



Economic Monitor

もたつき感強まるユーロ圏経済 (Monthly update)

7月23日公表の銀行ストレステストは、国債価格下落による損失などで査定方法に甘さがあったものの、少なくとも欧州銀行セクターの機能低下により実体経済が悪化するリスクは大きくないことが示された。もっとも、ユーロ圏景気は、個人消費の落ち込みが加速するなど、足元でもたつき感が強まっている。今後も、各国の緊縮財政による景気下押し影響が徐々に強まることなどから、低成長が長期化する可能性が高い。

欧州銀行監督委員会（CEBS）は7月23日、EU域内の銀行91行を対象としたストレステスト（健全性検査）の結果を公表した。公表資料によると、①ユーロ圏成長率が2010年に▲0.2%、2011年に▲0.6%とマイナス成長が持続、②世界の株価が2010～2011年の2年間で一律36%下落、③5年物国債価格（EU平均）が2年間で8.5%下落、④不動産価格が2年間で大幅下落（EUやユーロ圏の平均値は非公表ながら、例えばスペインで商業用55%・居住用23%、ドイツ・イギリスで商業用・居住用ともに19%下落）、などの状況を想定した場合、2011年末までの2年間で総額5,659億ユーロの損失が発生するものの、すでに公的資本注入（2010年7月1日までに総額約1,970億ユーロ）を進めてきたことが奏功し、中核的自己資本（Tier1）比率は平均で9.2%（2009年末10.3%）を確保できるとした。また、中核的自己資本比率が6%を下回る銀行はユーロ圏内の7行（スペイン中小銀行5行、ドイツ国営不動産金融ヒポ・リアルエステート、ギリシャ農業銀行）で、その資本不足を補うための所要額は合計35億ユーロにとどまるとした。

以上の内容に対し、一部の市場関係者からは、国債価格下落による損失をトレーディング勘定では見込んでいるが、バンキング勘定での損失（満期保有国債の目減り）を想定していない点など、査定方法の甘さが指摘されている。しかし、国の債務不履行リスクについては、EUとIMFが5月に創設した最大7,500億ユーロの融資制度などにより封じ込めることが期待できる上、仮にバンキング勘定で損失が発生したとしても、資本不足額はすでに各国が備えている救済資金の枠内で十分対応できる¹と考えられる。一方、国債以外の項目については、上記の通り「景気は二番底に向かい、株価はリーマンショック後のボトム水準へ再下落し、不動産価格は概ね不動産バブル初期の2003年末の水準になるまで調整が深まる」など、厳しい前提を置いて査定した点を考慮すれば、今回の結果は、欧州銀行セクターの機能低下によって実体経済が悪化するリスクは現時点では大きくないことを示したと言える。また、不透明感の強い欧州銀行セクターの実状を把握する上で一つの前進をみたことにも、今回のストレステストの意義を見出すべきであろう。

しかし、裏返せば、ストレステストの結果は、ソブリン問題をきっかけに露呈した欧州の金融システムの脆弱性を確認したに過ぎない。金融システムを正常化するために財政健全化と景気回復の両立が求められ

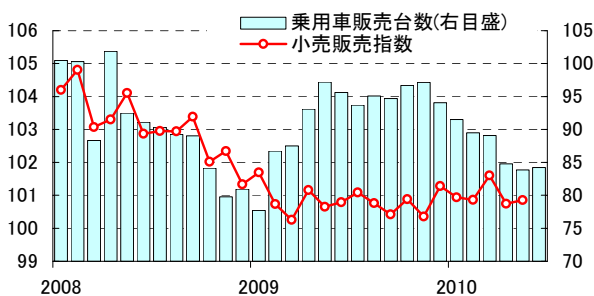
¹ 国債価格下落によるバンキング勘定での損失を想定した場合の資本不足額について、シティグループは150億ユーロ、J.P.モルガンは230億ユーロと試算している。一方、現行制度内での追加的な公的資金注入可能額について、たとえば、スペインの銀行再編基金（FROB、2009年6月～、資金枠最大990億ユーロ）からは870億ユーロ、ドイツの金融市場安定化基金（SoFFin、2008年10月～、資金枠最大800億ユーロ）からは620億ユーロとなっている。

ている状況は変わっておらず、ギリシャなど南欧諸国の財政再建に遅れや行き詰まり感が出てくることをきっかけに再び金融システム不安が強まり、市場が大きく動揺する可能性も依然として残っている。そのため、ユーロ圏経済を巡る今後の関心は、各国の財政再建の進捗状況や実体経済の動向に再び移っていくと考えられる。

実体経済の動向に関する当面の大きな注目点は、8月13日に公表されるユーロ圏の4~6月期実質成長率である。7月28日時点の予想平均（Bloomberg集計）は1~3月期と同値の前期比+0.2%であるが、当社では、市場予想を下回る可能性が多分にあり、現時点では4四半期ぶりのマイナス成長となる可能性も排除できないと考えている。

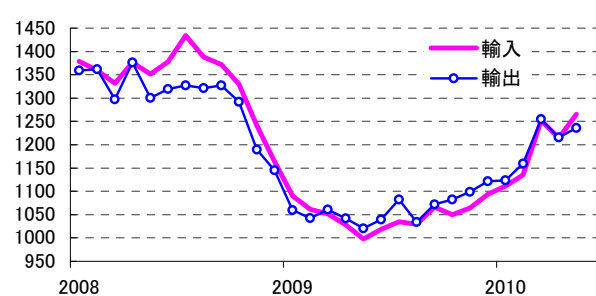
成長率が下振れる最大の理由は、GDPの約6割を占める個人消費のマイナス幅が1~3月期（前期比▲0.1%）から広がる公算が大きいことである。小売販売（実質、除く自動車）の4~5月平均は1~3月期を▲0.3%下回っている（1~3月期は前期比+0.3%）ほか、4~6月期の乗用車販売台数は前期比▲6.4%（当社試算、1~3月期は前期比▲6.2%）と大幅な落ち込みが続いた。失業率が3月以降10.0%で高止まっていることに加え、乗用車分野で政策効果の息切れが鮮明になっていることが背景にある。

小売関連指標の推移（2005年=100、万台、季節調整値）



（出所）Eurostat、ACEA（欧州自動車工業会）
（注）乗用車販売台数の季節調整値は当社が算出。

輸出入の推移（対ユーロ圏外、名目、億ユーロ、季節調整値）



（出所）Eurostat

他の需要動向をみても、個人消費の落ち込みをカバーするほどの力強い材料が見当たらない。寒波に伴う工事進捗の遅れにより1~3月期に前期比▲4.1%と急減した建設投資は、4~6月期の反動増が期待されたが、4~5月平均の1~3月期対比伸び率は+0.7%にとどまっている。輸出（ユーロ圏外向け、名目）は、中国・米国・中南米向けの機械類を中心に、4~5月平均で1~3月期対比+4.0%増えているものの、1~3月期の前期比+7.1%に比べ増勢が鈍化していることに加え、輸入が輸出を上回る形で伸びているため（4~5月平均は1~3月期対比+6.3%）、純輸出では1~3月期に続いてマイナス寄与となった可能性がある。なお、最近の輸入の増加は、輸出増加や在庫復元の動きを背景とする生産財（主な出荷元は中東欧、ロシア、アフリカ）、および中国からのコンピュータ、携帯電話といった電気機械が牽引している。しかし、3~5月の中国からの輸入の伸びは個人消費の実勢などからみて強すぎる上、ユーロ安・人民元高の影響で増勢持続が見込みにくいことなどを踏まえると、今後は輸入の拡大ペースが鈍化しよう。

こうした中、4~6月期の成長率が1~3月期並みを確保するためには、8四半期連続で減少している機械設備投資が下げ止まるケースを想定しても、在庫投資が0.8%Pt程度のプラス寄与になる必要がある。しかし、既に1~3月期の在庫投資が1.0%Ptのプラス寄与であったことに加え、個人消費を始めとした最終需要の回復ペースが緩慢な中で、在庫投資がそれほどの大幅なプラス寄与となる場合は、意図せざる在

庫の積み上がりも含まれてくることになるだろう。

2010 年後半以降は、各国の緊縮財政による景気下押し圧力が徐々に強まっていく見込みである。財政面における最近の新たな動きとしては、①ドイツ連立政権が7月7日、連邦予算の歳出を2011～2014年の4年間で総額800億ユーロ削減する計画で合意したこと、②フィンランド、キプロス（およびユーロ非加盟のデンマーク、ブルガリア）が、7月14日のEU財務省会合で財政赤字是正を勧告され、今後の緊縮財政を迫られたことが挙げられる。

また、輸出は、世界経済の持ち直しを背景に引き続き増加基調を持続すると見込まれるものの、主要輸出先の米国や中国では政策効果の一巡を主因に成長ペースが減速しつつある。したがって、ユーロ圏からの輸出の増勢も今後、緩やかに減速していく可能性が高い。

以上を考慮すると、ユーロ圏経済は、2010年は通年で+1%未満、2011年も+1%程度の低成長が続くとの予想を少なくとも上方修正できる状況にはないと判断される。