

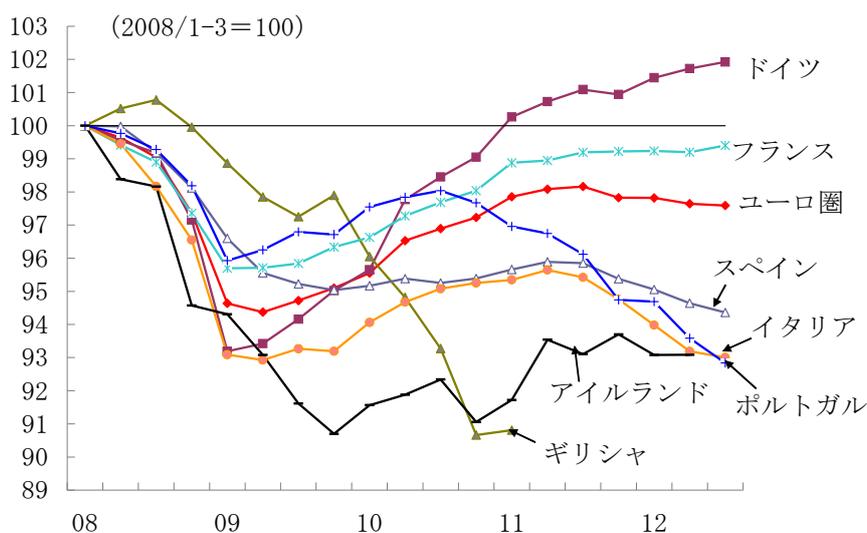
# Weekly エコノミスト・ レター

## 落ち込みが続くユーロ圏経済

経済調査部門 上席主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏危機国の情勢は依然として厳しいが、危機対策に、成長と雇用の支援、政府と銀行の信用力の相互作用を断ち切る方法が検討され始めたこと、ECBがOMT導入を決めたことが、危機が制御不能な状態に陥るとの観測の沈静化に効果を発揮している。
2. しかし、危機国の経済が落ち込み、債務問題が悪化する循環は未だ止まったわけではない。ドイツなど健全国の経済も、域外の需要鈍化の影響もあり、勢いを失っている。
3. OMT導入を含むECBの非標準的政策は、銀行の資金繰りの安定に貢献したが、経済の先行き不透明感から資金需要は伸びず、銀行も貸出への慎重姿勢を崩せない。
4. 危機国の景気後退の深まりに起因する悪循環に歯止めを掛けるには、危機国の継続的な改革努力はもちろんのこと、「成長戦略」の着実な実行、金融安全網の柔軟活用や成長戦略を通じて、危機国の構造転換を後押しすること、統合深化への協議を深めて、域内の銀行市場の分断や格差解消への期待を醸成することも欠かせない。

ユーロ圏と独仏、危機国の実質GDP



(資料)eurostat

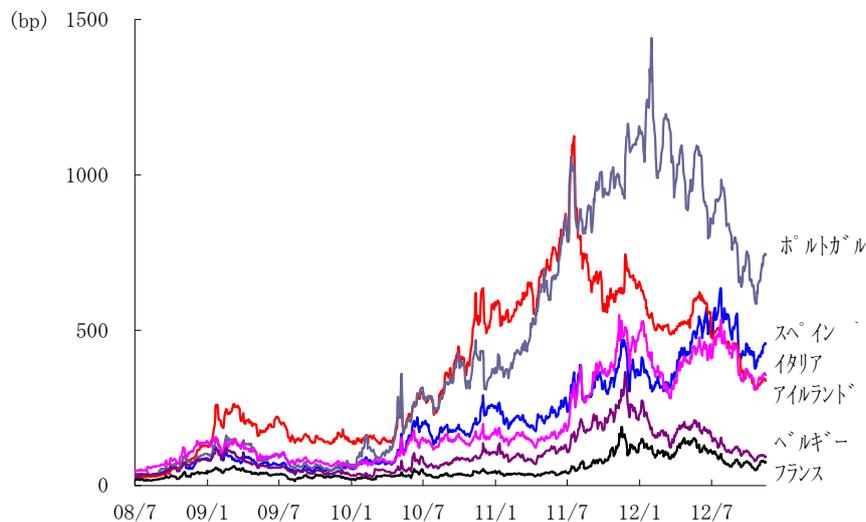
## （ 緊張緩和につながった2つの決定 ）

ユーロの危機は、皮切りとなったギリシャ政府による財政統計の不正の表面化から3年にわたり、「緊張の高まり」と政策対応の効果による「緊張の緩和」というサイクルを繰り返してきた。この間、「緊張の高まり」のきっかけとなってきたのはギリシャである。ギリシャは、ユーロ圏と国際通貨基金（IMF）による支援体制に入った後も、支援プログラムが想定する軌道から政府債務残高のGDP比が大きく乖離し続け、無秩序な債務不履行やユーロ圏からの離脱という思惑を招いてきた。

今月12日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）は、ギリシャの支援条件の履行状況について協議し、ギリシャ政府が求めていた財政再建目標の達成期限の2年延長を認める点では合意した。しかし、支援実行の最終決定については今月20日開催の臨時会合に先送りすることとなり、不透明感が拭い去れない状況が続いている。

ユーロ圏内でのドイツ国債に対する10年国債の利回り格差（スプレッド）は、市場の緊張の度合いを把握する指標の1つである。夏場以降、全体にスプレッドは縮小傾向にあった。しかし、足もとでは、ポルトガルとスペインの縮小傾向は途切れつつある（図表1）。両国は、ともに厳しい財政緊縮策が一因となって経済が落ち込み、財政赤字の削減に手間取る悪循環に陥っている。スペインが、ESMに銀行支援に加えて、財政面での支援を要請するのも時間の問題という見方も払拭されていない。

図表1 ユーロ圏内の対ドイツ10年国債利回り格差



（資料） Datastream

## （ 緊張緩和につながった2つの決定 ）

ギリシャ支援プログラムは修整を繰り返し、他の危機国も成長と雇用の落ち込みが財政・金融の問題解決を遅らせる悪循環への不安が消えていない。それでも、ギリシャ国債を保有する民間投資家の損失負担（PSI）の議論をきっかけに銀行の損失や財政危機拡大への懸念が広がった昨年夏や、ギリシャの議会選挙を巡る混乱で、ユーロ離脱問題が現実味を帯びた今年5～6月のように、

ユーロの危機が制御不能な状態に陥るといった不安に火が付く気配はない。

ユーロ市場のムードを変えたのは2つの政策決定だ。1つは6月の欧州連合（EU）首脳会議における危機対策の軌道修正である<sup>（注1）</sup>。同会議では、EUとして成長と雇用の回復を目指す「成長戦略」で合意、財政緊縮と銀行健全化への取り組みが景気の落ち込みを招き、財政と銀行の問題の解決を却って困難にする悪循環への配慮を示した。同時に、年末までにユーロ圏の統合を4つの側面（財政同盟、銀行同盟、経済同盟、政治同盟）から深める工程表をまとめ、政府と銀行の信用力の相互作用を断ち切るという方向性を打ち出した。

もう1つは、欧州中央銀行（ECB）による新たな国債買い入れプログラム・OMTの導入である。ECBがOMTの導入を正式に決めたのは9月の政策理事会だが、7月26日にドラギ総裁がロンドンで行った講演における「我々の使命の範囲内では何でもやる」という発言をきっかけに、金融安全網の能力不足の結果、危機が制御不能な状態に陥るテール・リスク（発生する確率が低い、発生した場合には巨額の損失をもたらすリスク）が封じ込められるという期待が膨らんだ。

（注1）Weeklyエコノミスト・レター2012-7-20号「6月首脳合意に見るユーロ危機のこれから」をご参照下さい。

### （ 続く景気の落ち込み ）

このようにユーロ圏の危機対策として、成長と雇用の支援という観点が採り入れられたこと、政府と銀行の信用力の相互作用を断ち切る方法が具体的に検討され始めたこと、ECBがOMT導入を決めたことは、危機が制御不能な状態に陥るとの観測の沈静化に効果を発揮している。

しかし、危機国の経済が落ち込み、債務問題が悪化する循環は未だ止まったわけではない。15日に公表された7～9月期のユーロ圏GDP（速報値）は0.1%のマイナス成長と、落ち込みが続いていることが確認された。世界同時不況による景気後退局面を脱した後、ユーロ圏では、北部を中心とするドイツなど対外債権国と高水準の対外債務を抱える南部の間での水準と方向の乖離、すなわち「厳しい落ち込みが続く南部と緩やかながらも拡大が続く北部」との二分化が続いていた。7～9月期も、ドイツは前期比0.2%、フランスは同0.3%と二大国が持ちこたえたが、ポルトガルが同マイナス0.8%、スペインが同マイナス0.3%、イタリアが同マイナス0.2%と落ち込みが続いた（表紙図表参照）。ギリシャは前年同期比マイナス7.2%ととりわけ深刻である。

しかし、10月以降、資金調達の問題が少なく、財政緊縮の影響が相対的に小さい健全国の経済も、危機国の需要の縮小に米中など域外の需要鈍化が加わったことで勢いを失っている。ユーロ圏の実質GDPと連動性が高い総合PMIや欧州委員会・景況感指数などの低下は続き、ドイツでも、代表的なサーベイ調査であるIfo企業景況感指数の現状指数が10月に大きく低下した。Ifo調査では、6カ月先の見通しに関する見通し指数がようやく下げ止まったものの、金融市場の参加者を対象とするため、より先行性が高いZEW指数では6カ月先の悪化を見込む割合が前月よりも増えている。

健全国の失速で、10～12月期には南北間の方向の乖離は修正されそうだが、南北の経済が共に拡大に転じた場合と異なり、「厳しい落ち込みから抜け出せない南部とその影響で成長が停止・落ち込み始めた北部」という構図は望ましいものでない。

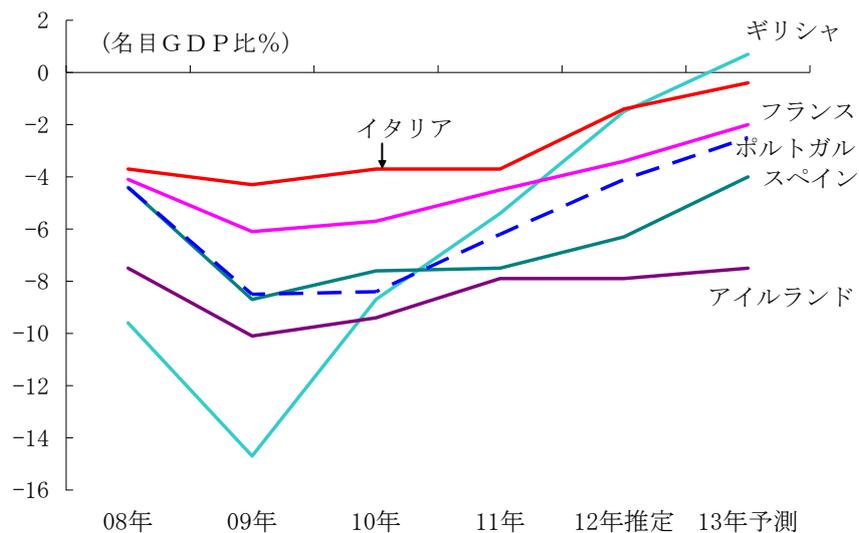
## ( 市場と景気のギャップ )

市場が極度の緊張状態から脱する一方、景気の悪化が止まらない一因は域外経済の成長鈍化が、特に輸出主導型の健全国の経済に影響を及ぼしていることがあるが、ユーロ圏固有の要因としては、(1) 危機国における過剰債務問題とその原因である競争力回復のための取り組みが、短期的に景気を下押しする効果が働いていること、(2) 年央以降の政策が「成長戦略」を除いて、景気への直接的な影響に限られ、「成長戦略」の景気下支え効果も規模が限られている上に、効果の発現は段階的なものであるといった要因を挙げる事ができる。

### (1) 危機国の改革の負の効果

危機国が、継続的な支援の受け入れ、あるいは、信用力の回復のために取り組む財政緊縮策の景気下押し効果は、スペイン以外の危機国では2011年～2012年より縮小するが、2013年も続く見通しだ(図表2)。なお、2013年はフランスが財政赤字の名目GDP比3%の目標達成のため、増税や歳出削減を予定しており、フランスについても財政緊縮策の景気下押し効果が続く見通しである。

図表2 危機国の構造的財政収支の対GDP比



(注) 構造的財政収支は景気循環的な要因と一時的な措置の影響を除いた財政赤字。裁量的な財政政策により変動する。

2013年1月発効予定の新たな財政条約では、構造的財政赤字が名目GDPの0.5%を超えないように求める。

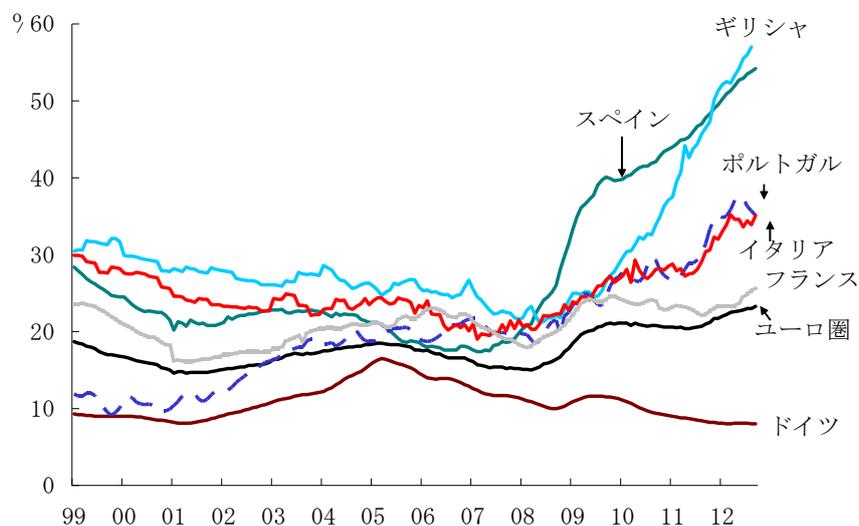
2013年は11月7日に公表された欧州委員会の「秋季経済見通し」作成時までに公表された政策に基づく予測値

(資料) 欧州委員会「秋季経済見通し」

南欧では、財政緊縮とともに、競争力回復のために労働市場の改革にも取り組んでいる。解雇規制の緩和や賃金決定の柔軟化などの措置は、短期的にはむしろ失業の増大と所得の減少につながる。危機国では、新規投資促進のための規制緩和も進めているが、経済の先行き不透明感に、金融環境の厳しさも解消していないため、成長産業への新規参入といった動きは阻まれやすい。危機国における失業の増大には歯止めが掛かっておらず、特に若年層の失業率はギリシャの57%、スペインの54.2%など全体の失業率の2倍以上と危機のしわ寄せが深刻である(図表3)。失業の長期化も目

だっており、危機の社会的なコストは広がり続けている。

図表3 危機国の若年者失業率の推移



(資料) eurostat

## (2) 危機対策の景気刺激効果

一連の対策のうち、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）及び欧州安定メカニズム（ESM）という金融安全網は、過剰債務や低い競争力、銀行システムの不良債権といった問題の解決を促すことにはなるが、解決策ではない。景気を直接的に押し上げる効果や役割は負っていない。

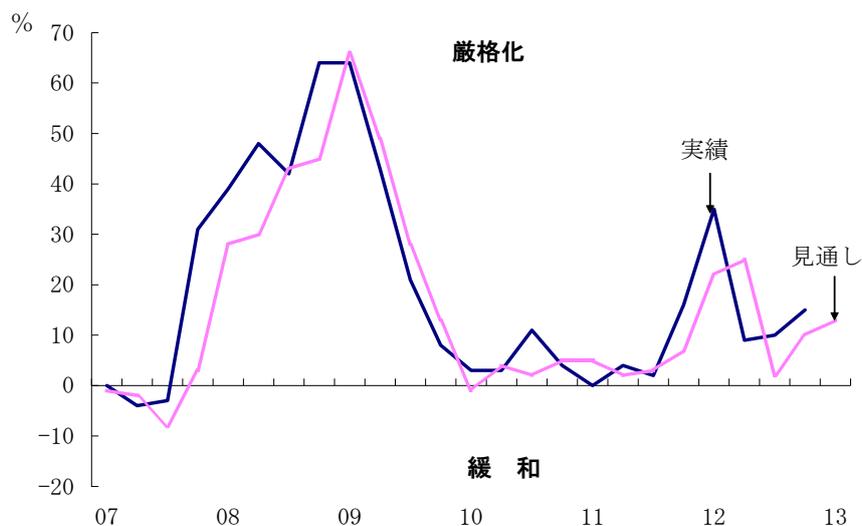
統合の深化への取り組みは、財政と銀行の相互作用を断ち切ることに加えて、ユーロの制度的な欠陥を修復し、ユーロの存続に対する期待を高める上で不可欠だ。ただ、危機国の資金繰り難の解決策として期待される債務の共通化や金融危機あるいは経済成長のための財源の共有化といった領域にどこまで踏み込めるかは未知数である。そもそも統合の深化は、向こう10年で段階的な実現を目指すものであり、短期的な景気押し上げ効果は期待できるものではない。

ECBによる3年物資金供給やOMTなどのいわゆる非標準的政策も、これまでのところ景気浮揚効果を発揮してはいない。ECBは、ユーロ圏の銀行を対象に四半期ごとに行う「銀行貸出サーベイ」の直近の調査を、OMTの導入公表後の9月20日から10月9日にかけて実施している。OMTのアナウンスメント効果も反映されていると思われる同サーベイの結果には、ユーロ圏全体の銀行の資金繰りが、資本調達コストの面でも市場アクセスの面でも7～9月期に大きく改善、10～12月期も一層の改善が見込まれている様子が確認できる<sup>(注2)</sup>。

しかし、経済の先行き不透明感から、銀行は貸出基準を厳格化する方針であり（図表4）、企業の設備投資資金の需要も冷え込んでいる。銀行貸出の増加は期待できない内容である。

(注2) ドラギ総裁は、11月の政策理事会後の記者会見における質疑応答で、OMTの効果として、MMFを始めとする域外からの資金の還流、ユーロ圏の銀行に対するエクスポージャーの持ち直しなどを挙げた。詳細は[経済・金融フラッシュ No. 12-123 「11月ECB政策理事会：市場の緊張は緩和も経済活動は弱い」](#)をご参照下さい。

図表4 ユーロ圏銀行の企業向けの貸出条件D I\*



(\*) 厳格化と答えた銀行の割合と緩和と答えた銀行の割合の差

(資料) ECB「銀行貸出サーベイ」2012年10月

6月のEU首脳会議で合意した「成長戦略」も、EUの単一市場を完成に近づけるための規制改革、制度調和といった項目を含むもので、短期的かつ直接的な景気刺激効果が期待されるのは総額1200億ユーロの投資促進策に限られる。1200億ユーロは、EUの国民総所得（GNI、GDP＋海外からの所得の純受け取り）の1%に相当し、①EUの政策金融機関である欧州投資銀行（EIB）の融資の600億ユーロ、②EU財政の域内格差是正のための基金である構造基金の550億ユーロ、③EUが推進するインフラ・プロジェクトを請け負う民間事業者が発行するプロジェクト債を通じて調達する45億ユーロからなる。

10月の首脳会議では、「成長戦略」の進捗状況の評価も行われたが、①のEIBの融資枠拡大に必要な100億ユーロの増資を向こう数週間以内に実施する予定、②は実行のための構造基金のプログラムの見直しを実施中と、ともに準備段階にあることが明らかにされた。また、③のプロジェクト債は、EUの成長戦略の推進のために新たに導入されるもので、シニア債と劣後債のトランシェに分割して発行する。劣後債を引き受けるEIBの資産の劣化を防ぐため、EU財政が保証を供与する設計となっているが、EUの欧州委員会とEIBとのリスク分担についての合意文書の調印は今年7日に終わったところである。EIBは最初のプロジェクト債の発行を2013年初めと見込んでおり、100億ユーロの増資を受けた600億ユーロの融資拡大も2013年の融資計画に盛り込む。投資促進策の効果は、2013年入り後に、少しずつ表れてくることになりそうだ。

### （危機国の景気悪化による債務問題の悪化に歯止めを掛けることが優先すべき課題）

EUの欧州委員会は今年7日に公表した「秋季経済見通し」で、ユーロ圏全体の成長見通しを、今年10～12月期は前期比0.2%のマイナス、2013年1～3月期は同0.1%へのプラス転化を予測するが、4～6月期以降の拡大テンポも緩慢で、2013年年間の成長率を0.1%に半年前の1.0%から大きく下方修正した。

欧州中央銀行（ECB）／ユーロシステムが四半期ごとに公表する経済見通しも、来月6日公表予定で、四半期ごとの内訳は公表されないため、景気の反転時期や回復ペースについての直近の判断は必ずしも明確ではない。ただ、今月の政策理事会の声明文では、「今年末までに景気が持ち直す兆候はない」との文言を挿入、ドラギ総裁も質疑応答で、見通しを前回9月（2013年の成長率中央値で0.5%）から下方修正する可能性を示唆している。欧州委員会見通し同様に辛うじて2年連続のマイナス成長を回避するといった見通しとなりそうだ。

注意しなければいけないのは、EU機関によるこれらの見通しは、金融安全網が危機の沈静化と拡大阻止に十分な役割を果たすことや、統合深化への取り組みなどの約束した政策を実行に移すこと、さらに外部環境についても、中国経済の持ち直し、米国経済の緩やかな回復と「財政の崖」回避を前提としていることだ。外部環境が想定よりも下振れた場合、自律的な回復力に乏しいユーロ圏の成長の回復時期が2013年1～3月期よりもさらに後遅れする可能性が高まる。

ユーロ圏の危機対策はテールリスクの封じ込めにとりあえず成果を収めた段階だが、先行きには課題が山積している。その中で、危機国の景気後退が深まり、債務問題が一層悪化し、社会的なコストが増大する事態に歯止めをかけることは優先課題だ。危機国の継続的な改革努力はもちろんのこと、「成長戦略」の着実な実行、金融安全網の柔軟活用や成長戦略を通じて、危機国の構造転換を後押しすること、統合深化への協議を深めて、域内の銀行市場の分断や格差解消への期待を醸成することも欠かせない。

---

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。