

EU Indicators

欧州経済ウィークリー（4/5～4/11）

発表日：2010年4月12日（月）

～具体策公表を受けた市場の反応とギリシャ政府の短期証券発行に注目～

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

■ 先週（4/5～4/11）の回顧と今週（4/12～4/16）のポイント

先週の欧州市場では、イースター休暇明け後もギリシャ懸念が払拭されず、週央にかけギリシャ関連の売りが加速した。ギリシャの10年物国債利回りは8日に7.4%程度上昇し、ドイツ国債との利回り格差は430bps程度とユーロ導入以降の最高水準を更新した。ギリシャのCDSスプレッドも8日に440bps超に上昇、こちらもユーロ導入以降で最も高い水準を記録した。週後半には、ギリシャ支援観測が高まり、売り圧力に僅かに歯止めが掛かったが、市場では引き続きギリシャ問題に対する警戒姿勢が根強い。

6日には「ギリシャ政府がIMFの関与を嫌い、先のEU首脳会議での救済合意の再検討を求めた」との報道を受け、ギリシャ救済を巡る不透明感が再燃した。7日には、ギリシャのパパコンスタンティノウ財務相が同国の2009年の財政赤字の名目GDP比率が従来予想より悪化する（▲12.7%→▲12.9%）との見通しを示したこと、ギリシャの銀行で預金が海外に流出しているとの報道、10-12月期のユーロ圏GDPの下方修正（前期比+0.1%→同横ばい）などが嫌気された。8日には、ECBの政策会合で政策金利が据え置かれたほか、資金供給オペの適格担保基準の時限緩和措置が延長されることが正式に決定された。預金流出と資金調達難に直面するギリシャの銀行の多くは、ギリシャ国債を担保にECBから多額の資金供給を受けており、適格担保基準の時限緩和措置の延長は事実上のギリシャ救済策と言える。2011年1月1日以降、低格付けの担保資産については段階的なヘアカット（担保の掛け目）が導入されることとなった。格付け機関がギリシャの銀行システムのキャスティングボードを握っている事態に代わりはないが、ECBからの低利融資から遮断されると、これまでよりも幾分多い担保を要求されても低利融資が受けられるのでは、その影響度は大きく異なる。トリシェ総裁は会合後の記者会見で、「ギリシャのデフォルトはありえない」、「ギリシャ政府は財政健全化策を実行に移している」、「EUによる緊急時のギリシャ支援の約束を軽視してはいけない」などと発言し、市場のギリシャ売りを牽制した。9日には、格付け会社フィッチがギリシャの国債格付けをBBB+から投資適格級の最低格付けであるBBB-に引き下げた。これを受け、EUのファンロンパイ大統領、フランスのサルコジ大統領、欧州委員会のトレス報道官から「支援策は合意に達しており、必要があればいつでも実行に移す用意が出来ている」との趣旨の発言が繰り返され、支援実施観測からギリシャの国債利回りは低下に転じた。

市場の混乱加速を受け、融資実施時の適用金利を巡って、当初は市場金利の厳格な適用を求めていたドイツも週末にかけ態度を軟化。11日のユーログループの緊急電話会合では、融資規模や条件などの技術的な詳細について検討され、その合意結果が公表された。それによれば、プログラムの実施期間は3年で、ユーロ加盟国政府の二国間融資の上限金額は2010年については300億ユーロを想定している。IMF融資と合わせた支援総額の上限は450億ユーロで、ギリシャ政府が本年中に追加で資金調達が必要とする320億ユーロを大きく上回る。ギリシャに対してユーロ加盟国の二国間融資に適用される金利は、3年間の固定金利の場合で5%程度に設定される。これは市場金利を下回るものの、IMFの融資金利を上回る。二国間

融資に際してギリシャ政府に課されるコンディショナリティーは、現時点では2月16日に欧州評議会が承認し、その後に追加された赤字削減策を含むギリシャ政府の財政健全化策以上のものを要求することは想定されていない。

今週は緊急会合での具体策公表を受けた市場の反応と13日に予定されているギリシャの政府短期証券の発行が注目される。今回の具体策公表は、適用金利やIMFの関与を巡る市場の疑問に答え、十分な融資規模を確保したことで、市場の安定化に一定の効果を発揮しよう。だが、支援策の発動にはユーロ加盟国の全会一致の決議が必要であり、一部の加盟国が“拒否権”を発動するとの懸念は依然として残る。したがって、支援策の実現可能性を巡る市場の不安心理を完全に払拭することは出来ないとみられる。ギリシャ政府は13日に12億ユーロ規模の6ヶ月物と1年物の政府短期証券の発行を予定している。同証券が順調に消化されるかは、今回の具体策発表に対する投資家の評価を占う試金石となろう。一方で、今回の具体策の公表を受けても市場の動揺が続く場合も、ギリシャ支援に消極的なドイツにとっての重要な政治日程である5月9日の地方選挙を乗り切るまでは、あの手この手の口先介入で何とか市場の鎮静化を図ろうとする展開が予想される。詳細は4月12日付けレポート「ギリシャ支援の具体策を公表 ～市場の疑問の半分は答えたが、実現可能性にはなお懸念が残る～」を参照されたい。

■ 先週（4/5～4/9）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
4/6（火）	(英) 3月PMI 建設業	53.1	48.7	48.5
4/7（水）	(ユーロ) 3月PMI 総合 (r)	55.9	55.5	55.5
	(ユーロ) 3月PMI サービス業 (r)	54.1	53.7	53.7
	(ユーロ) 10-12月期GDP (前期比) (r)	横ばい	+0.1%	+0.1%
	(ユーロ) 2月生産者物価 (前月比)	+0.1%	+0.2%	+0.7%
	(前年比)	▲0.5%	▲0.4%	▲1.1%
	(独) 2月製造業受注 (前月比)	横ばい	▲0.5%	+5.1%
	(前年比)	+24.5%	+22.6%	+20.6%
(英) 3月PMI サービス業	56.5	58.0	58.4	
4/8（木）	(ユーロ) 2月小売売上数量 (前月比)	▲0.6%	横ばい	▲0.2%
	(前年比)	▲1.1%	▲0.4%	▲0.6%
	(ユーロ) ECB政策金利	1.00%	1.00%	1.00%
	(独) 2月鉱工業生産 (前月比)	横ばい	+1.0%	+0.1%
	(前年比)	+5.8%	+6.3%	+2.4%
	(英) 3月新車登録台数 (前年比)	+26.6%	—	+26.4%
	(英) 3月ハリアックス住宅価格 (前月比)	+1.1%	+0.5%	▲1.6%
(英) 2月鉱工業生産 (前月比)	+1.0%	+0.5%	▲0.5%	
(前年比)	▲0.1%	▲0.5%	▲1.6%	
(英) BOE政策金利	0.50%	0.50%	0.50%	
4/9（金）	(独) 2月貿易収支 (10億ユーロ)	+12.6	+11.4	+8.0
	輸出 (前月比)	+5.1%	+4.0%	▲6.5%
	輸入 (前月比)	+0.2%	▲2.3%	+5.6%
	(仏) 2月鉱工業生産 (前月比)	横ばい	▲0.3%	+1.1%
	(前年比)	+3.3%	+4.0%	+2.6%
	(英) 3月生産者仕入価格 (前月比)	+3.6%	+1.2%	+0.1%
	(前年比)	+10.1%	+7.1%	+7.5%
生産者出荷価格 (前月比)	+0.9%	+0.4%	+0.3%	
(前年比)	+5.0%	+4.4%	+4.2%	

(注) コンセンサスはBloomberg調査。(r)は改定値。

■ ユーロ圏：1-3月期の景気は天候不順の影響もあり低迷が予想される

<ユーロ圏（4/7）：10-12月期GDP（改定値）>

昨年10-12月期のユーロ圏の実質GDP成長率の改定値は前期比横ばいと、速報段階の同+0.1%から下方修正された。在庫投資（速報：前期比寄与度ゼロ→改定：同+0.1%ポイント）が上方修正された一方、総固定資本形成（速報：前期比▲0.8%→改定：同▲1.3%）、純輸出（前期比寄与度+0.3%ポイント→同+0.2%ポイント）が下方修正された。改定後の需要項目別の内訳は、純輸出（前期比寄与度+0.3%ポイント）と在庫投資（同+0.1%ポイント）がプラスの一方、政府消費（前期比▲0.1%ポイント）と総固定資本形成（同▲1.3%）がマイナス。個人消費は横ばいとなった。

【評価】 速報段階で日米に比べて出遅れ感が目立ったユーロ圏景気の回復は、改定値ではゼロ成長に下方修正され、失速の瀬戸際にあることを再確認。国別には、ベルギー（前期比+0.3%）、フランス（同+0.6%）、マルタ（同+0.9%）、オランダ（同+0.2%）、オーストリア（同+0.4%）、スロベニア（同+0.1%）、スロバキア（同+2.0%）がプラス成長の一方、アイルランド（同▲2.3%）、ギリシャ（同▲0.8%）、スペイン（同▲0.1%）、イタリア（同▲0.3%）、キプロス（同▲0.3%）、ポルトガル（同▲0.2%）がマイナス成長。ドイツ、フィンランドはゼロ成長にとどまった。

<ユーロ圏（4/8）：2月小売売上数量>

2月のユーロ圏の小売売上数量は前月比▲0.6%と2ヶ月連続で減少した。非食料品が同+0.2%と増加した一方、食料品が同▲1.6%と大きく減少。国別には、ベルギー（同▲0.8%）、ドイツ（同▲0.4%）、ポルトガル（同▲3.4%）、スロベニア（同▲1.7%）、スロバキア（同▲1.5%）がマイナスの一方、スペイン（同+0.5%）、フランス（同+0.6%）、マルタ（同+0.9%）、オーストリア（同+0.1%）、フィンランド（同+0.2%）がプラス。

【評価】 2008年後半～09年初にかけての大幅な落ち込みには歯止めが掛かってきたが、小売売上数量は昨年夏場以降、一進一退の推移が続いている。1・2月が2ヶ月連続のマイナスとなったことで、仮に3月が前月比横ばいとなった場合でも、1-3月期の小売売上数量は前期比▲0.1%とマイナスとなる（昨年10-12月期は同横ばい）。

<ドイツ（4/8）：2月鉱工業生産>

2月のドイツの鉱工業生産は前月比横ばいと事前予想を大きく下回り、前月値も当初の同+0.6%から同+0.1%に下方修正された。

【評価】 天候不順による建設活動の不振が影響した模様。仮に3月が前月比横ばいとどまれば、1-3月期の鉱工業生産は前期比▲0.3%と減産に転じることになる（昨年10-12月期は同+1.1%）。1-3月期のドイツ景気は、天候不順による建設活動の低迷に加え、新車買い替え支援制度の打ち切り以降の個人消費の低迷が持続する見通し。さらに後述の通り、外需の増勢も一服が予想され、全体ではマイナス成長となる可能性も否定できない。

<ユーロ圏 (4/8) : E C B政策会合>

4月8日のE C B政策会合では、事前予想通りに主要政策金利が過去最低の1.0%に据え置かれた。また、E C Bの資金供給オペの適格担保基準の時限緩和措置が2011年以降も延長されることが正式に決められた。

【評価】 預金流出と資金調達難に直面するギリシャの銀行の多くは、ギリシャ国債を担保にE C Bから多額の資金供給を受けており、適格担保基準の時限緩和措置の延長は事実上のギリシャ救済策と言える。トリシェ総裁は「今回の時限措置延長はギリシャ救済が目的ではない」と繰り返すが、「いかなる国も特別扱いしない」との姿勢を貫いてきたE C Bにとっても、今やギリシャ問題が無視できない段階に入ってきたことを意味する。同様のロジックで考えれば、表向きは「金融政策運営はユーロ圏全体の景気・物価動向に基づいて判断するもので、ギリシャ1国の動向に左右されるものではない」と明言していても、ギリシャ問題が落ち着くまではE C Bも拙速な利上げ姿勢に転じる可能性は低かろう。詳細は4月9日付レポート「E C B政策会合とギリシャ問題の行方 ～市場に安心感を提供する切り札は見当たらず～」を参照されたい。

<ドイツ (4/9) : 2月貿易収支>

2月のドイツの貿易収支(季節調整値)は126億ユーロと、前月の80億ユーロから拡大。輸出が前月比+5.1%と前月の落ち込み(同▲6.5%)からリバウンドした一方、輸入が同+0.2%と小幅増にとどまった(前月は同+5.6%)。

【評価】 1・2月平均の貿易収支は昨年10-12月期平均対比で▲29.8%の大幅減(昨年10-12月期は前期比+35.0%)。1-3月期の貿易収支が前期比プラスとなるためには、3月の貿易収支が234億ユーロ以上の黒字(前月比で+85.8%以上の黒字増加)が必要で、これはさすがに達成が困難である。ここから、1-3月期GDPの外需寄与度は前期比でマイナス圏にとどまる可能性がある。

■ 英国：天候不順やV A T税率引き上げの影響が予想されるが、1-3月期の景気は緩やかな回復基調

<英国 (4/8) : 3月新車登録台数>

3月の英国の新車登録台数は前年比+26.6%と9ヶ月連続で前年を大きく上回った。

【評価】 発表元の英国自動車生産販売協会(SMMT)によれば、政府による環境対応自動車の買い替え支援制度を利用した登録台数は3月に同+12.2%。同制度は3月末で終了しており、来月以降の落ち込みは避けられない。だが、同制度の利用を除いた登録台数も昨年10月以降、前年比でプラス圏に復帰しており、自動車需要は緩やかながらも回復基調にある。

<英国 (4/8) : 3月ハリファックス住宅価格>

3月の英国のハリファックス住宅価格は前月比+1.1%と上昇に転じ、前月の落ち込み(同▲1.6%)の一部を取り戻した。前年比では+5.2%、昨年4月のボトムからは+9.1%のリバウンド。

【評価】 天候不順と住宅税制の時限緩和措置の終了に伴い、1・2月の住宅需要は低迷したが、3月は再び改善基調にある。総選挙の結果次第だが、先の政府予算案で示された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措置は、住宅需要の喚起に役立つ。

<英国 (4/8) : 2月鉱工業生産>

2月の英国の鉱工業生産は前月比+1.0%と、前月の落ち込み(同▲0.5%)を取り戻した。内訳は、鉱業・石油ガス採掘業(同▲0.1%)と電力・ガス・水供給(同▲0.5%)がマイナスの一方、製造業(同+1.3%)がプラス。

【評価】 1・2月平均では昨年10-12月期平均対比で+0.5%の増加となり、製造業活動の順調な回復が示唆される。9日に全英経済社会研究所(NIESR)が発表した昨年12月から本年2月までの3ヶ月間の実質GDPの成長率は、それ以前の3ヶ月平均と比べて+0.4%の増加となった見込み。天候不順やVAT税率引き上げの影響があるものの、年明け以降の景気や生産活動は緩やかな回復基調にある。

<英国 (4/8) : BOE政策会合>

4月8日のBOEの政策会合では、政策金利を現行の0.5%に据え置くことと、資産買い取り枠を2,000億ポンドに維持することを決定した。

【評価】 景気の回復ペースが引き続き緩やかなものとどまり、5月6日の総選挙後の財政再建の行方を見極める必要もあり、様子見姿勢を継続した。議事録は4月21日に発表される。なお、総選挙日程の関係で、次回の政策会合は5月10日に開催され、結果は12日の正午に発表される。また、物価レポートは当初予定通りに5月12日に発表される。

■ 最近 (4/5~4/12) 発表した欧州経済関連のレポート

- ・ 「IMFがギリシャに課す財政コンディショナリティー」～過去の支援受け入れ国の実証分析結果が示唆するもの～ (4/7)
- ・ 「ECB政策会合とギリシャ問題の行方」～市場に安心感を提供する切り札は見つからず～ (4/9)
- ・ 「ギリシャ支援の具体策を発表」～市場の疑問の半分に答えたが、実現可能性にはなお懸念が残る～ (4/12)

以上