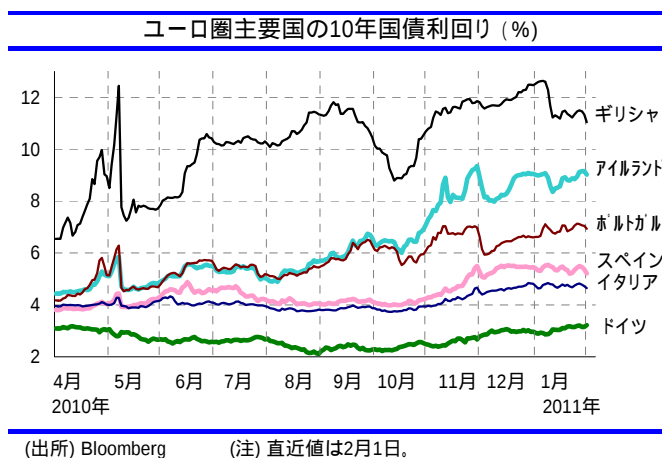


Economic Monitor

市場再混乱の可能性を多分に残すユーロ圏 (Monthly Update)

欧州金融市場では、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の融資能力強化が検討され始めたことなどから、債務危機を巡る混乱が小康状態となっている。しかし、ドイツが拠出額増加への慎重姿勢を維持する中、早期に合意できるかは不透明である。このもとで、ポルトガルやスペインの国債入札が不調となり、市場が再び混乱する可能性は多分に残っている。一方、実体経済面では、昨年10～12月期の成長率が7～9月期並みの緩慢なものにとどまった見込みである。「2011年は1%程度へ減速」との当社の予想を上方修正する必要はなく、中期的なインフレ圧力も小さいと判断される。

1 月中旬から月末にかけての欧州金融市場では、「PIGS」（ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペイン）の国債利回り上昇が一服するなど、債務危機を巡る混乱が総じて小康状態となっている。背景としては、12日にバローゾ欧州委員会委員長が欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の融資能力強化を検討する方針を表明したことや、12～13日のポルトガル（12.5億ユーロ）とスペイン（30億ユーロ）の国債入札が大過なく消化されたことが挙げられる。



EFSFは、EUとIMFが定めたユーロ圏の財政悪化国

に対する最大7,500億ユーロの緊急支援制度の中で、最大4,400億ユーロ分の救済融資を行う機関として設立された¹。その資金は、ユーロ圏加盟各国がECBへの出資額の割合で保証する債券を発行することで調達される。しかし、EFSFが実際に融資できる額は4,400億ユーロを大きく下回るとの見方が広がっている。この見方は、①4,400億ユーロという金額は融資額の120%を求められる保証額を指しているため、融資可能額は最大3,667億ユーロ（4,400億ユーロ÷1.2）にとどまる、②さらに、EFSF債がトリプルAの格付けを維持するためには、保証額はトリプルA格を持つ6ヶ国分（ドイツ、フランス、オランダ、フィンランド、オーストリア、ルクセンブルク）の保証によってカバーされる範囲（全体の約6割＝2,554億ユーロ）にとどめるべき、といった観点に立っている。そのため、このところ融資可能額は2,500億ユーロ程度という見方が多い。これは、仮に金融支援の対象がスペインにまで広がると、現行制度では賄いきれなくなることを意味する。いずれにしても、現行の枠組みでは当初計画通りの金額を融資できないことになるため、バローゾ委員長は、実際の融資可能額を速やかに4,400億ユーロまで引き上げる措置を講じ、債務危機が拡大するリスクへの備えを万全にする方針を打ち出した訳である。

¹ 残りの3,100億ユーロのうち、2,500億ユーロ分はIMF、600億ユーロ分は欧州金融安定メカニズム（EFSM）が融資する。EFSMはEU予算を裏付けとした債券の発行によって資金調達を行う。

しかし今後、具体策を詰めていく過程では紛糾する可能性がある。EFSFの融資可能額を引き上げるには、トリプル A 格 6 ヶ国の保証額を引き上げる必要があるが、最大の保証国であるドイツが慎重姿勢を維持しているためである。実際、17 日のユーロ圏財務相会合では、ショイブレ財務相が債券相場の安定を理由に「現時点で緊急の決定は不要」と主張し、財務相レベルでの結論を先送らせた。ドイツのメルケル政権としては、そもそも各国の財政規律を緩め兼ねない政策を拙速に決めるべきではないという従来からのスタンスに加え、今年前半に地方議会選挙が目白押しとなる中、「放漫な経済・財政運営を続けてきた国々を救うのに自国からの資金拠出が増えていくことはおかしい」といった国内世論に神経質になっているとの事情もある。このため、3 月下旬の EU 首脳会議での正式決定を目指し協議が進められているものの、ドイツが明確な意思表示を渋り、協議が長引く展開は十分にあり得よう。

こうした状況下、ポルトガルやスペインは、4 月に長期国債の大量償還（それぞれ 45 億ユーロ、155 億ユーロ）を控えているため、当面、国債発行により資金調達を進めていく必要がある。また、アイルランドでは 3 月までの政権交代が確実となる中、社会保障給付のカットなどの金融支援の前提が覆されるリスクが燦々している。このように見れば、欧州金融市場が今春にかけ再び混乱を来す可能性は多分に残っていると考えられる。特に、昨春のギリシャや昨秋のアイルランドが「10 年債利回り 8%」のラインを突破した直後に金融支援要請に追い込まれたとの経験則を踏まえると、既に 7%に達しているポルトガルが同様の状況に陥るリスクを十分に見ておく必要がある。

一方、実体経済面では、2 月 15 日に公表されるユーロ圏の 2010 年 10～12 月期実質成長率が注目される。1 月末の時点で大半の経済指標は 11 月分までしか公表されていないが、それらに基づけば、10～12 月期の成長率は純輸出のプラス寄与を主因に 6 四半期連続の前期比プラスとなったものの、7～9 月期（0.3%）と同程度の緩慢な伸びにとどまったと見込まれる。以下、需要項目毎の動きを概観する。

まず、固定資産投資は、機械設備投資の増勢加速により 7～9 月期の前期比 ▲0.3%からプラスに転じた見込みである。機械設備投資の一致指標であるユーロ圏各国の自国内向け資本財販売（実質）は、10～11 月平均の 7～9 月期比が 2.2%と、7～9 月期の前期比 0.5%から伸びを強めた。特にドイツでは、設備稼働率が 10 月時点で 83.2%と前回の投資拡大局面の初期にあたる 2005 年の平均（82.9%）近辺まで回復する中、10～11 月平均が 7～9 月期比 7.8%と急増した。一方、建設投資の一致指標である建設活動指数は 10～11 月平均で 7～9 月期比 ▲1.1%と、7～9 月期の前期比 ▲3.3%に続いてマイナスとなった。国毎には、ドイツ（10～11 月平均の 7～9 月期比：2.3%）が下げ止まったものの、他の国はフランス（▲1.5%）も含め総じて減少した。建設投資は 12 月以降、寒波の影響により一段と落ち込んだと見られるため、10～12 月期のマイナス幅は 10～11 月平均で見るとより広がっている可能性が高い。

個人消費については、10～12 月期の乗用車販売台数が前期比 6.1%（当社試算の季節調整値）と、フランスやドイツでの需要持ち直しを背景に 5 四半期振りに増加したものの、より広範囲の消費動向をカバーする小売販売（実質、除く自動車）は 10～11 月平均で 7～9 月期比 ▲0.4%と減少した。国別の小売販売を見ると、フランス（10～11 月平均の 7～9 月期比：0.4%）は拡大基調を維持したものの、スペイン（▲0.2%）は 7 月の付加価値税率引き上げの影響もあって軟調が続いている。そして、ドイツが▲1.3%と大きく落ち込み、全体を押し下げた。ドイツでは、失業率が 9 月から 12 月にかけて 6.6%で横這いとなるなど、雇用情勢の改善ペースに一服感が出ており、これが消費の抑制となっている可能性が高い。ただし、11 月（前

月比▲1.9%)の店舗形態別売上が一律に落ち込んでいることから、何らかの統計技術的要因が実勢以上に数字を弱くしている可能性もある²。いずれにしても、ユーロ圏全体の失業率が6月以降10%台(11~12月:10.0%)で高止まっているなど、雇用情勢の改善が見られない中で、個人消費にユーロ圏景気全体を牽引するほどの力強さはない。

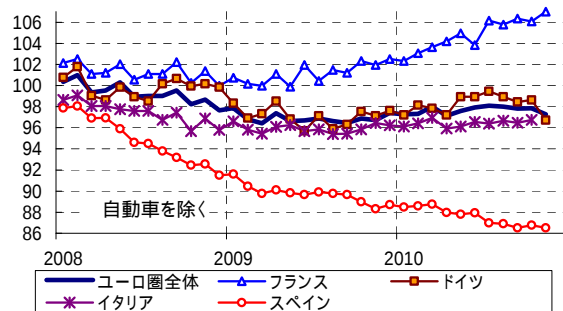
10~11月平均の輸出(ユーロ圏外向け、通関ベース)は7~9月期比で1.4%と、4~6月期の前期比6.4%、7~9月期の同4.5%に比べ減速した。内訳を見ると、中国向けが自動車を中心に復調してきたものの、米国向けが素材製品を中心に、中近東向けが航空機を中心にそれぞれ減少に転じた。中東欧向けも素材製品を中心に増勢が鈍化し、全体の伸びを抑制した。一方で、10~11月平均の輸入(ユーロ圏内取引を除く、通関ベース)も7~9月期比で0.5%と、輸出以上に減速した。このため、10~12月期の成長率に対する純輸出(輸出-輸入)の寄与度は7~9月期(0.2%Pt)並みを確保した可能性が高い。なお、輸入の減速は中国からの電子機器(コンピュータや携帯電話など)が中心であり、10~11月の対中輸入は7~9月期平均比でマイナスに転じた。

また、ユーロ圏製造業の在庫DI(過剰-不足)は、昨年6月から10月にかけて「過不足なし」を意味するゼロ近辺(▲0.2~0.3Pt)で推移していたが、11月に▲0.5%Pt、12月に▲1.9%Ptとややマイナス(不足超)幅が広がった。最終需要の動きが鈍いにもかかわらず在庫の不足感が強まったということは、企業各社の強い在庫抑制スタンスの下で、10~12月期の在庫投資が4四半期振りに前期比マイナスに転じた可能性を示唆している。

そして、このような各需要項目の動きの中で、10~11月平均のユーロ圏鉱工業生産は7~9月期比1.3%と、7~9月期の前期比1.1%とほぼ同程度の伸びとなっており、10~12月期の成長率が7~9月期並みにとどまった可能性を示唆している。なお、10~12月期の成長率が7~9月期並みの前期比0.3%を確保すれば、2010年の実質成長率は2009年の▲4.1%から1.7%程度のプラスに転じることになる。しかし、2011年は、各国の緊縮財政の影響が一段と強まることや、金融市場の波乱含みの状況が続くと見られることなどから、成長率の低下は避けられない見通しである。少なくとも現時点では、2011年の成長率が1%程度まで減速するとの当社の予想を上方修正する必要はないと考える。

以上のような景気の緩慢な動きにもかかわらず、昨年12月のインフレ率(HICP)は前年同月比2.2%と、ECBの政策目標である「2%未満」を約2年振りに上回り、さらに今年1月も2.4%まで上昇した。こうした中、為替市場では、債務危機を巡る投資家の不安心理が小康状態となったことに加え、「短期的なインフレ圧力」に言及したトリシェECB総裁の定例会見(1月13日)を受けて早期利上げを警戒する向きが一部で出たことからユーロ買いが優勢となり、足元のユーロは対ドル、対円とともに2ヶ月ぶりの高水準となっている。

小売販売指数の推移 (2007年=100、実質、季節調整値)



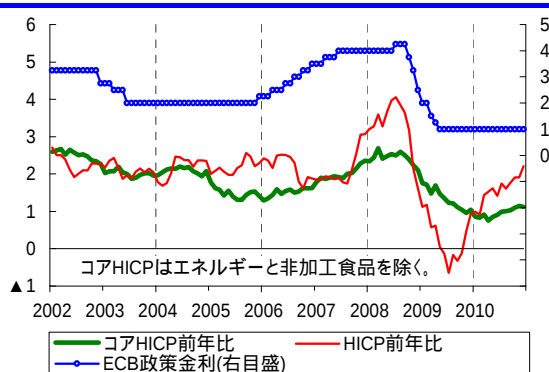
(出所) Eurostat

(注) イタリアは2010年10月まで。

² ドイツの小売販売統計は、昨年9月も一旦「前月比▲2.3%」と発表されたが、後に▲0.5%まで上方修正された。

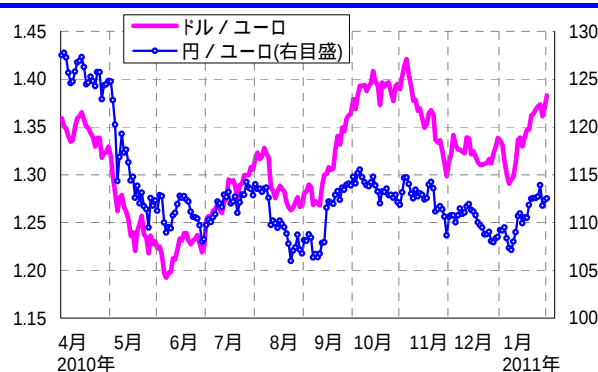
しかし、最近のインフレ率の上昇はエネルギーや非加工食品の価格上昇による影響が大きく、これらを除いたコアインフレ率は昨年12月時点では1.1%と落ち着いている³。特に、景気情勢が最も良好であるドイツのコアインフレ率は0.7%にとどまっている。加えて、成長ペースの緩慢さや失業率の高さなどから判断すれば、中期的なインフレ圧力は極めて小さいと考えられる。さらに、早期の政策金利引き上げは、債務危機と緊縮財政に喘ぐ南欧諸国の実体経済をさらに下押すことになる。このように見れば、ECBは、経済成長率が欧州委員会算出の潜在成長率1.25%を下回り、失業率も10%近辺で推移する間は、実際の利上げに踏み切れないのではないかと考えられる。加えて、冒頭で触れた通り、欧州ソブリン問題の行方が依然として不透明であることも踏まえると、為替市場における最近のユーロ高は行き過ぎの可能性があろう。

ユーロ圏のインフレ率とECBの政策金利 (%)



(出所) Eurostat, ECB

ユーロ相場の推移 (ドル/ユーロ、円/ユーロ)



(出所) Bloomberg

(注) 直近値は2月1日。

³ このコアインフレ率も、昨年4月につけたボトムの0.8%からは上昇しているが、ギリシャやスペインにおける付加価値税率引き上げや公共料金引き上げといった財政要因が大きく影響している。従って、コアインフレ率の実勢は、表面的な数字の動きよりもさらに安定していると見るべきである。なお、今年1月のコアインフレ率は本稿執筆時点で未公表である。