



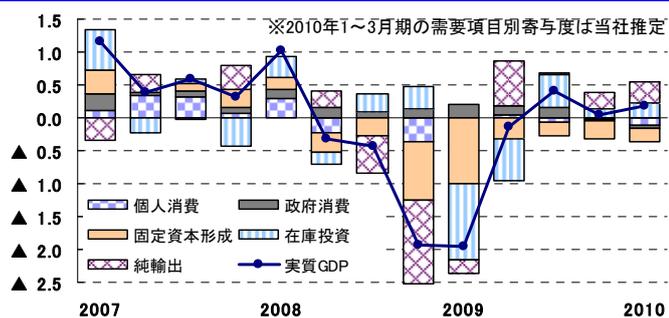
Economic Monitor

1%前後の低成長が続く欧州経済（2010、2011年成長率見通し）

ユーロ圏経済は、内需の低迷が続く中で輸出の持ち直しによってかろうじてプラス成長を維持しており、日米に比べ回復力の弱さが際立っている。ギリシャに端を発した政府債務問題により混乱した金融市場は、EUなどによる矢継ぎ早の対策により、ひとまず落ち着きつつあるが、根本的な原因である財政赤字が縮小しない限り、金融危機の再燃懸念を払拭できない。今後、ユーロ圏諸国は、財政健全化を速やかに進めざるを得ず、政府支出の抑制や増税が景気を下押しし続けることになる。このため、2010年から2011年にかけてのユーロ圏経済は1%前後の低成長が続き、利上げ時期は2011年半ば以降となろう。

5月12日に発表されたユーロ圏の2010年1～3月期成長率は前期比0.2%（年率0.8%）となった。事前予想は上回ったものの、同じ時期に米国は年率3.2%の成長を記録しており、日本は5.9%の高成長が見込まれている（当社予想）中では、欧州経済の回復力の弱さが際立っている。需要項目毎の内訳は未発表であるが、各種経済指標から判断すると、個人消費は前期比で小幅減少、住宅投資などの固定資本形成も減少した模様であり、輸出の増加によりかろうじてマイナス成長を回避する状況が続いている（詳細下記）。

ユーロ圏の実質GDP(%、季節調整済前期比)



(出所)Eurostat

住宅着工件数の推移(百万件、季節調整値)



(出所)Ecowin

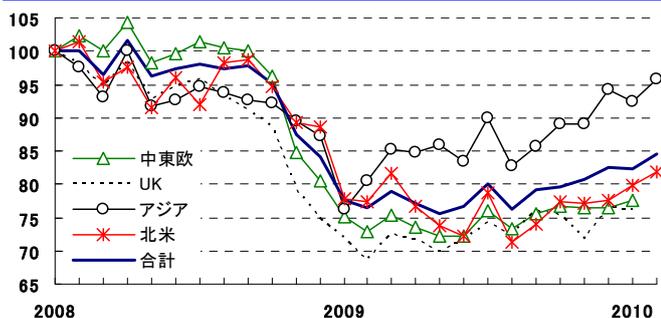
個人消費は、雇用情勢の改善の遅れにより低迷が続いている。3月の失業率は2月に続いて2か月連続の10.0%となり、失業者数は前月比10万人増加するなど、雇用情勢は依然として厳しい。1月、2月と前月比で減少が続いていた小売販売（実質、除く自動車）は、3月は下げ止まった（前月比ゼロ）ものの、1～3月期では前期比▲0.1%と小幅ながら減少となった。また、乗用車販売は、スクラップ・インセンティブによる押し上げ効果の息切れにより1月に前月比▲9.2%と大幅に減少した後、2月2.7%、3月7.2%と持ち直してはいるが1月の落ち込みを補いきれず、1～3月期は前期比▲6.6%の大幅減となった。この結果、1～3月期の個人消費は、前期比で減少した模様である。

住宅投資は、過剰投資の調整により減少が続いている。住宅投資の水準は、2009年10～12月期にスペインで2000年平均をようやく下回ったところであり、フランスでは依然として1割程度上回っているため、これまでの過剰投資で積み上がった過剰ストックの調整圧力が残っている。既にGDPの内訳が公表されているフランスの住宅投資は1～3月期も前期比▲0.7%となり、減少は9四半期連続である。ユーロ圏主要11か国の住宅着工件数は2009年終り頃に下げ止まる兆しを見せた程度であり、ユーロ圏全体の住宅投

資は1～3月期も減少が続いた可能性が高い。

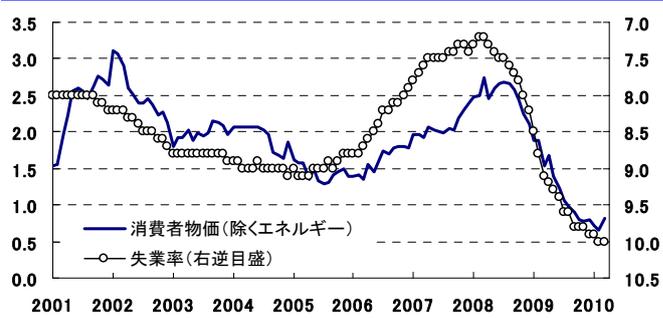
一方、輸出は、世界経済の持ち直しやユーロ安を背景に、持ち直しつつある。1～2月平均の輸出（通関額ベース）は、10～12月平均に比べ3.1%増加した。主力の英国・中東欧向けは小幅増にとどまっているが、景気が着実に回復している中国向け（15.1%増）や北米向け（4.6%増）が輸出の持ち直しを牽引し、内需の落ち込みを補っている。

地域別輸出の推移(2008年1月=100、季節調整値)



(出所)Eurostat

消費者物価と失業率の推移(%、前年同月比、季節調整値)



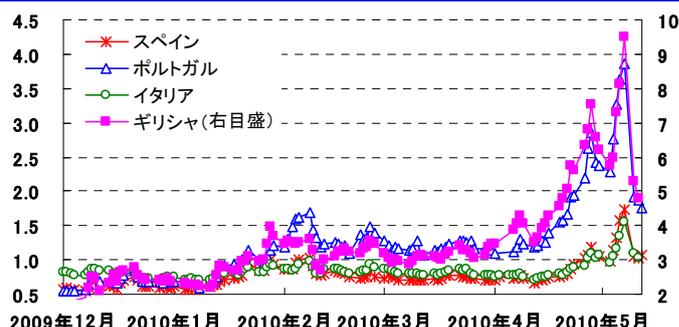
(出所)Eurostat

内需の低迷が続く中で、4月のインフレ率（HICP）は、前年同月比1.5%と3月の1.4%から伸びを高めた。ただし、エネルギーを除くと3月は0.8%にとどまっていることから（4月は未発表）、原油価格の上昇によって押し上げられている部分が多い。失業率の高止まりが示す通り労働需給は緩んでおり、賃金の伸び悩みがインフレ率を抑制することから、むしろインフレ率の低下圧力が残っていると考えられる。

こうした景気の現状を踏まえ、今後のユーロ圏経済を展望すると、改善の兆しが見られない雇用情勢からは個人消費の低迷長期化が予想される上、住宅投資も年内の下げ止まりを見込む程度が精一杯であり、内需の回復は期待し難い。当社はユーロ圏の成長率を2010年は1%未満の成長にとどまると予想していたが、それを上方修正する材料は見当たらない。そして、最大のリスク・ファクターが政府債務問題である。

ギリシャ国債のデフォルト懸念に端を発した金融市場の混乱は、政策当局が矢継ぎ早に対応策を打ち出したことから、一旦は沈静化しつつある。5月2日に1,100億ユーロのギリシャ向け金融支援策を決めたEUは、その後も他国への波及懸念からユーロや株価の下落が続いたため、10日に支援規模を7,500億ユーロ（融資および融資保証4,400億ユーロ、基金600億ユーロ、IMF支援2,500億ユーロ）まで拡大することを決定した。ECBも国債や社債の買い入れにより債券市場の安定化を図る方針を示し、欧州内のドル不足懸念に対応するためFRBと通貨スワップ協定を再締結した。この結果、一時、10%Pt近くまで拡大していたギリシャ国債とドイツ国債の利回り格差は、4月半ば頃と同水準の4%Pt台まで低下している。ただし、ユーロは、支援策拡大の発表直後こそ1ユーロ=1.3ドル台まで値を戻したものの、再び1.2ドル台まで下落している。ユーロ参加国全体で財政悪化国の債務を引き受けた結果、個別国のデフォルト・リスクがユーロ体制の崩壊リスクに置き換わったと考えることができる。

ドイツ国債との利回り格差(%Pt、10年債)



(出所)Ecowin

なお、一部に指摘されるギリシャのユーロ離脱など、現行のユーロ体制が崩壊する可能性は、さほど大きくないであろう。ギリシャにとって通貨をユーロからドラクマに戻すことは、通貨下落によって観光客が増加し経済が立ち直るといったシナリオよりも、通貨暴落によってハイパー・インフレに陥る可能性の方が高いのではないだろうか。その結果もたらされる経済の混乱は、財政健全化に伴うデフレ圧力の比ではない。一方、他の多くのユーロ参加国は、ギリシャ離脱とともにネクスト・ギリシャの危機に晒される。ギリシャを含む大多数のユーロ参加国にとって、ユーロ体制の強化を目指すしか選択肢はない。

政府債務問題を抱えたままでのユーロ体制維持はユーロの下落を伴うが、ユーロ下落は輸出の拡大を後押しするため、景気という観点からは内需の低迷に悩むユーロ圏経済にとって追い風となる。上記の通り、今のところインフレ圧力は極めて小さく、当面は通貨安がインフレ加速に結び付く恐れは小さい。しかし、それにも限度がある。ユーロ安を嫌ってユーロ圏からの資金流出が続けば、金融危機による痛手が癒えきれない欧州金融機関ではユーロ圏経済を支えきれず、金融危機が再燃する可能性は否定できない。ユーロ安から生じる負の連鎖を防ぐためには、根本的な原因である財政赤字を早期に縮小するしかない。

言うまでもなく、財政収支の改善には、政府支出の削減および増税が必要となる。したがって、今後、ユーロ圏においては、これまで予想していた以上に政府支出が抑制され、2011年にはドイツやフランスなど財政状況が比較的健全な国においても歳出削減圧力が強まることとなろう。また、増税は個人消費の低迷をより長期化させる。内需の回復が見通しにくい中では、設備投資も立ち直るきっかけを見出し難いであろう。唯一の明るい材料は、ユーロ安により輸出の拡大が期待できることである。

以上を踏まえ、当社は 2010年のユーロ圏経済の成長率を、政府消費（前年比1.7%→0.9%）と固定資産投資（▲0.8%→▲3.5%）を下方修正する一方、輸出（4.7%→6.2%）を上方修正し、結果として前回と同じ0.9%を予想する。2011年の成長率については、財政による景気下押し圧力が強まることから、前回の1.5%から1.2%に下方修正する。

なお、金融政策については、これまで米国と歩調を合わせる形で2010年終り頃に利上げを行うとしていたが、景気の低迷が続くインフレ圧力が高まり難い状況が続くことから、利上げ時期は2011年半ば以降にずれ込むと予想する。

ユーロ圏の成長率予想

前期比年率, %, %Pt	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 予想	2011 予想
実質GDP	2.8	0.6	▲4.1	0.9	1.2
個人消費	1.6	0.4	▲1.0	0.1	0.6
固定資産投資	4.7	▲0.9	▲10.8	▲3.5	1.1
在庫投資（寄与度）	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.9)	(0.6)	(0.3)
政府消費	2.3	2.1	2.3	0.9	0.3
純輸出（寄与度）	(0.4)	(▲0.0)	(▲0.8)	(0.8)	(0.3)
輸出	6.3	0.8	▲12.8	6.2	4.7
輸入	5.5	0.9	▲11.4	4.4	4.2

(出所)Eurostat