

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～懸命の政策 対応も落ち込みは続く

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

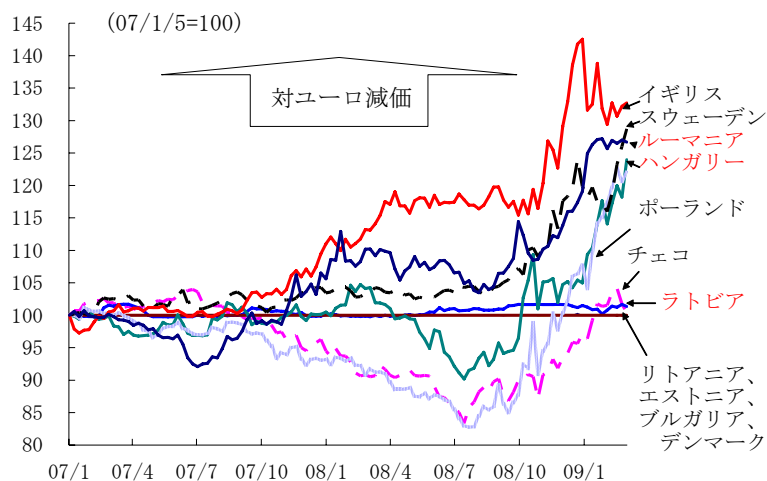
〈 ユーロ圏 : 2009年マイナス3.1%、2010年0.2% 〉

1. 1～3月期のユーロ圏経済は10～12月期の前期比マイナス1.5%を上回る落ち込みが予想される。ECBは4～6月期に追加で50bpの利下げを行う見通し。利下げ後のレポ金利1%、預金ファシリティ金利ゼロが当面の最低水準となろう。
2. 2009年後半には政策やユーロ安・原油安効果が表れようが、年間の成長率はマイナス3.1%に落ち込む。適切な政策対応を欠けば2010年も年間のプラス転化は難しいだろう。

〈 イギリス : 2009年マイナス3.5%、2010年0.5% 〉

1. イギリスは、金融混乱と住宅市場の調整加速による深刻な不況に陥っている。1月に公表した第二弾の金融安定化策は実行段階に入り、イングランド銀行は3月に政策金利を当面の下限となる0.5%まで引き下げ、国債の買い入れを行う量的緩和に踏み切った。
2. 思い切った金融緩和と金融システム問題への対応の進展により、景気が底固めの段階に入るのは、2009年後半になり、短期的には信用収縮による住宅市場の調整と雇用調整に伴う一段の落ち込みが予想される。2009年年間の成長率はマイナス3.5%となろう。

EU域内では大幅な為替調整が進展～ユーロ未導入EU加盟国の対ユーロ相場の推移～



(注) 赤字はリーマン・ショック後、IMFに支援を要請した国 (資料) Datastream

概要

〈 ユーロ圏 : 2009年マイナス3.1%、2010年0.2% 〉

1. 1～3月期のユーロ圏経済は10～12月期の前期比マイナス1.5%を上回る落ち込みが予想される。ECBは4～6月期に追加で50bpの利下げを行う見通し。利下げ後のレポ金利1%、預金ファシリティ金利0%が当面の最低水準となろう。
2. 2009年後半には政策やユーロ安・原油安効果が表れようが、年間の成長率はマイナス3.1%に落ち込む。適切な政策対応を欠けば2010年も年間のプラス転化は難しいだろう。

ユーロ圏

	単位	2007年	2008年	2009年	2010年	2009年				2010年				
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	2.7	0.7	▲3.1	0.2	▲3.5	▲3.5	▲3.4	▲1.9	▲0.3	0.1	0.5	0.7	
	前期比年率%	2.7	0.7	▲3.1	0.2	▲6.0	▲1.2	▲0.4	0.0	0.4	0.6	0.8	1.0	
内需	前年比寄与度	2.3	0.7	▲2.1	0.2	▲2.0	▲2.0	▲2.4	▲1.9	▲0.3	0.1	0.4	0.7	
	民間最終消費支出	前年比%	1.6	0.6	▲2.3	0.2	▲2.3	▲2.4	▲2.6	▲1.8	▲0.3	0.1	0.4	0.6
	固定資本形成	前年比%	4.4	0.6	▲4.9	0.3	▲6.3	▲5.6	▲5.1	▲2.5	▲0.4	0.2	0.6	0.9
外需	前年比寄与度	0.3	0.0	▲1.0	0.0	▲1.4	▲1.6	▲1.0	▲0.1	▲0.0	0.0	0.0	0.0	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	3.3	0.6	1.8	1.1	0.4	0.4	0.8	1.7	1.7	1.8	1.8	
失業率	平均、%	7.5	7.5	8.7	9.2	8.3	8.6	8.8	9.0	9.1	9.2	9.3	9.3	
ECB市場介入金利	期末、%	4.00	2.50	1.00	1.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
10年国債利回り	平均、%	4.2	4.0	3.3	3.6	3.1	3.2	3.4	3.4	3.5	3.6	3.6	3.6	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.37	1.47	1.26	1.29	1.27	1.25	1.25	1.25	1.25	1.30	1.30	1.30	
対円為替相場	平均、円	156	152	115	119	121	113	113	113	113	117	121	124	

〈 イギリス : 2009年マイナス3.5%、2010年0.5% 〉

1. イギリスは、金融混乱と住宅市場の調整加速による深刻な不況に陥っている。1月に公表した第二弾の金融安定化策は実行段階に入り、イングランド銀行は3月に政策金利を当面の下限となる0.5%まで引き下げ、国債の買い入れを行う量的緩和に踏み切った。
2. 思い切った金融緩和と金融システム問題への対応の進展により、景気が底固めの段階に入るのは、2009年後半になり、短期的には信用収縮による住宅市場の調整と雇用調整に伴う一段の落ち込みが予想される。2009年年間の成長率はマイナス3.5%となろう。

イギリス

	単位	2007年	2008年	2009年	2010年	2009年				2010年				
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	3.0	0.7	▲3.5	0.5	▲3.8	▲4.2	▲3.6	▲2.1	▲0.4	0.4	0.8	1.1	
	前期比年率%	3.0	0.7	▲3.5	0.5	▲6.2	▲1.8	▲0.4	0.1	0.7	1.1	1.2	1.6	
内需	前年比寄与度%	3.8	0.5	▲3.4	0.5	▲4.5	▲4.9	▲4.3	▲2.5	▲0.4	0.4	0.9	1.3	
	民間最終消費支出	前年比%	3.1	1.7	▲2.8	0.5	▲2.7	▲3.0	▲3.0	▲2.3	▲0.4	0.4	0.8	1.3
	固定資本形成	前年比%	7.2	▲4.3	▲6.5	0.7	▲9.1	▲8.5	▲5.2	▲2.9	▲0.5	0.5	1.1	1.6
外需	前年比寄与度%	▲0.7	0.1	▲0.1	▲0.1	0.7	0.7	0.6	0.3	0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.1	
消費者物価(CPI)	前年比%	2.3	3.6	1.4	1.6	2.7	1.6	0.8	0.6	1.4	1.4	1.6	1.8	
失業率	平均、%	2.7	2.9	4.3	4.6	3.9	4.2	4.4	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	
BOEレポ金利	期末、%	5.50	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	

1. ユーロ圏経済

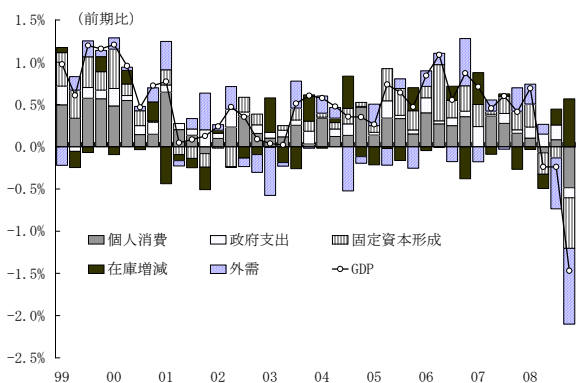
(10~12 月期の前期比マイナス 1.5%)

08 年 10~12 月期のユーロ圏の成長率は前期比マイナス 1.5% (前期比年率マイナス 5.8%) と大きく落ち込んだ (図表 1)。ユーロ圏経済は、リーマン・ショックの以前から、スペインやアイルランドでは住宅バブルの崩壊、その他の国々でもユーロ高や食品・原油価格高の影響でマイナス成長に陥っていたため、10~12 月期までで既にマイナス成長が 3 期連続となっている。

10~12 月期の GDP を需要面から見ると、輸出の前期比マイナス 7.3% を筆頭に、固定資本形成同マイナス 2.7%、個人消費同マイナス 0.9%、政府消費支出同マイナス 0.6% と揃って大きく落ち込んだ。唯一、急激な需要減による在庫の積み上がりが成長にプラスに寄与したという極めて厳しい内容で、リーマン・ショック後、ユーロ圏全域に広がった金融危機と世界需要の急激な落ち込みが、深刻なダメージとなったことが裏付けられた。

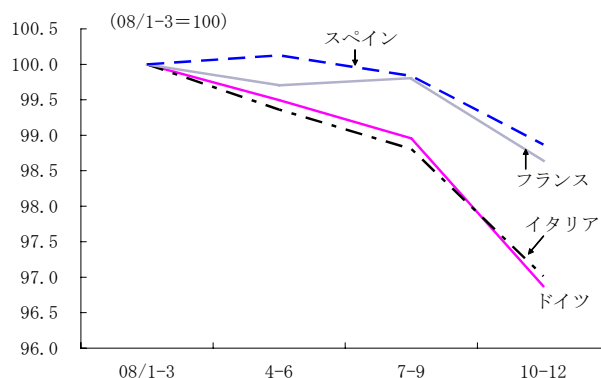
また、10~12 月期はユーロ圏の大半がマイナス成長となったが、ドイツが前期比マイナス 2.1%、イタリアが同マイナス 1.8% と輸出を成長の牽引力とする国の落ち込みが、バブル崩壊の過程にあるスペインの同マイナス 1.0% を上回った (図表 2)。

図表 1 ユーロ圏実質 GDP



(資料) Eurostat

図表 2 ユーロ圏 4 大国の実質 GDP



(資料) Eurostat

(1~3 月期は前期を上回る落ち込みへ)

大幅な成長率の落ち込みは 1~3 月期も続く見込みだ。GDP と連動性が高い PMI (購買担当者指数) 総合指数は 2 月に 36.2 と活動の拡大と縮小の分かれ目である 50 を大きく割り込む水準でさらに低下した (図表 3)。これは、GDP の成長率が、前期並みか、それ以上のマイナス成長となることを示唆するものだ。

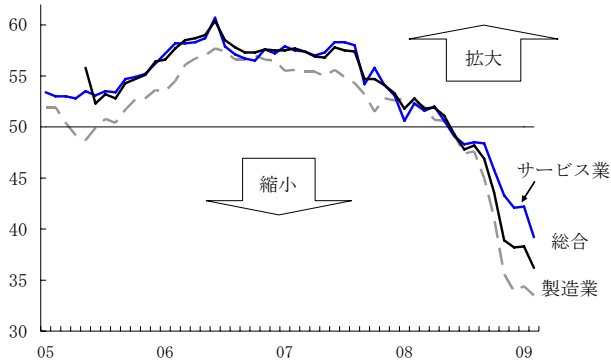
さらに 4~6 月期以降も、内需の落ち込みは続きそうだ。ユーロ圏の失業率は、2001 年の IT バブル崩壊後を遥かに上回るペースで上昇してきた (図表 4)。失業率は、早い段階で上向き始めたスペインとアイルランドでは、2009 年 1 月に 14.8%、8.8% となり、過去 1 年で 5.8% ポイント、4.1% ポイントと急ピッチでの上昇が目立つ。加えて、リーマン・ショック前までは底固さを保ってきたドイツやフランスでも、10~12 月期に上昇に転じ始めた (図表 5)。

内外の需要が、同時に大きく落ち込んだ結果、設備稼働率は、ヨーロッパの全域で大きく低下し

ており、企業は設備投資を見合わせ、雇用の削減に動こうとしている(図表6)。

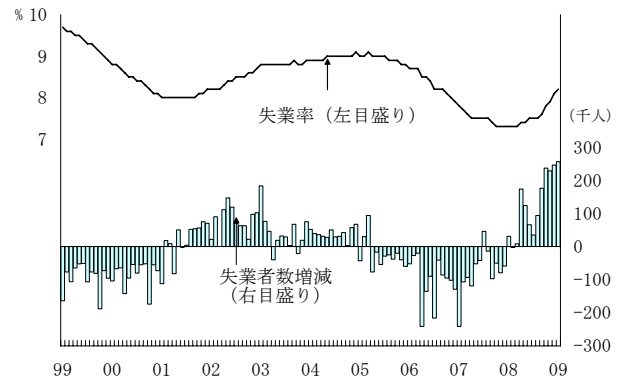
家計のマインドも、経済の先行き、特に雇用面での不安から長期平均を割り込む水準まで冷え込んでおり、内需の下げ止まりを示唆する材料は見当たらない状況だ(図表7)。

図表3 ユーロ圏PMI



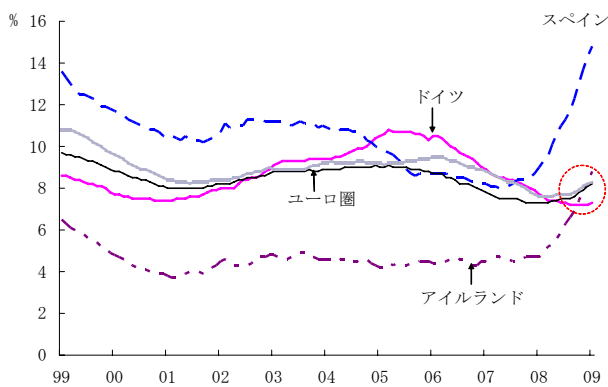
(資料) markit

図表4 ユーロ圏失業率



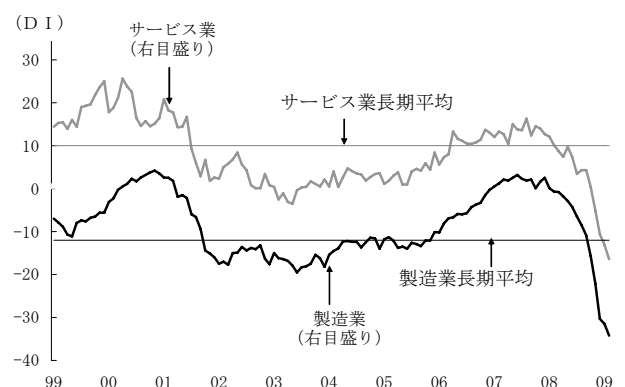
(資料) Eurostat

図表5 ユーロ圏失業率(国別)



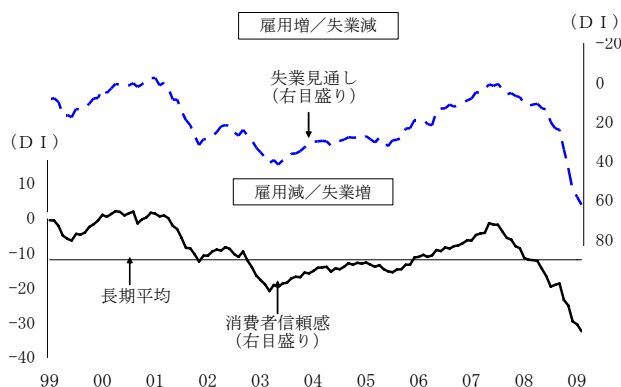
(資料) Eurostat

図表6 ユーロ圏企業の雇用見通し



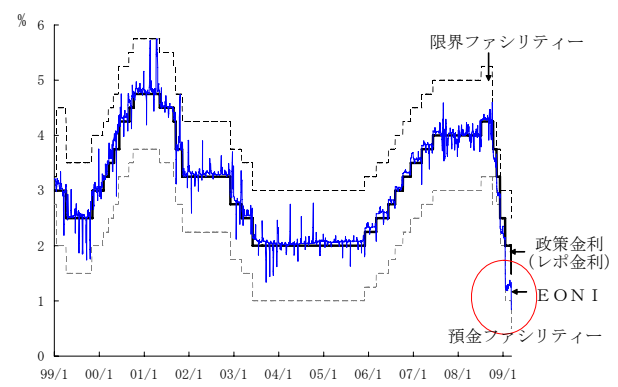
(資料) 欧州委員会

図表7 ユーロ圏消費者信頼感指数と失業見通し



(資料) 欧州委員会

図表8 ECBの政策金利と翌日物銀行間市場金利



(資料) ECB

（ 外部環境も厳しい。中東欧の通貨危機が再燃、悪化が続く ）

外部環境も引き続き厳しい。金融危機の震源地・米国の成長率は、今年1～3月期も昨年10～12月期の前期比マイナス6.2%に続く深い落ち込みが予想され、今年10～12月期になって、ようやく成長率が僅かにプラス転化するという厳しい状況が見込まれる（→Weekly エコノミスト・レター 2009. 3.13「米国経済見通し」）。

ユーロ圏にとっては、イギリスや中東欧など、金融、貿易両面で結びつきの深いユーロ未導入の欧州連合（EU）加盟国経済が、軒並み失速している影響も大きい。特に、低コストの生産拠点として、また、より高い成長が見込まれる市場としてユーロ圏経済を刺激してきた中東欧との関係は、足もとでは、完全に負のサイクルに陥ってしまっている。

リーマン・ショック後、新興国で大規模な資本の巻き戻しが生じた局面では、中東欧でも、国際収支の不均衡が大きいハンガリー、ラトビアが、国際通貨基金（IMF）やEUによる支援要請に追い込まれた。さらに、ここに来て、これまでなんとか持ちこたえきたルーマニアもIMFに支援を要請、国際収支構造や産業競争力の面で健全と見られていたポーランド、チェコも、資本の流出と通貨の下落が加速している（表紙図表参照）。

2004年5月以降のいわゆる第5次拡大でEUに加盟した中東欧の国々は、現在、為替相場制度の面で、大きく3つに区分できる。

第1のグループが、ユーロをすでに導入しているスロベニアとスロバキア。中東欧の中で相対的に安定を保っており、ユーロ導入のベネフィットを象徴する存在となっている。スロバキア経済は10～12月期も前期比2.1%と成長を続けている。

第2のグループは、ユーロ未導入の8カ国のうち、対ユーロで為替相場を固定している国々。相対的に小規模なラトビア、リトアニア、エストニアのバルト3国とブルガリアであり、バルト3国はユーロ導入の条件であるERM IIに参加している。いずれも、過熱気味の成長が続いたことによる対ユーロでの為替相場の割高化に加えて、変動相場制を採用する国々の大幅な通貨調整も進んだため、通貨切り下げへの圧力は高まっていると見られる。それでも、これらの国々は、これまでのところ、対ユーロの為替相場の固定を維持している。その裏側で、エストニアは10～12月期に前期比マイナス4.2%、リトアニアは前期比マイナス1.3%と大きく落ち込んでおり、通貨の安定維持を最優先する限りは、デフレの様相を強めて行くことになるだろう。

第3のグループは、ユーロ未導入で変動相場制を採用しているポーランド、チェコ、ハンガリー、ルーマニアである。通貨下落による外貨建て債務の返済負担の増大が、金融システムを圧迫し、景気の重しとなる可能性がある。中東欧の中で相対的に規模が大きく、ユーロ圏経済に及ぼす影響の度合いも大きい。

（ 強化される政策対応 ）

今後の注目点は、昨年秋以降、矢継ぎ早に打ち出されてきた一連の対策で、金融と経済のスパイラル的な悪化に歯止めが掛かるのはいつか、という点にある。

2008年末までの段階で実施されたのは、（1）欧州中央銀行（ECB）を通じた流動性供給と政策金利の引下げ、（2）金融システム安定化策、（3）景気対策であり、2009年に入ってから、それぞれ追加の対策が打ち出されている。

(ECBは4～6月期に事実上のゼロ金利政策に)

2009年入り後、金融緩和策としては、1月と3月の政策理事会で50bpずつの利下げが行われ、昨年10月の緊急利下げからの累計の利下げ幅は275bpとなった(図表8)。利下げに転じてから半年を迎えることで、平常時であれば、4～6月期には金融緩和の効果が本格的に表れることが期待される。しかし、政策の波及経路である金融機関の不良資産問題が解決しない段階では、融資の伸びの低下傾向に歯止めがかかるかどうか予断を許さない。

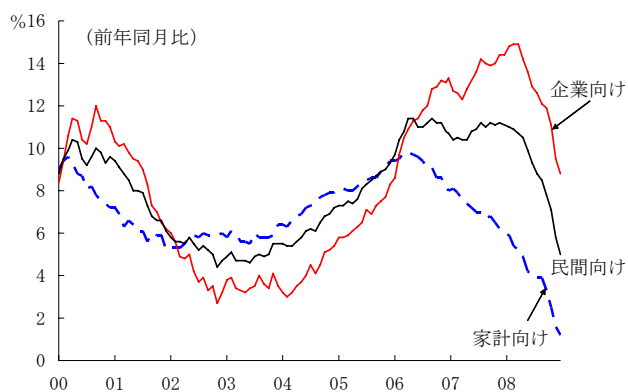
4～6月期には、追加で50bpの利下げを行う見通しだ。50bpの利下げで、公開市場操作を通じて短期市場金利を誘導する主要リファイナンス・オペ金利(Main refinancing operations、レポ金利)は1%、対象金融機関が各国中央銀行に対してオーバーナイトの預金を行う預金ファシリティー金利はゼロとなる。ECBは、この水準を当面の政策金利の最低水準とし、流動性対策を強化して行くことになりそうだ。

(銀行の融資機能の回復に必要な不良資産対策)

金融システム対策としては、金融機関の融資能力の低下が景気の悪化に拍車をかけ、新たな不良債権の増大につながるリスクが現実味を帯びてきたことで、10月にまとまった公的資本注入と政府による銀行への債務保証を柱とする対策では欠けていた不良資産対策の必要性が高まっている。

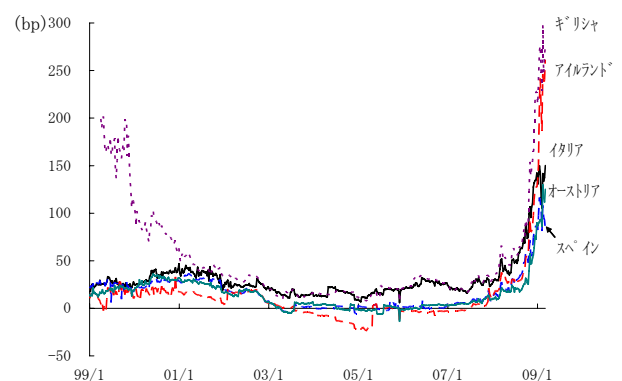
ECBと欧州委員会は、不良資産対策の2つの選択肢として①バッドバンク設立による不良資産の切り離し方式(ARSs; asset removal schemes)と、②損失補償方式(AISs; asset insurance schemes)を提示している。EU加盟国の中では、イギリスが他に先行して②の方式による不良資産対策に踏み切っている(→2.イギリス)。ユーロ圏では、ドイツで銀行連盟(BDB)が国内すべての銀行の不良資産を保有する集中型のバッドバンクの設立を提言しているのに対して、政府は財政負担の大きさなどを嫌って、個別銀行による設立が望ましいという立場をとっており、どのような具体策がまとまるか注目されよう。

図表9 ユーロ圏：貸出増加率



(資料) ECB

図表10 ユーロ圏内の対ドイツ国債スプレッド



(資料) Datastream

(景気対策も実施されているが、財政規律は軽視できない)

景気対策の規模としては、昨年11月にEUがGDPの1.5%のガイドラインを打ち出し、異例の

規模での対策を講じる動きも広がった（→Weekly エコノミスト・レター 2008. 12.12「欧州経済見通し」）。第一次対策が政府系金融機関による融資の比重が高く景気刺激効果が小さいと批判されたドイツも08年11月に総額500億ユーロと第一次対策（320億ユーロ）を上回り、教育・交通インフラなどへの投資（180億ユーロ）、低所得者の所得税負担の軽減（90億ユーロ）、健康保険負担率の引き下げ（90億ユーロ）など、真水効果が期待できる対策を追加した。

とは言え、この先、ユーロ圏の国々が、大規模な景気対策を積み増して行く動きは期待しにくい。金融システムの安定化と景気対策による財政赤字拡大の見通しから、バブル崩壊による景気悪化の目立つアイルランド、スペイン、財政事情が厳しいイタリア、ギリシャ、さらにドイツと同格付けながら通貨金融危機が懸念される中東欧への銀行の融資額がGDPの6割に達するオーストリアなどの国債と、ユーロ圏のベンチマークであったドイツの国債とのスプレッドが拡大、一部の国の財政の破綻や、ユーロからの離脱の可能性が取り沙汰されている状況にある（図表10）。

EUの条約では、ECBや中銀による国債買い入れや、財政困難に陥った国の負債をEUや他の加盟国が救済することを禁じている。その一方、特殊な状況下での深刻な困難に対しては、一定の条件の下で金融支援を行なうことは可能とされている。このため、ユーロ圏の中で、追い込まれる国が現れた場合には、金融支援が行なわれる可能性は高いものの、財政規律のモニタリングを強化する、あるいは思い切った構造改革が見返りとなるだろう。

スプレッドの上昇が見られる国では、支援が必要となる前に、財政の悪化に歯止めをかけるインセンティブが働く。相対的に財政余力のある国でも、追加的な財政出動には既存の対策の効果を見極めてからというスタンスが維持されるだろう。

（ 2009年は3.1%のマイナス成長、2010年のプラス転化も微妙な情勢 ）

ユーロ圏でも大幅な金融緩和、金融安定化対策、景気対策が打ち出されているものの、急激な景気の悪化に歯止めをかけることはできていないし、追加的な政策の余地が狭まる中で、今後の金融緩和や、景気対策で、大きく流れが変わることも期待しづらい。2009年後半には一連の政策やユーロ安・原油安効果が表れようが、ようやく下げ止まるに留まり、年間の成長率もマイナス3.1%と大きく落ち込む見通しだ。

ユーロ圏経済の回復には、不良資産対策の具体化、金融システムの健全性が回復されるまでの間の企業の資金繰りの支援、そして中東欧の通貨・金融危機の進行に歯止めをかけることが必要である。適切な政策対応を欠けば2010年も年間のプラス転化も難しいだろう。

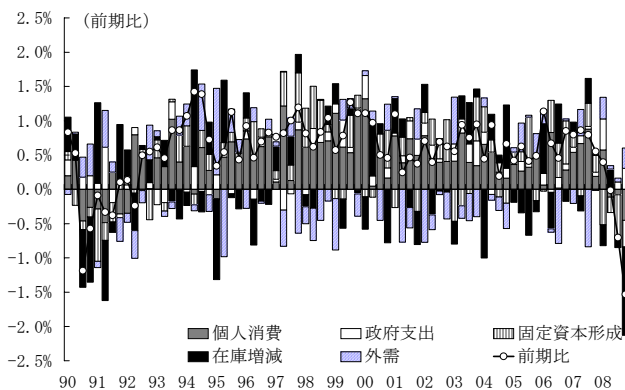
2. イギリス経済

(10~12 月期は 1.5%のマイナス成長)

イギリス経済は、産業・雇用所得面で高い比重を占める金融セクターの混乱と、それに伴う住宅市場の調整加速による深刻な不況に陥っている。前期比の成長率は、4~6 月期はゼロ、7~9 月期はマイナス 0.7%、10~12 月期はマイナス 1.5%と落ち込み幅が拡大している (図表 1)。

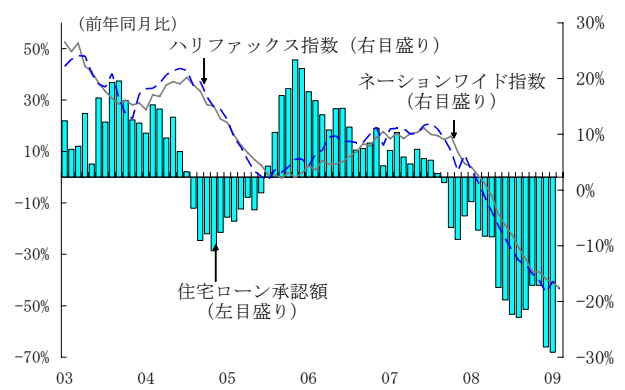
需要面では、10~12 月期には、内外需の急減速に対応した在庫削減が最も大きな成長下押し要因となったが、近年の成長を牽引してきた固定資本形成が 4 期連続のマイナス、16 年にわたる景気拡大を支えてきた個人消費も 3 期連続のマイナスとなっている。外需は政府支出と共に成長に寄与したものの、輸出を上回る輸入の落ち込みによるものである。

図表 1 イギリス：実質 GDP 成長率



(資料) ONS

図表 2 イギリス：住宅価格とローン承認額



(資料) BOE、ネーションワイド、ハリファックス

(前期を上回るマイナスが見込まれる1~3月期)

2009 年入ってから、外部環境の不安定な推移は続いており、イギリス経済の柱となる個人消費を取り巻く環境は厳しさを増している。設備、建設投資の早期回復も期待できない情勢だ。

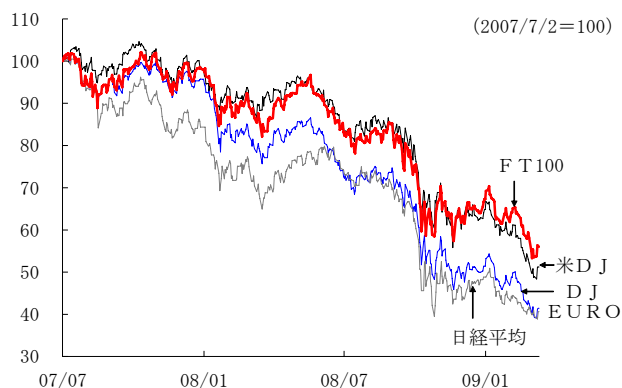
イギリスでは、2008 年 10 月に公表された第一弾の金融安定化策で、RBS と、合併を予定しているロイズ TSB、HBOS に公的資本の注入が実施されたが、信用収縮による景気の落ち込みは想定以上に進み、金融機関の損失はさらに拡大した。住宅ローン承認額の大幅な減少も続き、住宅価格の調整はさらに進んだ (図表 2)。株価も、米欧と連動して不安定に推移している (図表 3)。

金融危機が広がる中で、2007 年まで雇用増に大きく貢献してきた金融業の雇用は 2008 年入り後にマイナスに転じている (図表 4)。リーマン・ショック後、失業率の上昇テンポには拍車が掛かっており (図表 5)、10~12 月期以降、金融業ばかりでなく製造業やサービス業においても、雇用調整ピッチが加速している様子が見られる。

消費者のマインドも、外部環境の不安定、資産価格の下落、雇用・所得環境の悪化を背景に統計開始以来の水準まで低下している。こうした下押し要因とは裏腹に、小売売上高は数量ベースでは直近にかけて持ち直している (図表 6)。但し、金額ベースでは前期比でほぼ横這いであり、景気対策として 12 月 1 日から実施された時限的な付加価値税率の引下げ (17.5%→15%、2009 年末ま

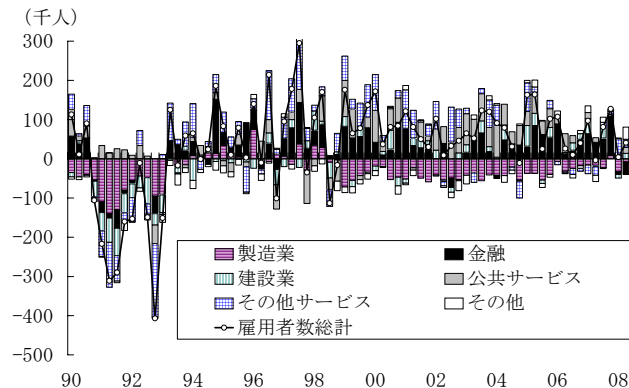
で) の効果がバーゲン時期に集中して表れた可能性もある。景気の下げ止まりを示す材料と評価することは難しい。

図表3 日米英欧の株価騰落率



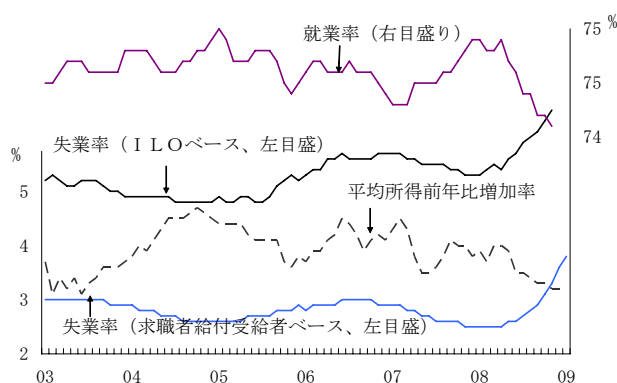
(資料) Datastream

図表4 イギリス：業種別雇用者数増減



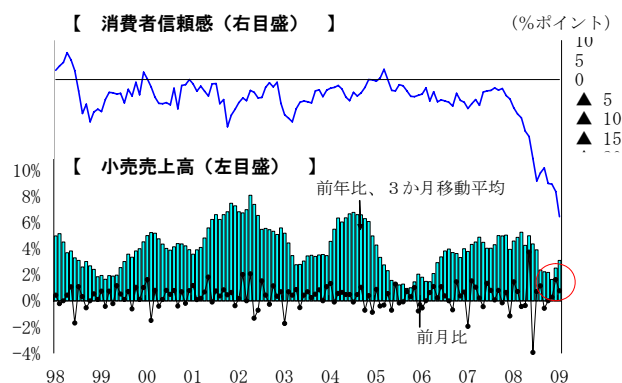
(資料) ONS

図表5 イギリス：就業率と失業率



(資料) ONS

図表6 イギリス：消費者信頼感と小売売上高



(資料) 欧州委員会、ONS

英国立経済社会研究所 (N I S E R) が作成している月次GDPによれば、2月までの3カ月間のGDP成長率はマイナス 1.8%とさらに落ち込んでいる。N I S E Rの月次GDPと統計局が公表する暫定GDPとの標準的な誤差は0.1%~0.2%ポイントである。イギリスの成長率も、日欧と同様に、1~3月期が10~12月期を上回るマイナスとなる可能性が高そうだ(暫定値4月22日公表予定)。

(金融と経済のスパイラル的悪化に歯止めをかけるため量的緩和、不良資産対策が始動)

リーマン・ショック後、イギリスが欧州主要国で最も早く積極的な対策に打って出たが、金融と経済のスパイラル的悪化に歯止めをかける追加的な動きでも先行している。

1月に公表した第2弾の金融安定化策は、公的資本注入と銀行の債務に対する政府の保証を柱とする第1弾に対して、①一定の手数料の見返りに特定の資産から生じる超過損失を財務省が負担す

る資産保護スキーム (Asset Protection Scheme ; A P S)、②資産担保証券 (A B S) に対する保証、③ B O E の資産買い取りファシリティ (Asset Purchase Facility ; A P F、当初 500 億ポンド、社債、C P、シンジケート・ローン、一部の A B S など優良資産が対象) の創設を柱とし、金融機関の損失拡大と信用収縮への対応という面が色濃い。

うち、A P S の申請期限は3月末とされているが、2月 26 日には R B S が 3250 億ポンド、3月 7 日にはロイズが 2600 億ポンドの不良資産への適用について財務省と合意し動き始めた。合意の内容は、①自行で負担する損失 (first loss) は、R B S は 195 億ポンド、ロイズは 250 億ポンドまで、これを超える損失は自行の負担が 10%、残り 90% は政府が負担する、② A P S への参加料 (participation fee) は、R B S は 65 億ポンド、ロイズは 156 億ポンド、③ A P S の見返りとして、2009 年内に R B S は 250 億ポンド、140 億ポンドの融資の拡大を行なう、④ R B S には 130 億ポンドの追加の資本注入を行い、ロイズには昨年秋の公的資本注入時の優先株を普通株に転換することで、政府の保有比率をそれぞれ 80% 超、65% に引上げる、などである。

A P F も動きだしている。2月にイングランド銀行 (B O E) が C P の買い取りを開始したのに続いて、B O E は、3月の金融政策委員会 (M P C) で、政策金利を 0.5% に引き下げると同時に、金融政策目的でこの枠組みを活用する、すなわち B O E の資金を原資として国債等の買い取りを行う量的緩和に踏み切ることを決めた。買い取りの規模は、最大 1500 億ポンドまで拡大する可能性があるが、当面は向こう 3 カ月で主に中長期国債を 750 億ポンド (2008 年 G D P 比 5.2%) 分を買い取るとしている。

B O E は 10 月の緊急利下げ以降、450bp と主要中銀で最も大幅な利下げを行ってきたが、利下げについては 0.5% で打ち止めとなる可能性が濃厚であり、今後は量的緩和のスピードや規模の調整が金融政策の主要な手段となろう。

(量的緩和で長期金利は低下)

大幅利下げと量的緩和の始動、短期金融市場では、T E D スプレッド (ロンドン銀行間市場金利 3 カ月 - 短期国債 3 カ月金利) は平時よりは開いた状態ながら、ピークとの比較で縮小している (図表 7)。債券市場では、国債増発懸念から下げ渋っていた国債利回りが、量的緩和の開始とともに急低下した (図表 8)。

住宅ローンの金利も低下しているものの、政策金利引下げのピッチに比べると遅れをとっている (図表 9)。価格調整の進展により英王立公認不動産鑑定士協会 (R I C S) の新規住宅購入引き合い D I が 4 カ月連続で上昇、特に 2 月は 2006 年 8 月以来、最も高い上昇テンポとなっており、住宅購入への潜在的な需要は高いようだ。

潜在的な需要が住宅市場の底入れに結びつくには、住宅ローンの金利低下ばかりでなくアベイラビリティの向上も必要である。量的緩和とともに融資拡大を義務付けた A P S による不良資産対策が始動したことが、今後、住宅市場の底入れに効果を上げるか、注目されよう。

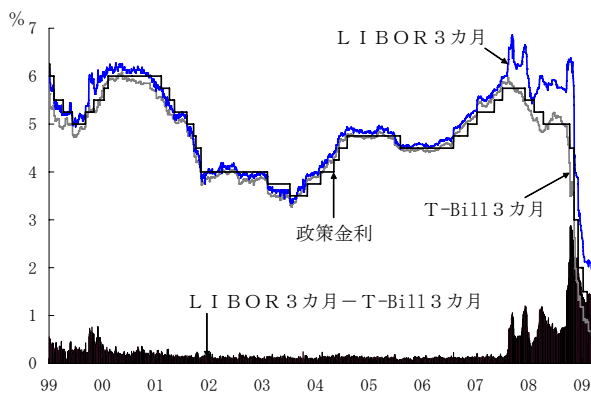
(2009 年の成長率は 90 年代初頭の景気後退期を遥かに上回るマイナス 3.5% に)

イギリス経済は、短期的には信用収縮による住宅市場と雇用調整に伴う一段の落ち込みが予想される。思い切った金融緩和と金融システム問題への対応の進展により、景気が底固めの段階に入る

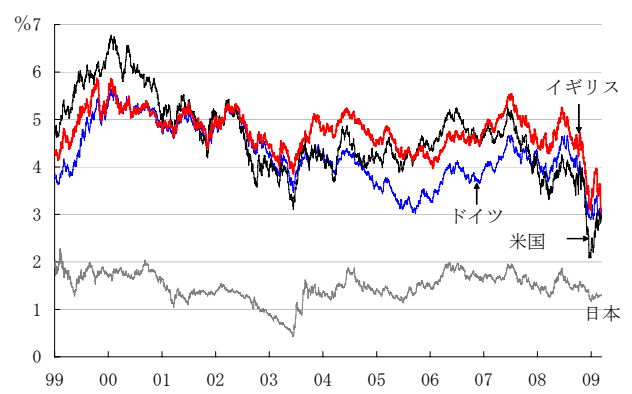
のは、2009 年後半になるだろう。年前半の落ち込みの度合いが大きいだけに、年間の成長率はマイナス 3.5%と、91 年の景気後退期（マイナス 1.4%）を遥かに上回るものとなりそうだ。

一旦、下げ止まったとしても、着実な回復の軌道が続くか予断を許さない。イギリスでは、米国と同様にホーム・エクイティー・ローン（住宅価格の上昇分を担保にしたローン）が広範に普及していた。このため、家計の可処分所得に対する負債の水準は、先進国で最も高い水準にまで上昇しており、バランス・シート調整の必要性が大きい。2010 年初の VAT の再引き上げのほか、2010 年 4 月からの高額所得者を対象とする個人所得税控除額の低減、11 年 4 月からの所得税率の引上げなども、個人消費の回復を抑制する要因となる。さらに、金融セクターを中心に開放度が高いイギリスにとっては、2010 年にかけても米欧の回復が緩慢に留まることも重石となる。これらの要因により 2010 年の年間成長率は 0.5%に留まり、大幅な GDP ギャップが残ることになる。

図表 7 イギリス：政策金利と TED スプレッド



図表 8 主要国 10 年国債利回り



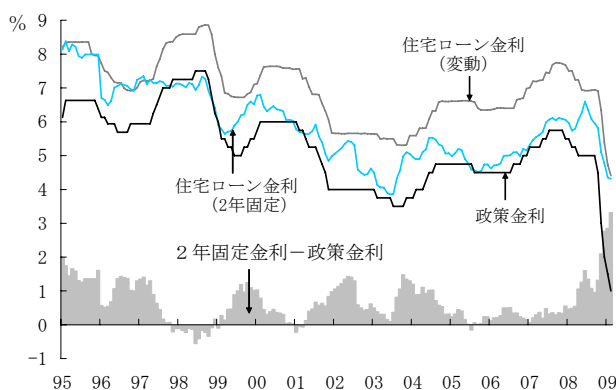
(注) TED スプレッド=LOBOR (ロンドン銀行間市場金利)

(資料) Datastream

3 カ月-Tbill (短期国債) 3 カ月金利

(資料) BOE

図表 9 イギリス：政策金利と住宅ローン金利



(資料) BOE

(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。