

財政緊縮と経済成長のバランス調整に着手するユーロ圏

欧州では、イタリア政局の混迷やキプロス支援を巡る混乱のほか、財政緊縮を続ける国を中心とした景気の落ち込みが続いており、債務問題解決への足枷となっている。しかし、3月半ばのEU首脳会議では、ドイツの譲歩により、各国の財政運営を「引き締め一本槍」のスタンスから「財政健全化と経済成長のバランス」を重視するスタンスへ軌道修正していく方針で合意が得られた。欧州債務問題のハードランディング回避や欧州経済の統合深化に向けて、政策対応面で柔軟な動きが出てきたことは、ポジティブな材料として見逃せない。

欧州債務問題の解決に新たな足枷

2月下旬以降、欧州債務問題の解決を複雑にする新たな材料が現れた。まず、イタリアで政局の混迷が深まっている。2月24～25日に行われた総選挙では、モンティ現首相の財政健全化路線を概ね踏襲する方針を掲げた民主党会派が下院で過半数を獲得したものの、下院と同等の権限を持つ上院（定数315）では、ベルルスコーニ前首相が主導しバラマキ色の強い公約を連発した自由国民会派（117議席）の追い込みや、反既成政党を掲げた新興勢力「五つ星運動」（54議席）の躍進を許し、モンティ氏自身が率いる会派と合わせても過半数に届かない（民主党会派123議席、モンティ会派19議席）結果となった。このため、新政権の枠組みが未だ定まっていない。3月22日にはナポリターノ大統領が民主党のベルサーニ党首に対し、連立政権樹立を試みるよう要請したが、連立交渉は暗礁に乗り上げる可能性が高く、このままでは6月以降に再選挙の実施を余儀なくされ、政局混迷がさらに長引きかねない。

加えて、3月後半にはキプロス支援を巡って混乱が生じた。大規模な銀行救済の必要性から財政危機に陥ったキプロスに対し、ユーロ圏財務相会合は3月15日、最大100億ユーロの金融支援を実施することで一旦合意した。しかし、その条件として、キプロスの国内銀行への全預金者から課徴金を徴収して58億ユーロを捻出¹することも併せて発表されたことから、キプロス国民のほか、銀行預金の約3分の1を占めるロシア²が反発し、3月19日にはキプロス議会が預金課税法案を賛成ゼロで否決した。さらにその後、ロシアに対し、国営銀行の株式やガス田の権益を差し出すことを条件に、追加³の金融支援を求めたが、3月22日までに協議が決裂した。一方、ECB（欧州中銀）は、今回の金融支援が成立しなければ、ECBによるキプロス国内銀行への流動性支援策⁴を3月25日までで打ち切るとの姿勢を崩さなかったため、キプロス政府は金融システム破綻の瀬戸際に立たされ、ユーロ圏当局との再協議に駆け込む展開となった。

そして、3月25日未明、ユーロ圏財務相会合は、①国内2位のキプロス・ポピュラー銀行を閉鎖し、同行への大口預金のうち預金保険対象外の10万ユーロ超の部分の大半を徴収する、②国内最大手のキプロス銀行への預金のうち保険対象外の部分を同行の株式へ転換し、大口預金者に実質的な負担を課すなどの

¹ 具体的には、3月15日時点の預金残高に応じて、10万ユーロ超の大口預金者に9.9%、そして本来、預金保険によって全額保護されるはずの10万ユーロ未満の預金者にも6.75%の税金が課される方針が示された。

² 富裕層や企業の多くが、歴史的なつながりの深いキプロスを租税回避地として利用している。

³ キプロスは既にロシアから2011年末に25億ユーロの支援を受けている。

⁴ キプロス国内の各銀行は現在、保有しているキプロス国債がECBの資金供給オペの担保として不適格となっているため、ECBから「緊急流動性支援（ELA）」という特別枠で流動性供給を受けている。

新たな条件を設定した上で、キプロス支援の実施を承認した模様である。これにより、ECBによる流動性供給策は継続され、金融システムの破綻をひとまず回避できる見込みとなったものの、新条件の詳細な内容や上記2行以外の銀行の扱いなど、現時点で不明な点も多いため、今後、新たな混乱が生じるリスクも燻る。

スペインへの飛び火は回避

もともと、以上の問題が他の財政悪化国に及ぼす悪影響は限定的である。特にスペインについては、財政状況に顕著な改善が見られる訳ではないが、欧州委員会が3月5日に財政健全化や金融改革への取り組みが概ね計画通りに進んでいるとの見解を示したことなどもあって、10年国債利回りが2月上旬の5.4%台から3月中旬には一時4.7%台まで低下し、キプロスを巡る混乱が発生してからも総じて5%を下回る水準を維持している。

ドイツの譲歩により各国への財政緊縮要求は緩和へ

さらに、キプロス問題に隠れる形になったが、3月14～15日のEU首脳会議では、各国への財政緊縮要求を緩和する方針で合意が見られた。これは、「引き締め一本槍」を主導してきたドイツが、フランスやイタリア、スペインなどの求めに応じて態度を軟化させたことを意味しており、特にドイツが今年9月に連邦議会選挙を控えている中では画期的な動き⁵と言える。今回の合意を受けて、ユーロ圏では今後、景気悪化に伴う一時的な財政赤字拡大であれば財政健全化目標の未達が容認されるほか、財政健全化を進めている国でも成長促進に資する案件であれば公共投資を裁量的に実施できることになる見込みである。このような「財政健全化と経済成長のバランス」を重視する方向への軌道修正は、財政運営のモラルハザードを招きかねないが、後述の通り、景気悪化に歯止めが掛からない現状を踏まえると、財政緊縮に伴う景気悪化が財政健全化を遅らせ、その埋め合わせとして一段の緊縮を強いられるとの悪循環を断ち切り、ひいては財政健全化の実現性を高める方向に寄与すると考えられる。

険しい道程が続くが債務問題解決への取り組みと欧州経済の統合深化は進んでいる

以上のように、欧州債務問題を巡っては、イタリアの政局混迷が続いているほか、キプロス問題でも支援策の詳細が十分明らかになっていないため、当面は金融市場における波乱要因として注意しておく必要がある。しかし、両国の問題はいずれも欧州経済全体を揺るがすほどの問題には発展しないと見込まれる。まず、キプロス問題については、今回の措置だけでキプロスの銀行危機を根本的解決に導けるのかどうか、なお不透明な部分が残っているが、仮に先行き、今回の措置が不十分なためにキプロスが破綻する事態に陥るとしても、同国の経済規模（GDP）はユーロ圏全体の僅か0.2%に過ぎない⁶ことから、欧州全体に対する実体経済面での悪影響は限定的であろう。

一方、イタリアの政局については、前述の通り、このまま連立協議が決裂し再選挙にもつれ込む可能性が高いと見られる。しかし、EU首脳会議での合意を受けて、財政健全化路線の継続を主張する勢力も、緊縮スピードを幾分緩めた政策方針へ修正する余地が生まれたことを勘案すると、最終的には民主党を中心とした政権が樹立され、財政健全化路線自体は継続されると予想される。

⁵ ドイツは譲歩に対する国内世論の反発を避けるため、キプロスに敢えて強硬な支援条件を突き付け、目くらましを図ったとの見方もできよう。

⁶ また、キプロスの政府債務も2012年9月末時点ではユーロ圏全体の0.2%を占めるに過ぎない。

むしろ、これらの問題の背後で、ユーロ圏の経済政策が「財政健全化と経済成長のバランス」を重視したスタンスへ修正され始めたことは、欧州債務問題のハードランディング回避や欧州経済の統合深化に向けて、政策対応面で柔軟な動きが出てきたとポジティブに捉えるべきである。

結局のところ、個別国の様々な問題に最大限の時間をかけて対処しながら、加盟各国の結束を高め、統合の枠組みも整備していくというのが、大陸欧州における統合深化のスタイルであろう。

昨年 10～12 月期の成長率改定値は前期比▲0.6%

実体経済については、3月6日に発表されたユーロ圏の昨年 10～12 月期実質成長率（改定値）が、速報値と変わらずの前期比▲0.6%（年率▲2.3%）となった。マイナス成長は 2011 年 10～12 月期以降 5 四半期連続である。また、マイナス幅は 7～9 月期の前期比▲0.1%（年率▲0.3%）から拡大し、過去 5 四半期の中で最大となった。

国毎に見ると、イタリア（7～9 月期前期比▲0.2%→10～12 月期▲0.9%）、スペイン（▲0.3%→▲0.8%）がともに 6 四半期連続、ポルトガル（▲0.9%→▲1.8%）が 9 四半期連続のマイナス成長となり、債務問題に直面する国々を中心に深刻な景気悪化に陥っている⁷。また、10～12 月期は中核国の景気も落ち込み、ドイツ（0.2%→▲0.6%）が 4 四半期振り、フランス（0.1%→▲0.3%）が 2 四半期振りのマイナス成長に転じた。これらはいずれも速報値と同様の動きである。

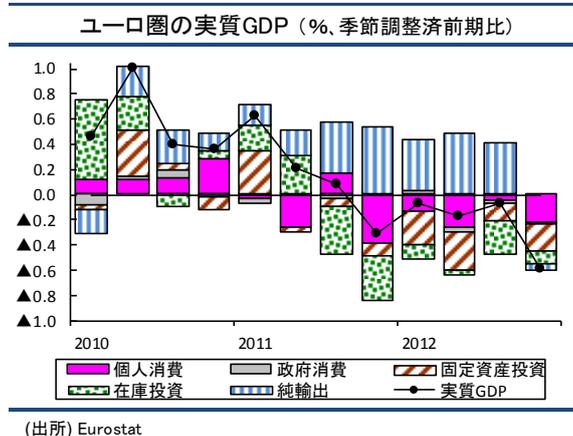
また、今回新たに公表されたユーロ圏全体の需要項目毎の内訳を見ると、全ての主要項目が減少し、特に個人消費（7～9 月期前期比▲0.1%→10～12 月期▲0.4%）と固定資産投資（▲0.8%→▲1.1%）の減少ペースが拡大したことで、純輸出（輸出－輸入）の成長寄与度（0.4%Pt→▲0.05%Pt）がマイナスに転じたことが、成長率のマイナス幅拡大に寄与した。純輸出については、輸入が圏内需要の減退に伴い 7～9 月期の前期比 0.1%から 10～12 月期には同▲0.9%へと減少に転じたが、輸出（1.0%→▲0.9%）が米国向けや中国向け、ユーロ圏加盟国間の取引を中心に、輸入を上回る失速幅となった。これら以外の需要項目では、政府消費（▲0.1%→▲0.1%）と在庫投資（成長寄与度▲0.3%→▲0.1%Pt）も減少が続いた。

1～3 月期もマイナス成長に

そして、これまでに公表された今年 1～2 月分の経済指標を総合すると、1～3 月期の成長率は、昨年 10～12 月期からマイナス幅が縮小するものの、6 四半期連続のマイナス成長となる見通しである。具体的には以下の通りである。

まず、固定資産投資の減少が続いている。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

⁷ なお、ギリシャの季節調整済前期比は公表が取り止められているが、公表済みの前年同期比は 7～9 月期の▲6.7%から 10～12 月期には▲6.0%とマイナス幅が縮小しており、景気の厳しい状況は続いているものの、10～12 月期は悪化に歯止めが掛かった可能性がある。また、アイルランドの 10～12 月期 GDP は未発表である。



標で速報性のあるドイツの資本財販売（実質）を見ると、ドイツ国内向けは昨年 10～12 月期に前期比▲3.2%と急減した後、1 月は 10～12 月期の平均を 0.1%上回った。しかし、ユーロ圏内向け（除くドイツ）の資本財販売は 10～12 月期に前期比▲6.5%の大幅減となった後、1 月は 10～12 月期の平均をさらに 0.9%下回った。加えて、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 10～12 月期に前期比▲1.1%の減少となった後、1 月も 10～12 月期平均比▲1.5%となり、減少率が拡大している。

一方、輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）は、10～12 月期に前期比▲1.6%となった後、1 月は米国向けや中国向けの減少が一般し、10～12 月期平均比 1.0%と増加に転じた。しかし、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）も、10～12 月期に前期比▲2.2%となった後、1 月には 10～12 月期平均比 1.0%となった。この結果、1 月の貿易収支（季節調整値、ユーロ圏内取引を含む）は 130 億ユーロの黒字と、10～12 月期の平均（月 133 億ユーロ）並みの水準にとどまった。これは、1～3 月期の成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度が、10～12 月期（前期比で▲0.05%Pt）と同様にほぼゼロにとどまる可能性を示唆している。

その一方で、1～3 月期の個人消費は 6 四半期振りに前期比プラスとなる可能性がある。小売販売（実質、除く自動車）は、10～12 月期に前期比▲1.7%となった後、1 月は 10～12 月期の平均を 0.7%上回った。しかし、乗用車販売台数は、10～12 月期に前期比▲4.0%（当社試算の季節調整値）となった後、1～2 月平均も 10～12 月期平均比で▲3.2%と減少が続いている。このため、個人消費がプラスに転じるとしても、その増勢は微弱なものにとどまる見込みである。

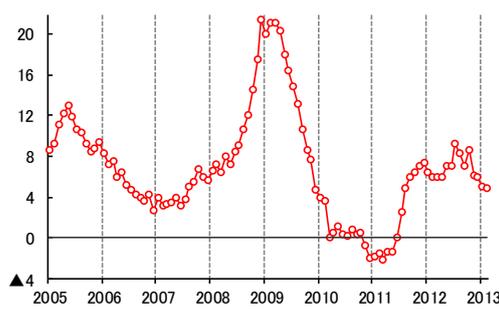
消費関連指標の推移 (2010年=100, 万台、季節調整値)



(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。

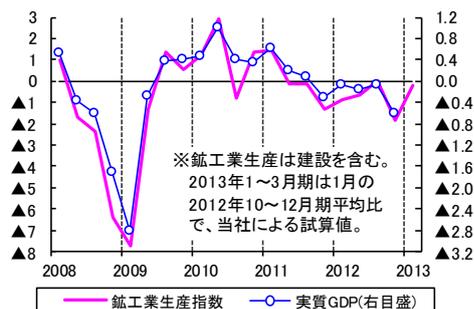
このような最終需要の動きのもとで、企業の在庫 DI は、昨年 10 月の 8.6 から今年 2 月には 4.9 へと改善したが、依然として在庫過剰感の強い状況にある。このため、企業は在庫調整を継続していると考えられる。

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

そして、鉱工業生産（建設を含む）は、10～12 月期に前期比▲1.8%と大幅な落ち込みとなった後、1 月も 10～12 月期の平均を 0.2%下回ったと試算⁸される。実質 GDP と鉱工業生産は概ね連動しており、1～3 月期の成長率が小幅マイナスとなる可能性を示唆している。

⁸ 建設を含むベースの鉱工業生産指数は 3 月 21 日時点で昨年 12 月分までしか公表されていないが、今年 1 月分の建設を除く鉱工業生産指数が前月比▲0.4%、建設活動指数が同▲1.4%とそれぞれ公表されており、それらを踏まえると、建設を含むベースの鉱工業生産指数は前月比で 0.6%低下したと試算される。

成長率予想は引き続き2013年▲0.2%、2014年1.0%

以上のような1～3月期の景気動向、および2月のインフレ率（消費者物価の前年同月比）が1.8%へ低下したことは、ECB（欧州中銀）が利下げに踏み切る合理性がさらに増してきたことを意味し、ひいては当社が先月示した経済見通し⁹に沿った動きとも言える。

すなわち、ユーロ圏経済は、各国の財政健全化に伴う個人消費や政府消費への下押し圧力が長期にわたって残ることに加え、今年前半は、昨夏から今年2月初めにかけてのユーロ高が輸出の回復を阻むほか、在庫調整も続くため、成長率が前期比でゼロ前後にとどまる見込みである。しかし、今年前半に見込まれるECBによる利下げとそれに伴うユーロ安の加速により、今年後半からは輸出が復調して成長率もプラスに転じ、さらにその後は固定資産投資の減少にも徐々に歯止めが掛かっていくと予想される。その結果、2013年通年のユーロ圏経済は2年連続のマイナス成長を余儀なくされるが、マイナス幅は▲0.2%にとどまり、2014年には成長率が1%程度へ高まる見通しである。

ただし、今般公表された2012年10～12月期成長率の需要項目毎の内訳を踏まえ、今回も成長率予想の微修正を行った。2013年は、個人消費（▲0.5%→▲0.6%）、輸出（2.6%→2.3%）を下方修正したが、一方で輸入（1.0%→0.7%）¹⁰も下方修正し、結果として成長率は前回と同じ▲0.2%とする。また、2014年は、需要項目毎の伸び率を概ね据え置き、前回と同じ1.0%の予想を維持する。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2010	2011	2012	2013	2014
	実績	実績	実績	予想	予想
実質GDP	2.0	1.4	▲0.5	▲0.2	1.0
個人消費	0.9	0.1	▲1.2	▲0.6	▲0.2
固定資産投資	▲0.1	1.5	▲3.9	▲2.0	0.4
在庫投資(寄与度)	(0.6)	(0.2)	(▲0.7)	(▲0.1)	(0.2)
政府消費	0.7	▲0.1	▲0.1	▲0.6	▲0.3
純輸出(寄与度)	(0.7)	(1.0)	(1.6)	(0.8)	(1.0)
輸出	11.2	6.3	2.9	2.3	5.6
輸入	9.6	4.2	▲0.9	0.7	4.0

(出所) Eurostat

⁹ 2月22日付け Economic Monitor 「2013年のユーロ圏は小幅マイナス成長に（改訂経済見通し）」。

¹⁰ 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。