

Economic Monitor

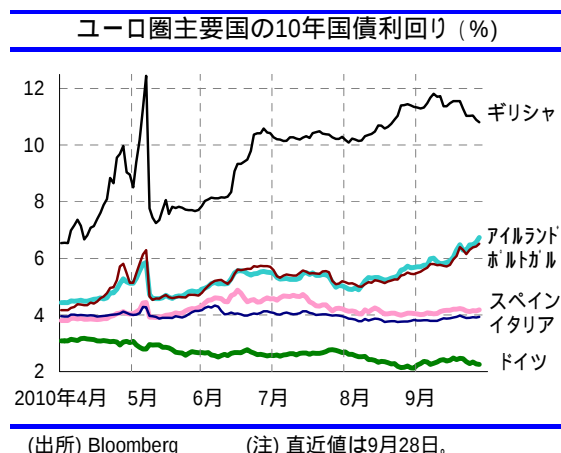
減速局面に差し掛かったユーロ圏景気 (Monthly Update)

欧州金融市場では、各国の財政事情を巡る細かい材料に投資家が神経を尖らせており、今後も不安定な地合いが長引く可能性が高い。実体経済面では、景気減速局面入りを示唆する材料が出始めた。こうした中、「ユーロ圏の2010年成長率は+1%台前半にとどまり、2011年には緊縮財政の影響が一段と強まる中で+1%割れへ低下する」との見方を変更する必要はないと判断される。

8月中旬以降、欧州の財政問題に対する投資家の懸念が再び強まっている。国債市場では、アイルランドとポルトガルの10年債利回りが9月下旬にかけて上昇傾向を辿り、ドイツとの格差が過去最大となっている。また、ギリシャの10年債利回りも、ユーロ圏各国とIMFからの第2回融資（合計90億ユーロ、5月に決められた緊急支援策に基づく）が行われた9月半ば以降は上昇が一服しているものの、依然として11%近辺で高止まっている。

アイルランドやポルトガルの利回り上昇には、二つの動きが影響している。一つは、欧州委員会が8月10日、アイルランド政府によるアングロ・アイリッシュ銀行¹への2010年中の支援額の上方修正を暫定的に承認したことである。上方修正幅は15億ユーロ程度（2010年中の当初予定額：約190億ユーロ→修正後：約205億ユーロ）と、それほど巨額なものではないが、市場は同国の金融セクターの脆弱性や2010年の財政赤字対GDP比が前年の▲14%から▲20%超へ大幅悪化する見込みであることに改めて関心を寄せた。もう一つは、米格付け会社S&Pが8月24日、「アイルランドでは金融セクターへの支援コストが一段と膨らむため、2009年に64%であった政府債務対GDP比が2012年に113%まで上昇する」との試算に基づき、同国の長期債格付けを引き下げた（AA→AAマイナス）ことである。これらの材料は、金融セクターに脆弱性を抱えるポルトガル²の財政赤字や政府債務も今後膨らんでいくとの観測を生み、同国の国債利回りも押し上げている。

一方、ギリシャについては、財政赤字の削減ペースが鈍化してきたことが問題視されている。すなわち、今年前半に前年同期比▲45.4%³となった同国の財政赤字は、1～7月の累計で同▲39.7%とマイナス幅が縮小、さらに1～8月には▲32.2%となり、同国が示す2010年通年の削減目標▲39.5%を初めて下回った。とりわけ歳入は、1～8月累計の前年同期比が+3.1%と年間目標+15.6%からの下振れが明確化してきており、市場は、景気悪化が続く中で今後の財政再建が予定通りに進まなくなるリスクへの警戒を強めている。



¹ 2009年1月に経営破綻し、既にアイルランド政府が国有化している不動産金融専門の金融機関。

² ポルトガル中銀によると、国内銀行の欧州中銀（ECB）からの借入額が増加しており、8月は過去最高の491億ユーロに達した。市場からの資金調達が困難になる中、国内銀行はECBの流動性供給策への依存度を高めている模様である。

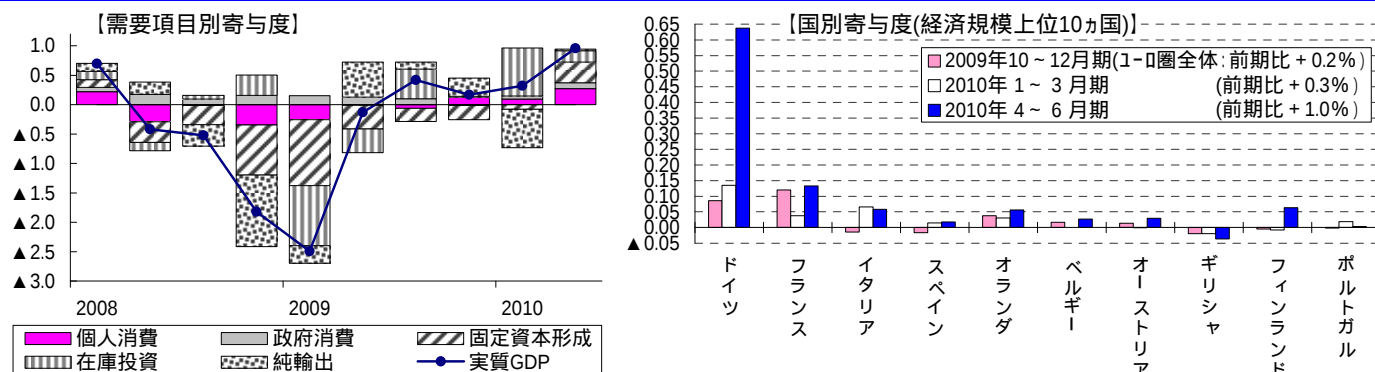
³ ちなみに、ユーロ圏各国とIMFによる第2回融資の可否には、年前半の実績が判断材料とされた。

このように、投資家は7月の銀行ストレステストを消化した後、欧州の財政問題を巡る各国の細かい材料に一層神経を尖らせるようになってきている。先行きも、欧州景気の減速（詳細は後述）による税収の伸び悩みや緊縮財政への国民の反発などが予想される中、各国の財政健全化への道程は平坦なものとはならず、ひいては金融市場の不安定な地合いも長期化せざるを得ないと考えられる。

実体経済面では、9月2日にユーロ圏の4～6月期GDP（改定値）が発表され、実質成長率は8月13日の速報から変わらずの前期比+1.0%（年率+3.9%）であった。国毎の動きについては、ドイツ（前期比+2.2%）の全体の成長率に対する寄与度が+0.64%Ptと、突出して大きかったことなどが改めて確認された。また、今回新たに発表された需要項目毎の内訳を見ると、4～6月期の高成長には、既に速報段階で当社が指摘した、①ユーロ安を追い風とした輸出の好調、②寒波の影響で1～3月期に下振れていた建設投資の反動増、③企業による在庫復元の3点に加え、④ドイツにおける機械投資の拡大（前期比+4.2%）、⑤ドイツ、スペインを中心とした個人消費の持ち直し（ユーロ圏全体では同+0.5%）も寄与していたことが判明した。

新たに判明した要因のうち、ドイツにおける機械投資の拡大や個人消費の持ち直し（同+0.6%）は、輸出増加の効果が内需に波及した可能性がある。一方、スペインの個人消費の増加（同+1.2%）は、7月の売上税引き上げ前の駆け込み需要による側面が大きいと見られる。

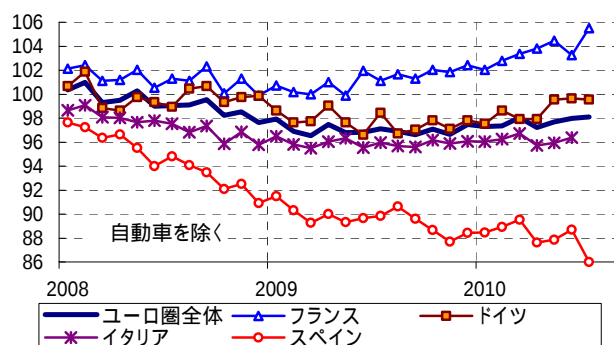
ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整値前期比）



こうした認識を踏まえ、7月以降の主な経済指標の動きを見ると、まず、7月の小売販売（実質、除く自動車）はユーロ圏全体で前月比+0.1%、4～6月期平均比で+0.5%となった。スペインが駆け込み需要の反動により落ち込んだ（前月比▲3.0%、4～6月期平均比▲2.3%）ものの、フランスが強い伸び（前月比+2.2%、4～6月期平均比+1.6%）となったため、全体ではプラスとなった。スペインでは、7～8月の乗用車販売台数も、新車買い替え促進策の終了（6月）を受けて4～6月期平均比▲29.9%（当社試算）と急減した。今後も緊縮財政の影響が強まる中、スペインの個人消費は減少傾向を辿ると見込まれる。一方、フランスの増加は、法令により、小売業が一斉に実施する夏季バーゲンの期間が例年比5日遅い6月30日～8月3日に設定されたことから、バーゲンの売上が7月に集中したという一時的要因が影響していると思われる。このため、ユーロ圏全体で見た個人消費の実勢は軟調であると考えられる。

4 フランスでは小売業のバーゲンセール実施期間について規制があり、夏と冬の年2回、法令で定めた期間内に小売業が一斉に実施することになっている。法定期間外の「不定期バーゲン」は、2008年8月施行の経済近代化法により実施可能となったものの、依然として「最長2週間」「定期バーゲンの1ヶ月前に終了」「実施1ヶ月前までに当局に届出」などの大幅な制約がある。

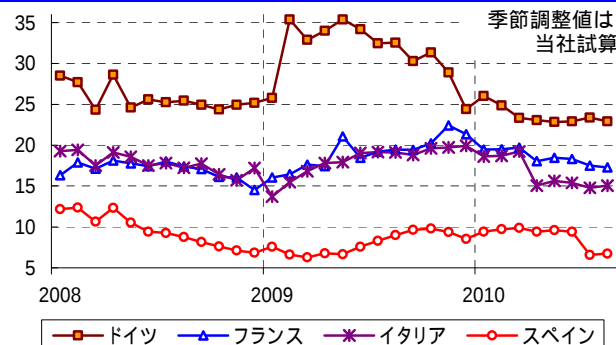
小売販売指数の推移 (2007年=100、実質、季節調整値)



(出所) Eurostat

(注) イタリアは2010年6月まで。

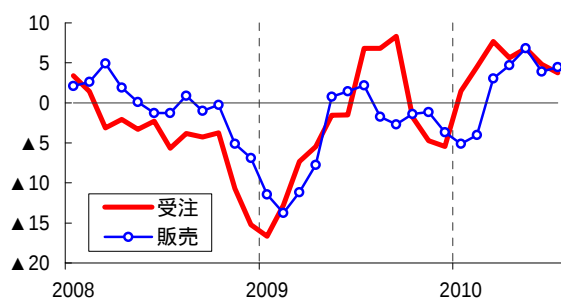
主要国の乗用車販売指数 (万台、季節調整値)



(出所) ACEA(欧州自動車工業会)

設備投資については、一致指標であるドイツの国内向け資本財販売（実質）が7月に前月比▲2.2%と減少し、4～6月期平均比で見ても+0.3%にとどまった（4～6月期は前期比+6.8%）。先行指標である資本財受注（内需、実質）の増勢が1～3月期の前期比+7.7%をピークに鈍化（4～6月期は同+4.8%、7月は4～6月期平均比▲0.9%）していることも踏まえると、4～6月期のドイツの高成長を支えた設備投資には今後、減速感が出てくる可能性が高い。なお、ユーロ圏全体の国内向け資本財販売の7月分は未公表であるが、圏外向け輸出も含めた資本財販売総額（実質）は公表されており、前月比▲2.1%と減少した。4～6月期平均比では+0.8%と、4～6月期の前期比+2.4%からプラス幅が縮小しており、設備投資が減速する兆しが窺える。

ドイツの国内向け資本財販売と受注
(実質、後方3ヶ月移動平均値の3ヶ月前対比増減率、%)



(出所) Eurostat

輸出（ユーロ圏外向け、名目）は、7月に前月比▲0.6%と3ヶ月振りの減少に転じたものの、6月の水準が高かったため、4～6月期平均と比べると+3.5%と依然として高い。内訳を見ても、米国向けが自動車を中心に前月比+1.1%と3ヶ月連続で増えていることなどから、7月の段階では世界景気の持ち直しやユーロ安を追い風とした輸出の拡大基調は崩れていないと考えられる。もっとも、先行指標であるドイツのユーロ圏外からの製造業受注が7月に前月比▲1.9%と9ヶ月ぶりに減少し、4～6月期平均比でも+0.3%にとどまったことなどを踏まえると、ユーロ圏の輸出が1～3月期の前期比+7.3%や4～6月期の同+6.4%といった強い伸びを持続することは難しくなっていると判断される。

このような需要動向の中、7月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.1%にとどまり、4～6月平均比で見ても+0.4%と、1～3月期の前期比+2.4%や4～6月期の同+2.5%に比べ低調な動きとなった。

以上に基づけば、ユーロ圏経済は、当社が予想している7～9月期のマイナス成長は回避できる可能性を残しているものの、足元で景気減速局面に差し掛かっていると総括できる。このため、「2010年の成長率は+1%台前半にとどまり、2011年の成長率は緊縮財政の影響が一段と強まる中で+1%割れへ低下する」との基本的な見方を変更する必要はないと判断される。