

Weekly
エコノミスト・
レター欧州経済見通し～落ち込み幅は
縮小するが、回復には時間

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

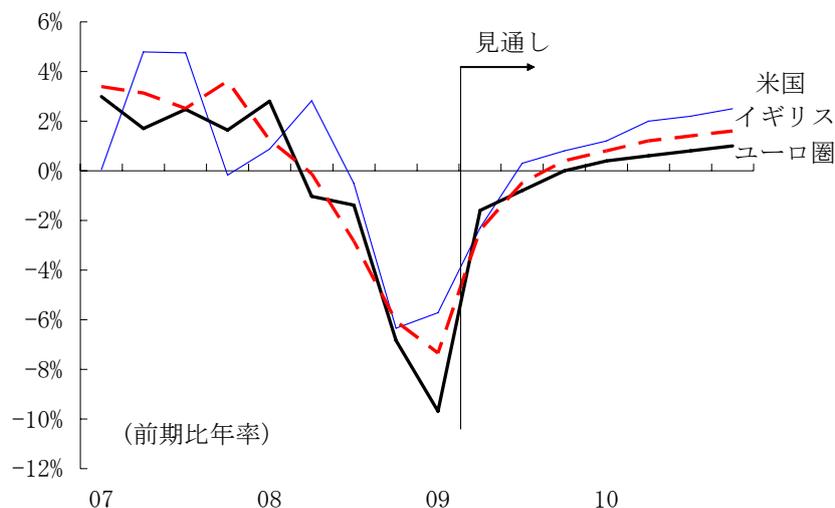
〈 ユーロ圏 : 2009年マイナス4.5%、2010年0.2% 〉

1. 10～12月期、1～3月期に大幅なマイナス成長となったユーロ圏経済は4～6月期に入ってから落ち込み幅は縮小しつつある。ECBは5月に政策金利を1%まで下げ、6月には固定金利による1年物の資金供給、7月にはカバード・ボンドの買い取りに着手した。
2. 域外経済の下げ止まりと政策の下支えで、ユーロ圏経済も2010年には下げ止まるものの、雇用、設備の余剰、金融機関の不良資産処理、高レバレッジ是正の圧力が続くため、回復は極めて緩慢なペースとなるだろう。

〈 イギリス : 2009年マイナス3.9%、2010年0.6% 〉

1. イギリスでは、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、信用収縮と住宅市場の調整ペースは鈍化しつつあるが、雇用調整は今後も続く見通しである。家計が高水準の負債を抱える中、最大の需要項目である個人消費の回復は期待し難い。
2. BOEは、政策金利を0.5%の低水準で維持するとともに、3月に開始した中長期国債等の買い入れによる量的緩和を継続、景気の下支えを図る見込み。

大幅な落ち込みの後も回復スピードは鈍い



(資料) 欧州委員会統計局、ONS

概要

〈 ユーロ圏 : 2009年マイナス4.5%、2010年0.2% 〉

- 10~12月期、1~3月期に大幅なマイナス成長となったユーロ圏経済は4~6月期に入って落ち込み幅は縮小しつつある。ECBは5月に政策金利を1%まで下げ、6月には固定金利による1年物の資金供給、7月にはカバード・ボンドの買い取りに着手した。
- 域外経済の下げ止まりと政策の下支えで、ユーロ圏経済も2010年には下げ止まるものの、雇用、設備の余剰、金融機関の不良資産処理、高レバレッジ是正の圧力が続くため、回復は極めて緩やかなペースとなろう。

ユーロ圏

	単位	2008年	2009年	2010年	2008年		2009年				2010年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	前年比%	0.7	▲4.5	0.2	0.5	▲1.7	▲4.8	▲4.9	▲4.8	▲3.1	▲0.5	0.0	0.5	0.7
	前期比年率%	0.7	▲4.5	0.2	▲1.4	▲6.8	▲9.7	▲1.6	▲0.8	0.0	0.4	0.6	0.8	1.0
内需	前年比寄与度	0.7	▲2.9	0.2	0.4	▲0.3	▲2.8	▲2.7	▲3.3	▲2.6	▲0.5	0.0	0.4	0.7
	民間最終消費支出	前年比%	0.4	▲1.2	0.2	0.1	▲0.6	▲1.1	▲1.2	▲1.4	▲1.0	▲0.5	0.0	0.4
固定資本形成	〃	▲0.0	▲8.7	0.2	▲0.3	▲5.5	▲10.4	▲9.7	▲9.0	▲4.9	▲0.7	0.1	0.6	0.9
外需	前年比寄与度	▲0.0	▲1.5	0.0	0.0	▲1.3	▲2.0	▲2.2	▲1.5	▲0.5	▲0.0	0.0	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	3.3	0.4	1.5	3.8	2.3	1.0	0.1	0.0	0.4	1.4	1.5	1.6	1.6
失業率	平均、%	7.6	9.5	10.7	7.6	8.0	8.7	9.4	9.8	10.1	10.4	10.6	10.8	10.8
ECB市場介入金利	期末、%	2.50	1.00	1.00	4.25	2.50	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、%	4.0	3.5	4.1	4.2	3.4	3.1	3.4	3.7	3.8	4.0	4.1	4.2	4.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.47	1.31	1.29	1.50	1.32	1.30	1.37	1.30	1.25	1.25	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	152	122	122	162	127	122	134	120	113	119	124	124	124

〈 イギリス : 2009年マイナス3.9%、2010年0.6% 〉

- イギリスでは、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、信用収縮と住宅市場の調整ペースは鈍化しつつあるが、雇用調整は今後も続く見通しである。家計が高水準の負債を抱える中、最大の需要項目である個人消費の回復は期待し難い。
- BOEは、政策金利を0.5%の低水準で維持するとともに、3月に開始した中長期国債等の買い入れによる量的緩和を継続、景気の下支えを図る見込み。

イギリス

	単位	2008年	2009年	2010年	2008年		2009年				2010年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	前年比%	0.7	▲3.9	0.6	0.4	▲2.0	▲4.1	▲4.7	▲4.1	▲2.5	▲0.4	0.5	1.0	1.3
	前期比年率%	0.7	▲3.9	0.6	▲2.8	▲6.1	▲7.3	▲2.4	▲0.5	0.4	0.8	1.2	1.4	1.6
内需	前年比寄与度%	0.5	▲4.3	0.4	0.2	▲3.0	▲5.0	▲6.0	▲5.5	▲3.2	▲1.1	0.3	1.0	1.3
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	▲2.7	0.5	0.7	▲0.8	▲2.7	▲3.0	▲3.0	▲1.9	▲0.5	0.4	0.9
固定資本形成	〃	▲3.1	▲8.6	▲1.0	▲3.5	▲8.0	▲8.3	▲10.3	▲8.2	▲7.4	▲4.1	▲0.9	0.1	1.2
外需	前年比寄与度%	0.2	0.4	0.2	0.4	1.1	0.9	1.3	1.4	0.7	0.6	0.1	▲0.0	▲0.1
消費者物価(CPI)	〃	3.6	1.5	1.6	4.9	3.9	3.0	1.6	0.8	0.6	1.4	1.4	1.6	1.8
失業率	平均、%	2.8	5.3	7.0	2.8	3.4	4.2	5.0	5.6	6.2	6.6	6.9	7.1	7.2
BOEレポ金利	期末、%	2.00	0.50	0.50	5.00	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

(注) 失業率は求職者給付受給者ベース

1. ユーロ圏経済

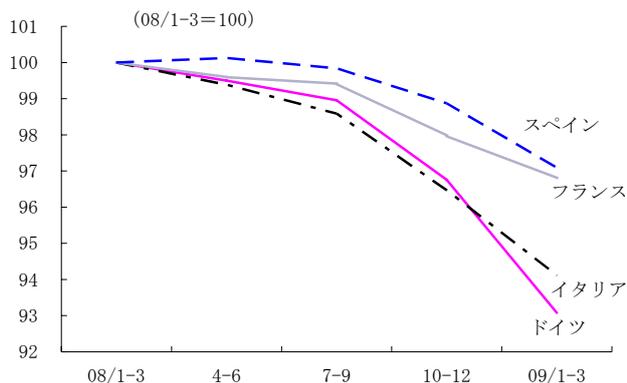
(1～3月期は前期比マイナス 2.5%)

08年1～3月期のユーロ圏の成長率は前期比マイナス 2.5%であった。ユーロ圏全体ではマイナス成長が4期連続であり、落ち込み幅は10～12月期の同マイナス 1.8%を上回る大きさとなった。

ユーロ圏で1～3月期の落ち込みがもっとも大きかったのは新たにユーロに参加したスロバキアの前期比マイナス 11.2%だが、主要国ではドイツの同マイナス 3.8%が最大である(図表1)。住宅バブル崩壊による調整過程にあるスペインもマイナス成長が3期続いているが、1～3月期は前期比マイナス 1.9%とユーロ圏平均よりも小幅であった。フランスも前期比マイナス 1.2%と相対的に落ち込みが小さかった。

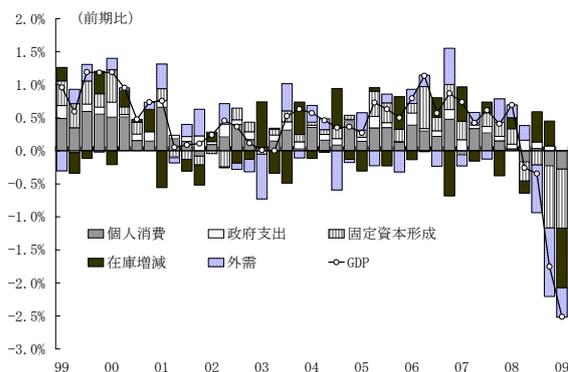
需要面から見ると、7～9月期、10～12月期は意図せざる積み増しが続いたものの、1～3月期は在庫調整が進捗し、成長率を前期比1%押し下げる要因となった。また、固定資本形成は同0.9%、個人消費も同0.3%成長を下押しした。さらに輸出の伸びが前期比マイナス 8.1%、輸入が同マイナス 7.2%で、輸出の落ち込み幅が輸入を上回る状態が続いたため、外需も成長への寄与はマイナスであった(図表2)。

図表1 ユーロ圏4大国の実質GDP



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏実質GDP



(資料) Eurostat

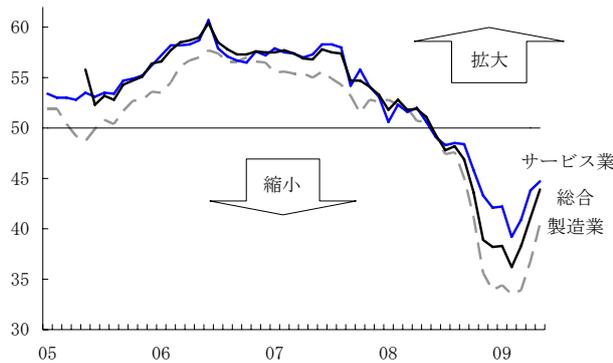
(4～6月期はマイナス幅が縮小へ)

4～6月期に入って、世界的に景気底入れの期待が広がっているが、ユーロ圏でも景気の急降下には歯止めがかかりつつある。GDPと連動性が高いユーロ圏のPMI(購買担当者指数)総合指数は、2月には36.2と落ち込んでいたが、5月まで4カ月連続で改善している(図表3)。年末にかけての回復期待も広がっている。金融関係者を対象とするDI(デフレーション・インデックス)で、ユーロ圏経済の先行指標としても注目度が高いドイツのZEW見通し指数は、4月にはプラス13に転化、つまり「良くなる」という見通しが「悪くなる」を上回り、5月にはさらに31.1と「良くなる」の割合が増えた。ドイツの生産動向への説明力が高いとされるIfo企業景況感サーベイも、6カ月先の見通しを聞いた指数は昨年12月を底とする改善が続いている(図表4)。

但し、現状は極めて低い水準でようやく景気が下げ止まりつつある段階で、底入れは未だ確認で

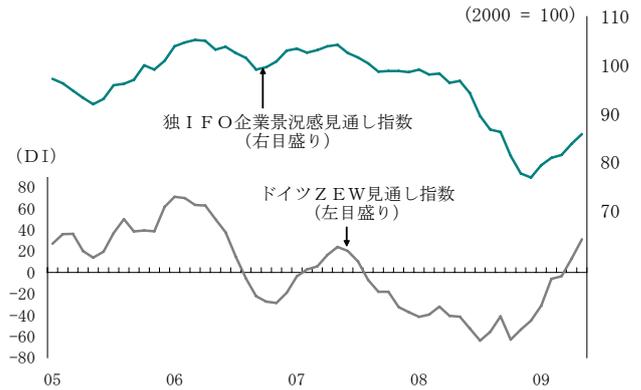
きない。ユーロ圏のPMIが、順調に回復してはいても、活動の拡大と縮小の分かれ目である50を割り込む水準にある。ドイツでは3月に生産が前月比0.3%持ち直したが、4月は同1.9%の反落、6カ月連続で前月割れとなっていた受注も3月の同3.9%の持ち直しの後、4月は横這いとなっており、極めて低い水準で一進一退の推移となっている（図表5）。

図表3 ユーロ圏PMI



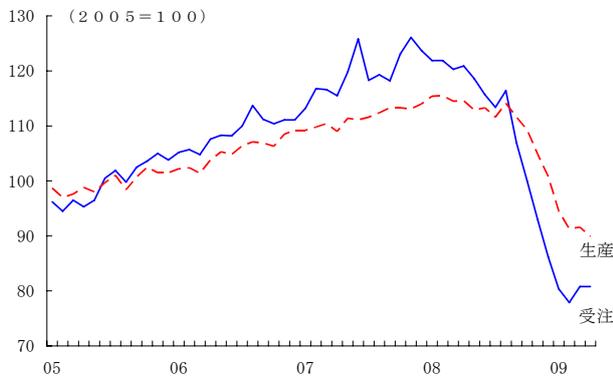
(資料) markit

図表4 ドイツZEW、Ifo景況感調査見通し指数



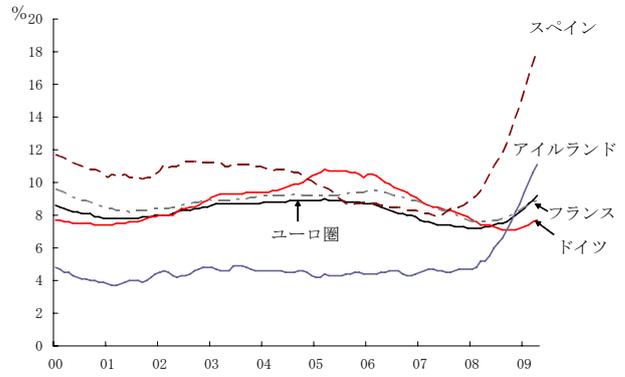
(資料) ZEW、Ifo

図表5 ドイツ生産・受注



(資料) ドイツ連邦統計局

図表6 ユーロ圏失業率



(資料) Eurostat

(調整が続く労働市場)

先行性の高い指標が回復に転じる一方、雇用は足もとで悪化のペースが加速している。失業率は、スペインやアイルランドのようにリーマン・ショック前の段階から、住宅ブームの終焉による雇用調整が始まっていた国々での上昇に歯止めがかかっていない上に、昨年半ばまで低下が続いていたドイツやフランスなどその他の国でも上昇に転じている（図表6）。ドイツの場合、輸出環境の悪化による打撃が主要国で最も大きいものの、時短によるワークシェアリングへの助成金の支給期間を延長するなどの措置で、雇用安定を図っているために、相対的に悪化のペースは抑えられてきた。この間の景気の落ち込み幅が大きく、且つ、想定される回復のペースが極めて鈍いことを踏まえる

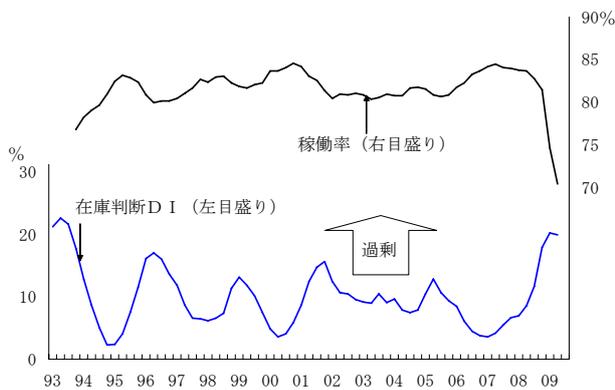
と、2010年入り後も失業率の上昇は続くと思われる。

(設備投資の削減も続く)

設備投資の削減も続く見通しだ。需要の急減で、意図せざる在庫が積み上がり、生産調整、稼働率の低下を余儀なくされている(図表7)。半期に一度の欧州委員会設備投資調査によれば、今年3～4月に行われた最新調査では、ユーロ圏全体で設備投資を金額・数量ともに前年比でおよそ2割削減するという見通しが示されている(図表8)。85年の調査開始以来の最も弱気な見通しである。

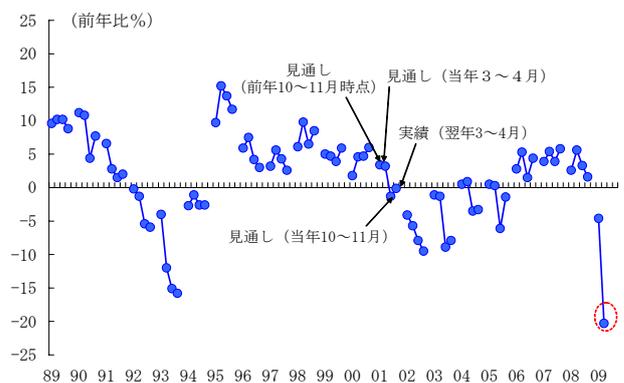
欧州中央銀行(ECB)が行っている「銀行貸出サーベイ」も、設備投資の削減の見通しを裏付ける内容となっている。全体では金融緩和や金融安定化のための対策の進展もあり、2007年夏以降続いた融資基準の厳格化傾向には歯止めが掛かっているが、信用ブーム期の2005～2007年半ばまでに比べると厳しい状態にある(図表9)。金融機関から見た企業の資金需要も、もっぱら債務再構築目的が膨らんでおり、設備投資目的は大きく低下している(図表10)。

図表7 ユーロ圏在庫判断DIと稼働率



(資料) 欧州委員会

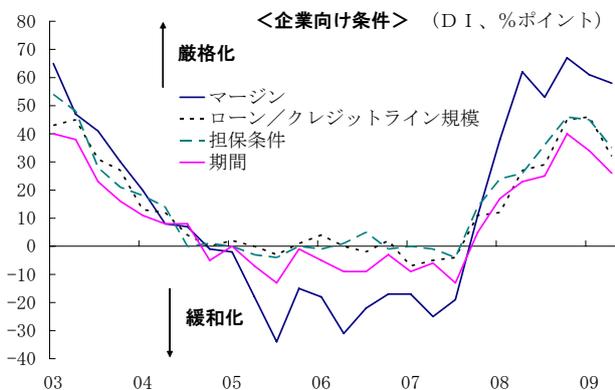
図表8 ユーロ圏企業の設備投資計画



(注) 数量ベース

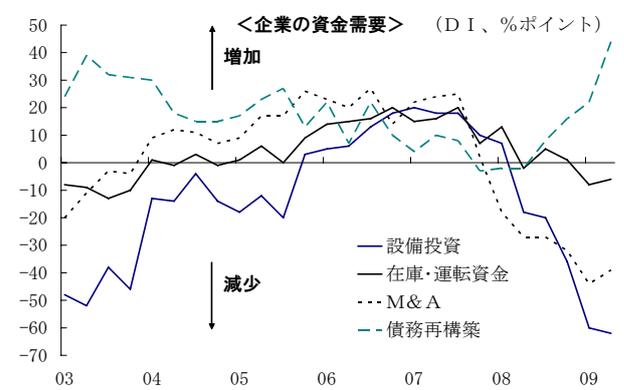
(資料) 欧州委員会

図表9 ECBの銀行サーベイ



(資料) ECB

図表10 ECBの銀行サーベイ



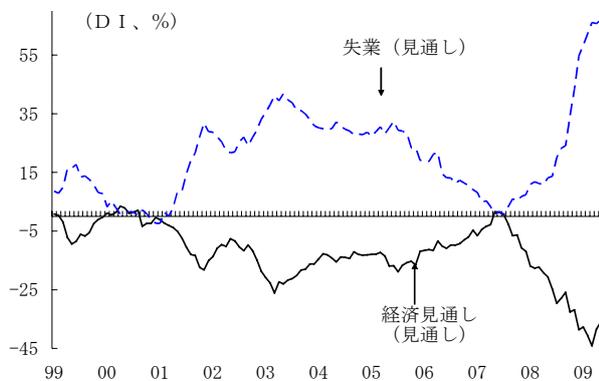
(資料) ECB

(経済見通しは悪化、失業の増大を予想する家計)

家計のマインド面での動きを見ると、過去2年間、特にリーマン破綻後に、経済の先行き悪化と失業の増大を見込む割合が急激に高まってきたが、直近でもその見方は大きく変わっていない(図表 11)。

こうした中で、「現在は耐久消費財の購入の好機か」とする問いに限れば「悪い」超の幅が縮小している。特に、ドイツでは、2007年1月からの付加価値税率引き上げ前の駆け込み需要など限られた時期を除いてマイナスが続いていたが、2009年入り後、ほぼ均衡している(図表 12)。経済の先行きと雇用に対する見通しが厳しい中での改善には、1月中旬に始まった車の買い替え補助制度の効果も大きいように思われる。

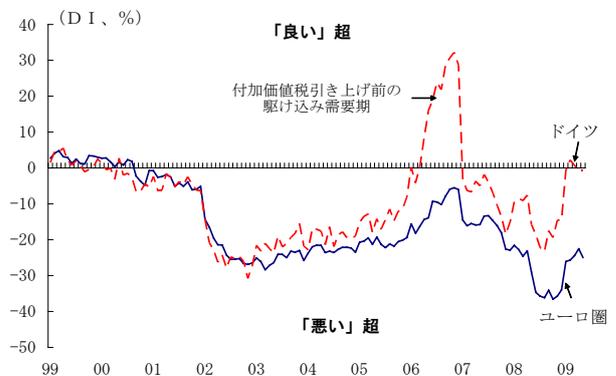
図表 11 欧州委員会消費者信頼感調査



(資料) 欧州委員会

図表 12 欧州委員会消費者信頼感調査

「耐久消費財購入の好機か？」



(資料) ECB

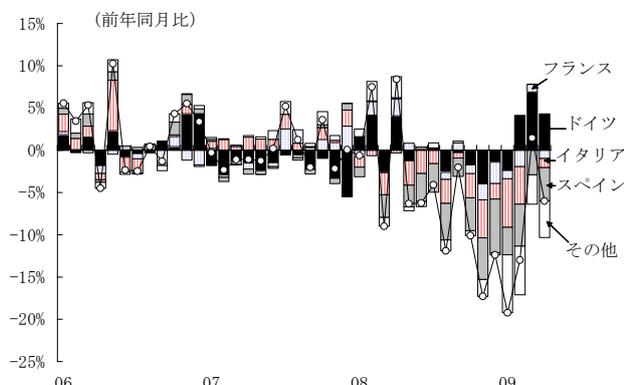
(ドイツの新車買い替え補助制度で近隣諸国の自動車産業が恩恵)

車の買い替え補助制度は、2009年末までなど期限内に一定年限以上の車齢の環境対応型の新車への買い替えに対して補助金を供与する制度である。ユーロ圏ではドイツのほか、フランス、イタリア、ルクセンブルグ、オーストリア、ポルトガル、オランダ、ルクセンブルグ、キプロスが導入しており、従来、低利融資制度を導入してきたスペインも追加景気対策として6月1日から直接補助制度を開始した。

対象となる車の車齢や、補助金の額は、国ごとに異なるが、期限は通常1年程度で、期限内でも予算を全額消化した時点で終了となっている国が多い。ドイツの場合は、9年以上、2500ユーロ(32.5万円)、フランスの場合は10年以上、1000ユーロ(13万円)などとなっている。域内最大の自動車市場であり、生産国でもあるドイツの場合、1月のスタート当初から申し込みが殺到、3月に当初の予算規模15億ユーロを50億ユーロへの増枠を決めるなど、政策効果が最も顕著である。輸出産業が大きな打撃を受けている状況ではあるものの、政策的に当面の雇用の安定性を確保していることが、買い替え補助制度が相対的に大きい成果を挙げていることと関係していると考えられよう。他方、2月に新制度を導入したフランスやイタリアは3月に一旦前年比で増加したものの、4月は再びマイナスに転じるなど、効果の度合いは持続力にはばらつきがある(図表 13)。

また、自動車登録台数の増加が顕著なドイツの場合でも全体の小売売上高は、1～3月期も減少が続き、4月によりやく反転が見られる状況である（図表14）。

図表13 欧州の乗用車新車登録台数（国別）



（注）欧州はEU加盟国と欧州自由貿易連合（EFTA）加盟国（スイス、ノルウェー、アイスランド）の合計
（資料）欧州自動車工業会（ACEA）

図表14 ユーロ圏、ドイツの小売売上高



（注）季節調整値、実質
（資料）Eurostat

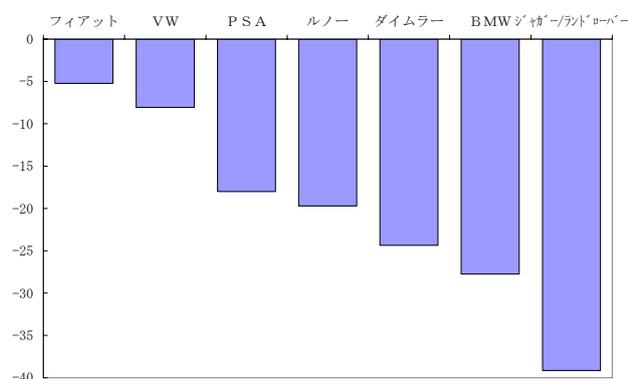
買い替え補助制度には、環境対策とともに、金融危機で急激な稼働率低下を余儀なくされた自動車産業の雇用対策という側面もある。自動車産業は、雇用面ではEU全体で、自動車メーカーによる直接雇用と部品等の製造や販売などの間接的雇用を合わせると製造業雇用の12.5%を占めるとされている。

但し、買い替え補助制度の販売面での成果の大きさは、本国メーカーの売り上げや雇用とイコールではない。買い替え補助制度によって販売が増えているのは低燃費の小型車であり、これを反映して、欧州系の自動車グループでは、小型車を得意とするイタリアのフィアットが1～4月期で前年同期比マイナス5.2%と落ち込み幅が最も小さい。ドイツ・メーカーでは、域内最大手のドイツのフォルクスワーゲン（VW）グループがマイナス8.1%と落ち込み幅が縮小しているが、ダイムラー、BMWという高級車ブランドは4月もそれぞれ26.3%、31.2%のマイナスで復調の兆しは見られない。また、同一ブランドの中でも、VWグループ傘下ではチェコで買収した旧国営自動車会社のシュコダ、フランスのルノー・グループではルーマニアのダチアなどが好調である。

輸送機械産業の稼働率は、2008年1～3月期にはEU全体で91.8%と過去最高の水準にあったが、今年4～6月期には60.6%まで低下している。ドイツ国内の稼働率は、国内販売の加速にも関わらず4～6月期に一段低下したが、イタリア、チェコ、ルーマニアなどの稼働率は持ち直しに転じている（図表16）。相対的に安価な小型車の生産拠点を持つ国への恩恵が大きいことを示すものと思われる。

図表 15 欧州系自動車グループの

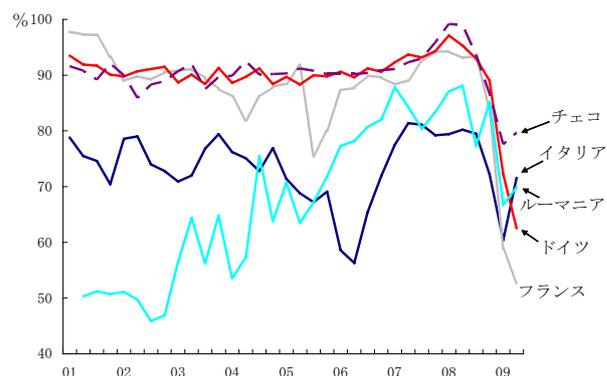
2009年1～4月期乗用車新車販売台数増減率



(注) 前年同期比

(資料) 欧州自動車工業会 (ACEA)

図表 16 輸送機械産業の稼働率



(資料) 欧州委員会

(2009年は4.5%のマイナス成長、2010年には下げ止まるが回復力は弱い)

ユーロ圏経済は、4～6月期以降、景気対策の効果もあって、落ち込み幅が大きく縮小する見込みである。しかし、域外経済の回復テンポが鈍い一方、域内では雇用所得環境の悪化、設備投資の削減が続くため、景気の後退は続く見通しだ。2009年間の成長率は、昨年末～今年始めにかけての大幅な落ち込みの影響が残るため、マイナス4.5%と大幅な落ち込みとなる。

2010年には景気は下げ止まると見られるが、雇用、設備の余剰、金融機関の不良資産処理、高レバレッジ是正の圧力が続くため、回復は極めて緩慢なペースとなり、年間の成長率は前年比0.2%と極めて低いものとなる見通しだ。

消費者物価上昇率は、5月速報値で前年比ゼロまで低下しているが、原油価格が前年水準を大きく下回る効果から、2009年中は極めて低い水準での推移が続く見通しだ。2009年は前年比0.4%とユーロ導入以来の低水準となりそうだ。2010年入り後は、原油価格は物価押し上げ要因に転化することで、インフレ率も高まるものの、大幅な需給ギャップが残るため、ECBが安定的と見なす2%以下でその近辺という水準を大きく下回る状況が続こう。

(信用緩和に踏み切ったECB)

欧州中央銀行 (ECB) は、リーマン・ショック後、大量の流動性供給と大幅な利下げによって、金融システムの安定と景気の下支えに動いてきた。

5月の引下げによって、政策金利 (主要リファイナンス・オペ金利 ; Main refinancing operations、以下レポ金利) は1%、金融機関の要請に応じて実施する「限界ファシリティー金利 (各国中央銀行が対象金融機関に対してオーバーナイトの流動性供給を行う限界貸付金利)」は1.75%、「預金ファシリティー金利 (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中銀預け金金利)」は0.25%となっている。

流動性供給に関しては、2008年10月に6カ月までの固定金利による無制限の資金供給を開始、オペの適格担保を拡大したが、今年5月に資金供給の最長期間を1年に拡大し、適格担保拡大の期

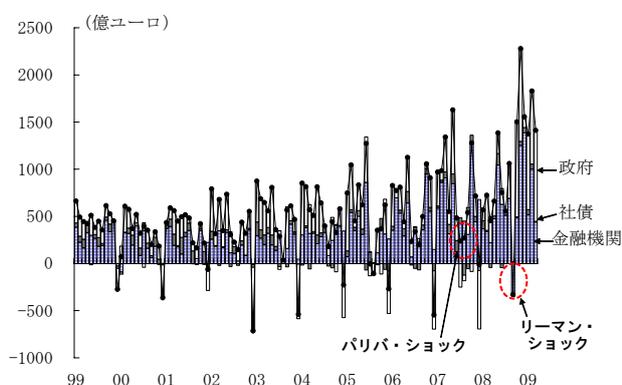
限を 2010 年末に延長することを決めた。第 1 回目の 1 年物のオペは 6 月 23 日にレポ金利の水準で行われるが、9 月、12 月に予定されているオペの金利は情勢に応じてオペ金利にプレミアムを上乗せした水準で行われる予定となっている。

さらに、非標準的手段の追加措置として今年 7 月から 2010 年の 6 月までを期限に総額 600 億ユーロ相当のカバード・ボンド（金融機関が発行する不動産や公共部門向け融資などの担保で構成されるカバー・プールを裏づけとする債券）の買い取りを開始することになっている^(注)。ECB はカバード・ボンドの買い取りを「量的緩和ではなく、(危機の影響が大きい市場の機能回復、つまりスプレッドの縮小や流動性の回復を目指す) 強化された信用支援 (enhanced credit support)」と位置づけている。

カバード・ボンドは、ドイツやフランス、スペインなどの金融機関のホールセール市場における資金調達的主要な手段である。ECB が資産買い入れの対象としてカバード・ボンドを選択したのは、「銀行中心のユーロ圏の金融システムにふさわしい」という基本方針に合致することと、金融安定化策として金融機関が発行する一般の債券に政府保証が付与されるようになったことや、財政赤字の拡大を背景に国債発行が増加しており (図表 17)、カバード・ボンド市場が金融危機による相対的に大きな影響を受けていることがあるようだ。

(注)詳細は、「6 月 ECB 政策理事会：政策金利は据え置き、カバード・ボンド買い取りは 7 月開始」(経済・金融フラッシュ No.09-035) をご参照下さい。

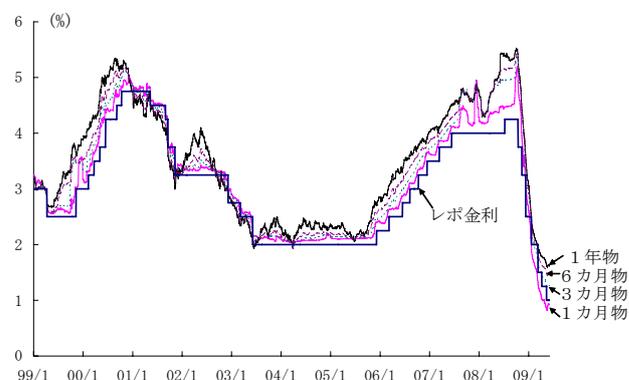
図表 17 ユーロ建て債券発行主体別
発行額 (ネット)



(注) 発行額 (ネット) = 総発行額 - 償還額

(資料) ECB

図表 18 欧州中央銀行 (ECB) の政策金利と
インターバンク金利



(資料) ECB

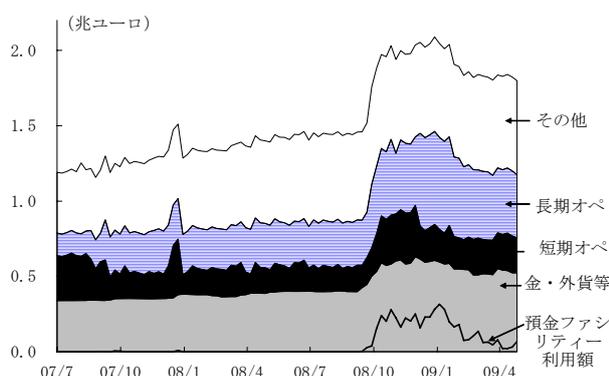
(ECBの金融政策は当面現状維持)

1 年物オペやカバード・ボンド買い入れは実施前の段階ではあるものの、大きく拡大していたターム物金利間のスプレッドが縮小するなど (図表 18)、これまでの金融政策は一定の成果を挙げている。カウンターパーティー・リスクと流動性リスクへの警戒が高じた局面で大きく膨らんでいた ECB の預金ファシリティーの利用額が縮小していることも、市場が徐々に正常化しつつあることが伺えよう (図表 19)。

今後のECBの金融政策は、6月の政策理事会の声明文や質疑応答を見る限り、現行の政策の維持となる可能性が濃厚だ。政策金利は「すべての入手可能な情報や分析を照らし合わせて適切な水準」とし当面の据え置きを示唆、「(1年物の資金供給やカバード・ボンド買い取りなど)すでに決定した事項を実行に移す速さが今後の経済の動きを決める」としている。資産買い取りについては、カバード・ボンドについての効果を見極めない段階で増額や対象拡大などを行なう可能性は低そうだ。

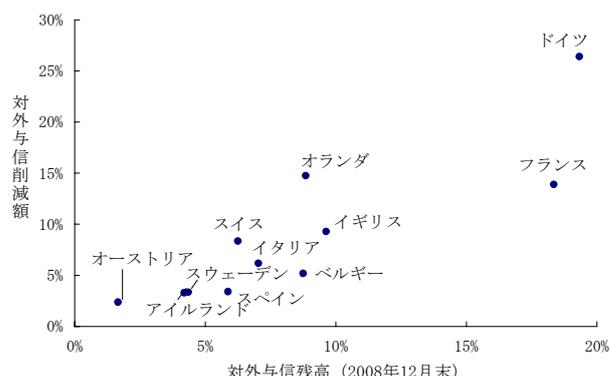
その一方、「(現在の政策金利の水準を)最低水準と決めた訳ではない」とするなど追加措置の選択肢も留保している。今回追加された措置が実行されても、金融不安の再燃などによって、「4～6月期以降のマイナス成長幅の縮小、底固めの局面を経て、2010年半ばまでにプラス成長を回復する」という6月に公表したユーロシステム(ECBとユーロ参加中央銀行)の見通しなど現在のコンセンサスから下振れるような展開となれば、追加措置を実施することも考えられよう。

図表 19 ユーロシステムの総資産と
預金ファシリティー利用額



(注) ユーロシステムは ECB とユーロ参加中央銀行の合計
(資料) ECB

図表 20 欧州国籍銀行の欧州先進国向け
対外与信残高と削減額



(注) 対外与信削減額は 2008 年 3 月末～12 月末の削減額
対外与信＝①国境を超える与信、②外国銀行の支店・現地法人による外貨建ての国内与信、③外国銀行の支店・現地法人による現地通貨建て与信の合計
(資料) BIS

(注目されるドイツのバッド・バンク構想)

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、不良債権が増大し、さらに信用収縮が進むという悪循環を断ち切るために、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1月に②の方式による不良資産対策に踏み切り、4月にはアイルランドが集中型のバッド・バンクの設立を決め、ドイツも民間銀行向けに分散型、州立銀行向けに集中型のバッド・バンクを設立する方針を決めている。

欧州域内のマネー・フローの収縮ぶりをB I S統計によって見ると、2008年6月をピークとするクロスボーダーな資金の巻き戻しで、欧州の銀行による欧州先進国向けの対外与信（①国境を超える与信、②外国銀行の支店・現地法人による外貨建ての国内与信、③外国銀行の支店・現地法人による現地通貨建て与信の合計）額は2.8兆ドル削減された。銀行国籍別に見るとドイツの銀行が全体の4分の1を占め、オランダ、フランス、英国、スイスが続く（図表20）。ユーロ圏内のマネー・フローの正常化という点では、ドイツの金融機関のリスク許容度を高めるような対策が重要であろう。

ドイツの民間銀行向けのバッド・バンク構想は、①銀行が自主的な判断で個別に不良資産の受け皿会社を設立する、②対象は流動性を喪失した証券化商品（貸出債権は対象外）、③銀行は簿価の9割の価格で不良資産を受け皿会社に移管する（＝1割の損失を計上する）、④資産移管の見返りに政府保証付きの債券（ECBの担保としても活用可）を受け取る（政府保証の最長期間は20年、一定の手数料が必要）、⑤受け皿会社に移管された資産の損失は最終的に銀行と株主が負担する、というもので、7月初旬の法案設立を目指して国会審議の段階にある。他方、州立銀行については、6月10日に連邦金融市場安定化機構（FMSA）を新たに設立、不良資産の分離とともに、かねて課題となってきた再編を進める構想が閣議で承認された。

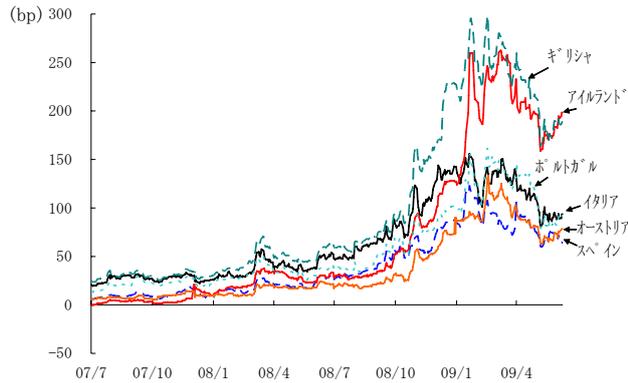
ドイツの構想は、9月に総選挙を控えている事情もあって、納税者の負担を抑えることが前提となっており、民間銀行によるバッド・バンクの設立の動きは広がらないという見方も強い。国有化された不動産金融大手のヒポ・リアル・エステート（HRE）の再建、州立銀行再編の行方と合わせて、今後の動きが注目されよう。

（悪化する財政事情）

財政力の格差から拡大していたユーロ圏内の国債スプレッド（ユーロ圏のベンチ・マークであるドイツとの10年国債利回りの差）はピーク比では縮小しているが、危機前に比べて開いた状態が続いている（図表21）。とりわけ、財政の悪化が目立つアイルランドと、危機前から他のユーロ圏よりも格付けが低いギリシャのスプレッドが開いている。景気回復への期待と財政悪化懸念を背景とする世界的な長期金利の上昇で、ドイツ国債利回りも上昇しているため、スプレッドが縮小したとはいっても、長期金利の水準は年初の水準に戻りつつある国が多い（図表22）。

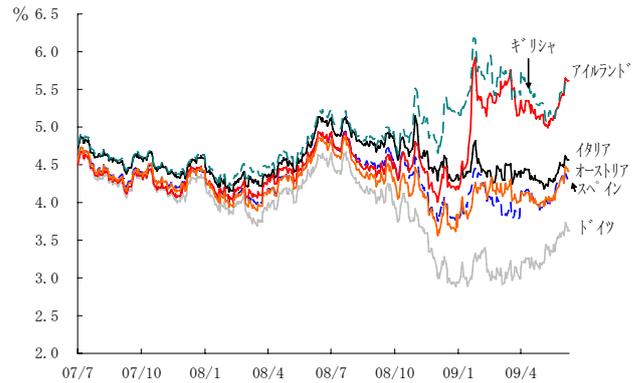
EUでは「安定成長協定」によって財政規律を相互に監視、健全性を図る枠組みがある。ユーロ圏では2008年の時点で財政赤字が3%を超えたフランス、ギリシャ、アイルランド、スペインが過剰な財政赤字是正の勧告を受けている。財政悪化が目立つ国は、EUのルールと市場の圧力の両面から財政健全化の方向に動かざるを得ず、ドイツは財政規律を重視する傾向は強い。このため、景気後退と金融システム安定化のための追加支出などにより2010年にかけて財政赤字拡大は避けられないとは言え、財政悪化懸念が一方向的に広がり、長期金利がこのまま一本調子で上昇し続けることはないだろう。

図表 21 ユーロ圏内の国債スプレッド



(資料) Datastream

図表 22 ユーロ導入国の 10 年国債利回り



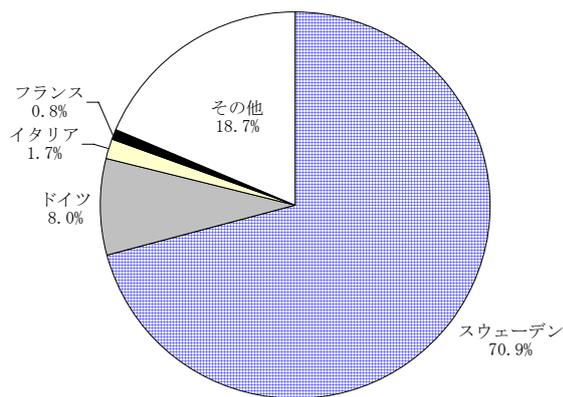
(資料) Datastream

(緊張が続くラトビア、依然くすぶる中東欧のリスク)

ユーロ圏と結びつきが強いユーロ未導入の EU 加盟国、とりわけ中東欧の通貨・金融危機、景気後退によるユーロ圏との負の連鎖への警戒も依然緩めることはできない。

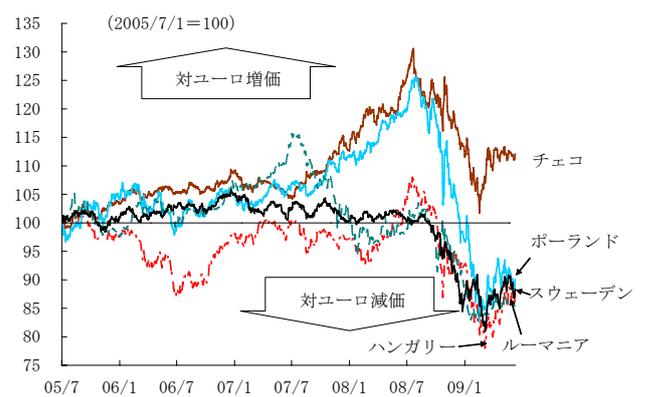
足もとで最も注目されているのは対ユーロの固定為替相場制を維持しているラトビアの動きである。今月 3 日に発行が予定されていた政府短期証券への入札がゼロとなったことで通貨ラトの切り下げ観測が一段と強まり、同じく対ユーロで通貨を固定しているリトアニアやエストニアのほか、3 月初めを底に持ち直しつつあったポーランドなど変動相場制を採用している周辺国の通貨も連鎖安となった。さらに、バルト 3 国への融資残高が大きいスウェーデン (図表 23) の通貨クローナも中東欧通貨と連動して減価、(図表 24)、スウェーデンでは主要銀行の株価も軒並み下落した。

図表 23 バルト 3 国向け与信の銀行国籍別シェア (2008 年 12 月末)



(注) バルト 3 国はラトビア、エストニア、リトアニア
(資料) B I S

図表 24 中東欧変動相場制採用国通貨とスウェーデンクローナの対ユーロ相場



(資料) E C B

為替市場、金融市場の混乱は足もとでは一旦沈静化している。これは、10 日に①欧州委員会のアルムニア委員が、ラトビアが 5 億ラトの財政赤字の削減を行なうことを決めれば、国際通貨基金

(IMF)とEUが約束している総額75億ユーロの支援金のうち、第2弾となる12億ユーロを実行することを明らかにしたこと、②スウェーデン中央銀行はECBとの100億ユーロまでの通貨スワップ協定を利用して、約30億ユーロの借り入れを決めたこと、③スウェーデンの金融監督庁がストレス・テストの結果を公表し、4大銀行はバルト3国とウクライナの債権の大幅な劣化を想定した場合でも、必要とされる自己資本を割り込むことはないという結果を発表したこと、などが安心感につながったからだ。

中東欧の中では、ラトビアの1～3月期前期比マイナス11.2%成長を始め、バルト3国の落ち込みが目立っており、厳しい資金流入環境の下で固定為替相場制度を維持する代償は大きくなっている。バルト3国の経済規模や西欧の銀行の融資に占めるシェアは必ずしも大きいものではないが、他の中東欧通貨への波及のリスクもあり、ユーロ圏経済の不安材料として燻り続けることになりそうだ。

2. イギリス経済

(成長率は3期連続でマイナス幅が拡大)

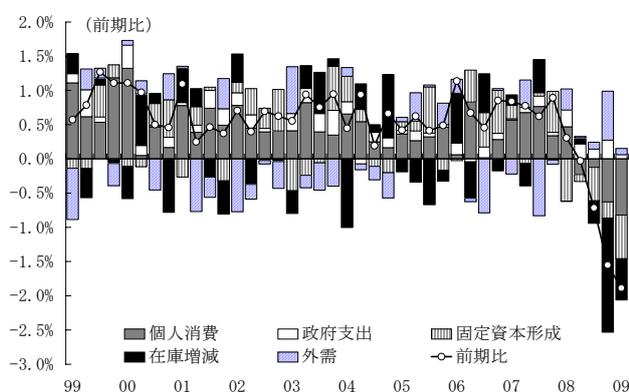
イギリスは、1～3月期に不良資産対策を柱の1つとする第2弾の金融安定化策を導入^(注)、イングランド銀行（BOE）は、政策金利の0.5%に引き下げ、3月には中長期国債等の資産買い取り（量的緩和）に踏み切った。

それでも、2009年1～3月期の成長率はマイナス1.9%となり、マイナス幅の拡大に歯止めをかけることはできなかった（図表1）。

1～3月期の成長率を需要面から捉えると、10～12月期に続いて、在庫の大幅な削減が景気を大きく下押しした上に、個人消費が前期比マイナス1.2%、固定資本形成が同マイナス3.8%にそれぞれ落ち込み幅が拡大したことが響いた。イギリスでは景気対策の一環として、2008年12月1日から2009年末までの時限措置として付加価値税率を17.5%から15%に引下げた。しかし、1～3月期は雇用・所得環境の悪化が進み、株価・住宅価格も一段の下落が進んだことで、十分な効果を発揮できなかったことになる。輸出入揃って大きく落ち込んだ結果、外需は僅かながら成長にプラスに寄与した。

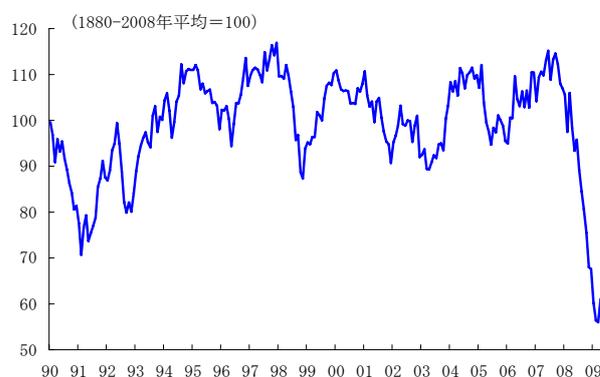
(注)詳細は、「Weeklyエコノミスト・レター2009.3.13欧州経済見通し」をご参照下さい。

図表1 イギリス：実質GDP成長率



(資料) ONS

図表2 イギリス：景況感指数



(資料) 欧州委員会

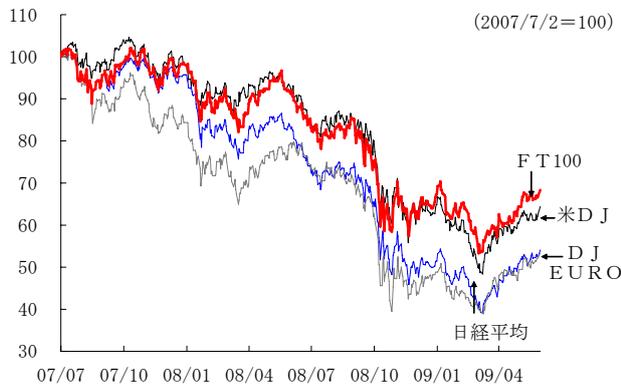
(4～6月期はマイナス幅が縮小へ)

4～6月期は、内外における政策効果の進展に支えられて、イギリスでも、景気の落ち込み幅は縮小に転じる見通しである。

景況感指数（製造業、サービス業、消費者、小売業、建設業の信頼感指数の加重平均値の長期平均を100とする指数）は極めて低水準ながら反転（図表2）、個人消費の下押しの一因であった株価は3月初を底に回復基調にある（図表3）。不良資産対策として導入された資産保護スキーム（Asset Protection Scheme ; APS）の適用を受けたRBSとロイズが、貸出の増加を約束していることなどを背景に信用収縮に歯止めが掛かかる兆しが見え始めている。住宅価格下落のピッチも鈍化傾向にある（図表4）。

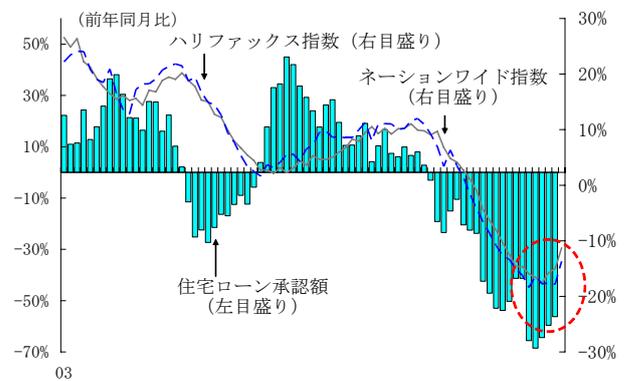
英国立経済社会研究所（N I S E R）が作成している月次GDPでも、5月までの3カ月間のGDP成長率は前期比マイナス0.9%と1～3月の同マイナス2%超、4月の同マイナス1.5%から落ち込み幅の縮小傾向が鮮明になっている。

図表3 英米欧日の株価騰落率



(資料) Datastream

図表4 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

(雇用所得環境は悪化)

金融市場が徐々に落ち着き、住宅指標やマインド指標が下げ止まる一方、雇用・所得環境の悪化は続いている。

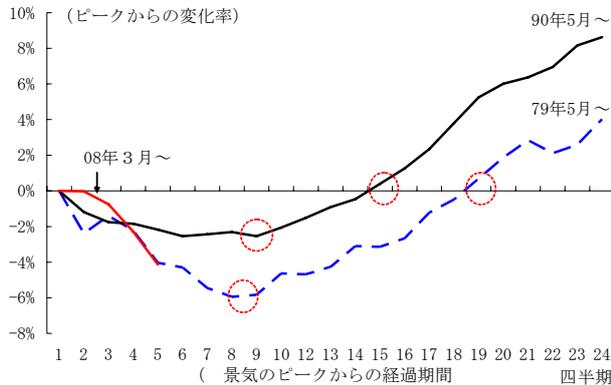
今回の景気後退局面ではGDPはピーク比での落ち込み幅がすでに4%に達しており、90年代初頭の景気後退直面の2.6%を上回り、約2年間でピーク比6.1%の落ち込みとなった第二次石油危機後を上回るペースで落ち込んでいる(図表5)。

失業率は求職者給付受給者ベースでは昨年4月のボトムの2.5%から今年4月には4.7%まで上昇、国際基準であるILOベースでは昨年1月のボトムの5.3%から今年2月には7.3%まで上昇している。失業率の上昇のピッチは、第二次石油危機後を上回っていると言えよう(図表6)。

第二次石油危機後は、79年5月に発足したサッチャー改革によるデフレ効果もあって、GDPが下げ止まるまでに2年余りを要し、その後、景気後退前の水準を回復するまでにさらに2年余りを費やした。失業率がようやくピーク・アウトしたのは、景気後退前の水準を回復してからだ。他方、90年代初頭の景気後退局面では、落ち込みこそ深くはなかったものの、底這いの状態が長く続き、景気が回復軌道に乗り始めてからおよそ1年後、GDPが景気後退前の水準を回復する前に失業率は低下に転じた。

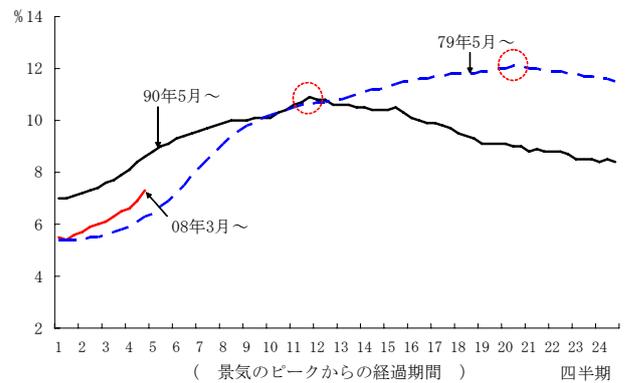
雇用調整のピッチが速い今回の場合、景気回復期の雇用改善のスピードも速い可能性がある。ただ、現時点では景気の落ち込み幅が縮小した段階に過ぎず、底入れ、さらに危機前の水準の回復にまだ時間を要する見込みだ。失業率の上昇は、少なくとも2010年にかけて続くと思われるだろう。

図表5 イギリス：過去の景気後退局面における
GDPの推移



(資料) NISER、ONS

図表6 イギリス：過去の景気後退局面における
失業率の推移



(注) ILOベースの失業率

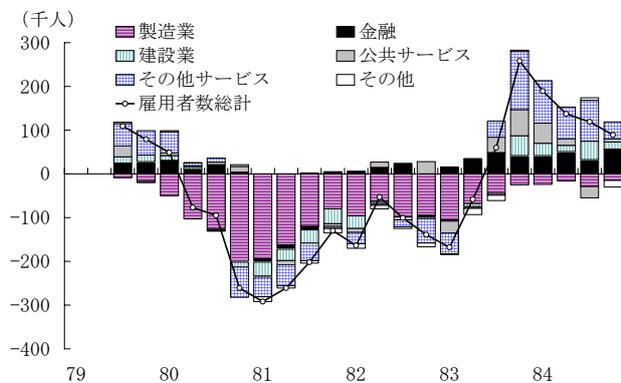
(資料) ONS

(金融業・サービス業を中心とする雇用の調整)

第二次石油危機後の景気後退局面では雇用調整は製造業が中心であったが (図表7-①)、90年代前半は建設業とサービス業の比重が高く (図表7-②)、足もとでは金融業の雇用削減が目立っている (図表7-③)。これは、過去30年にわたり製造業の雇用者数が減り続けた結果、製造業が雇用に占める割合はかつての4分の1から1割を切るまでに低下していることと、過去16年の景気拡大局面で雇用の拡大が続いたサービス業、特に雇用に占める割合が4分の1まで高まっていた金融業が、急激な環境変化でリストラに踏み切らざるを得ないことの反映である。

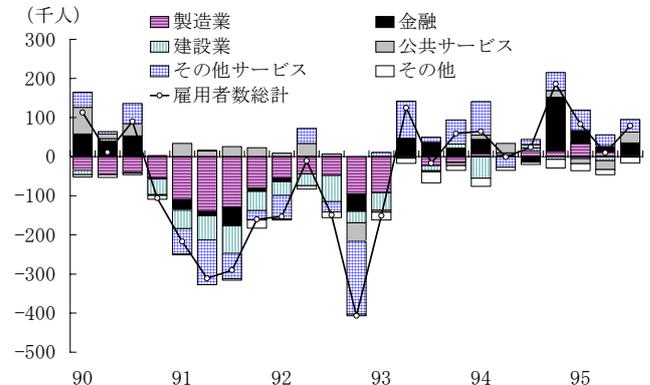
業績が悪化した金融業におけるボーナス削減で、安定した伸びが続いていた平均雇用者所得の伸びも急低下している。個人消費はすでに4期連続のマイナスとなり、直近の2期は前期比1%を超えるマイナスが続いているが、雇用所得環境の悪化が続く状況では、本格的な回復は期待し難い。

図表7-① イギリス：業種別雇用者数増減
(第二次石油危機後)



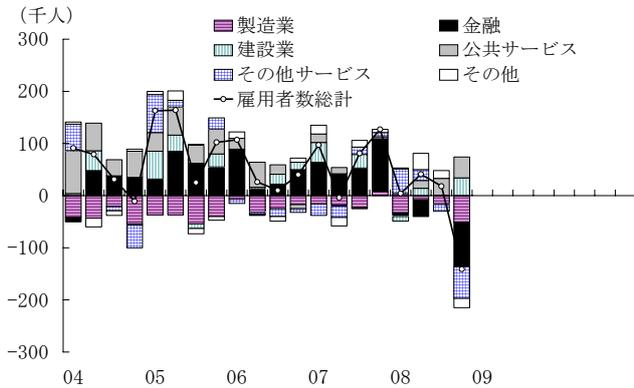
(資料) ONS

図表7-② イギリス：業種別雇用者数増減
(90年代前半)



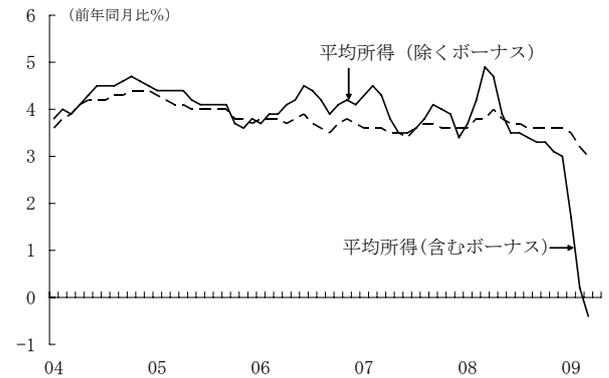
(資料) ONS

図表7-③ イギリス：業種別雇用者数増減
(2006年～)



(資料) ONS

図表8 平均雇用者所得伸び率



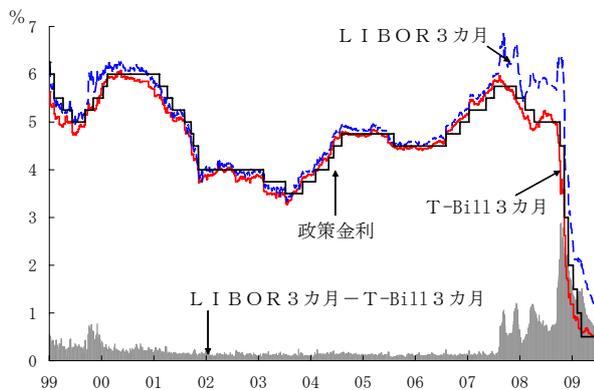
(資料) ONS

(量的緩和で一旦は低下した長期金利は国債増発懸念から上昇)

BOEは、3月以降、政策金利を0.5%に据え置き、3月に750億ポンドでスタートした資産買い取りプログラムを5月に500億ポンド積み増し、総額1250億ポンドとして継続、6月の金融政策委員会(MPC)の時点で「残る枠を消化するのに2カ月必要」としている。資産買い取りは最大1500億ポンドまでの増額が可能であり、5月のMPCでは必要に応じさらに増額する方針を確認している。8月までには追加の増枠を決め、量的緩和の期間を延長する可能性は高いと思われる。

短期金融市場では、ターム・スプレッド(ターム物金利-オーバーナイト金利)や、信用リスクの指標であるTED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)はピーク比で縮小している(図表9)。大幅利下げと量的緩和は一定の波及効果を挙げていると言えよう。但し、スプレッドは危機前との比較で見ると開いた状態にあり、住宅ローン金利も政策金利に比べると下げ幅は抑えられている(図表10)。

図表9 イギリス：政策金利とTEDスプレッド

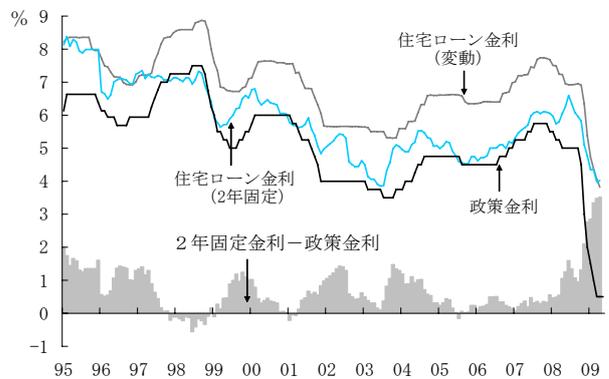


(注) TED スプレッド=LOBOR (ロンドン銀行間市場金利)

3カ月-Tbill (短期国債) 3カ月金利

(資料) BOE

図表10 イギリス：政策金利と住宅ローン金利



(資料) BOE

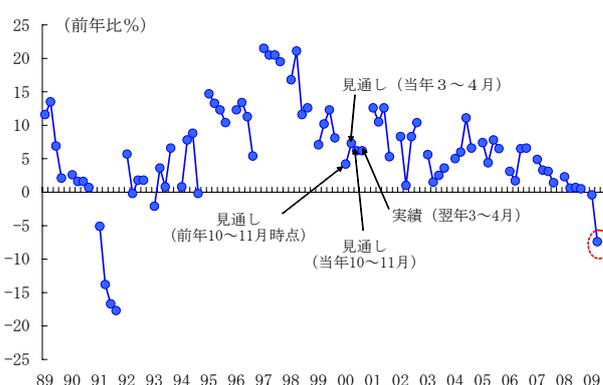
長期金利は、量的緩和の開始とともに一旦は急低下したものの、その後は、米欧同様に景気回復期待と国債増発の懸念が交錯する形で上昇基調が続いている（図表 11）。財政の悪化は主要国共通の傾向ながら、イギリスは欧州委員会が春季予測で 2009 年対 GDP 比 11.5%、2010 年同 13.8% と予想するなど悪化のスピードがとりわけ速く、主要格付け機関の 1 つ S & P が 5 月 21 日に現在トリプル A の長期国債の格付けについても見通しをネガティブに引き下げたことも悪材料となっている。

図表 11 英米欧日の 10 年国債利回り



(資料) BOE

図表 12 イギリス企業の設備投資計画



(注) 数量ベース (資料) 欧州委員会

(2009 年の成長率はマイナス 3.9%、2010 年は回復するも 0.6% の低成長)

信用収縮と住宅市場の調整圧力は幾らか弱まってきたものの、雇用所得環境は一層の悪化が見込まれる。家計の可処分所得に対する負債の水準が先進国で最も高い水準につみあがっている中では、金利低下や信用収縮緩和の効果にも限界があり、個人消費の回復は見込み難い。長期にわたる拡大が続いてきた設備投資も、2009 年は前年比マイナス 7% の削減が計画されている（図表 12）。2009 年の年間の成長率はマイナス 3.9% 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るだろう。

2010 年には年初に時限的な景気対策として引下げられた付加価値税率（VAT）の再引き上げが予定されているほか、4 月からは高額所得者を対象とする個人所得税控除額の低減も予定されている。景気対策の効果の剥落、結びつきが深い米欧経済の回復の緩慢さによって 2010 年の回復ペースは抑えられ、年間の成長率は 0.6% に留まるだろう。

政治面では、景気の低迷に議員の経費乱用問題も加わり、6 月 4 日に投票が行なわれた地方統一選、欧州議会選挙で与党・労働党が大敗を喫した。イギリスでは 1997 年以降、労働党政権が続いてきたが、2010 年 5 月の下院任期満了までに行なわれる総選挙で政権交代が実現するとの見方も強まっている。

(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。