

# Economic Monitor

## ユーロ圏経済の現況と当面の見通し (Monthly Update)

### ～ギリシャ債務再編問題、1～3月期成長率、ECB金融政策～

ギリシャ国債に対する債務再編観測の広がりは、ポルトガルへの金融支援要請をもって欧州ソブリン問題が峠を越えた訳ではないことを示唆している。今後、支援対象がスペインにまで広がらないとしても、ギリシャのほかポルトガルやアイルランドも再び資金繰りに窮する可能性は否定できない。また、実体経済面では、1～3月期の成長率が昨年10～12月期に続き前期比0.3%程度の緩慢な伸びにとどまった見込みである。一方、ECBは短期的な物価動向を重視した金融政策運営を続けているが、5月に入り原油価格の上昇に一服感が出てきているため、追加利上げを急がず、暫く様子見る余裕が生まれている。

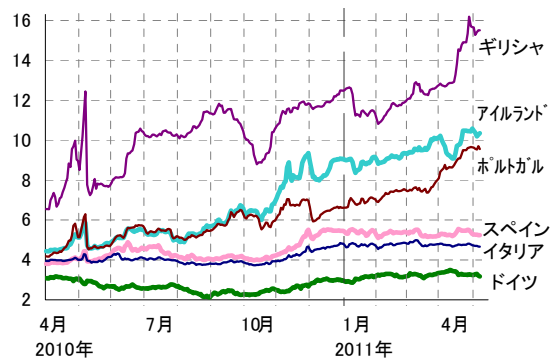
4月中旬以降、ギリシャ国債がいずれ債務再編を余儀なくされるとの観測が広がり、国債市場では4月末にかけて同国の10年物利回りが16%台へと急騰した。

ギリシャ政府は2010年5月から2013年6月にかけて、財政健全化計画の着実な履行を条件にEUとIMFから総額1,100億ユーロの金融支援を受けることになっている。しかし、ギリシャ政府の現在の資金繰り計画では、この金融支援に加えて、2012年から長期国債発行による資金調達の再開も予定されているため、現在の市場環境の下で計画の実現性が疑問視されている。

この懸念は従前より指摘されていたことであり、ユーロ圏各国首脳も3月11日、EUによるギリシャへの融資金利引き下げや返済期間延長で合意するなど、同国の資金繰り問題を軟着陸させていくための方策を打ち出し始めていた。しかし4月中旬に入り、①ショイブレ独財務相が「ギリシャへの融資条件緩和は同国の財政健全化に不十分であり、『追加措置』が必要」と指摘したこと、②ギリシャのパパコンスタンティヌス財務相が2012年以降の資金繰りが計画通りに行かない可能性を認めたこと、③格付け会社S&Pが「ギリシャは50～70%の債務残高の減額(ヘアカット)が必要」との分析結果を示したことなど、ネガティブな材料が相次いで出たため、金融市場でギリシャの資金繰りに対する警戒感が急速に強まった。これに対し、ギリシャ政府は4月15日、2015年に向け260億ユーロ規模の一段の財政引き締めと、500億ユーロ相当の国営企業株式の売却を発表したが、投資家の反応は限られ、国債利回りの高騰が続いている。

現時点において、ギリシャの政府債務を巡る今後の展開は、大きく分けて3つの方向性が考えられよう。  
**第1は、債務残高の減額(ヘアカット)により、ギリシャ政府の債務返済や利払い負担を軽減すること**である。しかしこの場合には、内外の金融機関や年金基金、そして欧州中銀など広範な債権者が大幅な損失を被ると見込まれるため、欧州を起点とした金融システムの混乱は避けられない。従って、以下の方向性

ユーロ圏主要国の10年国債利回り (%)



(出所) Bloomberg

(注) 直近値は5月6日。

を残している間は、この手段が選択される可能性は低いと考えられる。

第2の方向性は、ギリシャがEUやIMFから追加支援を仰ぐことである。しかし、金融支援にはユーロ圏加盟国による全会一致の承認が必要であり、これが大きな障害となる可能性が高い。最近の政治情勢を見ると、フィンランドの議会選挙で反EU政党「真のフィンランド人」が躍進し連立協議に参加することになったほか、ドイツの与党支持率が低下しており、財政や景気の状態が比較的良好な2国で財政悪化国への支援に対する逆風が強まっている。こうした中、4月7日にポルトガルが金融支援を要請し、5月3日までにEU及びIMFとの間で総額780億ユーロの具体策が纏められたが、16日のユーロ圏財務相会合で最終承認されるかどうかは予断を許さない。ドイツのメルケル首相が具体策への評価を保留し、フィンランドの反EU政党も改めて支援反対を表明しているからである。以上を踏まえると、今後、2度目となるギリシャ支援が検討される場合にはかなりの紛糾が見込まれる。

第3の方向性は、国債償還を延期することである。この手法もヘアカットと同様に債権者の応諾を取り付けることは難しいと見られるが、ヘアカットに比べれば債権者へのダメージが軽く、ひいては金融システムの混乱も相対的に小さくできると期待される。また、延長期間を状況に応じて柔軟に設定し易いため、3つの方向性の中では相対的に蓋然性が高そうに見える。ただし、ギリシャ以外の国で財政規律に対するモラルハザードが生じる可能性が高いため、ソブリン問題が金融市場の不安定要因として長期にわたって残存することになる。

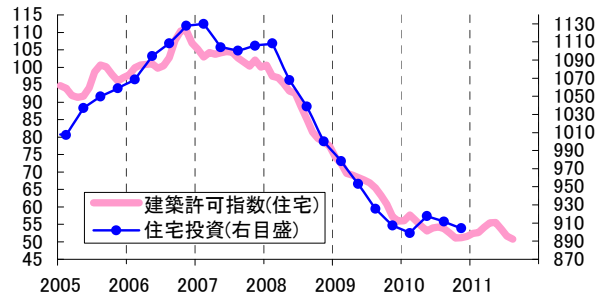
いずれにしても、今回のギリシャ国債に対する債務再編観測の広がりには、ポルトガルへの金融支援要請をもって欧州ソブリン問題が峠を越えた訳ではないことを示唆している。今後、仮に金融支援の対象がスペインにまで広がらないとしても、ギリシャのほか、ポルトガルや同様の問題を抱えるアイルランドも再び資金繰りに窮する可能性は否定できない。

一方、実体経済面では、ユーロ圏の1~3月期実質成長率が5月13日に公表される。5月初の時点で大半の経済指標は2月分までしか公表されていないが、それらに基づけば、1~3月期の成長率は固定資産投資の増加などにより7四半期連続の前期比プラスとなったものの、伸び率は昨年10~12月期(0.3%)と同程度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。

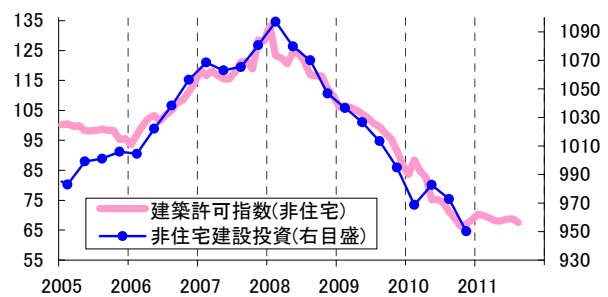
まず、固定資産投資は、機械設備投資の増加が続く中で建設投資が下げ止まったことから、3四半期振りに前期比プラスに転じた見込みである。機械設備投資の一致指標であるユーロ圏各国の自国内向け資本財販売(実質)は、1~2月平均の10~12月期比が2.4%と、設備稼働率の回復が続く中で10~12月期の前期比3.1%に続いて堅調な増加となっている。また、建設投資の一致指標である建設活動指数は、1~2月平均の10~12月期比が0.8%とプラスになり、昨年後半の減少(7~9月期:前期比▲5.6%、10~12月期:同▲2.3%)に歯止めが掛かっている。ただし、1~2月の建設活動指数の下げ止まりには、寒波を受けて10~12月期に落ち込んだドイツ(10~12月期:前期比▲6.3%、1~2月平均の10~12月期比:12.7%)やフランス(▲3.8%、6.1%)において反動増が生じたことが大きく寄与しており、他の国々では総じて減少が続いている。加えて、建設投資の先行指標である建築許可指数の動きは、ユーロ圏の非住宅投資が当面底這い状態となることや、住宅投資の水準がさらに低下する可能性を示唆している。このため、今回の建設投資の増加を下げ止まりのサインと判断するのは早計であろう。

建築許可指数と建設投資(住宅/非住宅、2005年=100、実質:2000年価格・億ユーロ)

【住宅投資】



【非住宅投資】



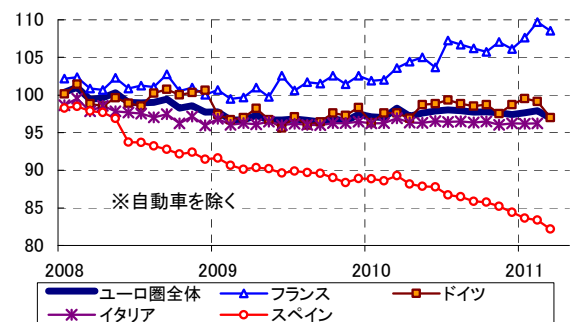
(出所) Eurostat

(注1) 建築許可指数は住宅・非住宅ともに、後方3ヶ月移動平均値を8ヶ月先行させてプロット。

(注2) 住宅投資、非住宅建設投資はGDP統計ベース。

一方、個人消費は、過去 5 四半期の平均的な伸び(前期比 0.28%)を下回ったと予想される。失業率が10%近辺(3月:9.9%)で高止まるなど、雇用情勢の改善が見られないことや、財政悪化国での増税策に加え、エネルギーを中心とした物価上昇が実質購買力を目減りさせていることから、個人消費の回復力はなかなか強まらない。関連指標の動きを見ると、1~3月期の小売販売(実質、除く自動車)は前期比▲0.1%と、10~12月期の同▲0.3%に続いて減少した。また、1~3月期の乗用車販売台数は同 2.7%(当社試算の季節調整値)と、10~12月期の同 5.6%に比べ増勢が鈍化した。主要国毎の動きについては、フランスは小売販売、乗用車販売とも緩やかに回復しているが、ドイツやイタリアは総じて横這い、そしてスペインは減少が続いている。特にスペインの小売販売は昨年4~6月期以降、前期比で▲1%を超えるペースでの減少が続き、1~3月期は▲2.4%へとマイナス幅が拡大した。

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2011年2月まで。

1~2月平均の輸出(ユーロ圏外向け、通関ベース)は10~12月期比で4.8%と、10~12月期の前期比1.6%から増勢が強まった。内訳を見ると、中国向けが自動車を中心に伸びを強めたほか、10~12月期に減少していた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、いずれも増加に転じた。一方で、1~2月平均の輸入(ユーロ圏内取引を除く、通関ベース)が10~12月期比で6.3%と、輸出以上に増勢が強まった。このため、1~3月期の成長率に対する純輸出(輸出-輸入)の寄与度は10~12月期(0.3%Pt)を下回った可能性が高い。なお、輸入の増勢の強まりは、中近東からの鉱物性燃料、ASEANからの電子部品や素材製品が牽引役となっている。また、対中輸入は10~12月期に続き減少しているが、素材製品が増加に転じたためマイナス幅が縮小している。

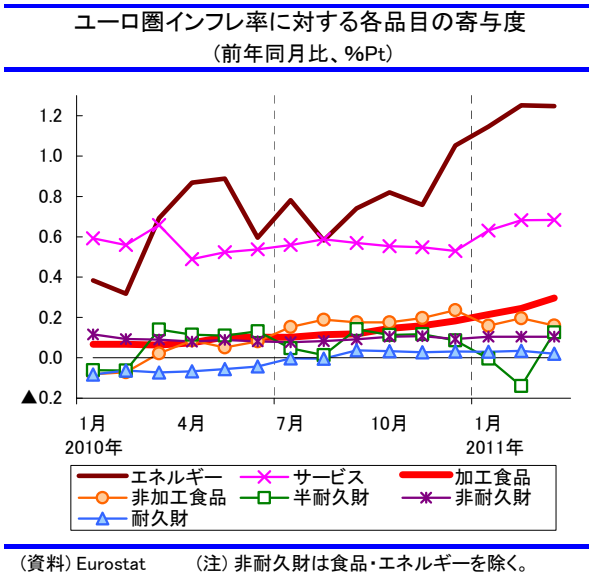
そして、以上のような主要需要項目の動きの中で、1~2月平均のユーロ圏鉱工業生産(建設を含む)は10~12月期比1.2%と、2009年7~9月期から2010年10~12月期にかけての平均伸び率(前期比1.2%)と同じ伸び率となっており、1~3月期の成長率が過去6四半期の平均成長率(前期比0.4%)近辺にとどまる可能性<sup>1</sup>を示唆している。

<sup>1</sup> 鉱工業生産(建設を含む)はGDPに比べ振れが大きく、必ずしも四半期毎の前期比が同じ動きをしている訳ではないが、均して見ればパラレルな関係が認められるため、直近のGDP水準を簡便に予測する際の有力な材料と言える。



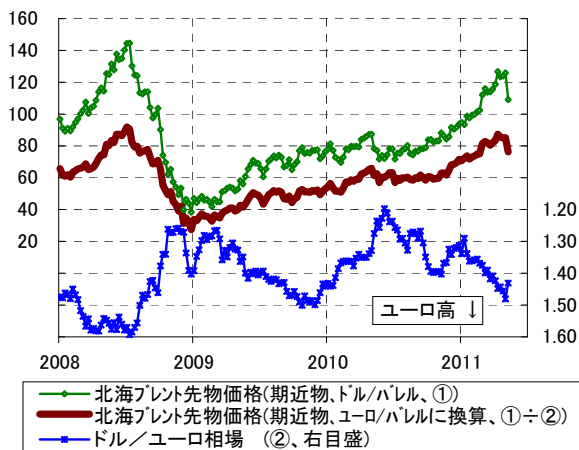
なお、1～3月期の成長率が昨年10～12月期の前期比0.3%と同程度にとどまることは、2011年通年で1.3%としている当社の成長率予想に沿った動きである。また、年1.0%と見られる潜在成長率を上回るとは言え、2010年時点でGDP比3～4%と言われている需給ギャップを早期に解消できるほどの力強さでもない。

以上のように、景気の緩慢な動きが続いているにもかかわらず、3月のインフレ率は前年同月比2.7%と、欧州中銀（ECB）が3月上旬に示した2011年のインフレ率予想（2.0～2.6%）のレンジ上限を突破し、さらに4月も同2.8%へと上昇した。品目毎の内訳は現時点で3月分までしか入手できないが、3月は、エネルギー価格の高騰が続く中で、月毎の振れの大きい衣服・履物などの半耐久財が前年同月比でプラスに転じたことや、加工食品価格の騰勢が強まったことがインフレ率の上昇要因となった。このうち加工食品については、2009年10月をボトムにジワジワと騰勢を強めてきており、これまでの商品市況の高騰が製品価格に転嫁され始めた可能性が窺える。



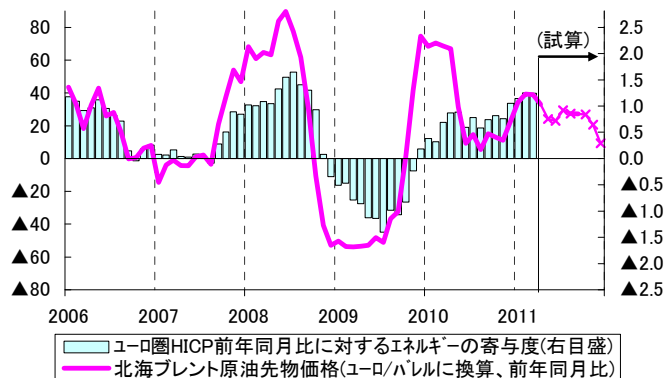
しかし一方で、5月に入り、ユーロ圏のエネルギー価格との連動性が比較的高い、北海ブレント原油先物価格の上昇に一服感が出ており、インフレ率への影響も含めた今後の行方が注目される。4月のブレント原油価格は、リビア情勢の混迷が続く中で2008年8月以来となる120ドル/バレル台へと上昇していたが、月末以降に米国で事前予想を下回る経済指標の発表が相次いだことを受けて反落、5月5日以降は110ドル/バレルを割り込んでいる。ちなみに、ユーロ換算後のブレント原油価格が直近5月6日の水準（109.1ドル/バレル÷1.43ドル/ユーロ＝76.2ユーロ/バレル）を維持し続ける場合、その前年同月比は徐々に低下するため（右下図参照）、今後、エネルギー価格の騰勢も次第に弱まると見込まれる。

北海ブレント原油先物価格とドル/ユーロ相場



(出所) Bloomberg (注) 直近値は2011年5月6日。

北海ブレント原油先物価格の騰落率とユーロ圏インフレ率に対するエネルギーの寄与度 (前年同月比、%、%Pt)



(出所) Bloomberg、Eurostat

(注) 試算はユーロベースの原油価格の前年同月比について、2011年5月以降のドルベースの原油価格及びユーロ相場が5月5日の水準(109.1ドル/バレル、1.43ドル/ユーロ)で横這いとなる場合を想定して延長。

このような状況下、ECBは5月5日の理事会で、先月0.25%Pt引き上げた政策金利の据え置きを全会一致で決めた。また、トリシェ総裁は理事会後の記者会見で、次回理事会での利上げを示唆する「物価上昇リスクへの強い警戒（strong vigilance）」という言葉を用いず、先月と同様、物価上昇リスクを「非常に注意深く監視（monitor very closely）していく」との発言にとどめた。ECBの金融政策は、先述のソブリン問題や景気の先行きよりも、短期的な物価動向を重視する傾向がある。今回の決定の背景には、そもそも ECB に先月の利上げの影響を見極めたいとの考えがあったことに加え、インフレ率上昇の起点である原油価格の高騰に一定の歯止めが掛かり、様子見する時間的余裕ができたことがある。

こうした認識に基づき先行きを展望すると、製品価格への転嫁の動きが広がる中で原油価格が再上昇するケースにおいて、ECBが今夏に追加利上げを実施する可能性は残る。しかし当社は、リビアをはじめとした中東・北アフリカ情勢の収束などに伴い原油価格がそのまま落ち着く展開を想定しており、この下で製品価格への転嫁の動きも徐々に縮小し、ECBによる追加利上げは当面先になるとの見方を維持する。