

Weekly
エコノミスト・
レター景気後退色強まる欧州経済～試
される統合の結束力

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. 9月半ば以降、世界的に金融危機が広がったことで、7～9月期までの欧州経済の下押し要因となってきた原油高や通貨高には急ピッチの修正が加わり、ECB、BOEを始め多くの中央銀行がインフレ警戒を改め、利下げに転じた。
2. サーベイ調査を見る限り、金融危機と世界同時景気後退懸念の影響は、原油安、通貨安、利下げ転換の効果を上回っており、10～12月期も落ち込みは続くだろう。
3. 今回の金融危機はEUにとって大きな試練であるが、欧州域内ではユーロ導入を目標に動き始める国もあり、求心力も働いている。90年代初めの通貨危機が通貨統合を後押ししたように、深刻な危機に直面してこそ、統合の完成度を高める動きや、統合の地域的拡大が後押しされる面もある。
4. 共同歩調による金融安定化、周辺国支援、景気対策の取り組みなど、危機拡大阻止への全力の取り組みが統合の結束力強化につながるのか注目したい。

リスク再評価、財政負担の増大の見通しで広がるユーロ圏内のスプレッド
～ユーロ圏内の信用リスク・プレミアムと流動性リスク・プレミアム～



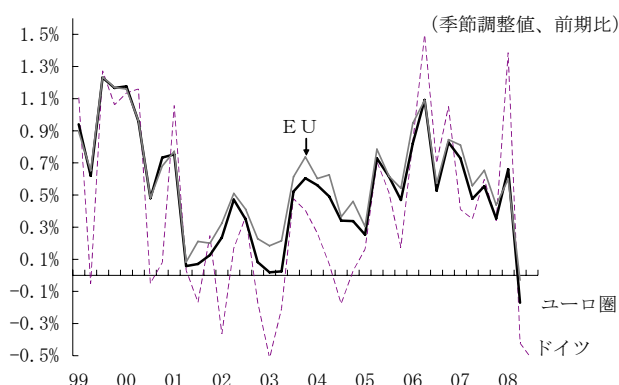
(注) 信用リスク・プレミアム＝ドイツと格付けの異なるユーロ参加国（イタリア等）の金利差の単純平均
流動性リスク・プレミアム＝ドイツと格付けが同じユーロ参加国（スペイン等）の金利差の単純平均

1. 後退色強まる欧州経済

(ユーロ圏は7~9月期もマイナス成長)

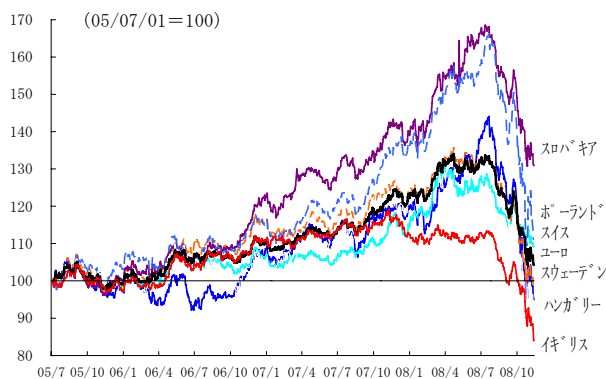
13日に公表されたドイツの7~9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比マイナス0.5%となり、4~6月期の同0.4%に続くマイナス成長となった(図表1)。イギリスも7~9月期は前期比マイナス0.5%と落ち込んでおり、14日に公表されるユーロ圏とEU全体の7~9月期の成長率(速報値)でも、ユーロ圏は2期連続、EU全体でも前期のゼロ成長からマイナス成長への転落が確認されることになるだろう。

図表1 EU、ユーロ圏、ドイツの成長率



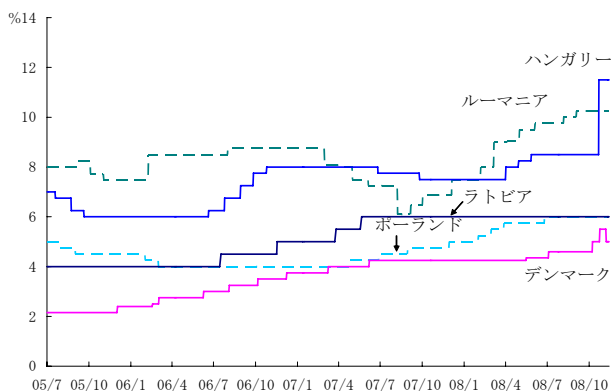
(資料) 欧州委員会

図表2 欧州通貨の対ドル相場



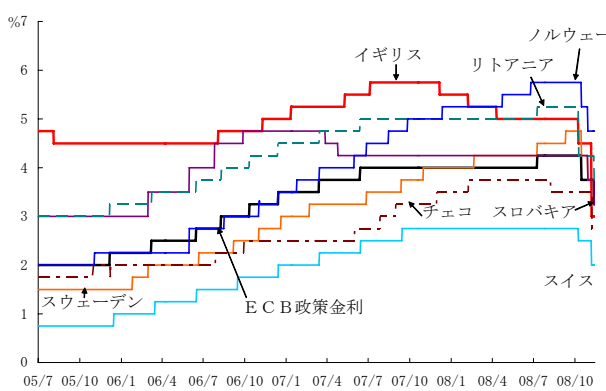
(資料) Datasterem

図表3-① 欧州の中央銀行の政策金利



(資料) 各中央銀行

図表3-② 欧州の中央銀行の政策金利



(資料) 各中央銀行

(10~12月期の一層の悪化を示唆するサーベイ調査)

9月半ば以降、リーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに、欧州全域に金融危機が広がり、7~9月期までの景気の下押し要因となってきた原油高や通貨高には急ピッチの修正が加わっている(図表2)。

2007年にサブプライム危機が広がり、FRBが利下げに転じた後も、欧州では、インフレ警戒

から政策金利の据え置き、ないし利上げを継続してきた中央銀行が多かったものの、リーマン後は、通貨防衛の観点から利上げしたハンガリー、据え置きを継続するポーランド、ルーマニア、ラトビアなどが少数派となった（図表3-①）。欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）を始め多くが10月の協調利下げ後、利下げのピッチを早めている（図表3-②）。

このように、7～9月期までの景気悪化の原因となった原油高、通貨高は修正され、大幅な利下げに転じたものの、これらが効果を表すにはある程度時間が必要である。直近のサーベイ調査を見る限り、今のところは、金融危機と世界同時景気後退懸念の広がりの影響が上回っており、10～12月期の一段の落ち込みは避けられない情勢だ。

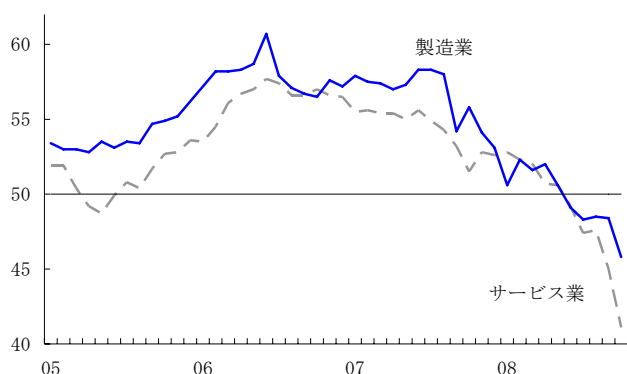
先行指標の1つであるPMI（購買担当者景気指数）は、ユーロ圏の製造業が9月の45.0から10月は41.1、サービス業が同48.0から45.8と、活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を割り込む水準と、さらに大きく低下した（図表4）。

欧州委員会のサーベイ調査も、9月から10月にかけて、すでに悪化していた消費者信頼感のほか、2008年に入って悪化傾向が目立ち始めた製造業や建設業、さらに悪化はしていたものの比較的高め的水準を保ってきたサービス業まで全部門で大きく悪化した（図表5）。水準も2001年のITバブル崩壊時の水準を下回っており、景気の落ち込みが深いものとなることを示唆している。

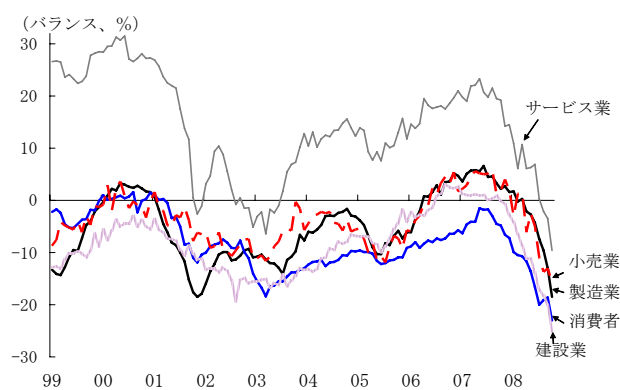
ドイツのIFO企業景況感指数も、ドイツの製造業がEU域内外への輸出に占める比重が大きいため、EU全体の景気の方角感を判断する上でも重視される指標だが、リーマン危機を境に急落、半年先の見通しを聞いた見通し指数は90年代初頭の不況期を下回る水準まで下げている（図表6）。

こうした中で、機関投資家やアナリストを対象とするため先行性が高いとされるドイツのZEW指数は半年先の見通しを聞いた見通し指数は僅かに改善した。これは、9月中旬以降の金融安定化へのEU主要国の協調的な取り組みや、10月以降の金融緩和の進展を織り込んでいることによる。しかし、現状判断は見通し指数に鞘寄せする形で大きく低下しており、経済・金融環境の激変による経済活動の急激な萎縮ぶりを示唆している（図表7）。

図表4 ユーロ圏PMI
(購買担当者景気指数)

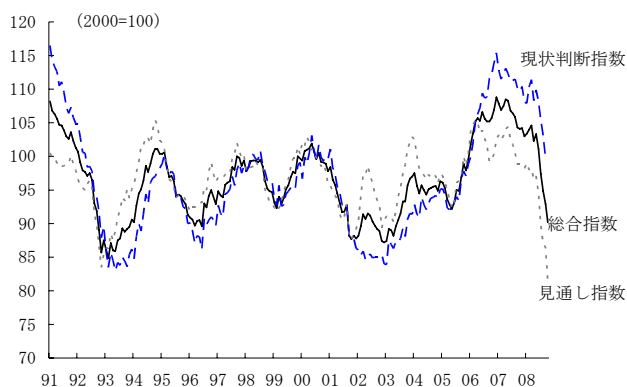


図表5 欧州委員会サーベイ
(EUの部門別景況感)



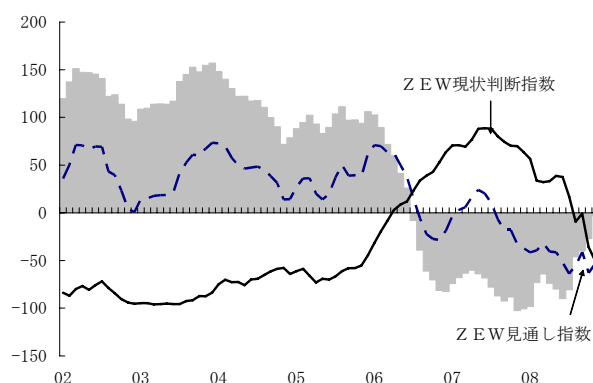
(注) 欧州委員会

図表6 ドイツ Ifo 企業景況感指数



(資料) I f o

図表7 ドイツ ZEW 指数



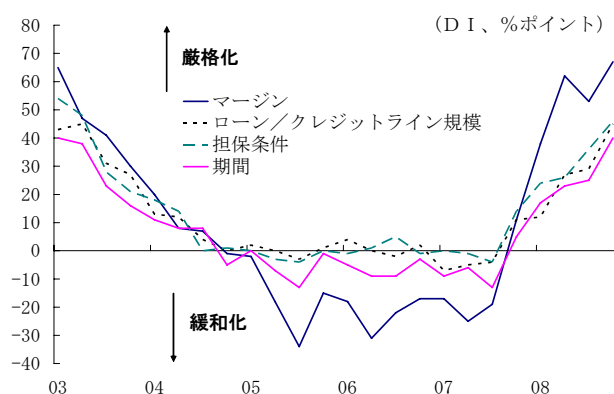
(資料) Z E W

(銀行の貸出態度も金融危機で一段と深刻化)

欧州中央銀行が、銀行を対象に行っている四半期に1度のサーベイ調査 (Bank Lending Survey) も、直近の10月調査は9月23日から10月7日に行われており、金融危機の影響が織り込まれているデータである。

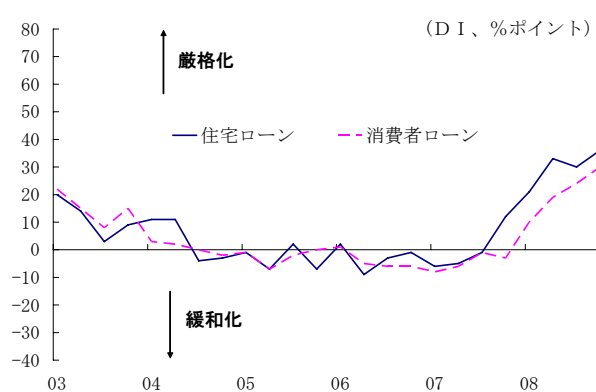
同調査では、昨年夏のサブプライム危機以降、企業、家計向け融資の条件を厳格化し、マージンを引き上げる動きが続いているが、10月調査では一段の厳格化、引き上げの方向が確認された (図表8-①、②)。

図表8-① ECBサーベイ (企業向け条件)



(資料) ECB, "Bank Lending Survey"

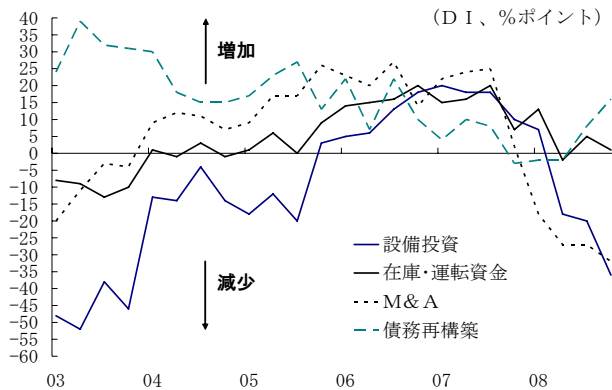
図表8-② ECBサーベイ (家計向け条件)



(資料) 図表8-①に同じ

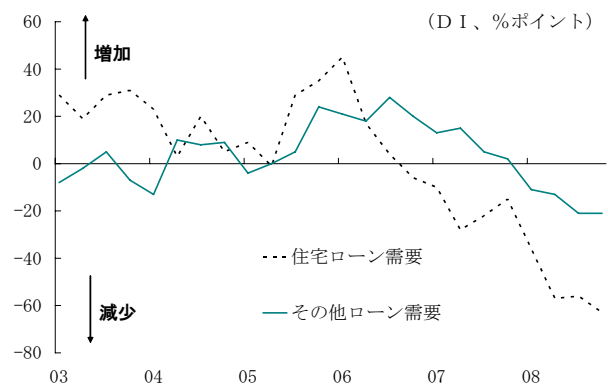
また、企業の資金需要はサブプライム危機後に落ち込み始めたM&A関連に加えて、設備投資向けの需要が急速に低下、他方で債務再構築の需要の高まりが見られる (図表8-③)。家計の資金需要も特に住宅ローンの需要が冷え込んでいる (図表8-④)。先行きの設備投資の抑制、住宅市場の一段の調整が予想される状況と言えよう。

図表 8-③ ECBサーベイ（企業の資金需要）



(資料) 図表 8-①に同じ

図表 8-④ ECBサーベイ（家計の資金需要）



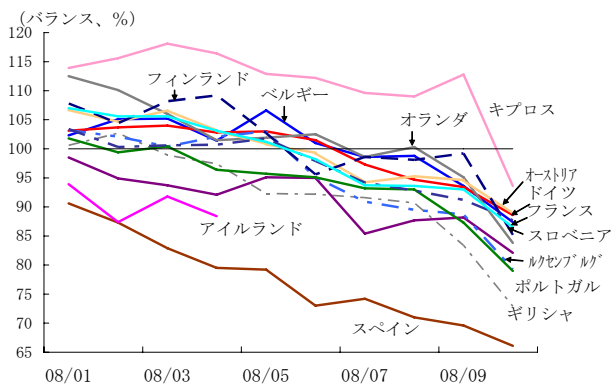
(資料) 図表 8-①に同じ

（ 域内各国の景況格差も縮小 ）

金融危機の影響が広がり、実体経済に影響を及ぼし始めたことで、域内に見られた好不調のばらつきが縮小、景気悪化が全体に広がっている。EU加盟各国の景況感指数（ESI）は（図表 9-①～③）、今年初の段階でイギリスやスペイン、バルト3国（エストニア、ラトビア、リトアニア）など、住宅部門の調整が始まっていた国々ですでに長期平均の100を割り込んでいた。これに続く形で、年央以降は、ドイツを始めとするユーロ圏の中核国の悪化が始まり、9月～10月にはそのペースが加速した。

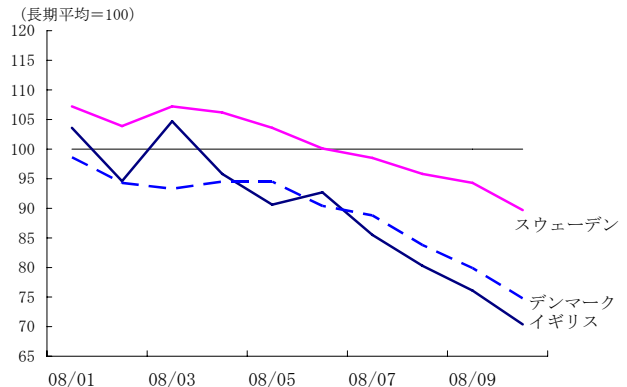
上記の中で、ユーロ未導入の新規加盟国については（図表-③）は、ブルガリア、ルーマニアがなお高め水準を保つなど、ばらつきがあるものの、外貨不足に陥り国際通貨基金（IMF）から105億SDR（123億ユーロ）の支援が決まったハンガリーや、ユーロ導入を目前に控えたスロバキアなど急激な悪化が目立つ。

図表 9-① 欧州委員会・景況感指数
（ユーロ圏）



(注) 景況感指数＝製造業 40%、サービス業 30%、消費者 20%、建設 5%、小売 5%のウェイト付けして作成

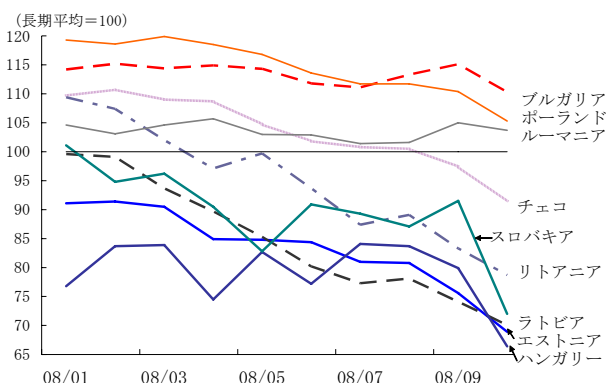
図表 9-② 欧州委員会・景況感指数
（ユーロ未導入・新規加盟国）



(注) 及び(資料) 図表 9-①と同じ

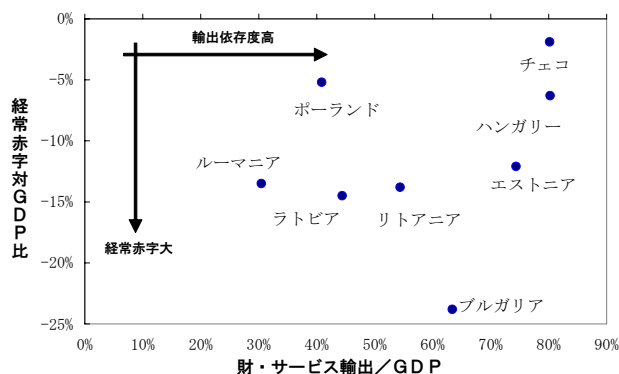
(資料) 欧州委員会

図表 9-③ 欧州委員会・景況感指数
(ユーロ未導入・旧加盟国)



(注) 及び (資料) 図表 9-①と同じ

図表 10 中東欧 EU 新規加盟国の
経常収支対 GDP 比と輸出依存度



(注) ユーロを導入しているスロベニアと 2009 年 1 月導入予定のスロバキアを除く

(資料) Eurostat

(統合市場内では資本ばかりでなく、貿易や人の流れを通じた影響も)

EU では旧加盟国と新規加盟国の間ばかりでなく、中東欧の新規加盟国の間にも経済力格差がある。金融危機の影響は、経常赤字の大きさ (図表 10-縦軸) や対外債務の水準から、ハンガリーの他、バルト 3 国、南東欧のブルガリア、ルーマニアに大きいと考えられてきた。通貨下落が進んだことで、返済負担の増大の懸念が強まっている外貨建て住宅ローンの比率が高いのも、これらの国々である。

これらに比べ、中欧のポーランド、チェコは不均衡が比較的小さいために影響は受け難いと考えられてきた。しかし、輸出依存の高いチェコは、域内外、特にユーロ圏中核国に連れて、景気減速のペースが速まってきている (図表 9-③)。ポーランドも景況感は着実に悪化している。

すでに見たとおり欧州の危機も、米国同様に住宅市場と金融システムの問題に留まらず、实体经济にも広がってきた。このため財・サービス・人・資本の流れが自由化されている EU 域内での影響も資本移動ばかりでなく、貿易、さらに移民労働者の雇用・所得など人的要因を通じて広がることになる。程度の差はあっても悪化の方向で一致することは避けられないだろう。

2. 試される統合の結束力

(金融危機は統合市場にとって大きな試練)

今回の金融危機は、金融監督の一元管理や共通財政の規模が小さい EU にとっては大きな試練である。

景気は 7~9 月期の段階ですでに後退局面に入ったと見られるものの、金融危機の实体经济への影響が本格化するのは 10~12 月期以降である。金融緩和と金融システム安定化策、景気対策という政策対応で下支えられれば、2009 年半ば頃には原油安、通貨安の効果も手伝って景気は持ち直

しに向かうことになる。しかし、現段階では先行きの不透明感が極めて強く、しばらくは危機の拡大防止に追われる状況が続きそうだ。

（ 欧州域内ではユーロの求心力も働く ）

金融危機の渦中で、欧州経済の先行きへの不安が強まり、ユーロは対円、対ドルでの減価が進んだが、欧州の域内ではユーロの求心力も働いている。スウェーデンとデンマークが相次いで導入に動くことを決めたほか、ユーロ未導入の新規加盟国で最大のポーランドも、2012年のユーロ導入という目標をアンカーとして危機を乗り切ろうとしている。

スウェーデン、デンマークには、かつて否決という結論を出した国民投票という関門があり、ポーランドを始めとする中東欧の未加盟国は、財政赤字、インフレ率、為替相場、長期金利について定められた基準を満たさなければならない。このため、金融危機が広がり、世界同時不況が想定される状況では実現は容易ではない。

（ 危機が統合の深化、拡大を後押しする可能性も ）

しかし、深刻な危機に直面してこそ、統合の完成度を高める動きや、ユーロ圏やEUの拡大が後押しされる面もある。90年代初め、欧州通貨危機による市場の深刻な混乱が、域内から為替リスクを完全に排除することが必要という認識につながり、当初参加国が11カ国と予想以上に広い範囲での通貨統合の実現につながった。

今回も、金融危機が広がり、域内の景気が総じて悪化の方向に転じたことで、危機当初に見られた域内における足並みの乱れは影を潜め、金融システム安定化で共同歩調を歩み始めた。EUでは、市場で調達した資金を融資する「特別融資枠」を通じて周辺国も含む中小国の支援にも動き始めようとしている。各国の金融機関が国内志向を強め、クロスボーダーな資本の巻き戻しに動くことで、金融面でEU旧加盟国に多くを依存する中東欧の通貨・金融危機がさらに広がり^(注)、不良債権問題として跳ね返る悪循環を断ち切るために有効な対策と言えよう。

金融市場でのリスク再評価の流れと財政への負担増大の見通しから、ここにきてユーロを採用している国々の間での長期金利の差は、ユーロ導入以来の水準に拡大している（表紙図表参照）。こうした中で、格付けは高いものの、流動性の乏しさがネックとなって起債が難しくなっているベルギー、ルクセンブルグ、オーストリアなど中小国が協同で国債を発行する議論も出ており（Financial Times, November 8, 2008）、実現すれば債券市場の統合という点では画期的な前進となる。

危機拡大阻止への全力の取り組みが、統合の結束力強化につながるのか注目したい。

(注) 詳しくは、Weeklyエコノミスト・レター2008-10-17「欧州の金融危機～続く拡大阻止への取り組み」をご参照下さい。

(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。