

Euro Trends

2010～2011年のユーロ圏経済見通し

発表日：2010年2月26日(金)

～財政危機を乗り越えた後も、欧州景気の足取りは鈍い～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

(要旨)

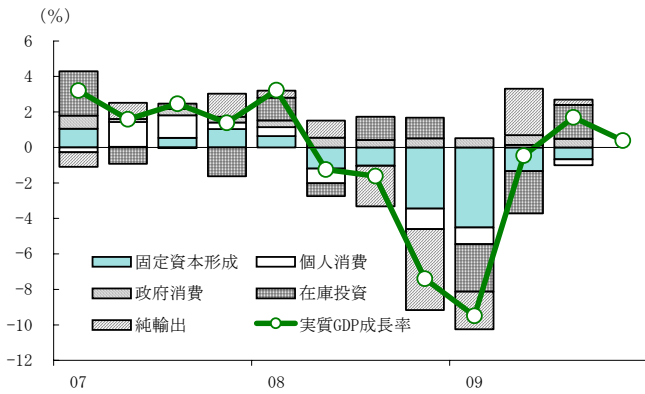
- ◇ ユーロ圏の実質経済成長率は2010年が+0.8%、2011年が+1.2%と、回復局面としては極めて低い成長率にとどまる見通し。四半期別には、2010年中は年率1%前後の緩慢な成長ペースにとどまると予想。2011年に入ると、回復プロセスが企業部門から家計部門へ、中核国から周辺国へと限定的ながらも広がりを見せることで、年率2%前後の成長ペースに小幅加速すると見込む。
- ◇ ギリシャの財政危機は、自ら市場で資金調達をするにせよ、EUやIMFからの資金支援を受けるにせよ、4・5月の債務の借り換えを乗り切った段階で、混乱は一旦収束に向かうと予想する。資金調達環境の悪化は周辺国に限定され、中核国への飛び火は回避されよう。だが、各国とも財政建て直しが不可欠な状況にあり、景気には引き締め気味の影響を及ぼす。
- ◇ 2010年1-3月期の景気は、財政不安の高まりによる資金調達環境の悪化、寒波による建設需要の低迷から、小幅な成長にとどまろう。その後の景気も、海外景気回復による輸出需要、在庫調整の進展、景気対策の効果残存から、緩やかな回復基調を辿ると予想。もっとも、以下の要因から、景気回復力は緩慢にとどまる見通し。
 - ① ギリシャの財政危機を受けて、各国とも緊縮的な財政運営を余儀なくされること。
 - ② 銀行の融資姿勢は容易に緩和されず、貸出チャネルが遮断されること。
 - ③ マクロ政策が手詰まりななかで、南欧諸国の早期回復が展望できないこと。
- ◇ リスク要因は、①財政危機の他国への伝播など、ユーロ圏全体の信認が揺らぐ事態に発展すること、②銀行の貸し渋り姿勢が強まること、③ECBの拙速な利上げ転換で周辺国の景気混迷が深まること。

■ 景気の現状： 拡大基調を続けているが、財政危機と天候不順が重石

ユーロ圏の景気は昨年7-9月期に6四半期振りのプラス成長に復帰後、10-12月期には中核国のドイツの失速と南欧諸国の低迷を主因に、早くも成長ペースにブレーキが掛かっている。10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%（同年率+0.4%）と、前期の同+0.4%（同年率+1.7%）から失速（図表1）。国別には、フランス（前期比+0.6%）、オーストリア（同+0.4%）、オランダ（同+0.3%）、スロバキア（同+2.0%）がプラス成長の一方、イタリア（同▲0.2%）、スペイン（同▲0.1%）、ギリシャ（同▲0.8%）、キプロス（同▲0.3%）がマイナス成長。ドイツ、ポルトガルはゼロ成長にとどまった。

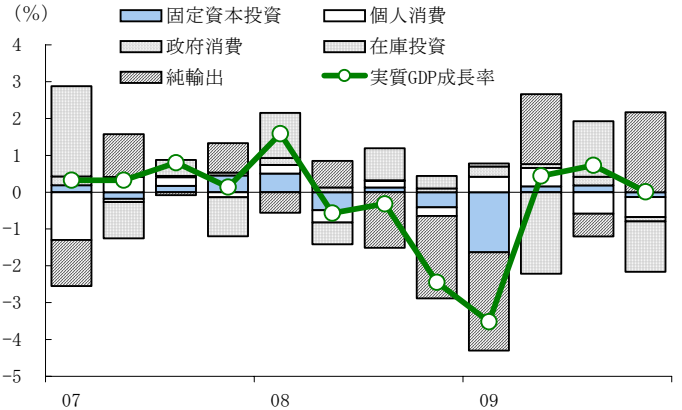
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表1) ユーロ圏実質GDP成長率 (前期比年率)



注：2009年10-12月期の需要項目別の内訳はまだ発表されていない。
出所：Eurostat

(図表2) ドイツの実質GDP成長率 (前期比年率)

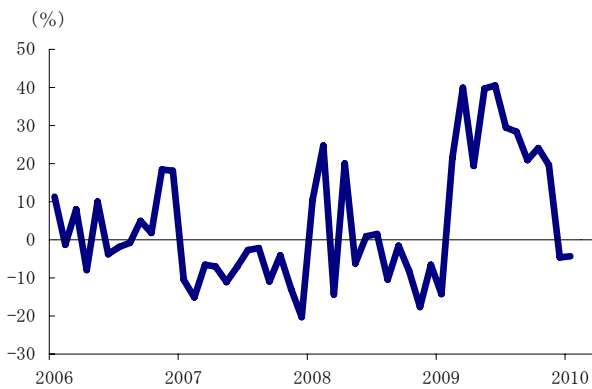


出所：ドイツ連邦統計局

ドイツ経済は海外景気回復と政策効果に支えられ、ユーロ圏に先行して昨年4-6月期にプラス成長に復帰、その後も順調な回復を続けてきた。だが、10-12月期には輸出が増勢を維持したものの、個人消費、総固定資本形成、政府消費など内需が軒並み総崩れ、景気は失速の瀬戸際にある(図表2)。景気にブレーキを掛けたのは政策効果の剥落。これまでの回復を後押ししてきた自動車販売奨励措置は昨年9月初に終了、冬場にかけて自動車販売が落ち込んでいる(図表3)。一方、南欧諸国では、スペインとギリシャでマイナス成長が持続、イタリアとポルトガルで一旦プラス成長に復帰後に再び失速するなど、景気は総じて停滞基調にある。

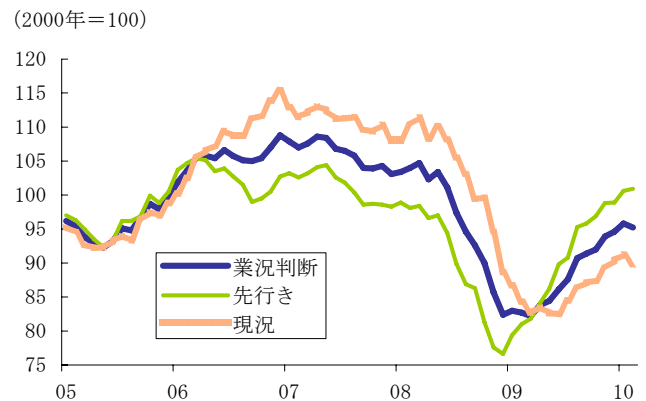
ユーロ圏の景気は年明け以降も緩やかな回復基調を続けているものの、ギリシャ財政危機を受けた南欧諸国での長期金利の上昇、格下げによる企業の資金調達環境の悪化、北欧諸国を襲った寒波による建設活動の停滞などが重石となり、回復力は緩慢にとどまっている。2月のドイツIfo企業景況感指数は、先行き判断が引き続き業況改善を見込む一方、現況判断が天候不順の影響もあり低下したことから、全体では改善モメンタムが一服している(図表4)。

(図表3) ドイツ新車登録台数 (前年比)



出所：European Automobile Manufacturers' Association

(図表4) ドイツIfo企業景況感指数



出所：Ifo

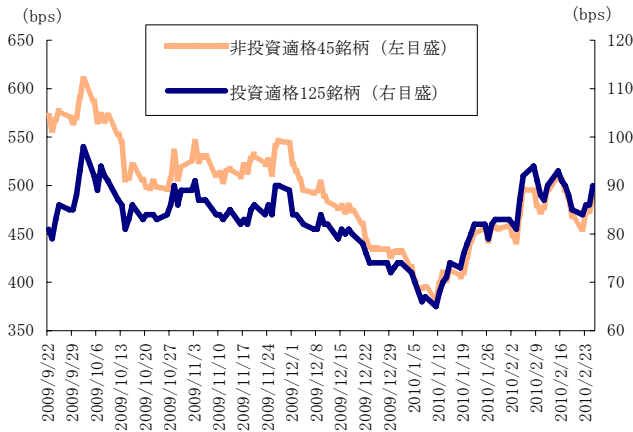
■ 財政危機の行方： 4・5月の債務借り換えが1つの山

昨年末以降に急速に高まった政府の債務返済能力への不信感(ソブリンリスク)は、南欧諸国を中心に国債利回りの上昇につながっており、企業の資金調達環境への悪影響が懸念される。また、金融市場参加者のリスク回避姿勢の高まりを受け、社債のCDSスプレッドも上昇基調にある(図表5)。一方で、ドイツを始めとした中核国では、相対的に健全な経済・財政パフォーマンスが好感されるなか、周辺国から

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。

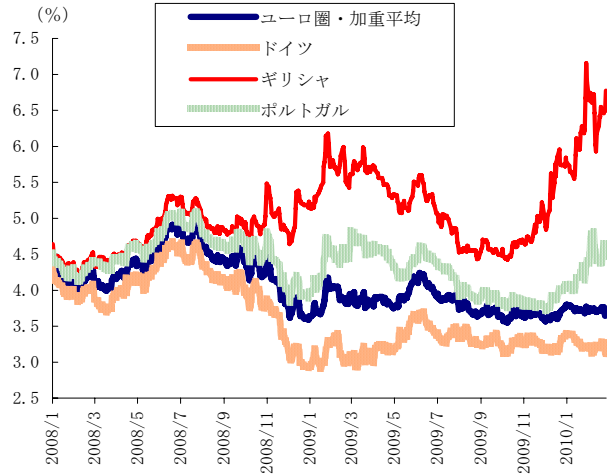
の逃避資金の流入もあり、国債利回りは低位で安定している（図表6）。そのうえ、財政不安の高まりを受けたユーロ安の進行は、輸出企業に思わぬ恩恵をもたらしている側面もある。

（図表5）欧州企業のCDSインデックス



注：投資適格はMarkit iTraxx Europe、非投資適格はiTraxx Europe Crossover。
出所：Bloomberg

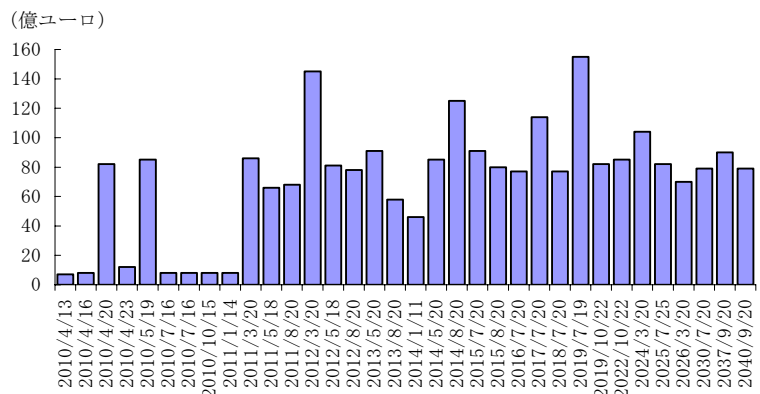
（図表6）ユーロ圏の国債利回りの推移



出所：EcoWin

ギリシャ財政危機の今後を展望すると、4・5月に総額200億ユーロ超の債務の償還期限を控えるなか（図表7）、ギリシャ政府は近い将来、国債入札による資金調達に踏み切る公算が大きい。スペイン、ポルトガル、アイルランドなどギリシャ同様に財政不安を抱える国は2月中旬に相次いで国債入札を行い、高めの金利を設定することで入札予定額を上回る応札額を集めることに成功した。ギリシャも同様に市場での資金調達能力があることを示せるか否かが、当面の資金繰り難を回避できるかの試金石となりそうだ。

（図表7）償還日別のギリシャ国債・政府短期証券の残高



出所：Hellenic Public Debt Management Agency

ギリシャ政府が自ら市場で資金調達ができれば、4・5月の債務のロールオーバーを乗り切った段階で、混乱は一旦の収束に向かうとみられる。そのためには、金融市場が小康を保っている間に、ギリシャ政府が財政再建計画の履行に向けた強い意思と行動力を示し、EUや市場参加者、さらには格付け機関を納得させる必要がある。

EUはギリシャ政府に対して3月16日の次回経済財務相会合までに2010年の健全化策の導入スケジュールの提出を求めており、財政赤字比率を4%ポイント引き下げるとの目標に進展が見られない場合、VATや燃料税の増税などの追加策を求める構え¹。スト頻発など国内からの反発の声が高まるなかで、健全化策を実行に移すことができるか、ギリシャ政府に残された時間は少ない。米格付け会社S&Pは2月24日に「今後1ヶ月以内にギリシャのソブリン価格付けを引き下げる可能性がある」と言及。米系ムーディー

¹ EUの支援表明については、2月4日付レポート「ギリシャ：欧州委員会が健全化策の進捗状況を監視へ～財政・構造改革が実行に移されるか否かが今後の焦点～」、2月12日付レポート「EUがギリシャ支援を表明～真の正念場はどのように経済・財政の建て直しを図っていくか～」、2月17日付レポート「EUは条件付でギリシャの健全化計画を了承～まずはギリシャ自身が財政再建を実行に移すことが先決～」を参照されたい。

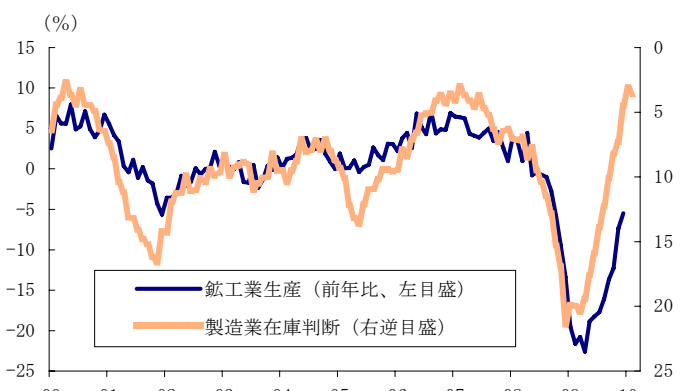
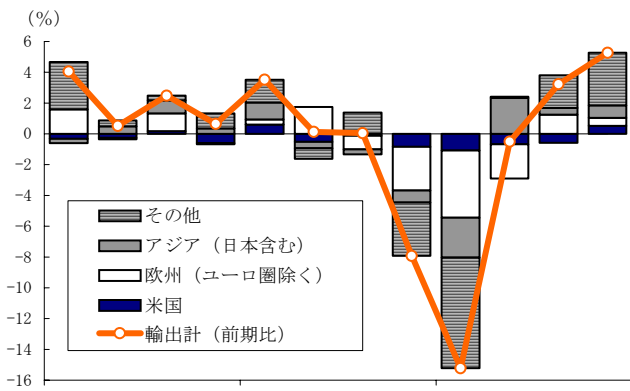
ズも25日に「今後数ヶ月以内にギリシャが計画から大幅に逸脱する場合、格付けを変更する可能性がかなり大きい」と発言。追加の格下げとなれば、市場での資金調達はさらに困難となり、EUやIMFによる資金支援に頼らざるを得なくなろう。その場合も、具体的なスキームはどうであれ、必要があればEUが断固とした措置を採ることを表明しているため、最終的には資金繰り難は回避される公算が大きい。市場の動揺という意味では、4・5月までが1つの山場となることが予想される。

■ 景気の先行き： 財政緊縮、貸出低迷、南欧諸国の低迷が力強い回復を阻害

ギリシャの資金繰り難が峠を越し、資金調達環境の悪化が中核国に及んだり、資産焦げ付きにより銀行セクターのバランスシートが毀損するなどの事態に発展しない限り、先行きの欧州景気は引き続き緩やかな回復軌道を辿る公算が大きい。回復の先導役は海外景気回復による輸出需要（図表8）。足元のユーロ安基調も域外向け輸出の増加を後押ししよう。2月のユーロ圏のPMI輸出受注指数は2007年2月以来の水準に上昇。購買担当者の報告によれば、主要輸出先の需要回復や輸出相手先の在庫積み増しに加えて、ユーロ安進行が輸出を後押し。輸出の回復と昨年前半までの大幅な減産による在庫調整の進展から、生産活動も増勢を維持する公算が大きい（図表9）。とは言え、企業部門で先行する回復が家計部門へと波及する力はなお弱い。ユーロ圏の失業率は、時短制度の恩恵を受けるドイツで安定しているものの（図表10）、バブル崩壊の余波が続くスペインやアイルランドでは大幅に上昇、全体でも10%に達している（図表11）。雇用情勢の悪化が重石となるなか、自動車買い替え支援策などの政策需要を除けば、個人消費の回復力は緩慢なものにとどまろう。

（図表8）ユーロ圏の域外輸出の地域別内訳

（図表9）ユーロ圏在庫判断と鉱工業生産

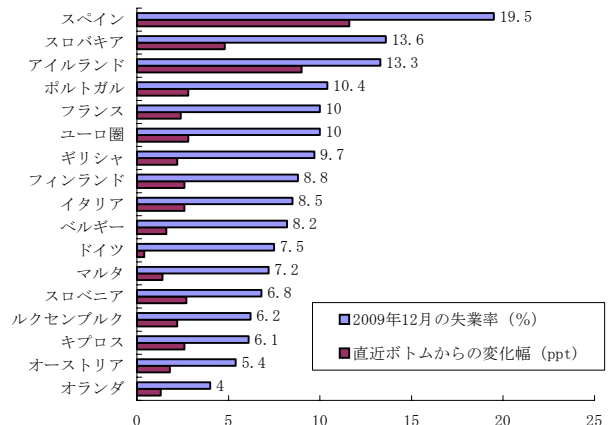
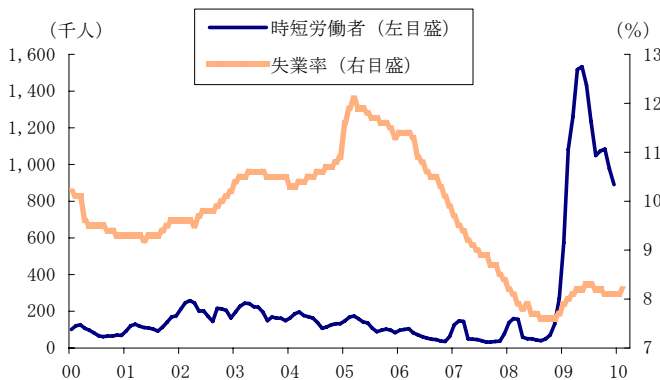


出所：Eurostat

出所：Eurostat、DG ECFIN

（図表10）ドイツ時短労働者と失業率

（図表11）ユーロ加盟国の失業率



出所：Bundesagentur für Arbeit、Deutsche Bundesbank

注：ギリシャの直近値は2009年7-9月期。

出所：European Commission

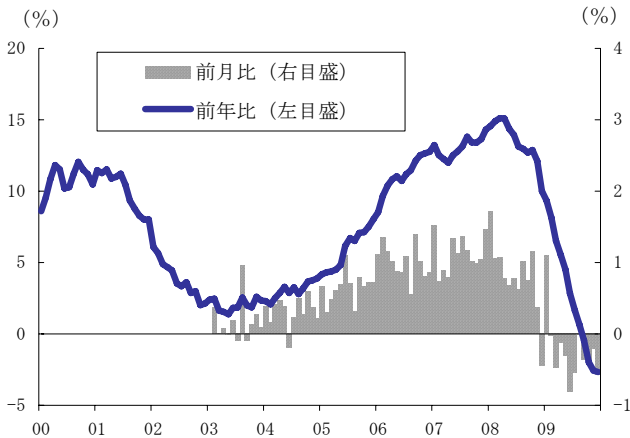
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ユーロ景気の力強い回復を阻害する要因としては、①各国が緊縮的な財政運営を余儀なくされるなか、追加的な財政刺激策を取ることが困難なこと、②銀行のリスクテイク能力が低下し、貸出チャンネルが遮断されていること、③単一通貨圏に属する小国では、景気ショックに対する有効な処方箋がないこと、が挙げられよう。

第1の点については、政府の債務支払い能力に対する市場の関心が高まるなか、各国ともに財政再建が至上命題となっており、財政面から景気のアクセルを踏むことは困難だ。既に市場の督促を受ける形で、ポルトガルやスペインではより踏み込んだ財政再建策を公表している。財政が痛んでいるのは南欧諸国ばかりではなく、中核国でも積極的な財政刺激策を打つことは難しい。各国が財政を引き締めることで、景気に下押し圧力が及ぶことは避けられない。

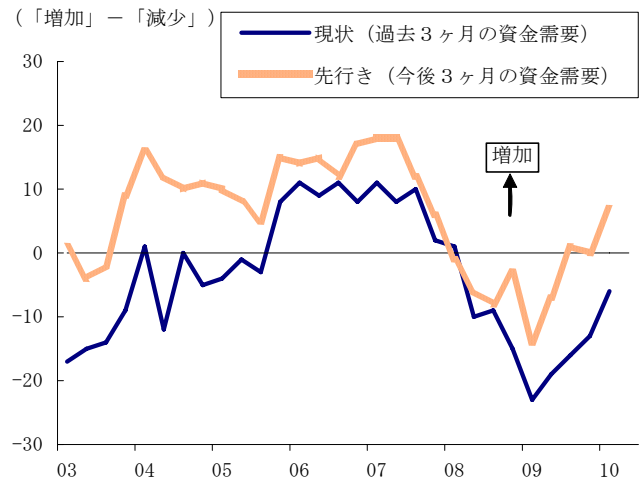
第2の点については、ユーロ圏の非金融企業向けの銀行貸出は昨年12月に前年比▲2.7%と4ヶ月連続の前年割れ、前月比でも11ヶ月連続のマイナスと下げ止まりの気配が見られない（図表12）。間接金融依存度の高い欧州経済では、貸出供給チャンネルが遮断される影響は大きいと考えられる。貸出減少の背景には、景気低迷による企業の資金需要減退に加えて、銀行の貸出抑制も影響している模様（図表13）。借り手サイドの信用リスクの高まりと相俟って、不良債権を抱える欧州の銀行セクターがリスクテイクに慎重になっている可能性がある²。

（図表12）ユーロ圏の非金融企業向け銀行貸出



注：前月比は季節調整値。季節調整値は2003年1月以降のみ公表。
出所：European Central Bank

（図表13）ユーロ圏の企業の資金需要判断



出所：European Central Bank

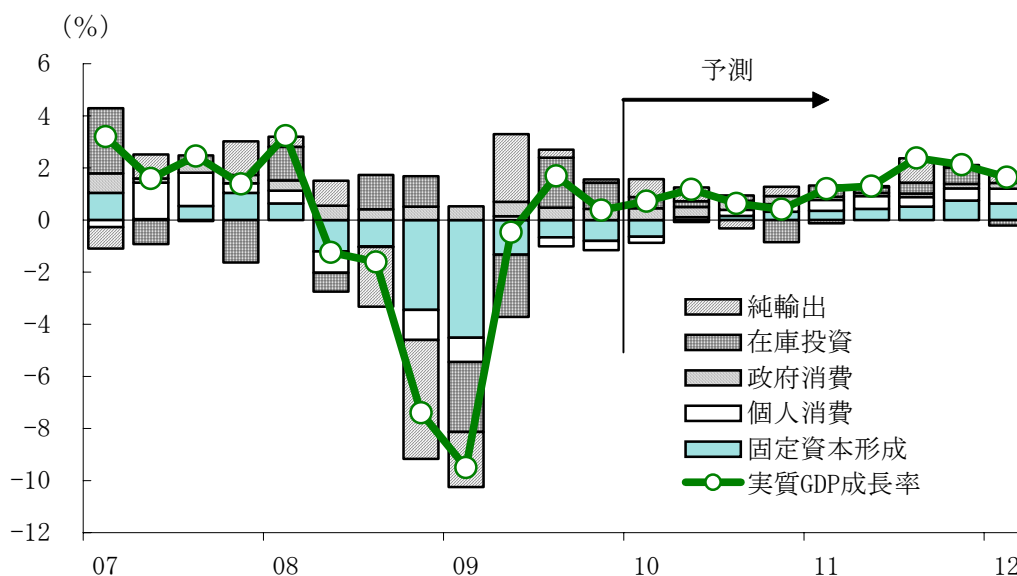
第3の点については、金融政策や為替による調整手段を持たない単一通貨圏の小国では、景気ショックに対する有効な処方箋がない。通常は財政政策がショック吸収機能を果たすが、景気低迷に陥っている南欧諸国は何れも財政基盤が脆弱で、財政危機を回避するためには財政の引き締めが不可欠の状況にある。そのため南欧諸国がマクロ政策によって景気低迷を脱却するのは困難で、中核国の景気回復の恩恵を間接的に享受することで時間をかけて需給ギャップを穴埋めしていく以外に道がない。

² 詳細は2月24日付レポート「貸出低迷が欧州景気回復を阻害 ～欧州企業の資金調達環境にもクレジットクランチの影響～」を参照されたい。

2010-11年の景気を総評すると、海外景気回復、在庫調整の進展、政策需要に支えられ緩やかな回復基調が続くとみられるものの、上記の要因が景気回復の足枷となるなか、2010年中は年率1%前後の緩慢な成長ペースにとどまる見通し(図表14)。その後は回復プロセスが企業部門から家計部門へ、中核国から周辺国へと徐々に広がっていくことで、2011年に入ると年率2%前後の成長ペースへと小幅加速する展開を予想する。年間の成長率では2010年が+0.8%、2011年が+1.2%と、回復局面としては極めて低い成長率にとどまろう(図表15)。

前回11月20日時点の当社見通し(実質GDP成長率は2010年が+1.0%、2011年が+1.3%)と比較して、2010年が0.2%ポイント、2011年が0.1%ポイントの下方修正となった。2009年10-12月期GDPの下振れ、寒波による冬場の建設需要低迷に加え、昨年12月以降のギリシャ財政危機の影響を加味し、設備投資や政府消費を予測期間を通じてやや慎重に見たことが主な変更要因。

(図表14) ユーロ圏実質GDP成長率(前期比年率)



注：2009年10-12月期の需要項目別の内訳はまだ発表されていない。
出所：Eurostat

(図表15) ユーロ圏経済見通し(前年比、%)

| 暦年 | 名目GDP | 実質GDP | 内需 | | | | | 外需 | | |
|------|-------|-------|---------|--------|--------|---------|-----|---------|--------|--------|
| | | | 個人消費 | 固定資本投資 | 在庫 | 政府支出 | 輸出 | 輸入 | | |
| 2002 | 3.5 | 0.9 | (0.4) | 0.9 | ▲ 1.5 | (▲ 0.3) | 2.4 | (0.6) | 2.0 | 0.5 |
| 2003 | 3.0 | 0.8 | (1.5) | 1.2 | 1.3 | (0.1) | 1.7 | (▲ 0.6) | 1.2 | 3.0 |
| 2004 | 3.9 | 1.9 | (1.7) | 1.5 | 1.9 | (0.2) | 1.6 | (0.2) | 6.9 | 6.5 |
| 2005 | 3.8 | 1.8 | (2.0) | 1.9 | 3.4 | (▲ 0.1) | 1.6 | (▲ 0.2) | 5.3 | 6.1 |
| 2006 | 5.1 | 3.1 | (3.0) | 2.1 | 5.7 | (0.1) | 2.1 | (0.1) | 8.7 | 8.6 |
| 2007 | 5.2 | 2.7 | (2.3) | 1.6 | 4.7 | (▲ 0.1) | 2.3 | (0.4) | 6.3 | 5.5 |
| 2008 | 2.8 | 0.5 | (0.6) | 0.4 | ▲ 0.7 | (0.1) | 2.0 | (▲ 0.0) | 0.8 | 0.9 |
| 2009 | ▲ 3.0 | ▲ 4.0 | (▲ 2.9) | ▲ 0.9 | ▲ 10.8 | (▲ 0.5) | 2.5 | (▲ 1.1) | ▲ 13.4 | ▲ 11.3 |
| 2010 | 2.1 | 0.8 | (0.3) | ▲ 0.1 | ▲ 2.2 | (0.4) | 2.0 | (0.5) | 4.7 | 3.6 |
| 2011 | 2.9 | 1.2 | (1.0) | 0.6 | 1.8 | (0.1) | 1.0 | (0.2) | 4.4 | 4.1 |

(注) 図中カッコ内は寄与度。

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。

■ リスク要因： 財政危機の深刻化、銀行の貸出抑制、ECBの拙速な利上げ

こうした景気シナリオに対するリスク要因は、①財政危機の他国への伝播やEUの危機対処能力への疑念が高まり、ユーロ圏全体の信任が揺らぐ事態に発展すること、②不良債権処理の遅れや金融規制強化を背景に、銀行の貸し渋り姿勢が強まること、③中核国の景況改善を受け、ECBが早すぎる利上げ転換をすることで、周辺国の景気混迷が深まること、などが挙げられよう。

既述の通り、ギリシャの財政危機は自力での資金調達に成功するか、EUやIMFが支援するか、何れの方法を採ったとしても、4・5月の資金繰り難を回避することで、ひとまず収束に向かうと考えている。だが、シナリオ通りに事が運ぶかは予断を許さない。例えば、ギリシャの財政運営への不信感が高まり、市場での資金調達が困難となった場合にも、ユーロ加盟国間の政治的コンセンサス形成に時間が掛かり、EUによる救済が後ろ手に回るリスクも否定できない。ギリシャよりも経済規模が大きいスペインやイタリアなどに財政危機が飛び火すれば、支援規模が膨れ上がることで中核国の財政負担が増加する。その場合、ユーロ安が加速するとともに、低位安定してきたドイツの長期金利も上昇し、ユーロ圏全体の景気が急速に冷え込むリスクも考えられる。また、国債や銀行の格下げが相次ぐことで、銀行セクターの資金調達が困難になったり、保有国債が現実に焦げ付くことで、金融危機へと発展する恐れもある。さらに、財政規律の形骸化や経済構造の同質化が進まないなど、ユーロ圏が抱える構造的な矛盾や問題点が表面化し、ユーロ崩壊の序章となることも考えられない訳ではない。

単一通貨圏であるユーロ経済が現在陥っている問題は、周辺国で起こった経済ショックに対して、マクロ政策による有効な調整手段が見当たらないことにある。不動産バブルが崩壊したスペインやアイルランドで住宅価格の下落に歯止めが掛かっておらず、先行き不良資産が更に膨れ上がる可能性も否定できない。信用リスクが再認識されるなか、ひとまず小康状態を保っている中東欧・バルト諸国の危機が蒸し返す恐れもあろう。足元で議論が活発な金融規制強化を背景に、銀行セクターのリスク回避姿勢が強まることも考えられる。そうした場合、銀行の貸出抑制スタンスが強まり、貸出低迷が長期化する恐れがある。

当社のメインシナリオを前提とすれば、景気の回復力は緩慢で、財・労働市場ともに目立った需給逼迫懸念がないため、ECBは当面の間、政策金利を据え置く公算が大きい。利上げ時期は後ずれし、景気回復の広がりを確認した2011年以降となろう。一方、短期金融市場が落ち着きを取り戻していることもあり、危機対応で導入した資金供給オペなどの流動性供給策は今後も段階的に縮小・廃止していくことが予想される。問題は中核国での景気回復が想定以上に加速した場合だ。インフレの芽が確認されれば、ECBは周辺国での景気低迷が続いていたとしても、躊躇なく利上げに転じるであろう。その際には、周辺国の資金環境は更に悪化、景気を下押しする。周辺国の景気停滞は長期化し、中核国の回復に大きく取り残される恐れがある。だが、それを調整する手段はユーロ圏にはない。最悪の場合、周辺国の中でユーロ離脱の機運が高まってもおかしくはない³。

以上

³ ユーロ離脱の可否については、1月27日付レポート「ギリシャ：“ユーロ離脱”という選択肢 ～ギリシャはユーロの恩恵を捨てられるか?～」を参照されたい。