

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～南欧、中東欧 のリスクはくすぶるが、悲観論に は行き過ぎも

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. ギリシャの財政問題に端を発する市場の緊張に対して、EUは危機の「伝播」を防ぐためのセーフティネットの構築、再発防止のためのサーベイランスの強化、ECBは市場の安定化、南欧や中東欧の問題国は緊縮財政の強化に動いている。それでも一旦低下したリスク指標の再上昇、ユーロ安基調が続いているのは、スペイン、ハンガリーなど財政緊縮、構造改革を進める国々で表面化する問題に、欧州不信を強める市場が過敏に反応するためだ。
2. 市場の動揺の実体経済への影響は、直近のサーベイ調査などの結果を見る限り、国・セクターごとにまちまちで、リーマン・ショック後のような「全面的で急激かつ大幅な」悪化は見られない。財政逼迫の度合いが高い国がEU・ユーロ圏経済全体に占める比重は高くないし、財政危機の伝播リスクは政策対応により軽減された。ECBは厚めの流動性供給と低金利政策を継続する見通しだ。リーマン・ショック後との違いとしては、必要な場合に発動可能な金融システム問題に対処するための制度が存在し、米中など域外経済の持ち直しとユーロ安で、輸出の牽引力は強まっていることがある。政策の巧拙に関わるリスクはあるが、ユーロ圏全体では2010年0.8%、2011年1.1%、イギリスでも2010年は0.8%、2011年は1.3%と緩慢な回復が続くだろう。
3. 欧州が全体としては底割れを回避すると見られる一方、米国経済が内需中心の構造であり、輸出依存度が高い中国経済も足もとの成長は内需の牽引力が強いことを考えると、「欧州の信用不安が世界経済の回復に水を差す」リスクも大きくはないと思われる。日本にとっては円高・ユーロ安の一層の加速がなければ影響が抑えられよう。
4. 欧州域内の財・サービス、資本取引などを通じた強い結びつきや企業、金融機関の汎欧州ネットワークの広がり、危機以前は統合の成果とされてきたが、足もとではもっぱら不安材料とみなされるようになってきている。クロスボーダーな拡大に監督体制等が追いつかず、域内の不均衡の拡大を許した点で大きな問題があったことは確かだが、相互補完関係が成立する単一市場内での結びつきをリスクとばかり捉えるのも行き過ぎだ。
5. 問題国の財政再建、構造改革への取り組みに加えて、金融システムの健全化、今回の危機を教訓とする制度改善の取り組みが前進し、実態と制度のギャップが縮まるに連れて、欧州経済に対する過度の悲観論は後退することになるだろう。

1. 市場の動向と南欧、中東欧のリスク

(進展した政策対応)

5月始めにかけてギリシャの財政問題に端を発する緊張が一段と高まったことに対して、EUは総額7500億ユーロのEUの金融安定化メカニズムというユーロ圏内の財政危機の「伝播」を防ぐセーフティネットの構築に動いた。ファンロンパイEU大統領が主宰する経済ガバナンスに関するタスクフォースは、6月7日に開催された2回目の会合で、財政の事前認可制の導入で合意するなど、再発防止のためのサーベイランス強化の議論も前進している。ECBは非標準的手段の収束の方針を一旦棚上げし、10日に公表した債券市場への介入プログラムの下で、4日までに404億ユーロの買い入れを行なっている。

財政政策の面では、5月のEU財務相会合（ECOFIN）で財政赤字削減のための追加措置を求められたポルトガル、スペインが緊縮策を決め、ドイツ、フランス、イタリアなどの主要国の2011年以降の財政再建計画も徐々に明らかになってきた^(注1)。

(注1) ポルトガルは5月13日に幹部レベルの公務員や政治家の給与削減、鉄道計画の延期などの歳出削減策と付加価値税、個人所得税、法人税の時的引き上げによる歳入増加策を決めた。これらの措置により財政赤字を2009年の9.4%から2010年は7.3%、2011年は4.6%、2013年には2.8%に引き下げるとしている。スペインは5月27日に公務員給与の5%削減、公共投資の削減、第1子出産補助金を廃止、年金の物価スライド制の一時停止、地方予算の停止などによる向こう2年間で150億ユーロの歳出削減策を可決している。イタリアは11~12年で240億ユーロの歳出削減策を5月25日に公表、フランスは歳出の伸びを3年間凍結する計画、ドイツは6月7日に2011~2014年で800億ユーロ規模の増税・歳出削減策を公表した。また、5月の総選挙で13年ぶりに政権が交代、保守党と自由民主党の連立政権が誕生したイギリスでも2010年度予算案では60億ポンドの歳出削減を行なう方針（新政権による2010年度予算は6月22日に公表予定）。

(リスク指標は再上昇、ユーロ安基調が続き、株価も軟調)

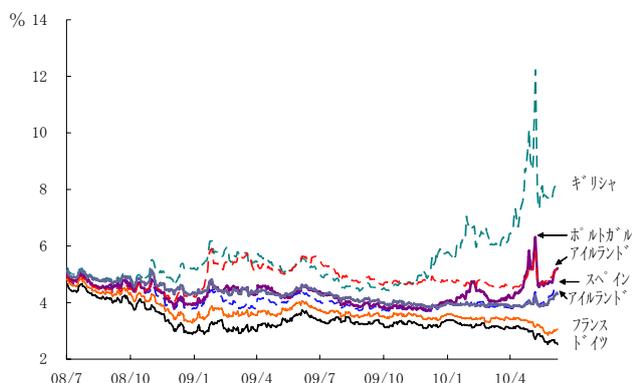
こうした政策対応の進展にも関わらず、市場の欧州不信は払拭されていない。域内の国債スプレッド（ドイツ国債との利回り格差）は、ECBの介入開始後に一旦低下したものの、その後、逃避先となるドイツの利回り低下もあり、再び拡大している。特に、スペインの対ドイツ国債スプレッドは足もとでは200bpを超えるユーロ導入以来の高い水準にある（図表1）。ユーロ相場も6月7日~8日には1ドル=1.2ユーロ、1ユーロ=110円のラインを割り込むなど、軟調が続いている（図表2）。株価もギリシャ・ショックによる下落の後、一旦は反発したものの、一進一退での推移が続いている（図表3）。

欧州には、ギリシャ以外にも金融危機前の局面で内外の不均衡が拡大し、財政赤字の削減、金融システムの健全化、対外競争力の回復などに取り組まなければならない国が多いことの反映だ。ユーロ圏では、ポルトガルやスペイン、アイルランド、中東欧ではEUとIMFの支援を受けた構造改革を進めるハンガリー、ルーマニア、ラトビアなどである。

これらのうち5月下旬~6月初めにかけてはスペインやハンガリーが欧州不安の材料となった。いずれのケースも財政緊縮、構造改革を進める過程で表面化した問題で、必ずしも新たな悪材料ではないし、危機が差し迫っていた訳でもないが、欧州不信を強める市場はやや過敏と感ぜられる反

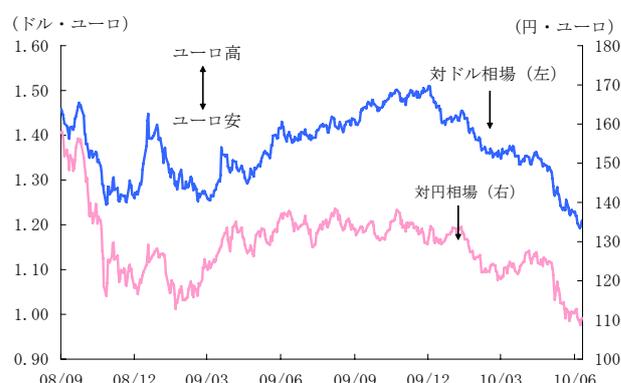
応を示した。

図表1 P I I G Sと独仏の10年国債利回り



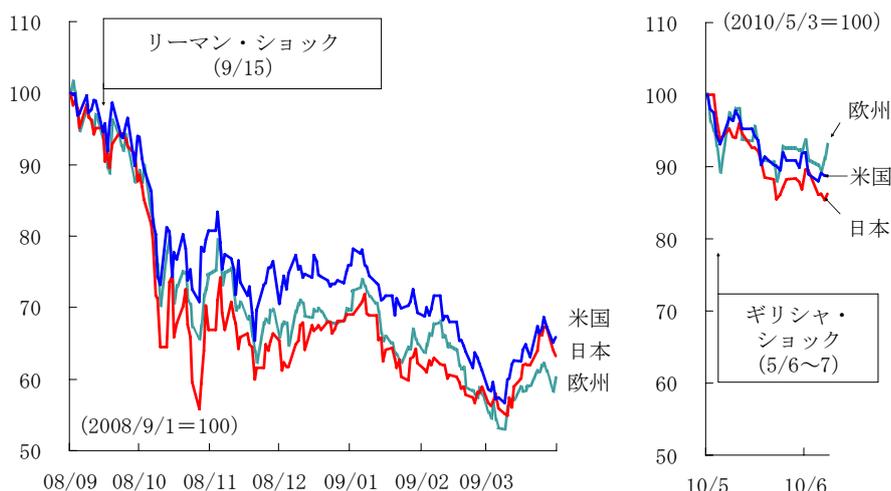
(資料) Datastream

図表2 ユーロ相場の推移



(資料) Datastream

図表3 日米欧の株価の推移



(資料) Datastream

(スペインの貯蓄銀行を巡る動きは問題処理前進の兆候、労働市場改革の行方は要注目)

スペインは4月28日にS & PがダブルAプラスからダブルA (見通しは「ネガティブ」) に、5月28日にはフィッチがトリプルAからダブルAプラス (見通しは「安定的」) と格下げの動きが続いている。相次ぐ格下げは、ギリシャへの不安が広がり始めた昨年12月を彷彿させる動きだが、好況期に財政が黒字で推移し、政府債務の削減を進めてきたスペインの財政事情は遥かに健全だ。2009年の財政赤字こそGDP比11.2%まで膨れ上がったものの、バブル期には税収の増大により政府部門が黒字で推移したため、政府債務残高の水準は2009年時点でも同53.2%とユーロ圏の平均 (同78.7%) を大きく下回る。主要格付け機関の中でも、ムーディーズは、最高位のトリプルAの格付けと「安定的」との見通しを維持しており、ギリシャとは大きく状況が異なる。

逆に、ギリシャにはないスペイン固有の問題として警戒すべきは、不動産バブル崩壊による不良

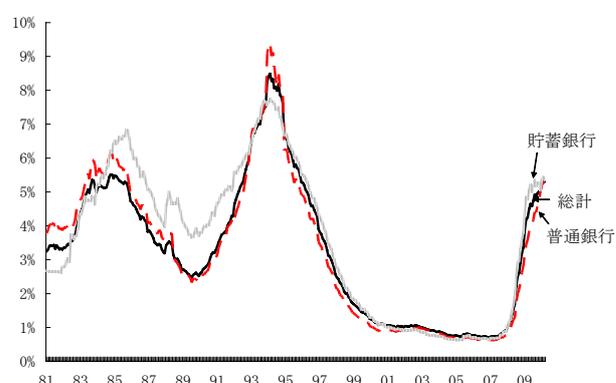
債権問題である。スペインの場合、米国の金利リセット型のサブプライム・ローンのような新種のローンの普及が抑えられたことや保守的な担保掛目が適用されていたことなどから住宅ローンの商品設計に関わる問題は抑えられてきた。住宅ローンの不良債権比率は 2.6%で消費者ローンの 6.4%や建設・不動産開発業を除く企業向けの 4.2%よりも低い（2010年3月）。また、好況期に貸倒引当金を余分に積む引当金制度（ダイナミック・プロビジョニング）も金融システムの安定化に一定の役割を果たした。しかしながら、その後の金融経済環境の変化、雇用・所得環境の悪化により、住宅の過剰在庫が積みあがっており、住宅価格もまだ下げ止まっていない（図表4）。建設・不動産開発業者向けの不良債権問題が潜在的なリスクと認識されている。こうした潜在的な損失に対して銀行部門全体としては十分な引当てが行なわれているが、建設・不動産開発に積極的に関与してきた一部の貯蓄銀行の経営悪化は以前から懸念されてきた問題だ^(注2)。

図表4 スペインの住宅価格指数



(資料) INE

図表5 スペインの銀行の不良債権比率



(資料) スペイン中央銀行

ここにきて貯蓄銀行への公的資本注入などの動きが相次いで表面化しているのは、経営内容が急激に悪化しているからではなく、貯蓄銀行業界の再編のために昨年6月に創設された銀行業界再編基金（FROB）が6月末に期限を迎えることによるものだ。FROBは政府が 67.5 億ユーロ、預金保険基金が 22.5 億ユーロを投じて創設し、借入れを通じて最大 990 億ユーロ（GDPの 9.5%相当）まで利用可能としている。基金は、①存続不能な金融機関の公的管理、②存続可能な金融機関の合併促進を通じた再編を促がすためのものだ。①の存続不能な金融機関については、FROBが合併や買収、事業の売却、金融支援などによるリストラを進める。②の存続可能な金融機関についてはまずは民間レベルでの再編を模索し、リストラ計画が承認されたケースに対しては5年間の期限付きで 5.75%の利率による基金の利用を認めることがルール化されている。

5月22日にスペイン中央銀行による公的管理下に入ったカハスールは①のケースで、スペイン中央銀行によれば、5月27日段階で45の貯蓄銀行のうちカハスールのほか1行が公的管理下にある。その他では、FROBの資金を利用した再編が3例、自主的な再編が2例あり、再編を検討中が3例あり、銀行数にして23行、総資産ベースで39.1%が再編の過程にあるとしている。6月10日には第2位の貯蓄銀行カハ・マドリードと第3位のバンカハもFROBの資金を利用した再編計画をまとめた。こうした金融面での動きは、新たな悪材料というよりは、FROBを利用した秩序

立った貯蓄銀行業界の再編が加速している動きの一環として前向きに評価できるものだ。

ただ、スペインの課題は、金融システムの健全化だけではない。不均衡の改善と経済成長の両立には緊縮財政とともに正規雇用と非正規雇用という労働市場の「二重構造」の解消、硬直的な賃金決定方式の是正など労働市場の改革が不可欠だ。スペインの失業率は2010年4月時点で19.7%まで上昇しているが、景気後退局面における雇用の削減は有期契約など非正規雇用に集中してきた。正規雇用の保護と硬直的な賃金決定方式の下での生産性を反映しない賃金の上昇が続けば、70年代～80年代に多くの欧州諸国が悩まされたように、高コスト構造が温存されて、労働力の再配分が進まず、競争力や雇用の回復も妨げられる。税収の停滞と社会保障費の増大により財政の負担も拡大し続けてしまう。まして、単一通貨圏を形成している現在では労働市場の調整機能の重要性は高まっている。

6月8日のECOFINでは、構造改革の成果を待つためスペイン、ポルトガルの緊縮策の承認を7月13日のECOFINに先送りした。スペインでは8日には緊縮策に抗議する公務員ストライキが行なわれたが、労働組合を支持基盤とする社会労働党のサパテロ政権が労働市場の改革に踏み込むことができるのかは、ユーロ圏の域内で膨らんだ不均衡の是正という観点からも重要な意味を持つ。

(注2) スペインの住宅バブルの問題については、[Weeklyエコノミスト・レター2009-7-10「欧州の不良債権問題と住宅バブルの崩壊」](#)をご参照下さい。

(追加の財政赤字削減策に動くハンガリー)

ハンガリーはリーマン・ショック後、EU加盟国の中で、最も早い段階で通貨危機に陥りEU・IMF・世銀に支援を求めた。近隣諸国に比べて政府債務残高と対外債務の水準が高かったため、外的ショックに弱かったことが背景にある。

2008年11月に総額200億ユーロのハンガリー向けの支援が動き出した後は、IMFのスタンダード・バイ融資の手続きに則って3カ月ごとに支援条件(コンディショナリティー)の適合に関するレビューが行われてきた。今年3月までにすでに5回行われているが、昨年12月、3月のレビューでは条件への適合が認められたが、市場における資金調達が可能であったため、支援金の引き出しは見送られてきた。昨年半ば以降は、通貨の下げ止まりで利下げの余地も生まれ、今年4月まで段階的な利下げが行われるなど(図表6)、情勢は改善しつつあった。

6月4日、7日の欧州株の下落、通貨安の原因となったのは、このように順調に持ち直していると思われていたハンガリーで、4月の総選挙で圧勝し、8年振りに政権の座についた中道右派のハンガリー市民連盟(FIDESZ)の高官が3日、前政権による予算の計上漏れがあったことをギリシャの事例を引き合いに出して表明し、4日には首相報道官が、数日中に財政状況についての報告書の公表と財政健全化の行動計画を策定するとしたことがある。

現在のハンガリーに対するIMFのコンディショナリティーは、2010年の財政赤字をGDP比3.8%、2011年には3%以下に抑えるというものだ。与党高官の一連の発言は、3分の2以上の議席を獲得して5月29日に発足したばかりの新政権が、大幅減税や社会保障制度の充実といった公約を見直さざるを得ない事情を国民に説明する、あるいはEUやIMFに目標の下方修正の余地を探るためのものであったように思われる。しかし、結果として、国債価格の下落、CDSスプレッ

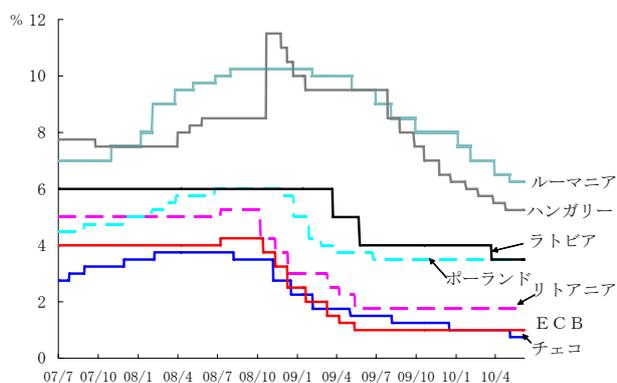
ドの急上昇（図表7）、株価、通貨フォロントの急落、さらに国外に大きな波紋が広がり、却って自由度が狭まってしまったように思われる。

結局、8日にオルバン首相が公表した財政政策の骨子は、税制簡素化による個人所得減税や中小企業減税で有権者の期待に配慮する一方、公共部門の人件費や政党助成金の削減、銀行への新税課税などを行い、3.8%という財政赤字目標を達成するという内容で市場も落ち着きつつある。

ハンガリーの政府債務残高は中東欧のEU加盟国では最高のGDP比78.3%だが、同水準が115.1%に達している「ギリシャのような状況を回避するチャンスは僅か」という与党高官の表現は明らかに誇張である。

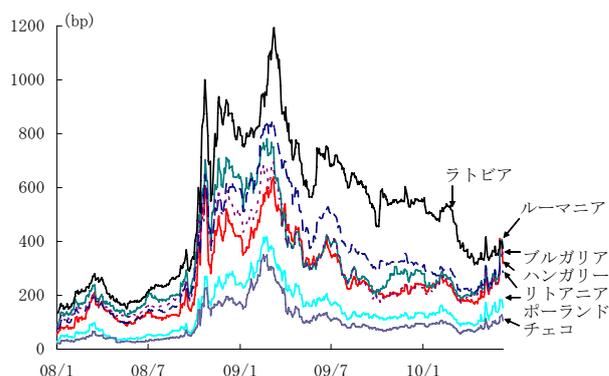
EU・IMFによるハンガリーへの支援の現時点での満期は2010年10月であるが、必要な場合には再延長といった措置が採られると見られる。ハンガリーの流動性危機が再燃し、金融システムを不安定化させるリスクは小さいと考えられよう。

図表6 中東欧ユーロ未導入国の政策金利



(資料) 各国中央銀行 (資料) Datastream

図表7 ユーロ未導入の中東欧のCDSスプレッド（5年物）



(資料) CMA

（ ルーマニア、ラトビアにも追加の緊縮策が要請 ）

ユーロ未導入の中東欧のCDSスプレッドは“ハンガリー・ショック”で影響を受けて上昇したが、特にルーマニアとブルガリアの上昇は目立つ。

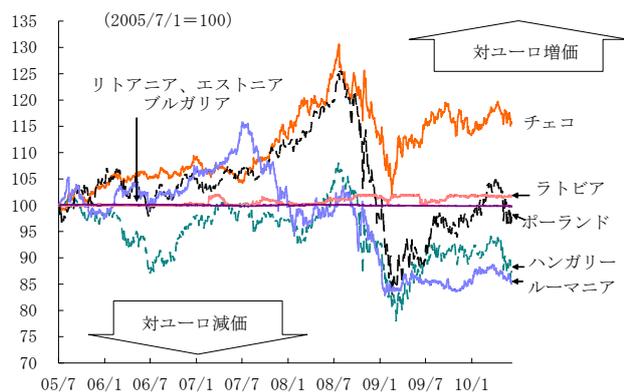
ルーマニアは、ハンガリー、ラトビアとともにEU・IMFからの支援体制下にある。プログラムは2009年5月に開始、2009年9月に第1回のレビュー、今年2月に第2回、第3回のレビュー、今年5月に4回のレビューを終えた。支援総額は200億ユーロで2011年5月まで予定されている。

IMFは4回目のレビューで、「追加的な財政措置がなければ2010年の財政赤字の対GDP比は9.1%を超える」として追加措置が求められ、これに対応して、ルーマニア政府は今年7日に公務員給与の25%削減と年金・社会保障の15%削減に関する2法案を議会に提出するなど、新たな目標である2010年の財政赤字の対GDP比6.8%（前回は同5.9%）の達成に向けた対応を強化している。追加の緊縮策への国民の反発は強く、ゼネストが予定されていることなどが、市場の評価が厳しい理由と考えられよう。ルーマニアの銀行セクターでは、ブルガリアとともにギリシャの銀行の

占める比重が高い。ギリシャ危機の余波も心配されるが、IMFは「これらの銀行は資本が厚く、厳しく監視されているため、ギリシャ危機による深刻な影響は現時点では見られない」としている。

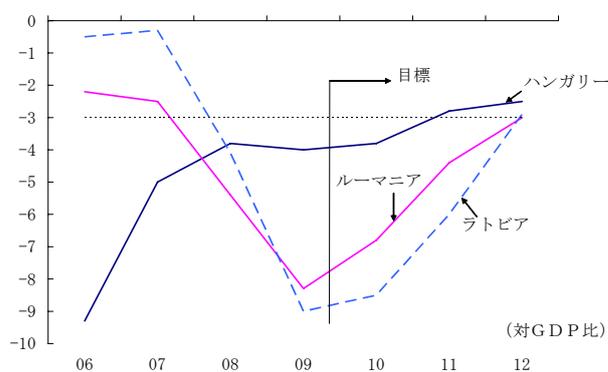
ブルガリアのCDSスプレッドの急上昇は、6月8日のECOFINで、虚偽の財政統計を報告していたギリシャのような問題の再発防止のために新たに導入される統計の監査制度の調査対象となったことが嫌気されたものと思われる。ブルガリアがEU経済に占める比重は0.3%とギリシャ、ハンガリーと比べても小さく、政府債務残高も現在の報告ベースでは対GDP比14.8%と小さく、影響は限定的と見られる。

図表8 中東欧通貨の対ユーロ相場



(資料) ECB

図表9 EU・IMF支援3カ国の財政赤字の推移と目標



(注) ルーマニアは2010年は5月レビュー後の目標、2011年、2012年は欧州委に提出した収れん計画による
(資料) Eurostat、各国収れん計画

なお、中東欧のユーロ未導入国の最もCDSスプレッドが高いラトビアについては、2009年12月に総額75億ユーロの支援が始まり、2011年12月が期限となっている。2009年2月の政権崩壊で財政改革が出遅れたものの、2009年8月以降、今年6月までの3回のレビューでは、財政赤字の目標など条件の達成が認められている。ユーロの固定相場制を維持したままでの財政再建、国際収支の均衡回復は進展していることが、CDSスプレッドが水準的には高めながら、大きな上振れを回避している理由と言えらる。

ただ、ラトビアの成長率は、2009年はマイナス18%、失業率は2010年4月時点で22.5%とEU加盟国中で最悪である。政治基盤も連立与党の議席は3月から過半数を割り込むなど磐石とは言えず、10月2日には総選挙を控えてもいる。ラトビアが、継続的に支援を受けるには2009年にGDPの9%まで膨らんだ財政赤字を2010年に同8.5%、2011年には同6%に削減しなければならない。IMFは7日に公表した3回目のレビューで、ラトビアに対しても2011年の財政目標の達成には次期政権による追加の緊縮策が必要としている。

ラトビアが2012年に財政赤字を3%以下にまで抑え込み、2014年にユーロを導入するという政府目標を達成して、2011年からの導入が決まった同じバルト3国のエストニアに続くことが出来るのかという点はなお不透明だ。

2. 経済動向と見通し

(全面的で急激かつ大幅な悪化は見られず)

2010年1～3月期まで、EU（27カ国）、ユーロ圏（16カ国）ともに3期連続のプラス成長となっている。2008年後半から2009年初めまでの落ち込みのペースに比べて、極めて緩慢なペースながら、回復基調が続いている（図表10）。2010年1～3月期はEU、ユーロ圏ともに前期比0.2%成長であったが、スペインが6期連続、ラトビアが8期連続のマイナス成長から抜け出す一方、速報値が公表されている22カ国の中、ギリシャ、ルーマニア、リトアニアなど6カ国がマイナス成長となっている。

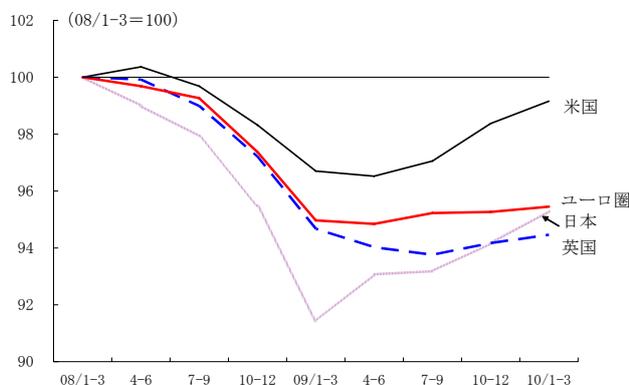
4月中旬以降の市場の緊張の高まりや一部の国の財政緊縮強化の影響を統計的に確認することは難しいが、サーベイ調査からは少なからず影響を受けたことがわかる。例えば、GDPと連動性が高いとされるユーロ圏の総合PMIは4月の57.3から5月は56.4に低下、欧州委員会の景況感指数もEU27カ国で4月の101.9から100に、ユーロ圏で100.6から98.4と低下している。ただ、PMIは活動と縮小の分かれ目となる50を大きく超える水準（図表11）、欧州委員会景況感指数も長期平均の100近辺の水準にあって、回復基調が損なわれつつあるとまでは言えない。

ユーロ圏の中では、ドイツやフランスなど中核国に比べると、スペイン、ポルトガルなどの回復力は弱く、財政危機の進行で緊縮強化を迫られたギリシャ経済は悪化傾向が強まるなど国ごとのばらつきが目立つようになっている（図表12）。中東欧では、水準の差が見られるが、5月調査時点では改善傾向が続いた国の方が多い（図表13）。

セクター別には、PMIでは製造業が悪化、サービス業が改善、欧州委員会サーベイは逆に製造業の改善が続く一方、建設・サービス等が悪化している。製造業が悪化したPMIでも、輸出の先行指標となる新規輸出受注はここ10年で最も高い水準となっており、域外経済の回復やユーロ安の効果がかがわれる。

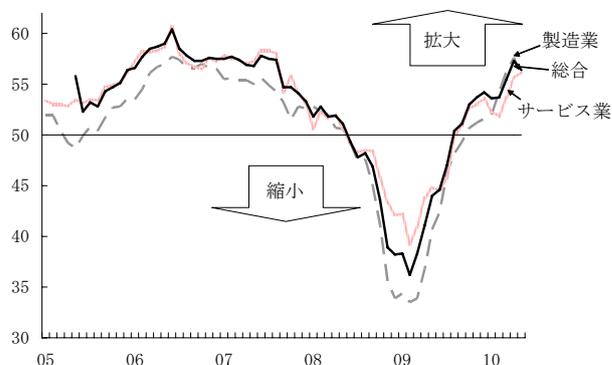
このように5月までの段階では市場の動揺の影響は、国・セクターごとにまちまちといった状況にあり、リーマン・ショック後のような「全面的で急激かつ大幅な」悪化の兆候は見られない。

図表10 実質GDPの推移

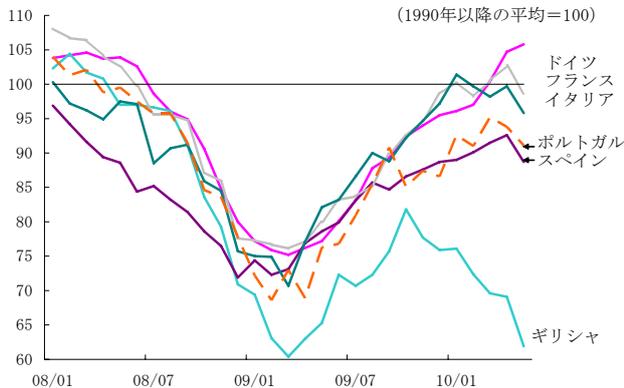


(資料) 各国統計

図表11 ユーロ圏PMI

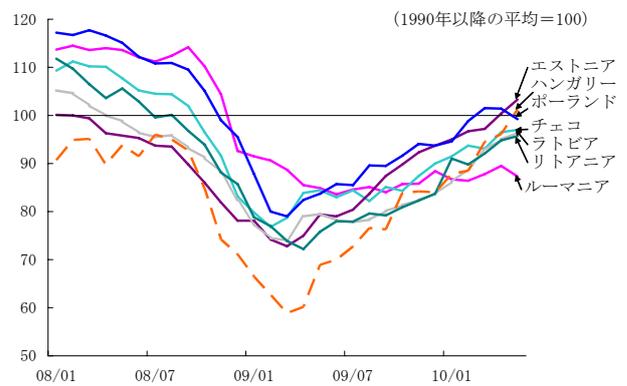


図表 12 欧州委員会景況感指数
(PIIGSと独仏)



(資料) 欧州委員会

図表 13 欧州委員会景況感指数
(中東欧ユーロ未導入国)

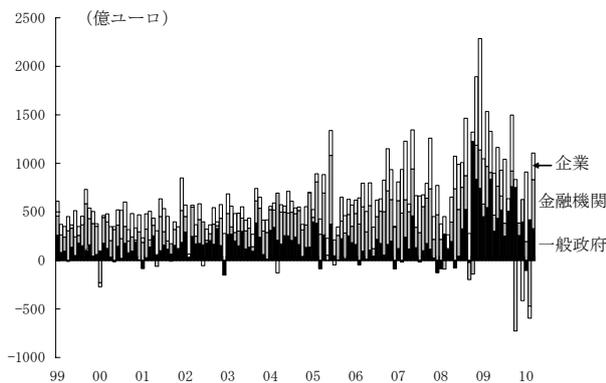


(外部環境、制度環境はリーマン・ショック時より改善)

こうした国・セクターごとのばらつきは、しばらく続くことになりそうだ。財政政策の面では、南欧や中東欧など財政逼迫の度合いが高い国々は 2010 年から緊縮財政を強化している。主要国も財政健全化に取り組む姿勢を示しているが、本格化するのは 2011 年以降であり、段階的に進められる。

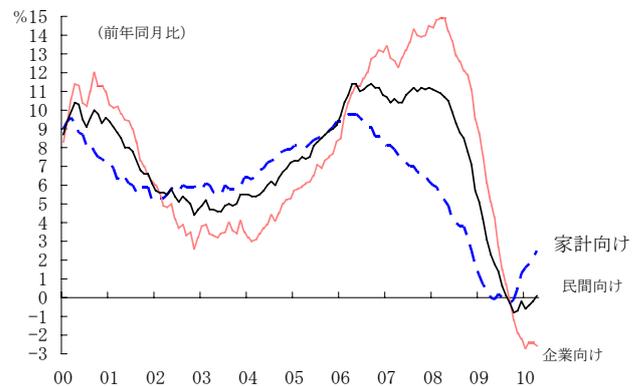
財政赤字、政府債務残高は、欧州のほぼ全域で拡大しており、ユーロ圏の債券市場でもネットの国債発行は増大しているが(図表 14)、ドイツ、フランス、オランダ、北欧などでは長期金利は低下傾向にある。ギリシャ危機を引き金に、欧州の広い範囲でクラウディング・アウトが生じている訳ではない。銀行貸出は、企業向けは資金需要の冷え込みもあり減少が続いているが、家計向けは持ち直しつつある(図表 15)。

図表 14 部門別債券発行純増額



(資料) ECB

図表 15 ユーロ圏の貸出



(資料) 欧州委員会

南欧や中東欧の緊縮財政、債務削減の取り組みは、欧州経済の回復力を抑える要因となるが、スペインを除けば、EU・ユーロ圏経済全体に占める比重は小さく(図表 16)、ギリシャを除けば大

幅な悪化は避けられる見通しである。財政危機の伝播のリスクも、EUが「欧州金融安定化メカニズム」で合意、6月のユーロ圏財務相会合で中核をなす4400億ユーロの「欧州金融安定ファシリティ（EFSF）」の詳細も固まり、軽減しつつある。

他方、金融政策の面では、ECBは金融システム不安の阻止を重視し、厚めの流動性供給と低金利政策を継続する見通しだ^(注3)。

金融システムの問題に対処する制度の存在も、リーマン・ショック後との大きな違いである。金融システム対策の規模や条件は国により異なるが、政府による銀行債務への政府保証と資本注入が二本柱となっており、ドイツ、アイルランドでは不良資産対策のためのバッドバンクも設立された。ECBが5月31日に公表した「金融安定化報告」によれば、イタリアやフランス、オランダなどでは必要性が低下したとの判断から政府保証のスキームなどを収束させているが、ギリシャのように資金調達コストの上昇や景気悪化による不良債権の増大が予想される国では、新たに金融安定化基金の設立、政府保証の枠の増大などに動いている。必要な場合に発動可能な制度が存在することから、金融システム不安が拡散するリスクも高くはない。

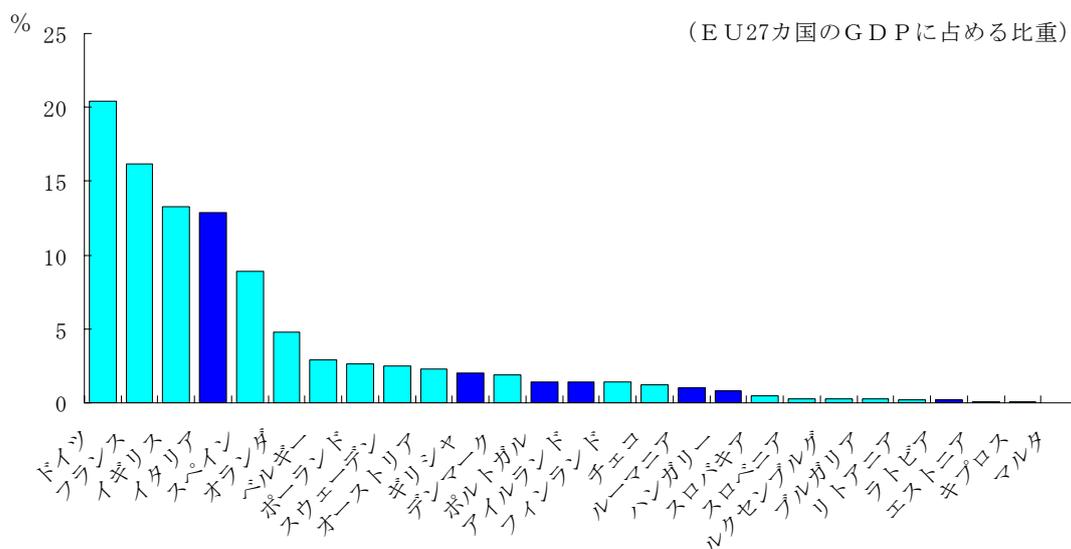
(注3) ECB、BOEの金融政策については金融経済フラッシュNo.10-038、No.10-039も併せてご覧下さい。

(政策対応の巧拙に関わる不透明感が残る)

米国、中国など域外経済の持ち直しとユーロ安による輸出の拡大が景気の下支えとなり、底割れは回避できるだろう。ユーロ圏全体では2010年0.8%、2011年1.1%、イギリスも2010年は0.8%、2011年は1.3%という緩慢な回復が続くだろう。

底割れは回避すると見られるものの、問題国が緊縮財政とともに競争力回復のための構造改革にも成果を挙げて、景気の回復を実現することができるのか、EUのセーフティネットやサーベイランスが順調に機能するのか、さらにECBも金融システム不安再燃を抑え込むことができるのかなど、政策の巧拙に左右されやすい状況は続く。

図表 16 EU27カ国のGDP国別構成比



(注) 濃い青はEU、IMFから2010年からの財政緊縮強化が求められている国 (資料) 欧州委員会統計局

（ 欧州の信用不安が世界経済の回復に水を差すリスクは大きくない ）

欧州経済の悪化が貿易関係を通じてもたらす影響は、EUが第一位の輸出相手地域となっている米国、中国に大きいと考えられている。ただ、「欧州の信用不安が世界経済の回復に水を差す」リスクは大きくはないと思われる。

米国経済は内需中心の構造であり、輸出依存度が高い中国経済も足もとの成長は大規模な景気対策に刺激された内需の比重が大きい。欧州発で米国、中国経済が失速するという事態は考え難い。日本は、EUへの輸出依存度が低いいため、円高・ユーロ安の一層の加速がなければ影響が抑えられるだろう。

（ 単一市場内の強い結びつきをリスクとばかりとらえるのは行き過ぎ ）

欧州域内の財・サービス、資本取引などを通じた強い結びつきや企業、金融機関の汎欧州ネットワークの広がり、危機以前は統合の成果とされてきた。しかし、足もとでは、南欧や中東欧とコア国の経済が相互に影響を及ぼしあって連鎖的に悪化する負の側面がクローズアップされるようになっている。

実際、統合の深化と拡大によるクロスボーダーな拡大に監督体制等が追いつかず、域内の不均衡の拡大を許した点で大きな問題があったことは確かだ。だが、相互補完関係が成立する単一市場内での結びつきをリスクとばかり捉えるのも行き過ぎであるように思われる。

財政危機の影響が心配される金融システムについては、ECBは「金融安定報告」の中で、多くの金融機関が政府支援を必要としなくなっているが、一部に政府支援や中央銀行からの資金への依存度が極端に高い不健全な金融機関があると指摘している。2009年10月にCEBS（欧州銀行金融監督委員会）が公表したEU全体をカバーするストレステストの結果は、個別行に対してではなく、総資産ベースでEUの6割をカバーする22のクロスボーダーに活動する主要金融機関合計のストレス耐性を判断するものであった（2008年末のデータを基に、EU全体で2009年マイナス5.2%成長、2010年マイナス2.7%というリスク・シナリオを想定した場合でも、全体ではTier1が8%を上回り、6%以下に低下する銀行はないという結果）。ここにきて、個別行のストレステスト結果の公表を求める声が強まっているが、市場の疑心暗鬼を払拭し、域内のマネーフローの正常化を図るためには、スペインで進展しているように問題を抱える金融機関の淘汰・再編を進め、金融システムの透明化と健全化を図ることが必要であろう。

問題国の財政再建、構造改革への取り組みに加えて、金融システムの健全化、今回の危機を教訓とする制度改善の取り組みが前進し、実態と制度のギャップが縮まるに連れて、欧州に対する過度の悲観論は後退することになるだろう。

ユーロ圏予測表

	単位	2008年	2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	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	0.8	1.1	▲ 5.2	▲ 4.9	▲ 4.1	▲ 2.1	0.6	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
	前期比年率%	0.6	▲ 4.1	0.8	1.1	▲ 9.6	▲ 0.4	1.6	0.5	0.8	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
内需	前年比寄与度	0.6	▲ 3.4	0.6	0.9	▲ 3.6	▲ 3.7	▲ 3.4	▲ 2.8	▲ 0.1	0.8	0.6	0.9	0.7	0.8	0.9	1.1
民間最終消費支出	前年比%	0.3	▲ 1.2	0.5	1.0	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 0.5	0.2	0.3	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
固定資本形成	"	▲ 0.6	▲ 11.0	0.0	1.4	▲ 11.4	▲ 11.6	▲ 11.4	▲ 8.9	▲ 2.6	▲ 0.5	0.8	2.4	1.3	1.3	1.4	1.5
外需	前年比寄与度	▲ 0.0	▲ 0.8	0.3	0.2	▲ 1.7	▲ 1.3	▲ 0.7	0.7	0.7	0.2	0.2	▲ 0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	3.3	0.3	1.5	1.6	1.0	0.2	▲ 0.4	0.4	1.1	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
失業率	平均、%	7.6	9.4	10.2	10.5	8.8	9.3	9.7	9.8	10.0	10.2	10.3	10.4	10.5	10.5	10.5	10.4
ECB市場介入金利	期末、%	2.50	1.00	1.00	1.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
ドイツ10年国債利回り	平均、%	4.0	3.3	3.0	3.5	3.3	3.4	3.3	3.2	3.2	2.8	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.7
対ドル為替相場	平均、ドル	1.47	1.39	1.27	1.25	1.30	1.36	1.43	1.48	1.38	1.25	1.20	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
対円為替相場	平均、円	152	130	119	123	122	133	134	133	126	113	114	123	123	123	123	125

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 (実)	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	▲ 4.9	0.8	1.3	▲ 5.3	▲ 5.9	▲ 5.3	▲ 3.1	▲ 0.2	0.8	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
	前期比年率%	0.5	▲ 4.9	0.8	1.3	▲ 10.0	▲ 2.7	▲ 1.1	1.8	1.2	1.3	1.1	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5
内需	前年比寄与度%	0.1	▲ 5.6	1.4	1.3	▲ 6.4	▲ 7.0	▲ 6.1	▲ 3.0	0.3	1.6	2.0	1.5	1.1	1.2	1.4	1.5
民間最終消費支出	前年比%	0.9	▲ 3.2	0.5	1.6	▲ 3.2	▲ 3.9	▲ 3.6	▲ 2.2	▲ 0.7	0.6	1.0	1.0	1.5	1.5	1.6	1.7
固定資本形成	"	▲ 3.5	▲ 14.9	0.3	2.9	▲ 12.7	▲ 19.1	▲ 13.7	▲ 14.0	▲ 5.7	2.7	0.7	4.1	3.2	2.8	2.7	2.8
外需	前年比寄与度%	0.5	0.7	▲ 0.6	▲ 0.0	1.1	1.1	0.8	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1
消費者物価(GPI)	"	3.6	2.2	3.2	2.1	3.0	2.1	1.5	2.1	3.2	3.7	3.2	2.6	2.2	1.9	2.1	2.1
失業率	平均、%	2.8	4.7	4.7	4.5	4.2	4.7	4.9	5.0	4.9	4.7	4.6	4.6	4.5	4.5	4.4	4.4
BOEレボ金利	期末、%	2.00	0.50	0.50	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00

(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。