005年=100、季節調整値)



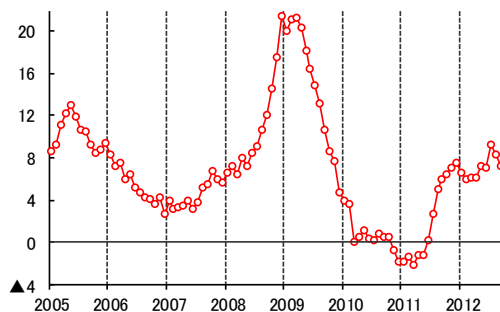
(出所)ドイツ連邦統計庁

ユーロ圏鉱工業の設備稼働率(%)



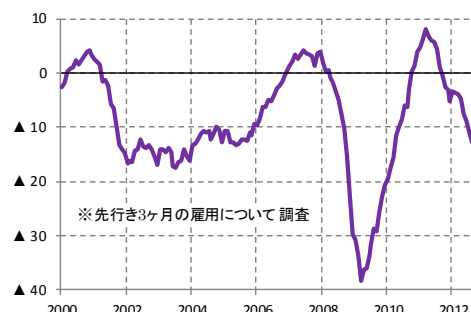
(出所)欧州委員会

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所)欧州委員会

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

⁶ 英国のほか、ユーロ圏周辺の中東欧諸国が中心。

⁷ 詳細は、9月20日付け Economic Monitor「欧州金融市場は再び波乱含みの展開に」を参照されたい。