

EU Indicators

欧州経済ウィークリー（3/29～4/2）

発表日：2010年4月5日（月）

～ギリシャ問題、次の山場は4月末から5月初～

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

■ 今週（4/5～4/9）のポイント

先週は引き続きギリシャ財政危機絡みのイベントが相場の材料となった。3月25・26日のEU首脳会議で緊急時のギリシャ支援の基本方針が合意されたことを受け、ギリシャ政府は週明け29日に50億ユーロの7年債、翌30日には流動性改善を目的とする12年債の発行に踏み切った。12年債は10億ユーロの発行予定額の半分以下（3.9億ユーロ）の応札需要しか集められず、7年債もその後の取引で発行時の利回りを上回って推移している。ユーロ加盟国の全会一致の決議を必要とする支援策は“抜くことのない伝家の宝刀”に過ぎず、IMFの関与が盛り込まれたことでEUが自力での問題解決能力がないことを露呈したと受け止められた。その間、ギリシャの銀行5行が格下げされたことも嫌気された。ギリシャの国債利回りは6.5%台に上昇、“質への逃避”からドイツの国債利回りは3.0%台に低下、支援合意を受け一旦は300bps前後に縮小した両国のスプレッドは再び340bps台に上昇している。これは加盟国間の対立激化で支援の合意が疑問視された首脳会議前を上回る水準だ。

支援実施はあくまでギリシャ政府が市場からの資金調達が出来なくなった場合の“最後の手段”であり、支援合意を受けたEUやギリシャ政府に事態の打開を図る妙策は見当たらない。救いは今回の国債発行によって4月中に必要な資金手当てが終了し¹、次の大きな国債償還（5月19日の85億ユーロ）まで1ヶ月程度の時間的猶予が与えられたことだ。ギリシャ政府は5月15日までに2010年の財政赤字削減計画の進捗状況の報告を求められている。これまでの発表タイミングを考えれば、4月末から5月初を目処に報告書を公表するとみられる。その際には先週号のレポートで紹介した通り、財政赤字の削減が計画を遥かに上回るペースで進捗していることをアピールするだろう。同時期にギリシャはドル建てのグローバル債の発行を予定しており、次の山場は4月末から5月初にかけてやってこよう。

仮にそれまでに国債発行環境が好転しない場合、ギリシャ政府は厳しい状況に追い込まれる。当社の試算では、現状程度の利回りで国債発行を続けた場合、利払い負担の増加により、ギリシャの財政赤字比率には毎年1%前後の悪化圧力が及ぶことになる（詳細は4月1日付レポート「調達金利の高止まりがギリシャ財政に及ぼす影響」を参照されたい）。調達金利の高止まりが続いた場合でも、EUが即座に支援策を実行に移す可能性は低い。ギリシャ政府に対して更なる追加財政赤字削減策を求めたり、支援策の詳細を小出しにしたりと、まずは観測気球を上げながら事態の沈静化を待つ公算が大きい。手持ちのカードを使い切っても市場の不安心理が解消されず、問題の放置が加盟国自身の身に降りかかってくる段階となって初めて、EUとIMFによる救済策が現実味を帯びてこよう（詳細は3月31日付レポート「ギリシャ財政危機の今後の展開」を参照されたい）。

¹ ギリシャ公債管理庁クリストドゥル長官によれば、5月中に必要な資金調達額は116億ユーロ、年内に必要な調達額は320億ユーロとのこと（ブルームバーグより）。

今週は8日のECBの金融政策決定会合が注目される。政策金利の据え置きは規定路線だが、資金供給オペの適格担保基準の時限緩和措置の延長に関して詳しい報告が予定されている。トリシェ総裁は25日、ECBがオペの担保に受け入れる国債の最低格付けを通常のA-からBBB-に引き下げる時限緩和措置を来年以降も延長する方針を表明した（当初は2010年末で終了予定）。来年1月からは、受け入れる担保の質に応じた段階的な資金コストを要求する仕組みを導入するとして、その詳細が発表される予定だ。現在、ギリシャの国債格付けは、S&Pとフィッチが何れもBBB+、ムーディーズがA相当のA2。仮にムーディーズが2ノッチ格下げした場合、時限緩和措置の終了に伴いギリシャ国債がオペの適格基準を失う状況にあり、ECBの資金供給オペに流動性を依存しているギリシャの銀行にとって打撃となることが懸念されてきた。時限緩和措置の延長により、こうしたリスクは遠退いたが、新たに導入予定の段階的なヘアカット方式が銀行の資金調達に与える影響については、吟味する必要がある。支援合意後もギリシャ問題に収束の兆しが見えないことで、「出口戦略」に関する発言に変化がないかにも注意が必要だ。

5日の欧州市場はイースターで休場。経済指標では、7日に10-12月期のユーロ圏GDPの改定値、8日に2月のユーロ圏の小売売上、2月のドイツの鉱工業生産、9日に2月のフランスの鉱工業生産の発表が予定されているが、何れも相場を大きく動かす材料とはならないだろう。為替市場絡みでは、日米欧で金融政策関連のイベント（6日に米FOMC議事録、6・7日の日銀会合、8日にBOEとECBの政策会合）を控えており、先行きの利上げペースの温度差に焦点が当たろう。

■ 先週（3/29～4/2）の主な経済指標・イベント

発表日	指標、イベントなど	結果	コンセンサス	前回
3/29（月）	（ユーロ） 3月ECOFIN経済信頼感	97.7	97.1	95.9
	（独） 3月消費者物価（前月比）	+0.5%	+0.3%	+0.4%
	（前年比）	+1.1%	+0.9%	+0.6%
	（英） 2月マネーサプライM4（前月比）	+0.2%	—	+0.2%
	（前年比）	+3.9%	—	+3.6%
3/30（火）	（仏） 10-12月期GDP（前期比）（r）	+0.6%	+0.6%	+0.6%
	（前年比）（r）	▲0.3%	▲0.3%	▲0.3%
	（英） 10-12月期GDP（前期比）（r）	+0.4%	+0.3%	+0.3%
	（前年比）（r）	▲3.1%	▲3.3%	▲3.3%
	（英） 3月ネーションワイド住宅価格（前月比）	+0.7%	+0.2%	▲0.8%
	（前年比）	+9.0%	+8.2%	+9.2%
3/31（水）	（ユーロ） 3月消費者物価（前年比）	+1.5%	+1.1%	+0.9%
	（ユーロ） 2月失業率	10.0%	10.0%	9.9%
	（独） 3月失業率	8.0%	8.2%	8.1%
	（仏） 2月生産者物価（前月比）	+0.1%	+0.2%	+0.6%
	（前年比）	+0.4%	+0.3%	▲0.3%
	（英） 3月GfK消費者信頼感	▲15	▲13	▲14
4/1（木）	（ユーロ） 3月PMI製造業（r）	56.6	56.3	56.3
	（独） 3月PMI製造業（r）	60.2	59.6	59.6
	（独） 2月小売売上高（前月比）	▲0.4%	横ばい	▲0.5%
	（前年比）	▲0.9%	▲0.4%	▲4.0%
	（仏） 3月PMI製造業（r）	56.5	56.3	56.3
	（伊） 3月PMI製造業	53.7	52.6	51.6
	（英） 3月PMI製造業	57.2	56.8	56.5
4/2（金）	（ユーロ） 休場（グッドフライデー）	—	—	—
	（英） 休場（イースター）	—	—	—

（注）コンセンサスはBloomberg調査。（r）は改定値。

■ ユーロ圏：企業のマインド指標は改善が持続、家計部門では失業率が10%乗せ

<ユーロ圏（3/29）：3月ECOFIN経済信頼感>

EUの経済財務相理事会（ECOFIN）が発表した3月のユーロ圏の経済信頼感指数は97.7と前月から1.8ポイント改善し、1990年以降の長期平均である100に迫っている。指数を構成する5項目のうち、産業（前月：▲13→今月：▲10）、小売業（▲8→▲6）、建設業（▲28→▲25）の各景況感が前月からマイナス幅が縮小した一方、サービス業景況感（+1）と消費者信頼感（▲17）が不変。国別の経済信頼感指数は、ドイツ（前月：97.0→今月：100.4）、スペイン（90.1→91.5）、フランス（98.2→99.6）が改善した一方、イタリア（99.7→98.2）が悪化。水準感でみると、ドイツ、フランス、イタリアで長期平均と同レベルに復帰した一方、オランダ、ポルトガル、スペイン、ギリシャでは長期平均を大きく下回っている。

【評価】 前月は改善が一服したものの、今月はとりわけドイツの景況改善に牽引され、上昇トレンドに復帰した。2008-09年の景気が余りに急激に冷え込んだため、方向性で見たマインド指標の改善が続いているものの、後退期以前の水準を取り戻すには至っていない。

<ユーロ圏（3/31）：3月消費者物価（速報）>

3月のユーロ圏の消費者物価の速報値は前年比+1.5%と、前月の同+0.9%から伸び率が上昇した。

【評価】 国別・費目別の内訳は4月16日の詳報を待たなければならないが、ヘッドラインの伸び率が高まったのは引き続きエネルギー価格の上昇が影響した模様。ユーロ圏では企業部門の景況改善が続いているものの、同日発表の2月の失業率が上昇するなど、家計部門の回復の力は乏しく、川下段階のインフレ圧力は抑制されている。ギリシャ支援の目的もあるが、ECBのトリシェ総裁がオペの適格担保基準の時限緩和措置を来年以降も延長することを表明するなど、利上げへの前傾姿勢は見られない。

<ユーロ圏（3/31）：2月失業率>

2月のユーロ圏の失業率は10.0%と、過去3ヶ月の9.9%から上昇し、98年8月以来の2桁乗せとなった。国別では、スペイン（前月：18.9%→今月：19.0%）、フランス（10.0%→10.1%）、キプロス（6.2%→6.3%）、マルタ（7.0%→7.1%）、オランダ（3.9%→4.0%）、オーストリア（4.9%→5.0%）、フィンランド（8.9%→9.0%）が前月から上昇の一方、スロバニア（6.2%→6.1%）が下落した。ドイツ（7.5%）、イタリア（8.5%）など、その他の国は不変。

【評価】 2008-09年の景気後退局面では、米国の失業率が大きく上昇した一方、ユーロ圏では住宅バブルが崩壊したスペインやアイルランドを除けば、失業率の上昇が小幅にとどまった。ドイツを中心に失業率の上昇を抑制してきた時短制度には、本来であれば生じた筈の労働移動を阻害し、企業の生産性や競争力の低下につながっている負の側面もある。景気が回復軌道を辿るなか、4月2日に発表された米雇用統計では特殊要因（国勢調査・天候）があったにせよ、非農業就業者数が前月差+16.2万人、民間部門就業者が同+12.3万人と大きく増加した。対するユーロ圏では失業率のジリ高傾向が続いている。米欧の景気回復ペースの違いを理由に、ECBの利上げ時期がFedよりも遅れるとの思惑が、足元のユーロ安の一因ともなっている。今回の米欧の雇用関連指標は、そうした見方をまさに裏付ける内容となった。

■ 英国：10-12月期GDPは2回の改定を経て年率+1.8%に上方修正

<英国（3/30）：10-12月期GDP（改定値）>

10-12月期の英国の実質GDP成長率は前期比+0.4%と、一次速報の同+0.1%、二次速報の同+0.3%から上方修正された。需要項目別の内訳は、固定資本形成（前期比▲2.7%＜改定前は▲3.1%＞）、純輸出寄与度（同▲0.3%ポイント＜▲0.2%ポイント＞：輸出が同+3.8%＜+3.7%＞、輸入が同+4.7%＜+4.1%＞）がマイナスの一方、個人消費（同+0.4%＜+0.3%＞）、政府消費（同+1.0%＜+1.2%＞）、在庫投資寄与度（同+0.7%ポイント＜+0.5%ポイント＞）がプラス。

【評価】 一次速報段階で前期比+0.1%の成長にとどまり、立ち上がりが遅いと指摘された英国景気も、2回の改定を経た成長率は同+0.4%（年率換算+1.8%）と、同じく緩慢な回復が指摘されたユーロ圏の成長率を上回っている（前期比+0.1%、同年率+0.5%）。二次速報からの上方修正は、主に農業生産が当初想定を上回ったことによる。但し、2月の寒波到来や昨年末の時限減税措置（VAT、不動産取引税）の終了に伴い、1-3月期の成長率は下振れの恐れがある。

<英国（3/30）：3月ネーションワイド住宅価格>

3月の英国のネーションワイド住宅価格は前月比+0.7%と、10ヶ月振りのマイナスとなった前月の落ち込み（同▲0.8%）から持ち直した。前年比では+9.0%と前月（同+9.2%）から僅かに伸び率が鈍化したものの、これは前年同月の裏が出た（前年3月のマイナス幅が前年2月のマイナス幅よりも小さい）。

【評価】 先の政府予算案では、不動産の初回購入時に適用される印紙税の非課税限度枠を現行の12.5万ポンドから25万ポンドに引き上げる方針が示された。総選挙後の税制変更への不透明感から、目先の住宅購入が先送りされる可能性もあろう。一方で住宅供給は引き続き抑制されており、需給環境を反映して、今後も住宅価格は緩やかな上昇基調を辿る展開を予想する。

<英国（3/31）：3月GfK消費者信頼感>

3月の英国のGfK消費者信頼感は▲15と、前月（▲14）から1ポイント悪化。構成項目の内訳は、景気の現況（前月：▲50→今月：▲49）が僅かに改善した以外は、個人の金融環境の現況（▲13→▲15）、個人の金融環境の先行き（+6→+4）、景気の先行き（+4→0）、購買環境（▲16→▲17）が何れも悪化した。

【評価】 消費者信頼感は昨年12月から3ヶ月連続で改善してきたものの、3月は改善が一服した。落ち幅も小さく、一時的な停滞と判断しているが、景気と金融環境の先行き判断が何れも慎重化していることには警戒を要する。

■ 先週（3/29～4/2）発表した欧州経済関連のレポート

- ・ 「ギリシャ財政危機の今後の展開」～支援合意後も市場の不安心理は払拭されない～（3/31）
- ・ 「調達金利の高止まりがギリシャ財政に及ぼす影響」～財政赤字比率を毎年1%前後押し上げる～（4/1）

以上