

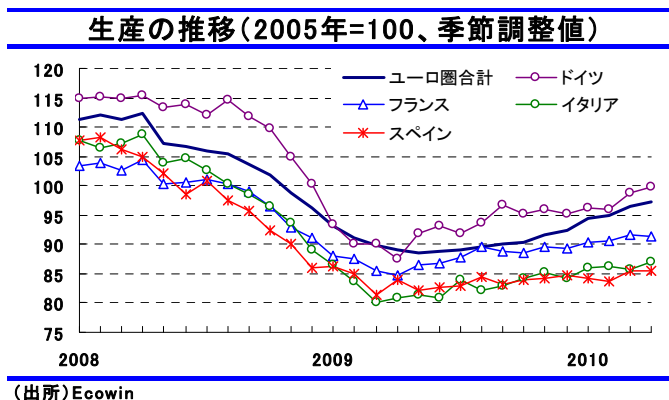
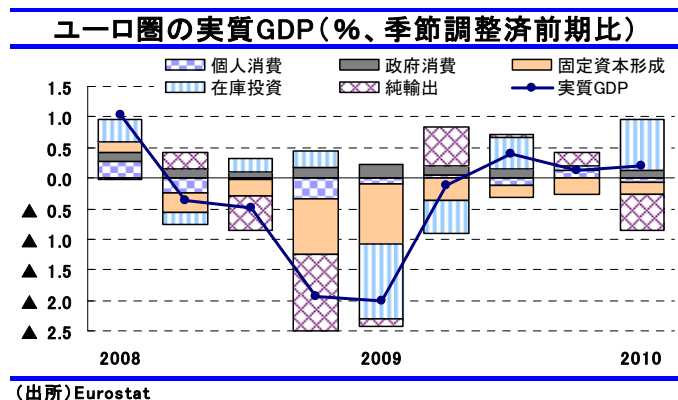


Economic Monitor

低迷の長期化が懸念される欧州経済 (Monthly update)

ユーロ圏経済は、内需の落ち込みを輸出の増加が補うことで、かろうじて拡大基調を維持する状況が続いている。各国政府は金融市場に催促される形で財政健全化を急いでいるが、それが景気の回復を遅らせる要因ともなるため、ユーロ圏経済は低迷の長期化が懸念される。また、金融市場は、ひとまず小康状態にあるが、財政健全化の実現可能性や金融システムへの影響の大きさによっては、再び景気の下押し要因となる可能性が残る。

6月4日に発表されたユーロ圏の2010年1~3月期成長率は、5月12日の速報から変わらずの前期比0.2%（年率0.8%）となった。2009年7~9月期以降、3四半期連続のプラス成長であり、ユーロ圏経済は持ち直しの動きを続けてはいる。ただし、今回発表された需要項目毎の内訳を見ると、個人消費が前期比▲0.1%、住宅を含む固定資本形成が▲1.1%と共に減少しており、域内最終需要は低迷している。1~3月期のプラス成長は、内需の落ち込みを輸出の増加（前期比2.5%）が補うことにより、かろうじてマイナス成長を回避する状況であった。なお、在庫投資が5四半期ぶりに増加に転じ、成長率を0.8%Pt押し上げたが、全てが在庫調整の完了に伴う在庫積み増しとは言いきれない。最終需要が低迷する中で輸入が増加（前期比4.0%）していることから判断すると、在庫増の一部は意図せざる在庫の積み上がりによるものと考えられる。そのため、在庫投資が今後の成長を抑制する方向に働く可能性がある点に留意が必要である。



4月についても、鉱工業生産が前月比0.8%と増勢を維持しており、景気持ち直しの動きは維持されている。生産の拡大に貢献したのは輸出である。4月の輸出（通関額ベース）は、前月比▲2.4%と3ヶ月ぶりの減少に転じたものの、2月（前月比3.5%）から3月（9.8%）にかけて大幅に増加したことから、4月の水準は1~3月期の平均を4.9%も上回っている。また、5月以降は急速にユーロ安が進んだこともあり、米国やアジアの景気拡大を背景に、輸出の増勢が続いていると考えられる。4~6月期の輸出は、引き続き拡大する可能性が高い。

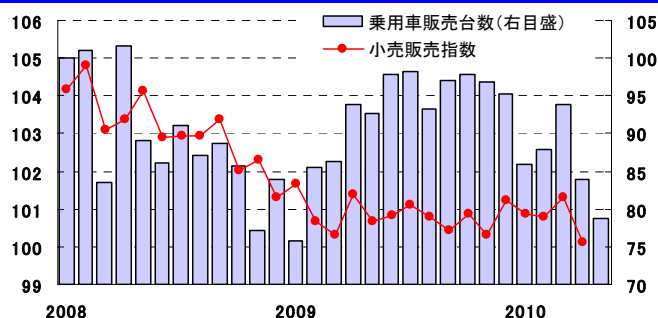
しかし、内需は引き続き低迷している。4月の小売販売（実質、除く自動車）は前月比▲1.2%と大きく落

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、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

ち込み、1~3月の平均を0.9%下回った。また、乗用車販売台数は、政策効果の息切れにより4月に前月比▲10.5%の大幅減を記録した後、5月も▲6.2%と落ち込みが続いている。この結果、4~5月平均の乗用車販売台数は1~3月平均を8.8%も下回った。4~6月期の個人消費は、大幅な減少となる可能性が高まっている。個人消費低迷の主因は、雇用情勢の悪化である。雇用者数は、1~3月期に前期比横ばいとなり、6四半期続いた減少に終止符を打ったものの、四半期毎に平均で35万人程度発生する新規の労働力供給を吸収できず、失業者は8四半期連続で増加した。4月も失業者数は前月より3万人増加し、失業率は3月の10.0%から10.1%に上昇している。4~6月期の雇用者数は、これまでの景気持ち直しを受けて増加に転じると見込まれるものの、新規労働力供給の全てを吸収する程の拡大は見込み難い。その結果、失業率は高止まりし、マインド悪化を通じて個人消費を抑制することとなろう。

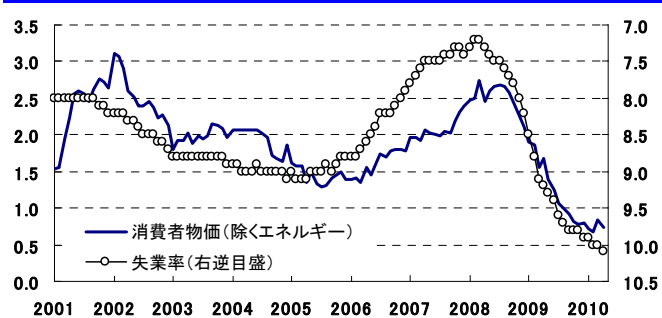
さらに、ギリシャの財政問題をきっかけにユーロ圏全体に広がった財政健全化の動きが、今後の成長を抑制する要因となる。当のギリシャは、財政赤字を2009年のGDP比13.6%から2010年に8.1%、2011年には7.6%まで削減する目標を掲げている。また、ポルトガルは2009年の9.3%を2010年に7.3%、2011年には4.6%に、スペインは2009年の11.4%を2010年に9.3%、2011年には6.0%に、それぞれ削減する計画である。こうした財政状態の悪い国のみならず、比較的健全なドイツでも2011年からの4年間で総額800億ユーロ（年平均200億ユーロ、GDP比0.8%）の財政支出削減を打ち出している。

小売関連指標の推移(2005年=100、万台、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

また、内需の低迷が続く中で、5月のインフレ率(HICP)は、前年同月比1.6%と4月の1.5%から伸びを高めた。ただし、エネルギーを除くと4月は0.7%にとどまっていることから(5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。失業率の上昇が示す通り労働需給は緩んでおり、賃金の抑制圧力がインフレ率を押し下げる状況が続いていると考えられる。インフレ率の低下は、税収の伸びを抑え財政健全化を遅らせるため、一層の歳出削減や増税が求められる恐れがある。

以上の状況を考慮すると、2010年のユーロ圏経済は1%未満の緩慢な拡大にとどまるとの見方を、少なくとも上方修正する必要はない。むしろ、財政問題をきっかけに燻り続ける金融危機の再燃リスクを、景気の下ぶれ要因として意識するべきであろう。

欧州の財政問題は、6月4日、ハンガリーで5月に発足したばかりの新政権が、前政権時代に作成された財政赤字データに粉飾があったことを示唆したため、中東欧諸国の財政に対する懸念が広がった。これを受けて、ユーロ相場は1ユーロ=1.2ドルを割り込み、欧米を始めとする主要市場で株価が大幅に下落するなど、金融市場が混乱した。さらに、8日にはEUがブルガリアの経済統計を調査する意向を示したこ

とも、不安を広げる要因となった。

14日には、大手格付け会社のムーディーズが、ギリシャ国債の格付けを A3 (A-と同格) から一気に4段階引き下げ、投資不適格の Ba1 (BB+と同格) とした。投資不適格への格下げ自体は、既に S&P が4月27日に BB+へ引き下げていることもあり、さほど重要視されなかったが、ムーディーズの格下げを受けて ECB (欧州中央銀行) がギリシャ国債の担保掛け目を 100%から 95%に引き下げた (ヘアカット 5%) ことや、投資ファンドなどでギリシャ国債を投資対象からはずす動きが広がるとの観測が強まった。このため、ギリシャ国債 (10年物) の利回りは6月11日の 8.30%から15日には 9.54%まで上昇している。

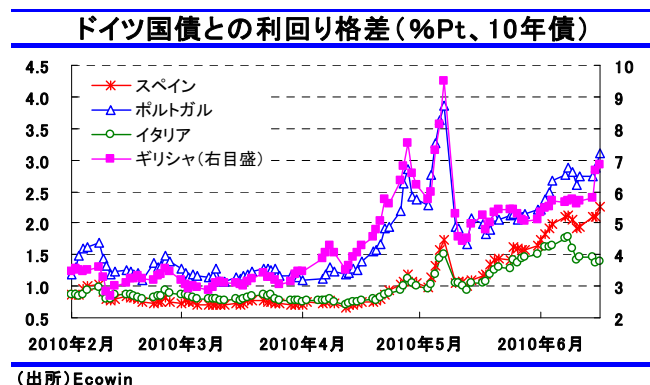
国名	格付け機関	格付け	アウトlook
ポルトガル	S&P	A-	ネガティブ
	ムーディーズ	Aa2	弱含み
	フィッチ	AA-	弱含み
スペイン	S&P	AA	ネガティブ
	ムーディーズ	Aaa	安定的
	フィッチ	AA+	安定的
イタリア	S&P	A+	安定的
	ムーディーズ	Aa2	安定的
	フィッチ	AA-	安定的
ギリシャ	S&P	BB+	ネガティブ
	ムーディーズ	Ba1	安定的
	フィッチ	BBB-	弱含み

(注)2010年6月14日現在

ただし、ギリシャ格下げなど財政問題が金融市場へ与える影響は、今のところ欧州の国債市場にほぼ限定されている。格下げのあった14日のユーロ相場は、それまでドルに対して上昇基調にあった流れが一旦止まり、株式市場でも、値を戻していた欧州株が上げ幅を縮小、米国ではダウ平均株価が下落した。また、最近では、スペインが金融支援を求めたとの噂を受けて、スペイン国債 (10年物) のドイツ国債に対するスプレッド (利回り格差) が 2%を 超え過去最大を更新するなど、ギリシャより経済規模の大きいスペインの財政問題も悪材料として注目が集まっている。そうした状況にもかかわらず、6月初めに見られたようなユーロ急落、株価の大幅下落には至っていない。現在のところ金融市場においては、ギリシャやスペインの財政問題は欧州の一地域の問題とされており、小康状態を保っている。

今後も金融市場が安定を維持できるかどうかは、第一に財政健全化の着実な進捗にかかっている。ギリシャにおけるストライキの例に見るまでもなく、財政の健全化を進める上では痛みを伴うため、それが政治的に許容できるかどうかは不透明である。一方で、健全化を急ぎ過ぎて景気が腰折れすれば、逆にゴールが遠のくことになる。

そして、最大の懸念は、金融システムへの影響である。欧州財政悪化国における国債利回りの上昇、すなわち国債価格の下落は、そうした国債を多く保有する欧州金融



機関の資産を劣化させるだけでなく、ソブリン (国債) の格下げに伴って金融機関の格付けも悪化し、資金調達へ悪影響を及ぼす。特に住宅バブルの崩壊によって体力が低下している金融機関などにとっては、一段と厳しい状況に陥ることになる。既にロンドンにおける銀行間の資金取引金利 (LIBOR) は上昇しており、欧州金融機関の一部において資金調達環境が悪化していることを示唆している。EUでは、銀行に対して健全性審査 (ストレステスト) を行い、7月後半に結果を公表する予定である。結果を踏まえ、各国政府は、必要に応じて銀行に対して資本増強などの措置を行い、金融システムの安定化を図るとみられるが、金融市場を不安定化する火種となり得ることは間違いない。景気を下押しする材料に事欠かないのが、欧州経済の現状である。