

EU Trends

ユーロ圏 追加の景気・金融対策が必要に

発表日：2009年4月8日(水)

～後手に回る金融対策 信用収縮に決定打を欠く～

第一生命経済研究所 経済調査部
桂畑 誠治(かつらはた せいじ)
03-5221-5001

景気後退が深刻化するなか景気対策の規模は小さい

金融危機の深刻化によって、世界経済・金融環境は100年に1度といわれるほど困難な状況に陥っている。ユーロ圏各国は景気対策を策定・実施しているが、金融問題が解決されなければ、その効果は限定的なものにとどまり、景気停滞が長期化する可能性が高い。

EU委員会は、昨年11月に景気対策、09年3月に不良資産の処理方法の指針を加盟国に提示したが、実施は各国の判断に任せられ、各国の景気・金融情勢の違いもあり景気刺激策の策定は遅れた。金融対策では流動性供給の拡大、公的資金による資本注入、時価会計の適用緩和などが実施されているが、融資基準は厳格化されたままである。

景気対策は、ドイツなど主要国での策定は遅れたものの、ユーロ圏各国で実施されている(図表1、2、3)。しかし、各国の2009年の景気対策規模をGDP比でみると、ドイツが約1.6%、フランスが約1.3%、イタリアが約1.2%と米国の約2.7%を下回っている。2009年のユーロ圏の実質GDP成長率が前年比▲3%強の落ち込みとなる可能性がある中で、対策の規模は小さいと判断される。

(図表1) ユーロ圏各国の景気対策

| 国 | 主要な対策 | 総額(億ユーロ) | GDP比率(%) | 09年分のGDP比率(%) |
|-------|-----------------------------|----------|----------|---------------|
| ドイツ | インフラ投資、中古車買い替え促進策 | 810 | 3.3 | 1.6 |
| フランス | インフラ投資、低所得者向けの所得税減税や家族手当を拡充 | 260 | 1.3 | 1.3 |
| イタリア | 補助金や税率の引き下げ | 800 | 3.6 | 1.2 |
| スペイン | 雇用対策 | 490 | 4.5 | 2.2 |
| オランダ | 雇用対策、減価償却率の引き上げ | 60 | 1.0 | 0.5 |
| ベルギー | 失業手当の引き上げ | 20 | 0.6 | 0.3 |
| ポルトガル | 公共投資 | 22 | 1.3 | 0.7 |
| 合計 | | 2498.8 | 2.0 | 1.1 |

【(図表2) 主要国景気対策詳細】

| ドイツの景気対策 | | 億ユーロ |
|---|--|------|
| 第1次景気対策 | | 310 |
| 企業向け減税など | | |
| 第2次景気対策 | | 500 |
| インフラ投資(学校建設、道路投資、ブロードバンド拡張など) | | 173 |
| 中堅企業向けR&D支援 | | 9 |
| ハイブリッド車等の開発のためのKfW融資枠 | | 5 |
| 健康保険料率の引き下げ(14.9%←15.5%) | | |
| 09年7月1日から2010年末 | | 90 |
| 職業訓練、就業支援 | | 24 |
| 最低税率の引き下げと税の累進性を緩和。課税最低所得額の引き上げ、09年1月に遡って実施、10年1月にさらに引き上げ | | 90 |
| 09年7月1日から児童一時手当を子供1人当たり100ユーロ | | 18 |
| 中古車買い替え促進策 | | 15 |

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【(図表3) 主要国景気対策詳細】

| フランスの景気対策 | | 億ユーロ |
|-----------|---|------|
| 景気対策 | | 260 |
| | 公共投資(鉄道・観光に重点投資) ・全国で千件に上る公共事業が柱で、超高速鉄道の延長や主要な教会の大改修など | 106 |
| | 減税(低所得者向けの所得税減税や家族手当を拡充) ・年収が1万2千ユーロ以下の最低税率が用いられる層の所得税を減免。 課税最低限を引き上げ ・母子家庭や一人暮らしの高齢者世帯の家族手当も拡充 ・付加価値税は、二酸化炭素(CO ₂)排出の少ない製品や、DVDなど文化関連の商品の税率引き下げを検討 | 154 |

EU各国では資本注入、取引保証などが実施されたが融資スタンスは厳格化されたまま

金融対策では、ユーロ圏各国の政府・金融当局は2008年9月以降、流動性供給、資本注入、債務保証、時価会計基準の緩和などを実施し、短期の金融市場は落ち着きを取り戻した(図表4)。しかし、世界的に金融市場の混乱や景気悪化が続いているため、金融機関は融資に慎重な姿勢を強めている。金融と景気の悪化が繰り返される状況のもとでは、景気対策を行い景気悪化による優良資産の劣化を防ぐこと、金融機関のバランスシートから不良資産を取り除くこと、資本注入によって貸し出しの増加を促すことなどを同時期に行う必要がある。景気対策に関しては、前述の通り各国とも規模が不十分であるうえ、金融対策の遅れから、効果が発現するには時間がかかろう。金融対策では、資本注入と不良資産の切り離しの両方を実施・計画している国はない。

ドイツでは、2008年10月に資本注入のために800億ユーロの基金と200億ユーロの保証資金、銀行間資金取引の保証などを目的とした約4,000億ユーロの金融救済基金を設立し、短期金融市場の活性化やコメルツバンクへの公的資金投入を実施した。また、別に州政府による州立銀行の救済なども行われている。しかし、ドイツ政府は強制的な資本注入には否定的な姿勢を維持しており、資本注入は一部の金融機関に限定されている。不良資産を抱え損失拡大が続く金融機関は1月も融資スタンスは厳格化され、企業の資金需要も落ち込んでいる。

フランスに関しては、2008年11月に資本注入のための400億ユーロの基金設立と105億ユーロの資本注入が発表された。強制的な金融機関への資本注入によって銀行間取引市場は落ち着きを取り戻している。一方、不良資産の切り離しは実施されておらず、景気悪化と評価損による業績悪化が続くなかで融資スタンスは厳格化されたままである。

イタリアでは、金融機関の問題はそれほど大きくなかったが、景気後退が深刻化する中で3月に初めて公的資金による支援が申請された。スペインについても、住宅バブルが崩壊した後も大手金融機関は海外で買収を続けるなど金融危機の影響は限定的なものにとどまっていたが、長引く不動産不況によって3月に初めて公的資金による支援申請があった。

一方、住宅、金融バブルの崩壊したアイルランドでは、相次ぐ公的資金の注入によって大手行は国有化あるいはそれに近い状態にある。経済の規模に比べて巨大な金融機関を抱えているオランダ、ベルギー、ルクセンブルクでも、昨年、金融機関に対して公的資金による資本注入、他国の金融機関への部分売却などを行っている。

欧州の金融機関は中・東欧への貸出が多いが、その中・東欧では、牽引役であった資本流入が滞った一方、資本流出が起きて為替が急落するなど、経済混乱が続いている。さらに、世界的なりセッションの深刻化によって、金融機関の損失は拡大する可能性が高まっている。これ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

を受け、EUは2009年3月に金融問題への対応策の指針を発表した。それによると、不良資産の処理を進めるために金融機関の国有化、バッドバンクの設立と債務保証などの案が提示されている。不良資産の買い取り価格については、競争を歪めず、政府からの補填とならないようにするために、域内で基準を設ける必要があるとした。ただし、執筆時点で欧州各国別の不良資産の評価方法・基準などは決定していない。

(図表4) ユーロ圏金融対策

| 国 | 億ユーロ | | |
|---------|-----------|-------|----------|
| | 金融市場安定化基金 | 資本注入枠 | 預金保護 |
| ドイツ | 4000 | 800 | 全額保護 |
| フランス | 3200 | 400 | 7万ユーロ |
| イタリア | - | 120 | 10.3万ユーロ |
| スペイン | 2000 | - | 10万ユーロ |
| オランダ | 2000 | 368 | 10万ユーロ |
| ベルギー | 2400 | 196 | 10万ユーロ |
| ポルトガル | 200 | 40 | 10万ユーロ |
| オーストリア | 850 | 150 | 全額保護 |
| キプロス | - | 20 | 10万ユーロ |
| フィンランド | 500 | 40 | 10万ユーロ |
| ギリシャ | 230 | 50 | 10万ユーロ |
| アイルランド | 4000 | 700 | 全額保護 |
| ルクセンブルク | - | 29 | 10万ユーロ |
| スロベニア | 120 | - | 全額保護 |

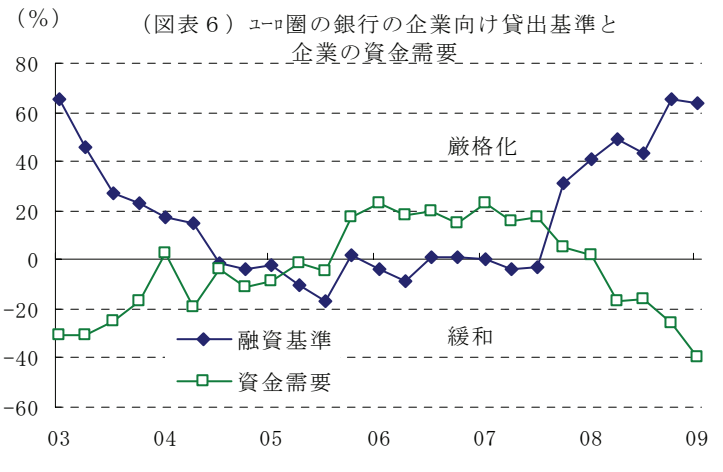
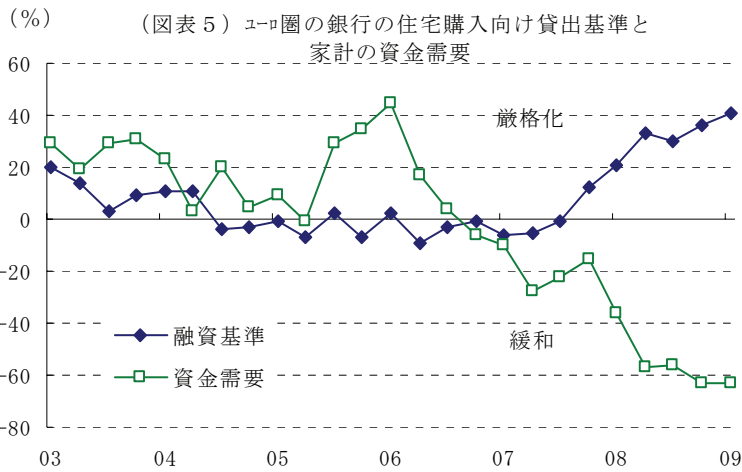
ECBは積極的な流動性供給を実施

ECBも昨年10月以降積極的に景気・金融対策を実施している。当初、ECBの政策は流動性不足問題への対応にとどまっていたが、2008年10月に利下げに転じ、2009年4月に主要政策金利を過去最低水準となる1.25%まで引き下げた。流動性供給では、定例の週オペで応札需要の全てに対応するなど非標準的な政策（政策金利の変更以外の政策）を拡大し、資金繰りの悪化に対応している。ドル不足に関しては、FRBとスワップ協定を結び適格担保債券を持っていけばドルの調達が可能となっている。3月19日にECBは無制限のドル資金供給を続けると発表した。さらに、ECBはFRBを含む各国中銀との合意の下に、期間7、28、84日間のドル流動性供給オペを継続すること、入札は固定金利で全ての応札に対応することを決定したとの声明を出した。

融資基準の厳格化は継続

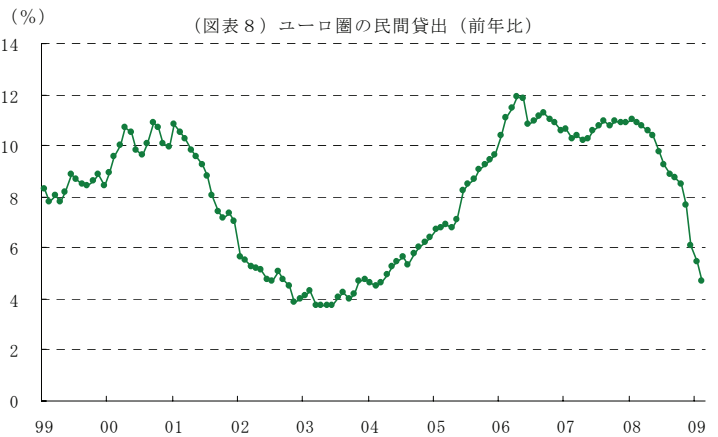
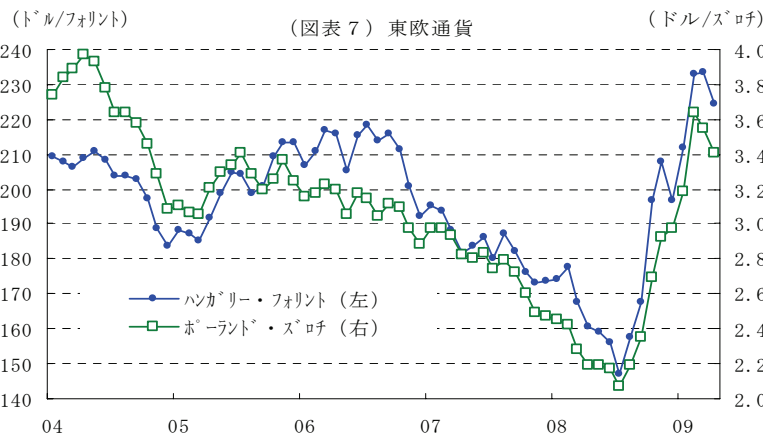
政府による資本注入や金融機関同士の取引に対する保証などにより、経営不安、信用不安は後退している。しかし、ユーロ圏全体で、金融機関は融資の拡大に慎重な姿勢を強めており、あらゆる分野で融資基準が引き締められたままとされている。家計部門では、住宅ローンや消費者ローン向けの融資基準が引き締められ、借り入れ需要も減少している（図表5）。企業向け融資基準も厳格化されており、資金調達に悪影響がでるとともに、企業の借り入れ需要も減少している（図表6）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



民間貸出は鈍化傾向持続

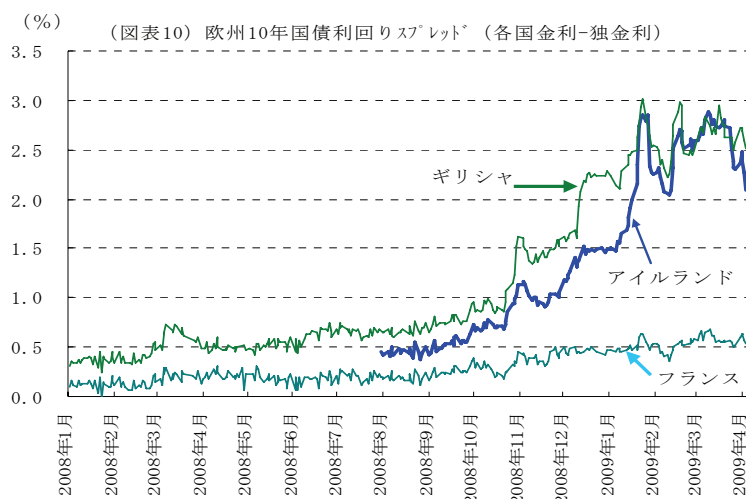
さらに、世界的な景気悪化、通貨急落による中・東欧経済の混乱による不良資産の拡大と欧州景気の一段の悪化が見込まれることから、ユーロ圏の民間貸出は前年比でも急速に伸びが鈍化している(図表7、8)。



社債、ユーロ各国間のクレジットスプレッドは拡大したまま

金融市場では、前述のような政策対応を受け、欧州金融機関の破綻懸念が後退し、LIBORの水準は低下した。その一方で、低格付け社債と高格付け社債の利回りスプレッドは約2.9%と拡大したままであり、厳しい資金調達環境が続いている(図表9)。また、ユーロ圏各国の10年債利回り格差が拡大するなど財政赤字の拡大によるデフォルト懸念が広がっている。特にドイツとアイルランド、ギリシャの利回り格差は約2.1~2.5%と大幅に拡大している(図表10)。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



不良資産処理には時間を要し2010年も潜在成長率の2%を下回る

ユーロ圏経済は金融問題が実体経済を失速させ、そのことが金融機関の損失を拡大させる悪循環に陥っているため、2009年前半の実質GDP成長率は大幅なマイナスの伸びが見込まれる。後半には、EU域外での景気底打ちにより輸出の悪化に歯止めがかかり、景気は下支えされると予想される。一方、内需では、ユーロ圏各国で景気刺激策が策定されているが、景気の現状に対して2009年に実施される景気対策の規模が小さく、景気を回復させるには力不足の内容となっている。さらに、景気対策の実施が遅れたため対策の効果が明確に出始めるまでに時間がかかるとみられること、不良資産処理の基準がまだ決まっていないため実際に処理されるまでかなりの時間がかかると見込まれることから、ユーロ圏経済は2009年を通じてマイナス成長を続ける公算が大きい。

2010年には世界的な景気対策の効果によって、実質GDP成長率は徐々に拡大すると見込まれる。ただし、持続的な景気拡大局面に移行するには金融問題の解決が欠かせない。欧州では流動性供給の拡大、銀行間の資金取引の保証、公的資金による資本注入、時価会計の適用緩和などが実施され、金融機関の破綻懸念は足元で緩和したが、融資基準は厳格化されたままである。金融問題を解決するうえで重要な不良資産の切り離し方法に関しては、EUで議論されているが、現時点では銀行のバランスシートを改善させる不良資産の買い取りなどは計画されていないうえ、財政赤字の拡大を嫌うユーロ圏各国が不良資産の買い取りを行わないとみられることから、不良資産の処理にはかなりの時間を要すると見込まれる。加えて、世界経済が深刻なリセッションに陥ったこと、特に欧州金融機関の融資残高の多い中・東欧が資金流出や通貨の急落によって経済が混乱していることから、様々な資産の劣化が続くとみられ、金融機関のバランスシート調整が長期化する可能性が高く、2010年のユーロ圏経済の回復は潜在成長率である約+2%を下回る緩やかなものになると予想される。

金融政策に関しては、ECBは需給ギャップの拡大、物価の安定を背景に政策金利を1.00%前後まで引き下げ、国債、社債の買い切りなど非伝統的な金融政策を実施すると見込まれる。前述したように、2010年もユーロ圏経済は潜在成長率を持続的に上回ることが困難とみられる中、政策金利は据え置かれ、実質政策金利がマイナス圏で推移すると予想される。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。