

EU Indicators

ユーロ圏1-3月期GDP

発表日：2010年5月13日(木)

～財政危機がもたらすドイツ景気への恩恵～

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

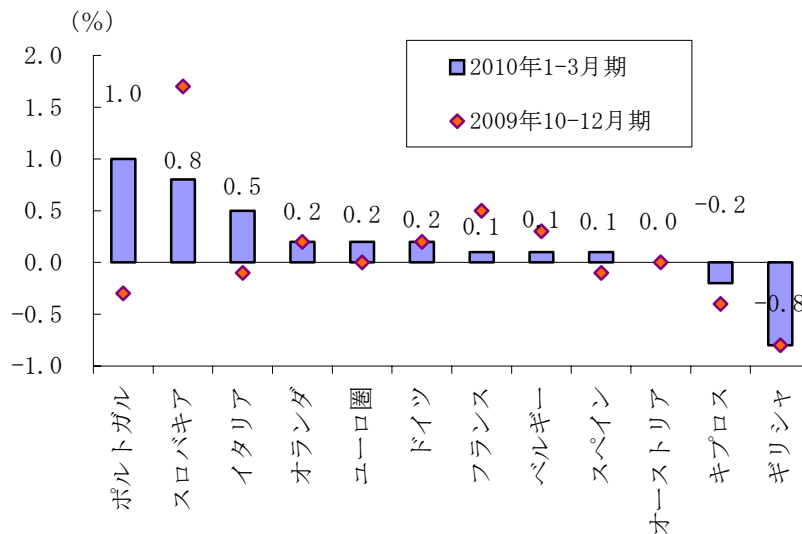
(要旨)

- ◇ 海外景気の回復とユーロ安による輸出の増加から、2010年1-3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.2%（同年率+0.8%）と事前予想を上回った。寒波による建設需要の不振からマイナス成長が予想されていたドイツが前期比+0.2%。また、これまで景気低迷が伝えられてきたイタリア（同+0.5%）、スペイン（同+0.1%）、ポルトガル（同+1.0%）などの南欧諸国にも回復の動きが広がってきた。一方、ギリシャは同▲0.8%と6四半期連続のマイナス成長。追加財政赤字削減策や市場の混乱の影響が今後健在化してくることから、政府が想定する2010年の成長率の達成は予断を許さない。
- ◇ 財政危機の連鎖を断ち切るためにポルトガルとスペインの両国政府は相次いで財政赤字の追加削減に踏み切る方針を表明している。ギリシャ同様に、これらの国でも今後景気下押し圧力が強まってこよう。両国とギリシャでは、①財政赤字の削減規模の面で、ギリシャが遥かに大きい、②ギリシャが景気後退の真っ只中で財政赤字の削減を開始したのに対し、ポルトガルやスペインは循環的にみれば景気が上向き、曲りなりにも回復局面に入った段階で財政再建に踏み出す、点で事情はやや異なる。財政再建が難しいことに代わりはないが、そのハードルの高さには大きな差がある。
- ◇ 今回のGDP統計で確認されたのは、財政不安がもたらすドイツ景気への恩恵だ。ギリシャを始め南欧諸国の財政不安の高まりは、これらの国々の国債利回りの急騰をもたらした一方、安全資産とみられるドイツの国債市場への資金流入を生み、金利低下につながっている。さらに財政不安によるユーロ安の加速は、ドイツの輸出企業に思わぬ恩恵をもたらしている。周辺国の財政再建との戦いは長丁場となるのが確実だが、市場がこうしたポジティブなデータフローに目を向けるならば、「ギリシャ財政危機」も過去の話となる日が来るかもしれない。

■ 海外景気の回復とユーロ安による輸出増加がユーロ圏の景気回復を後押し

2010年1-3月期のユーロ圏の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.2%（同年率+0.8%）と事前予想（同+0.1%程度）を上回る伸びとなった。景気の拡大ペースは引き続き緩やかなものにとどまるが、前期のゼロ成長からやや加速した。速報段階では需要項目別の詳細は公表されないが、予想を上回ったのは、海外景気の回復とユーロ安による輸出増加が影響したとみられる。ユーロ加盟16ヶ国のうち速報段階で公表されたのは11ヶ国。このうち、ギリシャとキプロスを除く9ヶ国がプラス成長となった（図表1）。

(図表1) 2010年1-3月期の実質GDP成長率(前期比)



注：図中の数字は2010年1-3月期。
出所：Eurostat

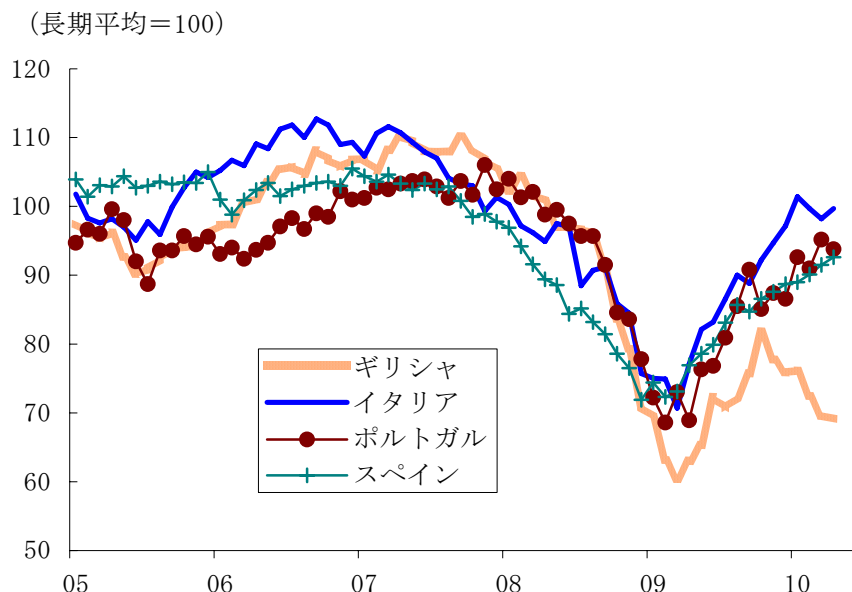
意外感があったのは、寒波による建設需要の不振からマイナス成長が予想されていたドイツが前期比+0.2%とプラス成長を記録したこと。さらに昨年10-12月期も当初の同横ばいから+0.2%に上方修正された。ドイツ連邦統計局によれば、設備投資、輸出、在庫投資、政府消費が前期比プラスとなり、建設投資と個人消費の落ち込みを相殺した。一方、前期のユーロ圏の成長を牽引したフランスは同+0.1%と小幅な伸びにとどまった。自動車買い替え支援制度の打ち切りにより、個人消費にブレーキが掛かった。

もう一つのポジティブ・サプライズは、これまで景気低迷が伝えられてきた南欧諸国に回復の動きが広がってきたこと。イタリアが前期比+0.5%（前期は同▲0.1%）、スペインが同+0.1%（同▲0.1%）、ポルトガルが同+1.0%（同▲0.3%）と、何れもプラス成長に転じた。なかでもスペインは住宅バブル崩壊の影響から大幅なマイナス成長が続いてきたが、7四半期振りのプラス転換。また、イタリアとポルトガルの成長率は予想外の高い伸びを記録した。各国の月次統計からは、海外景気の回復、景気刺激策の効果（特に自動車の買い替え支援制度）、企業マインドの改善などが景気回復を後押ししていると判断される。現に、製造業・サービス業・消費者・小売業・建設業のマインドを合成した経済センチメント指数（ECI）は、各国ともに昨年初を底に改善が続いており、長期平均（指数水準が100）に近いところまで回復してきた（図表2）。

一方、ギリシャの1-3月期の成長率は前期比▲0.8%と6四半期連続のマイナス成長を記録。同期の成長率を年率換算すると▲3.2%と、これまでのところ景気の落ち込みは、ギリシャ政府が想定する2010年の成長率（▲4.0%）よりも小幅なペースにとどまる。だが、3月と5月に相次いで打ち出した追加の財政赤字削減策によるデフレ圧力、4-6月期に入ってから金融市場の更なる混乱の影響は、今後顕在化してくる。

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2) 南欧諸国の経済センチメント指数



出所：Eurostat

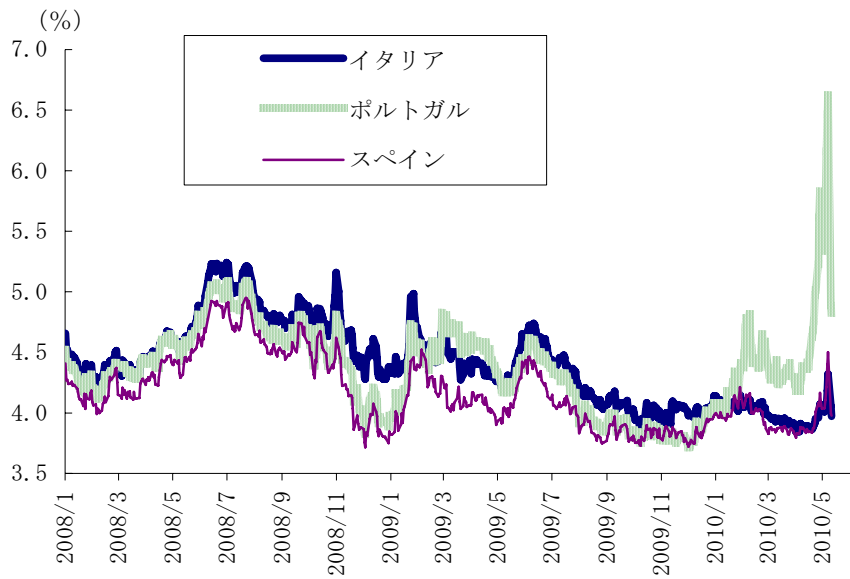
■ 制御可能な財政不安はドイツ景気に恩恵をもたらす

ギリシャ財政危機が市場でクローズアップされ始めたのは昨年11～12月。1-3月期にはポルトガルやスペインなど、ギリシャ以外の南欧諸国でも金利上昇が見られたが(図表3)、前述の各種要因がプラスに働くなか、これまでのところ経済全体では目立った悪影響を及ぼしていない。とは言え、他の南欧諸国でも4-6月期に入って金利は一段と上昇しているうえ、財政危機の連鎖を断ち切るためにポルトガルとスペインの両国政府は相次いで財政赤字の追加削減に踏み切る方針を表明している。ギリシャ同様に、これらの国でも今後景気下押し圧力が強まってくる筈だ。だが、両国とギリシャでは、①財政赤字の削減規模の面で、ギリシャが遥かに大きい、②ギリシャが景気後退の真っ只中で財政赤字の削減を開始したのに対し、ポルトガルやスペインは循環的にみれば景気が上向き、曲りなりにも回復局面に入った段階で財政再建に踏み出す、点で事情はやや異なる。財政再建が難しいことに代わりはないが、そのハードルの高さには大きな差があると言えよう。

このように財政危機は今後、歳出削減や増税による厳しいデフレ圧力に加えて、金利上昇と不確実性の高まりによる企業の資金調達環境の悪化など、南欧諸国を中心に景気を下押ししよう。その一方で、今回のGDP統計で確認されたのは、財政不安がもたらすドイツ景気への恩恵だ。ギリシャを始め南欧諸国の財政不安の高まりは、これらの国々の国債利回りの急騰をもたらした一方、安全資産とみられるドイツの国債市場への資金流入を生み、金利低下につながっている(図表4)。さらに財政不安によるユーロ安の加速は、ドイツの輸出企業に思わぬ恩恵をもたらしている。無論、今後は周辺国の経済状況が一段と悪化するなかで、ユーロ安と金利低下によるドイツ経済へのプラス面のみに目を向けるのは一面的だ。だが、財政危機への対応からECBが「出口戦略」を後退させ、中核国の景気実態と比べて金融政策が緩和気味に運営されることもあり、中核国の景気拡大はむしろ加速していくことになろう。周辺国の財政再建との戦いは長丁場となるのが確実だが、市場がこうしたポジティブなデータフローに目を向けるならば、「ギリシャ財政危機」も過去の話となる日が来るかもしれない。

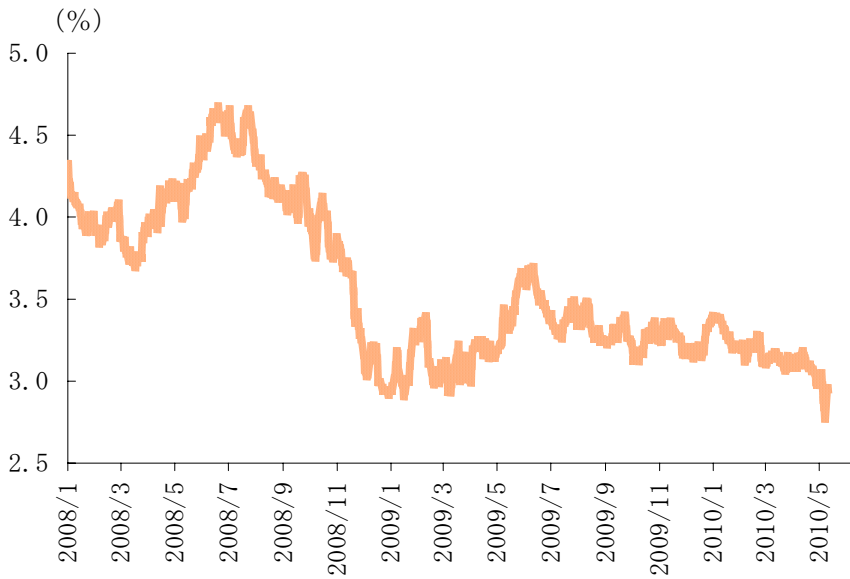
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表3) 南欧諸国の国債利回りの推移



出所: EcoWin

(図表4) ドイツの国債利回りの推移



出所: EcoWin

以上