



# Eurozone

アーンスト・アンド・ヤングによるユーロ圏の見通し

ユーロゾーン冬号 要約版 - 2012年12月



# ハイライト

## ユーロ圏の安定に向けた歩み

- ▶ ここ数カ月、ユーロ圏の安定に向けて大きな進展がありました。欧州委員会は11月末、将来の施策の明確な青写真を策定しました。これが全面実施されれば、ユーロ圏の長期見通しへの信頼回復に大きく役立ちます。欧州中央銀行(ECB)が講じた政策により、ユーロ圏崩壊の短期的なリスクは大幅に後退しました。一方で、銀行同盟に向けた進展もあり、ポリシーミックスは財政緊縮重視から経済成長の促進にシフトしています。11月末に追加の救済資金の提供が合意され、ギリシャのユーロ圏離脱のリスクも薄れています。全体としては、2012年が幕を閉じるにあたり、ユーロ圏の目先の安全性は年頭よりも高まったようです。
- ▶ しかし、ユーロ圏が現状を維持し成長を再開するには、これまで以上の取組みが必要です。緊密な財政同盟の枠組み同様、銀行同盟の枠組みには不備があります。ユーロ債の見通しも立っておらず、成長協定の実施の方法も明らかにはなっていません。このため、企業心理が冷え込んだ状態が続いています。さらに、ユーロ圏経済に必要とされる改革が残っていることから、経済成長も当面は伸び悩む見通しです。
- ▶ 前回2012年9月と比較して、おおむね我々の予想に変更はありません。ユーロ圏経済は2012年に0.4%のマイナス成長に陥った後2013年も停滞が続き、2014-16年にかけては年率1.3%のプラス成長、その後2019年までは年率約

1.6%の経済成長を遂げる見通しです。こうした中、失業者数は2013年も増加し2014年第1四半期に2,000万人程度でピークを打つ模様です。

- ▶ 企業は欧州の「失われた10年」に備えることが必要です。企業と政治のリーダーのいずれにとっても、厳しい環境が予想されます。国内市場主導の成長はあてにできず、企業はコスト削減、市場シェアの拡大、成長市場向けの輸出にも頼らざるを得なくなります。
- ▶ 一般的に、ユーロ圏周縁国の経済は事前の予想を下回る状態が続くと見られ、今後数年は財政赤字と公的債務が予想を上回ると見られます。この結果、財政緊縮が長期化します。
- ▶ 周縁国の改革は大きな進歩を遂げました。なかでもアイルランドやスペインでは生産性が大幅に向上し、この結果、競争力の低下傾向に歯止めがかかり、そのことが輸出の大幅な伸びにも表れています。しかし、競争力の強化はまだ十分ではありません。しかも、改革に伴い短期的には家計収入が圧迫され、周縁国では深刻な景気後退が長期化するでしょう。
- ▶ 9月の欧州理事会で復活した成長協定には、長期的に大きな成果を上げることが期待されるサプライサイドの改革が盛り込まれており、プラスの効果が期待されます。政策の枠組みを財政緊縮以外に広げた点でも、この協定は評価できます。赤字削減が成長を後押しするという考えが存在しますが、財政乗数<sup>1</sup>は1を上回っ

ており、これまでのところ実例とは相反しています。以前は財政再建を重視していた国際通貨基金(IMF)のような機関でさえ、今ではバランスの取れた政策を促しており、公的債務の削減に向けた一般的な方向性は維持しながら、改革のペースを緩めて幅広い経済改革を実施する必要性を強調しています。

- ▶ しかし、今後数年間はEUの予算をめぐる不透明感が続くこともあり、協定に盛り込まれた施策が短期の需要や成長見通しを左右することはなさそうです。短期的に成長を後押しするには、ユーロの存続をめぐる不確実性を払拭することが最も効果的です。そうすれば、企業がユーロ圏の行方を窺って目下保留している投資や雇用計画が実施される可能性も出てきます。

1. 財政乗数とは、GDPの変動を招く政府支出の変動に対するGDPの変動率を指す。

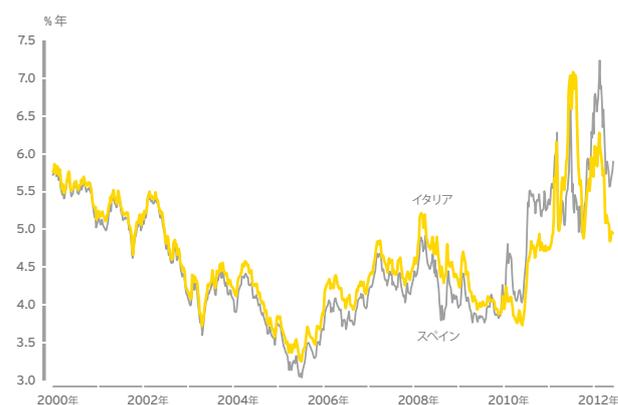
# ユーロ圏の安定に向けた歩み

2012年初頭と比較して、ユーロ圏の将来の安定性は高まったようです。ECBの施策によって、ユーロ圏崩壊の短期的なリスクは大幅に後退し、11月末に欧州委員会が発表した将来の施策の青写真を受けて、長期見通しへの信頼感も高まるとみられます。また、銀行同盟に向けての進展もあり、緊縮財政のみの重視から成長促進策へのシフトという明るい兆しも出てきています。

ECBは銀行に対する最長3年間の貸付に加え、ユーロ圏周縁国の債券利回りの上昇を抑える手段を講じる構えです。ECBのドラギ総裁がECBはユーロ存続のためにあらゆる手段を講じる用意があると7月にロンドンで明言して以来、株式市場が上昇して市場のボラティリティが低下する一方、ユーロは上昇し周縁国の債券利回りは低下、安全な投資先とみなされることの多いドイツ国債の利回りは上昇しています。すなわち、2012年初夏の頃と比べて、ユーロ圏の存続に対する市場の信頼感が高まりました。

しかし、こうした動きにもかかわらず、ユーロ圏についての我々の成長予想は9月に発表した「ユーロゾーン秋号」とさほど変わっていません。景況感など頻繁に発表される指標から判断して、ユーロ圏は2012年第4四半期と2013年第1四半期にマイナス成長に陥る模様です。一段の政策行動で信頼感が徐々に改善しリスクプレミアムが低下するにつれ、その後はゆっくりしたペースながら2013年を通じて上向いていく見通しです。

図1  
10年債の利回り



出所: Haver Analytics

このように、ユーロ圏の2012年通年の成長率はマイナス0.4%、2013年はほぼゼロ成長に留まった後、2014-16年は年率1.3%のプラス成長が見込まれます。銀行システムおよび国によっては家計と公共部門のレバレッジの解消が長引き、今後何年にもわたって経済成長を圧迫するでしょう。

ユーロ圏内の経済成長も引き続き明暗が分かれ、中核国が債務問題に苦しむ周縁国をアウトパフォームする状態が続き、周縁国は今後数年間試練にさらされます。中核国を主導するドイツの成長率は2012年と2013年がともに約1%、2014-16年は1.7%程度に達する見通しです。

表1

ユーロ圏経済の見通し (別途明示しない限り、年率%変化)

出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.5	-0.4	-0.2	1.0	1.4	1.5
個人消費	0.1	-1.0	-0.3	0.7	1.1	1.3
固定資本形成	1.6	-3.5	-1.4	2.2	2.9	2.8
在庫投資 (GDP比%)	0.5	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
政府支出	-0.1	-0.1	-0.9	-0.3	0.4	0.6
輸出(財貨・サービス)	6.4	3.0	2.7	4.0	4.4	4.1
輸入(財貨・サービス)	4.2	-0.3	1.6	3.7	4.5	4.2
消費者物価指数	2.7	2.5	1.9	1.5	1.3	1.3
失業率	10.2	11.4	12.3	12.3	12.0	11.7
経常収支 (GDP比%)	0.0	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0
財政収支 (GDP比%)	-4.1	-3.3	-2.6	-2.1	-1.7	-1.3
政府債務残高 (GDP比%)	88.1	92.9	95.3	96.5	97.2	97.4
ECBの主要リファイナンス・オペ金利 (%)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
ユーロ実効為替レート (1995年 = 100)*	120.8	115.4	115.3	112.9	110.2	110.3
為替レート (ドル/ユーロ)	1.39	1.28	1.27	1.21	1.17	1.17

\* 実効為替レート上昇はユーロ上昇に比例する



## ギリシャのユーロ離脱のリスクは後退したが…

ECBがユーロ存続を支援すると確約した以上、市場の反騰は当然でしょう。事実、ギリシャがユーロ圏を離脱する短期的なリスクは低下しています。この背景には、ECBの政策措置に加え、(ドイツを中心とする)ユーロ圏の債権国が、ギリシャに十分な資金を提供してユーロ圏内で事態の收拾に当たるコストよりもギリシャがユーロ圏より離脱した場合のコストの方が大きいと判断して、態度を変化させたことがあります。11月下旬、欧州連合(EU)と国際通貨基金(IMF)はギリシャの救済条件について緊急合意に達しました。これを受けて、債権国間でギリシャの債務を400億ユーロ削減することに合意し、総額440億ユーロに上る追加の救済資金の提供に道筋をつけました。こうしたことから、我々はギリシャが今後6カ月以内にユーロ圏を離脱する確率を6月時点の10-15%から5%に引き下げました。

## ギリシャの中期見通しは改善していない

しかし、ギリシャが短期的にユーロ圏を離脱する可能性が遠のいたからといって、ギリシャ経済と財政の中期的な見通しが改善されたわけではありません。むしろ、ギリシャの見通しは2012年8月に発表した予想より悪化しており、我々はギリシャのGDPが一段と低下すると予想しています。輸出が予想を下回り、失業率が予想以上に悪化しているためです。

11月末の合意にもかかわらず、ギリシャに対するIMFとEUの第2次救済策の条件が満たされる可能性は低いまです。2012年前半に合意されたこのプログラムでは、ギリシャのGDPに対する政府債務が2013年の167%をピークに、プログラムの終了年に予定されている2016年には145%に低下するとしています。しかし、景気後退が予想より深刻なことから、2016年のGDPに対する政府債務比率は185%にまで達することが予想されます。このため、ギリシャがユーロ圏に留まるためには、債権国が今後ギリシャへの融資条件を再度緩和せざるを得なくなる恐れがあります。

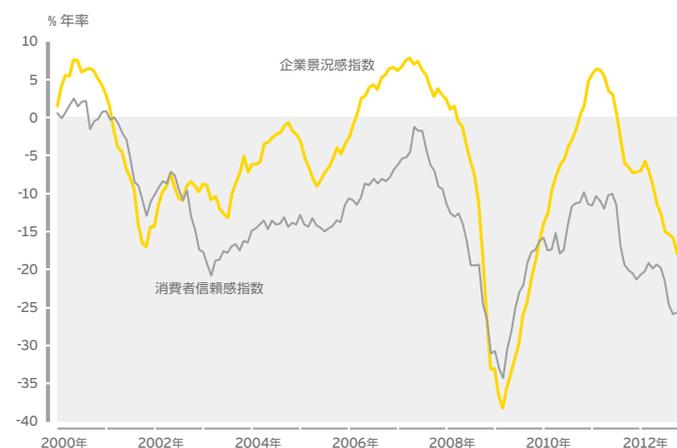
## 政策の継続が不可欠

ユーロ圏が現状を維持し成長を再開するには、これまで以上の取り組みが必要です。今年に入ってから協議された銀行同盟の枠組みは完成しておらず、成長協定の実施方法も定かではありません。とはいえ、欧州委員会が将来の施策の明確な青写真を策定したことは朗報です。これが全面的に実施されれば、ユーロ圏の長期見通しへの信頼の回復に役立つでしょう。

成長協定は欧州の税金を用いてインフラその他の投資支出を拡大する複数の取組みになる見通しです。具体的には、欧州投資銀行の資本を100億ユーロ増額してEU政府が保証する金融機関の貸付能力をその何倍にも増やすこと、欧州委員会が保有する地域基金の未使用分を十分に活用すること、汎欧州輸送網の建設など汎欧州「プロジェクト債」(特定の投資プロジェクトに資金を調達する共通債券)を発行すること、などが挙げられます。

国レベルでは、各国の状況に配慮した成長促進型の財政再建を実施すべきです。深刻なアンバランスを解消するには、成長と競争力を促す措置がさらに必要とされます。国内の成長の可能性を引き出す構造改革も必要です。具体的には電力網の自由化、デジタル経済の推進、環境関連産業の発掘、サービスプロバイダーへの不必要な制限の撤廃、起業に適した環境の整備などが考えられます。欧州各国の潜在成長率の強化にこうした措置が役立つでしょう。

図2  
企業景況感指数と消費者信頼感指数



出所: Haver Analytics

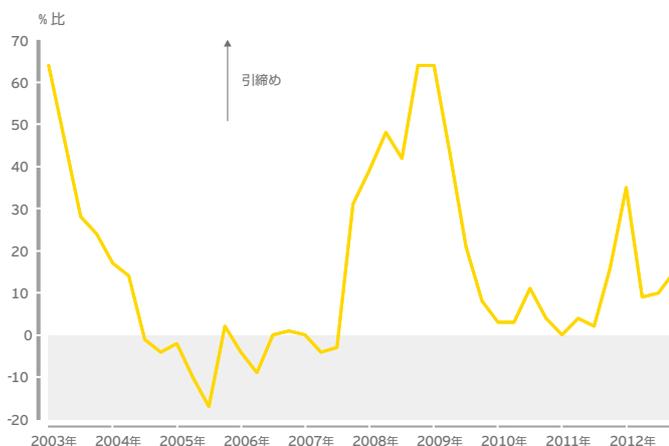
現在の危機に伴う高い失業率は社会に重大な影響を与えており、その対策も必要です。質の高い訓練制度や見習制度を提供し若者の社会的な流動性を促すことで、特に若年層の失業を減らし雇用水準を高める改革が求められています。さらに、司法制度をスピードアップする一方で、行政の負担を緩和し、電子政府サービスを発展させて行政の近代化を進める必要があります。

ユーロ圏の存続を図る政策の枠組みは現在策定中であることから、7月のドラギ総裁の演説後の金融市場とは異なり、企業や消費者の信頼感は好転していません。欧州委員会発表の企業景況感と消費者信頼感はこの3カ月一段と低下しています。ユーロ圏危機の解決に向けた政策立案者たちの努力にもかかわらず、企業と消費者の信頼感はこの1年から1年半の間ともに低下し続けています。信頼感が改善しない限り、企業は「様子見」姿勢を続け、設備投資や雇用、合併買収を見送ります。これらを鑑み、我々はユーロ圏の設備投資について2012年は3.5%、2013年も1.4%の減少を予想しています。ユーロ圏の存続に向けて2013年に一段の政策が実施されるにつれ企業の信頼感は徐々に改善し、2014年は投資が2%強増える見通しです。

### 与信状況は引締めが続く

企業投資の一段の減退が予想されるもう1つの理由は、近い将来も与信状況の引締めが続くと考えられることです。ECBの最新の銀行融資調査によると、2012年第3四半期は企業融資の信用基準が一段と引き締められました。総じて大企業より中小企業に対する信用基準が引き締められている模様です。大企業と異なり、中小企業は債券市場など銀行融資以外の資金源が限られており、これは憂慮すべき事態です。銀行が与信を引き締めると、中小企業にとっては大きな打撃となります。

図3  
企業の与信状況



出所: Haver Analytics

信用基準の一段の引締めは、融資担当職員の間で経済全般の見通しについての懸念が広がったことがきっかけです。銀行の資本ベースや流動性ポジション、市場からの資金調達が改善されたにもかかわらず、それらを相殺する結果となっています。ユーロ圏経済の成長再開は2013年第2四半期にずれ込む見通しであることから、短期的には与信状況が緩和することもなさそうです。

銀行システムの資本増強が進展し、銀行への流動性の供給とホールセール資金調達市場へのアクセス改善に向けてECBが対策を講じたにもかかわらず、経済環境の悪化を理由に銀行が貸付に慎重になっているため、企業への与信状況が改善されていません。景気に対する銀行の厳しい見方は企業景況感調査と呼応する内容です。経済見通しに対する銀行の信頼感が改善して初めて、与信状況も好転します。企業の信頼感同様、これを実現するにはユーロ圏の存続に向けてさらに対策を講じる必要があります。

### 金融市場がスペインにしびれを切らす恐れ

8月上旬から10月末までの3カ月間金融市場は穏やかに推移しましたが、この静けさは2年以上前にユーロ圏の債務危機が発生して以来、一方では周縁国の経済と財政見通しに対する懸念、もう一方では流動性主体の反騰という両極端がもたらす混乱がしばし一服しただけに過ぎないのかもしれない。

キプロスに対しては、欧州安定化メカニズム (ESM) からの資金と救済プランに盛り込まれたユーロ圏諸国からの融資に先立ち、銀行債権者が保有する債権の額面を大幅に減額するプログラムをEUとIMFが共同で策定する見通しです。それよりも重要なのは、スペインが救済プログラムに着手し、イタリアも2013年半ばまでに追随する可能性があることです。こうした動きは外部による財政政策の監督を伴いますが、必ずしも財政緊縮の強化にはつながりません。この結果、ECBはこれらの国々の政府債利回りの上昇を抑えることができ、債務コストの安定化に寄与する一方で各国政府は改革に注力できます。

金融市場は現時点ではスペインが救済プログラムになかなか着手しないことを容認していますが、スペインと金融市場との関係は脆弱です。スペインがいずれはプログラムに着手してECBによるスペイン国債購入を可能にすると市場が仮定したからこそ、スペイン国債の利回りは低下しました。スペインがECBによる介入条件に最終合意しなければ、債券市場との全面対決は免れないでしょう。



## ユーロの存続には銀行同盟に向けたさらなる進歩が必要

銀行同盟に関する当初の計画ではユーロ圏の銀行をECBの包括的な監督下に置き、その後ユーロ圏の銀行破綻処理スキーム、最終的にはユーロ圏全体の預金保険スキームの創設を目指していました。

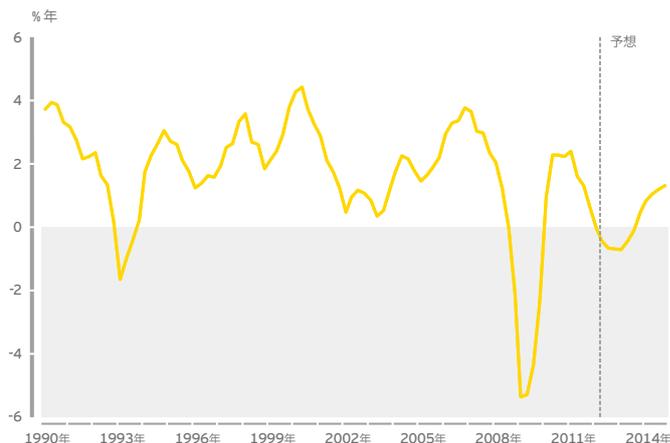
しかし、このスキームには政治家からも銀行業界からも反対の声が上がりました。特にドイツは銀行同盟の下で資金をプールする単独の預金制度に異議を唱えています。他国の銀行の救済に預金者の資金が充てられることをドイツの銀行が懸念するのはもっともです。残念なことに、ECB関係者の最近の発言から判断すると、ユーロ圏全体の預金保険制度は反対意見に屈して棚上げされたようです。

我々はこれまで通り、効果的なユーロ圏の銀行同盟には共通の預金保険スキームが必要だと考えています。保険スキームがなければ、銀行が弱体化し財政状態の悪い国から銀行と公共財政が健全な国へ個人や企業の預金流出するリスクが付きまといま。極端な場合には、弱小国で銀行への取り付けが発生するでしょう。ユーロ圏全体の保険スキームがあれば、ユーロ圏のどこの国に預金しようとスキーム上限までの預金の安全が保たれるという安心感が預金者に生まれます。銀行業界が保険スキームに資金を提供しない限り、全加盟国に保険スキームへの偶発債務が生じますが、信頼性が高いスキームであれば、現実に債務が発生するとは考えられません。さらに、共通の預金保険スキームに必要な保証よりも、ユーロ圏の一部の銀行への取り付けを抑えようとするコストの方が大きくなる点も考慮すべきです。

## 失業率の上昇が政策立案者を圧迫

我々が予想したように、ユーロ圏諸国の国内景気は当面低迷が続きます。米国はいわゆる「財政の崖」を切り抜ければ、成長が加速する兆しが出てきており、新興市場と米国の伸び（8ページのコラム1参照）により、輸出は良好に推移する見通しです。ユーロ圏のモノの輸出に対する需要は2012年の3.2%から2013年は5.3%に上昇し、2014-16年は6-7%に拡大する模様です。ユーロ圏が競争力の向上につながることを前提に、ユーロ圏のモノとサービスの輸出の伸びは2013年が2.7%、2014-16年は4%に加速する見通しです。

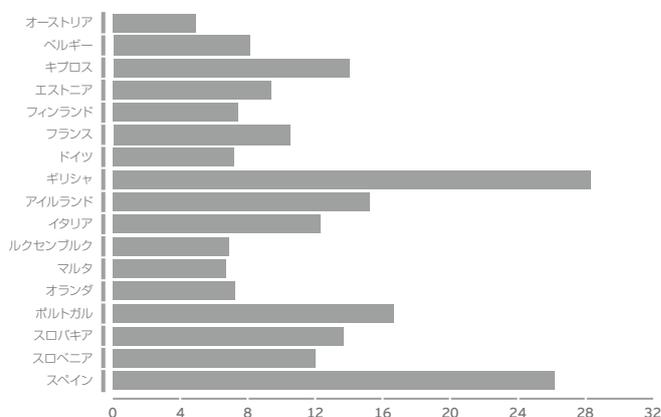
図4  
GDP成長率



出所: Oxford Economics

景気の見通しが低迷する一方で、生産性の向上に向けた企業努力に伴って失業率は2013年を通じて上昇し、2014年第1四半期にはユーロ圏全域での失業者数が2000万人近くに達し失業率は12.5%でピークを打ちます。失業率のピークは周縁国ほど高く、それゆえ低下するにも時間がかかる模様で、ピークはギリシャが28%台、スペインは26%、ポルトガルで17%程度になる見通しです。労働市場の低迷と金融市場を前に、政策当局は持続可能なユーロ圏の実現に向けて今後も圧力にさらされることとなります。

図5  
失業率



出所: Oxford Economics

高い失業率に加え、財政緊縮が家計を圧迫することから、消費は冷え込みます。2012年の消費は2009年同様、1%の大幅減が見込まれ、2013年はさらに減少する見通しです。緊縮財政のペースが緩み失業率が低下し始めれば、2014年には消費が上向き始めますが、世界金融危機以前の水準に戻るのには2015年半ばになる見通しです。

### インフレよりも大きなデフレのリスク

2013年と2014年の景気見通しの低迷に余剰供給能力が重なって、ユーロ圏のインフレ率は2013から2015年にかけて低下が続きます。インフレ率は2012年の2.5%から2015年には1.3%へと、ほぼ半分の水準に低下する模様です。周縁国各国では需要の停滞にコスト削減と競争力向上への圧力が加わり、インフレ率はさらに低く、場合によってはデフレを招くでしょう。

我々の成長予想はダウンサイドに傾いており、インフレよりもデフレのリスクがあります。このため、ECBは2017年まで金利を0.75%に据え置き見通しです。これまでは我々は金融緩和措置として、量的緩和とともに一段の利下げを主張してきました。しかし、ECBの最新の発表によると、現時点ではどちらの対策も検討されていないようです。景気の見通しが一段と悪化しない限り、ECBは金融緩和を見送ると思われる。

### 企業は欧州の「失われた10年」に備える必要が

2008-09年に世界を襲った金融危機までの4年間、ユーロ圏の経済成長率は平均で2.5%に上り、2006年は3.5%に届く勢いでした。ユーロ圏は2014年にプラス成長に回復する見込みですが、世界金融危機以前の水準に戻るとは考えられません。ヨーロッパは「失われた10年」を経験することになります。

全面的な財政同盟と銀行同盟の進展は紆余曲折を伴うことが予想されます。政策当局はユーロ圏の存続に十分な手を打ちますが、景気の見通しを大幅に高めるだけの手立てを講じる力はなさそうです。こうした環境下、リスクプレミアムの低下には時間がかかり、ユーロ圏の存続に対する懸念が企業の信頼感を損ね、設備投資や雇用を妨げます。

周縁国のいずれも今後数年は底堅い経済成長を遂げることができず、ほとんどの国が今後何年間も国外からの何らかの支援や政府資金の補強が必要となるでしょう。

やがて周縁国の景気の低迷と財政状況から、ギリシャがユーロを離脱するのではないかと懸念が再燃し、それに伴って、おそらく債券発行が認められたユーロ圏の何らかの財政機関を含め、ゆっくりしたペースで財政負担の共有に進むことが予想されます。ただし、こうしたプロセスの実施には何年もかかり、ユーロ圏では景気の低迷が長期化しそうです。

したがって、2015年まではユーロ圏の経済成長率が世界金融危機以前の水準を超えることはなさそうです。さらに、各国間の格差も拡大します。ドイツのGDPはすでに世界金融危機以前のピークを上回っていますが、周縁国は2010年代末になってもGDPが世界金融危機発生当時を下回る状態が続きます。例えば、イタリアのGDPが世界金融危機以前の水準を上回るのには、2020年代後半にずれ込む見通しです。

景気の低迷の長期化により、財界の首脳も政治のリーダーも厳しい環境に直面します。保守的で安定し結束力のある日本でさえ、不動産バブルが崩壊した1989年からの20年間はそれ以前の20年間の2倍の早さで首相が交代しています。

このような事業環境の下、欧州の企業は国内市場主導の成長はあてにできません。コスト削減、市場シェアの拡大、成長市場向けの輸出にも頼らざるを得なくなります。

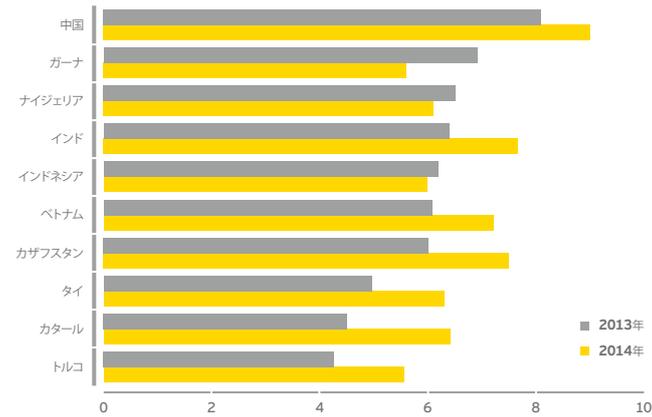
日本は国内経済が苦戦していても個々の企業やセクターは繁栄できることを示す好例であり、励みになります。日本の株式市場は1989年以降下落が続いていますが、特定の企業やセクターは好調に推移してきました。日本の大手輸出企業や高配当株式は株式市場全般をアウトパフォームしています。

ECBは2017年まで利上げを見送ることが予想され、欧州投資家は今後数年間利回りを重視していくでしょう。ユーロ圏の企業が生き残るためには域外の成長市場である南米、アジア、アフリカ、中東に目を向けていくことが必要です（9ページのコラム3参照）。



図6

成長市場トップ10カ国の経済成長率(予想)



出所: Oxford Economics

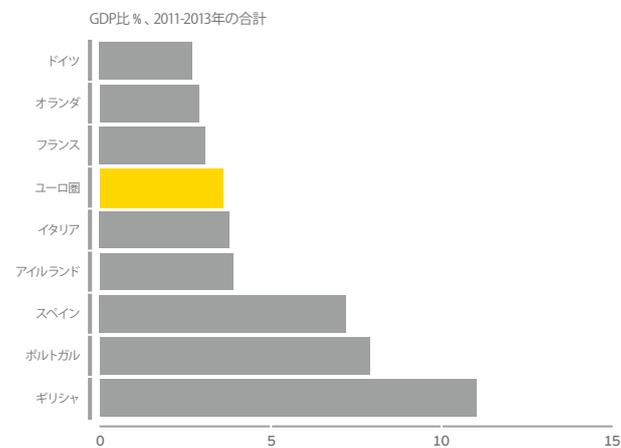
周縁国は短期的には事前の予想を下回る見通し

2008年以降、ユーロ圏周縁国は財政緊縮、低い対外競争力、民間セクターのレバレッジ解消、与信不足、金融引締めという悪循環に陥ってきました。

短期的には周縁国が事前の予想を下回る状態が続き、今後数年間財政赤字と公的債務が予想を上回る模様です。ギリシャ、ポルトガル、イタリア、スペインでは2013年も景気後退が続きますが、アイルランドでは内需は減退するもののプラス成長が見込まれます。

図7

各国の財政引締めの規模、2011-2013年



出所: Oxford Economics; Haver Analytics

周縁国の改革は大きく前進

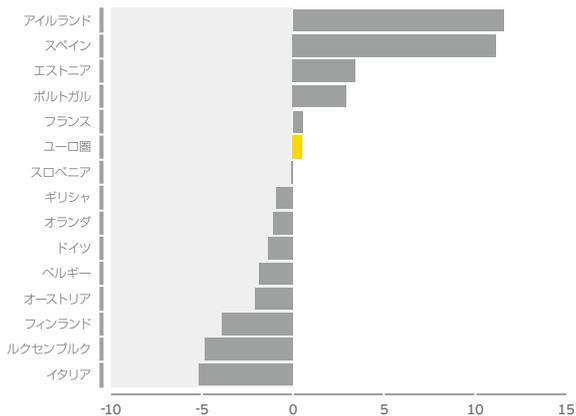
周縁国の短期見通しは厳しい状態が続きますが、中期的には希望の光が射しています。特に、周縁国の改革は大きな進歩を遂げています。例えば、アイルランドやスペインでは生産性が大幅に向上しました。これが競争力の低下に歯止めをかけ、そのことが輸出の急増に反映されています。しかし、競争力の強化は十分とはいえません。しかも、短期的にはこうした変化が家計収入を圧迫し、周縁国の景気後退の悪化と長期化につながります。

ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアがひとくりにされることは少なくありませんが、これら5カ国には共通の特徴があるものの、相違点も際立っています。2008年からの動向を見ると、ギリシャは景気後退の面で突出しています。収益の見通しが大幅に下方修正され資金調達枯渇したため、投資は衰退しました。2013年のギリシャ経済は4%台のマイナス成長になり、2014年も1.1%のマイナスが予想されます。景気が底入れする2014年半ばまで、経済は25%収縮し、景気後退の期間は6年に及ぶと考えられます。

アイルランドも同様に投資が落ち込みましたが、輸出はギリシャよりもはるかに底堅く推移しています。これは競争力の向上により定評のある輸出企業が提供する製品やサービスの魅力が高まったためです。2012年前半のギリシャの輸出は20%以上落ち込みましたが、アイルランドの輸出は3%増加しています。この輸出動向の差はアイルランドの高い生産性を反映しています。2008年第1四半期以降、アイルランドの生産性が10.7%上昇したのに対し、ギリシャでは3%低下しました。こうしたことから、我々はアイルランド経済について2013年は1%、2014年は1.9%のプラス成長を予想しています。スペインでも生産性が大きく高まり、2008年第1四半期以降は11.3%の上昇、ポルトガルでも5.4%上昇しています。スペイン、ポルトガル両国は2013年はマイナス成長になる見通しですが、2014年にはプラス成長に回復する見通しです。

さらに意外なのは、ポルトガルとスペインの輸出です。両国はモノの分野で市場シェアの拡大に成功しています。経常赤字は周縁国のアンバランスの症状の一つですが、今回の危機の当初抱えていた多額の経常赤字の削減に好調な輸出が役立っています。外国から流入する資本が枯渇する中で、資金調達問題の緩和に役立ちました。

図8  
生産性の変化、2008年第1四半期-2012年第1四半期



出所: Oxford Economics

予想対象期間における周縁5カ国の景気は決して良好とはいえません。しかし、この5カ国に対する我々の予想には大きな差があります。アイルランドの2013-17年の成長率予想が平均2.3%であるのに対し、ギリシャは年率0.2%のマイナス成長が見込まれています。5カ国の中でギリシャとアイルランドは両極端の存在です。

ポルトガル、スペイン、イタリアの「中間国」の今後の動向をめぐっては、ある意味で不透明感が高まっています。一方では、このところの輸出の好調ぶりを見ると、我々が今後の勢いを過小評価している可能性があります。その反面、これら3カ国が現時点でギリシャより良好な状態にあるのは、財政緊縮が始まったのが遅かったためであり、我々が今後の財政再建の規模を過小評価している恐れもあります。全般的には、これら3カ国は2013年もマイナス成長が見込まれますが、2014年にはプラス成長を回復する見通しです。

### 成長協定が後押しするのは長期的な成長見通しだけ

9月に開かれたEU理事会会合で成長協定が復活したことは、プラスの影響を及ぼすでしょう。協定にはサプライサイドの改革が含まれていますが、これは小国である分、潜在的には経済がより開放的な国々に大規模かつ長期的な恩恵をもたらす可能性があります。しかし、協定に盛り込まれた施策は実施する価値がありますが、短期の需要や成長見通しを左右することはなさそうです。とはいえ、欧州のリーダーは状況さえ適切ならば、この方向に向かっているという意識を保つことが必要です。そのためには、さらなる統合は債権国が放漫財政を肩代わりする無条件の招待状ではないことをドイツや他の債権国に納得してもらうことが必要です。

### ユーロの将来をめぐる不確実性をさらに解消する必要が

短期的に景気を押し上げるには、ユーロの存続についての不確実性を取り除くことが最も効果的です。これにはユーロ圏全体でリスクと負担を分かち合うことが求められます。弱い銀行と弱い政府が互いの足を引っ張り合う悪循環を断ち切る、欧州ならではの銀行の資本増強と預金保険制度によって、ユーロの将来は強化されます。何らかの共同ユーロ債があれば、各国が債務超過に陥る危険を防げるでしょう。

### 財政緊縮以外への政策拡大を歓迎

成長協定は政策の枠組みを財政緊縮以外に拡大する点で評価できます。赤字の削減が成長を促すという考えは、これまでの事例によっておおかた覆されています。以前は財政再建を重視していたIMFのような機関でさえ、今ではバランスの取れた政策を促しており、公的債務の削減に向けた一般的な方向性は維持しながら、改革のペースを緩めて幅広い経済改革を実施する必要性を強調しています。

景気後退局面では財政緊縮の乗数効果が景気後退を悪化させ、赤字の削減がますます困難になることを最新の事例は示しています。しかも、ユーロ圏では各国が金融緩和や通貨の切り下げによって緊縮財政の影響を緩和することは不可能です。

歴史を見る限り、周縁国が抱える巨額の債務が長期的な経済成長の前に立ちはだかります。周縁国はいずれ債務を解消せねばなりません。すなわち、問題は緊縮財政か経済成長かではなく、債務削減の時期やスピードと適切な構造改革の組み合わせのどちらを採るかです。

理想としては、周縁国が短期的に緩やかな財政再建を実施し、実効性のある中期の債務削減プランを組み合わせることです。欧州の政府関係者は信頼性を失わず、さらに各国政府にルールを破る口実を与えずに、財政目標の柔軟性を高められないかを討議しています。ただし、現時点では、短期の緊縮財政を緩和する余地は限られているようです。

ドイツなどの国が歳出の拡大や減税を通じて内需を拡大できれば財政再建も早く進むでしょう。他国がデフレに陥らずに競争力を回復するには、ドイツがインフレ率上昇を受け入れることも必要です。もっとも、インフレ懸念が強いドイツでは、これが実現することはなさそうです。



## 結論

2012年の年末にあたり、ユーロ圏の目先の見通しは年初よりも安定したようです。欧州委員会とECBはユーロ圏の存続を図ると明言しています。EU成長協定は緊縮財政以外に政策を拡大するものとして歓迎でき、周縁国の改革も大きく進歩を遂げています。なかでもアイルランドやスペインの生産性は大幅に上昇しました。その結果、競争力の低下に歯止めがかかり、このことが輸出の急増に表れています。

しかし、こうした動きが短期の需要や成長見通しを左右することはなさそうです。短期的に成長を後押しするには、ユーロの存続をめぐる不確実性を払拭することが最も効果的です。そうすれば企業の信頼感が高まり、企業がユーロ圏の行方を窺って目下保留

している投資や雇用計画が実施される可能性があります。このため、ユーロ圏が現状を維持し、経済成長を再開できると企業に確信を持ってもらうには、これまで以上の取組みが必要です。なかでも銀行同盟の枠組みを完成し、成長協定に盛り込まれた緊縮財政から経済成長への移行を銀行同盟の実施に反映させることが必要です。

こうした対策を講じたとしても、ユーロ圏に必要な改革があるため、当面景気は低空飛行でしょう。このため、企業は欧州の「失われた10年」に備えることが必要です。こうした厳しい事業環境では、企業は内需が成長を牽引することを前提にはできません。コスト削減、市場シェアの拡大、成長市場への輸出にも頼らざるを得ないでしょう。

## コラム1

### 長期的な欧州経済通貨同盟(EMU)に向けた欧州委員会の青写真

11月末に発表した経済通貨同盟(EMU)の青写真の中で、欧州委員会はユーロ圏の将来について抜本的な構想を掲げました。欧州委員会の構想は今後6-18カ月間に取り組む施策、18カ月-5年をメドとする施策、2018年以降に実施され、通貨同盟の最終段階とみなされる施策という3つの時間枠に分かれています。

短期的な措置としては、単独の監督制度に関する合意と単独の破綻処理の仕組みの策定を挙げています。後者は大きな方針転換です。これまで欧州委員会は、2018年までに平準化された国別の破綻制度の導入を提案していました。また、欧州委員会はマクロ経済の不均衡が大きな国での構造改革の実施

を強化する「収斂と競争力の強化に向けた手段」の創設も望んでいます。

中期的には、欧州委員会は各国の予算を欧州の機関がコントロールし、加盟国の政府債務を削減するための債務償還基金を導入し、1-2年満期のユーロ短期債を共同発行したいとも考えています。さらに、借入能力を有し構造改革を支えることを目的としたユーロ圏「財政能力」を構想しています。

長期的には、欧州委員会は預金保険制度を含む全面的な銀行同盟を望んでいます。さらに、ユーロ圏財務省のほか、欧州議会の役割を高めた政治同盟も必要としています。全体

としては、この提案により欧州における改革のスピードが二分されることになり、ユーロ圏加盟国における抜本的な統合が他の欧州諸国よりも早く進むこととなります。

破綻処理制度を含めた短期目標の実施は野心的なものですが、恐らく実現は可能です。これとは対照的に、中長期的に債務を相互化する構想の実施に向けては、政治と法律面で高いハードルを克服する必要があります。これらの構想にはユーロ圏の存続に関して市場の信頼回復に必要とされる適切な措置が盛り込まれていますが、長い時間枠に加え実施をめぐる課題があるだけに、ユーロ圏の将来をめぐる不透明感はなかなか払拭されません。

## コラム2

### 予想の前提

ユーロ圏に関する我々の予想は国際環境、世界のGDP、貿易価格やコモディティ価格など複数の前提条件に左右されます。米国の指標は引き続き明暗が分かれています。

ですが、全体としては2012年9月発行の前号より改善しています。とりわけ消費セクターには活気が出てきており、2012年9月の実質消費は0.4%増と年初来最高を記録してい

ます。最近の住宅価格の上昇や雇用の拡大が今後数カ月は支援材料となるでしょう。さらに、銀行セクターも回復が続いており、金融緩和政策が下支えています。しかし、投

資の見通しは不透明な状態が続き、政府支出も縮小が続いています。我々は2012年の米国のGDPの予想成長率を2.2%に据え置いています。2013年は2.5%、2014年は3%程度を見込んでいます。

日本の景気指標は悪化し、我々は9月の予想を大幅に下方修正して、2012年の成長率を1.6%に、2013年は1%足らずに引き下げました。しかし、この10年間の日本の輸出全体の伸びの半分近くを中国向けの輸出が占めており、中国の動向が大きな鍵を握っています。中国経済は予想以上に減速しましたが、当局は景気支援策を講じており、中国首脳部が交

代した今、必要とあればさらなる政策支援も期待できます。中国の2012年のGDP成長率は7.5%、2013年は8%強を予想しています。

他の新興国ではインドも減速していますが、インフレが根強く通貨が弱いことから、当局に利下げ余地はありません。米国の回復の遅れに伴い、メキシコも足踏みしていますが、2013-14年の見通しは改善しています。一方、ブラジルは大幅な利下げにより、今後数年間景気が大きく持ち直す可能性があります。ロシアをはじめとする欧州の新興国も昨年はユーロ圏の景気後退の影響に苦しみました。輸出、さらには消費需要や公共部

門の需要が改善するにつれ、景気が上向くと予想されます。

景気の低迷を受けて、我々は2012年の世界貿易の伸び率を2011年のおよそ7%から2%に引き下げました。しかし、世界貿易の伸び率は2013年は4.5%に上昇し、2014-16年にかけては年率6-7%が予想されています。全体としては、2012年の世界のGDPの予想成長率は3%程度、2013年は3.5%に据え置きますが（購買力平価ベース）、2014-16年は年率4-4.5%に加速する見通しです。

### コラム3

#### 成長市場 - 欧州の成長の牽引役として重要性が増す

2011年は世界の人口の3分の2近くが25の成長市場に住んでいましたが、これらの市場が世界のGDPに占める割合はわずか3分の1に過ぎませんでした。25年後の2036年には、人口よりGDPの面で成長市場が世界に占める割合が高くなります。成長市場が今後10年間で世界貿易に果たす役割は一段と大きくなり、貿易の中心が次第にアジアや中東、アフリカに移っていきます。

実際、オックスフォード・エコノミクスは、二国間貿易に関して、2020年までに欧州からアフリカや中東への輸出が欧州から米国向けの輸出を50%程度上回るだろう、としています。大きな市場シェアを獲得するチャンスがあるうちに、企業が早急に成長市場に足がかりを築くことが必要です。ユーロ圏から成長市場への輸出額は2000年の2,300億米ドルから2011年は8,950億米ドルに増加しました。二国間貿易予想は、20年後にはユーロ圏から急成長市場への輸出がユーロ圏内の貿易を上回ると予想しており、特に中国やインドとともにインドネシア、トルコ、ベトナムの存在が際立ちます。これらの国々は今後25年間の成長率が年率5%以上に達する見通しで、いずれの国も人口動態は良好であり、世帯収入の増加に伴い今後25年にわ

たり世界のGDPに占める割合の上昇が予想されます。

25年後には、インドネシアの人口は世界第4位であるばかりか、今後25年にわたり年率5%の成長を続けた結果、世界第9位の経済大国になります。アジアの新興国の多くは輸出主導型であり、GDPに占める輸出の割合が3分の1未満なのは中国とインド、インドネシアの3カ国だけです。人口動態も非常に良好で、インドネシアは25年後も65才以上の高齢者1人に対し5人強の労働者を誇ります。1990年に中等教育年齢にあって中等教育を受けていた子供は全体の半数に届きませんでした。いまや80%が中等教育を受けています。世帯収入が3万米ドル以上のインドネシアの世帯数は2020年までに、現在収入が3万米ドル以上の中国の世帯数を上回る模様です。

トルコは人口とGDPの両面で世界第18位につけています。今年は景気が低迷するものの、今後25年間は年率5%のGDP成長率を予想しています。国内市場は大きく、10年後に世帯収入が3万米ドル以上の世帯数は1,100万世帯と、現在のカナダと同水準になる見通しです。インドネシア同様、人口動態も非常

に良好です。トルコでは25年後も高齢者1人に対し5人の労働者が存在するのに比べ、日本やドイツでは2人に届きません。教育水準も高く、高校卒業者の半数近くが18才以上も高等教育に進みます。1990年にはこの割合はわずか12%でした。

ベトナムでは今後25年間、年率6%近い成長が予想されており、急成長市場の中でも中国とインドに続いて3番目の成長を遂げる見通しです。ベトナム当局は2013年について最低5.5%の成長率目標を掲げていますが、銀行が安定し海外直接投資の改訂法案が可決されれば、2014年は7%を上回る成長が見込まれます。ベトナムの人口は世界で13位、人口動態も若く教育も普及してきています。中等教育を受ける子供の数はこの20年で倍増し、現在は80%程度に上っています。人口一人当たりの所得は今後25年で6倍以上の増加が予想され、3万米ドル以上の世帯収入がある世帯数は現在の6,000世帯から10年後には60,000世帯になるとみられています。

## Ernst & Young

### アーンスト・アンド・ヤングについて

アーンスト・アンド・ヤングは、アシュアランス、税務、トランザクションおよびアドバイザリーサービスの分野における世界的なリーダーです。全世界の16万7千人の構成員は、共通のバリュー（価値観）に基づいて、品質において徹底した責任を果たします。私どもは、クライアント、構成員、そして社会の可能性の実現に向けて、プラスの変化をもたらすよう支援します。

「アーンスト・アンド・ヤング」とは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのメンバーファームで構成されるグローバル・ネットワークを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。詳しくは、[www.ey.com](http://www.ey.com)にて紹介しています。

### アーンスト・アンド・ヤング ジャパンについて

アーンスト・アンド・ヤング ジャパンは、日本におけるアーンスト・アンド・ヤングのメンバーファームである新日本有限責任監査法人、新日本アーンスト・アンド・ヤング税理士法人、アーンスト・アンド・ヤング・トランザクション・アドバイザリー・サービス株式会社、アーンスト・アンド・ヤング・アドバイザリー株式会社など、9つの法人で構成されます。各法人は法的に独立した組織です。詳しくは、[www.eyjapan.com/jpl](http://www.eyjapan.com/jpl)にて紹介しています。

© 2013 Ernst & Young ShinNihon LLC.  
All Rights Reserved.

本書又は本書に含まれる資料は、一定の編集を経た要約形式の情報を掲載するものです。したがって、本書又は本書に含まれる資料のご利用は一般的な参考目的の利用に限られるものとし、特定の目的を前提とした利用、詳細な調査への代用、専門的な判断の材料としてのご利用等はしないでください。本書又は本書に含まれる資料について、新日本有限責任監査法人を含むアーンスト・アンド・ヤングの他のいかなるグローバル・ネットワークのメンバーも、その内容の正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではなく、本書又は本書に含まれる資料に基づいた行動又は行動をしないことにより発生したいかなる損害についても一切の責任を負いません。

ED None

本書はSCORE AU1373の翻訳版です。

EMEIA MAS 1247.1112

### オックスフォード・エコノミクスについて

オックスフォード・エコノミクスは、政府および企業のニーズに合った独自の予測と分析を提供するため、1981年に設立されました。現在では経済分析、アドバイス、モデル構築に関する世界のトッププロバイダーであり、クライアントは国際機関、各国政府、中央銀行および業種を超えた多国籍優良企業など、300を超えています。

オックスフォード・エコノミクスではオックスフォード、ロンドン、ベルファスト、パリ、アラブ首長国連合、シンガポール、ニューヨーク、フィラデルフィアを拠点とする70名を超える独自のスタッフが、オックスフォード大学や欧米の幅広いパートナー機関との緊密な関係を通じて、高度な専門的およびテクニカルな知識を駆使しています。オックスフォード・エコノミクスのサービスには、190カ国、85業種、欧州とアジアにおける2,500を超える都市または地域の予測や、経済的影響の評価、政策に関する分析、エネルギーと持続可能性の経済性に関する作業などが含まれます。

本レポートで示した予測は、信頼できると判断された公共の情報源から入手した情報に基づいていますが、その網羅性や正確性に関しては、我々は責任を負いません。また、本レポートで示した分析は情報のみを目的とするもので、オックスフォード・エコノミクスは予測、予想、アドバイスまたは推奨が、正確または達成可能であることを保証するものではありません。オックスフォード・エコノミクスは前述のいずれかの内容、または読者が前述のいずれかに依拠することについて責任を負いません。