

Weekly  
エコノミスト・  
レター欧州経済見通し～7～9月期プ  
ラス転化も本格回復への道のり  
は遠い

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

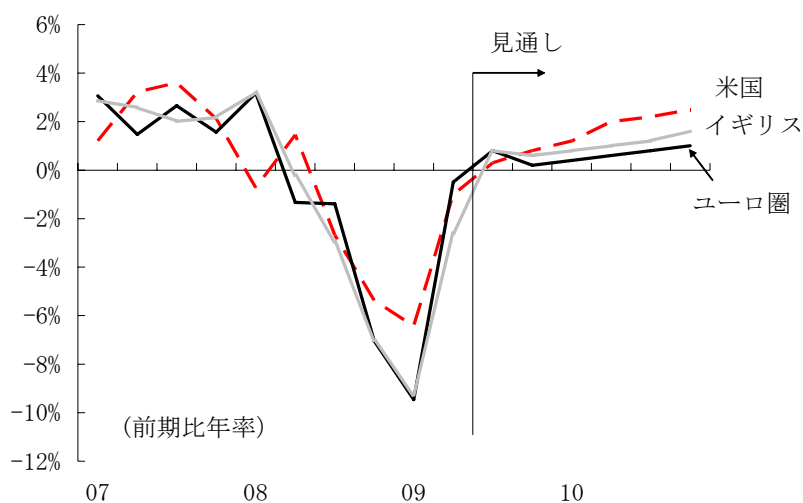
〈 ユーロ圏 : 2009年マイナス4.1%、2010年0.5% 〉

1. ユーロ圏の成長率は7～9月期にはプラス転化する見込みだが、その後の回復も緩慢に留まろう。生産は危機前を大きく下回っており、設備投資は停滞、雇用調整は進む。金融システムからの信用収縮の圧力は続き、景気対策の効果も2010年には低下しよう。
2. ECBは、2010年中に利上げや買い取った資産の売却には至らないが、一部の政策を見直し、出口の一步を踏み出す可能性はある。
3. 政策的な選択肢の狭さから、周辺国の調整は厳しいものとなろう。

〈 イギリス : 2009年マイナス4.4%、2010年0.7% 〉

1. イギリスでも、7～9月期は6期ぶりのプラス成長が期待されるようになり、住宅価格も下げ止まったが、バランス・シートと雇用の調整圧力が働くため個人消費は停滞、固定資本形成の調整も続く見通しだ。
2. 金融依存の税収構造も影響し、財政の悪化は深刻であり、追加景気対策の余地は狭い。BOEは量的緩和の拡大停止後も巻き戻しには慎重なスタンスを維持しそうだ。

7～9月期はユーロ圏、イギリス揃ってプラス成長に



(資料) 欧州委員会統計局、ONS

## 概要

〈 ユーロ圏 : 2009年マイナス4.1%、2010年0.5% 〉

1. ユーロ圏の成長率は7～9月期にはプラス転化する見込みだが、その後の回復も緩慢に留まろう。生産は危機前を大きく下回っており、設備投資は停滞、雇用調整は進む。金融システムからの信用収縮の圧力は続き、景気対策の効果も2010年には低下しよう。
2. ECBは、2010年中に利上げや買い取った資産の売却には至らないが、一部の政策を見直し、出口の一步を踏み出す可能性はある。
3. 政策的な選択肢の狭さから、周辺国の調整は厳しいものとなろう。

### 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)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.7	▲4.1	0.5	0.5	▲1.7	▲4.9	▲4.7	▲4.1	▲2.3	0.2	0.5	0.5	0.7
	前期比年率%	0.7	▲4.1	0.5	▲1.4	▲7.0	▲9.5	▲0.5	0.8	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0
内需	前年比寄与度	0.7	▲3.0	0.3	0.3	▲0.4	▲3.1	▲3.3	▲3.2	▲2.6	▲0.5	0.5	0.5	0.7
	民間最終消費支出	前年比%	0.4	▲0.8	0.5	▲0.0	▲0.7	▲1.4	▲0.8	▲0.6	▲0.1	0.5	0.5	0.5
固定資本形成	前年比寄与度	▲0.4	▲9.9	▲0.2	▲1.0	▲5.5	▲11.0	▲10.9	▲9.9	▲6.9	▲1.6	▲0.2	0.4	0.9
外需	前年比寄与度	0.0	▲1.1	0.2	0.2	▲1.4	▲2.0	▲1.5	▲1.0	0.2	0.7	0.0	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	3.3	0.3	1.2	3.8	2.3	1.0	0.2	▲0.3	0.4	1.4	1.2	1.0	1.4
失業率	平均、%	7.6	9.5	10.7	7.6	8.0	8.8	9.3	9.7	10.1	10.4	10.6	10.8	11.0
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	3.4	4.0	4.2	3.4	3.3	3.4	3.3	3.6	3.8	4.0	4.1	4.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.47	1.37	1.34	1.50	1.32	1.30	1.36	1.42	1.40	1.40	1.35	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	152	129	126	162	127	122	133	134	126	126	128	124	127

〈 イギリス : 2009年マイナス4.4%、2010年0.7% 〉

1. イギリスでも、7～9月期は6期ぶりのプラス成長が期待されるようになり、住宅価格も下げ止まったが、バランス・シートと雇用の調整圧力が働くため個人消費は停滞、固定資本形成の調整も続く見通しだ。
2. 金融依存の税収構造も影響し、財政の悪化は深刻であり、追加景気対策の余地は狭い。BOEは量的緩和の拡大停止後も巻き戻しには慎重なスタンスを維持しそうだ。

### 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)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.7	▲4.4	0.7	0.5	▲1.8	▲4.9	▲5.5	▲4.6	▲2.7	▲0.1	0.8	0.9	1.2
	前期比年率%	0.7	▲4.4	0.7	▲2.9	▲7.0	▲9.3	▲2.6	0.8	0.6	0.8	1.0	1.2	1.6
内需	前年比寄与度%	0.3	▲4.8	0.5	0.1	▲3.0	▲5.9	▲6.4	▲5.9	▲3.4	▲0.7	0.4	1.0	1.3
	民間最終消費支出	前年比%	1.2	▲3.0	0.6	1.1	▲0.5	▲3.0	▲3.6	▲3.2	▲2.0	▲0.5	0.7	0.9
固定資本形成	前年比寄与度%	▲2.8	▲13.7	▲1.5	▲3.9	▲7.8	▲13.2	▲15.2	▲13.6	▲12.7	▲5.7	▲1.2	0.1	0.9
外需	前年比寄与度%	0.4	0.4	0.2	0.7	1.4	1.0	0.9	1.3	0.7	0.6	0.4	▲0.1	▲0.1
消費者物価(CPI)	前年比%	3.6	2.0	1.8	4.9	3.9	3.0	2.1	1.4	1.5	1.8	1.8	1.7	1.7
失業率	平均、%	2.8	4.9	5.7	2.8	3.4	4.2	4.7	5.1	5.4	5.6	5.7	5.8	5.8
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) 現状: 急激な悪化には歯止め

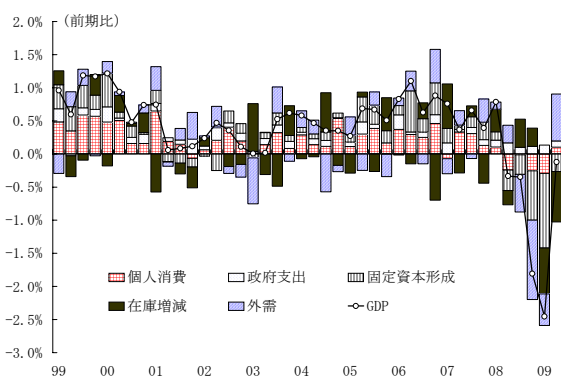
### ( 4~6月期の成長率は前期比 0.1%にマイナス幅が縮小 )

4~6月期のユーロ圏の成長率は前期比マイナス 0.1%であった。5期連続のマイナス成長とはなったものの、落ち込み幅は大きく縮小した(図表1)。

需要面では在庫の寄与が引き続き大幅なマイナスとなり、固定資本形成も5期連続のマイナスとなったものの、個人消費が5四半期ぶりに、外需は4四半期ぶりにプラスに転化した。但し、外需のプラス転化は、減少率で輸入が輸出を上回ったことによるものであり、持続的な回復の兆候を示すものとは言えない。

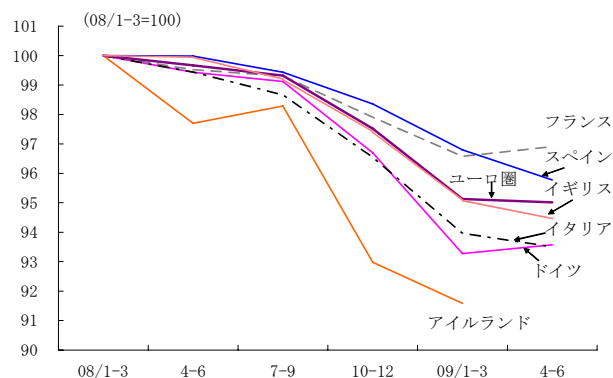
国別には、今回の景気後退局面で、主要国最大の落ち込みとなったドイツと相対的に落ち込み幅が小さかったフランスが、4~6月期にはともに前期比 0.3%のプラス成長に転じたほか、ギリシャ、ポルトガル、スロベニア、スロバキアもプラス成長であった。他方、イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、オーストリア、キプロスの6カ国はマイナス幅こそ縮まったものの、マイナス成長を抜け出すことはできなかった。中では、住宅バブル崩壊による調整局面にあるスペインが、前期比マイナス 1.1%と最も落ち込みとなっている(アイルランド、ルクセンブルグ、マルタ、フィンランドは未公表)(図表2)。

図表1 ユーロ圏実質GDP



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏と主要国の実質GDP



(資料) Eurostat

### ( 政策効果で下げ止まったドイツ、個人消費が底固いフランス )

ユーロ圏の中核国であるドイツ経済の回復は、通常は輸出主導のパターンだ。しかし、今年4~6月期は、外需の寄与はプラスに転じたものの、輸出の減少は続いた。その中で、消費が2四半期連続でプラス、固定資本形成も3四半期ぶりにプラスに転じており、内需主導で景気が持ち直す異例のパターンとなっている(図表3)。

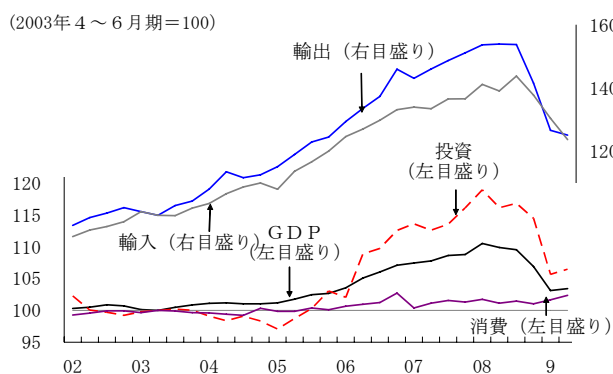
フランスも、マイナス成長が4四半期続いたが、主要国の中では景気の落ち込みが最も軽微である(図表4)。フランスは、ドイツに比べると輸出入への依存度が低く、外部環境変化の影響を受

けにくいことと、個人消費が金融危機後もプラスの伸びを保ち、底固く推移したことが景気の落ち込みが軽微であった理由と言えよう。

大陸欧州は、そもそも財政の自動安定化機能<sup>(注1)</sup>が相対的に厚いが、独仏では景気対策としても雇用・セーフティーネットの拡充と所得税減税などの措置が採られた。米国やイギリスと異なり、信用ブームで家計の負債が増大、バブル崩壊による住宅価格の下落で、バランス・シート調整を必要とする状況となっていない点も、個人消費が比較的底固さを保ってきた理由と考えられよう。

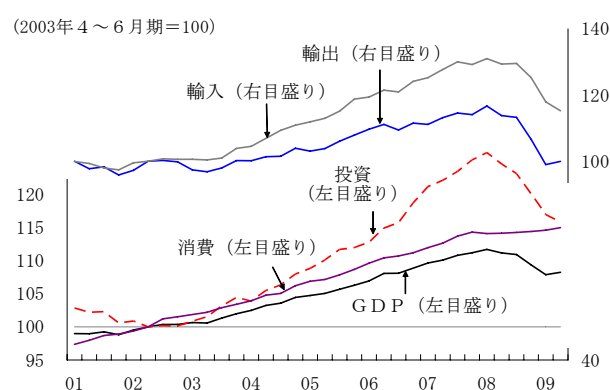
(注1) 好況期には税収の増加等を通じ需要を抑制し、不況期には税収の減少や失業給付の増加を通じて可処分所得の減少を緩和すること等により需要を下支えするような、制度改正等を伴わずに経済を安定化させる機能

図表3 ドイツ：需要項目別実質GDP



(資料) DESTATIS

図表4 フランス：需要項目別実質GDP



(資料) INSEE

### ( 低迷続くスペイン、イタリア )

ユーロ圏の4大国のうち、4～6月期にドイツ、フランスが揃ってプラス成長に転じたのに対して、スペインは前期比マイナス1.1%、イタリアは同マイナス0.5%と立ち直りが遅い。

スペインは住宅バブルが崩壊、住宅の過剰ストックを抱えるようになっており、建設投資はすでに7四半期にわたり前期比のマイナスが続いている。住宅価格に安定の兆しが見られる米英ではピーク比で見た調整幅が米国で3割強、イギリスで2割前後となっているのに対し、スペインは8.3%と相対的にマイルドである。だが、雇用の悪化ぶりは著しく(後述)、個人消費は5四半期連続のマイナスとなっている。内需の縮小によって輸入が輸出を上回るペースで減少したことから、外需は成長にプラスに寄与している。

イタリアの場合は、住宅バブルや家計の過剰な負債は大きな問題ではなく、雇用調整のピッチも緩やかだが、輸出依存の経済構造であるため、景気の底入れは外部環境が改善してからとなる。政府債務残高がGDPの105.8%(2008年)とEU加盟国中で最も高く、大規模な景気対策を打ち出せなかったことも独仏との違いと言えよう。

### ( 7～9月期はプラス転化へ )

7～9月期は、金融緩和と財政刺激策の効果が続いていることと、世界経済の下げ止まりも手伝

って、ユーロ圏経済の下げ止まりを裏付ける材料は増えている。7～9月期にはユーロ圏全体で成長率はプラス転化する見込みである。

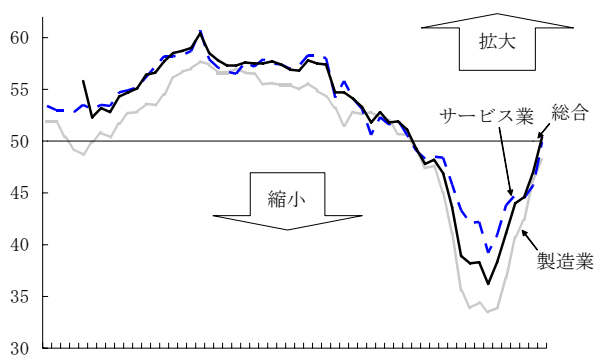
GDPと連動性が高いユーロ圏のPMI（購買担当者指数）総合指数は、2月の36.2を底に改善基調が続き、8月には50.4と、活動の拡大と縮小の分かれ目となる50のラインを超えて、成長率のプラス転化を示唆するようになっている（図表5）。

2010年にかけての回復基調持続も期待されている。ドイツのZEW見通し指数は、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位置づけられているが、9月には「良くなる」の超過幅が57.7まで上昇した。ドイツの生産動向への説明力が高い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6）。

但し、個別には、7～9月期のプラス転化が難しいと考えられる国もある。PMI総合指数を見ると、8月にユーロ圏全体で50を超えたのは、ドイツとフランスの総合指数がそれぞれ54、51まで回復した効果大きい。イタリアは製造業で44.2、サービス業で46.4、スペインは製造業が47.2、サービス業が45.3、スペインと並び住宅バブルの問題が深刻なアイルランドが製造業44、サービス業46.7といずれもプラス成長の領域には達していない。

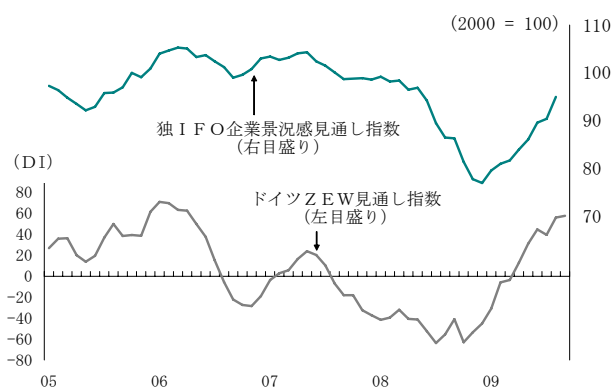
9月14日に欧州委員会が公表したEU主要7カ国（ドイツ、フランス、イギリス、イタリア、スペイン、オランダ、ポーランド）の「中間経済見通し」でも、住宅バブル崩壊後の調整が続くスペインは7カ国で唯一2009年下期を通してマイナス成長が続くと予測、5月の「春季予測」から独仏は上方修正されたが（独：マイナス5.4%→マイナス5.1%、仏：マイナス3.0%→マイナス2.1%）、伊西は下方修正された（伊：マイナス4.4%→マイナス5.0%、西：マイナス3.2%→マイナス3.7%）。

図表5 ユーロ圏PMI



(資料) markit

図表6 ドイツZEW、IFO景況感調査見通し指数



(資料) ZEW、IFO

## 2. 展望: 平坦ではない回復の道のり

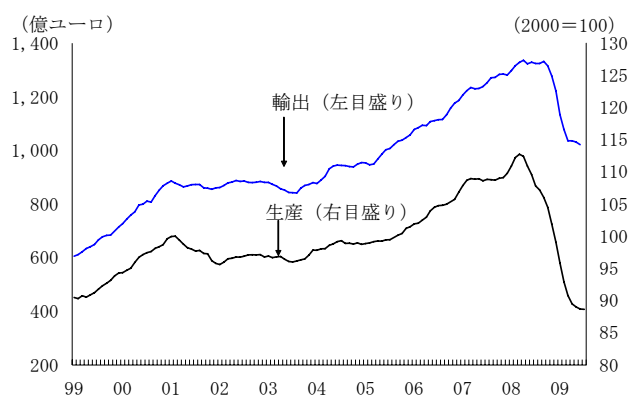
### (住宅投資、設備投資回復の見込みは薄く、インフラ投資が下支え)

ユーロ圏経済に持ち直しの兆しが表れたと言っても、生産・輸出の水準は、危機前のピークを2割以上下回る水準にある（図表7）。欧州委員会の企業サーベイでも、生産見通し判断のボトム比

での改善は顕著だが、D Iは減少を見込む割合が増加を見込む割合を上回ることを示す水準にある。生産の先行指標となる受注判断の改善の乏しさから見ても（図表8）、今後の回復テンポは極めて鈍いものに留まると予想される。

稼働率も直近の7月調査では69.5%と前期からさらに低下し、長期平均の稼働率81.5%を大きく割り込んでいる。経験的にはユーロ圏の投資がプラスに転じるのは稼働率が80%を超えてからである（図表9）。内外の需要の見通しが不透明であり、金融環境も安定性を欠くため、設備投資の回復は期待しづらいと言えよう。住宅投資も、最大の市場であったスペインで大幅な過剰ストックが積み上がったままとなっており、全体でも減少が続く見通しだ。各国レベル、EUレベルで推進している景気対策のためのインフラ投資の押し上げ効果はあるものの、固定資本形成の調整はなお続く見通しだ。

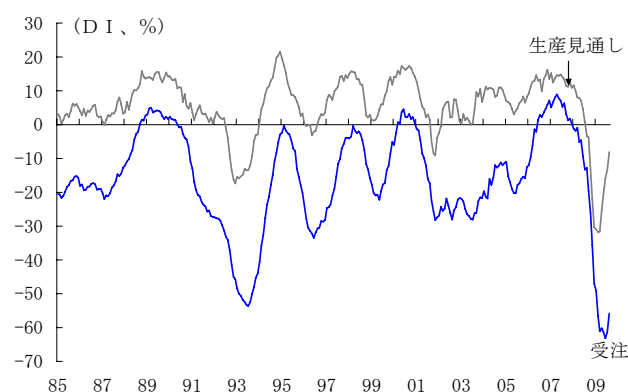
図表7 ユーロ圏の生産、輸出



(資料) Eurostat

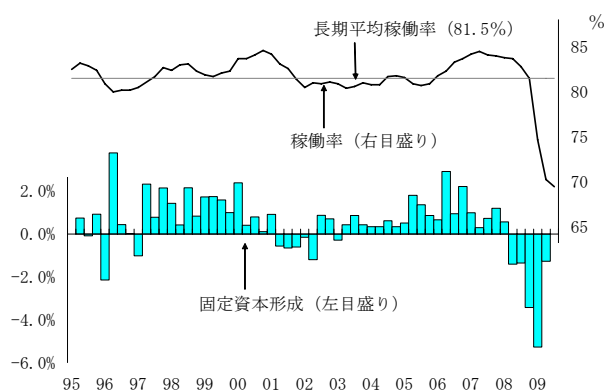
図表8 ユーロ圏の企業景況感

(受注・生産見通しD I)



(資料) 欧州委員会

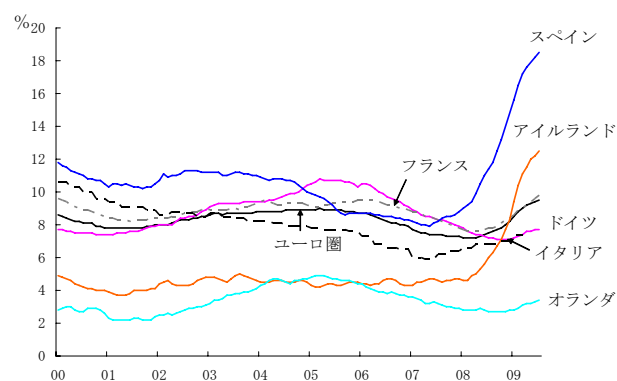
図表9 ユーロ圏の稼働率と固定資本形成伸び率



(注) 固定資本形成伸び率は前期比

(資料) 欧州委員会、Eurostat

図表10 失業率の推移



(資料) Eurostat

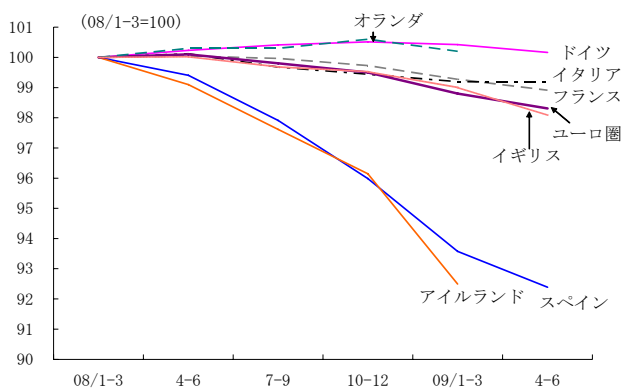
**( 生産の下げ止まり後も雇用調整は続く )**

雇用の調整も続く見通しだ。ユーロ圏の失業率は、2008年3月をターニング・ポイントに上昇に転じ、リーマン・ショック後、上昇のピッチは加速、2009年7月の失業率は9.5%となった(図表10)。景気回復力に格差が見られるユーロ圏では、雇用調整のピッチにも差が見られる。理由としては、①金融危機と世界同時不況の影響、特に強い影響が見られる建設、金融、自動車産業の雇用に占める比重の大きさ、②雇用調整が進みやすい有期雇用契約の活用度合い、③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など政策的に雇用の数量調整を緩和する政策がどの程度採られているのか、などが挙げられよう。

失業率が上昇に転じたタイミングが早く、かつ調整幅が大きいのは、住宅バブルが崩壊したスペインやアイルランドであり、ボトム比の失業率の上昇幅はそれぞれ10.6%ポイント、8.3%ポイントにも上る。これに対し、域内外の需要の急減で生産・雇用に急ブレーキが掛かった国のターニング・ポイントは2008年半ば以降であり、ドイツ、オランダなどがこちらに該当する(図表10)。

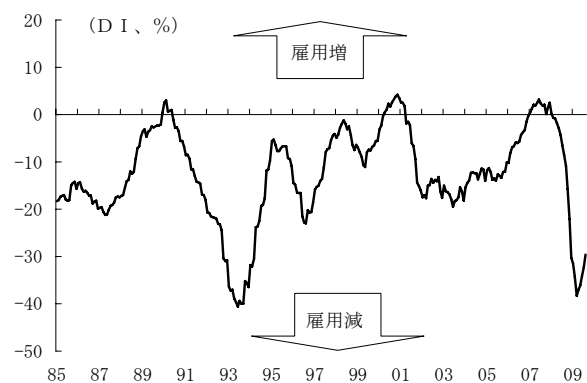
全体で見ると、生産の落ち込み幅に比する雇用調整とのテンポは緩やかである(図表11)。今後も生産の回復のテンポは鈍いため、成長率がプラスに転じた後も、雇用の調整は続く見通しだ。企業の雇用判断D Iも、ピーク時に比べれば改善しているが(図表12)、雇用の削減を見込む割合が極めて高い状況は続いている。

**図表11 ユーロ圏と主要国の雇用者数**



(資料)Eurostat

**図表12 ユーロ圏の企業景況感 (雇用判断D I)**



(資料) 欧州委員会

**( 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、今年3月を境に、2007年半ば以降、特にリーマン・ショック後に加速した経済の先行き悪化と失業の増大を見込む割合の高まりには歯止めが掛かった。それでも先行きの景気悪化、失業の増大を見込む割合は90年代初頭の不況期のピークに匹敵するほど高い水準にある。家計の認識は依然として極めて厳しいと考えることができよう(図表13)。

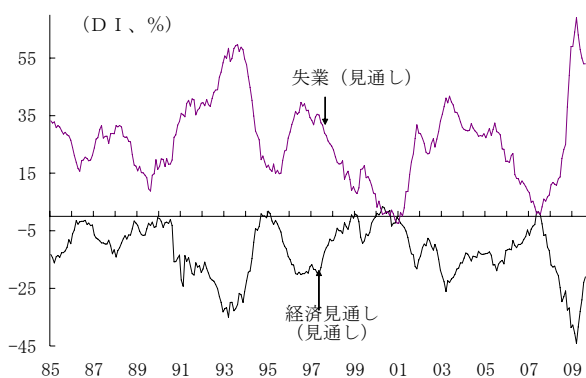
既述のとおり、個人消費は、スペインの不振の一方、ドイツやフランスは比較的底固く、ユーロ圏全体では前期比でのマイナスは二四半期に留まった。雇用の調整が抑えられてきたことと、自動

車の買い替え補助制度など、需要喚起のための政策が実施されたことも寄与したと思われる。

買い替え補助制度は、危機対応として時限措置として導入されたものであり、ドイツはすでに予算枠を使い切り、再延長をしない構えだ。その他でも 2009 年末に期限が切れる国が少なくない。2010 年は雇用悪化の影響に加えて、需要先食い型の政策の反動減も予想される（図表 14）。

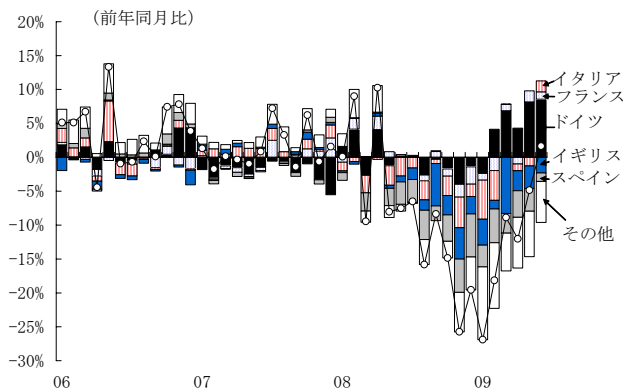
なお、国別の輸送機械産業の稼働率を見る限り、買い替え補助制度の効果はチェコやルーマニアに大きいように見える。汎ヨーロッパでの最適立地化が進展している欧州の自動車業界では、買い替え補助制度の恩恵は低燃費・低価格の小型車を生産する国に大きかったようだ（図表 15）。

図表 13 欧州委員会消費者信頼感調査  
(経済見通しと失業見通しDI)



(資料) 欧州委員会

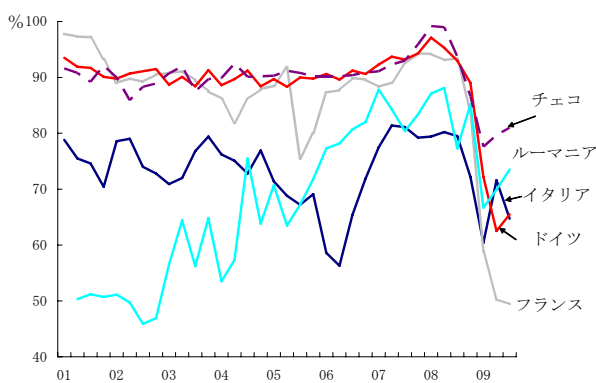
図表 14 欧州乗用車新車登録台数 (国別)



(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

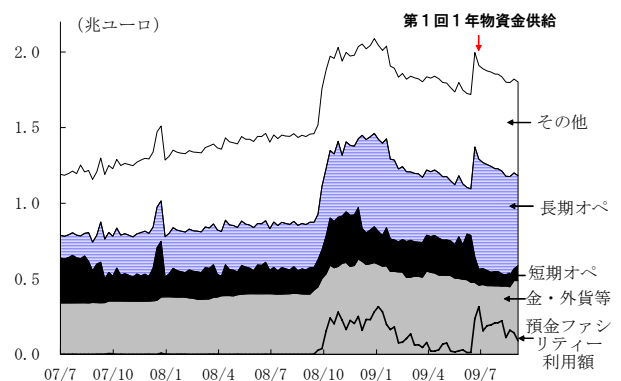
(資料) 欧州自動車工業会 (ACEA)

図表 15 輸送機械産業の稼働率



(資料) 欧州委員会

図表 16 ユーロシステムの総資産と  
預金ファシリティ利用額



(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



## （ 金融政策:「出口戦略」の第一歩は 2010 年入り後 ）

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。

9月3日の政策理事会では、政策金利（レポ金利）の1%での据え置きと、9月30日に行われる第2回目の1年物資金供給をレポ金利の水準で行うことを決めた。

1年物資金供給と同じく、非標準的手段を通じた信用緩和強化策として7月に始まったカバード・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）の買い入れも、総額600億ユーロを2010年6月までの期限で均等割りしたペースでの買い入れを継続している。

今後の金融政策については、ユーロ圏でも景気の急激な悪化に歯止めがかかり、金融市場も落ち着きつつあることから、追加の緩和策よりも「危機対応モード」からの出口のタイミングが注目されるようになっている。

政策理事会後の記者会見における声明文には、政策金利を1%に引下げ、1年物資金供給やカバード・ボンド買い入れなどの対策を公表した5月以降、「いったんマクロ経済環境が改善したら、政策理事会はこの間導入した政策を巻き戻し、供給した潤沢な流動性の吸収を図るよう注意する」という出口戦略の基本スタンスを示す一文が挿入されるようになっている。トリシェ総裁を始めECBの理事による出口戦略に関する発言も目立つが、「出口戦略についての議論と実行を混同してはならない」とし、「今は出口の時期ではない」と明言している。出口の具体的な時期はもちろんこと、利上げと非標準的政策の巻き戻しの順序についても「事前にコミットメントしない」スタンスだ。

一連の発言から推測されるのは、ECBが出口戦略に着手するタイミングは、金融システム対策がある程度進展し、実体経済の悪化と金融市場との負のスパイラルのリスクが後退した時と考えられよう。2010年中も金融システムの修復局面は続くと思われることから、利上げや買い入れた資産の売却などの積極的な対策に踏み込むことは考えにくい。

だが、ECBの非標準的政策は、トリシェ総裁らがしばしば協調するように「出口が容易」という特徴がある。流動性の供給は、市場が正常に機能し始め、金融機関のECBの資金に対する需要が低下すれば、残高は自動的に減少する。実際、リーマン・ショック後、ドル不足への対応として導入された金額無制限のドルの資金供給でも、9月10日に行われた84日物のオペは入札ゼロという結果に終わった。現時点でドル、スイス・フランの外貨供給は9月いっぱい、同じく危機対応として実施されている1年物までの金額無制限のターム物のユーロ資金の供給も2010年以降については未定である。こうした流動性供給について、2010年入り後、需要動向を見極めながら、一部の停止や、金額制限の導入、長めの資金を供給する場合にレポ金利にプレミアムを上乗せするなどの形で出口の一步を踏み出す可能性はある。

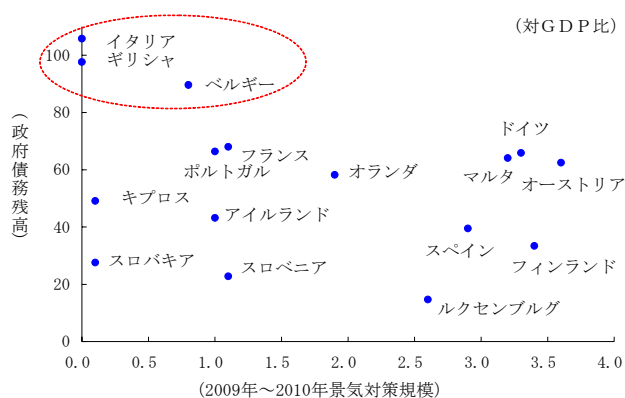
（注1）例えば2009年9月4日のトリシェ総裁のECBウォッチャーズ会議での講演など

## （ 財政政策:縮小する景気下支え効果 ）

2008年11月、金融危機による急激な景気後退への対応として、欧州委員会はEU機関、EBRD（欧州復興開発銀行）と各国政府であわせて2000億ユーロ、GDP比1.5%規模の対策実施を

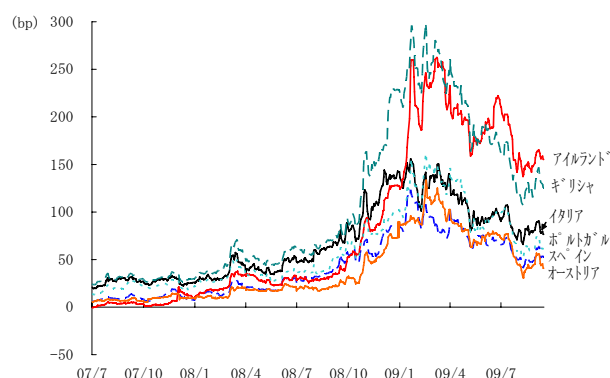
呼びかけた。2009年から2010年にかけて実施が予定されている政策の規模は、金融危機による打撃の大きさや、財政の自動安定化機能の大きさ、政策効果の国外流出<sup>(注2)</sup>の度合いなどが異なるために、ユーロ参加国の間でもかなりのバラツキがある(図表17)。特徴として、イタリアのほか、ギリシャ、ベルギーなど政府債務残高の絶対水準が高い国は、景気対策に消極的であることを挙げられよう。これは、EUに過剰な財政赤字の回避と財政均衡を求める「成長安定協定」というルールが存在することだけでなく、ユーロ圏のベンチマーク(基準)となっているドイツ国債とのスプレッドの拡大という形で、資金調達のコストに制約が加わっていることも関係がある(図表18)。

図表17 ユーロ圏：政府債務残高と景気対策の規模



(注) 政府債務残高は2008年  
景気対策は2009年～2010年(Public Finance 2009掲載ベース)  
(資料) 欧州委員会, 'Public Finance 2009', June 2009

図表18 対ドイツ国債スプレッド



(注) ドイツの10年国債との利回り格差  
(資料) Datastream

2009年にはユーロ参加国の財政は揃って大きく悪化し、2010年の追加的な景気対策の余地は総じて狭まるが、その中でも対応力の格差は続く見通しだ。

対外的な信用力が高く、経済規模の大きさから、近隣諸国への波及効果も期待されるドイツは健全財政指向が強く、追加景気対策には基本的に慎重な構えだ。だが、今年初までに実施された大型景気対策の効果は2010年も続く。9月27日投開票が予定されている総選挙では、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟の優勢が伝えられている。総選挙後に誕生する新政権が、景気挺入れのための減税などの追加措置を打ち出すかどうか、新たに作ったバッド・バンクの枠組みの利用が低調で信用収縮懸念が強まっている状況にどのような打開策を打ち出すかが注目されよう。

その他の国では9月15日にオランダが公共投資の倍増、雇用対策の強化などの景気対策を盛り込んだ2010年度予算案を公表した。オランダはEUの物流拠点であり、多国籍に展開する金融業の母国であるため、金融危機による影響が相対的に大きい国の1つである。大手金融機関フォルティスの国有化、INGと保険大手エイゴンへの公的資金注入などでGDP比2割に相当する資金を金融システム対策費として投入している。ワークシェアリングの定着もあって、これまでのところ雇用の数

量調整はユーロ圏で最も緩やかなペースであったものの（図表 11）、失業増大への懸念は強い。2011年6月までに総選挙が行なわれる事情もあり、景気悪化と金融システム問題のスパイラル的な悪化を避けるべく景気対策に動いたと思われる。オランダの財政は、天然ガス収入増も手伝って2008年まで3年連続で財政黒字を計上し、政府債務残高も名目GDPの60%というEUの基準以下、ソブリン格付けはドイツ、フランスなどと並ぶ最上位を維持してきた。財政面である程度の余裕があったために景気対策を打ち出すことができたものの、2010年の財政赤字は名目GDPの6.2%と3%の基準を大きく超える水準に膨らむ見通しである。

他方、財政赤字が急拡大しているアイルランドやそもそも財政基盤が弱いギリシャなどは資金調達の制約もあって、2010年には景気対策の規模を縮小せざるを得ない。2008年以降、数次にわたる景気対策を実施してきたスペインも、2010年には景気対策の規模が縮小する見通しだ。

ユーロ圏全体では財政均衡化の動きが本格化するのには2011年以降だが、2010年は景気対策を通じた押し上げ効果は低下することになる。

（注2） 政府の需要押し上げ策が輸入増をもたらす場合。開放度の高い小国で生じやすい。

### （ 2009年は4.1%のマイナス成長、2010年は0.5%とわずかにプラス転化 ）

以上のように、7～9月期には成長率のプラス転化が見込まれるようになったユーロ圏だが、政策のフルサポートの成果という側面が強い。生産は危機前を大きく下回っており、設備投資は停滞、雇用調整は続こう。金融システムの修復の過程で信用収縮の圧力も働く。景気対策の効果も2010年には低下する見込みだ。このため、2010年にかけては一進一退の推移が続き、2009年年間の成長率マイナス4.1%に対し、2010年も0.5%と回復の勢いは鈍いものに留まろう。

インフレ率は、8月は前年比マイナス0.2%と7月のボトム同マイナス0.7%から下落幅が縮小した。2009年10～12月期中には、最大の物価変動要因である原油価格が、前年比の押し上げ要因に転化するため、インフレ率もプラスに転じる見通しだ。特に、2010年前半は物価押し上げ効果が強めに表れるだろう。それでも、大幅な需給ギャップが残る状況で、ECBが安定的と見なす2%以下でその近辺という水準を下回る状況は続きそうだ。

### （ 周辺国にとって景気循環増幅的なユーロ圏のルール ）

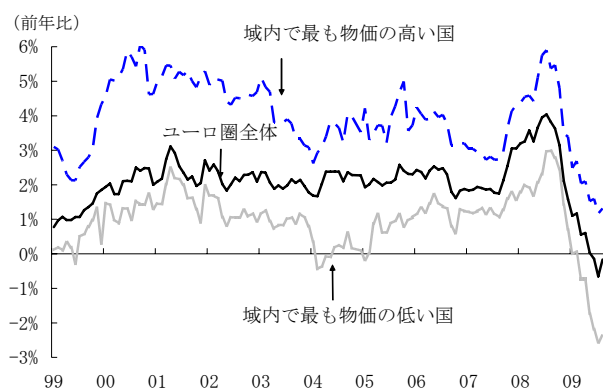
ユーロ圏の従来成長パターンは、スペイン、アイルランドなど周辺国の内需主導の成長の恩恵をドイツなどのコア国が受けるという構図であった。だが、周辺国は、対外競争力の低下、経常赤字の拡大、不動産など生産性の低いセクターへの資源の配分の歪み、対外債務の増大といった問題が膨らみ、均衡回復を余儀なくされている。しばらくはデフレ色が強い展開となることが避けられないだろう。

先述のとおり、ユーロ圏の中では、財政事情や対外的な信用力の違いがあり、周辺国ほど景気対策の余地が乏しい。単一の金融政策にも、周辺国のデフレを促進、景気格差を増幅する側面がある点には留意が必要だろう。ユーロ導入から10年が経過した現在でも、ユーロ圏内のインフレ率の格差は解消していない（図表 19）。かつての高インフレ国ほど、足もとの物価の下落幅は大きく、アイルランドは前年同月比マイナス2.4%、ポルトガルが同マイナス1.2%、スペインが同マイナス0.8%となっている。直近でインフレ率が最も高いのは、危機前は低インフレ国であったフィンラ

ンドの同 1.3%である。1%というECBの政策金利（レポ金利）を、各国のインフレ率を差し引いた実質ベースで見ると、フィンランドにとっては緩和的、ドイツにとっては過去10年余りの平均程度の水準となるが、実質マイナス金利の局面が長く続き、住宅バブルが膨らんだアイルランド、スペインにとってはバブル崩壊後の現在、逆に実質金利は上昇している。ユーロ圏の中では、失った対外競争力を回復するには、賃金・物価の調整が必要なプロセスではあるものの、円滑に調整が進み、対外競争力が回復し、内需の低迷を補う外需の成長が期待できるようになるのか。決して楽観はできないように思われる。

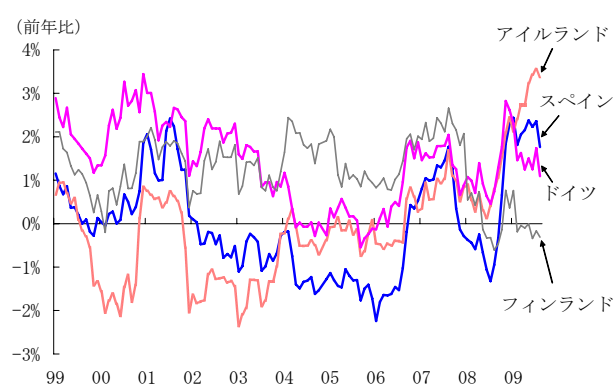
EUレベル、あるいは余力のある大国の景気対策と景気回復が、周辺国の調整の痛みを緩和する効果を持ちうるかどうか、ユーロ圏の今後を左右することになるだろう。

図表 19 ユーロ圏内のインフレ格差



(資料) Eurostat

図表 20 ユーロ圏内の実質金利差



(注) 実質金利 = 政策金利 - 各国インフレ率

(資料) ECB、Eurostat

※ ユーロ圏域内の不均衡について、詳しくは9月23日発行の基礎研REPORT2009年10月号収録の「欧州発金融危機再燃のリスクーくすぶる後発国への不安と伝播のリスクー」をご参照下さい

## 2. イギリス経済

### ( 4～6月期もマイナス成長、7～9月期に下げ止まるも、しばらくは停滞局面持続へ )

イギリスでは、2008年4～6月期に16年振りのマイナス成長に転じた後、マイナス成長が続いている。今年4～6月期は前期比マイナス0.7%と1～3月期の同マイナス2.4%から縮小したものの、プラスに転じた独仏には遅れをとる格好となった。OECDが9月3日に公表した「経済見通しの中間評価」でも2009年の成長率の見通しは、ドイツは6月時点のマイナス6.1%からマイナス4.8%へ、フランスはマイナス3.0%からマイナス2.1%へと上方修正されたのに対して、イギリスはマイナス4.3%からマイナス4.7%に下方修正された。欧州委員会が14日に公表した「中間経済見通し」でも独仏は5月の「春季見通し」から上方修正されたのに対して (p.6 参照)、イギリスはマイナス3.8%からマイナス4.3%に下方修正された。

4～6月期には在庫の削減幅が縮小したほか、輸入の減少幅が輸出を上回り純輸出の寄与もプラスとなった。しかし、固定資本形成が前期比マイナス4.5%という大幅な減少と個人消費も前期比マイナス0.7%と5期連続のマイナスとなったことが成長を下押しした (図表1)。

それでも、足もとでは鉱工業生産が2カ月連続でプラス、サービス業PMIは8月に54.1とおよそ2年ぶりの高い水準まで回復していることから、7～9月期はマイナス成長に歯止めがかかる可能性が高まっている。

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も、6～8月期は前期比0.2%と2008年5月以来のプラスとなった。N I S E Rは、「景気後退は5月に終わった」としてはいるが、「平常時に回帰した訳ではなく、生産が一進一退となるスタグネーション (停滞) 局面に入った」という厳しい見方をしている。

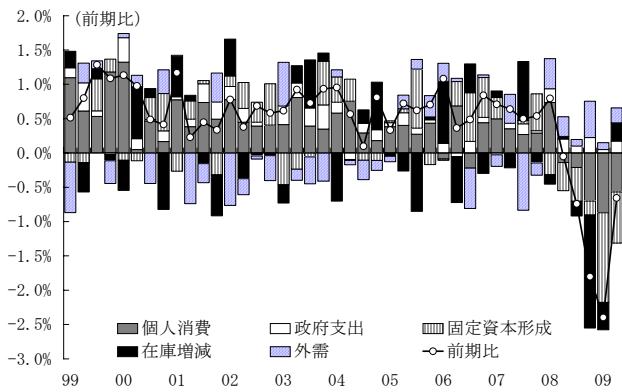
### ( 家計のバランス・シート調整と雇用悪化が個人消費を下押し )

イギリスの景気回復の足取りが重い理由の1つは個人消費の不振にある。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%に引下げたが、明確な効果は確認できない。理由としては、①労働市場の柔軟さもあり、雇用調整が急ピッチで進んできたことと、②資産価格の下落で、高水準の債務を抱える家計にバランス・シート調整圧力が加わっていることが挙げられよう。

イギリスの直近の失業率は、求職者給付受給者ベースでは4.9%、国際基準であるILOベースでは8.0%である。今回の景気後退は、過去の景気後退局面にと比べて落ち込み幅が大きく、且つ、速い (図表2)、失業率の上昇のピッチも速いものであった (図表3)。また、2008年1～3月期をピークとするGDPの落ち込み幅では、イギリスはドイツとフランスのほぼ中間に位置するが、雇用の数量調整のピッチはイギリスが最も速い (1.ユーロ圏編の図表11)。

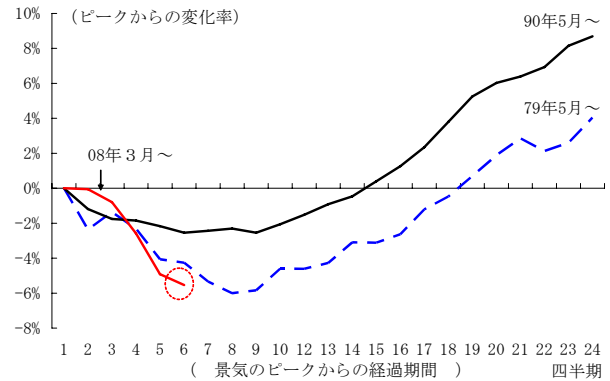
家計のバランス・シートという点では、イギリスは独仏と比べて家計の債務の絶対水準が高く (図表6)、ホームエクイティ・ローンが普及しているため、住宅価格の下落による消費への逆資産効果が働きやすいと考えられる。

図表1 イギリス：実質GDP成長率



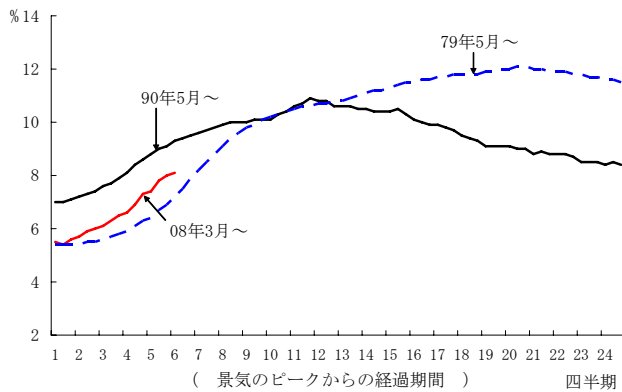
(資料) ONS

図表2 イギリス：過去の景気後退局面における実質GDPの推移



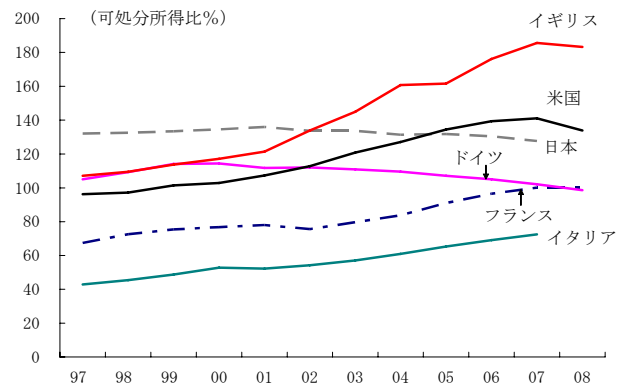
(資料) 欧州委員会

図表3 イギリス：過去の景気後退局面における失業率の推移



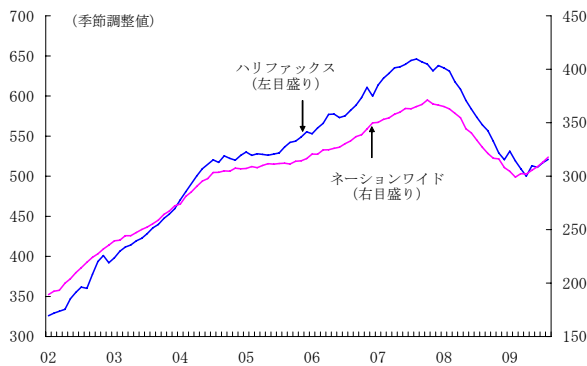
(注) ILOベース (資料) ONS

図表4 主要先進国の家計債務可処分所得比



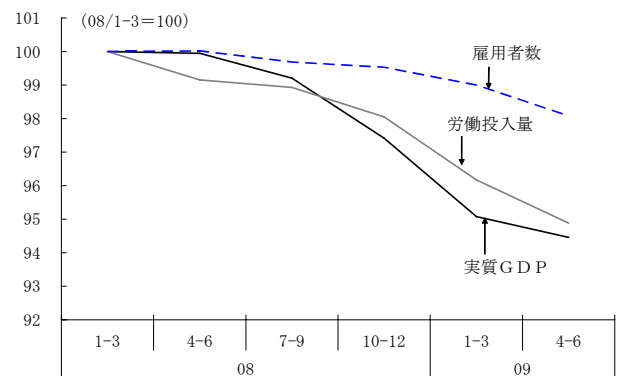
(資料) OECD, "Economic Outlook No.85"

図表5 イギリス：住宅価格（名目）



(資料) ハリファックス、ネーションワイド

図表6 イギリスの生産 vs 労働投入量



(注) 労働投入量=雇用者数×総労働時間

(資料) ONS

ただ、個人消費への下押し圧力は、今後、徐々に緩和する見通しだ。住宅価格は金融緩和と金融システム対策の進展もあって下げ止まりつつある（図表5）。雇用面での調整も、生産活動の落ち込みに比べると、雇用の数量調整は遅れているが、労働時間の調整分を加えると、労働投入量（雇用量×総労働時間）の削減は相当程度進展している（図表6）。雇用調整の余地を多く残す独仏に比べて、イギリスの方が持ち直しに転じるタイミングは早い可能性がある。

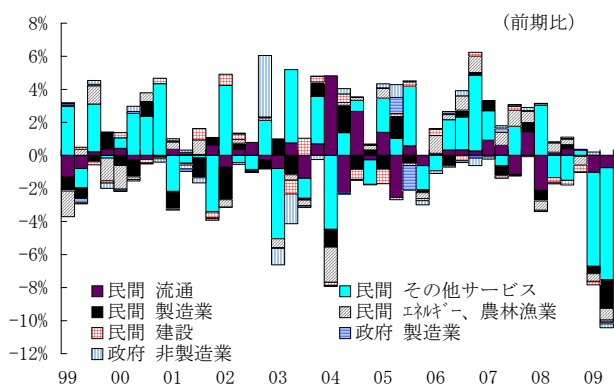
それでも、危機を境に金融機関の経営は見直しを余儀なくされており、住宅価格の値上がりを背景とする借金依存型の消費主導の経済成長パターンに回帰することは難しい。急激な悪化に歯止めが掛かったとは言え、持続的な回復が見込みにくいのはこのためだ。

**（投資：不動産、金融業の投資回復の見込みは薄い。低稼働率の製造業の投資拡大も見込めず）**

個人消費はイギリス経済の最大の需要項目だが、2006年～2007年にかけては投資の寄与も大きかった（図表1）。ビジネス投資の内訳を業種別に見ると、近年の投資の拡大は不動産、金融など民間のサービス部門が担い手となっていた。リーマン・ショック後は、教育・医療など限られた分野を除いて総崩れとなっている（図表7）。信用ブーム期に拡大した不動産・金融業は調整局面にあり、国際金融センターとしての成長も鈍化している。個人消費も停滞が見込まれる状況で、サービス業の投資回復は期待できない。

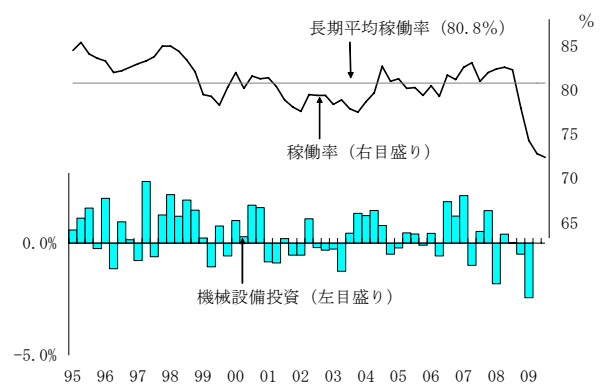
製造業は、ポンド安の効果もあり、景況感は持ち直しているが、稼働率は、7～9月期に72.4%と長期平均の80.8%を大きく下回る水準まで下げている。設備投資の回復までにはやはり時間が必要だろう。

図表7 ビジネス投資：業種別寄与度



(注) 実質、季節調整値 (資料) ONS

図表8 製造業の稼働率と機械設備投資



(注) 機械設備投資は実質、季節調整値

(資料) 欧州委員会、ONS

**（政策金利は0.5%の据え置きを継続、量的緩和を巡る動きが当面の焦点）**

イングランド銀行（BOE）は、今年3月に政策金利を0.5%に引き下げ、BOEの資金で中長期国債等を中心とする資産買い取りを行なう量的緩和に踏み切った（図表9）。このため、4月以降の金融政策委員会（MPC）では、政策金利の水準だけでなく、中長期国債などの資産買い取り（量

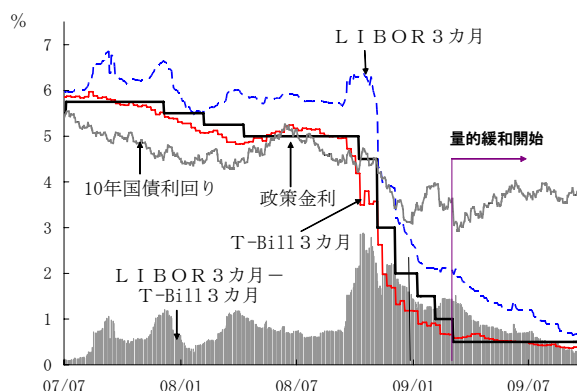
的緩和)の継続、規模拡大の有無について協議・決定することとなっている。

直近の政策変更は8月のMPCでの資産買い取りの枠の1750億ポンドへの500億ポンドの増枠であり、これは四半期ごとにまとめている「インフレ報告」の8月号における「市場に織り込まれている政策金利(2010年入り後に利上げ開始、2010年10~12月期には2.2%に達する)に基づくメインの予測では、1750億ポンドに資産買い取り枠を増枠しても中期(2年後)のインフレ率が目標に届かない確率が高い」が、「1750億ポンドに資産買い取り枠を増枠し、かつ、0.5%で政策金利を据え置けば、目標に届く確率が高まる」という見通しに基づく判断である。

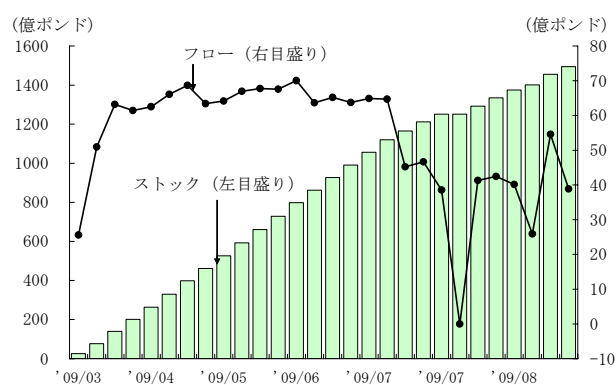
9月10日現在の買い取り残高は1455億ポンドであり、11月のMPCまでは1週あたり平均40億ポンド程度の買い取り継続が可能である。今後については、MPCの委員の間でも、行き過ぎと慎重過ぎる弊害のバランスについて見方が分かれている(注1)。可能性としては、量的緩和の効果を慎重に見極めるためにも、次回の政策変更は「インフレ報告」の公表月にあたる11月が最も高く、資産買い取り枠の増枠停止が濃厚と見ている。だが、比較的小幅な増枠を決めて、買い入れのペースをさらに落とし、増枠の停止に向けて地ならしするシナリオも考えられよう。政策金利は0.5%の水準を少なくとも2010年内は維持するだろう。

(注1) 8月のMPCでは資産買い取り枠の増枠幅を巡って500億ポンド6票、750億ポンド3票に割れた。

図表9 イギリス：政策金利とTEDスプレッド



図表10 BOEによる資産買い入れ



(注) TED スプレッド=LOBOR (ロンドン銀行間市場金利) (資料) BOE

利) 3カ月-Tbill (短期国債) 3カ月金利

(資料) BOE

**( 増大する政府債務残高、景気対策の余地は縮小 )**

財務省は7月にまとめた金融改革案(注2)の中で、「イギリス経済は金融部門に依存しすぎている」という見方を、製造業とのバランス、GDPに占める金融業の比重の国際比較や過去との比較などから否定しているが、税収面での金融業への依存が高すぎることは認めている。2007年の法人税収のうち金融業の比重は27.1%、2006年の所得税のうち金融業従事者が占める比重は13.0%である(注3)。イギリスの金融危機後の財政事情の悪化が、米国、スペイン、アイルランドなどとともに目立つのは、こうした税収構造にも一因があると考えられよう。

今年7月末時点の政府の純債務残高(注4)は8,008億ポンドで対GDP比は56.8%と統計開始以来



の水準まで上昇するなど、顕著に悪化している（図表 11）。金融システム対策比を除いたベースでは、6月時点で同 46.6%であり、GDP比 10%が金融セクターへの介入資金として費やされている。

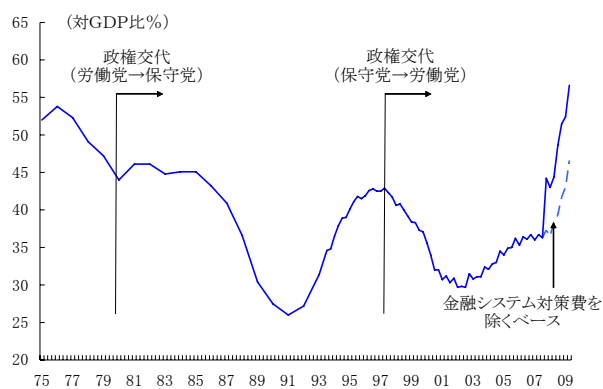
2009 年度予算案では、政府の純債務残高（金融セクター介入資金を含むベース）は 2013 年の 79%をピークに減少に転じるとしている。だが、成長率見通しが、2009 年はマイナス 3.5%、2010 年は 1.25%、2011 年は 3.5%と、実勢よりも小幅な落ち込みと順調な回復を前提とするものであるため、財政事情が政府の想定以上に悪化する可能性は排除できないと言えよう。

こうした財政事情急激な悪化を受けて、今年 5 月、主要格付け機関の 1 つであるスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）がイギリスのトリプル A という最上位のソブリン債の格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げている。S&P は、「政府債務残高が GDP 比で 100% に近づき、中期的に高止まる可能性がある」と見直し変更の理由を説明しており、2010 年 6 月までに行われる総選挙後の次期政権の財政均衡化計画を注視する構えだ。

S&P の厳しい評価に対し、フィッチは、「政府債務の水準は最上位の格付けの他の主要国と同程度」として、7 月に最上位での据え置きと「安定的」という見通しの維持を決めた。ムーディーズも、「債務のファイナンスのコストが低い」こと、「力強い成長と歳出削減や減税によって政府債務残高の増大に歯止めを掛ける能力を持っている」ことから「近い将来の格下げは考えていない」としている（注 5）。だが、「財政赤字の削減に向けた積極的な対策は必要（フィッチ）」、「向こう 5 年ないしそれ以上、財政事情の悪化が続けば、90 年代の日本のように豊かな大国でも最上位の格付けを失う（ムーディーズ）」としており、最上位の格付けを維持し続けられるかどうかは、今後の財政運営にかかっている。

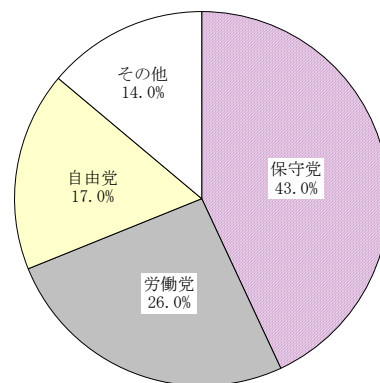
主要国との対比で見て、イギリスの財政に問題が大きいという見方が市場に広がれば、長期金利の上昇、ポンド相場の下落を招き、財政事情が一層厳しさを増すおそれもある。

図表 11 イギリス：政府純債務残高の対 GDP 比



(資料)ONS

図表 12 イギリス：政党支持率



(注)「明日総選挙があった場合、どの政党に投票しますか?」という問いに対する回答

調査期間は 2009 年 8 月 21 日から 23 日

(資料) Ipos MORI, “Political Monitor Trend”, August 2009

リーマン・ショック後、2008年11月に「プレバジェット」として逸早く景気対策を打ち出したイギリスだが、追加景気対策には動きにくくなっている。次期総選挙は2010年5月にもが実施される予定だが、野党・保守党の支持率は、与党・労働党を17%ポイントもリードする状況にある（図表12）。保守党のキャメロン党首は、2009年度予算案で示された見通しよりも財政赤字の削減ペースを急ぐ必要があるとして攻勢を強めている。ダーリング財務相は、従来、歳出削減は景気が完全に回復してからという立場を表明してきたが、総選挙に勝利した場合には、歳出削減に踏み込む方針を示さざるを得なくなる表面し、ブラウン財務相も、9月15日に金融危機後初めて歳出削減の必要性を認めた。

歳出削減の具体的な内容が明らかになるのは11月の「プレバジェット」であり、現時点では2010年の財政政策には不透明な部分がある。その中で緊急経済対策の1つである付加価値税率（VAT）の2.5%の引下げが2009年末で停止、2010年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が行なわれることなどは決まっている。

次期総選挙での政権交代した場合、保守党はより大胆な財政再建策を打ち出す可能性があるが、現時点では具体策は明らかになっていない。

（注2）HM Treasury, 'Reforming financial markets', July 2009

（注3）IFSL research, 'Economic contribution of UK financial services 2008', December 2008

（注4）政府の総債務残高から政府が保有する金融資産を差し引いたもの。EUがGDPの60%という上限を設定している政府債務残高とは異なる

（注5）Financial Times, September 9 2009, 'Moody's reassures leading nations over top-tier rating'

### （2009年の成長率はマイナス4.4%、2010年は回復するも0.7%の低成長）

7～9月期に成長率がプラス転化した後も、ピッチこそ落ちるものの雇用調整は続く見通しであり、所得の伸びは抑えられる。住宅価格はピーク比で2割下落しており、家計はバランス・シートの調整にも取り組まなければならない。個人消費の停滞は続く見通しだ。金融危機前の景気を牽引していた投資も、サービス業、製造業ともに回復は見込みにくい。

外需は引き続き成長に寄与する見通しだが、2009年の年間の成長率のマイナス幅は4.4%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。金融・財政面からの下支え効果の減退、結びつきが深い米欧経済の緩慢な回復という状況で、2010年入り後も回復のペースは鈍く、年間の成長率は0.7%に留まるだろう。

---

（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。