



# Eurozone

アーンスト・アンド・ヤングによるユーロ圏の見通し

ユーロゾーン夏号 要約版 - 2013年6月



# ハイライト

## 予想されるリセッションの長期化

- ▶ ユーロ圏の2013年のGDP成長率はマイナス0.6%と、昨年(マイナス0.5%)からわずかに悪化する見通しです。
- ▶ 2014年には景気回復が始まりますが、GDP成長率は1%を下回るでしょう。
- ▶ 失業率は2014年初頭に労働力人口の12.7%に当たる2,050万人でピークを迎えます。

## 世界経済による底上げも期待できず

- ▶ 新興国の一部では景気が減速し、貿易依存度が最も高いユーロ圏諸国を中心に経済成長が抑えられます。
- ▶ 急激な円安に伴う日本との競争の激化が欧州の輸出見通しに影を落としています。

## 一方で金融・財政の緩和が進む

- ▶ 欧州中央銀行(ECB)は5月に利下げを実施しましたが、中小企業への融資促進策を導入する可能性は後退したとみられています。
- ▶ 欧州委員会が財政緊縮を緩め、信頼性の高い財政政策へと政策スタンスをシフトさせたことは明らかです。
- ▶ 現在計画中の財政緊縮策を実施すれば2014年のユーロ圏のGDPは1%程度押し上げられ、ギリシャとスペインが最大の恩恵を受けるでしょう。

## 改革が周縁国を後押し

- ▶ 周縁国の中には財政の厳しい制約を受けて労働市場の規制や社会保障に必要な改革を断行し、すでに大きな成果を上げている国があります。
- ▶ これに対し、中核国は出遅れています。ユーロ圏内のリバランスを促すには貿易以外のセクターで競争を強化することが必要です。



# 政策スタンスは成長支援型に変化

## 景気回復への道のりは遠く

今回の景気後退は2008～09年にかけての景気後退局面ほど深刻ではありませんが、長期間に及びそうなことが明らかになってきました。今回の景気後退はユーロ圏史上最も長い6四半期にわたっています。新興国市場を中心に国際経済環境が軟化してユーロ圏の輸出が落ち込み、財政緊縮策が継続される中、労働市場の低迷により消費支出が冷え込んでいます。このため、2013年のGDP成長率は0.6%のマイナスと、2012年から若干

低下するとみられます。急激な円安により日本との競争が激化したことにより、欧州からの輸出が減少しています。

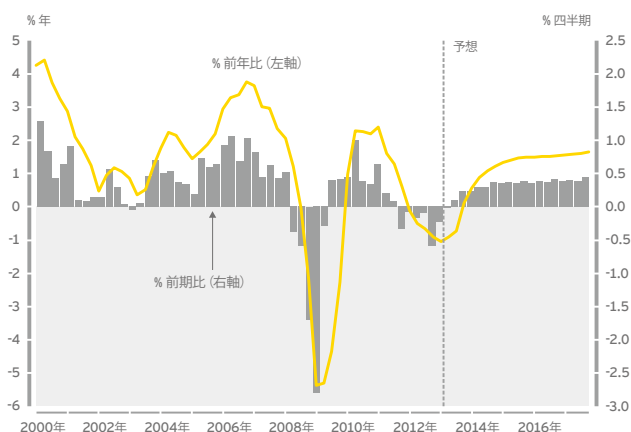
## 国際経済環境の改善にも時間がかかる

2013年の先進国の成長予想については今年3月に発表した春号からほとんど変更がないものの、新興国市場の予想成長率を5.4%から5%に下方修正しました。国別では中国の予想成長率を0.7ポイント引き下げて7.5%に、ブラジルを0.4ポイント引き下げて2.7%とした点が顕著です。

中国では2013年第1四半期に予想したよりも減速基調が鮮明になっていますが、政策当局は今後の経済成長をよりバランスの取れたものにするために、成長率の低下を甘受すると示唆しています。金融政策が比較的緩く信用は拡大していますが、最近の統計によると、国内消費だけでは我々が予想してきた高い成長率を支えきれないことが明らかです。そこで我々は中国の景気見通しを短期、中期ともに下方修正しました。すなわち、中国の輸入需要はこれまでの我々の予想を下回ることになり、ユーロ圏をはじめとする中国の主な貿易相手国などの経済成長にも影響を及ぼします。

予想外に低迷する需要がユーロ圏の輸出の伸びを抑えていることに加え、円が対ユーロで下落していることから、欧州の輸出企業は日本企業との激しい競争にさらされることとなります。

図1  
GDP成長率



出所: Oxford Economics

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)

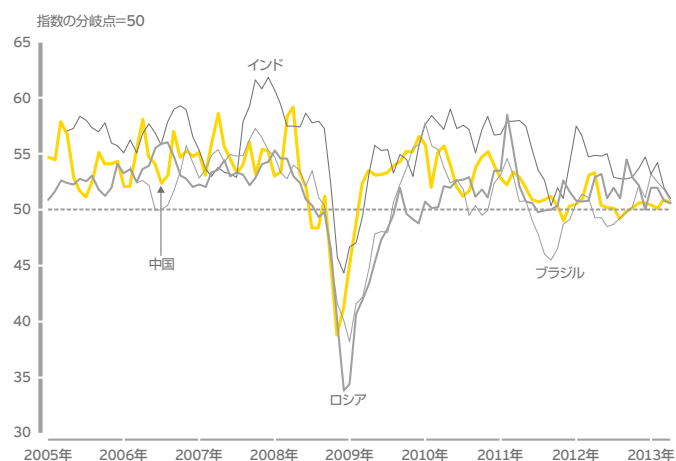
出所: Oxford Economics

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
GDP	-0.5	-0.6	0.9	1.4	1.5	1.6
個人消費	-1.3	-0.8	0.5	1.1	1.3	1.5
固定資本形成	-3.9	-2.4	2.0	2.9	2.7	2.6
在庫投資 (GDP比%)	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0
政府支出	-0.3	-0.4	-0.3	0.3	0.6	0.8
輸出 (財貨・サービス)	2.9	1.0	3.4	4.2	4.1	3.9
輸入 (財貨・サービス)	-0.8	-0.1	3.0	4.4	4.4	3.9
消費者物価指数	2.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
失業率	11.4	12.4	12.7	12.4	12.0	11.6
経常収支 (GDP比%)	1.3	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
財政収支 (GDP比%)	-3.7	-2.8	-2.4	-1.9	-1.5	-1.2
政府債務残高 (GDP比%)	92.7	95.8	97.5	98.4	98.5	98.1
ECBの主要リファイナンス・オペ金利 (%)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7
ユーロ実効為替レート (1995年 = 100)*	115.5	118.5	115.6	112.0	111.1	110.9
為替レート (ドル/ユーロ)	1.28	1.29	1.21	1.17	1.17	1.17

\* 実効為替レート上昇はユーロ上昇に比例する



図2  
BRICs: 製造業購買担当者景気指数



出所: PMI, Markit, 中国国家统计局, HaverAnalytics

円は2012年7月下旬以降対ユーロで40%程度下落しましたが、最近では日銀の大幅な量的緩和策を受けて円安が進んでいます。

### 労働市場の悪化が国内経済に打撃

世界経済の減速に加え、財政緊縮策の継続に伴いユーロ圏の失業率も予想以上に上昇しています。失業率の悪化は、対外環境の伸び悩みが尾を引き、財政緊縮策がおおかたの予想以上に経済に打撃を与えていることによるものです。とはいえ、当社はこれまでの予想通り失業率が2014年第1四半期にピークを打つと考えています。ただし、失業率のピーク値はこれまで予想していた12.5%ではなく12.7%に達し、さらに失業者が50万人増える模様です。労働市場の低迷を受けて、今後3年間は家計収入と消費支出の伸び抑制されます。その結果、個人

消費は今年も0.8%落ち込みますが、2014年に入ると0.5%、2015年は1%強の増加が見込まれます。

### 失業者の非熟練化リスクの増大

若年層の失業率はユーロ圏全体で24%と特に高くなっていますが、ギリシャに至っては62%、スペインでも56%と憂慮すべき水準に達しています。長期失業者の増加も懸念されています。長期失業者は2009年初頭には失業者全体の3分の1でしたが、今では失業者全体の半分近くに上っています。若年層と長期失業者の割合がこれほど高いと労働者の非熟練化と労働市場からの脱落を招き、ユーロ圏の中期見通しが脅かされることになります。

### 経済環境は2012年後半に改善の見通し

2013年後半には景気回復がようやく始まるとみられ、2014年のGDP成長率は1%弱、2015~17年は1.5%程度に達する見通しです。予想よりも脆弱な国際経済環境と労働市場の一段の悪化を反映して、我々は輸出と消費支出を中心に予想を下方修正しました。ユーロ圏の中でもドイツなど貿易依存度が高い国ほど輸出の予想を大幅に下方修正しています。

一方で、消費支出と歳出の削減が続く中、他のセクターでも厳しい状況が続きます。建設業は2013年も不振が予想され、2012年にユーロ圏全体で4%台のマイナス成長を記録したのに続き、2013年も3.3%落ち込む見通しです。また、製造業もマイナス1.6%前後と2年連続のマイナス成長が見込まれますが、輸出需要と貿易が好転するにつれ、2014年には回復が始まる見通しです。今年は金融とビジネスサービス業の成長率も微増に留まり、成長が加速するのは景況感が好転する2014年に入ってからになるでしょう。

表2  
ユーロ圏のセクター別予想 (総付加価値の年間変動率)

出所: Oxford Economics

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
製造業	-1.6	-1.7	1.6	2.2	2.1	1.9
農業	-0.9	-0.9	1.0	1.3	1.2	1.2
建設業	-4.2	-3.3	0.2	1.5	1.8	1.7
公益事業	0.8	-0.4	2.1	1.9	1.8	1.7
貿易業	-0.7	-1.1	0.6	1.2	1.4	1.5
金融・ビジネスサービス業	0.7	0.1	1.4	1.7	1.7	1.8
通信業	0.6	0.8	2.5	2.7	2.8	2.8
非市場サービス業	0.2	-0.5	-0.2	0.4	0.6	0.9

### インフレ見通しは非常に緩やか

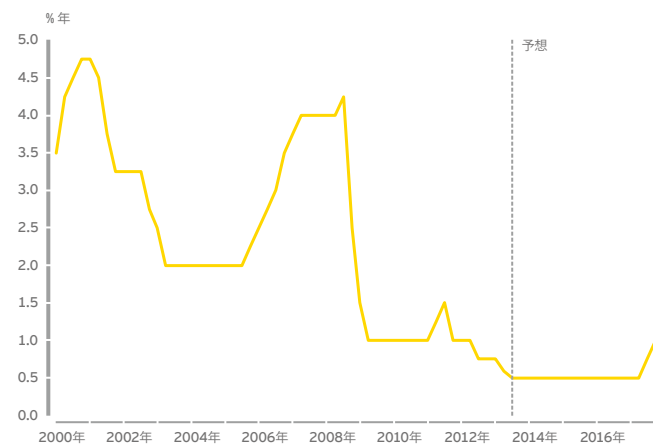
2年連続のマイナス成長が見込まれており、余剰生産能力はGDPの4%に達していることから、ユーロ圏のインフレ率は2012年の2.5%から2013年は1.6%に低下し、2018年まで1.5%近くで推移する見通しです。通貨ユーロは2016年末までに貿易加重換算で7%下落すると予想されていますが、そこまで下落しなかった場合、インフレ率はさらに下がるでしょう。通貨ユーロの下落見通しはユーロ圏経済の「失われた10年」の相対的な弱さを反映したものです。これは輸入価格の上昇につながります。

### 利下げが景気回復の可能性を高める

欧州中央銀行（ECB）は5月に政策金利を0.75%から過去最低の0.5%に引き下げました。この結果、ユーロ圏が景気後退局面に突入した2011年第4四半期に利下げが開始されて以来の利下げ幅は、1ポイントになりました。

今回の利下げは3つの要因によるものです。第1に、ユーロ圏と世界全体で景気が減速していること。2013年3月以降、ユーロ圏の経済統計は市場の予想を下回ってきました。ユーロ圏以外の地域でも予想外の不振となっており、主要先進国全体と新興国の統計も予想を下回っています。第2に、ユーロ圏のインフレ率がこれほど低いと明らかにデフレのリスクがありますが、ECBはデフレの回避を望むはずだということです。第3におそらく最も懸念されることに、ユーロ圏周縁国の信用収縮が続いている明確な兆しがあることです。

図3 ECBのリファイナンス金利



出所: Oxford Economics

### 景気回復には一段の対策が必要

周縁国では企業の借入金利が高止まりしており、ECBがさらに対策を講じて政策環境を緩和することが予想されます。その目的は、欧州の銀行システムと金融市場の細分化をきっかけに周縁国で分断された金融政策の連鎖メカニズムを立て直すことにあります。現在のところ、刺激が最も必要な周縁国の実体経済には低金利が行き渡っていません。ECBは昨年ユーロ圏内のソブリン債のスプレッドを縮小することに成功しましたが、ソブリン債市場が安定したにもかかわらず銀行から企業への貸付金利は高止まりしており、各国間の貸付金利の差を縮める点ではさほど成果を上げていません。

図4 周縁国債券利回りの加重平均スプレッド



出所: Oxford Economics, Reuters

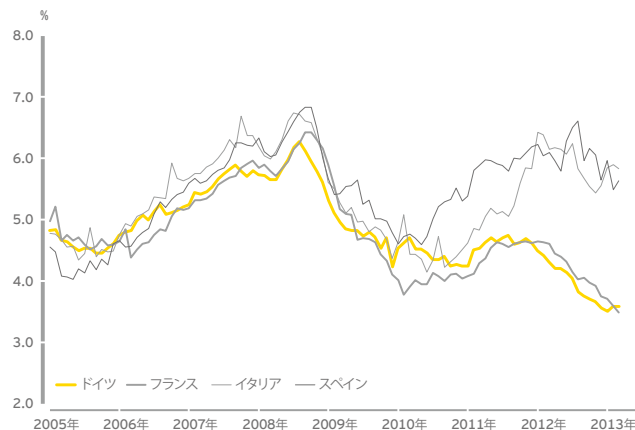
2011年を境に、周縁国の企業への貸付金利は明らかに中核国の金利と乖離し始めました。それ以前は周縁国と中核国の企業は銀行借入に同水準の金利を払っていましたが、今ではスペインとイタリアの企業の借入金利が5.5%超であるのに対し、ドイツやフランス企業の借入金利はわずか3.5%前後です。銀行システムの細分化こそ、次にECBが次に取り組むべき重要課題です。

### 一段の利下げは逆効果の可能性も

この問題は再利下げによって解決されるものではありません。むしろ、追加利下げを実施すれば、銀行のECBへの預金に対して支払われる預金金利がマイナスに陥る恐れがあります。この場合は銀行の利益が減少することになり、逆効果となります。



図5  
10年国債の利回り



出所: Haver Analytics

しかも、周縁国が必要とする程度までECBが利下げを行うことは不可能です。ユーロ圏各国のインフレ率と余剰生産能力に基づく金利を適切に推定すると、そのことが分かります。ECBの現在の金利はドイツにとっては適切かもしれませんが、金融政策は周縁国には厳しすぎます。ギリシャは-10~-15%近辺のマイナス金利が必要なのに対し、スペインやイタリアの経済情勢を踏まえると、-1~-4%が妥当といえます。政策金利がマイナスになる公算はきわめて小さいですが、我々の推定により、周縁国にどの程度の金融緩和が必要かが分かります。

### 企業向け貸出金利の引下げが求められる

ECBにとってより効果的な金融緩和策は、銀行が主に中小企業に対して融資しやすくする新たなインセンティブを与えることです。例えば、流動性オベの担保要件を緩和して、銀行が中小企業に割安に融資できるようにすることが考えられます。ECBのドラギ総裁は、中小企業への融資を裏付資産とする欧州資産担保証券市場への資金拠出の依頼を欧州投資銀行と協議中であると、述べています。

この件について早急に動きがあるとは思えませんが、中小企業が簡単に、かつ広範な資金調達源から資金を調達できれば、ユーロ圏の景気回復に大いに役立つでしょう。現在のところ、新型機械に投資し、雇用を増やすことで成長を図りたい小規模企業の多くは、内部留保や銀行からの借入に頼らざるを得ません。小規模企業は金融市場から直接資金調達できない場合が

多いからです。このため銀行からの融資が停滞すれば、大企業よりも大きな打撃を受けます。したがって、中小企業向けの貸付金利の引き下げに成功すれば、企業投資と労働市場、ひいては経済全般を押し上げるはずで。例えば、2008年以降の信用収縮の半分が2年以内に改善されれば、2017年までにユーロ圏のGDPは0.7%上昇し(650億ユーロ相当)、失業者数も50万人近く減少するとみられます。

図6  
失業率



出所: Oxford Economics

### 財政政策からの支援も必要

周縁国の与信状況に対してECBが改善策を講じていることに加え、財政緊縮のペースもある程度緩められることが予想されます。債券市場の資金調達コストに歯止めをかけるには、経済成長を阻み、各国が債務問題に陥る恐れを高める財政緊縮策を是が非でも実施するより、信頼性が高い財政計画の方が必要だという認識が政策当局者の間に広がっています。欧州委員会は5月末に明確な政策転換を図り、財政赤字の削減目標の達成期限の延長を加盟国7カ国に認めました。

フランス、スペイン、ポーランド、スロベニアについては安定成長協定に基づき、財政赤字をGDPの3%未満に引き下げる期限が2年延長されました。一方、ベルギー、ポルトガル、オランダに対しては1年延長されています。今回の期限延長により歳出削減の拡大をはじめ、短期的には経済成長に対してマイナスに働く付加価値税(VAT)の引き上げなどの歳入増加策が回避されました。

さらに、イタリアのレッタ首相は前モンティ政権が導入し不評だった固定資産税について、6月に予定されていた第1回目の課税を中止しました。12月に予定されている次の住宅税の課税中止を求める政治的圧力もあります。イタリアは7月に計画されていたVAT引き上げを撤回し、社会保障費の雇用主負担の削減、省エネ目的の住宅改築に対する免税措置、中小企業への保証基金の拡充、社会保障の整備などを約束しています。これらをどの程度実現するかによりますが、いずれにしても歳入不足は100億～200億ユーロに上るとみられます。しかし、新政権は財政赤字をGDPの3%未満に削減するというユーロ圏各国への約束を果たすと明言しており、税収不足を現行の歳出削減で補う見通しです。既存の3段階で構成されている地方政府制度を手始めに、削減余地は大いにあります。

### 財政緊縮策の緩和はスペインとギリシャに最大の恩恵をもたらす

現在の我々の予想では、2013年はユーロ圏全体でGDPの1.1%、スペインでは4.2%、ギリシャでは2.9%の歳出が削減されるとしています。しかし、フランス、スペイン、イタリアで財政赤字の削減期限が延長されただけに、ユーロ圏が財政緊縮を撤廃するシナリオも考えられます。万が一そうなれば、経済成長率は我々の予想を上回るでしょう。

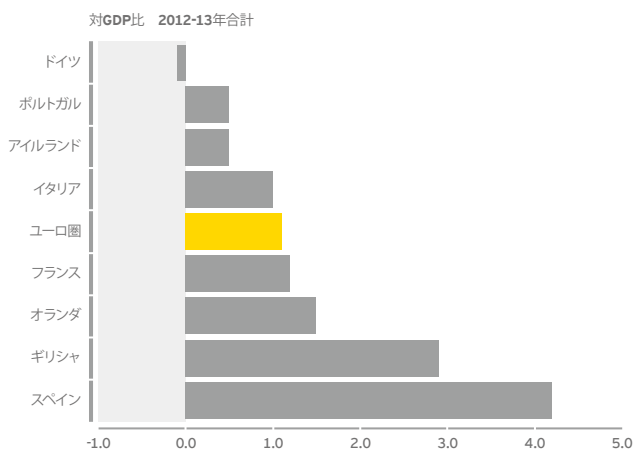
現在予想されている財政緊縮策が半減されると、ユーロ圏のGDPは我々のベースライン予想と比べ、2013年は0.2%、2014

年は0.7%引き上げられます。公務員の削減が抑えられ、景況の改善を受けて民間部門の投資が拡大して労働市場が改善する結果、主に家計消費の増大という効果がみられるでしょう。なかでも最大の効果が表れるのはギリシャとスペインで、2013年はギリシャでGDPが0.5%、スペインでは2.3%、2014年はギリシャで0.8%、スペインでは2.5%引き上げられると見込まれています。また、フランスとイタリアでもかなりの効果が期待でき、2014年のユーロ圏の失業者数は30万人減少するでしょう。

もちろん、現在の政策の手を緩めることには、ドイツその他ユーロ圏の中核国の一部が断固反対すると思われます。しかし、異論があるからといって実現しないわけではありません。ユーロ圏のGDPの半分を占め、救済措置を受けたことで制約を受けないフランス、イタリア、スペインなど一部の国は、欧州委員会の承認を受ければ独自に部分的な緩和策を実施することが可能です。ただし、ドイツの財政刺激策に代表される一段の財政緩和については、9月のドイツ総選挙後まで持ち越さざるを得ません。

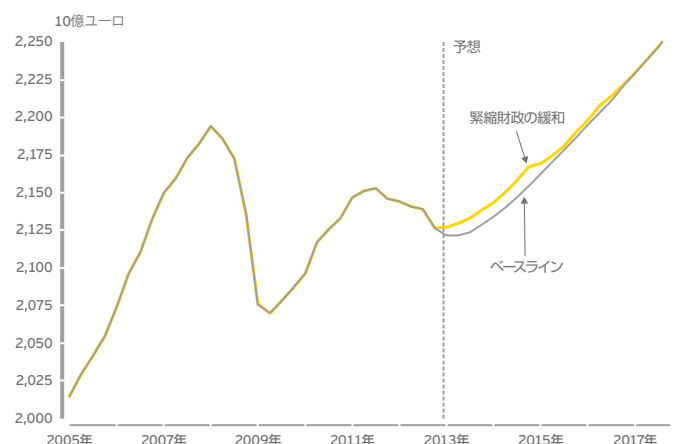
ドイツには公的支出を増やす余地があり、公的支出を増やせば我々のシミュレーションを超える、さらなる財政刺激策が実施される可能性があります。ドイツとユーロ圏の成長を促すには財政政策の緩和が何よりも効果的ですが、これまでのところドイツ政府はこの選択肢を拒否しています。

図7 GDPに占める財政引き締めの割合、2013年



出所: Oxford Economics, Haver Analytics

図8 代替的なシナリオにおけるGDP成長率



出所: Oxford Economics

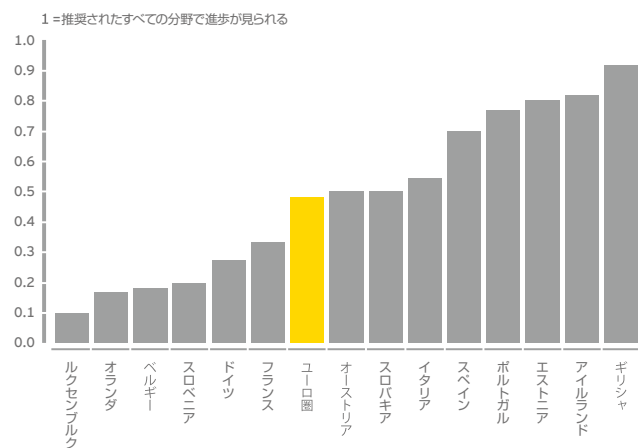


## 各国が危機を克服してさらに経済が強靱になる可能性

ユーロ圏の債務危機とそれに続く景気後退が起こらなければ、構造改革は実施されなかったかもしれません。政策立案者はマクロ経済の安定化政策とともに、懸案だった構造改革を同時進行させる必要性に気付き始めています。その結果、ユーロ圏経済が危機を克服してさらに強靱になることが考えられます。

財政支援プログラムの対象であり、市場圧力にも直面しているギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペインでは、労働面の規制や福祉など政治的にデリケートな分野でも改革が急ピッチで進んでいます。これらの国々では、2011年と2012年にかけて改革のペースと国債の利回りの低下の間に相関関係が見られています。これは、ドイツ、ルクセンブルク、オランダなど経常黒字を誇る他のユーロ圏諸国における改革のペースが緩やかなのとは対照的です。ただ、これらの国々でもユーロ圏内のリバランスを促すために、貿易以外のセクターにおける競争力の強化を含めた改革が必要とされています。

図9 経済協力開発機構(OECD)が推奨する構造改革への対応



出所: Oxford Economics, OECD

## 特に周縁国で進む労働市場改革

各国が雇用の創出、成長産業に対する資源再配分の促進、労働市場の二面性の軽減(同等の労働者が異なる賃金と雇用の保護を得ているという別個の条件が存在すること)に取り組む中、賃金交渉と雇用関連法案の分野を中心に、改革が強力に進められてきました。例えば、ポルトガルとイタリアでは弱小産業に属する企業に団体交渉協定の順守を免除することで、労働市場の状況に賃金を対応させやすくしています。

### コラム1

#### ユーロ圏の勝ち組製造企業

低コストの競合国に対しユーロ圏が明らかに技術的、品質面で優位な製造部門は、現在の環境下で最高の業績を上げるでしょう。これらは航空宇宙、エレクトロニクス、機械、医療・手術用設備などのセクターです。

#### 世界的な旅客数の増加の恩恵を受ける航空宇宙産業

国際航空運送協会(IATA)は2012年12月に、世界の航空会社の利益予想を2012年は67億米ドル、今年は84億米ドルに上方修正しました。旅客数の伸びも続いており、欧州の航空宇宙産業の見通しは引き続き明るいものとなっています。旅客数の長期的な増加の大きな要因は新興国における中間層の台頭にあります。グローバル化により長距離の出張が増える一方、新興国が繁栄するにつれ短距離用の航空機の需要が拡大しています。民間航空機の発注サイクルはピークを打ったようですが、受注残はかなりの数に上っています。一方、マクロ経済リスクが後退すれば、航空会社が予定通り引き渡しに応じる見通しも高まります。航空会社側も燃料効率の優れた新型旅客機の納入に前向きです。

昨年の新規受注がボーイングを下回ったとはいえ、総額5,500億ユーロに上るエアバスの受注額は欧州における好調な生産見通しを裏付けるものであり、納入機数もようやく増加し始めたようです。ドイツ、イタリア、英国の生産高の見通しは年初よりも大幅に改善しています。EUの生産高の伸びは8.5%を上回ると予想されており、英国とドイツでは2ケタの伸びが予想されています。エアバスのサプライチェーンは欧州大陸全体に及んでいるため、ユーロ圏全体にプラスの影響をもたらすはずで



民間航空機の需要が好調な反面、軍需部門は防衛予算の削減に苦しんでいます。2013年度の米国の防衛関連支出は460億ドル削減される予定ですが、予算削減に聖域を設けないためすべてのプログラムに影響が及び見通しで、複数年にわたる設備投資プロジェクトほど打撃を受けます。このように、軍需関連の受注の減少はますます深刻になりそうです。これは米国に限ったことではなく、世界中で防衛予算への圧力が高まり、受注競争は激しさを増しています。このため、新規受注の利鞘は低くなる模様です。この結果、航空機産業の利益は主に民間頼みとなり、防衛産業中心の企業にとっては厳しい状況となるでしょう。

### 品質で優位を誇る エレクトロニクスと機械

ユーロ圏はエレクトロニクスと機械の有カメ

ーカーを擁しています。消費家電のほか、資本財や自動車その他の製品に搭載される先進のITや計測機器を含むエレクトロニクス部門は、欧州の航空宇宙産業のほぼ2倍の規模を誇り、この10年間で50%近く拡大しています。新興国と比べ、製造業の中心としての欧州の魅力を高めている要因として、知的所有権の強力な保護が挙げられます。さらに、新興国の追随を許さない高品質の製品に加え、製造コスト全体に占める人件費の割合が比較的 low、VE提案等をする際にも優位性があります。こうしたことから、消費家電の生産は東南アジアへの移転が続くものの、欧州におけるエレクトロニクスと機械の生産高は今後10年間でさらに40%の増加が見込まれます。

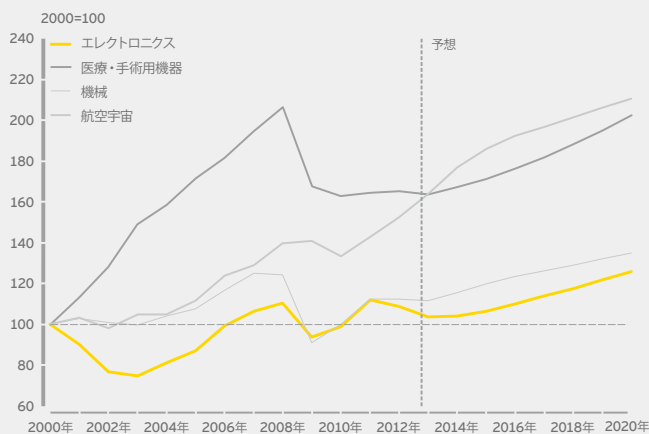
製造過程に必要な不可欠な高度な部品を中心に、産業用機械でも同様の動きが見られます。これらの製品は輸送費が莫大なこともあ

り、欧州市場への距離の近さが有利になる場合があります。ドイツはエンジニアリング製品で長年世界をリードしており、米国、中国、その他設備投資集約型の新興市場からの底堅い需要を取り込むことで欧州での需要低迷を補っています。イタリアとスペインにもこの分野で有力プレイヤーがいますが、欧州市場が主体であるため短期的な見通しは芽えません。それでも、ユーロ圏のエレクトロニクスと機械の生産高は今後10年間で25%以上増加すると予想されます。

### 医療・手術用機器は 人口動態の変化がプラスに

短期的には、緊縮財政によってユーロ圏と英国の医療費の伸びは抑えられるでしょう。しかし、高齢化と富の増大に伴い、欧州が世界をリードする産業である医療・手術用機器セクターの需要が拡大するでしょう。ここでも勝ち組企業を決定付ける要因は、コストや発売までに要する時間ではなく、品質です。長期的な需要の伸びに加え、このセクターは消費者が高い品質を求め、労働集約度が低いことから、人件費が安い国に拠点を置く企業との競争の影響をあまり受けません。同セクターにおけるユーロ圏の生産高の伸びはフランスとスペインを筆頭に製造業全体を上回り、2010年代末までに年率3%台に達する見通しです。

図10  
製造業の優良セクター



出所: Oxford Economics



イタリア、ポルトガル、スペインなど、労働の二面性が高く、競争力を取り戻す必要のある欧州各国では過去2年間、雇用創出という重要な分野の改革も実施されてきました。大きな前進があったとはいえ、有権者からの抗議や政治家の反対を受けて、実施された法改正の内容は当初の発表より後退した内容となっています。

### 非効率な産業からの人員の移転

ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガルでは、公共財政を持続可能なものにし、競争力を取り戻すための改革が実施されてきました。非効率な産業から効率的な産業に人員を再配分し、生産性と潜在成長率を押し上げることが目的です。

### 競争力の強化

小売、専門サービス、エネルギー市場、公益事業では製品市場の競争を促すための対策が講じられており、この目的に沿って参入障壁が撤廃されつつあります。規制の透明性が高まり、競争の枠組みも強化されています。また公的部門のコスト効率を高め、規模を縮小する対策も講じられていることが生産性の強化につながるでしょう。

### 税制の効率化

公共財政を持続可能にする取り組みの一環として、課税政策と年金制度の改革も実施されています。政府は徴税の効率を高めて課税基盤を拡大しており、ギリシャ、イタリア、ポルトガルではこれが大きな効果を上げています。同時に、税負担の一部を所得税から消費税、不動産税、環境税に移すなど、経済成長を促す税制への転換も図られています。国家の債務を持続可能なものにするため、債務危機の開始時点ですでに実施されていた年金改革に拍車がかかりました。フランスとスペインで退職年齢が引き上げられ、年金の全額支給に必要な払込期間も延長されました。

### 金融システムの保護に必要な対策の強化

危機を受けて、EU経済金融委員会が提案した監督制度の統合強化を筆頭に、金融システムの安全性を高める大規模な措置が実施されています。しかし、システムの安定性を高め統合を進めるにはさらなる改革が必要です。具体的には、強固な規制要件の徹底、一貫性のある規則の採用、共通の監督制度、EU全域の預金保険制度、共通の資金源による銀行救済制度の確立などが考えられます。



## 結論

ユーロ圏の景気後退はこれまでの予想より長期化する見通しです。国際経済環境の減速が輸出に悪影響を及ぼし、高い失業率が内需を圧迫していることが主因です。2013年のGDP成長率はマイナス0.6%と、2012年よりもマイナス幅が若干大きくなる見通しです。その後、ようやく景気の回復が始まるものの、2014年の成長率は1%を下回り、2015～17年は1.5%前後となる模様です。何よりECBが中小企業への融資の促進策を講じることが期待されます。新たな対策が効果を上げるまでには時間がかかりますが、資金調達が容易になり、資金の調達源が広がれば、景気回復への大きな足掛かりになると思われます。当局は財政再建のペースを緩める構えのようです。

しかし、緊縮財政を緩めたからといって、政治的に困難な供給サイドの改革を後回しにしないことが重要です。これまでのところ、景気が低迷する中、各国政府とEUは必要な構造改革を断行してきました。これにより、ユーロ圏の中から危機を克服してさらに強靱になる国も出てきそうです。財政支援を受けていたり、市場の圧力に直面している国々は、すでに大きな進歩を遂げており、財政面での厳しい制約から、政治的に敏感な分野で不可欠な改革に着手することを余儀なくされています。一方、中核国では改革についてさほど大きな進展はありませんが、貿易以外のセクターでの競争を強化することで、引き続きユーロ圏内のバランスを取り戻すことに注力すべきです。

## コラム2

### 予想の前提：国際経済環境とコモディティ価格

ユーロ圏に関する我々の予想は国際経済環境、世界のGDP成長率、貿易やコモディティ価格など複数の前提に左右されます。

主要先進国の経済が低迷し、主要新興国も問題に直面する中、世界のGDP成長率は2011年の3%前後から2012年は2.3%に減速しました。欧州に由来する諸問題から、ユーロ圏崩壊の懸念に加え、財政赤字と債務の削減に向けて各国政府が継続する財政緊縮策、失業率の急上昇などが経済活動に重くのしかかりました。このため、米国では好転しかけていた経済成長が2.2%に抑えられました。

ユーロ圏が崩壊する懸念は薄れ、他の主要先進国の見通しも次第に改善しているようですが、主要新興国の見通しは今年に入ってから悪化しています。このため2013年に入って最初の数カ月月は主要各国の投資受注と世界貿易が落ち込みました。この結果、2013年はユーロ圏が0.6%のマイナス成長、米国

の成長率はわずか2%強、日本も1%不足と2012年より軒並み成長率が鈍化する見通しです。

中国の最近の統計も低調です。輸出需要の低迷を受けて、我々は中国の2013年の成長予想を7.5%に、2014年は8%に下方修正しましたが、これがアジアの他の新興国や世界の貿易と成長率に大きく影響するでしょう。また、中国政府が投資依存からの経済脱却に沿った経済成長のペースを新たに打ち出したことから、我々の中期見通しも下方修正しました。

他の大半の新興国の成長率も2013年に入って減速し、ブラジルについては予想成長率をわずか2.7%に下方修正しました。インドの今年の成長率は5.2%と、昨年をやや上回る見通しです。しかし、それでも春号で我々が予想した6%を大幅に下回っています。このため、2013年の世界のGDPの予想成長率を2.1%と3カ月前から下方修正しました。その

後、2014～17年にかけては年率3～3.5%に徐々に回復する見通しです。緩やかな経済成長は世界貿易に反映され、世界貿易の今年の伸び率は昨年の2.3%をわずかに上回る3%に留まる見通しです。

中東の政治情勢をめぐる不透明感やシリアの内戦が近隣諸国に広がる懸念にもかかわらず、北海プレートの原油価格はここ数カ月で1バレル＝100米ドル台まで低下しました。経済制裁を受けているイランの減産をイラクその他の石油輸出国機構（OPEC）の加盟国の一部が増産するなどして補っています。我々の今年の北海プレートの予想価格は1バレル＝105米ドルと3月時点予想より低く、2012年の平均価格を6%前後下回る見通しです。一方で2014年については、1バレル＝108米ドル前後までの小幅な上昇が予想され、世界の需要拡大が主要産油国の増産による価格下落圧力を一部相殺することから、2015～16年は115米ドル付近まで上昇する見通しです。

## 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/jp](http://www.eyjapan.com/jp)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 AU1691 の翻訳版です。

### 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。