

# EU Indicators

## 欧州経済ウィークリー (7/12~7/19)

発表日：2010年7月20日(火)

～ストレステストは予定調和な内容となろう～

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 (7/20~7/23) のポイント

注目のストレステストは日本時間の24日の深夜1時に発表される。最大の関心事である財政危機による潜在リスクの計測方法は、5月初の金融市場の混乱に匹敵する状況を想定するとの方針以外に、細部は明らかにされていない。政府関係者の発言や各種報道によれば、ギリシャを含む加盟国の完全なデフォルトは想定せず、財政不安の度合いに応じた国債のヘアカット（担保価値の目減り）を想定するようだ。だが、最終的な決着は蓋を開けてみないと分からない。政策当局の手元には複数の想定シナリオに基づく結果があるのだろう。市場の反応を見定めつつ、甘過ぎる想定でストレステストを実施する意義に疑問符が投げ掛けられることも、厳しすぎる想定で金融不安を引き起こすことも無いように、慎重に落とし所を探っている。つまり、ストレステストは予定調和に過ぎず、ノーサプライズの結果しか出てこないというのが筆者の見立てだ。公表前日に予定される財務相の電話会談では、その最終決断が下されよう。

査定の前提条件が甘すぎるとの批判は、昨年5月の米国のストレステストの公表直後にも見られたもので、今回もそうした声が挙がることは間違いない。ただ、ソブリンリスクの計測方法に関する報道が幾つか出た時点で、甘過ぎるとの批判が挙がった割に、市場はことさら事を荒立てる気配を見せなかった。市場の懸念が本物であれば、結果公表を待つことなく、既に売り圧力を浴びせていて然るべきではないだろうか。少なくとも1~2ヶ月前のマーケットであれば、そうした反応を見せていた筈である。

ストレステストに対する安心感を提供する一助となっているのは、①スペインの貯蓄銀行、ドイツの州立銀行、ギリシャの銀行など、資本不足が問題となりそうな銀行群にある程度の目星が付いていること、②対象国には2008-09年の金融危機時に創設した公的資金の注入スキームが存在し、資金規模もひとまず十分な金額を確保している、③各国の資金注入スキームで足りない場合、5月に創設した総額7,500億ユーロの欧州金融安定化メカニズムを援用することに政策当局が前向きな姿勢を表明している点が挙げられる。

資本不足と認定される銀行の多くは自力増資が困難と考えられる。その場合にも、スペインでは昨年6月に創設された「銀行の秩序ある再編のための基金（FROB）」、ドイツでは2008年10月に創設された「金融市場安定化基金（SoFFin）」といった既存スキームが利用可能だ。FROBは本年6月末に基金の利用期限を迎えたが、スペイン政府は基金の利用期間の延長をEUに求める方針を明らかにしている。ギリシャに既存スキームはないが、5月初のEUとIMFの融資受け入れ条件の1つに過小資本行への公的資金注入を可能とする「金融安定化基金」の創設が盛り込まれており、今月末を目処に基金が作られる計画だ。

基金の規模は、スペインのFROBが最大990億ユーロの拠出が可能とされ、このうち6月30日時点で貯蓄銀行の再編に用いられた金額は120億ユーロ。残りの870億ユーロが資本注入に充当できる。ドイツのSoFFinは資本注入に最大800億ユーロの拠出が可能とされ、うち280億ユーロを08年の銀行救済時に利用済みだ。したがって、未使用枠は520億ユーロとなる。ギリシャの基金の規模は100億ユーロを計画している。噂される全体で800~900億ユーロ程度の資本不足であれば、ひとまず十分な規模を確保していると言えよう。

## ■ 先週（7/12～7/19）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	修正
7/12 (月)	(ユーロ) 財務相会合 (英) 1-3月期実質GDP (前期比) (r) (前年比) (r)	— +0.3% ▲0.2%	— +0.3% ▲0.2%	— +0.3% ▲0.2%	— — —
7/13 (火)	(EU) 財務相会合 (ギリシャ) 26週物政府短期証券入札 (独) 7月ZEW景況感 (先行き) (現況) (仏) 6月消費者物価 (前月比) (前年比) (西) 6月消費者物価 (前月比) (前年比) (英) 6月RICS住宅価格 (英) 6月消費者物価 (前月比) (前年比) (英) 5月DCLG住宅価格 (前年比)	— — +21.2 +14.6 0.0% +1.5% +0.2% +1.5% +9.0% +0.1% +3.2% +11.0%	— — +25.3 ▲1.2 0.0% +1.5% +0.2% +1.5% +20.0% 0.0% +3.1% +10.2%	— — +28.7 ▲7.9 +0.1% +1.6% +0.2% +1.8% <del>+22.0%</del> +0.2% +3.4% +10.1%	— — — — — — — — +21.0% — — —
7/14 (水)	(ユーロ) 6月消費者物価 (前月比) (前年比) (r) (ユーロ) 5月鉱工業生産 (前月比) (前年比) (英) 6月ネーションワイド消費者信頼感 (英) 6月失業率 (失業給付) 失業給付申請件数 (前月差、千人)	0.0% +1.4% +0.9% +9.4% 63 4.5% ▲20.8	0.0% +1.4% +1.2% +11.4% 62 4.5% ▲20.0	+0.1% +1.4% <del>+0.8%</del> <del>+9.5%</del> 65 4.6% ▲30.9	— — +0.9% +9.6% 66 — ▲31.1
7/15 (木)	(ユーロ) ECB月報公表 (EU) 6月新車登録台数 (前年比) (ギリシャ) 4月失業率	— ▲6.9% 11.9%	— — 11.9%	— ▲9.3% 11.6%	— — —
7/16 (金)	(ユーロ) 5月貿易収支 (10億ユーロ)	▲3.0	+0.8	+1.4	+0.1
7/19 (月)	(ユーロ) 5月经常収支 (10億ユーロ) (英) 7月ライトムーブ住宅価格 (前月比) (前年比)	▲16.7 ▲0.6% +3.7%	— — —	▲6.9 +0.3% +5.0%	▲7.5 — —

(注) コンセンサスはBloomberg調査。(r)は改定値。取消線のある値は修正前。

## ■ ユーロ圏：米中景気減速懸念がドイツの景況感を下押し

### <ドイツ (7/13) : 7月ZEW景況感>

7月のドイツのZEW景況感(見通し)は21.2と、前月の急落(45.8→28.7)から一段と低下した。「今後6ヶ月の業況が改善する」と回答した割合が前月より4.1%ポイント低い37.6%、「悪化する」と回答した割合が前月から3.4%ポイント高い16.4%。引き続き「改善する」との回答が上回っているものの、モメンタムの悪化に歯止めが掛からない。一方、現況指数は14.6と、2008年7月振りにプラスに転じた。「景気の現状が改善している」と回答した割合は前月から11.6%ポイント高い24.7%、「悪化している」と回答した割合は前月から10.9%ポイント低い10.1%。

【評価】 同景況感は金融市場参加者を調査対象とし、今回の調査期間は6月28日～7月12日。一方的なユーロ安に歯止めが掛かり、CDSスプレッドがピークアウトした時期と重なったが、先行きの慎重姿勢が一段と広がった。米中景気の減速懸念が影響した模様。

### <ユーロ圏 (7/14) : 6月消費者物価>

6月のユーロ圏の消費者物価は速報段階と変わらず前年比+1.4%。5月の同+1.6%から縮小に転じた。主因はエネルギー価格の上昇が一服したこと(5月:同+9.2%→6月:同+6.2%)。前月比では横ばい

と、前月の同+0.1%から縮小。エネルギーを除くベースでは同+0.8%→同+0.9%と上昇率が小幅加速。コア指数（エネルギー、食料、アルコール飲料、タバコを除く）も同+0.8%→同+0.9%に小幅加速した。

【評価】 コア物価の前年比の伸び率が前月対比で小幅加速したが、統計開始以来の低水準となった前月から僅かに0.1%ポイント高くなったに過ぎず、金融政策判断に与える影響は皆無だろう。

## ■ 英国： 足元の景気回復を裏付ける景気指標と先行きの減速を示唆するマインド指標

### <英国（7/13）： 6月消費者物価>

6月の英国の消費者物価は前年比+3.2%と前月（同+3.4%）から上昇率が縮小。4月の同+3.7%をピークに縮小基調にある。コア指数（エネルギー、食料・アルコール飲料・タバコを除く）は同+3.1%と、前月（同+2.9%）から小幅加速。

【評価】 コア指数の上昇率がやや加速したが、VAT税率引き上げの影響で上振れしている本年1月以降のトレンド（同+2.9%～+3.1%）に沿った動きで、インフレ圧力が高まった訳ではない。

### <英国（7/14）： 6月失業率>

6月の英国の失業率（失業給付の受給者数が占める割合）は4.5%と前月（4.6%）から一段と低下。昨年9月から本年1月にかけての5.0%をピークに低下基調が続いている。失業保険の受給者数は前月差▲2万8百人と5ヶ月連続で減少した。

【評価】 足元は景気回復基調を映じ、雇用環境も改善が続いている。問題は財政引き締めに伴う景気回復の持続性。同日発表の6月のネーションワイド消費者信頼感が2ヶ月連続で低下したことから分かる通り、緊急予算案の発表を受け、先行きの消費マインドが慎重化している。

## ■ 先週（7/12～7/19）発表した欧州経済関連のレポート

- ・ 「ギリシャ政府はEU・IMF支援下で初の入札に成功」～幾つかのポジティブな兆候はあるが、真の市場復帰までには長い道のり～（7/14）

以上