

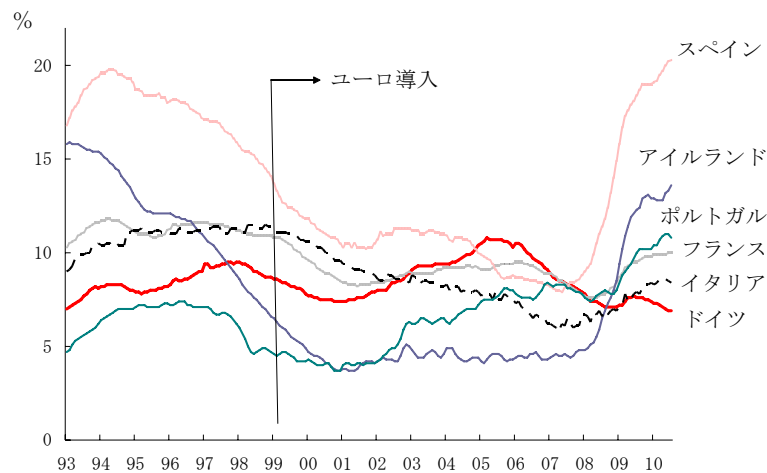
Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～金融・財政健全化のプロセスは続く

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. 足もとのユーロ圏経済は4～6月期に比べると減速しているが、回復基調は続いている。回復の牽引役はドイツなどのコア国で、周辺国は停滞し、一層の悪化も見込まれる。
2. 国債市場では、財政危機の震源地ギリシャ、民間対外債務の水準が高く、内外資金を仲介した銀行の信用不安が続くポルトガル、銀行救済コストがかさむアイルランドの利回りが上昇している。逃避先となるドイツの国債利回り低下もあって域内の国債スプレッドは再拡大している。
3. 2011年は、ドイツなどコア国の回復の起点である輸出が減速、主要国が財政再建に着手することも回復テンポを抑えるが、「二番底」に陥るリスクは高くはない。ECBは、厳しい情勢が続く周辺国の経済と銀行システムの脆弱性への配慮から「非標準的手段」の収束を急がず、2011年中は政策金利も据え置くだろう。
4. イギリス経済も緩やかな回復持続が見込まれるが、回復の基盤は弱く、輸出環境悪化や緊縮財政による下振れのリスクもあるため、BOEは超低金利を維持、資産買い取り枠増枠の選択肢を留保しよう。

「独り勝ち」の様相を呈するドイツ～失業率の推移～



(資料)Eurostat

1. 欧州市場・経済の現状

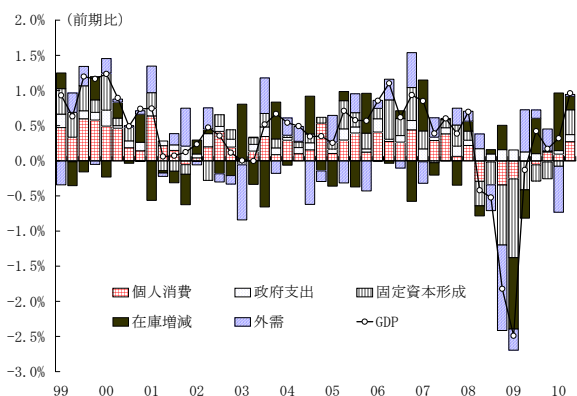
(4～6月期は一時的要因もあり高成長。ドイツを中心とするコア国が周辺国の停滞をカバー)

4～6月期のユーロ圏経済はソブリン・ショックによる失速懸念とは裏腹に前期比1%、年率換算では4%成長に加速した(図表1)。

4～6月期は、新興国の需要の伸びに後押しされて、輸出が前期比4.4%と加速すると同時に、1～3月期の天候不良の反動やユーロ圏勢が活躍したサッカーW杯の個人消費刺激効果、需要の増大に対応した在庫の積み増しなど複数の一時的要因も影響し、内需が高い伸びとなった。特に、2008年4～6月期から8四半期連続で前期割れとなってきた固定資本形成は、好天による建設投資の拡大と、生産の回復、稼働率の持ち直しによる設備投資回復で前期比1.8%と大きく反発し、成長に貢献した。

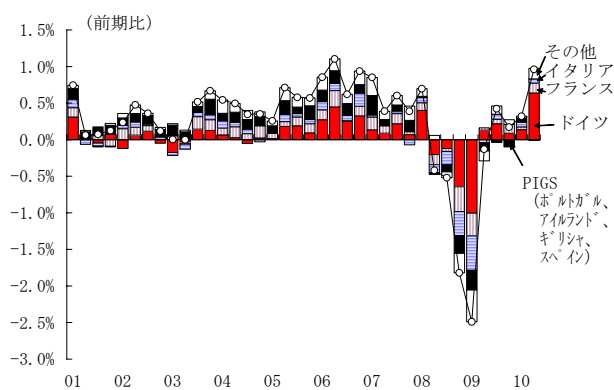
このように全体では4四半期連続のプラス成長と回復基調が続いているが、国ごとのばらつきは大きくなっている。ソブリン・ショックの震源地・ギリシャは7四半期連続のマイナス成長で、4～6月期の落ち込み幅は前期比1.5%と不況がさらに深まっている。スペイン、ポルトガルは2四半期連続でプラス成長となったものの、同0.2%と伸び悩んだ。緊縮財政強化に動いた国々の低迷の一方、ドイツは前期比2.2%に加速、東西ドイツ統一後の最高となった。4～6月期のユーロ圏の成長に対するドイツの寄与率は6割を占めており、「ドイツ独り勝ち」といった様相が強いが(図表2)、フランスは前期比0.6%、オランダ同0.9%、ベルギー同0.7%などコア国の経済は押し並べて堅調である。

図表1 ユーロ圏実質GDP成長率(需要項目別)



(資料) Datastream

図表2 ユーロ圏実質GDP成長率(国別)



(注) 2010年4～6月期は一部推定 (資料) Eurostat

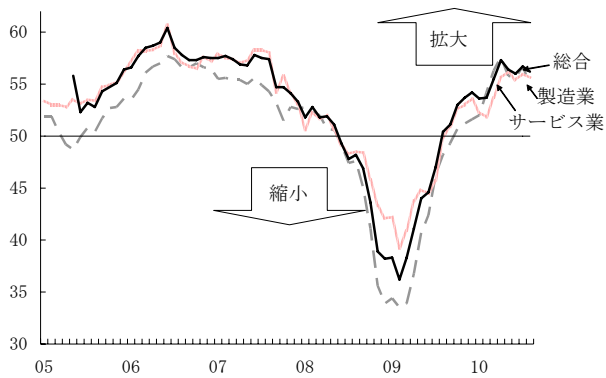
(7～9月期は減速も回復基調は持続)

7～9月期は、一時的な要因の剥落による反動から成長テンポの大幅な鈍化は免れないが、景気失速の兆しは見られず、緩やかな回復基調は続きそうだ。

ユーロ圏のGDPと連動性が高いユーロ圏総合PMIは4月をピークに低下しているが、8月も56.2と拡大と縮小の分かれ目となる50を大きく上回っている(図表3)。PMIを押し上げているのは独仏両大国であり、一方、7月1日から付加価値税率(VAT)が引き上げられたスペインは

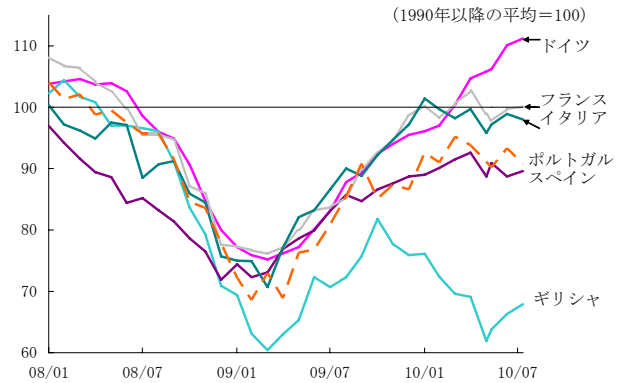
8月にサービスPMIが50を割り込むなど「二番底」も視野に入っている。欧州委員会が作成している景況感指数は「ドイツ独り勝ち」の様相とともに、南欧経済の立ち遅れが強く表れている(図表4)。

図表3 ユーロ圏PMI



(資料) markit

図表4 ユーロ圏主要国と南欧の景況感指数



(資料) 欧州委員会

景気に遅行する失業率は、ユーロ圏全体で見ると2010年3月から10%で横這いだが、やはり国ごとのばらつきが大きい(表紙図表参照)。ドイツでは2009年6月の7.7%をピークに低下し、2010年7月は6.9%とユーロ導入以来の低水準となっている。他方、不動産バブルの崩壊で他国よりも早く失業率が上昇し始めたスペイン、アイルランドでは、なお上昇が続いており、ポルトガルも含めて失業率はユーロ導入以来の高水準となっている。

(周辺国の財政・金融システムへの不安は払拭しきれず)

前回6月の見通しの後、EUはストレステストの公表という大きなイベントを乗り越えたが、市場に安心感が広がるまでには至っていない。

銀行株は、ストレステスト結果を公表する前から回復基調に転じたが、8月には修正が加わり、9月7日には米・ウォールストリート・ジャーナル紙が掲載した「一部銀行がストレステストで国債保有を過小申告していた」とする記事を受けて一時大きく下げるなど(図表5)、市場が欧州の金融システムのリスクになお神経質になっている様子が伺われる。

国債利回りの推移を見ると、財政のリスクが警戒される周辺4カ国(ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペイン; PIGS)のうち、ストレステストを境に安定化に向かったのはスペインのみで、その他の3カ国については、利回りがじわじわと上昇している。逃避先となるドイツ国債の利回り低下もあって、ユーロ圏内の国債利回り格差(スプレッド)はアイルランドでピークを更新するなど再拡大している(図表6)。財政赤字のファイナンスにより高いコストを強いられることで、財政運営の厳しさは増している。

ECBは、ギリシャ危機時に導入した「証券市場プログラム」を通じて国債などの買い入れ額は5月の導入当初の1週間で163億ユーロから7月下旬以降は平均で1週あたり2億ユーロを下回る規模まで縮小していたが、スプレッドの再拡大に対応するため、8日には買い入れを拡大したと

されている(注1)。

(銀行救済コストの増大が不安視されるアイルランド)

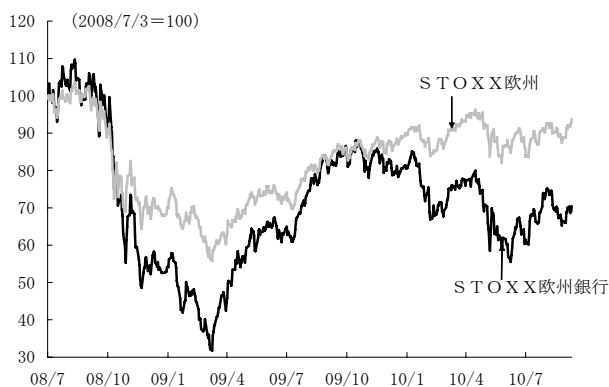
8月以降の利回りの上昇が目立つアイルランドは、好況期に財政が黒字基調で推移してきたため、政府債務残高の水準は低い。柔軟な経済構造という南欧にはない強みを持つ。不動産バブルと銀行部門の肥大化という問題から金融システムの痛みも激しいが、2009年12月には不動産担保融資を対象とする集中型バッド・バンク(NAMA)を設立、国内資本の銀行6行中、参加を希望した5行が保有する不動産融資の買い取りを行った。

こうした構造的な柔軟性と金融システム対策への迅速な対応が好感され、ギリシャ危機の影響は抑えられたものの、8月に入って、2009年1月に国有化され、すでに230億ユーロもの公的支援を受けているアングロ・アイリッシュ銀行に追加の公的支援が必要なことが明らかになったこと、8月24日には主要格付け機関の1つS&Pが格下げ(AA→AAマイナス)を発表したことから、金融システム問題の深刻さ、財政への負担の重さが再認識されるようになった。

アングロ・アイリッシュ銀行は、主要行の中で建設・不動産部門への傾斜が最も高く、ブーム期の融資拡大に最も積極的であった。ストレステストを境に信用不安が落ち着いたスペインの場合、ストレステストでの不合格行数は域内最多の5行となったが、参加行数も27行と域内最多であった。これに対して、アイルランドからはアライド・アイリッシュ銀行とバンク・オブ・アイルランドの2行のみで、アングロ・アイリッシュ銀行は対象外であった。

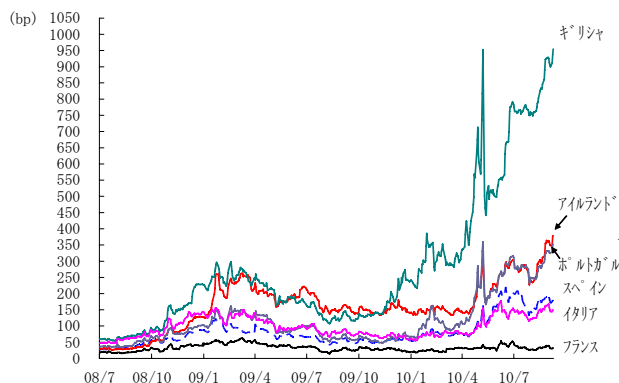
問題のアングロ・アイリッシュ銀行は、NAMAに追加で70億ユーロの資産を売却することを決めたほか、政府は、9月8日の緊急閣議で将来的に売却か段階的に清算する「バッドバンク」と、財務省の傘下で預金受け入れと管理のみを行う「グッドバンク」に分割する方向を固めた。また、アイルランドの銀行に対する信用不安の高まりに対応し、アイルランド政府は、法人預金や銀行間預金など短期の銀行債務に対する政府保証の期限を予定されていた9月29日から年末まで延長することも決めている。

図表5 株価指数の推移



(資料) Datastream

図表6 PIGSと仏伊の
対ドイツ国債スプレッド



(資料) Datastream

（ギリシャ向けのユーロ圏政府、IMFが第2弾支援の目処が立つも、市場の評価は厳しい）

ギリシャはEU、IMFから3年間で1100億ユーロの支援の第1弾として200億ユーロの支援を受けているが、今後も継続的に支援を受けるには四半期に一度の支援条件の履行状況の審査に合格する必要がある。ギリシャは6月末までの実績に基づく第1回の審査に合格し、9月実施の第2弾の支援実行の目処が立ったところだ。

ストレステストでは、ギリシャからは6行が参加、不合格はギリシャ農業銀行1行で資本不足額は2.4億ユーロという結果であった。ギリシャ農業銀行とTTヘレニックポスト銀行について、ピレウス銀行が政府保有分の株式の取得計画を進めていると伝えられており、最大手のギリシャ・ナショナル銀行も、増資と海外事業の拡大の計画を公表するなど、銀行再編の動きが出ている。自力で資本調達できない銀行に対する枠組みとして、EU、IMFからの支援金を活用して100億ユーロ規模の「金融安定基金（FSF）」も設立、利用可能な状態となっている。

このように財政、金融システムを巡る不透明感は和らいではいるものの、政府債務残高の絶対水準が高く、マイナス成長が7四半期続き、足もとで落ち込み幅が拡大するという深刻な景気後退の渦中で、財政再建の成功を危ぶむ見方は根強い。

7月のストレスシナリオでは国債の債務不履行（デフォルト）は想定されなかったが、国債保有額の開示によって、ギリシャの銀行が受ける影響が大きいことなどが確認されている。ギリシャの銀行は市場での資金調達が難しく、ECBからの流動性供給への依存度を高めている。

（ECBからの流動性供給に依存するギリシャ、ポルトガル）

ポルトガルについても、この間に新たな悪材料が出てきた訳ではなく、ストレステストに参加した4行の結果もおおむね良好であったものの、財政再建の前提となる経済成長の道筋が見えないというギリシャと同様の悩みを抱えている。

政府債務残高の対GDP比は76.8%で極端に高い水準にある訳ではないが、ユーロ導入以来、平均でGDP比9.2%とギリシャを上回る経常赤字を出し続けたことで、民間の対外債務が積み上がっている。ポルトガルの銀行の欧州中央銀行（ECB）からの借入額は8月には491億ユーロとなり過去最高を更新している動きは、内外の資金の仲介役となってきた銀行部門への信用不安から、市場での資金調達が困難化していることの表れと見られる。

2. 2010～11年経済見通し

（ユーロ圏成長率は2010年の1.6%、2011年は1.2%）

既述のとおり、2010年4～6月期のユーロ圏経済は予想を大幅に上回る強さとなり、下期も緩やかな回復が見込まれることから、年間の成長率を1.6%に上方修正した（予測表参照）。

2011年も、周辺国は財政と景気、金融機関経営のスパイラル的な悪化というリスクに直面し、綱渡りの政策運営が続く見通しであり、ユーロ圏の成長率の押し下げ要因となるだろう。

ドイツなどコア国も、回復の起点となっている輸出が、すでに引き締め局面に入っている中国など新興国の成長鈍化の影響で減速することと、財政再建に着手することから、回復のテンポは抑え

られる見通しだ。

輸出相手地域の経済動向が最大の下振れリスクだが、減速はしても、金融システムの麻痺が生じたリーマン・ショック後のような同時失速はないだろう。ユーロ圏全体で「二番底」に陥るリスクは高くないと考えられる。

（ ECBは非標準的手段の収束を急がず、政策金利も据え置き継続 ）

金融システムの問題は、リーマン・ショック後のような全面的な悪化ではなく、問題を抱える国・金融機関は絞り込まれてきている。市場での資金調達に難しく、政府による保証や、ECBの流動性供給に頼らざるをえないのはポルトガル、ギリシャ、アイルランドなどの銀行である。

ECBは、物価の安定のための金融政策と、固定金利・金額無制限の資金供給や証券市場プログラムなど金融システムの機能回復のための「非標準的手段」を区別している。うち、「非標準的手段」については、経済が停滞し、銀行の収益環境も厳しい周辺国発のシステムリスクの不安が残ることから、早い段階で完全な収束を図ることは難しいだろう。

政策金利についても、ユーロ圏全体ではインフレ期待が安定的で「インフレ」、「デフレ」双方のリスクともに抑えられている。今回の予測期間である2011年中は現状水準を維持し、景気の回復と金融システムの健全化をサポートするものと思われる。

（ 緊縮財政を強化するイギリス経済、BOEは資産買い取り枠増枠の選択肢を留保 ）^(注2)

イギリス経済も2010年4～6月期は前期比1.2%と回復テンポが速まったものの、一時的な要因の剥落、結びつきの強い欧米経済の減速、緊縮財政を控えたマインドの慎重化などから、成長のテンポは鈍化しつつあり、住宅市場や雇用の改善ペースにも歯止めが掛かりつつある。

キャメロン政権は、財政健全化措置として2011年初に付加価値税率の引き上げ(17.5%→20%)を実施するほか、歳出削減にも踏み込む(具体的内容は10月20日に「歳出レビュー」として公表予定)。VATの引き上げは2010年末と2011年初の個人消費に駆け込み需要とその反動が表れるほか、7月の段階でも3.1%と目標を1%以上上回っているCPIの鈍化を妨げる要因となろう。

イングランド銀行(BOE)の政策金利は9月の金融政策委員会(MPC)まで18カ月連続で0.5%に据え置かれており、2009年12月以降、資産買い入れ枠(量的緩和)の増枠も行なわれていない。バランスシート調整圧力が残存、信用収縮も解消しておらず回復の基盤が弱く、輸出環境の悪化や緊縮財政が想定以上の下振れをもたらすリスクに備えるため、2011年上期にかけて資産買い取り枠の増枠の選択肢を留保しつつ、超低金利を維持する可能性が高いと思われる。

（ 11年には新金融監督体制、財政と構造改革の一体的な監視のためのヨーロッパアンセメスター始動 ）

2011年にはEUで新たな金融監督体制がスタートし、財政と構造改革の一体監視のためのヨーロッパアンセメスターが始動する見通しとなった。

新たな金融監督は、金融機関の経営のクロスボーダー化に対応した金融監督機関間の連携強化とマクロ経済、金融システム全体としてのリスク(マクロ・プルーデンス)監督機関である「欧州システムリスク評議会(ESRB)」の設立である。2011年からは、EUとしての金融機関の破たん処理の枠組みに関する議論も本格化する見込みである。また、金融機関の経営の直接的な制

約となる自己資本規制、流動性規制、レバレッジ規制などは、バーゼル銀行委員会での議論と並行する形で見直される方向にあり(注3)、その内容やスケジュールが及ぼす影響は軽視できない。

財政と構造改革の一体監視のためのヨーロッパアンセメスターの導入で、加盟各国の財政の中期計画「安定・収れん計画」の提出時期は、各国が予算案を議会に提出した後の10月中旬以降から4月に前倒しされ、事前審査が行なわれることになる。財政規律の見直しを巡っては過剰な財政赤字国に対する「制裁」強化も焦点となっており、欧州委員会からは、EU財政からの補助金停止が提案されていた。財政危機国にとって痛みが大きいことからスペインなどが反対し、7日の経済・財務相(Ecofin)理事会では合意に至らず、先送りされており、どのような決着が図られるのか注目されよう。

(注1) 2010年9月9日付け英 Financial Times, “ECB steps up eurozone bond buying”など。なお、ECBは証券市場プログラムの買い入れ額を1週間ごとに開示しているが、本稿執筆時点の最新データは9月3日時点であり、8日の買い入れ額を確認できないが、記事では1億~3億ユーロとのトレーダーの見方を紹介している。

(注2) イギリス経済については経済金融フラッシュNo10-090「9月BOE金融政策委員会」もご参照下さい。

(注3) EUの新たな金融監督体制と財政規律の運営見直しについては、2010年9月24日発行予定のニッセイ基礎研REPORT「金融・財政危機を教訓とするEUの制度見直しの動き」をご参照下さい。

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 (実)	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	▲ 4.1	1.6	1.2	▲ 5.2	▲ 4.9	▲ 4.0	▲ 2.0	0.8	1.9	1.8	1.8	1.7	1.0	1.0	1.1
	前期比年率%	0.5	▲ 4.1	1.6	1.2	▲ 9.6	▲ 0.5	1.7	0.7	1.3	3.9	1.2	0.9	0.8	1.0	1.2	1.4
内需	前年比寄与度	0.4	▲ 3.3	1.6	1.1	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.3	▲ 2.7	0.4	2.1	1.9	2.2	1.4	0.8	0.9	1.2
	民間最終消費支出	前年比%	0.4	▲ 1.1	0.8	1.0	▲ 1.6	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 0.4	0.3	0.8	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9
固定資本形成	前年比%	▲ 0.8	▲ 11.5	▲ 0.8	1.7	▲ 11.8	▲ 12.2	▲ 11.8	▲ 9.3	▲ 4.6	▲ 1.0	0.6	2.1	2.8	1.2	1.2	1.4
外需	前年比寄与度	0.1	▲ 0.8	▲ 0.1	0.1	▲ 1.7	▲ 1.3	▲ 0.8	0.7	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	0.3	0.2	0.0	▲ 0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	3.3	0.3	1.5	1.8	1.0	0.2	▲ 0.4	0.4	1.1	1.5	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8
失業率	平均、%	7.6	9.4	10.0	10.1	8.8	9.3	9.7	9.8	9.9	10.0	10.0	10.1	10.1	10.1	10.1	10.0
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	2.8	2.9	3.3	3.4	3.3	3.2	3.2	2.8	2.5	2.6	2.7	2.8	3.0	3.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.47	1.39	1.31	1.30	1.30	1.36	1.43	1.48	1.38	1.27	1.28	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	152	130	116	117	122	133	134	132	126	117	109	111	111	117	117	124

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 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	▲ 0.1	▲ 4.9	1.5	1.5	▲ 5.5	▲ 5.9	▲ 5.3	▲ 2.9	▲ 0.2	1.7	2.3	2.3	2.2	1.2	1.2	1.4
	前期比年率%	▲ 0.1	▲ 4.9	1.5	1.5	▲ 9.0	▲ 2.8	▲ 1.0	1.7	1.3	4.9	1.5	1.4	0.9	1.2	1.5	1.9
内需	前年比寄与度%	▲ 0.7	▲ 5.7	2.6	1.6	▲ 6.9	▲ 7.1	▲ 6.0	▲ 2.9	0.8	3.0	3.4	3.1	2.1	1.3	1.4	1.5
	民間最終消費支出	前年比%	0.4	▲ 3.3	1.0	1.4	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 3.6	▲ 1.5	▲ 0.3	0.9	1.6	1.6	1.8	1.3	1.3
固定資本形成	前年比%	▲ 5.0	▲ 15.0	1.2	0.5	▲ 13.6	▲ 19.5	▲ 13.5	▲ 13.3	▲ 1.2	3.1	0.5	2.6	▲ 1.7	1.0	1.1	1.4
外需	前年比寄与度%	0.7	0.8	▲ 1.0	▲ 0.1	1.4	1.2	0.7	0.1	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.8	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2
消費者物価(CPI)	前年比%	3.6	2.2	3.1	2.5	3.0	2.1	1.5	2.1	3.2	3.4	3.1	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
失業率	平均、%	2.8	4.7	4.6	4.4	4.2	4.7	4.9	5.0	4.9	4.6	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3
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。