



Eurozone

アーンスト・アンド・ヤングによるユーロ圏見通し - 要約版

冬号 - 2011年12月



新日本有限責任監査法人
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

ユーロゾーン2011年冬号 - 要旨



ユーロ圏の債務危機はまだ続きそう

経済と政治は切り離せない関係にあります。一般的に、経済危機は政治の忍耐力だけでなく、事業の信頼感をも試しています。12月9日にEU首脳会議で合意された、「財政協定」として知られるユーロ圏諸国の税制および予算策定の監視強化に関する協定により、欧州各国首脳は、より強力な権限の枠組みが共通通貨ユーロに対するより大きな信任を与えるとの確信のもと、財政統合に向けた第一歩を踏み出しました。これにより、より強力な権限と財政規律の緊密な一体化が図られようとしています。しかし課題は多く残されており、各国首脳も、この合意が3月までに最終化されるとは信じていません。

弊社では、ユーロ圏経済は既に再度リセッション入りしたとみています。経済成長率は2012年末にかけてようやくプラスに転じるでしょうが、2012年を通しての成長率はわずか0.1%にとどまり、その後、2013年-15年にかけて1.5%-2.0%まで上昇するとみています。失業率は2015年までは10%を下回ることはないでしょう。2011年12月9日に税制と歳出の拘束強化および歳出超過の国々に対する制裁に関する合意が行われたものの、リセッションは依然、短期的にビジネスリーダーが取り組むべき課題になるとみられます。短期的には引き続き市場のボラティリティは高く、ユーロ圏のビジネスリーダーは、リスクを低減するための予防的措置を取ると同時に、いつ、どこでビジネス機会が訪れるかを見極める必要があります。

ユーロ圏の解決策：緊縮財政と成長

ユーロ圏の債務危機の持続的な解決策を見出すためには、経済成長の万能薬が必要とされます。確かに、欧州の成長見通しが極めて弱いため、ユーロ圏への投資は推奨できません。財政上の合意が各国政府に大幅な緊縮財政を課し、その結果、各国におけ

る成長力が削がれることでしょう。

弊社では、2012年の設備投資は抑制されるとみています。多くの大企業が巨額のキャッシュを抱えていることを考慮すると、これは非常に残念なことです。どうやら経営トップの多くは、欧州域内への投資または他の成長市場への投資のいずれかではなく、自社株買いまたは手元資金を蓄えるという誘惑に再び屈するよう見えます。現在では、経営トップの間でリスク回避志向は極めて強いと言えます。

ユーロ圏（および英国）がリセッション入りする際、この影響を大きく受けやすい企業は中小企業セクターでしょう。大企業は潤沢な手元資金のお陰で、リセッションを耐え抜くことのできる地位にあります。中小企業でこうした恵まれた立場にある企業はほとんどないと言ってよいでしょう。中小企業は運転資金と信用というライフラインを銀行に極めて多く依存しています。通常では、銀行は経営状態が良く、優れた製品を作り、堅固な顧客基盤を持つ中小企業には、これらの中小企業が一時的な資金難に陥った際でも融資を行います。しかし、短期的にユーロ圏の懸念が存在する現在では、融資は抑制され、ある場合には警戒感やリスク回避志向が生じ、資本増強に迫られます。欧州理事会は10月26日、銀行の最低自己資本比率をリスクウェイト資産の9%にまで引き上げることで合意しました。これはすべての銀行にとっては困難な目標ではありませんが、この達成が危ぶまれる銀行も中には存在します。これらの銀行は恐らく、ECB（欧州中央銀行）の2011年第4四半期融資調査で与信基準を厳格化すべきとされた銀行だと思われる。

銀行は投融資を絞る公算が大きく、企業はできる限り自力での資金調達確保を迫られるでしょう。このため、資金調達の可能性と資本コストの両方を追求することは難しい課題となるでしょう。今後



資本調達手段が減少する可能性に対応するため、企業は従前の与信枠のいくつかを替えて、他の信用手段を用いる必要があります。これによって、例えばジョイントベンチャーなどを通じて、新たな市場と市場参加者が生まれるでしょう。困難な時代は、同様にビジネス機会をもたらします。このため、最強の企業は現状を最大限に活用する必要があります。同時に、企業が成長機会を模索する際には、持続的なコスト削減への準備ができていなければなりません。

成長市場が実質的に成長率に寄与する可能性が

中小企業が信用収縮により大きな影響を受けた場合、失業率の大幅な減少、または消費が再び上向き見込みは事実上ほとんどないでしょう。弊社では、個人消費は完全に停滞すると予想しています。また、成長率に寄与する見込みが最も高い分野は、何といても新興国向け輸出にあるとみています。弊社では、2012年の世界全体の経済成長率は6%と予想しており、そのうちアジアの成長率は7%とみています。アジアのうち、インドの経済成長率は2012年から15年にかけて、年率8.7%とトップに立つとみられ、次いで中国が8.5%と予想しています。

弊社予想では、先進国による成長市場向け輸出は2011年に9.3兆米ドルであったのが2020年には17.6兆米ドルにまで成長し、先進国全輸出の33%に達するとしています。これは今後数年間にユーロ圏経済をある程度押し上げる要因になるとみられ、それゆえ、我々はユーロ圏の成長率は2014-2015年までに2%まで回復すると予想しています。ビールやワインなどを販売する消費者製品メーカーにとって、成長市場は既に必要不可欠な存在となりつつあり、この背景には中産階級の急速な増大があります。国際通貨基金(IMF)は、今後数年間の世界需要の成長分の70%が新興国市場におけるもので、うち40%が中国とインドにおけるも

のだと予想しています。

成長市場におけるビジネス機会は、民間部門のみに限ったことではありません。欧州各国の歳出削減の影響を感じ始めている多くの企業は、公的部門における調達ニーズも調査し、これに対応する必要があります。

ビジネス界の要望リスト

主要な経済成長要素の一つがイノベーションであり、EUはこの領域で極めて意欲的です。しかし、イノベーションを刺激するための多くの重要なプロジェクトを開始するにあたって、以下の疑問が生じてきます。EUのイノベーションに関する政策はどれくらい効果的なのでしょうか？欧州におけるイノベーションへの公的部門による投資額は世界のどこよりも多く、一方で民間部門による投資が行われていないことでイノベーションに対する投資不足が起きています。EUのイノベーションに関する政策についての我々の最新調査では、取材を行った専門家の多くが、より効果的な産学共同のパートナーシップと技術移転を希望すると答えています。また、専門家が指摘したもう一つの大きな問題は、イノベーションに関する政策が国ごとに断片化されすぎていることであり、EUレベルでのイノベーションの政策に関して、より強力な連携を望むとしています。

弊社の最新アンケート調査によるとアンケート回答者は、例えば、金融セクター、高度な教育と確立した中小企業向けの株式市場などのEUの市場には部分的には満足しています。しかし、回答者は規制手段と資金調達に関しては否定的で、これらは経済成長への障害であり、EUの単一労働市場に対する障壁だと指摘しています。

欧州の「成長促進」政策に対する要求は、以下のような欧州におけ



るビジネスの優先順位にも反映されています。

- ▶ 電子商取引の成長とブロードバンド網の展開とともに、単一市場における EU サービス指令の完全実施
- ▶ 世界貿易機関（WTO）のドーハラウンドの締結と欧米間の経済協力の強化
- ▶ 科学、技術、工学、数学におけるスキル格差の解消
- ▶ 1,000 万人の長期失業者を対象とした雇用対策と、悪化する若年失業者問題への対応
- ▶ 2020 年までに欧州のエネルギーインフラで必要とされる 2,000 億ユーロの投資の活用

ビジネス界では、いかに実質的な成長を生み出し、グローバル市場における成功したプレーヤーとして欧州の未来を築かかについて、積極的な議論と意欲がみられます。

一方、経営トップはユーロ圏における低成長またはゼロ成長に対応するために戦略を見直し、実施する必要があります。欧州と米国の苦境がアジアの台頭を促しましたが、この傾向は今後も続くでしょう。企業はアジア戦略を確実に描く必要があります。我々は、強力なアジア戦略を持つ企業の収益は、欧米に注力する競合他社の収益を上回ると考えています。もう一つの成長機会は、年配者向け介護等の公的サービスの生産性を向上させるノウハウにあります。

優良企業は景気低迷期に弱小の競業他社からマーケットシェアを奪うことが多く、景気低迷期は効率を追求する企業にとって最適な時期です。必然的にアウトソーシングが見直しの対象となります。成長のための投資は、リセッション時には勝つために重要であり、M&A 市場では現在、極めて好条件の案件が出てきています。欧州株は過去 10 年間の平均で見ても低 PER で取引されており、安値圏にあります。

今後の金融市場は、欧州国債の債務危機が今後どのように展開するかに大きくかかっていますが、既に明るい材料がいくつかあります。12 月 9 日の合意により、欧州各国の財政政策の統合と強化に向けた基盤ができました。ギリシャとイタリアの政権は、財政および行政管理改革、労働および製品市場のリストラ、国有財産の民営化、そして成長促進に向けた構造政策の採用を命題とする、

期間限定の政権です。両政府は、ポルトガルやアイルランドと同様に、不本意ながらも、ユーロ圏にとどまる上で実行可能な代替的戦略を持たない政治基盤からの支持から政治力を引き出しています。統一通貨ユーロの将来にとって、今後 12 ヶ月が極めて重要になるでしょう。この危機が和らげば、欧州は景気回復への道程を歩み始め、新興国市場とグローバル経済は全体的に安定と成長を望むことができるでしょう。

ユーロ圏へ積極展開する企業に向けた質問

妥当なシナリオ下でのユーロ圏債務問題の潜在的な影響の大きさや、緊急時の対応策がとられているかどうか、事業モデルに対する長期間にわたる影響について、企業に対してこれまでよりもかなり詳細な質問が株主やアナリスト、銀行から出されるようになっていきます。

典型的な質問は以下の通りです。

- ▶ 銀行はストレステストの対象となっていますが、御社の業績は同様のストレステストを行った場合、どのようになりますか？
- ▶ 御社は金融制度厳格化に伴う衝撃に耐えることができますか？
- ▶ 御社は金融セクターの変化が御社の財務戦略に及ぼす影響を分析していますか？
- ▶ 御社のビジネスモデルは、経済成長が長期間、潜在成長率を下回るという状況に適合していますか？
- ▶ 御社の事業は緊急のデノミに耐えることができますか？
- ▶ 御社には経済・金融上の新たなリスクに対する管理計画がありますか？
- ▶ 御社はこのボラティリティの高い環境下で出現するビジネス機会を識別していますか？
- ▶ 御社にはこうした質問に対応するための、ステークホルダーとのコミュニケーション計画がありますか？



ハイライト

- ▶ 2011年12月9日にEU首脳会議で合意された、財政規律の強化と追加的な資金調達を提供するユーロ圏の改革は、正しい方向への第一歩を踏み出しました。これらの改革が迅速に、そして信頼できる方法で実施されることが不可欠です。
- ▶ 今後しばらくは不確実性とボラティリティが高まる可能性が大きく、短期的な成長見通しは引き下げられましょう。弊社のベースライン予想では、2011年第4四半期および2012年第1四半期に、ユーロ圏経済は再びリセッション入りするとみられます。しかし、ギリシャ債務が着実に整理され、12月9日の欧州各国の合意事項が実施される場合、2012年末にかけてユーロ圏の景気は再び穏やかに回復し、2012年に経済成長率がほぼゼロ%となった後、2013-15年に成長率は1.4%-2.0%まで上昇するとみられます。また、失業者数は今後長期間にわたって高止まりが予想され、我々は、失業率は2015年までは10%を割り込むことはないとしています。
- ▶ 欧州中央銀行(ECB)は、2011年初めの利上げから、年後半には利下げへと舵を切りました。今後、銀行に流動性をさらに供給するための措置とともに、さらなる金融緩和が必要となる可能性があります。さらに、特定国による必要な改革の実施能力が引き続き疑問視されていることから、こうした危機下においてECBの重要な役割の一つであると考えられている、債務国の国債買入れを継続する必要があるかもしれません。しかし、債券市場のボラティリティが極めて高く、2012年は低成長が見込まれ、借入れの必要性も高いことから、ECBはユーロ圏分裂のような、より深刻な問題を回避しようとする場合、最後の貸し手としての役割を果たす可能性があります。
- ▶ ギリシャ、イタリア、スペインでは、事態進展への希望が見えてきましたが、一方で、ユーロ圏の国々のすべてが、公的債務の削減と新興国経済における初期段階の消費者市場の力強い成長を取り込むことができるよう、構造改革を迅速に実施することが必要不可欠です。構造改革としては、労働市場変革等が挙げられます。IMFでは、今後数年間の、世界のGDP成長分の70%は新興国市場が占め、中国とインドが牽引役となるとともに、2014年にも世界のGDPシェアで新興国市場が先進国を上回ると予想しています。弊社では、先進国経済の成長市場向け輸出額は今日の9.3兆米ドルから17.6兆米ドルに増加し、先進国からの総輸出の33%を占めると予想しています。
- ▶ 成長市場経済が中期的に成熟するにつれて、成長市場経済の成長率の構成変化が、ユーロ圏の企業に重要な機会をもたらすでしょう。特に、成長市場における中産階級の台頭により、流通、観光、外食など、消費者の目線に立った製品や食品などで新たな市場が広がるでしょう。他に新興国市場で大きな伸びが期待されるセクターには、欧米企業が強みを持つ金融やビジネスサービスが挙げられます。

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15万2千人の構成員は、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にて紹介しています。

新日本有限責任監査法人について

新日本有限責任監査法人は、アーンスト・アンド・ヤングのメンバーファームです。全国に拠点をもち、日本最大規模の人員を擁する監査法人業界のリーダーです。品質を最優先に、監査および保証業務をはじめ、各種財務関連アドバイザリーサービスなどを提供しています。アーンスト・アンド・ヤングのグローバル・ネットワークを通じて、日本を取り巻く世界経済、社会における資本市場への信頼を確保し、その機能を向上するため、可能性の実現を追求します。詳しくは、www.shinnihon.or.jpにて紹介しています。

© 2012 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。

本資料は EYG No. AU1048 の要約翻訳版です。

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、エコノミスト、政府およびビジネス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、クライアントは世界中の国際機関、政府、中央銀行そして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提供しています。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。

本資料は



との協力により作製されました。