

キプロス問題を梃子に経済統合深化への歩みを進めるユーロ圏

ユーロ圏各国は、キプロス問題を梃子に「銀行同盟」実現への取り組みを前進させている。1～3月期の成長率は6四半期連続のマイナスが見込まれるなど、実体経済の悪化が続いており、債務問題解決の道のりは未だ険しいが、引き続き、問題解決や経済統合の深化に向けた前向きな動きが見られる。

キプロス支援はひとまず落着

欧州債務問題については、3月後半、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への支援を巡って混乱が生じたが、国内大手2行の大口預金者に負担を課すこと¹などによりキプロスが自力で約110億ユーロを捻出するのを条件に、ユーロ圏とIMF（国際通貨基金）から合計100億ユーロの支援を受けることでひとまず決着²し、同国政府の債務不履行は取り敢えず回避される運びとなった。しかしながら、金融市場では、今回の余波で、キプロスと同様に銀行の不良債権問題を抱えるスロベニアが近々支援を要請することになるとの観測が出始めている。また、キプロスの支援が協議された過程で、EU当局が俄かに預金者に対して銀行再編のコスト負担を求めたこと、特に3月15日に一旦発表された当初計画において、「10万ユーロまでの預金は保護される」とのEUの規則を越えて、全ての預金者から課徴金を徴収しようとしたことは、キプロスやスロベニアのみならず、経営状況が不芳とされる他の欧州銀への預金者にも警戒感をもたらした。

もっとも、スロベニアの政府債務はGDPの60%程度とキプロスの93.1%を大幅に下回っており、仮にGDPの約2割（約70億ユーロ）と見られている銀行部門の不良資産を政府が引き受け処理する事態を想定しても、政府債務の状況は支援前のキプロスと比べても良好ということになる。また、スロベニアは、4月17日に行った18ヶ月物政府証券の入札で当初目標を上回る資金調達に成功したことなどもあって、年内の国債償還に必要な資金の大半を確保できている模様である。このため、スロベニアが直ちに支援要請に追い込まれる可能性は低いと考えられる。さらに、仮に先行きスロベニア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0.4%に過ぎないことから、キプロスと同様、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、預金者負担の問題については、キプロス支援に際し10万ユーロ未満の小口預金者は全額保護されると直ちに修正されたことなどから、キプロス以外にも含む各地で預金引き出しなどの現象が生じるまでには至らなかった。また、今回のキプロス支援を通じて、EUは一元的な預金保険制度や、銀行再編コストの負担を債権者や預金者に求める際のルールを早急に整備する必要性を強く認識した模様であり、実際、EU当局・加盟各国間で大口預金者の負担方法などについての具体的な検討が始まっている。キプロス支

¹ 具体的には、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（10万ユーロ未満の小口預金は国内最大手のキプロス銀行へ移管）するほか、②最大手のキプロス銀行への預金の中の保険対象外の部分についても、同行株式への交換などを通じて実質的な負担を課すことを通じ、最大83億ユーロ（欧州委員会試算）の資金を捻出する。

² 3月25日のユーロ圏財務相会合で基本合意され、4月12日の同会合で決定となった。

援を巡る混乱とその収束へのプロセスは、結果として EU における銀行同盟（金融行政の統合）の早期実現を促す一つのステップと位置付けられよう。

ポルトガルとアイルランドの融資期間延長も合意

そして、4 月 12 日のユーロ圏財務相会合では、上述のキプロス支援策が決まっただけではなく、アイルランドとポルトガルに対する融資の返済期限を 7 年延長することも承認された。アイルランドは今年、ポルトガルは来年に、国債発行による資金調達を本格的³に再開する予定であるが、ユーロ圏当局は、今回の融資延長により、1 年あたりの国債発行額を抑制して市場復帰へのハードルを低くする効果を期待している。また、先月⁴指摘した通り、ユーロ圏当局は各国の財政運営について、「引き締め一本槍」を要求するスタンスから、「財政健全化と経済成長のバランス」を重視する方向へ軌道修正している。このため、今回の融資期間延長は、緊縮ペースの緩和を先行き容認していくことの布石と見ることもできよう。

イタリア政局の混迷打開に一筋の光

一方、2 月下旬の総選挙で議会勢力が分散し、新政権も樹立できない状態に陥っているイタリアでは、5 月 15 日に任期切れとなるナポリターノ大統領の後任選び⁵も紛糾し、上下両院議員らによる合同議会での投票は 4 月 18 日からの 3 日間、通算 6 回に及んだ。そして、その過程では、最大勢力の民主党会派で大量の造反が発生し、ベルサニ党首が辞意表明する事態に至った。

しかし、最終的には、造反者も含めた民主党会派、ベルルスコーニ前首相が率いる自由国民会派、モンティ現首相が率いる会派がいずれも支持する形で、ナポリターノ大統領の続投が決定した。ナポリターノ大統領は、総選挙後の連立政権樹立の仲介に失敗したが、改めて調整に動くことになる。

今回の大統領選出プロセスで注目されるのは、自由国民との大連立を頑なに拒否してきたベルサニ民主党党首が、第 1 回投票の段階から、自由国民との共通候補（民主党重鎮のマリーニ元上院議長）の擁立に動いたことである。昨年 12 月のベルサニ氏との党首選に敗れたレンツィ氏（現フィレンツェ市長）と連携する民主党の若手議員グループが、「新鮮味のない前世紀の候補」という理由で反対に回ったため、マリーニ氏は選出されなかったが、ベルサニ氏ら民主党首脳陣が自由国民との連携に態度を軟化させていたことは見逃せない。一方、レンツィ氏は、大統領選の造反を誘導したと見られるが、新政権の枠組みではベルルスコーニ氏が提案する民主党と自由連合の大連立に前向きな考えを持っている。

加えて、上述の通り、民主党、自由国民、モンティ前首相の 3 つの会派が最終的にナポリターノ氏続投を支持したことも踏まえれば、ベルサニ党首辞任後の新党首選びや今回の造反劇を演じた若手議員グループの処遇を巡って民主党内が紛糾し、今後の連立協議に悪影響を及ぼす可能性はあるものの、最終的に 3 会派の大連立が実現し、議会選挙の再実施を回避できる可能性が出てきたと言えよう。

さらに、レンツィ氏は、「次期首相にふさわしい人物」を問う世論調査で、新興勢力「五つ星運動」のグリッロ代表を大幅に上回る支持率を獲得するなど、国民からの人気が高い。このため、希望的観測にはな

³ ポルトガルは今年 1 月、一昨年に支援を受けてから初めての長期国債発行を試みており、その際 25 億ユーロの調達に成功した。

⁴ 3 月 25 日付け Economic Monitor 「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」。

⁵ 大統領は国家元首として、首相指名や議会解散、法案差し戻しなどの権限を持つ。任期は 7 年。

るが、仮にレンツィ氏が民主党内の軋轢を乗り越え新党首に躍り出れば、政局が一変し、安定政権が生まれる可能性も出てこよう。また、大連立が実現すると、自由国民の主張を反映させることに伴いイタリアの財政健全化への取り組みが後退する懸念もあるが、ユーロ圏当局が「財政健全化と経済成長のバランス」を重視する方向へ軌道修正している中では、ある程度は国内外で容認されていく可能性が高い。

以上の通り、欧州債務問題では引き続き新たな材料が噴出し、中には楽観できないものもある。また、後述するような実体経済の悪化も、問題解決には逆風である。しかし、総じてみれば、EU各国は引き続き、問題解決への取り組みや欧州経済の統合深化に向けた歩みを進めていると評価できる。

1～3 月期は 6 四半期連続のマイナス成長に

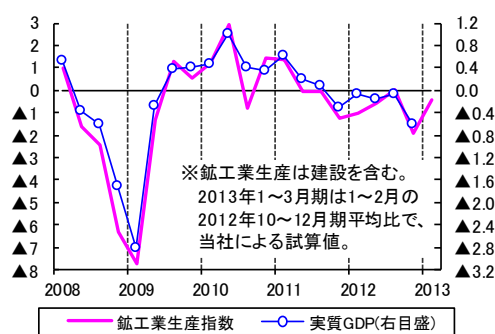
実体経済については、5 月 15 日に 1～3 月期の成長率が公表される。現時点で大半の経済指標は 2 月分までしか公表されていないが、それらに基づけば、1～3 月期の成長率は、昨年 10～12 月期の前期比▲0.6% に比べてマイナス幅は縮小したものの、6 四半期連続のマイナス成長になったと見込まれる。以下、主な経済指標の動きを概観する。

まず、鉱工業生産（建設を含む）は、10～12 月期に前期比▲1.9%と大幅に落ち込んだ後、1～2 月平均も 10～12 月の平均を 0.4%下回ったと試算⁶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った可能性を示唆している。

そして、需要項目毎の動きを見ると、固定資産投資の減少が続いたことがマイナス成長の主因と考えられる。特に、固定資産投資の 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昨年 10～12 月期に前期比▲1.9%の減少となった後、1～2 月平均も 10～12 月の水準を 2.8%も下回り、減少率が拡大した。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）は、建設投資の減少を相殺するほどの動きになっていない。すなわち、ドイツ国内向けは、10～12 月期に前期比▲3.6%となった後、1～2 月平均は 10～12 月の平均をさらに 0.3%下回った。そして、ドイツから他のユーロ圏各国への資本財販売は、1～2 月平均が 10～12 月の平均を 2.0%上回ったものの、10～12 月期に前期比▲6.3%と激減していた反動としては弱い⁷。

また、1～3 月期の成長率に対する純輸出（輸出－輸入）の寄与度はほぼゼロにとどまった見込みである。輸出金額（ユーロ圏外向け、通関ベース）の 1～2 月平均は 10～12 月平均を 0.9%上回った。また、輸入金額（ユーロ圏内取引を除く）は、1～2 月に 10～12 月平均から横這いにとどまった。この結果、1～2 月平均の貿易収支（季節調整値、ユーロ圏内取引を含む）は 144 億ユーロの黒字と、10～12 月平均の 133

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



（出所）Eurostat

⁶ 建設を含むベースの鉱工業生産指数は 4 月 22 日時点で 1 月分までしか公表されておらず、1 月は前月比▲0.7%、10～12 月平均比▲0.5%となった。2 月については、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▲0.8%となったことから、建設を含む鉱工業生産指数は前月比で 0.2%の上昇にとどまったと試算され、1 月の減少を十分に引き戻せなかったと考えられる。

⁷ 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 1 月分までしか公表されていないが、自国向け、ユーロ圏内向けともに減少が続いている。自国向けは、昨年 10～12 月期に前期比▲2.7%となった後、1 月は 10～12 月期の平均をさらに 1.0%下回った。また、ユーロ圏内向け（除く自国）も、10～12 月期に前期比▲6.0%と大幅に落ち込んだ後、1 月は 10～12 月期の平均をさらに 1.7%下回った。

億ユーロを上回ったが、その差は小幅であり、純輸出の寄与度が明確にプラスとなったとまでは言い切れない。

なお、輸出を仕向地別毎に見ると、ユーロ圏を除く EU10 ケ国⁸向け（10～12 月期前期比▲1.0%→1～2 月の 10～12 月平均比 0.5%）やロシア向け（▲1.1%→5.1%）の持ち直しが、輸出全体の増加に寄与した。また、米国向け（▲7.8%→▲0.3%）や中国向け（▲2.5%→▲0.1%）は概ね下げ止まりとなった。一方、輸入は、ユーロ圏を除く EU10 ケ国（▲2.0%→1.4%）からの輸入が増加に転じ、米国（▲8.8%→▲0.9%）と中国（▲5.0%→▲0.1%）からは下げ止まったが、一方で中近東（▲1.0%→▲5.3%）や中南米（▲3.4%→▲6.9%）からの減勢が強まり、全体では横這いとなった。

さらに、在庫投資の成長寄与度は、7 四半期連続のマイナスとなった模様である。ユーロ圏企業の在庫 DI は、最終需要の低迷が続く中で、昨年 12 月の 6.0 から今年 3 月には 5.6 へと低下傾向が続いており、企業による在庫調整が続いていることが窺える。

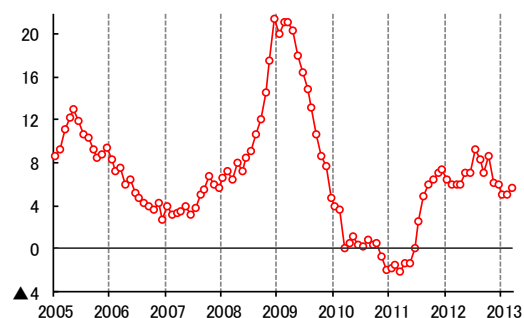
一方、個人消費は 6 四半期振りに前期比プラスとなったが、きわめて微弱な伸びにとどまった見込みである。小売販売（実質、除く自動車）は、10～12 月期に前期比▲1.5%となった後、1～2 月平均は 10～12 月期の水準を 0.3%上回った。しかし、乗用車販売台数は、10～12 月期に前期比▲4.1%（当社試算の季節調整値）となった後、1～3 月期も同▲3.6%と減少が続き、消費低迷の主因となっている。

なお、毎月の経済指標からは確認できないが、各国による緊縮財政の下で政府消費の減少が続いていることも、1～3 月期のマイナス成長に寄与したと見込まれる。

当社は 2013 年のユーロ圏経済について、1～3 月期の成長率がマイナス成長となり、通年での成長率も▲0.2%と 2 年連続のマイナス成長と予想⁹していたが、上述の状況は、こうした当社予想と概ね整合的な動きと言えよう。

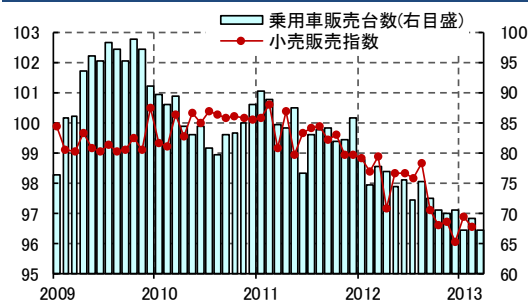
そして、以上のような 1～3 月期の景気動向、およびインフレ率（消費者物価の前年同月比）が低下傾向を辿り、2 月以降（2 月 1.8%、3 月 1.7%）2%を下回る水準になっていることは、ECB（欧州中銀）が近いうちに、利下げに踏み切る合理性が一段と増していることを意味しよう。

ユーロ圏企業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

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。

⁸ 英国のほか、ユーロ圏周辺の中東欧諸国が中心である。

⁹ 詳しくは、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）」、および 3 月 25 日付け Economic Monitor「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」を参照されたい。