



「内憂外患」のユーロ圏景気

～ 後退圧力の一巡は2011年以降に～

2009年2月27日

株式会社 日本総合研究所
調査部 マクロ経済研究センター

— < 目 次 > —

1 . ユーロ圏景気の現状	1
(1) 後退色深まるユーロ圏景気	
(2) 異なる主要 4 カ国の景気後退メカニズム	
2 . 主要 4 カ国景気における「メインエンジン」の検証	3
(1) 住宅バブルの調整が続くスペイン・フランス	
(2) 輸出減少が加速するドイツ・イタリア	
3 . 各国当局による政策対応をどうみるか	9
4 . ユーロ圏景気の見通し	10

本資料は内閣府記者クラブにて配布しております。

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：2,000名

社 長：木本 泰行

理事長：薄井 信明

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番 TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目6番3号 TEL 06-6534-5111 (代)

< 本レポートに関するご照会先 >

調査部 マクロ経済研究センター 石川・立岡

(report@jri.co.jp , Tel:03-3288-4263・4736)

< 要 約 >

1. ユーロ圏では、米国発の金融危機が欧州各地へ飛び火するなか、景気後退が深刻化。もっとも、景気後退の本質的要因は、主要4カ国（ドイツ・フランス・イタリア・スペイン）がそれぞれ特定の需要項目に偏った「アンバランスな成長」を続け、2008年入り前後からその成長基盤の脆さを露呈させたことにある。

4カ国の成長パターンは、次の2種類に大別。

 - (イ) 住宅バブルのもとで、家計支出の牽引力に依存してきたスペイン・フランス
 - (ロ) 世界景気の拡大を追い風に、輸出の増加に支えられてきたドイツ・イタリア
2. ユーロ圏の景気悪化の深刻度および今後の調整メドについて、主要4カ国の「メインエンジン」に焦点を絞って検討すれば、以下の通り。

スペインの住宅市場 ... 試算によれば、2008年10～12月期時点の住宅価格は、適正水準からなお3割近く上振れ。その解消には、今後の所得減税の追加実施を見込んで2011年半ばごろまでかかる可能性が大きく、その間、個人消費は逆資産効果により一段と減勢を強めていく公算。
一方、バブル期に積み上がった「過剰住宅投資」の調整を2011年までに完了させるには、実質住宅投資が一旦2008年から2割低い水準まで減少することに。

フランスの住宅市場 ... 足元の住宅価格は適正水準からなお3割近く上振れているとみられ、2010年中の割高感解消は難しい情勢。住宅価格に対する個人消費の感応度はスペインに比べマイルドであるものの、個人消費伸び率は2010年にかけてマイナス圏で推移する可能性大。

ドイツの輸出 ... 先進国景気の著しい悪化、新興国景気の減速が見込まれるなか、2009年の実質輸出は2ケタ減となる公算。2010年のプラス転化も期待薄。
さらに、ポーランドやロシアなどの周辺新興国で対外資金フローの逆流が一段と加速し、経済活動が停滞する事態となれば、ドイツの輸出にも深刻なダメージが及ぶことに。

イタリアの輸出 ... 輸出先上位5カ国（ドイツ・フランス・スペイン・英国・米国）の景気に連動するとの経験則に照らせば、ドイツと同様、2009年の実質輸出は2ケタ減となり、2010年も減少に歯止めがかからない見通し。
3. 各国財政・金融当局の政策対応に大きな期待を寄せることも困難。
 - (イ) ドイツ・イタリアが財政出動しても、経済のメインエンジン（外需）の本質的な回復につながらない可能性大。
 - (ロ) 国債需給の悪化懸念が強まるもとで、今後の財政出動が、長期金利の上昇を通じてかえって需要を抑制するリスクも。
4. 以上のように、主要4カ国が「内憂外患」の状況を抜け出せず、政策効果にも多くを期待できないなか、2010年中のユーロ圏景気の持ち直しを見通すことは困難。

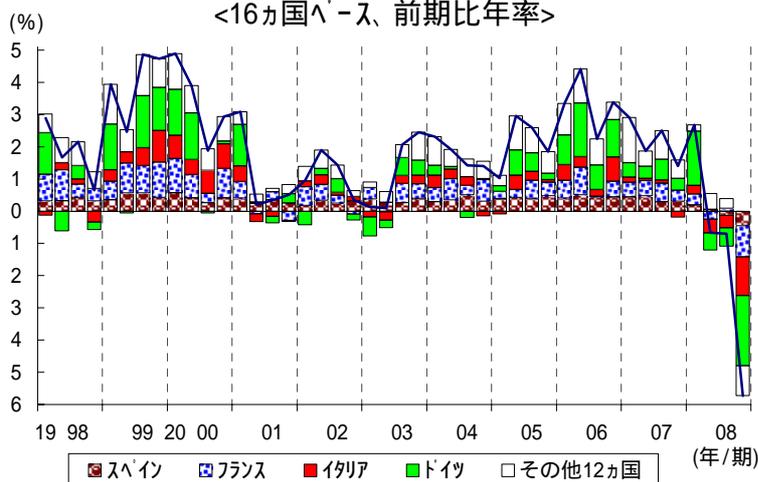
2009年の実質成長率は、「輸出依存型」のドイツ・イタリアを中心に4%近辺まで落ち込む見通し。
2010年は、ドイツ・イタリアのマイナス幅が年後半に向け幾分縮小する一方、フランス・スペインの景気調整ペースが持続するため、ユーロ圏全体・通年で1%超のマイナスになると予想。

1. ユーロ圏景気の現状

米国発の金融危機が飛び火、過去最悪の景気後退ペースに

- (1) ユーロ圏の景気後退が深刻に。2008年10～12月期のGDP統計（速報値）によれば、ユーロ圏全体の実質GDPが遡及可能な1995年以降で初めて3四半期連続のマイナス成長（16カ国ベースで前期比年率 5.7%）となったほか、主要4カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン。4カ国合計でユーロ圏GDPの4分の3以上を占める）が1993年1～3月期以来となる同時マイナス成長に【図表1-1、1-2】。
- (2) 景気後退が深刻化した要因として、昨秋、米国発の金融危機が欧州各地へ飛び火したことを指摘可能。
具体的には、9月半ばの米証券リーマン・ブラザーズ破綻をきっかけに、世界的に金融機関の経営状況に対する疑心暗鬼が増幅し、短期金融市場の取引が急縮小。それが、短期市場で調達した資金を域外の高リスク資産で積極運用する欧州金融機関のビジネスモデルを痛撃し、株価暴落、さらには実体経済の「心臓部」としての間接金融機能の低下に作用。
- (3) こうした事態に対し、欧州中銀（ECB）は、米FRBと協調し、ドル資金供給の拡大や利下げを実施。各国政府も公的資本注入などの金融対策を矢継ぎ早に発表・実施。
それにより、ユーロ圏の金融システムをめぐる混乱は11月以降ひとまず小康に向かったものの、金融セクターにおける08年通年の株価下落率は米・英を上回ったほか、短期金利の官民スプレッド（銀行間金利 - 国債利回り、3ヵ月）はなお高水準が持続【図表1-3、1-4】。さらに、本年1月には10～12月期決算を材料に金融株が下げ足を速める場面も。

(図表1-1) ユーロ圏実質成長率の国別寄与度
<16カ国ベース、前期比年率>



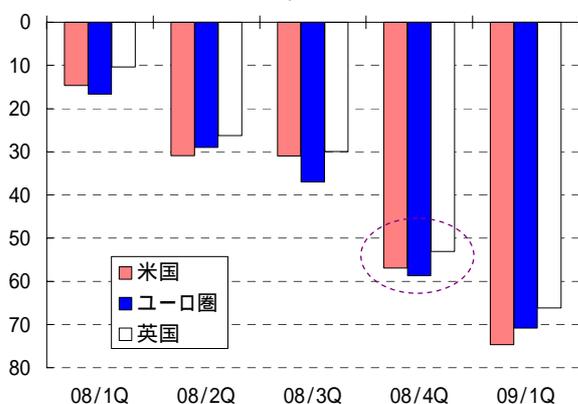
(資料) Eurostat(EUの統計機関)

(図表1-2) ユーロ圏GDPに占める
主要4カ国のウエイト

	名目GDP (08年1～9月 の年率換算 値、兆ユーロ)		10～12月期 実質成長率 (前期比年率、%)
		構成比 (%)	
ユーロ圏(16カ国)	9.28	100.0	5.7
うち主要4カ国	7.11	76.7	6.4
ドイツ	2.49	26.9	8.2
フランス	1.95	21.0	4.6
イタリア	1.57	17.0	7.1
スペイン	1.10	11.8	3.8

(資料) Eurostat

(図表1-3) 米国・ユーロ圏・英国における金融セクターの株価
(2007年末を基点とした下落率、%)

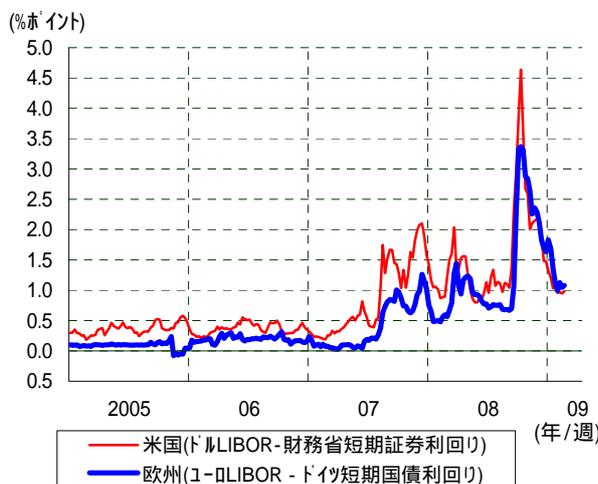


(資料) Bloomberg L.P. のデータをもとに日本総研作成。

(注1) 米国はS&P500指数に含まれる金融セクター81銘柄、ユーロ圏はダウ・ユーロ株価指数に含まれる70銘柄、英国はFT350指数に含まれる89銘柄の株価を合成。

(注2) 2009年1～3月期は2月20日時点の値。

(図表1-4) 米国・ユーロ圏における短期金利の
官民スプレッド<銀行間金利 - 国債利回り、3ヵ月>



(資料) Bloomberg L.P. (注) 直近は2月20日。

1. ユーロ圏景気の現状

2 パターンに大別される主要4カ国の景気後退メカニズム

(4) 金融システムの混乱がユーロ圏にも及んできたことは、域内景気の後退に拍車をかけている要因ではあるものの、イタリアやスペインですでに2007年後半から成長率の下方屈折が生じていたことなどを踏まえると、景気後退の本質的要因は別に求めるべき。

(5) そこで、主要4カ国の実質GDPと需要項目ごとの動きをみると、各国経済が少なくとも2007年前半にかけて、特定の需要項目に大きく偏った「アンバランスな成長」を続け、2008年入り前後から、その成長基盤の脆さが一挙に露呈する展開になっていたことが確認可能。さらに、そのパターンは、特定の需要項目によって以下の2通りに大別【図表2】。

(イ) 内需、とりわけ家計支出の牽引に大きく依存してきたスペイン、フランス

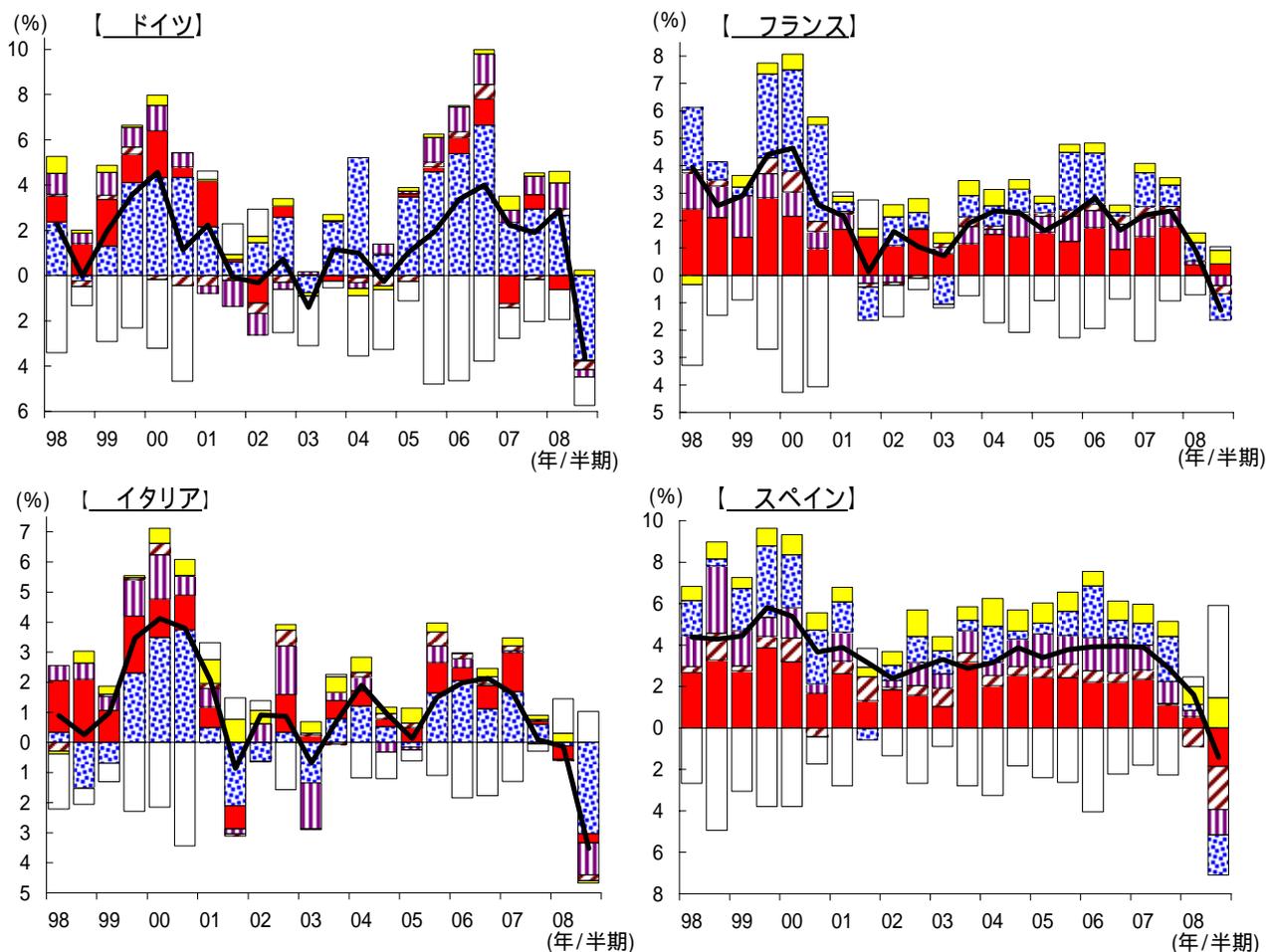
... 米国や英国と同様、住宅資産価値の上昇が景気拡大時の追い風になったとみられ、その後、住宅バブル崩壊を機に家計支出、ひいては景気全体が失速。

(ロ) 輸出の増加に支えられてきたドイツ、イタリア

... とりわけユーロ圏内最大の経済規模をもつドイツでは、世界景気拡大の恩恵を最大限に享受し、輸出が2006年後半の実質成長率（前期比年率+4.0%）を6.6%ポイント押し上げたことも。逆に2008年後半は、世界需要減退の影響が直撃し、輸出が年率 3.7%ポイントの成長率下押し要因へと転化。

(6) 以上の現状認識をもとに、本レポートでは、ユーロ圏の景気悪化の深刻度および今後の調整メドについて、主要4カ国がそれぞれもつ「メインエンジン」に焦点を絞って検討。

(図表2) ユーロ圏主要4カ国: 実質成長率の需要項目別寄与度<暦年半年期、前期比年率>



(資料) Eurostat, Datastream

(注1) 在庫投資の寄与度は、GDP統計作成上の誤差脱漏等を含む値で不安定な動きを示している(精度に問題がある)ため、図示していない。
 (注2) 08年7~12月期のイタリアについては、10~12月期の需要項目別内訳が未公表のため、各種月次統計などをもとに推定した当社見込み値を含んでいる。

住宅価格の割高感解消は2011年半ばごろか

(1) 最初に、域内第4の規模で「家計支出依存」の代表国であるスペインについてみると、住宅市場の動向が景気の浮沈を左右するカギに。

すなわち、住宅価格を説明変数にとり入れた関数推計にもとづいて、実質個人消費の前年比を要因分解すると【図表3-1】、2006年にかけては、保有住宅資産の価値増大に伴う資産効果が、消費の伸びを1~2%ポイント押し上げた試算。

しかし2007年以降は、住宅価格が下落し、個人消費の下押し要因に転化。

加えて、2008年以降の住宅市場では、価格調整のみならず供給調整も本格化。これに伴って、実質住宅投資が08年4~6月期以降、3四半期連続で年率2割超のペースで急減(実質GDPを年率約2%ポイント下押し)。さらに、雇用者数が建設業を中心に大幅減【図表3-2】となり、家計所得の太宗を占める雇用者報酬の下振れや家計の先行き不安台頭に作用。

(2) 実質住宅価格の適正水準(理論値)について、1990年代後半にみられた可処分所得との安定的関係をもとに試算すると、2008年10~12月期の実績値は理論値からなお3割近く上振れ【図表3-3】。

この乖離の解消時期は、今後の住宅価格と可処分所得の動きに依存。本レポートでは、可処分所得について、所得税減税の追加実施を見込みつつ、以下の3ケースを想定(住宅価格の下落ペースは、いずれのケースも08年対比やや加速し、前期比2.7%<2002~06年におけるバブルの上昇時と同じスピードで下落>とした)。

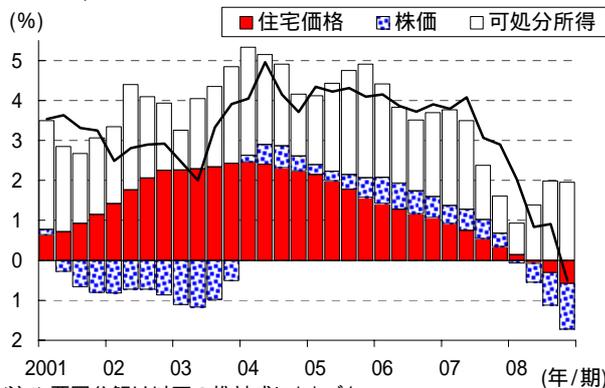
楽観ケース... 所得税減税の追加実施が雇用悪化の影響を吸収する結果、可処分所得は先行きも2008年の平均的な増勢(実質前期比+0.4%)を確保。

標準ケース... 所得減税が追加実施されるものの、雇用悪化の影響が広がるため、可処分所得は2008年の雇用者報酬の平均減少率(前期比0.2%)に収斂する形で減少。

悲観ケース... 雇用悪化の影響が減税効果を大きく上回り、可処分所得は前期比1%で減少。

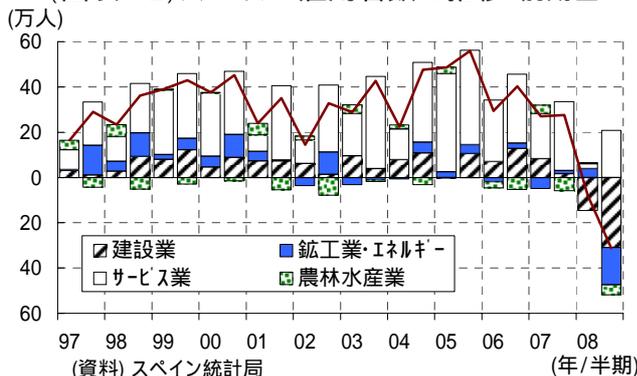
住宅価格の割高度解消時期はそれぞれ、楽観ケースで2010年10~12月期、標準ケースで2011年4~6月期、悲観ケースで2012年10~12月期、となる。

【図表3-1】スペイン: 実質個人消費の要因分解<前年比>



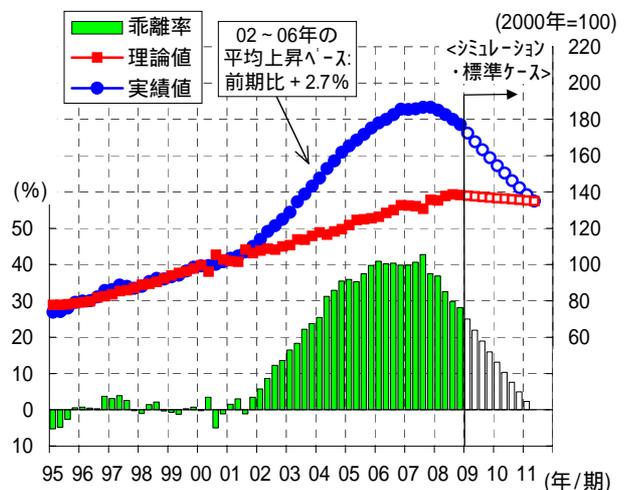
(注1) 要因分解は以下の推計式にもとづく。
 $\ln(\text{実質個人消費}) = 3.910 + 0.572 \times \ln(\text{実質可処分所得}) + 0.169 \times \ln(\text{実質住宅価格}) + 0.036 \times \ln(\text{実質株価})$
 (t値) (4.87) (6.92) (5.22) (4.07)
 推計期間: 2000/1Q ~ 08/3Q、自由度修正済R²R = 0.986
 (注2) 上図は、すべて後方3期移動平均値を图示。

【図表3-2】スペイン: 雇用者数の推移<前期差>



(資料) スペイン統計局

【図表3-3】スペイン: 実質住宅価格の「割高度」および2009年以降の住宅価格調整シミュレーション



	楽観ケース	標準ケース	悲観ケース
実質可処分所得<前期比>	+ 0.4%	0.2%	1.0%
実質住宅価格<前期比>	2.7%		
住宅価格が理論値へ収束する時期	2010/4Q	2011/2Q	2012/4Q

(資料) Eurostat, スペイン統計局, スペイン住宅省資料をもとに日本総研作成。
 (注1) 理論値の算定は、1995~2000年のデータを用いた以下の推計式に依拠。
 $\ln(\text{実質住宅価格}) = -8.929 + 1.171 \times \ln(\text{実質可処分所得})$
 (t値) (-11.32) (17.00)
 推計期間: 1995/1Q ~ 2000/4Q、自由度修正済R²R = 0.929
 (注2) シミュレーションにおける各ケースの前提は、本文(上記部分)をご参照。

消費への逆資産効果と住宅投資減少の両ルートで成長率下振れ

(3) こうした住宅価格の調整が続く間、個人消費には「逆資産効果」が加わることに。消費関数の推計結果をもとに、住宅価格下落の消費への影響を「標準ケース」で試算すると、実質住宅価格が2009年に 8.7%、2010年に 10.4%下落するため、実質個人消費の伸び率はそれに伴い 1.5%ポイント、1.8%ポイント低下【図表4-1】。これは、スペインの個人消費が2010年にかけて一段と減勢を強める展開を示唆。

(4) 一方、住宅価格調整と並行して進む住宅投資の減少（供給削減）を、バブル期に実施した過剰投資の蓄積分を調整する動きととらえると、今後も投資抑制を続け、累計で年間供給の約半年分の量を調整していく必要【図表4-2】。

ちなみに、「標準ケース」のもとで、過剰投資の調整を住宅価格とほぼ同じ2011年中に完了させようとする場合、実質住宅投資はいったん2008年対比2割低い水準まで低下へ【図表4-3】。

これにより、実質GDPの水準は直接効果のみで1.6%程度押し下げられるほか、建設業に25万人程度の追加的な雇用削減圧力がかかる(*)見込み。

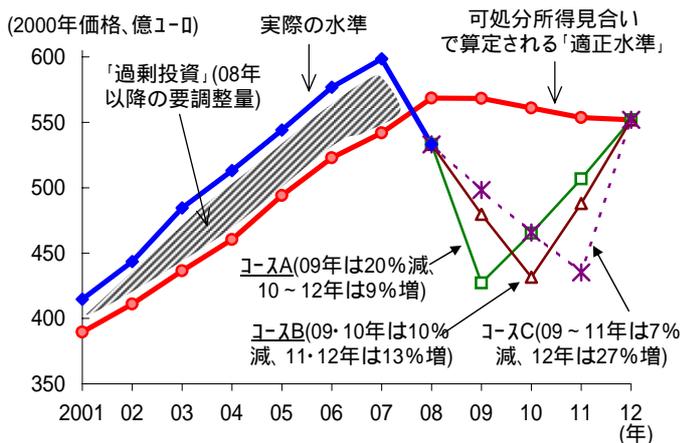
(*)実質住宅投資と建設業雇用者数の連動性をもとに試算。なお、スペインの全産業雇用者数は約2,000万人（25万人は1.25%分に相当）。

(図表4-1) スペイン:住宅価格調整に伴う個人消費への「逆資産効果」<試算、標準ケース>

	2009年	2010年	2011年	2012年
住宅価格の年間下落率 (%)	8.7	10.4	8.6 +	プラスの可能性
個人消費への下押し影響(%ポイント)	1.5	1.8	1.4 +	プラスの可能性

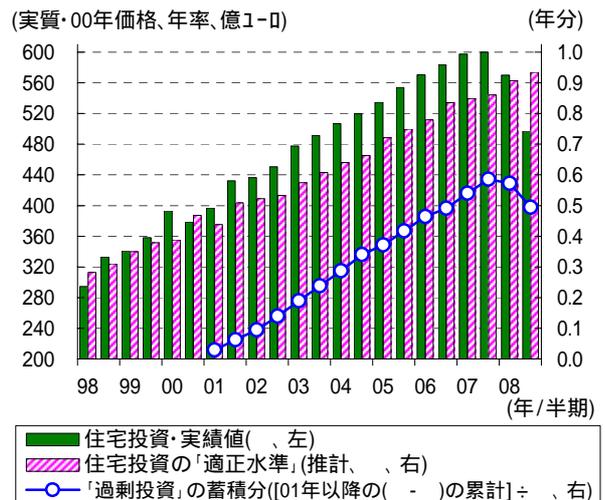
(資料) Eurostat, スペイン統計局, スペイン住宅省資料をもとに日本総研作成。
(注) (図表3-1)で示した個人消費の住宅価格弾性値を用いて算出。「標準ケース」の前提は、3ページをご参照。

(図表4-3) スペイン:2009年以降の実質住宅投資のイメージ<標準ケース>



(資料) Eurostat, スペイン統計局, スペイン住宅省資料をもとに日本総研作成。
(注) 実質住宅投資が「可処分所得に見合った適正水準」を下回って推移し続け、その下振れ幅の合計が2007年までの「過剰投資」蓄積量と一致した時点を「調整完了」と定義。上のグラフは、3ページの「標準ケース」を前提に住宅投資の適正水準が推移するも、過剰投資の調整が住宅価格とほぼ同じ2011年中に完了、翌2012年に実際の水準が適正水準まで回復する展開を想定。減少年数に応じた3つのコースを例示。

(図表4-2) スペイン:「過剰住宅投資」の推計



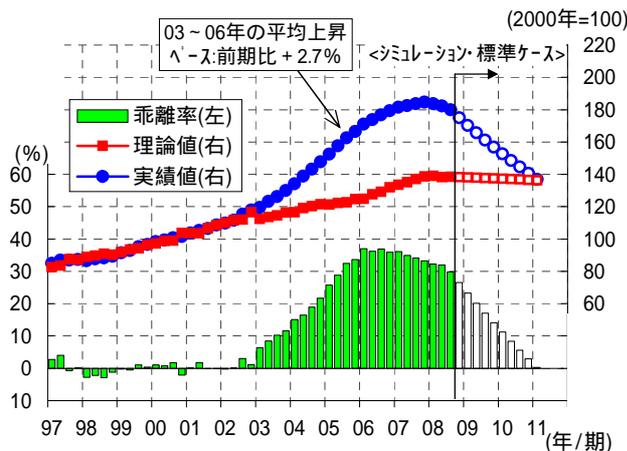
(資料) Eurostat, スペイン統計局, スペイン住宅省資料をもとに日本総研作成。
(注) 住宅投資の「適正水準」()は、2001年以降の住宅価格に「バブル」が生じず、家計の可処分所得見合いで住宅投資が行われた展開を想定した場合の推計値。算定方法は以下の通り。
(イ) 実質住宅投資を実質可処分所得と住宅価格の「乖離率」に回帰。住宅価格の乖離率は、(図表3-3)の分析で導出した値。
 $\ln(\text{住宅投資}) = -9.968 + 1.615 \times \ln(\text{可処分所得}) + 0.022 \times \ln(\text{住宅価格乖離率})$
(t値) (-4.75) (9.35) (1.39)
推計期間: 1995年上期 ~ 2008年下期、自由度修正済R²R = 0.957
(ロ) 推計結果に基づき、住宅価格乖離率をすべて0とした場合の投資水準を算出。

2010年中の住宅価格調整は困難、個人消費は減少傾向へ

- (1) 次に、域内第2の規模で、「家計支出依存」のカテゴリーに分類されるフランスについてみると、2003年以降、スペインの後を追うように住宅価格の騰勢が大幅加速【図表5-1・実績値】。また、スペインと同様の関数推計によれば、フランスの実質個人消費も、住宅価格の大幅上昇により押し上げられてきた側面あり【図表5-2】。
- 一方、このところの景気後退は、住宅価格の頭打ちを受けて、個人消費の増勢が急速に鈍化してきたことが主因とみられる。
- もっとも、住宅価格に対する消費の感応度、消費の減速ペースはスペインに比べマイルド。加えて、住宅投資（供給）の減少に伴う成長率下押し影響も限定的。
- (2) 2000年前後の家計可処分所得と住宅価格との安定的関係をもとに、実質住宅価格の適正水準（理論値）を推計すると、直近の実績値は理論値からなお3割近く上振れ（2008年7～9月期、スペインとほぼ同率）。今後も住宅価格の調整は続き、個人消費を下押す公算。ちなみに、実質可処分所得が直近半年間の平均ペース（前期比 0.1%）で弱含み、実質住宅価格が前期比 2.7%（2003～06年のバブル的上昇ペースに逆符号をつけた値）で下落し続けるケースを想定すると、住宅価格の調整完了時期は2011年1～3月期と試算。2009・10年の実質個人消費伸び率は、これによりそれぞれ0.8%ポイント・0.9%ポイント下押され、マイナス圏で推移する可能性大【図表5-1・5-3の標準ケース】。

(*）なお、住宅価格の減少が加速しない（2008年7～9月期の減少率：実質前期比 1.4%が持続する）ケースを想定すると、1年あたりの個人消費への下押し影響は標準ケース対比幾分か和らぐものの、住宅価格の調整が2013年いっぱいまで長引くと試算。その間、個人消費の低空飛行、経済全体の低成長が続く見込み【図表5-1・5-3の長期化ケース】。

(図表5-1) フランス：実質住宅価格の「割高度」および2009年以降の調整シミュレーション

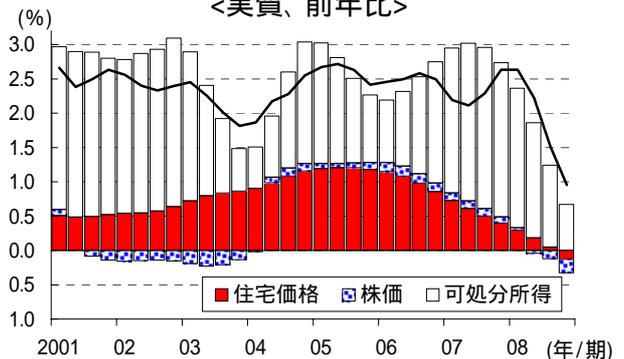


	標準ケース	長期化ケース
実質可処分所得<前期比>	0.1%	0.1%
実質住宅価格 <前期比>	2.7%	1.4%
住宅価格が理論値へ収束する時期	2011/1Q	2013/4Q

(資料) Eurostat, INSEE(フランス統計局)資料をもとに日本総研作成。
 (注1) 理論値の算定は、1997～2001年のデータを用いた以下の推計式に基づく。
 $\ln(\text{実質住宅価格}) = -17.318 + 1.775 \times \ln(\text{実質可処分所得})$
 (t値) (-12.52) (15.81)
 自由度修正済R² = 0.929

(注2) シミュレーションの前提は以下の通り(2008年10～12月期以降)。
 【標準ケース】 実質可処分所得が直近半年間の減少ペースで弱含み推移。実質住宅価格が2003～06年のバブルの上昇時と同じスピードで下落。
 【長期化ケース】 実質可処分所得は標準ケースと同じ。実質住宅価格の下落ペースが加速せず(2008年7～9月期の実績値にとどまる)。

(図表5-2) フランス：個人消費の要因分解 <実質、前年比>



(資料) Eurostat, INSEE(フランス統計局)資料をもとに日本総研作成。
 (注1) 要因分解は以下の推計式にもとづく。

$$\ln(\text{実質個人消費}) = 3.432 + 0.675 \times \ln(\text{実質可処分所得}) + 0.088 \times \ln(\text{実質住宅価格}) + 0.007 \times \ln(\text{実質株価})$$

(t値) (7.17) (15.83) (7.31) (2.08)

説明変数は後方2期移動平均値、推計期間：1998/3Q～2008/3Q、自由度修正済R² = 0.9965

(注2) 上記は、すべて後方3期移動平均値を图示。2008年10～12月期の可処分所得寄与度・住宅価格寄与度は見込み。

(図表5-3) フランス：住宅価格調整に伴う個人消費への「逆資産効果」<試算>

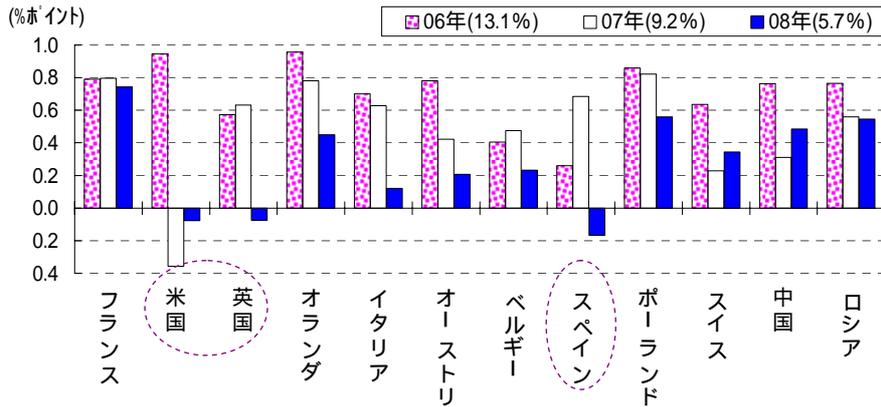
【標準ケース】	2009年	2010年	2011年	2012年
住宅価格の年間下落率(%)	9.3	10.4	6.9+	プラスの可能性
個人消費への下押し影響(%ポイント)	0.8	0.9	0.6+	プラスの可能性
【長期化ケース】	2009年	2010～13年		
住宅価格の年間下落率(%)	5.3	5.5		
個人消費への下押し影響(%ポイント)		0.5		

(資料) Eurostat, フランス統計局資料をもとに日本総研作成。
 (注) (図表5-2)で示した個人消費の住宅価格弾性値を用いて算出。

2009年は実質2ケタ減、2010年の底入れも期待薄

- (1) 一方、域内最大規模のドイツ経済におけるメインエンジンは輸出。
 2008年の増勢鈍化について主要相手国別にみると【図表6-1】、最大の相手国であるフランス向けや、中国・ロシア・ポーランドといった新興国向けは比較的堅調に推移したものの、その他の国向けは総じて失速。とりわけ、金融システムの混乱が広がる英国向けや、深刻な住宅バブル崩壊に見舞われているスペイン向けはマイナスに転化。金融危機の震源地である米国向けも、マイナス幅は縮小したものの、2年連続の減少。
- (2) 2009年について展望すると、海外景気の著しい悪化のなか、ドイツの輸出が全体で大幅減少となることは不可避。ひいてはドイツ経済全体の成長率も記録的なマイナスへ。
 近隣主要国の英国・フランス・イタリア・スペイン、第2の輸出相手国である米国、世界新興国の代表格で輸出先として一定のウエイトを占める中国・ロシア、の7カ国について、ドイツの相手国別輸出ウエイトを勘案し加重平均した実質成長率と、ドイツの実質輸出伸び率は概ね連動【図表6-2】。この関係に着目し、IMF（国際通貨基金）が1月末に発表した世界成長率予測の値を外挿すると、「ドイツが直面する海外成長率」は2009年に1%超のマイナス。これはドイツの実質輸出が2ケタ減となる可能性が大きいことを示唆。
 また、2010年については、1%程度ながらプラス成長に転じるとしたIMFの予測を前提にしても、輸出の減少が続く見通し。さらに、本レポートでのこれまでの分析などを踏まえれば、2010年の先進国景気が後退局面を脱せず、IMF予測を大幅に下回る可能性も十分想定される。仮に欧州4カ国が2%のマイナス成長、米国がゼロ成長にとどまる場合、ドイツの実質輸出は1割近い減少に【図表6-2の慎重ケース】。

(図表6-1) ドイツ: 輸出における主要相手国別寄与度の変化<名目、前年比>

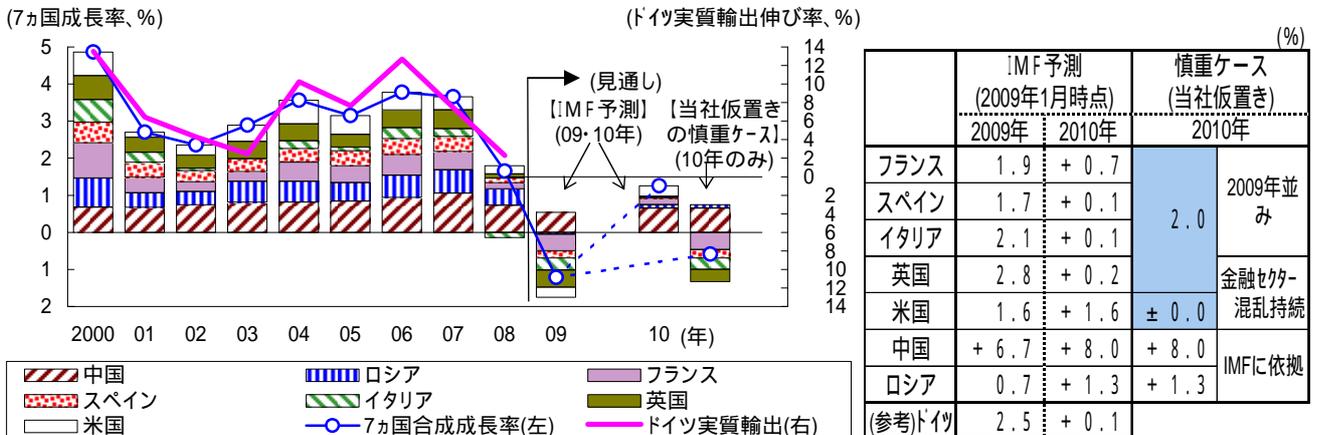


(資料) Eurostat資料をもとに日本総研作成。

(注1) 直近1年間(07/11~08/10)での構成比が3%以上の12カ国を抽出。構成比の大きい国から右へ並べて図示。12カ国合計でドイツ輸出全体の67%を加へ。

(注2) 凡例カッコ内は、各年の対世界輸出伸び率(2008年は1~10月)。

(図表6-2) ドイツが直面する海外経済の実質成長率とドイツの実質輸出伸び率



(資料) IMF(国際通貨基金), Eurostat, 米国商務省資料などをもとに日本総研作成。

(注1) 主要7カ国の実質成長率について、ドイツの輸出ウエイトを勘案して加重平均。

(注2) 2009年は、IMFによる各国成長率予測(2009年1月時点)にもとづく。2010年は、IMF予測、当社仮置きの「慎重ケース」を併記。具体的な成長率の数値は右上表の通り。

さらなる下振れリスクもくすぶる状況

(3) さらに、ドイツの輸出においては、以下の2つの下振れリスクにも注意が必要。

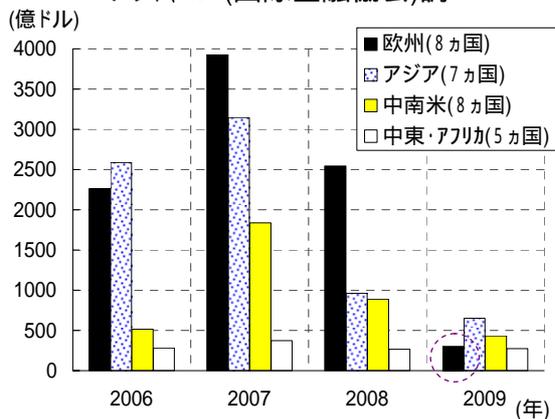
(イ) 周辺新興国における資金フローの逆流と経済活動の停滞 ... IIF (国際金融協会、世界の約400の金融機関で組織) の調べによれば、金融危機が深刻化・広範化するなか、先進国から新興国への投融資が大幅縮小。2009年の民間資金流入額(ネット)は、新興国28カ国で約3分の1、とりわけ欧州8カ国は約1割の水準に急減へ【図表7-1、7-2】。

先進国からの投融資をテコにした成長パターンが頓挫するも、当該国の経済活動は、通貨暴落なども相俟って、麻痺状態に陥るリスクあり。そうした場合、当該国向けの輸出に深刻なダメージが及ぶことが避けられず。とりわけドイツにとっては、輸出に占めるウエイトの大きいポーランドやロシアの動向が大きく影響。

(ロ) フランス向け輸出の反動減リスク ... ドイツの対仏輸出は、化学製品を中心に2008年もほぼ前年・前々年並みの増勢を維持。明確な理由は不明ながら、フランスにおける輸入浸透度の趨勢的上昇【図表7-3】、2008年夏場にかけての商品市況高のなか、先行きの輸入価格上昇を見越した購買行動が生じていた可能性。

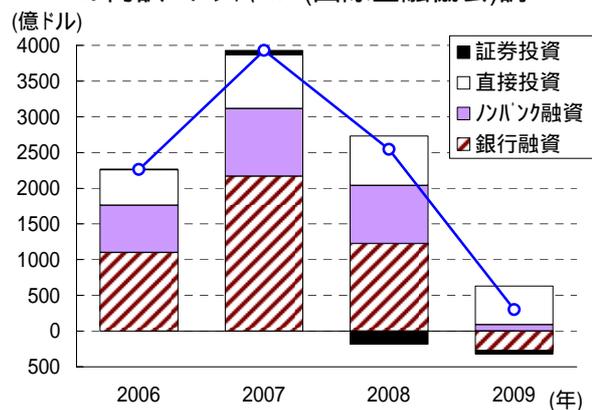
もっとも、フランスの総需要とドイツの対仏輸出は長期的に概ね連動していること【図表7-4】、イタリアの対仏輸出はすでに減速していること【次頁の図表8-1】などから、フランスの輸入浸透度上昇を勘案しても、今後のドイツの対仏輸出に下押し圧力がかかっていくことは不可避。とりわけ目先は、2008年の増勢の反動が出る可能性あり。

(図表7-1) 先進国から新興国への民間資金流入
＜ネット、IIF(国際金融協会)調べ＞



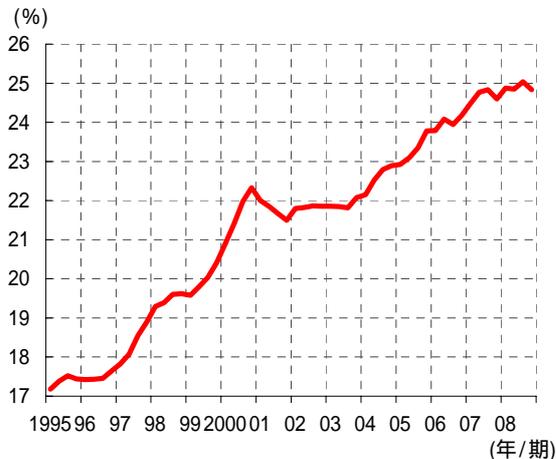
(資料) IIF(Institute of International Finance)
 (注1) 欧州8カ国の内訳は、ブルガリア、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、ロシア、トルコ、ウクライナ。
 (注2) 2008年は見込み、2009年はIIFによる予測。

(図表7-2) 欧州新興8カ国向け民間資金流入
の内訳＜ネット、IIF(国際金融協会)調べ＞



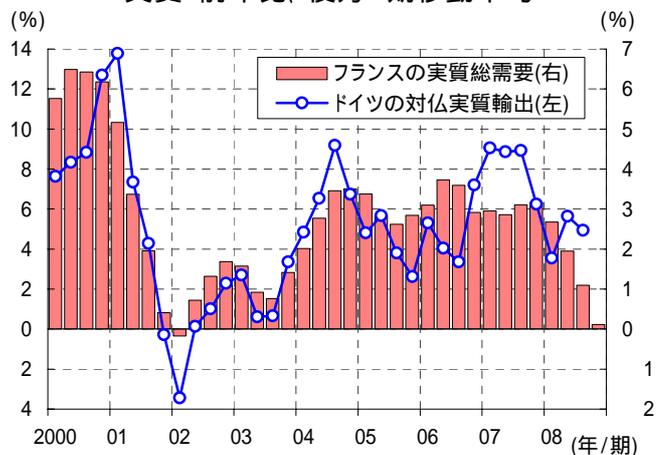
(資料) IIF(Institute of International Finance)
 (注1) 欧州8カ国の内訳は、図表7-1と同じ。
 (注2) 2008年は見込み、2009年はIIFによる予測。

(図表7-3) フランス: 輸入浸透度の推移



(資料) Eurostat
 (注) 輸入浸透度 = 実質輸入 ÷ (実質GDP + 実質輸入)

(図表7-4) フランスの総需要とドイツの対仏輸出
＜実質・前年比、後方2期移動平均＞

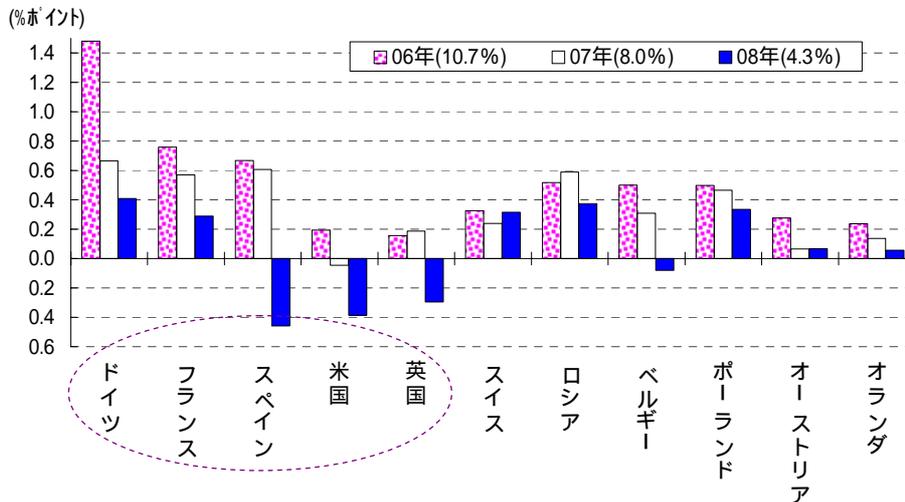


(資料) Eurostat
 (注1) 実質総需要 = 実質GDP + 実質輸入。
 (注2) ドイツの対仏輸出は、ドイツの輸出デフレターとフランスの輸入デフレターを単純平均した値で実質系列を作成(2008年7~9月期まで)。

先進5カ国の景気に左右、2年連続で実質2ケタ減の可能性も

- (1) 最後に、域内第3位の規模で、ドイツと同様の成長パターンをもつイタリアの輸出についてみると、2008年のスローダウンは、輸出全体の4割強を占める上位5カ国向け（ドイツ、フランス、スペイン、英国、米国）の寄与度がいずれも低下したことが大きく影響【図表8-1】。
- (2) 先行きを展望すべく、ドイツ【図表6-2】と同様の分析を試みると、イタリアの実質輸出伸び率は、上位5カ国の実質成長率を、イタリアの相手国別輸出ウエイトを勘案し加重平均した値に連動【図表8-2】。
- IMFの世界成長率予測（1月末発表）にもとづけば、2009年の「イタリアが直面する海外成長率」は2%超のマイナス。それを、これまでの経験則に照らせば、イタリアの実質輸出は1割超の大幅マイナスとなる可能性大。
- 2010年については、小幅プラスに転じるIMFの成長率予測を前提とした場合でも、イタリアの実質輸出減少に歯止めがかからない見通し。さらに、先進国景気の後退が続く場合、イタリアの実質輸出は引き続き1割超の大幅減少となる可能性（欧州4カ国が2%のマイナス成長、米国がゼロ成長にとどまるケースを想定：図表8-2の慎重ケース）。

(図表8-1) イタリア：輸出における主要相手国別寄与度の変化<名目、前年比>

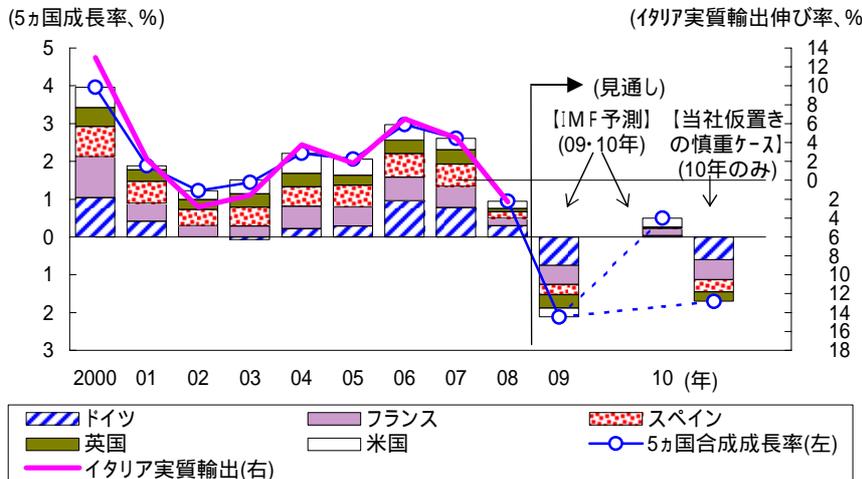


(資料) Eurostat資料をもとに日本総研作成。

(注1) 直近1年間(07/11～08/10)における構成比の上位11カ国を抽出。構成比の大きい国から右へ並べて図示。11カ国合計でイタリア輸出全体の59%(うち上位5カ国で42%)をカバー。

(注2) 凡例カッコ内は、各年の対世界輸出伸び率(2008年は1～10月)。

(図表8-2) イタリアが直面する海外経済の実質成長率とイタリアの実質輸出増減率



(資料) IMF(国際通貨基金), Eurostat, 米国商務省資料などをもとに日本総研作成。

(注1) 主要5カ国の実質成長率について、イタリアの輸出ウエイトを勘案して加重平均。

(注2) 2009年は、IMFによる各国成長率予測(1月時点)にもとづく。2010年は、IMF予測、当社仮置き「慎重ケース」を併記。具体的な成長率の数値は6ページ・図表6-2の右表の通り(慎重ケースの2010年ドイツ成長率は欧州他国と同じ2.0%とした)。

3. 各国当局による政策対応

先行き大きな期待を寄せることは困難

(1) 深刻な景気後退のなか、各国政府は昨秋以降、金融対策や景気対策を相次いで策定【図表9-1】。2月上旬のEU財務省会合や2月半ばのG7で「景気・雇用・金融安定に向けた政策総動員」の方針が確認されるなか、今後も各国で景気対策を中心とした追加的な政策措置が講じられる見通し。

こうした流れは、欧州中銀(ECB)も共有。昨年夏場に一旦利上げに動いたものの、10月以降は大幅な利下げを実施。本年3月も追加利下げの公算。

(2) もっとも、各国財政・金融当局の政策対応に大きな期待を寄せることは困難。主な理由は以下の2点。

(イ) ドイツ・イタリアが財政出動しても、自国経済のメインエンジンの本質的な回復につながらない可能性

(ロ) 債券市場における大型財政出動の副作用 ... 国債需給の悪化懸念が強まるも、昨年10月以降、CDS市場における国債保証料が上振れているほか【図表9-2】、10年国債利回りも、ECBの大幅利下げにもかかわらず、昨年末ごろから下げ渋り・強含み【図表9-3】。

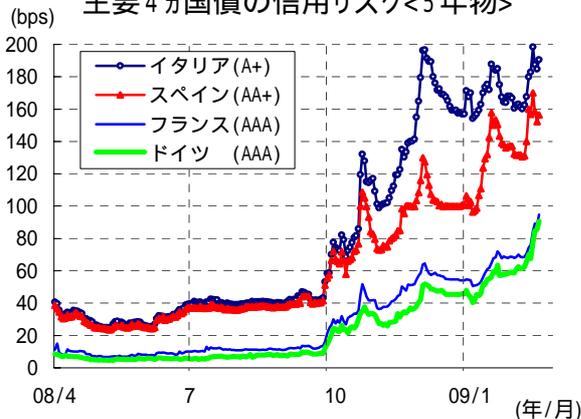
こうした傾向はとりわけ、政府債務残高が年間のGDPを超えるイタリア、財政赤字が急速に拡大しているスペインで顕著。今後の財政出動が、長期金利の上昇を通じてかえって需要を抑制する結果、期待通りの政策効果を出せないリスクあり。

(図表9-1) 主要4カ国政府によるこれまでの金融・景気対策の概要

	金融対策	景気対策 (2008/10以降に発表されたもの)		
	主なメニュー(数字は最大額、億1-0)	主なメニュー	実際の財政支出額・GDP比<当社推定>	期間
ドイツ	* 資本注入(800) * 銀行債務保証 (満期3年、09年末までの発行分、4000) * 個人預金を全額保護	<2008/11、2009/1発表分> * 教育関連を中心とする公共投資 * 家計、中小企業向け減税 * 社会保障費の負担軽減	450 ~ 550億1-0 (1.8 ~ 2.2%)	2年
フランス	* 資本注入(400) * 銀行債務保証 (満期5年、09年末までの発行分、3200) * 個人預金を全額保護	<2008/10・11・12、2009/2発表分> * 法人減税、付加価値税還付前倒し * 国営企業によるインフラ投資 * 自動車関連産業向け低利融資	75 ~ 125億1-0 (0.4 ~ 0.6%)	2年
イタリア	* 資本注入(200) * 銀行資産を短期国債と交換(400) * 預金保護上限引き上げ	<2008/11、2009/2発表分> * 交通などのインフラ投資 * 低所得者・年金者世帯向け給付 * 自動車買替え、家電・家具購入支援	60 ~ 75億1-0 (0.4 ~ 0.5%)	5年
スペイン	* 資本注入、銀行資産を短期 国債と交換(以上合計で500) * 銀行債務保証 (満期5年、09年末までの発行分、2000) * 預金保護上限引き上げ	<2008/11、2009/2発表分> * 住宅ローン負担軽減 * 地方公共投資 * 自動車産業支援	80 ~ 110億1-0 (0.7 ~ 1.0%)	2年

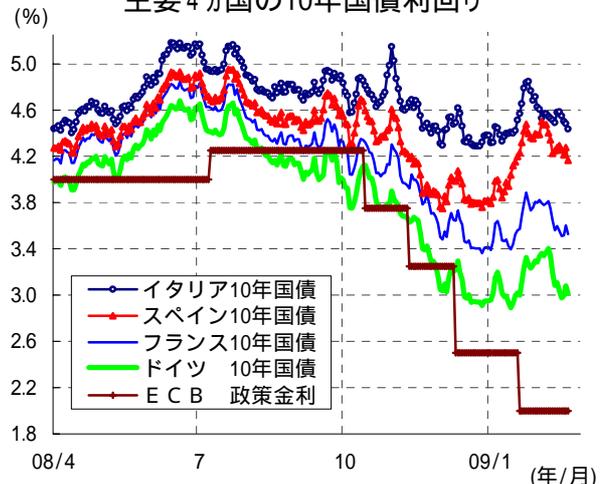
(資料) 公表資料、各種報道をもとに日本総研作成。

(図表9-2) CDS保証料率からみた
主要4カ国債の信用リスク<5年物>



(資料) Bloomberg L.P. (注1) 1bp = 0.01%。直近は2月20日。
(注2) CDS<クレジット・デフォルト・スワップ> ... 債券保有者が債務不履行リスクを引き受ける投資家に保証料を支払う取引。
(注3) 凡例のカッコ内はS&P社による各国の長期発行体格付け。

(図表9-3) 欧州中銀(ECB)の政策金利と
主要4カ国の10年国債利回り



(資料) Bloomberg L.P. (注) 直近は2月20日。

4. 当面のユーロ圏景気見通し <まとめ>

2009年実質成長率は 4%近辺、2010年も 1%超のマイナスに

- (1) 以上みてきたことを改めて整理すれば、以下の通り。
- (イ) 「家計支出依存型」のスペインやフランスでは、住宅価格バブルの調整が2011年前半ごろまで続く可能性があり、その間、個人消費への逆資産効果が生じる見込み。
スペインでは、住宅投資の大幅減少によるGDP押し下げも無視できない大きさに。
 - (ロ) 「輸出依存型」のドイツやイタリアでは、海外景気(とりわけ上記の「家計支出依存型」2カ国や、金融セクターの業容悪化が大きく響く米国・英国)が著しく悪化するもとで、2009年の実質輸出が2ケタ減となるほか、2010年も減少傾向を脱せない公算。
 - (ハ) 国債の需給悪化懸念を背景とした長期金利の上昇圧力が強まる結果、財政出動・金融緩和による需要喚起効果が減殺されたり、今後の追加的な財政出動の足かせとなる可能性。
- (2) 主要4カ国が「内憂外患」の状況を抜け出せず、政策効果にも多くを期待できないなか、2010年中のユーロ圏景気の持ち直しを見通すことは困難。
2009年の実質成長率は、「輸出依存型」のドイツ・イタリアを中心に 4%近辺まで落ち込む見通し。
2010年は、ドイツ・イタリアのマイナス幅が年後半に向け幾分縮小する一方、フランス・スペインの景気調整ペースが持続するため、ユーロ圏全体・通年で 1%超のマイナスになると予想【図表10】。

(図表10) ユーロ圏実質成長率見通し

(半年は前期比年率、%)

	2008年		09年		10年		2008年	09年	10年
	前半	後半	前半	後半	前半	後半			
	(実績)		(予測)						
ユーロ圏(16カ国)	1.5	2.0	5.7	1.5	1.1	1.0	0.8	3.7	1.2
ドイツ	2.9	3.6	7.8	1.7	1.0	0.8	1.0	5.3	1.1
フランス	0.9	1.3	4.4	1.2	1.0	1.0	0.7	2.8	1.0
イタリア	0.1	3.5	6.7	1.8	1.1	1.0	0.9	4.7	1.3
スペイン	1.5	1.4	4.8	1.7	1.5	1.5	1.1	3.2	1.5

(資料) Eurostat, 各国統計局資料をもとに日本総研作成。

(注) 予測における主な前提は以下の通り。

各国の財政政策 ... 図表9-1の既発表分に追加する形で、今後各国で財政出動(所得減税・公共投資等でGDP比1%程度、2010年入り後に効果顕在化)。しかし、上記理由(1-ハ)により、景気全体への効果は総じて微弱に。

ECBの金融政策 ... 2009年前半に政策金利を1.00%へ引き下げ。その後は据え置き(すでに景気への効果は限定的)。