

EU Indicators

欧州経済ウィークリー (7/20~7/23)

発表日：2010年7月26日(月)

～予備軍も合わせれば30行近くが資本不足～

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 (7/20~7/23) の回顧と今週 (7/26~7/30) のポイント

欧州銀行のストレステストは、景気悪化による資産焦げ付きと保有国債の価格下落が生じた場合、91の対象銀行のうち7行で自己資本比率が6%を割り込み、資本不足になると認定された。7行全体の資本不足額は35億ユーロにとどまり、数百億ユーロとの事前予想を大きく下回った。資本不足と認定されたのはギリシャ、スペイン、ドイツの銀行で、これらの国には公的資金の注入スキームが準備されており、資本基盤の強化に問題はない。だが、①国債のデフォルトリスクを想定せず、②価格下落リスクは短期売買目的のトレーディング勘定のみを対象とし、③各国のヘアカット率も必ずしも十分でなく、④景気悪化とソブリンショックの相互作用を十分に反映していないなど、前提が甘すぎるとの批判は免れない。資本不足の予備軍も20行程度存在し、今回の結果公表が金融システム不安解消の起爆剤となることは望めない。

とは言え、甘めの査定となる可能性があることは、金融市場もある程度は織り込んでいた。また、欧州銀行の資産状況やソブリン債の保有状況が個別に開示された点は評価できる。注目イベントを乗り越えたことで、目先は材料出尽くし感からユーロ相場も下値を探る動きが広がる可能性が高い。財政不安を抱える国の大型国債償還が当面ないことや、ユーロ圏のPMI指数やドイツのIFO企業景況感など、先週発表の経済指標で欧州景気の本質改善が確認されたことも、市場に買い安心感を提供しよう。

■ 先週 (7/20~7/23) 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
7/20 (火)	(独) 6月生産者物価 (前月比)	+0.6%	+0.2%	+0.3%	-
	(前年比)	+1.7%	+1.1%	+0.9%	-
	(英) 6月マネーサプライM4 (前月比)	0.0%	▲0.1%	0.0%	▲0.1%
	(前年比)	+3.0%	+2.9%	+2.8%	+2.7%
7/21 (水)	(英) BOE金融政策委員会議事録	-	-	-	-
7/22 (木)	(ユーロ) 7月PMI (総合)	56.7	55.5	56.0	-
	(製造業)	56.5	55.1	55.6	-
	(サービス業)	56.0	55.0	55.5	-
	(ユーロ) 5月鉱工業新規受注 (前月比)	+3.8%	▲0.1%	+0.9%	+0.6%
	(前年比)	+22.7%	+20.0%	+22.1%	+21.9%
	(ユーロ) 7月消費者信頼感	▲14	▲17	▲17	▲17
	(仏) 7月INSEE企業景況感	98	94	95	96
	(英) 6月小売売上高 (前月比)	+1.0%	+0.6%	+0.5%	+0.7%
	(前年比)	+3.1%	+2.4%	+3.4%	+2.9%
	7/23 (金)	(EU) 銀行ストレステスト公表	-	-	-
(独) 7月IFO景況感 (総合)		106.2	101.5	101.8	-
(現況)		106.8	101.8	101.1	-
(予想)		105.5	101.6	102.4	-
(仏) 6月消費者支出 (前月比)		▲1.4%	+0.3%	+0.7%	+0.6%
(前年比)		▲1.9%	+0.5%	+1.9%	-
(英) 4-6月期GDP (前期比)		+1.1%	+0.6%	+0.3%	-
(前年比)	+1.6%	+1.1%	▲0.2%	-	

(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。

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。

■ ユーロ圏：米中景気減速が懸念されるが、ドイツの企業関係者は輸出拡大になお自信

<ユーロ圏 (7/22) : 7月PMI指数>

7月のユーロ圏のPMI総合指数は56.7と、小幅低下を見込む事前予想を覆し、前月(56.0)から小幅改善した。内訳は、製造業指数が前月:55.6→今月:56.5、サービス業指数が55.5→56.0と何れも前月を上回った。同日発表されたドイツのPMI指数は製造業・サービス業ともに改善、フランスのPMI指数もサービス業主導で前月を上回った。

【評価】 ユーロ圏の総合指数は4月(57.3)をピークに2ヶ月連続で改善モメンタムが低下してきたが、欧州財政危機に対する過度な悲観論が後退するなか、7月の企業マインドは改善基調に復帰。だが、新規受注指数の改善モメンタムに勢いはなく、米中景気減速懸念が広がるなかで、先行きの海外景気の方針に慎重姿勢が広がっていることを確認。

<ドイツ (7/23) : 7月Ifo企業景況感指数>

7月のドイツのIfo企業景況感指数は、前日発表のPMI指数に続き、事前予想比大きく上振れした。総合指数は前月:101.8→今月:106.2に上昇し、2007年7月(106.4)以来の水準に復帰。内訳は、現況指数が101.1→106.8、予想指数が102.4→105.5と、何れも前月を大きく上回った。業種別の業況判断DIも、製造業が+2.9→+11.6、建設業が▲17.1→▲13.9、卸売業が+3.6→+15.6、小売業が▲9.9→+3.7と何れも改善。サービス業の業況判断DI(未季調値)は+15.5→+18.0とこちらも前月を上回った。

【評価】 先週発表の7月のZEW景況見通し指数が3ヶ月連続で低下したのに対し、Ifoの企業景況感指数は予想指数でも大幅に改善、2006年3月(105.4)の高値を更新した。金融市場参加者が調査対象のZEW指数は、財政不安が払拭されないことに加え、米中景気減速懸念がマインドに大きく影を落としている。一方、足元でややユーロが反転基調にあるが、企業関係者は先行きの輸出拡大に自信を深めている。

■ 英国：4-6月期の成長ペースは加速するも、先行きには不透明要素

<英国 (7/21) : BOE金融政策委員会議事録 (7/7~7/8) >

7月7~8日の金融政策委員会では、前回会合に引き続きセンタンス委員が政策金利の0.25%の引き上げを主張。キング総裁を含む他の7名の政策委員は金利の据え置きで一致。また、資産買い取りスキームの枠を現行の2,000億ポンドで据え置くことについては全会一致で可決した。

景気判断は回復持続を見込むものの、マインド指標に減速の兆しが見られるほか、欧州財政危機の方針には引き続き不透明感が残る。緊急予算案による景気への影響は不確実性が大きい、中長期的にはプラス要因となっても、短期的には下押し要因となる可能性が高い。インフレ率も目先上振れを予想。6月の消費者物価の上昇率は鈍化したものの、年後半にかけて再び上昇ペースが加速する公算。来年1月からはVAT税率引き上げの影響で、ヘッドラインの物価指数に更なる上押し圧力。これまでのところ、表面物価の上昇に応じて、家計の中長期的なインフレ期待が高まった形跡はなく、賃上げ率も抑制されている。

上記の景気・物価判断に基づき、委員会は政策スタンスの緩和・引き締め両方の可能性を検討したが、最終的には大多数の委員は政策金利の据え置きが妥当と考えた。供給過剰の状態であることを加味すれば、

ひとたび一時的な物価の押し上げ要因が剥落すれば、インフレ率は何れ沈静化する。こうしたシナリオに対するリスクは上振れ・下振れ両方が考えられる。利上げを主張した委員は、経済環境は過去12ヶ月で好転し、インフレ見通しは段階的な利上げを正当化できるところまで十分にシフトしており、2008-09年の経済・金融危機時に導入した非常時対応の金融刺激策の幾つかを打ち切る段階に差し掛かっていると主張。

【評価】 足元の英景気はマインド指標の悪化を除けば堅調な回復基調を続けている。だが、先の緊急予算案が景気に与える影響は極めて不確実性が高い。ヘッドラインのインフレ率は、エネルギー価格の上昇やVAT税率の引き上げなど一過性の要因によって上振れしているに過ぎず、中長期的なインフレ期待に点火する兆しが見られない以上、当面は様子見姿勢を継続するとの委員会の結論は妥当と言える。今回の会合では、センタンス委員が主張する利上げの可能性だけでなく、利下げの可能性についても検討を加えたことが示された。政策委員会の中でも、先行きの金融政策の方向性を巡って意見が割れており、緊急予算案の与える影響について新たな判断材料が出てくるまでは政策変更は行われまいだろう。なお、次回8月4～5日の会合からは、NIESR（英国立経済社会研究所）の所長を務めるウィール氏が新たに政策委員に加わる。同氏は、先行きの景気下振れリスクが足元のインフレ懸念を和らげているとの考えから、現行の政策スタンスの継続を支持しているとされる。

<英国（7/23）：4-6月期GDP（一次速報値）>

4-6月期の英国の実質GDP成長率（速報）は前期比+1.1%と事前予想（同+0.6%）を大幅に上回る成長を記録。1-3月期の同+0.3%から成長ペースが大きく加速した。昨年10-12月期以来、3四半期連続のプラス成長が続いている。業種別には、農業（同+0.3%＜前期は同▲2.2%＞）、製造業（同+1.6%＜同+1.4%＞）、建設業（同+6.6%＜同▲1.6%＞）、卸売・宿泊・飲食業（同+0.7%＜同▲0.7%＞）、ビジネス向けサービス・金融業（同+1.3%＜同+1.0%＞）、政府（同+0.9%＜同0.0%＞）がプラス成長の一方、鉱業（同▲0.8%＜同▲0.5%＞）、公益（同▲1.6%＜同+0.4%＞）、運輸・倉庫・通信業（同▲0.7%＜同+0.2%＞）がマイナス成長となった。

【評価】 1-3月期の天候不順で先送りされた建設需要の盛り上がりや、海外景気の回復とポンド安基調に支えられた製造業活動の拡大持続、金融業の業績回復などを支えに、4-6月期の英国景気は力強い成長を記録した。但し、足元では住宅価格が軟化に転じているほか、家計・企業マインドに頭打ち感が強まっている。緊急予算案による財政引き締めの影響など、先行きの不透明要素も多い。なお、需要項目別の詳細は8月27日の二次速報値で公表される。

■ 先週（7/20～7/26）発表した欧州経済関連のレポート

- ・ 「欧州財政危機は最悪期を脱したか？」～ひとまず沈静化するも、リスクはむしろ年末から来年にある～（7/21）
- ・ 「ドイツの国債入札は札割れ」～財政不安の沈静化を反映したもの～（7/22）
- ・ 「ストレスフリーなストレステスト」～ソブリンショックは個別銀行の開示項目から読み解く必要～（7/26）

以上