

Weekly  
エコノミスト・  
レター欧州経済見通し～ソブリン・リスク  
への不安燻り、景気は力強さ欠く

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

1. 前回予測公表（2009年12月11日付け）後のEUではギリシャの財政状況への不安が高じ、問題の一部を共有する南欧への伝播懸念が強まった。2月にはEU首脳レベルで協調行動の意志を確認、3月に入ってギリシャが公表した追加の財政再建策は一定の評価を得ており、リスク指標は高水準ながらピーク時に比べ改善、伝播懸念も後退している。
2. ドイツの財務相が打ち出した欧州通貨基金構想に対するEU機構の高官や各国首脳・財務相の意欲には温度差があり、基本的設計も検討前の段階にある。仮に条約の改正を伴うものとするならば、創設までに必要な時間は膨大なものとなる。4～5月のギリシャ国債の償還問題の対応策とはなりえず、持続不可能な域内不均衡の再拡大を防止するため、財政の健全性維持と構造改革を促す枠組みの一つとして検討されるように思われる。
3. 16日のECOFINでは、ギリシャの財政再建計画の支持、必要に応じて協調行動をとる方針が確認され、欧州通貨基金（EMF）構想、ギリシャの財政危機を増幅したとされるCDSに対する規制の検討なども声明に盛り込まれる可能性がある。市場の関心が高い支援策については、協議は行なわれても具体的内容は公表されない可能性がある。
4. ユーロ圏、EU全体としては景気回復基調が続いているが、想定通り、「でこぼこ道」を辿っている。IMFの支援を受けている中東欧の3カ国、ギリシャ、スペインなど緊縮財政を強化したユーロ圏周辺国は一段の落ち込みが予想される。イギリスも10～12月期はようやく前期比0.3%成長とプラス転化したが、バランス・シート調整圧力と景気対策効果の剥落で力強さを欠く展開となるだろう。成長率はユーロ圏が2010年0.6%、2011年1.2%、イギリスが2010年は0.5%、2011年は1.5%と予測する。2011年には主要国も財政健全化に舵を切ることが想定され、回復が続いても加速感を欠く要因となるだろう。
5. 金融政策面では、欧州中央銀行（ECB）は3月の理事会で昨年12月に続く「非標準的手段」の巻き戻しを極めて緩やかなペースで進める方針を示した。イングランド銀行（BOE）は、2月に量的緩和の拡大停止・残高維持を決めた。5月に総選挙を控えた財政政策の先行き不透明感からしばらくは身動きがとりづらく、状況に応じて量的緩和を再開する選択肢を確保した状態を継続しそうだ。ECB、BOEとも利上げは2011年入り後、段階的に進めることになるだろう。

# 1. 概況

## (ギリシャの財政再建策は前進、周辺国の緊張も緩和)

前回予測公表(2009年12月11日付け)後のEUでは、主要格付け機関による格下げを引き金に、ギリシャの財政状況に対する不安が高じ、①ユーロ導入後の域内における競争力の継続的な低下、②高水準の財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」という共通点があるスペイン、ポルトガルなどにも影響が広がった(注1)。

ユーロ圏内での信用力格差の指標である対ドイツ国債利回り格差(スプレッド)の推移を振り返ると、1月下旬～2月上旬がユーロ圏周辺国のソブリン・リスクを巡る不安のピークであったことがわかる。その後、2月11日のEU臨時首脳会合での「断固とした協調行動」への意志表明、16日のEU財務相会合(以下、ECOFIN)におけるギリシャの財政再建に関する監視体制の明確化、さらに3月3日にはギリシャ政府が総額48億ユーロ相当、GDPの2%に相当する追加の財政再建策を公表、5日には議会で可決、10日にはEUに提出した報告書が公表された。

ギリシャの新たな財政再建策は、税収増に重きを置いた当初案を修正、公務員ボーナスの3割削減、年金支払いの一部凍結など歳出削減策が強化された点に特徴がある。欧州委員会や欧州中央銀行(ECB)、ユーログループ議長、ギリシャのパパンドレウ首相と相次いで会談した独仏首脳などが相次いで支持を表明、4日には10年物国債の入札が行われたが、資金調達額のおよそ3倍の応札があるなど成功裏に終わった。「ギリシャ公務員連合」(ADEDY)と同国最大の民間企業労組連合組織「ギリシャ労働総同盟」(GSEE)は緊縮財政措置に反発して11日にもストを行なったが、カパ・リサーチが7日付けで公表した世論調査では、ギリシャ国民の過半数が現政権を支持しているとの結果が得られている。

ギリシャ危機の伝播が懸念された周辺国の状況も改善しつつある。アイルランド、スペイン、ポルトガルの国債の入札は、プレミアム上乘せの効果もあり、おおむね順調に進展している。ギリシャ危機の影響で急拡大したポルトガルのスプレッドは、ピークをつけたあと、ほぼ同じペースで改善し、2010年初の水準に近づきつつある。

(注1) Weeklyエコノミスト・レター2010-1-15号「ギリシャの財政危機とユーロ」、同2010-2-12号「ギリシャ財政危機の波紋」をご参照下さい。

## (急浮上した欧州通貨基金構想、だがギリシャ問題への対応策とはなりえない)

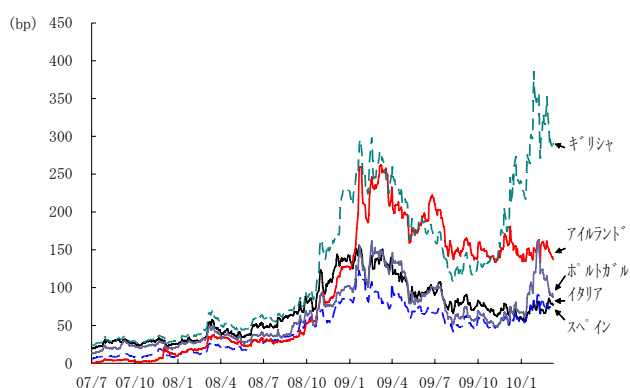
欧州通貨基金(以下、EMF)構想は、今月7日、ドイツ紙に掲載されたショイブレ・独財務相のインタビュー記事を皮切りに急浮上してきたもので、8日には欧州委員会がEMF構想についてユーロ圏16カ国と検討していることを明らかにし、9日にはメルケル首相とユーロ圏非公式財務相会合(ユーログループ)のユンケル議長が設立を「検討する」方針で一致したと伝えられている。

EMFの立案は6月末を目処に欧州委員会が進める模様だが、EMFの機能としては、ユーロ参加国の経済・財政状況の監視、必要に応じて厳しい条件の下で金融支援を行うというものである。但し、この構想については、ECBの政策理事会メンバーであるウェーバー独連銀総裁やシュタルク専務理事から異論が呈されているほか、トリシェ総裁は静観の構えを示し、オランダの財務相は基金の必要性に疑問を呈するなどEU機構の高官や各国首脳・財務相の間にも温度差があるようだ。

EMFは、対象範囲や規模、出資比率、財政危機への介入と予防のための手段といった基本設計も検討前の段階であり、条約の改正を伴うものとするのかも定まっていない。大規模で拘束力の強い仕組みを立ち上げるとすれば、すべてのEU加盟国による調印、批准手続きを経なければならない条約改正が必要となる。この場合、昨年12月に発効した「リスボン条約」をまとめるまでの経緯を振り返って見ても、調整に要する時間は膨大であるため、4～5月に迎えるギリシャ国債の借換えが困難に陥った場合の支援策とはなりえない。持続不可能な域内不均衡の再拡大を防止するため、財政の健全性維持と構造改革を促す枠組みの一つとして検討されるように思われる。

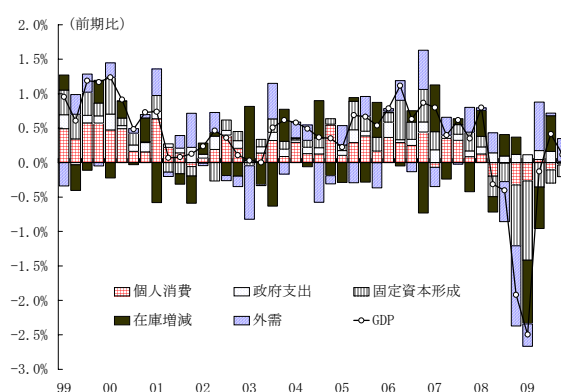
今月16日にはECOFINの開催が予定されているが、「ギリシャの財政再建計画の実行を支援」し、「必要に応じて協調行動をとる」という方針が確認、欧州通貨基金（EMF）構想、ギリシャの財政危機を増幅したとされる金融派生商品・CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）に対する規制の検討なども声明に盛り込まれる可能性がある。市場の関心が高いギリシャに対する支援策の具体的な枠組みは提示されないが、実際に借換えに問題が生じた場合の対応策としては、独仏など政策金融機関による支援など、救済を禁じた「EU運営条約」に抵触せず、市場の動きに速やかに対応できる方法が選択されると思われる。

図表1 P I I G Sの対ドイツ国債スプレッド



(資料) Datastream

図表2 ユーロ圏実質GDPの推移



(資料) Eurostat

### ( でこぼこ道を歩む景気 )

EU27カ国、ユーロ圏16カ国は、全体としては景気回復基調が続いているが、想定通り、「でこぼこ道」を辿っている。2008年4～6月期から2009年4～6月期まで5四半期連続のマイナス成長に陥ったが、2009年7～9月期にそれぞれ前期比0.3%、同0.4%のプラス成長に転じた。2009年10～12月期もプラス成長に留まったものの、ともに成長率は前期比0.1%と鈍化した。

ユーロ圏のGDPを需要面から見ると、7～9月期のプラス転化の最大の要因であった在庫要因が剥落する一方、稼働率の回復が遅れる中で固定資本形成の7四半期連続のマイナス、4～6月期にはいったんプラスに転じた個人消費が再びマイナスに転じたことから、外需頼みで辛うじてプラスの成長を維持した(図表2)。

ユーロ圏主要国では、10～12月期がゼロ成長となったドイツで外需頼み、内需総崩れという傾向が鮮明である。天候不良や大きな効果を挙げた自動車買い替え奨励策が9月をもって停止された

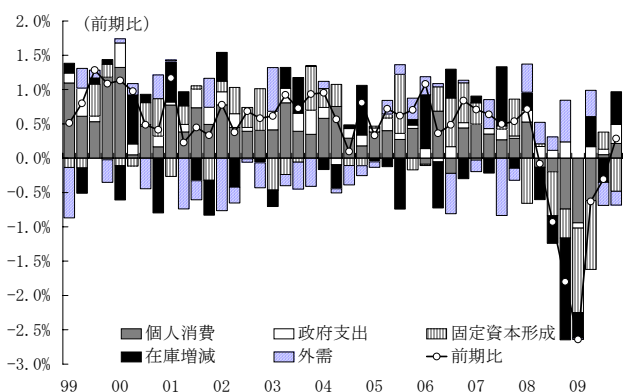
この影響が大きいと思われる。他方、ドイツとともに4～6月期にプラス成長に転じたフランスでも、稼働率が長期平均を大きく割り込む状況は変わらず、固定資本形成のマイナスは続いているが、自動車買い替え奨励策の効果が持続したことなどから、個人消費の伸びは拡大した。このため成長率も前期比0.6%と、前期に比べて加速した数少ないEU加盟国の1つとなっている。

ユーロ圏外では、回復が遅れていたイギリスが10～12月期にようやく前期比0.3%成長とプラス転じた(図表3)。とは言え、需要面での寄与は在庫の削減ペースの緩和が最大であり、固定資本形成の落ち込みはなお大きい。個人消費は7～9月期に比べて伸びが高まったものの、1～3月期には景気対策として実施された付加価値税率の引下げ措置が昨年末で打ち切られた反動が現われてくる可能性もあり、回復基調が定着しつつあるとは言えない。

EU全体を鳥瞰すると、GDPの水準が危機前の2008年1～3月期を上回っているのは、EU27カ国で金融危機のダメージが最も小さかったポーランドのみで、落ち込みが大きい国はバルト3国、ハンガリー、アイルランドという構図は変わっていない(図表4)。ギリシャは、2009年10～12月期までの実績で見ると、ポーランド、スロベニアに続いてGDPの影響が軽微な国であった。輸出依存度が低いために、世界同時不況の影響は軽微であった。しかし、財政危機が表面化した10～12月期にはマイナス成長の幅が前期比0.8%まで拡大している。

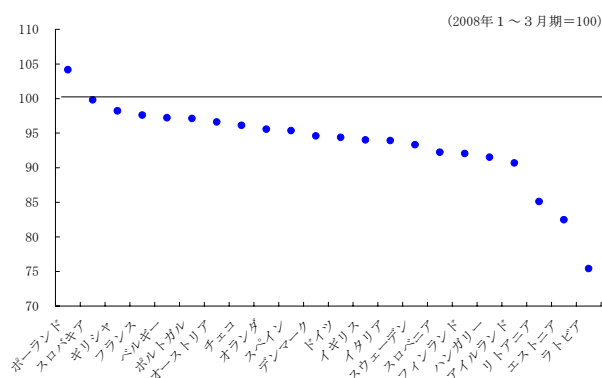
IMFの支援を受けている中東欧の3カ国、ギリシャ、スペインなど緊縮財政を強化したユーロ圏周辺国は一段の落ち込みが予想される状況だ。

図表3 イギリス実質GDP成長率



(資料)ONS

図表4 2009年10～12月期の実質GDP



(注) ブルガリア、ルーマニアは季節調整値を未公表、マルタ、キプロス、ルクセンブルグは図から除いた。アイルランドは7～9月期までの実績

(資料) Eurostat

## 2. 見通し

(ユーロ圏: 財政緊縮強化で周辺国は一段の落ち込み、コア国も力強さを欠く)

ソブリン・リスク不安で焦点が当たったギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランドなどユーロ圏周辺国は2010年に思い切った緊縮策を打ち出している。他方、ユーロ導入以来、相対的な

高インフレが続いたため、域内における競争力は低下している。周辺国のソブリン・リスクへの不安でユーロ相場は昨年12月の1ドル=1.5ユーロの水準から、1ドル=1.36ユーロ台へと大きく減価したものの、周辺国にとってはなお割高な水準だ。その中であって、労働市場が柔軟で雇用・賃金の調整が進み、競争力を回復しつつあるアイルランドは、本来の輸出主導の経済構造も支えとなって、プラス成長に転じる期待も持てる。他方、ギリシャは、従来の財政健全化計画でも2010年の成長率をマイナス0.3%と予測していたが、3月の追加措置の実施により、さらに下振れる可能性があるとしている。住宅の過剰ストック問題の処理が遅れるスペインも、2月に欧州委員会に提出した財政健全化計画（「安定計画」）では2010年のマイナス0.3%成長を前提としている。ポルトガルは、3月に入って提出した財政健全化計画で2010年の成長率を0.7%のプラスとしているが、長期金利の上振れ、財政緊縮強化、弱い対外競争力、域内経済の停滞といった状況に対して楽観的であるように思われる。

他方、ドイツ、フランスなどユーロ圏コア国の場合、雇用の底割れを回避していることや、景気対策の縮減がより緩やかなペースで進められる。域外経済の好転とユーロ安の恩恵も及ぶ見通しだ。とは言え、大幅な設備と雇用の余剰が生じており、設備投資は更新投資が中心となること、雇用の調整はなお続くこと、さらに輸出先であり投融資先であった周辺国、中東欧、イギリスなどの停滞の影響が跳ね返るため、力強さを欠く展開が続くだろう。

ユーロ圏全体としての成長率は2010年0.6%、2011年1.2%と長期平均を下回る推移が続こう（巻末予測表参照）。2011年には主要国も財政健全化に舵を切ることが想定され、回復が続いても加速感を欠く要因となろう。

### （イギリス経済：残るバランス・シート調整圧力、総選挙後の政策には不透明感も）

イギリス経済の回復スピードは個人消費に負うところが大きいのが、危機前に比べて緩慢な伸びに留まる見通しだ。イギリスは、アイルランド、スペインなどととも住宅バブルが崩壊した国の1つだが、大規模な量的緩和に踏み込んだ金融政策と価格調整の進展で、住宅価格が下げ止まったこと、住宅の過剰ストックの問題を抱えていない点は好材料である。しかし、家計の可処分所得に対する債務水準は、低下はしているものの歴史的な高水準にあるため、バランス・シートの調整は続く。雇用削減、失業増大ペースには歯止めが掛かったものの、労働時間は削減、所得の伸びはインフレ率を下回っており、雇用・所得面からも消費の力強い回復は期待しづらい。2009年の成長率はマイナス5.0%という深い落ち込みとなったが、2010年も0.5%と回復力は鈍く、2011年も1.5%と低い水準に留まろう（巻末予測表参照）。

イギリスが欧州委員会に提出した「収斂計画」<sup>(注2)</sup>によれば、2009年度（2009年4月～2010年3月）の財政赤字はGDP比12.6%と推定されており、12.7%のギリシャ並みに膨らんでいる。しかし、財政再建の道筋は、5月6日にも総選挙が実施される状況にあり、不透明である。世論調査では、緊縮財政を主張し与党・労働党をリードしてきた最大野党・保守党との支持率の差が縮小、野党第2党の自由民主党の支持率が上昇、どの政党も単独過半数の議席を持たないハングパーラメントとなる可能性が高まっている。新政権の政策運営が信任を得るまでの間、ポンド安は進みやすく、長期金利は上振れやすい状況となりそうだ。

(注2) ユーロ参加国の「安定計画」に相当するもの。

( 金融政策: ECB、BOEとも利上げは 2011 年入り後 )

欧州中央銀行 (ECB) は3月の政策理事会で政策金利を据え置く一方、昨年12月に続く「非標準的政策」の巻き戻し策として3カ月物のオペを4月28日実施分より変動金利に戻し、レポ金利を最低入札金利とすることを決めた。同時に、期間1週間の主要リファイナンス・オペ (MRO) と1カ月物は必要な限り金額無制限でレポ金利の水準での固定金利で行い、少なくとも2010年10月12日までは継続すること、7月1日に到来する1年物資金供給の満期に対応してレポ金利の水準で金額無制限のファインチューニング・オペレーションを行なうことを決めるなど、ギリシャなど周辺国の情勢の厳しさ、ユーロ圏全体でも景気回復の足取りが重いことなどに配慮し、出口戦略を極めて緩やかなペースで進める方針を示した。

イギリスの中央銀行であるイングランド銀行 (BOE) は、2月に量的緩和の拡大停止・残高維持を決め、3月の金融政策委員会 (MPC) も現状維持とした。BOEの政策変更は、四半期ごとに作成している「インフレ報告」の見直し修整に合わせて行なわれるが、5月のMPCが予定されている6日には総選挙が予定されている。財政政策の先行き不透明感から、BOEとしては身動きがとりづらく、状況に応じて量的緩和を再開する選択肢を確保した状態を継続しそうだ。

現在、ECBの政策金利 (レポ金利) は1%、BOEの政策金利は0.5%といずれも発足以来の低水準に据え置かれているが、ともに利上げに動くのは2011年に入ってから、25bpの緩やかなピッチとなるだろう。

ユーロ圏予測表

	単位	2008年	2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	0.6	▲ 4.1	0.6	1.2	▲ 5.1	▲ 4.9	▲ 4.1	▲ 2.1	0.5	0.8	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5
	前期比年率%	0.6	▲ 4.1	0.6	1.2	▲ 9.6	▲ 0.5	1.7	0.5	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
内需	前年比寄与度	0.6	▲ 3.3	0.5	1.2	▲ 3.4	▲ 3.6	▲ 3.4	▲ 2.8	▲ 0.2	0.7	0.6	1.0	0.9	1.1	1.3	1.5
	民間最終消費支出	前年比%	0.4	▲ 1.1	0.4	1.1	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.6	0.1	0.2	0.5	0.8	0.8	1.0	1.2
固定資本形成	前年比%	▲ 0.4	▲ 11.1	▲ 0.3	1.6	▲ 11.6	▲ 11.9	▲ 11.6	▲ 8.7	▲ 2.6	▲ 0.7	0.5	1.7	1.2	1.5	1.7	2.0
外需	前年比寄与度	0.0	▲ 0.8	0.1	0.0	▲ 1.8	▲ 1.4	▲ 0.8	0.7	0.7	0.0	0.0	▲ 0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	3.3	0.3	1.4	1.6	1.0	0.2	▲ 0.4	0.4	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
失業率	平均、%	7.6	9.4	10.3	10.5	8.8	9.3	9.6	9.9	10.0	10.2	10.4	10.6	10.6	10.6	10.5	10.4
ECB市場介入金利	期末、%	2.50	1.00	1.00	1.75	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75
10年国債利回り	平均、%	4.0	3.3	3.4	3.9	3.3	3.4	3.3	3.2	3.2	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	4.0	4.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.47	1.39	1.33	1.30	1.30	1.36	1.43	1.48	1.38	1.35	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	152	130	124	128	122	133	134	132	124	122	124	127	127	127	127	130

イギリス予測表

	単位	2008年	2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	0.5	▲ 5.0	0.5	1.5	▲ 5.4	▲ 5.9	▲ 5.3	▲ 3.3	▲ 0.4	0.4	1.0	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
	前期比年率%	0.5	▲ 5.0	0.5	1.5	▲ 10.2	▲ 2.5	▲ 1.2	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4	1.8	1.9	2.0
内需	前年比寄与度%	0.1	▲ 1.6	▲ 2.8	1.7	▲ 6.5	▲ 7.0	▲ 5.9	▲ 3.1	▲ 0.3	1.0	1.3	1.2	1.3	1.5	1.8	2.0
	民間最終消費支出	前年比%	0.9	▲ 3.1	0.7	1.6	▲ 3.1	▲ 3.8	▲ 3.4	▲ 2.0	▲ 0.3	0.9	1.1	1.1	1.3	1.5	1.7
固定資本形成	前年比%	▲ 3.5	▲ 14.6	▲ 2.2	2.2	▲ 12.5	▲ 18.1	▲ 13.6	▲ 14.2	▲ 7.2	▲ 0.8	▲ 2.0	1.6	1.8	2.1	2.4	2.7
外需	前年比寄与度%	0.5	▲ 3.4	3.3	▲ 0.2	1.1	1.1	0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
消費者物価(CPI)	前年比%	3.6	2.2	2.6	1.9	3.0	2.1	1.5	2.1	3.2	2.8	2.4	2.0	1.8	1.9	2.0	2.0
失業率	平均、%	2.8	4.7	5.1	4.9	4.2	4.7	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.8
BOEレポ金利	期末、%	2.00	0.50	0.50	1.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50

(注) 失業率は求職者給付受給者ベース

(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はありません。