

Weekly  
エコノミスト・  
レター欧州経済見通し～深刻な景気後  
退に政策総動員で対応

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

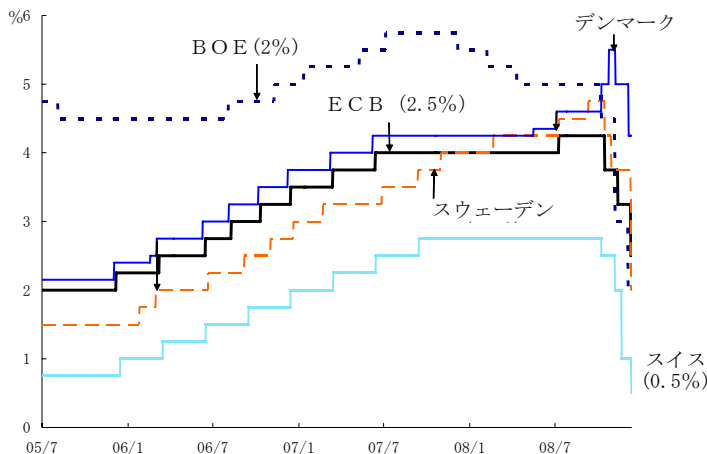
〈 ユーロ圏 : 2009年マイナス0.8%、2010年0.6% 〉

- 08年4～6月期に始まったユーロ圏のマイナス成長は、金融危機の拡大阻止と景気の底割れ回避に向けた金融・財政面からの下支えとユーロ安・原油安の効果が現れ始める2009年半ばまで続く。その後も力強い回復は期待しにくく、2009年は0.8%のマイナス成長、2010年の成長率も潜在成長率(2.25%)を大きく下回ろう。
- ECBは08年10～12月期に175bpの利下げを実施、理事会内には金融緩和の行き過ぎへの警戒感もあるが、来年1～3月期にも政策金利は1.5%まで引き下げられよう。

〈 イギリス : 2009年マイナス1.3%、2009年0.7% 〉

- 金融危機の広がりや景気後退に陥ったイギリスでは、政府は銀行債務の政府保証と公的資本の注入を柱とする金融安定化策、付加価値税率の基本税率の一時的な引下げを柱とする200億ポンド(GDP比1.4%相当)の景気対策をまとめ、BOEは10月以降、合計3回300bpの利下げを実施し、総力戦で金融の安定、景気の下支えに動いている。
- 現下の情勢では政策効果が直ちに表れるとは考え難いことから、今回の景気後退は90年代初頭と並ぶ深いものとなる。

欧州では中央銀行は大幅利下げ、政府は景気対策に動く



(注) スイスは3カ月物金利誘導目標の中央値 (資料) 各中央銀行

## 概要

〈 ユーロ圏 : 2008年マイナス0.8%、2009年0.6% 〉

- 08年4～6月期に始まったユーロ圏のマイナス成長は、金融危機の拡大阻止と景気の底割れ回避に向けた金融・財政面からの下支えとユーロ安・原油安の効果が現れ始める2009年半ばまで続く。その後も力強い回復は期待しにくく、2009年は0.8%のマイナス成長、2010年の成長率も潜在成長率(2.25%)を大きく下回ろう。
- ECBは08年10～12月期に175bpの利下げを実施、理事会内には金融緩和の行き過ぎへの警戒感もあるが、来年1～3月期にも政策金利は1.5%まで引き下げられよう。

ユーロ圏

	単位	2007年	2008年	2009年	2010年	2008年				2009年				2010年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
						(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.6	1.0	▲0.8	0.6	2.1	1.4	0.6	▲0.1	▲1.1	▲1.0	▲0.8	▲0.3	0.2	0.5	0.8	1.0
	前期比年率%	2.6	1.0	▲0.8	0.6	2.7	▲0.7	▲0.8	▲1.5	▲1.2	▲0.4	0.0	0.4	0.8	0.8	1.0	1.2
	前年比寄与度	3.2	0.9	▲0.5	0.6	1.6	1.0	0.7	0.3	▲0.6	▲0.4	▲0.8	▲0.3	0.2	0.5	0.7	0.9
内需	前年比%	1.6	0.3	▲0.6	0.6	1.2	0.4	▲0.0	▲0.5	▲0.8	▲0.7	▲0.7	▲0.3	0.2	0.5	0.7	0.9
民間最終消費支出	前年比%	1.6	0.3	▲0.6	0.6	1.2	0.4	▲0.0	▲0.5	▲0.8	▲0.7	▲0.7	▲0.3	0.2	0.5	0.7	0.9
固定資本形成	前年比%	4.4	1.5	▲1.3	0.7	3.7	2.6	0.9	▲0.6	▲2.3	▲1.5	▲0.9	▲0.4	0.2	0.6	0.9	1.1
外需	前年比寄与度	0.3	0.1	▲0.3	0.0	0.5	0.4	0.0	▲0.3	▲0.5	▲0.6	▲0.0	▲0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	3.3	1.4	1.8	3.4	3.6	3.8	2.4	1.7	1.4	1.0	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
失業率	平均、%	7.4	7.5	8.2	8.6	7.2	7.4	7.5	7.7	8.0	8.2	8.3	8.4	8.5	8.6	8.6	8.6
ECB市場介入金利	期末、%	4.00	2.50	1.50	1.50	4.00	4.00	4.25	2.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
10年国債利回り	平均、%	4.2	4.0	3.4	3.7	3.9	4.4	4.2	3.6	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8
対ドル為替相場	平均、ドル	1.37	1.46	1.23	1.29	1.50	1.56	1.50	1.28	1.20	1.20	1.25	1.25	1.25	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	156	151	107	118	158	163	162	123	102	102	113	113	113	117	121	124

〈 イギリス : 2008年マイナス1.3%、2009年0.7% 〉

- 金融危機の広がりや景気後退に陥ったイギリスでは、政府は銀行債務の政府保証と公的資本の注入を柱とする金融安定化策、付加価値税率の基本税率の一時的な引下げを柱とする200億ポンド(GDP比1.4%相当)の景気対策をまとめ、BOEは10月以降、合計3回300bpの利下げを実施し、総力戦で金融の安定、景気の下支えに動いている。
- 現下の情勢では政策効果が直ちに表れるとは考え難いことから、今回の景気後退は90年代初頭と並ぶ深いものとなろう。

イギリス

	単位	2007年	2008年	2009年	2010年	2008年				2009年				2010年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
						(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	3.0	0.8	▲1.3	0.7	2.3	1.5	0.3	▲0.8	▲1.5	▲1.8	▲1.4	▲0.7	▲0.1	0.5	1.0	1.4
	前期比年率%	3.0	0.8	▲1.3	0.7	1.1	0.0	▲2.0	▲2.4	▲1.6	▲1.2	▲0.4	0.4	0.8	1.2	1.6	2.0
	前年比寄与度	3.8	0.7	▲1.6	0.7	2.5	2.0	0.0	▲1.3	▲1.7	▲2.0	▲1.7	▲0.9	▲0.2	0.5	1.1	1.6
内需	前年比%	3.0	1.9	▲1.3	0.8	3.6	2.6	1.4	0.0	▲1.3	▲1.6	▲1.5	▲0.8	▲0.1	0.6	1.1	1.6
民間最終消費支出	前年比%	3.0	1.9	▲1.3	0.8	3.6	2.6	1.4	0.0	▲1.3	▲1.6	▲1.5	▲0.8	▲0.1	0.6	1.1	1.6
固定資本形成	前年比%	7.1	▲3.8	▲3.4	1.0	0.3	▲2.1	▲5.4	▲7.8	▲6.4	▲4.1	▲1.9	▲1.0	▲0.1	0.7	1.4	1.9
外需	前年比寄与度%	▲0.7	0.1	0.3	▲0.0	▲0.2	▲0.4	0.3	0.5	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.0	▲0.1	▲0.2
消費者物価(CPI)	前年比%	2.3	3.7	1.9	1.6	2.4	3.3	4.9	4.1	2.8	2.2	1.6	1.0	1.2	1.6	1.6	1.8
失業率	平均、%	2.7	2.8	3.7	4.5	2.5	2.6	2.9	3.1	3.4	3.6	3.8	4.0	4.2	4.4	4.6	4.6
BOEレボ金利	期末、%	5.50	2.00	1.00	1.00	5.00	5.00	5.00	2.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

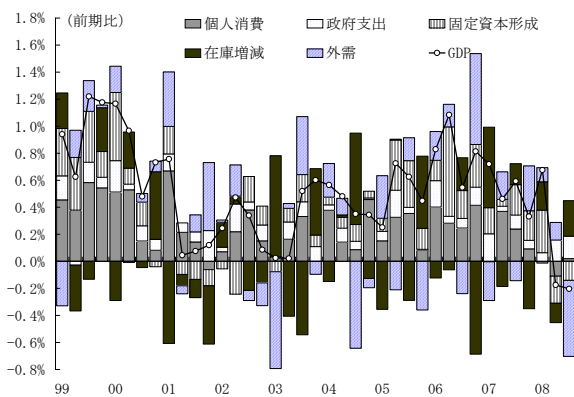
# 1. ユーロ圏経済

## (4～6月期、7～9月期は2期連続のマイナス成長)

7～9月期のユーロ圏は4～6月期に続く前期比マイナス0.2%成長となり、景気後退局面入りが確認された。需要面から見ると、輸出（前期比0.4%）を上回る輸入の伸び（同1.7%）が最大の下押し要因となった。加えて、固定資本形成が4～6月期の前期比マイナス0.9%に続いて、同0.6%と大きく落ち込み、成長を下押しした。4～6月期に前期比0.2%と落ち込んだ個人消費は前期比横這いであった。

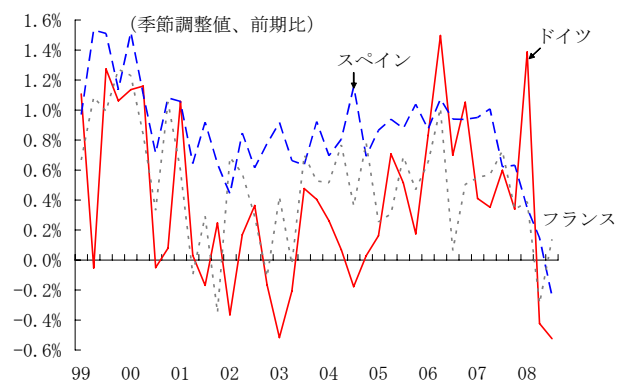
国別に見ると、ドイツとイタリアが二期連続のマイナス成長となり、フランスは連続のマイナスは免れたものの、前期比0.1%の低成長であった。住宅バブルの崩壊による景気悪化が目立つスペイン経済はマイナス0.2%とユーロ導入以来初のマイナス成長となった（図表2）。

図表1 ユーロ圏実質GDP



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏主要国の成長率



(資料) Eurostat

## (金融危機の影響はこれから本格化、結びつきの強い中東欧の経済も減速へ)

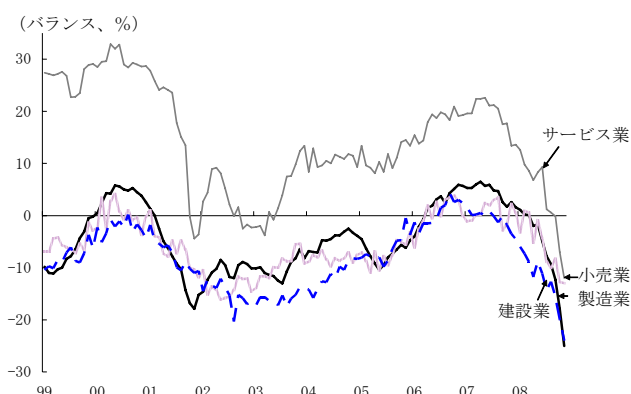
ユーロ圏の7～9月期までの2四半期連続のマイナス成長は、住宅バブルの崩壊による調整がはじまっていたスペイン、アイルランドなどを除けば、ユーロ高と食品・原油価格高が響いた部分が大きい。リーマン・ブラザーズの破綻後、欧州全域に広がった金融危機の影響が本格化するのこれからである。

直近のサーベイ調査を見ると、輸出見通しの悪化、企業の設備投資・雇用の削減、消費マインドの急低下と2009年にかけて景気後退の深まりを示唆する材料が目立つ。2008年半ばまでは、ユーロ圏の中でも、住宅部門の調整圧力や輸出競争力の違いなどから、景況感には国ごと、部門ごとのばらつきが見られたが、リーマン・ショック後は、揃って大きく悪化している（図表3-①、②）。

ユーロ圏内ばかりでなく、ユーロ未導入のイギリスや中東欧、北欧などのEU加盟国経済も総じて悪化している。イギリスはユーロ建て取引も含めて欧州の金融の中心地であり、地理的・歴史的な経緯からドイツやオーストリアと中欧、北欧とバルト3国（ラトビア、リトアニア、エストニア）、南欧と南東欧（ルーマニア、ブルガリア）など、EU経済は金融・貿易量面で深く結びついている。中東欧のEU新規加盟国では、リーマン・ショック後、ハンガリーとラトビアが外貨危機に陥り、

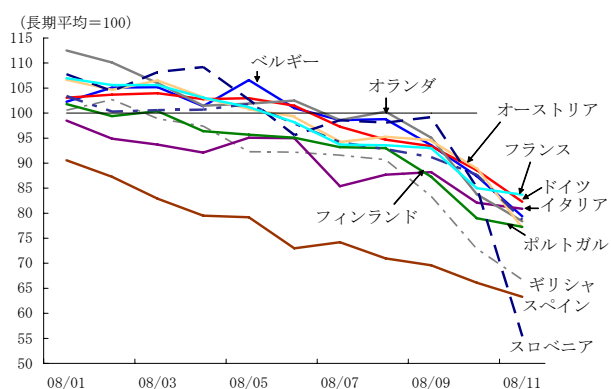
IMFへの支援を求めることになった。ハンガリーにはIMF、EU、世銀から総額254億ユーロの融資が決まり、ラトビアへの支援交渉もIMFのほかEUや複数のEU加盟国の政府が加わり進められている(12月7日現在)。バルト3国、南東欧の経常赤字の規模は対GDP比で見て大きく、外貨危機の懸念が払拭できないものの、EU加盟国の危機には、今後もIMFやEUの支援というセーフティネットは働くだろう。それでも、IMFから融資の条件として財政緊縮を求められているハンガリーを始め、統合を背景に潤沢な資本の流入と輸出の拡大で順調なキャッチ・アップを実現して(図表4)、ユーロ圏経済の成長に貢献してきた中東欧の経済の減速は避けられない。域内経済が相互に負の影響を及ぼしあう、スパイラル的な景気の後退も懸念される状況にある。

図表3-① 企業景況感指数(部門別)



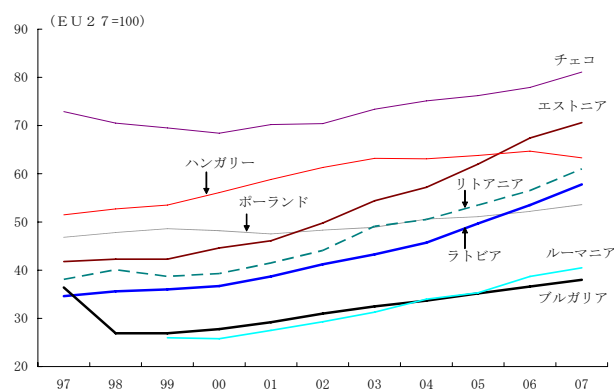
(資料) 欧州委員会

図表3-② 企業景況感指数(国別)



(資料) 欧州委員会

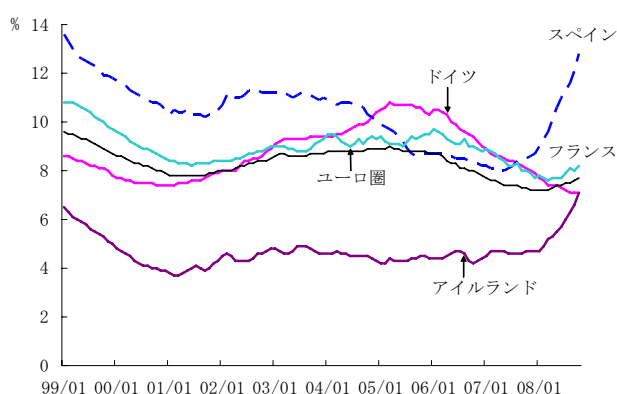
図表4 EU新規加盟国の一人あたりGDP



(注) 購買力平価ベース

(資料) 欧州委員会

図表5 ユーロ圏主要国の失業率



(資料) 欧州委員会

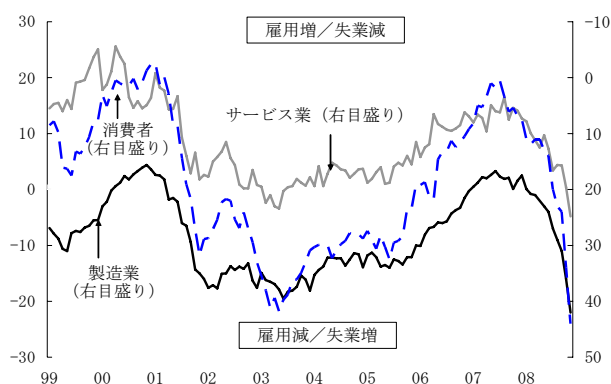
### (一層の悪化が見込まれる雇用情勢)

景気後退による雇用の悪化は、これまでのところ、好況期に移民労働力を多く受入れ、足もとでは住宅バブルの崩壊で建設労働者の雇用調整が進むスペイン、アイルランドの失業の増大が目立つ。年前半まで、新興国向けなどの輸出が好調に推移していたドイツの失業率は、直近でも低い水準に

ある（図表5）。しかし、リーマン・ショックを境に、企業の雇用意欲はユーロ圏の全域で急激に低下している（図表6）。米英に比べて労働市場が柔軟性を欠くユーロ圏では、雇用調整のペースは緩やかながらも、雇用・所得環境の悪化は避けられない見通しだ。雇用見通しの急激な悪化によって、家計の消費マインドはユーロ発足以来の水準まで下げており（図表7）、個人消費は一段と冷え込むだろう。

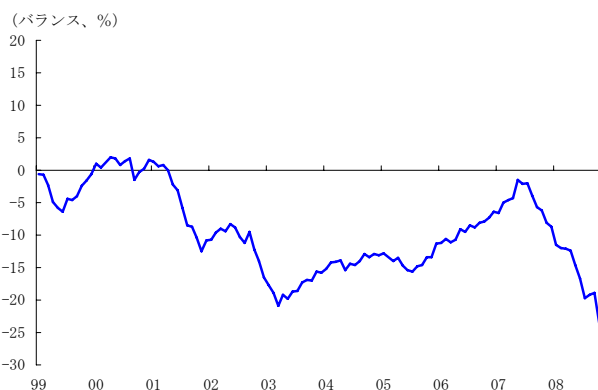
企業の設備投資意欲は、昨年夏のサブプライム危機後も旺盛であったが、直近の設備投資計画調査（10～11月実施）ではITバブル崩壊期並みの下方修正が行われており（図表8）、設備投資も減少が見込まれる。

図表6 ユーロ圏：企業と家計の雇用・失業に関する見通し



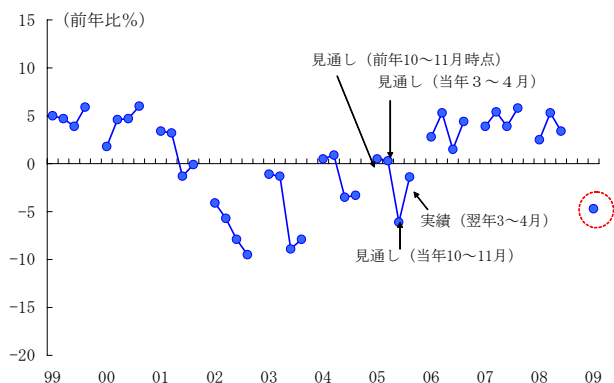
(資料) 欧州委員会サーベイ

図表7 ユーロ圏：消費者信頼感指数



(資料) 欧州委員会サーベイ

図表8 ユーロ圏：設備投資計画



(資料) 欧州委員会サーベイ

### (流動性供給体制の強化と大幅利下げ)

金融危機の広がり、景気後退の深まりとともに、各国政府、EU、あるいはEU非加盟の欧州諸国などとも連携した協調的な政策対応が強化されている。

リーマン・ショック後、最初に動き始めたのは中央銀行の流動性の供給体制の強化であり、欧州

中央銀行（ECB）は、イングランド銀行（BOE）やスイス中央銀行など域内外の中央銀行間での通貨スワップ協定を通じて外貨の供給体制を拡充した。

金融政策の面でも、7月の利下げから一転して、10月の50bpの協調利下げを皮切りに、11月に50bp、12月は75bpと、3カ月間で合計175bpという異例のペースでの利下げを行なった（表紙図表参照）。12月の理事会後の記者会見でトリシェ総裁は、この間の利下げが異例のピッチであることを再三にわたり強調し、2009年入り後も連続での大幅利下げが行われるとの観測を牽制した。75bpの利下げが全員一致でなかったことも示唆しており、ECBの政策理事会の中では、早すぎる利下げや低すぎる政策金利はバブル再燃の火種となるとの慎重論もある。とは言え、ECBの政策金利が過去最低の2%に据え置かれていた2003年6月から2005年12月と比べて、域内外の経済が揃って急速に悪化している点で事態はより深刻であり、バブル再燃のリスクは低い。2009年入り後は、ピッチを幾らか落とすとしても利下げは継続、1～3月期には過去最低の1.5%まで引下げられると予想する。

図表9 ユーロ圏の金融安定化策

(単位: 億ユーロ)

	総額		内訳		
		GDP比	銀行間取引/ 債務保証	資本注入	信用保証による 損失補償
ドイツ	5,000	20.6%	4,000	800	200
フランス	3,600	19.0%	3,200	400	
イタリア	400	2.6%			
スペイン	1,500	14.3%	1,000	500	
オランダ	2,200	39.3%	2,000	200	
オーストリア	1,000	36.9%	850	150	
ギリシャ	280	12.2%	150	50	
ポルトガル	240	14.7%	200	40	
フィンランド	500	27.8%			
上記計	14,720	2	11,400	2,140	

(資料) 欧州委員会、Financial Times, October 14th and 15th 2008、Eurostat

図表10 ユーロ圏における銀行への公的資本注入

	億ユーロ	対GDP比
ドイツ	136	0.7%
バイエルン州立銀行	54	0.2%
コメルツ銀行	82	0.4%
フランス	135	0.7%
デクシア	30	0.2%
クレディ・アグリコル	30	0.2%
BNPパリバ	26	0.1%
ソシエテ・ジェネラル	17	0.1%
クレディ・ミュチュエル	12	0.1%
ケス・デパルニュ	11	0.1%
バンク・ポピュレール	10	0.1%
オランダ	298	5.3%
フォルティス	168	3.0%
ING	100	1.8%
エイゴン	30	0.5%
ベルギー	77	2.3%
デクシア	30	0.9%
フォルティス*	47	1.4%
KBCグループ	38	1.1%
ルクセンブルグ	4	1.0%
デクシア	4	1.0%
オーストリア	27	1.0%
エルステ	27	1.0%
ポルトガル	40	2.5%
バンコ・ポルトゲス・デ・ネゴシオス	40	2.5%

\*フォルティス銀行の75%の株式はBNPパリバに売却、  
BNPパリバはフォルティス保険ベルギーの100%株式も取得  
(資料) プレス・リリース、新聞報道等より作成

### (公的資本注入の動きも)

10月のG7、ユーロ圏首脳会談での合意を期に出揃った金融システム安定化のための対策(図表9)に沿った公的資金の注入も、ドイツ、オランダ、ベルギー、オーストリア、ポルトガルなどで実施された(図表10)。フランスが10月に公表した大手6行への強制資本注入は、EUの競争政策との整合性から欧州委員会の承認待ちとなっていたが、12月に入って「市場混乱の影響を受けた健全な銀行」への救済についての新たなルールの下で認められた。これを受けて、フランス政府は早くも追加の資本注入に動きだしている。他方で、ドイツは公的資本の注入に厳しい条件を課しており、主要国の間でも金融機関への公的関与を巡るスタンスには差がある。それでも、大手行の



破綻は回避するという原則は堅持される見通しだ。

### (景気対策も積み増しの動き)

11月26日の欧州委員会がEU全体で総額2000億ユーロ(対GDP比1.5%)の景気対策を提案し、うち1700億ユーロは各国による財政出動を求めたことも呼び水となって、景気の急激な悪化に異例の規模での対策を講じる動きも広がっている(図表11)。

フランスは、EUの提案後の12月4日に105億ユーロ相当の公共投資の前倒し実施と中小企業や自動車産業支援、住宅市場挺入れを骨子とする260億ユーロ(同1.4%)の景気対策を公表した。フランスの対策はすでに公表されていた200億ユーロの政府系ファンド設立の動きに追加したものであり、対応はEU主要国の中で最も積極的だ。

住宅バブルが崩壊、景気の冷え込みと失業の急増が目立つスペインも、EUの提案の後、GDP比1.0%相当の110億ユーロの景気対策を積み増した。2008年4月に発足した第二期サパテロ政権下での景気対策は累計でGDPの5%近くに達している。

EU最大の経済であるドイツは、11月5日とEUの提案や英仏に先駆けておよそ30年ぶりとなる本格的な景気対策を公表している。景気対策の規模は向こう2年間で500億ユーロ(対GDP比2.1%)と大きい。政府系金融機関(KfW)による中小企業向け融資150億ユーロなどで規模が嵩上げされている部分があり、新規支出の拡大や減税という、いわゆる「真水」は2年間で120億ユーロ(同0.5%)である。ドイツに期待されているユーロ圏の牽引役という役割を果たすには規模は不十分である。EUや英政府からは、経済力に加えて、財政面でも相対的に余力があるドイツに対して追加対策で足並みを揃える声が出ているが、ドイツ政府は財政規律との整合性の観点からも、すでに公表した景気対策の効果を見極めようという姿勢を崩していない。追加策が出るとしても2009年に入ってある程度時間が経過してからとなりそうだ。

イタリアも3年間で800億ユーロ(同5.0%)と対策の規模はドイツ以上だが、やはり「真水」の規模は小さい。イタリアは2007年時点で政府債務残高のGDP比がEUで唯一100%を超えており(図表12)、リーマン・ショック後は、イタリアのほか、財政赤字が急拡大しているアイルランドやスペイン、格付けではドイツと同等ながら、国債市場の規模が小さく流動性が劣る中小国が対ドイツ国債のスプレッド拡大に見舞われている(図表13)。財政事情の面で効果の大きい景気対策を打ち出せないジレンマを抱える国も少なくない。

ユーロ圏全体で見ればこれらの景気対策が一定の下押し効果を発揮することは間違いないものの、余力のあるドイツの慎重姿勢もあって、力強い回復を導くほどのインパクトは期待できない。

### (2009年は0.8%のマイナス成長に)

2009年のユーロ圏経済は、前半は米国やイギリス、中東欧など結びつきの強い経済の景気後退の影響もあり、一段の落ち込みが避けられない見通しだ。年半ばには、金融・財政両面からの下支え、ユーロ安、原油安の効果が表れ始めて一旦は下げ止まると期待される。しかし、その後も米英経済の回復力が弱いなど外部環境は厳しく、ユーロ圏経済も二番底のリスクをはらんだ不安定な状態が続くだろう。2010年の成長率も潜在成長率(2.25%)を大きく下回る0.6%に留まるだろう。

リーマン・ショック後、ユーロ相場は対円、対ドルで大きく減価した。2009年は日米欧が揃っ

てマイナス成長に陥る見込みだが、利下げ余地をより多く残しているユーロに金利差の面から減価圧力が加わりやすい。特に、ECBの利下げ局面が続く前半は、対円、対ドル相場のユーロ安基調が続くだろう。

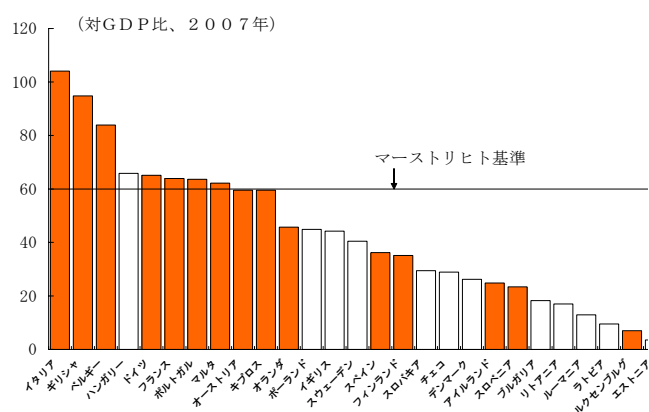
図表 1 1 ユーロ圏主要国の景気対策の概要

	EU	ドイツ	フランス
規模	2000億ユーロ	500億ユーロ	260億ユーロ
対GDP比	1.5%	2.1%	1.4%
内容	各国に1700億ユーロの財政出動を要請 (→暫定的VAT引下げ)  欧州委が300億ユーロを拠出 (→横断的失業補償、職業訓練、R&D投資、 自動車業界への低利融資、欧州投資銀による 中小企業・環境への金融支援)	政府系金融機関KfWによる中小 企業対象融資150億ユーロ(~2009年末) 加速度減価償却制度(2009年初より2年間) インフラ建設(20億ユーロ) 自動車税免除(年15億ユーロ)など	政府、政府系企業の投資(80億ユーロ) 公共住宅建設(18億ユーロ) 研究開発費への法人税控除、付加価値税還付の 前倒し実施(114億ユーロ) 新規雇用を行った企業への税制控除(7億ユーロ) 自動車メーカーのローン会社に対する信用保証 (10億ユーロ)など
注	12月11日~12日の欧州理事会で基本合意	向こう2年間 真水効果は120億ユーロ(GDP比0.5%)	12月4日公表分 2009年のGDP押し上げ効果は0.6% 他に200億ユーロ規模の政府系ファンドを設立

	イタリア	スペイン
規模	800億ユーロ	520億ユーロ
対GDP比	5.2%	4.9%
内容	低所得家計、年金受給者への特別給付等 法人税減免、付加価値税延期	中小企業資金繰り支援 (政府系金融機関ICOIによる融資枠設定、 ICOIに対する返済の1年間猶予) 住宅ローン負担軽減、失業対策 雇用創出、公共住宅建設、学校施設拡充、 自動車・観光業支援など
注	真水効果は50~60億ユーロ(GDP比0.3~0.4%)	第二次サパテロ政権発足後の景気対策の累計

(資料) EU、各国政府公表資料など

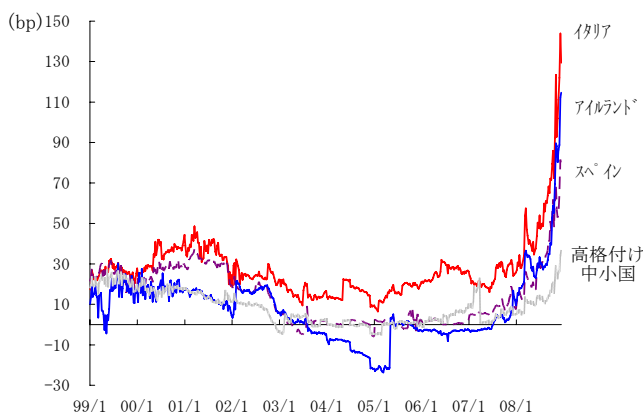
図表 1 2 EU加盟国の政府債務残高対GDP比



(注) 白抜きはユーロ未加盟国

(資料) Eurostat

図表 1 3 ユーロ圏内の国債スプレッド



(注) ドイツ国債に対するスプレッド、高格付け中小国はオランダ、オーストリア、フィンランドの平均

(資料) Datastream



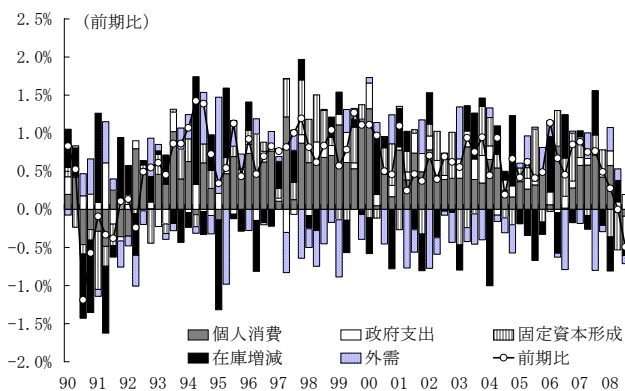
## 2. イギリス経済

### (7~9月期はマイナス0.5%成長、不況の様相は一段と強まる)

イギリス経済は、7~9月期に、1990年代初頭の不況期以来となる前期比0.5%のマイナス成長に陥った(図表1)。近年の成長を牽引してきた固定資本形成は3期連続のマイナス、16年にわたる景気拡大を支えてきた個人消費も2期連続のマイナスとなった。外需は、内需の減退とポンド安の効果で、本来であれば改善が期待されるが、外部環境の悪化による輸出の減少で成長を下押しした。唯一プラスの伸びとなったのは政府支出のみである。

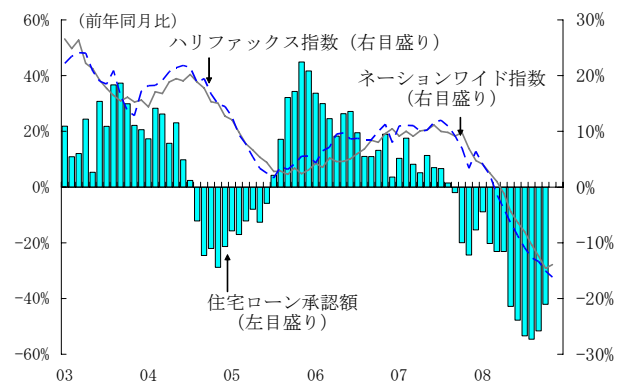
サブプライム危機が波及してからの金融環境の急変で、主力産業である金融業の収益が悪化、信用収縮が生じ、住宅や商業不動産市場の調整に拍車が掛かった(図表2)。住宅や不動産投資は速い段階から冷え込み始め、個人消費も、住宅価格下落による逆資産効果と、金融業の雇用吸収力の低下による雇用・所得環境の悪化が加わったことにより落ち込み始めた。

図表1 イギリス：実質GDP成長率



(資料) ONS

図表2 イギリス：住宅価格とローン承認額



(資料) ONS

### (総力戦で金融の安定、景気の下支えに動く)

リーマン・ショック後に金融危機が広がった欧州では、金融危機の拡大阻止と景気の底割れ回避に向けた政策対応が強化されているが、イギリスの動きはフランスとともに最も積極的である。

EU主要国の先陣を切って10月8日に公表された金融安定化策は、銀行が発行する債券に対する政府保証2500億ポンドと公的資本注入枠500億ポンドの総額3000億ポンド(対GDP比21.4%)からなる。イギリスのスキームの特徴は、公的資本注入枠を用意した上で大手8行に増資を求めた点にある。これまでにバークレーズが自力で増資する一方、合併を予定しているHBOSとロイズが170億ポンド、RBSが200億ポンドの公的資本を受け入れた。これによりRBSへの政府出資比率は57.9%と過半を超え、政府が経営権を掌握することになった。

景気対策の面でも、欧州委員会による加盟各国への1700億ユーロの財政出動要請(11月26日)に先駆けて、11月24日に2009年~11年度の予算案(プレバジェット)を公表し、200億ポンド(GDP比1.4%相当)の景気対策を打ち出した。景気対策の柱は12月1日から実施された09年12月末までの付加価値税率の基本税率の17.5%から15%までの引下げであり、これにより125億

ポンド（GDP比 0.9%）の歳入減が見込まれている。イギリスの景気対策は企業支援の色彩が強いドイツやフランスの対策に比べて（1. ユーロ圏 図表 11 参照）、消費喚起の性格が強いと言えよう（図表 3）。

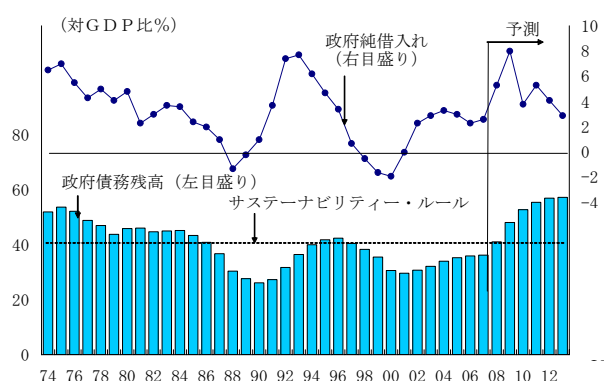
プレバジェットでは、VAT引下げによる財源確保のために、高額所得者を対象に 2010 年 4 月からは個人所得税控除額の低減、11 年 4 月から所得税率の引上げなどを行うとしている。それでも、景気後退による税収の伸びの鈍化と金融安定化や景気対策により、財政赤字は 2008 年度に GDP の 5.1%、2009 年度はさらに同 8.1%まで拡大する。政府債務残高も 08 年度に 40%を超えて 2013 年度には同 57.4%まで増大するとされている（図表 4）。イギリスでは、EUの財政赤字の 3%ルールとは別に、97 年 5 月に誕生したブレア政権の下で「ゴールデン・ルール（景気循環を通じて国債発行額は純投資額を超えない）」と「サステナビリティ・ルール（景気循環を通じて純債務残高を名目 GDP 比 40%以下に保つ）」という 2 つがルールが導入、遵守されてきたが、16 年ぶりの景気後退で、これを初めて破ることになる。

図表 3 イギリス：景気対策の概要

規模 対GDP比	200億ポンド 1.4%
内容	付加価値税率の基本税率の引き下げ (17.5%→15%、2009年末まで、 125億ポンド<GDP比0.9%>相当) 学校、道路、エネルギー効率改善のための投資 (30億ポンド) 児童、年金受給者支援(13億ポンド) 臨時減税措置(35億ポンド)

(資料) 2009 年～11 年度予算案（プレバジェット）

図表 4 イギリス：政府債務残高と政府純借入れ



(資料) 2009 年～11 年度予算案（プレバジェット）

### (政策金利はさらに引下げ、非伝統的手段に踏み込む可能性も)

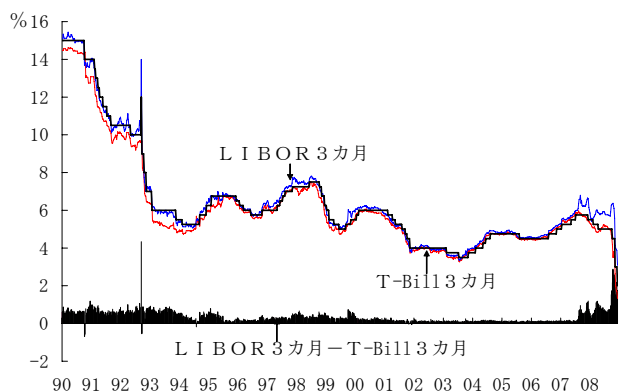
金融政策の面でも、BOEは、10月の米欧との協調利下げの後、合計3回300bpの利下げを行っており、やはりアグレッシブに動いている。12月の利下げ後、政策金利は2%と、1939年10月から1951年11月まで維持されていた最低水準とならんだ。政策金利の引下げに加えて、流動性対策も強化されたことで、金融市場の不安の度合いを示すTEDスプレッド（ロンドン銀行間市場金利3カ月－短期国債3カ月金利）は10月中旬のピークとの比較では縮小しているが、平時より遥かに高い状態が続いている（図表 5）。

また、政策金利の引下げのペースに比べて、住宅ローン金利の低下のペースは鈍い（図表 6）。量的な側面でもBOEの信用状況調査（Credit Condition Survey）が示すように絞り込む方向は変わっていない（図表 7）<sup>(注)</sup>。

ECBなど欧州の中央銀行は、10～12月期にBOEと足並みを揃えて急ピッチの利下げを行ってきたが（表紙図表参照）、スウェーデンのリクスバンクが向こう1年間は据え置く意向を示すなど利下げのペースダウンを示唆し始めている。その中であって、BOEは、景気の先行きに対する

警戒感がより強く、原油安と雇用情勢の悪化からインフレ圧力が大きく後退していることから、09年入り後もアグレッシブな利下げを継続するだろう。4～6月期には政策金利はボトムの1%につけると見ているが、必要に応じて量的緩和などの非伝統的な手段にも踏み込む可能性もある。

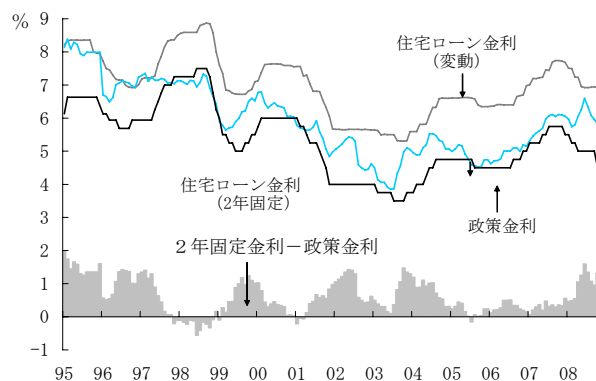
図表5 イギリス：政策金利とTEDスプレッド



(注) TED スプレッド=LIBOR (ロンドン銀行間市場金利) 3カ月-T-bill(短期国債)3カ月金利

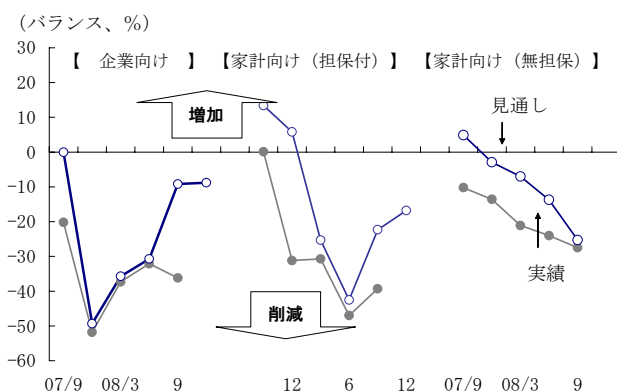
(資料) BOE

図表6 イギリス：政策金利と住宅ローン金利



(資料) イングランド銀行

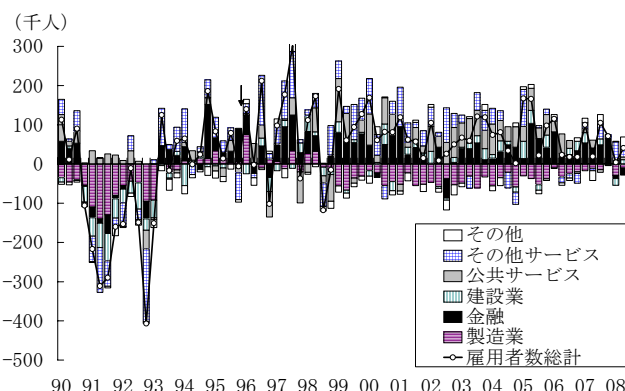
図表7 イギリス：金融機関の融資態度



(資料) BOE, "Credit Condition Survey"

(注) 10月2日に公表の同調査の最新版は金融危機やその後の対策が十分に反映されていないため、1月2日の次回調査の公表が注目される。

図表8 イギリス：業種別雇用者数増減



(資料) ONS

### (政策や原油・ポンド安効果の表れ難い環境にあり、回復には時間が必要)

金融危機の深まり、景気後退に対する政策フル動員による対応と、原油価格の下落やポンド相場の減価は、いずれも本来は景気の下支え要因となるものだ。しかし、現下の情勢では政策効果が直ちに表れるとは考え難い。

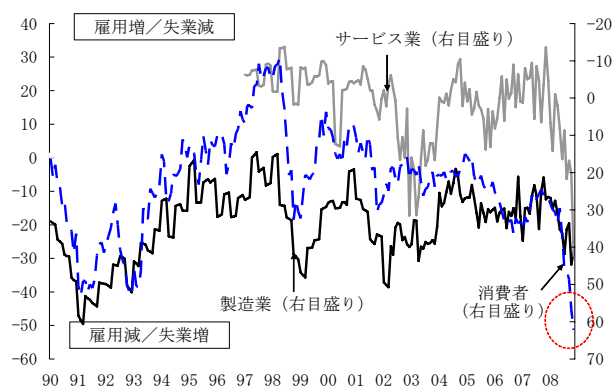
金融緩和が効果を発揮するには金融機関の資産内容に対する不安が取り除かれることがまず必要だ。金利が低下し、金融機関の融資余力が回復したとしても、住宅価格の年収に対する比率からは住宅価格にはなお調整の余地があり、他方で、イギリスの家計の借り入れの水準は可処分所得と

の対比で見て、大陸欧州や米国を上回る水準にあることから住宅の価値上昇を消費の原資とする Mortgage Equity Withdrawal などの利用は伸び難い。

ポンド安の効果も米国やユーロ圏など主要貿易相手国の景気が揃って後退し、新興国の景気減速が見込まれる中では限られざるを得ない。

VATの消費喚起効果にも多くは期待できない。雇用は直近（4～6月期）の統計ではまだ増加しているが、2割を占める金融業では2008年に入ってから減少が続いている（図表8）。年半ば以降、失業率の上昇ピッチも加速しており、リーマン・ショックの影響もあって、金融業の雇用削減はさらに進んでいると推察される。サーベイ調査でも、継続的に雇用の削減が続いている製造業に加えて、サービス業の雇用意欲が急激に低下、家計の雇用の先行きに対する不安は90年代初頭の不況期を上回るほどになっている（図表9）。消費マインドも90年代初頭の景気後退期のボトム近くまで下げている状況ではVATの引下げによる消費喚起効果は限定的と見るべきであろう。

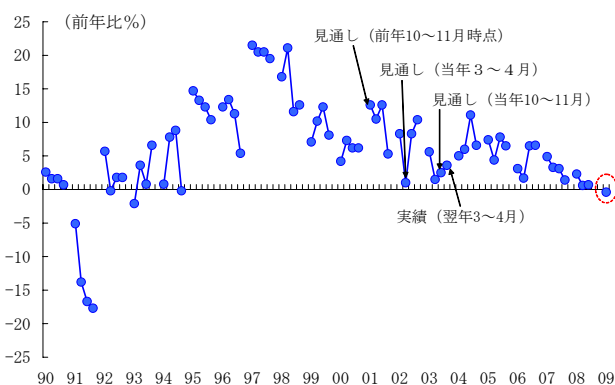
図表9 イギリス：企業と家計の雇用・失業に関する見通し



(注) 製造業、サービス業は向こう数ヶ月間の雇用見通し  
消費者は向こう12カ月の失業見通し

(資料) 欧州委員会

図表10 イギリス：設備投資計画



(資料) 欧州委員会サーベイ

### (2009年の成長率は90年代初頭の景気後退期に匹敵するマイナス1.3%に)

欧州委員会の調査では設備投資の計画も2009年は前年を下回っている（図表8）。イギリスのマイナス成長は、少なくとも2009年半ばまでは続き、マイナス成長が5四半期連続となる点でも、年間の成長率がマイナス1.3%と落ち込む点でも、今回の景気後退は91年の景気後退期（マイナス1.4%）に匹敵するものとなるだろう。

2010年にかけても米国、ユーロ圏の景気回復は緩慢に留まる見込みである。VATの再引き上げや、予定されている増税なども景気を抑制する要因となる。2010年もイギリスの成長率は0.6%と極めて低い水準に抑えられるだろう。

(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。