

欧州債務問題は解決へ前進もなお陰しい道程が続く

ギリシャなど財政悪化国での突発的な債務不履行リスクは低下しているが、債務問題解決への道筋はなお不透明であり、むしろギリシャの財政健全化目標の緩和、スペインやイタリアの政治混乱リスクなど、解決を長引かせる要因が表面化してきている。これは、欧州債務問題がなお数年にわたり、金融市場の波乱要因、経済成長の抑制要因として燦り続けることを意味する。一方、実体経済では、10～12月期の成長率がマイナス幅を広げる可能性が高まっている。

ギリシャ支援の再開、銀行監督一元化の協議進展は明るいニュースだが…

欧州債務問題を巡っては、ユーロ圏各国とIMF（国際通貨基金）が11月27日、今年6月以降凍結していたギリシャ支援策を、修正の上再開することで合意した。具体的には、まず、ギリシャの財政健全化目標について、財政赤字のGDP比を3%以内に収める期限を2014年から2016年へ先延ばしするという合意済み（11月12日）の事項に加え、今回新たに、2020年時点の政府債務残高¹の目標値をGDPの120%から124%へと緩和する措置を追加した。そして、財政赤字の削減ペースを落とす上で追加的に必要となった約400億ユーロの資金のうち、約200億ユーロをギリシャ政府による民間投資家からの概ね時価での国債買い戻し、残りを過去の支援策における融資の金利減免や、ECB（欧州中銀）が保有するギリシャ国債から得られる金利収入の同国への還元などによって賄うとした。さらに、上記の国債買い戻しの遂行を確認した上で、凍結中のギリシャ支援策を再開することとした。

以上を受けて、ギリシャ政府は国債買い戻しを民間投資家に要請し、12月11日までに元本合計319億ユーロの発行済み国債を約113億ユーロ²で買い戻すことを取り付けた。そして、12月13～14日のEU首脳会議で支援再開が承認され、2013年3月にかけてEFSF（欧州金融安定基金）から合計491億ユーロ³が融資されることが決まった。これらにより、ギリシャの資金繰りはひとまず安定化すると見込まれる。

さらに、EU首脳会議は、銀行行政の統合（銀行同盟）についても協議を進め、ECBによる一元的な銀行監督機能を早ければ2014年3月から導入することで合意した。ECBは、ユーロ圏の約200の大手行⁴を直接監督し、非常時には中小行も監督する権限を持つことになる。銀行監督の一元化は、ESM（欧州安定メカニズム）が各行へ直接的に資本注入を行い、各国の政府債務を膨らませずに銀行を直接支援できるようにするための前提条件とされている。このため、今回の合意により、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ための下地づくりが一步前進したことになる。

このように、欧州当局は債務問題の解決に向けた取り組みを進めている。ただし、各国の国益を調整することに最大限の時間をかけるスタンスに変わりはないため、取り組みのスピードは市場の期待に比べると

¹ 2011年末時点では171%。

² 買い戻しに応じた投資家は12月18日にEFSF債の形で支払いを受けた。また、買い戻し資金の約113億ユーロはギリシャの債務となるため、今回のプログラムによるネットの債務圧縮効果は約206億ユーロである。

³ 年内に343億ユーロが融資され、残りは2013年1～3月期に3回に分けて支払われる予定。

⁴ 具体的には、保有資産が300億ユーロ超または籍を置く国のGDPの20%超の全銀行。なお、EUに加盟する非ユーロ圏の国も希望すれば、一元的な銀行監督の枠組みに参加できる。しかし、英国は既に不参加の方針を表明している。

遅くならざるを得ず、ギリシャの財政健全化目標は先延ばしされ、銀行監督の一元化も当初計画（2013 年中に開始）からは後ずれすることになった。また、ギリシャ支援の見直しにより目先の破綻を回避するための対症療法は捻出できたが、政府資産売却の遅れなどを勘案すると、先行き、ギリシャが修正後の財政健全化計画を履行できなくなり、再び支援が凍結される可能性は多分に残っている。

スペインでは州の独立問題、イタリアでは政局流動化が財政健全化の足枷となるリスク

さらに、個別国の動向を見ると、財政悪化国のスペイン、イタリアで政治的混乱が生じ始めている。スペインでは 11 月 25 日、カタルーニャ州の議会選挙で、州のスペインからの独立を訴える勢力が過半数の議席を維持⁵した。人口の 16%、GDP の 19%を占める同州では、中央政府に多額の税収移転を強いられているために、病院など公的サービスの一部停止や、州財政が中央政府への財政支援要請に追い込まれたとの見方が広がっており、今回の選挙でも、中央政府の財政運営への不満や州独立論の根強さが確認された。これに対し中央政府は、そもそも州の独立を憲法違反としている上、EU などに対し財政の全般的支援を要請する瀬戸際にある現状で最大の税収をもたらす同州を失う訳にもいかないため、徴税権の移譲すら容認できる状況にない。しかし、今後、中央政府が支援要請に追い込まれ、支援の条件として EU などから一段の緊縮財政を要求されれば、同州の独立運動が過激化するリスクが高まろう。一方、支援要請に関係なく独立運動がエスカレートすることで、中央政府が徴税権の移譲や財政引き締めペースの緩和など、一定の譲歩を余儀なくされる可能性もあるが、その場合には、中央政府の一段の財政悪化は避けられず、結果的に支援要請への決定打ともなり得る。いずれにしても、スペイン自治州の独立論は、欧州債務問題を複雑化し、解決を遅らせる要素を孕んでいる。

一方、イタリアでは 12 月 8 日、財政健全化を主導してきたモンティ首相が突然、2013 年予算成立後に辞任する意向を表明し、さらに、ナポリターノ大統領が首相辞任後に議会を解散する意向を表明した。モンティ首相の辞意表明は、モンティ政権の支持母体で、ベルルスコーニ前首相が率いる中道右派の議会第 1 党「自由国民」が、経済・財政運営への批判を強めて政権への支持を撤回したためであり、前首相は反緊縮財政を訴えて有権者の不満を取り込み、首相への復帰を狙っている。しかし、世論調査に基づいた各種報道によると、「自由国民」は前首相のスキャンダルなども影響して支持率を下げしており、来年 2 月（または 3 月）に行われる見込みの議会選挙では、下院で中道左派の民主党が第 1 党の座を奪取⁶し、同党のベルサニ党首が次期首相に就任すると予想されている。ベルサニ党首はモンティ路線を概ね踏襲する方針を示していることから、基本的には、政権交代後もイタリアで現在の財政健全化への取り組みが継続される可能性は高い。ただし、議員選出方法の異なる上院で、「自由国民」や反既成政党を掲げる新興勢力「五つ星運動」が一定の議席数を獲得する可能性が残っているため、次期政権が安定的な運営基盤を確保できるかどうかは予断を許さない。このような事情から、当面は選挙戦の行方を巡って、金融市場が不安定化するリスクが燦と見込まれる。

以上を踏まえると、欧州では、ギリシャなどが突発的な債務不履行に陥るリスクは今年前半に比べると低

⁵ 州議会の定数は 135 で、マス州首相が率いる独立支持派の CiU（集中と統一）が 50 議席と、改選前の 62 からは減少したが、第 1 党を確保した。また、急進独立派のカタルーニャ左翼共和党が 21 議席（改選前 10）を獲得して第 2 党に躍進し、独立派の 2 党合計で過半数を維持した。

⁶ イタリアは二院制を敷いており、このうち下院では、選挙で最多議席を獲得した政党に少なくとも全体の 54%以上の議席を保証すると規定されている。一方、上院については、州毎に議席数が割り当てられているため、下院と同じパターンで安定多数を確保できない仕組みとなっている。

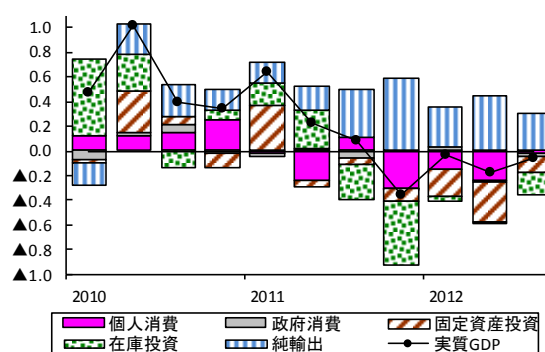
下しているが、債務問題解決への道筋は依然として不透明であり、むしろ解決を長引かせるリスク要因が表面化していると言える。これは、欧州債務問題がなお数年にわたって、金融市場の波乱要因、実体経済の成長抑制要因として燦り続けることを意味しよう。

7～9 月期の成長率改定値は前期比▲0.1%

実体経済については、12月6日に発表されたユーロ圏の 7～9 月期実質成長率（改定値）が、速報値と変わらずの前期比▲0.1%（年率▲0.2%）となった。国毎に見ると、ドイツ（4～6 月期前期比 0.3%→7～9 月期 0.2%）がプラスを維持し、フランス（▲0.1%→0.2%）も 3 四半期振りにプラスに転じた。しかし、イタリア（▲0.7%→▲0.2%）、スペイン（▲0.4%→▲0.3%）がともに 5 四半期連続のマイナス成長となったほか、オランダ（0.1%→▲1.1%）が大幅なマイナス⁷に転じ、ユーロ圏全体でのマイナス成長に寄与した。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、個人消費（4～6 月期前期比▲0.4%→7～9 月期 ▲0.03%）と固定資産投資（▲1.8%→▲0.7%）の減勢が弱まったが、一方で、純輸出（輸出－輸入）の成長寄与度が 4～6 月期の 0.4%Pt から 7～9 月期には 0.3%Pt へと低下したほか、政府消費（前期比▲0.1%→▲0.2%）と在庫投資（成長寄与度▲0.01%Pt→▲0.2%Pt）の減少ペースが加速し、全体の足を引っ張った。純輸出については、輸入の伸びが圏内需要の低迷に伴い 4～6 月期の前期比 0.6%から 7～9 月期には同 0.2%へと鈍化したことから、成長寄与度が低下した。通関額ベースで 7～9 月期の仕向地別輸出を見ると、米国向けや ASEAN 向けの増勢が強まったが、ロシア向けや中近東向けの伸びが低下した。また、中国向けが 4～6 月期に続いて前期比で減少した。

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）



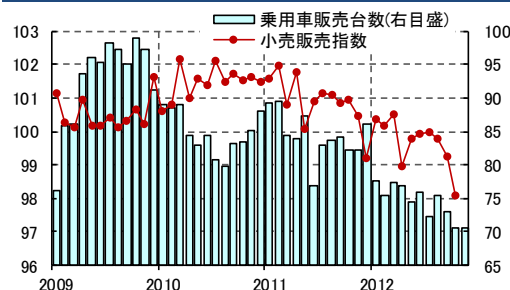
（出所）Eurostat

10～12 月期は景気悪化ペースが加速

そして、これまでに公表された 10～11 月分の経済指標は、総じて 10～12 月期の成長率が 7～9 月期よりもマイナス幅を大きく広げた可能性を示唆している。具体的には以下の通りである。

まず、個人消費が再び減少ペースを強めている。乗用車販売台数は、7～9 月期に前期比▲2.8%（当社試算の季節調整値）となった後、10～11 月平均も 7～9 月期平均比で▲4.0%となり、減少率が拡大している。加えて、小売販売（実質、除く自動車）は、7～9 月期に前期比 0.1%となった後、10 月は前月比▲1.2%となり、7～9 月期の平均を 1.6%も下回った。

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）

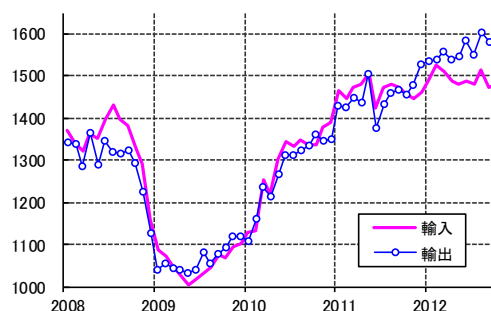
（注）乗用車販売台数の季節調整値は当社試算。

⁷ オランダの大幅マイナス成長の背景については、11月22日付け Economic Monitor「2013年も欧州が世界経済回復の重石に（改訂経済見通し）」を参照されたい。

また、固定資産投資の減少ペースも強まっている。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7～9月期に前期比0.2%となった後、10月は前月比▲1.6%となり、7～9月期の平均を2.3%下回った。また、残りの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、国内向けが7～9月期に前期比1.4%となった後、10月は7～9月期平均比▲5.1%と急減し、ユーロ圏内向け（除くドイツ）も7～9月期に前期比▲3.2%となった後、10月はさらに7～9月期の平均を3.9%下回った。

輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）は、7～9月期に前期比1.4%となった後、10月は7～9月期平均比▲1.1%と減少に転じた。一方、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）も、7～9月期に前期比0.2%となった後、10月は7～9月期平均比▲0.6%と減少に転じたが、輸出ほどの落ち込みにはならなかった。このため、10月の状況を見る限り、10～12月期の成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度は7～9月期（前期比で0.3%Pt）から低下する可能性がある。なお、10月の輸出減少は、中国向けの減少がさらに続く中で、7～9月期に持ち直した米国向けとASEAN向けが再び落ち込み、中近東向けやロシア向けも減少に転じたことによる。

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)



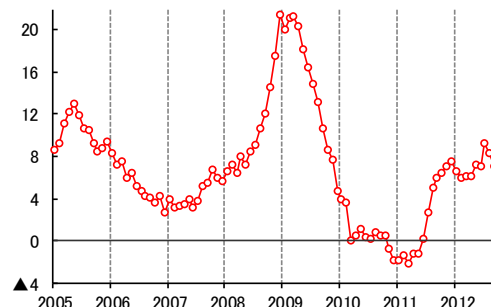
(出所) Eurostat

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、7～9月期に前期比0.4%と4四半期ぶりにプラスとなったが、10月は前月比▲1.4%となり、7～9月期の平均を2.6%も下回った。また、企業の在庫DIは、10月の8.6から11月には6.3と改善したが、昨年8月以降、2009年秋以来の高水準が続いている。このため、企業は当面、在庫調整を継続し、生産抑制を続けると考えられる。

さらに、2013年にかけては、先月⁸に指摘した通り、①ドイツ以外の各国で財政赤字削減に向けた取り組み、②設備稼働率の低迷や金融機関による融資抑制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とそれに伴う個人消費へ下押し圧力がいずれも続くと思込まれるため、ユーロ圏を背景に輸出が増加基調を維持すると見込んでも、ユーロ圏景気が明確に持ち直す展開は期待し難い。

以上より当社は、ユーロ圏の今年10～12月期の成長率がマイナス幅を拡大し、2012年通年で▲0.5%のマイナス成長に落ち込んだとの予測を維持する。また、2013年の成長率がほぼゼロにとどまるとのこれまでの見方について、少なくとも上方修正する材料は見当たらないと考えている。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

⁸ 11月22日付け Economic Monitor 「2013年も欧州が世界経済回復の重石に（改訂経済見通し）」。