

みずほ欧州経済情報

2009年3月号

欧州経済・金融市場の概況

■ トピックス：内外に不安材料を抱える欧州景気動向と中東欧リスク

- ・ 金融システムの機能不全によって景気下振れリスクが拭えない中、EUは金融機関救済の共通指針を発表。しかし、対策を各国の責任に委ねるとし、具体的な対策はなし。他方、英国は損失補てんスキームの詳細を発表
- ・ 危機が懸念される中東欧諸国への包括的な救済パッケージは見送られたものの、EU首脳会議では個別救済の方針を確認。西欧への影響が懸念されるため、今後は各国別に支援を実施していく公算。但し、中東欧諸国のためにユーロ導入基準の緩和は検討すべきではない。10年かけて築いたユーロへの信認を損ねることになりかねない
- ・ 世界的に景気悪化が深刻化する中、欧州も追加の財政出動や金融システム安定化に向けた踏み込んだ対策が求められるところ。EU主要国のリーダーシップに期待

<ユーロ圏経済>

■ 景気・物価動向

- ・ 生産や受注が一段と落ち込むなど、大幅な景気悪化が持続
- ・ ディス・インフレ傾向が続く中、一部の国ではデフレが懸念される

■ 金融政策

- ・ ECBは50bpの利下げを決定し、主要政策金利は1.5%。トリシェ総裁は追加利下げの可能性を示唆
- ・ 政策金利のコリドーのバンド縮小と共に主要政策金利は0.5%まで引き下げられると予想

<英国経済>

- ・ BOEは政策金利を0.5%に利下げすると同時に、国債買い取りを発表、量的緩和政策に移行。金融危機によって景気悪化が深刻化する中、英国は金融・財政一体となって政策総動員の体制

みずほ総合研究所

2009年3月18日発行

※当レポートは情報提供のみを目的として作成されたもので、商品の勧誘を目的としたものではありません。

1. トピックス：内外に不安材料を抱える欧州景気動向と中東欧リスク

10～12 月期のユーロ圏実質 GDP は内外需要の悪化が鮮明

輸出が大幅に減少

住宅バブル崩壊によって投資の悪化幅が拡大したほか、個人消費も大きな落ち込み

「意図せざる在庫」が増加。09 年半ばにかけて在庫調整を強いられることに

頼みの綱は景気刺激策だが、需給ギャップを埋める規模とは言えず(下支え要因であることには間違いがないが)

10～12 月期のユーロ圏実質 GDP は前期比▲1.5% (年率▲5.7%、速報値から変わらず)と大幅に悪化したことが確認された(図 1)。08 年の半ば頃から減速感が始まったユーロ圏景気は、昨年の「リーマン・ショック」によって一段と悪化した。大幅なマイナス成長は、金融危機による融資姿勢厳格化や貿易信用の収縮によって受注、貿易量の急減につながったこと、住宅バブルに沸いてきた諸国の調整が一段と加速したことが要因である。

需要項目をみると、実質輸出が前期比▲7.3%と大幅に減少したことで、外需寄与度は前期比▲0.8Pt となった。輸出ウェイトの大きい米国や英国の景気悪化が鮮明となったことに加え、高い伸びを続けてきた中東欧やロシアなど新興国向け輸出の急激な落ち込みが要因である。金融危機によって貿易信用が引き締められ、中東欧諸国が資本流出圧力に晒されている中、輸出環境は引き続き厳しい状況が続くだろう。

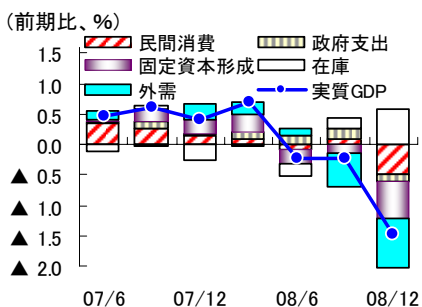
内需も総じて悪化した。ユーロ圏景気の拡大を牽引してきた固定資本投資は前期比▲2.7%と、現行統計が開始された 95 年以降で最大の落ち込みとなった。内訳は未発表だが、住宅・建設投資の調整が一段と深まったことに加え、機械設備投資も減少したとみられる。資本ストック循環を描くと、固定資本投資は循環的な調整局面に入っており、先行きも固定資本投資のマイナスが続くと見込まれる(図 2)。

個人消費も前期比▲0.9%と大きく減少した。ユーロ圏個人消費の 2 割超を占めるドイツの低迷が続いたほか、住宅バブル崩壊に見舞われているスペインは悪化幅が拡大した。今後、景気悪化によって雇用調整が加速する見通しであり、消費の低迷が続くと予想される(図 3)。

内外の需要が冷え込む一方、在庫寄与度は前期比+0.6Pt と成長率の押し上げに寄与した。しかし、これは「意図せざる在庫」の積み上がり過ぎず、ポジティブに評価できない。09 年入り後は在庫調整の本格化によって(既に調整は始まっている)、少なくとも 09 年半ばにかけてユーロ圏景気はマイナス成長が続くとみている。

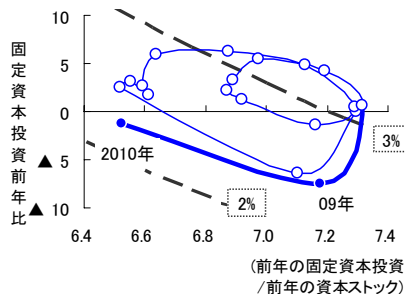
民需悪化が鮮明となる中、期待されるのは各国の景気刺激策の効果である。一部では既に効果が出始めており、ドイツでは新車購入インセンティブ(新車登録後 9 年超の旧型車から低排ガス車への買い替えに 2,500 ユーロの補助金を支給)によって 2 月の新車販売(登録台数)が前年比+21.5%と、西欧

図 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率



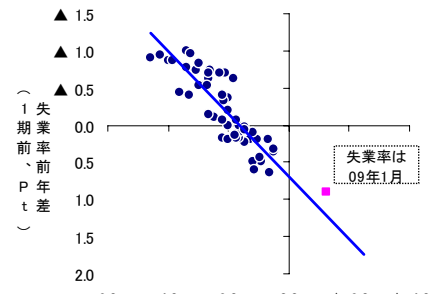
(注)在庫は誤差脱漏含む
(資料)Eurostat

図 2 ユーロ圏資本ストック循環



(注)期待成長率(点線)は資本係数伸び率0.04、除却率4.2%にて算出・太字は当社予測(09年～2010年)
(資料)欧州委員会、みずほ総研

図 3 ユーロ圏のオウケンの法則



(資料)Eurostat

諸国の中では例外的な好調さを記録した(図 4)。減税規模は台数ベースで 60 万台程度に相当すると見込まれ(08 年新車登録台数の 2 割程度)、現地ではこの効果への期待が高まっているようだ。もっとも、今後は雇用調整が一段と進むことで家計所得が圧迫されると予想される中、対策効果の持続性に疑問なしとは言えない。加えて経済対策による景気押し上げ効果は EU 全体で 0.8Pt 程度と試算されており(欧州委員会)、景気の下支え要因ではあることには違いないが、深刻な景気悪化による需給ギャップのマイナス幅を埋めるほどの規模とは言えない。

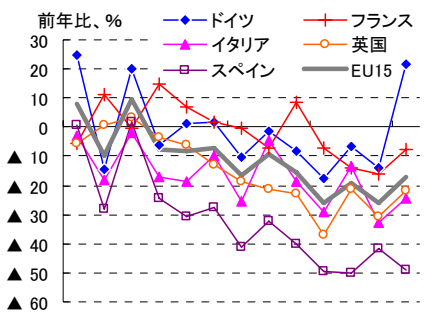
中小国のファイナンス懸念も抱え、欧州勢は追加の財政出動に消極的

欧州各国は追加の財政出動に慎重姿勢である。G 20(3/13、14)において米国が提案した「GDP 比 2%超の財政出動」に対しても、財政健全化を志向するドイツばかりか、米国寄りと思われがちな英国を含め、欧州は総じて反対姿勢を示したようである。もっとも、足元でアイルランドやイタリア、ギリシャなど財政悪化が懸念される諸国の国債利回りスプレッド(対ドイツ国債利回り)がユーロ導入以来の水準まで上昇しているという状況下、財政赤字拡大が一部の国におけるファイナンス懸念を一段と高めかねないという事情もあろう。

2009 年のユーロ圏成長率は ▲2.6%と予測。2010 年も緩慢な回復に留まる見通し

以上を踏まえ、当社では 2009 年のユーロ圏実質 GDP 成長率見通しを前年比 ▲2.6%、2010 年を同 +0.5%との予測に改定した(図 5、3/13)。09 年半ばにかけては在庫調整によってマイナス成長が続くとみており、年後半以降は欧米や中国の景気刺激策が世界的な需要悪化に歯止めをかけると期待される。但し、欧州では域内の住宅バブル崩壊の影響や中東欧の不均衡是正圧力といったリスク要因を抱えており、2010 年にかけても景気停滞感が続く可能性が高いとみている。

図 4 欧州各国の新車登録台数



(資料)ACEA

図 5 ユーロ圏経済見通し(3/13 発表)

	2007年 (実績)	2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)	2008年		2009年	
					上期	下期	上期(予)	下期(予)
実質GDP	2.6	0.7	▲2.6	0.5	1.6	▲2.2	▲4.1	0.1
民間消費	1.6	0.6	▲0.2	0.4	0.5	▲0.7	▲0.4	0.5
政府消費	2.4	2.0	1.3	1.6	2.3	1.9	0.7	1.8
固定資本形成	4.3	0.6	▲7.5	▲1.3	2.3	▲5.0	▲10.4	▲3.9
外需(寄与度)	0.3	0.0	▲0.4	0.1	0.8	▲1.8	0.1	0.0
輸出	6.1	1.8	▲8.7	2.5	4.4	▲7.2	▲13.7	0.8
輸入	5.5	1.8	▲8.0	2.3	2.6	▲3.1	▲14.4	0.7
在庫・誤差脱漏(寄与度)	0.1	▲0.1	▲0.7	0.1	▲0.5	0.7	▲1.9	0.3
内需	2.4	0.7	▲2.2	0.4	0.8	▲0.4	▲4.3	0.1
消費者物価	2.1	3.3	0.7	1.5	3.5	3.1	0.7	0.8
コア・インフレ率	1.9	1.8	1.7	1.0	1.8	1.9	1.8	1.6

(注) 年は前年比。半年はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。成長率は稼働日数調整後。

(資料) Eurostat、みずほ総合研究所

リスクは下振れ。2010 年もマイナス成長に陥るとの見方も

見通しには下振れリスクが高い。ECB スタッフの経済見通し(3/5)においても、2010 年の実質 GDP 成長率は ▲0.7~+0.7%(中央値: ±0.0%)とマイナス成長が持続する可能性が示され、プラスに転じても極めて緩やかなテンポに留まるとの見通しである。

欧州委員会は金融安定化対策の共通指針を発表

見通しにおける最大のリスク要因は、金融の機能不全による景気下押し圧力の高まりである。景気悪化と信用収縮のスパイラルを防ぐための更なる金融安定化への取り組みが注目される中、欧州委員会は金融機関救済の指針を発表し(2/25)、EU 臨時首脳会議(3/1)でもこの指針に沿って対策を講じる

しかし、具体的な対策は「各国の責任」

英国は「損失補てんスキーム」の詳細を発表。証券化商品も対象に含まれるため、金融機関の損失拡大懸念を払拭する一助になることが期待される

しかし、価格算定に時間を要すると見込まれ、早期の対策効果は不透明

中東欧諸国の動向も西欧にとって大きなリスク要因

ことが確認された。指針には資産評価に関する共通基準(市場価格ではなく経済的価値を基準)や政府の介入基準といった原則が示された。金融機関に徹底した不良資産の開示をさせるため、スキーム参加に6カ月間の猶予期間を与えることも盛り込まれている。こうした原則が示された狙いは、①EU共通原則の導入によって対策に一貫性、透明性を確保しつつ、②危機に乗じた過度な政府介入を阻止して公正な競争環境を確保することにある。

金融安定化への取り組み自体は評価できる。しかし、不良資産を買い取る「バッドバンク」設立や保有資産への損失補てんスキームといった具体的な対策は各国の状況を考慮して「計画は各国の責任に委ねる」とした。各国の状況が異なるために包括パッケージがそもそも困難であるとは言え、国毎の財政余力に大きな差が生じている中、特にグローバルに展開する金融機関を抱える中小国は、ファイナンス懸念を抱えるために積極的な対策を打ち出していく。

EUが共通原則を発表した翌日、英国は1月19日に打ち出された金融安定化対策(詳細はみずほ欧州経済情報1月号をご参照下さい)のうち、金融機関の保有資産への損失補てんスキーム(Asset Protection Scheme, APS)の詳細を発表した(2/26)。対象となる資産は通常の企業向けローンに加え、レバレッジド・ローンやABS、CDOなどのストラクチャード資産を含み、一次損失(First loss)とその後に発生する損失の10%を金融機関が負担、残り90%の損失を英国政府が補填するという内容である。英財務省は「APSは将来の損失への補てんを提供することで大手金融機関のコンフィデンス改善に中心的な役割を担う」との期待を示した。同時に、英大手行RBSへの追加の公的資金注入とAPS参加が発表された。

英財務省の打ち出した一連の対策の主たる目的は、企業、家計への円滑な信用供与機能を維持することにある。既に実施されている資産購入ファシリティ(Asset Purchase Facility, APF)によるCP購入を通じて事業法人の資金調達を支援し、今回のAPSによって金融機関の損失見通しに対する不確実性を払拭することが期待される。いずれもコンフィデンス改善と金融システム正常化への第一歩と評価できよう。

しかし、今回の金融危機の発端となった複雑な証券化商品の資産価値算定には困難が予想される。「バランスシート分析には数カ月かかることが確実」(キングBOE総裁議会証言、2/26)であるため、信頼感の回復には時間を要することが見込まれる。また、英国における信用収縮懸念の一因には「外資系金融機関による貸出の相当量が引き上げられた」(英財務省、1/19)ことがあるため、英国単独の取り組みで解決できる問題でもない。

西欧の金融システム安定への大きなリスク要因として中東欧諸国の動向も注視が必要である。昨年10月にハンガリーがIMFやEUから支援を受けた後も中東欧地域の通貨は下落基調が続き、資本流出圧力に晒されている。成長の源泉であった海外マネーの流入が細り、主要輸出先である西欧の内需悪化によって中東欧諸国の景況感は急激に悪化している。中東欧諸国の危機は、同地域向けに多大なエクスポージャー(08年9月末時点で約8,600億

中東欧地域の直面している危機の要因はファンダメンタルズの不均衡

経常赤字が名目GDP比 10~20%近い国もあり、海外マネーへの依存度が極めて大

米大手格付け機関が親会社 (= 西欧金融機関) の格下げリスクに言及

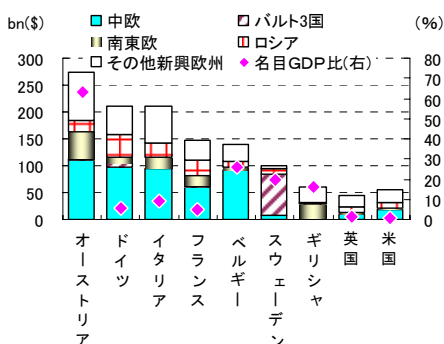
ドル)を有する西欧金融機関にとって他人事ではない(図 6)。懸念される最悪のシナリオは、一部の西欧金融機関(対外与信に占める新興欧州諸国向け(中東欧諸国を含む)比率の高い国はオーストリア、スウェーデン、ギリシャ、イタリア、ベルギーなどである)の危機が他の西欧諸国にドミノ倒しのように連鎖してしまうことである。

そもそも中東欧諸国の危機的状況はファンダメンタルズに大きな不均衡を抱えていたことに起因する。図 7 で示したように、バルト 3 国(ラトビア、リトアニア、エストニア)の外貨準備残高/対外短期債務比率(短期的な対外返済能力を示し、1.0 超が目安)は目安を下回り、リファイナンス懸念を抱えている(IMFから支援を受ける前のハンガリーも目安を下回っていた)。図 8 に示す家計向け金融機関貸出に占める外貨建てローン比率を見ると、ユーロとペッグしているバルト 3 国はともかく、変動相場制のハンガリー、ポーランド、ルーマニアで 5 割前後に達しており、昨年後半以降、通貨下落によって家計への負荷が高まり始めている(チェコは低金利が続いてきたため外貨調達インセンティブが働かず、外貨建てローン残高は小である)。

経常収支をみると、バルト 3 国、南東欧(ルーマニア、ブルガリア)では名目GDP比▲10~20%もの赤字が過去数年間続いており、海外マネーへの依存度が極めて高い(図 9)。これは内需過熱による貿易赤字の膨張が主因であり、信用バブル的な状況になっていたことを端的に示している。特にバルト 3 国やブルガリアでは、固定相場維持のために金融政策の自由度が無い中、適切なマクロ政策運営を怠った帰結と言える。他方、チェコやハンガリーは貿易収支が黒字に転じている。輸出競争力の高い外資系電機、自動車産業の資本蓄積が進んだためであり、国際収支の発展段階説の観点から言えば、「成熟した債務国」(輸出産業の成長によって貿易収支が黒字化した、過去の借入の利払い負担のために経常赤字が持続している状態)の段階に達している。また、財政面ではハンガリーの政府債務残高の高さが目立つものの、今後は景気悪化によって総じて財政悪化が予想される(図 10・11)。恒常的な経常赤字国である中東欧諸国は、資本流出圧力に晒されている中で財政のファイナンスのために海外マネーを呼び込まなければならないのである。

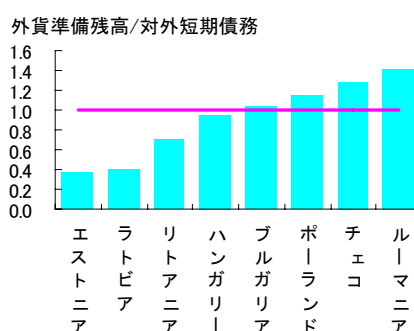
以上のように、「中東欧」といっても各国の置かれた状況は様々である。しかし、金融市場参加者に不安心理が蔓延していることで比較的にファンダメンタルズが健全なチェコも資本逃避圧力に晒され、危機が中東欧諸国全域

図 6 西欧金融機関の新興欧州向け与信



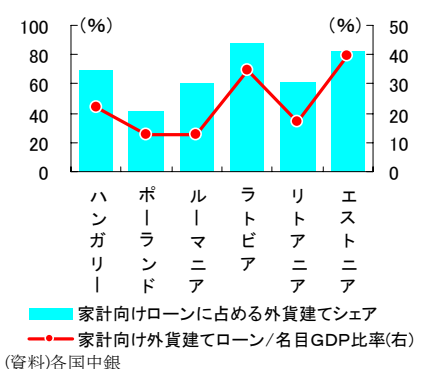
(注)08/9末時点。(資料)BIS, IMF

図 7 中東欧諸国の対外短期債務



(資料)JEDH, 各国中銀

図 8 中東欧諸国の家計外貨建て債務



(資料)各国中銀

に伝播している。こうした中、2月には米大手格付け機関が中東欧地域の景気悪化により同地域で事業展開する西欧金融機関の格下げリスクに言及し、一段と「中東欧リスク」への懸念が高まった。

このため、欧州復興開発銀行 (EBRD)、欧州投資銀行 (E I B)、世界銀行の3行は最大 245 億ユーロの金融支援策を発表した (2/27)。ハンガリーは中東欧諸国救済のために最大 1,800 億ユーロの基金創設を求める (3/1) など、E U による包括的な支援期待も出始めた。

しかし、E U 臨時首脳会議ではハンガリーの提案した包括的支援策を採択せず、個別に対策を講じる方針が示されたのみであった。これには財政支出拡大に消極姿勢を示すドイツの反対があったとされている。また、通貨安圧力が高まっている中東欧諸国の間で早期のユーロ導入機運が高まり、ユーロ導入のための条件緩和の期待も出ていたが、今回の会議では導入条件と手続きを変更しないことが確認された。

もっとも、ユーロ導入基準に関しては安易に緩めるべきではない。例えば 06 年のリトアニアのユーロ加盟申請に際して、インフレ率が基準を 0.1Pt 上回っていたために棄却され、リトアニア政府は欧州委員会の柔軟性を欠く対応に批判的であった。しかし、その後のリトアニアが内需加熱を抑制できず、10% 超のインフレ率を招いてしまった点から言えば、当時の判断は極めて正しかった。規模が小さい国とは言え、インフレ加熱を抑制できない国があること自体、E C B の「物価安定」というコミットに疑問符を投げかけられ、ユーロへの信認を損ねてしまう恐れが生じる。10 年かけて構築したユーロの信認を今回の危機に際して犠牲にすべきではない。

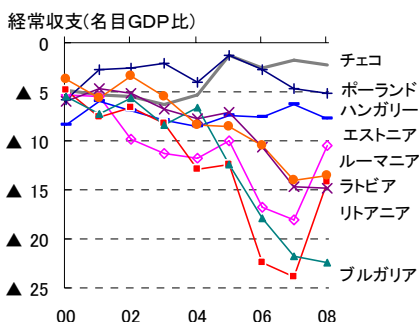
しかし、支援は継続すべきであり、臨時首脳会議で示されたように個別支援は今後も打ち出されるだろう。前述したように中東欧の危機は西欧に跳ね返る金融問題であることに加え、西欧にとっての生産基地となっていることで経済的な結びつきも強固となっている。地政学的な安定という観点からも、西欧が見捨てるという選択肢は考えにくい。中東欧諸国の短期的な景気見通しは非常に厳しいものの、E U という傘に守られ、危機に陥ることは回避されるだろう。一部報道によれば、E U は加盟国向けの支援枠 (昨年 12 月に 250 億ユーロに引き上げ。今のところハンガリー、ラトビアが IMF 支援と合わせて利用中、ルーマニアが申請中) を更に引き上げることを計画しており、次回の E U 首脳会議 (3/19) で話し合われる可能性があるという。

E U 臨時首脳会議は中東欧向け包括救済策を見送り

ユーロ導入基準は安易に緩和すべきではない。基準を緩めればユーロへの信認が傷つきかねず

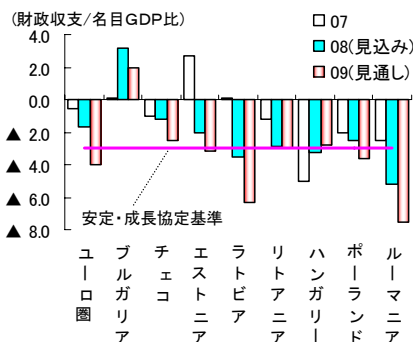
しかし、個別対応で支援されるだろう。金融、経済面、地政学的な安定の面から、E U が中東欧諸国を見捨てる選択肢は有り得ない

図9 中東欧諸国の経常収支



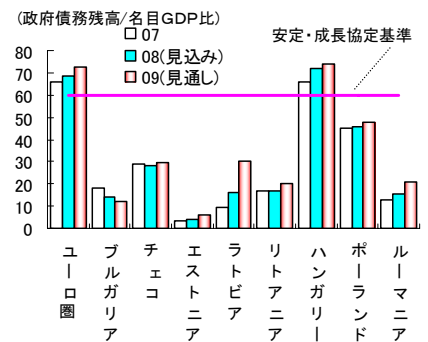
(注)08年はQ3までの累積 (資料)Eurostat、各国中銀

図10 中東欧諸国の財政収支



(注)欧州委員会経済見通し(2009/1)より作成

図11 中東欧諸国の政府債務残高



(注)欧州委員会経済見通し(2009/1)より作成

欧州に求められる追加の財政出動と金融安定化への更なる取り組み

世界的に景気悪化が深刻化している中、欧州も相応の責任を果たしていくことが必要であり、追加の財政出動が必要ではないか。また、金融システム安定化のために、欧州自身もより踏み込んだ対策を推進すべきではないか。欧州では金融機関が国境を越えて展開しており、3頁で指摘したように、単独の取り組みでは十分に効果が出ない可能性がある。信頼感を醸成させるためにも、EU主要国のリーダーシップの下、景気対策、金融安定化の両方において欧州の追加対策に期待したい。

2. ユーロ圏外需動向：中東欧、ロシア向け輸出が急減、先行指標である輸出受注も低迷

中東欧・ロシアなどの新興国向け輸出の落ち込みが顕著

12月のユーロ圏域外輸出は前月比▲0.9%と3カ月連続で減少し、10~12月期では前期比▲7.5%と統計開始以来の大幅な減少となった(図12)。仕向け先別では米国(同▲4.8%)やアジア新興国(7.8%)も落ち込んだが、EU域内(除くユーロ圏)向け(前期比▲11.7%)や近隣のトルコ(同▲22.2%)、ロシア(同▲14.1%)といった新興国向けの大幅な減少が目立った。新興国向けの落ち込みは世界的な金融危機による貿易信用の収縮の影響が大きいものと考えられる。

年明け後も輸出は悪化基調。先行指標に底打ちはうかがえず

主要国をみると、09年入り後も輸出の大幅な減少が続いている。1月のドイツ輸出は前月比▲4.4%、同フランスは同▲6.7%と、前年比では2割近く減少している(図13)。昨年後半以降、両国ともEU域内向けの輸出急減が輸出全体の押し下げ要因となっている。

先行指標である輸出受注DIも悪化が続いており、1~3月期も輸出は大幅に減少する可能性が高い。2月のユーロ圏輸出受注DI(欧州委員会サーベイ)は▲58.4(前月比▲9.3Pt)と過去最低を更新した。中東欧景気の急激な悪化などユーロ圏の輸出環境は厳しい状況が続いている。

3. ユーロ圏内需動向：09年入り後の生産、受注は一段と悪化

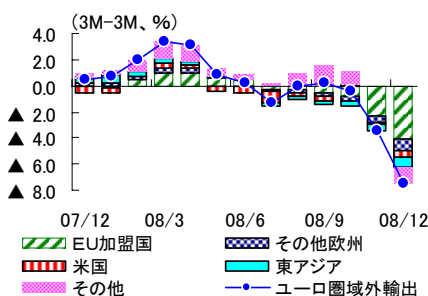
1月に入り生産活動は一段と悪化

12月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比▲2.7%と4カ月連続で低下し、04年1月以来の水準に落ち込んだ(図14)。09年入り後の生産は一段と悪化しており、1月のドイツ鉱工業生産指数は前月比▲7.5%、フランスが同▲3.1%低下した。昨年末にかけて在庫調整圧力が高まったため、09年に入り生産調整が加速している。

新規受注も一段と悪化

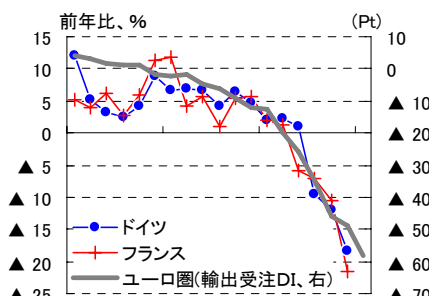
受注の落ち込みにも歯止めがかかる兆しはうかがえない。12月のユーロ圏

図12 ユーロ圏域外輸出



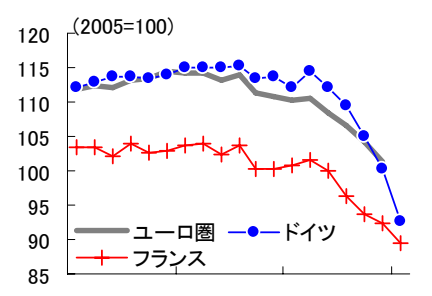
(注)東アジアは中国、アセアン、韓国、インド
 その他欧州はスイス、ノルウェー、トルコ
 (資料)Eurostat

図13 ユーロ圏主要国の輸出



(資料)ドイツ連邦統計庁、フランス税関、欧州委員会

図14 ユーロ圏鉱工業生産指数



(注)各国とも建設業を除く
 (資料)Eurostat、各国統計局

製造業(自動車以外の大型輸送機器)受注指数は前月比▲5.2%と8カ月連続で悪化した。内外の受注が冷え込んだことで03年6月以来の水準まで落ち込んでいる(図15)。09年入り後も悪化が続いており、1月のドイツ製造業受注指数は前月比▲8.0%低下した。ドイツは過去半年における低下幅がユーロ圏主要国の中で最も著しく、1999年5月と同水準まで悪化している。このため設備投資への慎重姿勢が強まっており、機械設備投資の先行指標となるドイツ国内資本財受注は前月比▲3.0%、97年8月以来の水準まで落ち込み、先行きの機械設備投資の大幅な悪化が示唆される。

ドイツ効果もあって2月のユーロ圏新車販売は好調

内需のもう一つの柱である個人消費は一部で明るい材料が出ているものの、全体としてみれば低調さが続いていると言える。1月のユーロ圏小売数量指数は前月比+0.1%と4カ月ぶりに上昇したが、過去3カ月の落ち込みに対して持ち直しは弱い(図16)。2月のユーロ圏新車登録台数(季節調整値)は前月比+8.0%と、ドイツ効果(2頁ご参照)もあって大幅な増加となった。もっとも、単月の結果であり、楽観はできない。

他方、雇用調整が徐々に加速

徐々に雇用調整が本格化しており、家計所得が圧迫されるために個人消費は低迷が続くと見込まれる。10~12月期のユーロ圏雇用者数は前期比▲454千人(前期比▲0.3%)と現行方式で発表されている95年以降、最大の減少となった(図17)。主因はスペイン(前期比▲432千人、▲2.1%)の落ち込みであるが、フランス(前期比▲0.2%)も2期連続で減少し、ドイツ(同+0.1%)でも鈍化が鮮明である。3四半期連続でマイナス成長が続くドイツは昨年未まで雇用情勢の底堅さが続いたために生産性が大きく悪化している。このため、今後は生産性の改善のために雇用調整が加速するだろう。失業統計をみると、2月のドイツ失業者数は前月比+42千人と増加に転じ、失業者増加ペースも徐々に拡大している。

4. ユーロ圏物価・金融政策：ECBは金融緩和姿勢を継続

2月のインフレ率は+1.2%と前月に続き低水準

エネルギー物価下落を主因にデイス・インフレ傾向が続いている。2月のユーロ圏消費者物価(HICP)上昇率は前年比+1.2%(前月比+0.1Pt)と前月から小幅に上昇した(図18)。しかし、前月に大きく低下した反動に過ぎず、デイス・インフレ基調が続く状況は変わっていない。

一部の国ではデフレ懸念も

各国毎の景気動向を映じてインフレ率にも格差が広がっている。ユーロ圏の中でも低インフレが続いてきたドイツが+1.0%(2月、HICP前年比上昇

図15 ユーロ圏製造業受注指数

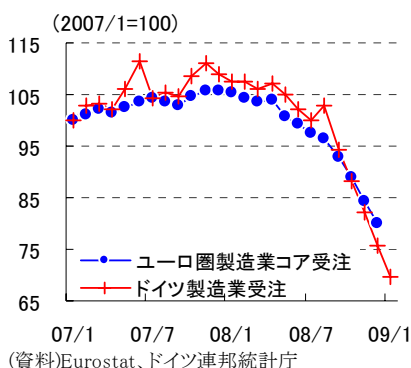


図16 ユーロ圏個人消費関連

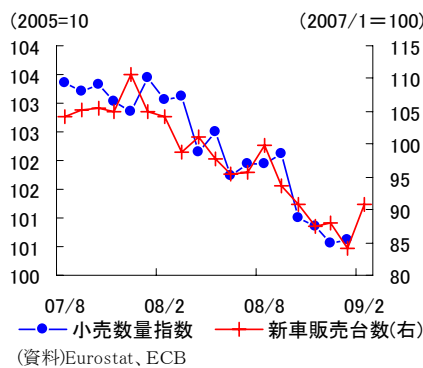
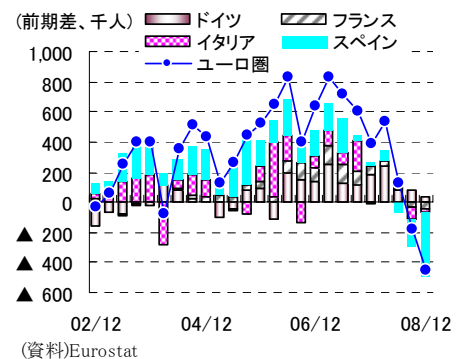


図17 ユーロ圏雇用者数



ECBは0.5%の追加利下げを決定。追加利下げの可能性も示唆

トリシェ総裁は市場金利が政策金利のコリドーの下限近辺に低下していることを強調

コリドーのバンドを縮小させ、政策金利は0.5%まで引き下げられるものと予想

率)の一方、相対的に高インフレであったスペインが+0.7%、アイルランドが+0.1%、ポルトガルが+0.1%とドイツを下回った。いずれもエネルギー物価による押し下げが大きいものの、エネルギーを除く財やサービス物価の伸びも大きく鈍化し始めている。スペインやアイルランドでは住宅バブル崩壊の影響で失業者が急増するなど景気悪化が深刻化しているだけに、デフレリスクが高まりつつあると言える。

金融政策では、ECBは3月政策理事会において0.5%の利下げを決定し、主要政策金利を1.5%とした。トリシェ総裁は「政策金利の下げ得る下限を決定していない」として追加利下げの可能性を示唆した。同時にECBは主要政策金利にて全額供給するオペ(1W、3M、6M)を09年末まで継続することを発表し、引き続き潤沢な流動性供給によって金融機関の資金繰りを支援していく方針を示した。

ECBが無制限の流動性供給を実施していることで無担保オーバーナイト金利(EONIA)は政策金利のコリドーの下限(ECBは主要政策金利-1%で預金ファシリティ金利を設定しており、これが市場金利の下限となる)近辺で推移している。今回、質疑応答でトリシェ総裁はこのEONIAが大きく低下していることを再三強調し、事実上、利下げ余地が限定されていることをほのめかした。

一部のECBメンバーからも「政策金利の下限は1%」といった発言が聞かれる。コリドーのバンドを変えないとすれば、主要政策金利は1%が下限ということになるからだろう(預金ファシリティ金利がゼロとなるため、市場金利もゼロ近辺に誘導されると見込まれる)。しかし、依然としてマネーマーケットの逼迫感が解消されず、金融機関がECBのオペへの依存度を高めている状況下、借入コストを低減させるためにはECBのオペに用いられる主要政策金利を引き下げることが求められよう。このため、今後はコリドーのバンド縮小が視野に入り、政策金利は09年内に0.5%まで引き下げられる可能性が高いと予想している。

6. 英国動向：英国景気は91年以来のリセッション入り

10~12月期英実質GDPは在庫削減の影響が大

10~12月期の英実質GDP(改定値)は前期比▲1.5%(速報値から変わらぬ)となった(図19)。需要項目を見ると、個人消費、設備投資の減少に加え、在庫が大きく減少した。これはユーロ圏と異なる点であり、相応に在庫調整

図18 ユーロ圏インフレ率

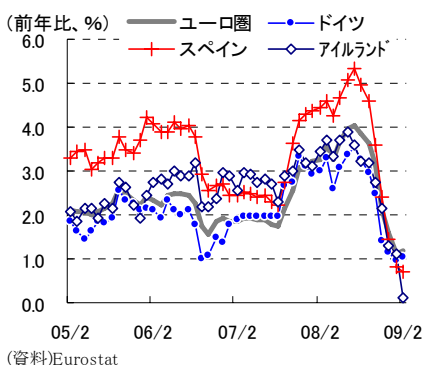


図19 英実質GDP

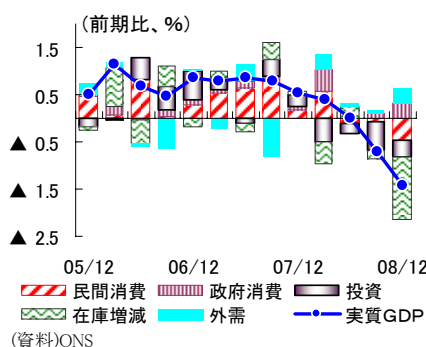
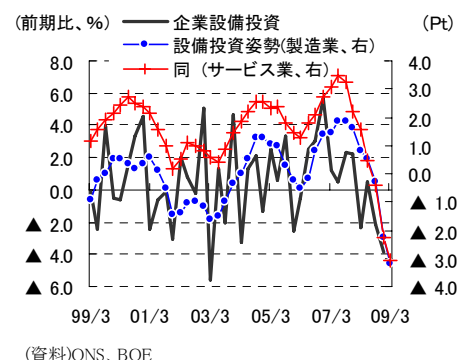


図20 英企業設備投資



景気を牽引してきた個人消費の悪化幅が拡大

が進んでいたことは先行きのプラス材料と言える。他方、外需は成長率の押し上げに寄与した。もっとも、内需低迷によって輸入の減少ペースが輸出の減少を上回ったに過ぎず、輸出が好調であったわけではない。

英景気を牽引してきた個人消費は前期比▲0.7%と3四半期連続で減少した。落ち込み幅、3四半期連続の減少はいずれも91年以来である。景気悪化によって失業者数が急増し始めており、雇用・所得環境の悪化が個人消費減少につながっている主因と言える。加えて、住宅価格下落による逆資産効果が顕現化していることで消費性向が低下(=貯蓄率が上昇)していることも消費抑制につながっている。

設備投資調整も本格化

企業の設備投資手控え姿勢も鮮明となった。10~12月期の企業設備投資は前期比▲3.9%と前期から悪化幅が拡大した(図20)。業種別には非製造業セクターの落ち込みが拡大しており、英GDPの3割程度を占める金融セクターの業況悪化による影響や先行きに対する悲観的見方が台頭していることが背景であろう。BOEのサーベイによれば、製造業以上にサービス業は設備投資への慎重姿勢を強めている。設備投資悪化は今後も続くと思込まれる。

住宅価格は既にピークから2割近く下落

住宅価格は下落に歯止めがかからない。2月の住宅価格指数(Nationwide調査)は前年比▲17.6%下落し、ピーク対比で既に2割程度の下落率となった。しかし、依然として価格割高感が解消されておらず、Nationwideによれば、08年10~12月期の住宅価格/所得比率は4.4倍と、2000年以前の過去平均(2.8倍)から大きく乖離したままである(図21)。金融不安による融資条件の厳格化やモーゲージ市場の機能不全による金融機関のローン供給制約が続く状況下、住宅市場の調整は長期化の様相を呈している。

BOEは追加利下げと同時に国債買い取りを発表。デフレ回避に向けて政策総動員の姿勢

3月の金融政策委員会(MPC)(3/4・5)では50bpの利下げが決定され、政策金利は過去最低の0.5%に引き下げられた(図22)。同時にBOEは国債の買い取りを発表し、量的緩和政策に移行した。スパイラル的な景気悪化を回避すべく、政府が発表したAPSと合わせ、金融・財政が一体となって政策総動員の体制である。もっとも、景気悪化によって民間の資金需要が落ち込み、金融システムの機能不全が続く中、BOEが意図するようなマネーサプライの増加につながるのかどうかには不透明感が残存する。

今後はECBも買い切りオペに踏み切る可能性があるともみており、金融危機対策で先行する英国の動向は注目である。

以上

図21 英住宅価格

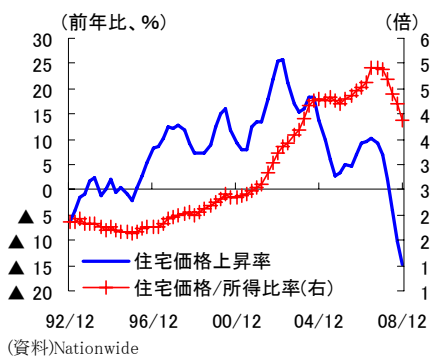
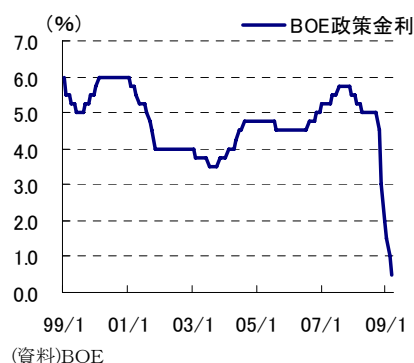


図22 英政策金利



巻末資料：欧州主要経済指標

実質GDP成長率(前期比、%)	06 Q1	Q2	Q3	Q4	07 Q1	Q2	Q3	Q4	08 Q1	Q2	Q3	Q4
ユーロ圏	0.8	1.1	0.5	0.9	0.7	0.4	0.6	0.4	0.7	▲0.3	▲0.3	▲1.5
ドイツ	0.8	1.5	0.7	1.1	0.4	0.4	0.6	0.3	1.5	▲0.5	▲0.5	▲2.1
フランス	0.6	1.0	0.0	0.6	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	▲0.3	0.1	▲1.2
イタリア	0.7	0.5	0.4	1.1	0.2	0.1	0.2	▲0.3	0.3	▲0.6	▲0.7	▲1.9
スペイン	0.9	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	0.6	0.6	0.4	0.1	▲0.3	▲1.0
英国	1.1	0.7	0.5	0.9	0.8	0.9	0.8	0.6	0.4	▲0.0	▲0.7	▲1.4
ユーロ圏統計	06 Q1	Q2	Q3	Q4	07 Q1	Q2	Q3	Q4	08 Q1	Q2	Q3	Q4
*設備稼働率(%)	82.3	83.3	83.7	84.2	84.5	84.1	84.0	83.8	83.7	82.8	81.5	75.0
雇用者数(前期比、%)	0.5	0.6	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4	0.1	▲0.1	▲0.3
妥結賃上げ率(前年比、%)	2.1	2.4	2.1	2.5	2.1	2.3	2.1	2.1	2.8	2.8	3.4	#N/A
労働生産性(前年比、%)	1.4	1.3	1.3	1.6	1.4	0.8	0.7	0.4	0.6	0.3	0.0	▲1.3
雇用コスト指数(前年比、%)	2.5	2.7	2.4	2.4	2.5	2.6	2.5	2.9	3.5	2.6	4.2	3.8
*経常収支(10億ユーロ)	0.4	▲0.2	▲2.9	8.9	13.4	16.2	10.2	▲3.5	▲6.6	▲7.9	▲21.5	▲27.2
名目GDP比(%)	0.0	▲0.0	▲0.1	0.4	0.6	0.7	0.5	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.9	▲1.2
	前月比						前年比					
	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09
*PMI製造業指数	45.0	41.1	35.6	33.9	34.4	33.5						
*PMIサービス業指数	48.4	45.8	42.5	42.1	42.2	39.2						
*景況感指数(欧州委員会)	88.9	81.6	76.8	68.9	67.2	65.4						
鉱工業生産指数	▲1.9	▲1.7	▲2.3	▲2.7	#N/A	#N/A	▲3.1	▲5.8	▲8.1	▲11.5	#N/A	#N/A
製造業受注指数	▲4.8	▲4.6	▲5.5	▲5.8	#N/A	#N/A	▲9.1	▲16.1	▲22.5	▲25.0	#N/A	#N/A
除く自動車以外の輸送機器	▲3.4	▲4.6	▲5.1	▲5.2	#N/A	#N/A	▲9.6	▲15.2	▲20.2	▲24.3	#N/A	#N/A
建設業生産指数	▲0.9	▲0.1	▲1.8	▲2.4	#N/A	#N/A	▲3.7	▲5.1	▲5.7	▲8.5	#N/A	#N/A
*貿易収支(名目、10億ユーロ)	▲4.8	▲1.5	▲4.0	▲0.3	#N/A	#N/A						
域外輸出(同上)	1.3	▲2.9	▲6.8	▲0.9	#N/A	#N/A	4.4	0.2	▲6.8	▲5.4	#N/A	#N/A
域外輸入(同上)	0.6	▲5.2	▲4.8	▲3.9	#N/A	#N/A	10.8	2.5	▲2.5	▲6.6	#N/A	#N/A
*消費者信頼感指数	▲18.8	▲23.5	▲25.1	▲29.7	▲30.5	▲32.5						
*失業率	7.6	7.8	7.9	8.1	8.2	#N/A						
小売数量指数	0.2	▲1.1	▲0.1	▲0.3	0.1	#N/A	▲1.0	▲2.2	▲2.1	▲2.2	▲2.7	#N/A
乗用車新規登録台数							▲3.6	▲13.8	▲23.5	▲17.1	▲25.0	▲15.5
マネーサプライ(M3)							8.7	8.6	7.7	7.5	5.9	#N/A
生産者物価指数・最終財コア							4.1	3.3	2.3	1.4	0.1	#N/A
消費者物価指数							3.6	3.2	2.1	1.6	1.1	1.2
コア(除く飲食品、煙草、アルコール、エネルギー)							1.9	1.9	1.9	1.8	1.6	1.7
*ECB政策金利(末値、%)	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00						
*Euribor3カ月レート(末値、%)	5.28	4.76	3.85	2.89	2.09	1.83						
*ドイツ10年国債利回り(末値、%)	4.00	3.87	3.25	2.95	3.28	3.09						
*ダウユーロ50種株価指数(末値)	3,038.2	2,591.8	2,430.3	2,447.6	2,237.0	1,976.2						
*ドル/ユーロ(末値、\$/€)	1.410	1.273	1.270	1.398	1.278	1.267						
*円/ユーロ(末値、円/€)	149.7	125.3	121.2	126.6	115.0	123.6						
各国統計	前月比						前年比					
	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09
ドイツ												
*ifo景況感指数(91年=100)	92.7	90.1	85.9	82.7	83.0	82.6						
鉱工業生産指数	▲2.2	▲2.1	▲4.3	▲4.5	▲7.5	#N/A	▲1.5	▲3.6	▲7.6	▲12.1	▲19.4	#N/A
*失業率	7.6	7.6	7.6	7.7	7.8	7.9						
*DAX株価指数(末値)	5,831.0	4,988.0	4,669.4	4,810.2	4,338.4	3,843.7						
フランス												
*INSEE製造業景況感指数	92.0	88.0	80.0	73.0	73.0	68.0						
鉱工業生産指数	▲1.6	▲3.5	▲2.8	▲1.5	▲3.1	#N/A	▲2.3	▲7.3	▲8.8	▲10.2	▲13.8	#N/A
工業品家計消費支出	0.6	▲0.6	0.1	▲0.9	1.8	#N/A	1.4	0.5	0.9	▲2.1	1.8	#N/A
*CAC株価指数(末値)	4,032.1	3,487.1	3,262.7	3,218.0	2,973.9	2,702.5						
英国												
*PMI製造業指数	40.9	40.4	34.5	34.9	35.8	34.7						
*PMIサービス業指数	46.0	42.4	40.1	40.2	42.5	43.2						
鉱工業生産指数	▲0.3	▲2.0	▲2.4	▲1.5	▲2.6	#N/A	▲2.9	▲5.5	▲7.9	▲9.3	▲11.4	#N/A
*貿易収支(名目、含むサービス、10億€)	▲3.7	▲3.2	▲3.4	▲3.2	▲3.6	#N/A						
輸出(同上)	1.1	▲0.6	▲3.4	▲2.0	▲1.9	#N/A	13.0	10.1	4.1	3.5	▲2.8	#N/A
輸入(同上)	▲0.1	▲2.0	▲2.5	▲2.3	▲0.8	#N/A	9.0	6.3	1.9	0.9	▲4.3	#N/A
小売数量指数	▲0.6	0.0	0.3	1.6	0.8	#N/A	1.7	1.8	1.4	4.3	3.6	#N/A
消費者物価指数(CPI)							5.2	4.5	4.1	3.1	3.0	#N/A
ネーションワイド住宅価格指数							▲12.4	▲14.6	▲13.9	▲15.9	▲16.6	▲17.6
マネーサプライ(M4)							11.9	15.6	16.2	16.1	17.7	#N/A
*イングランド銀行政策金利(末値、%)	5.00	4.50	3.00	2.00	1.50	1.00						
*英10年国債利回り(末値、%)	4.46	4.52	3.76	3.02	3.70	3.61						
*FT100株価指数(末値)	4,902.5	4,377.3	4,288.0	4,434.2	4,149.6	3,830.1						

(注)*は水準

(資料)Eurostat、欧州委員会、ECB、Markit、ACEA、ドイツ連銀、ドイツ連邦統計庁、ifo、INSEE、IASE、ONS、BOE、CBI、RICS、Nationwide、GfK、FRB、欧州各国中銀、Bloomberg、EcoWin、Haver



みずほフィナンシャルグループは
「お客さまのより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

Channel to Discovery

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

みずほ欧州経済情報

編集/発行 みずほ総合研究所
〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-2-1 日土地内幸町ビル
Tel (03) 3591-1265