

第3節 ヨーロッパの景気後退の深刻化と金融危機への対応

本節では、2008年秋以降におけるヨーロッパ¹の景気後退と金融セクターの動向及び政策対応を考察する。

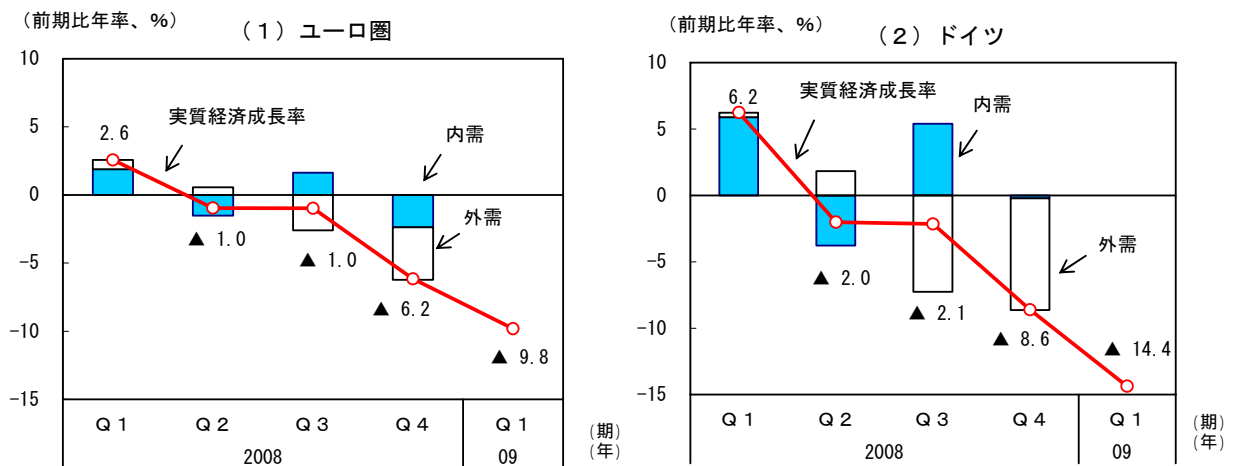
ヨーロッパでは、(1) 英国、スペイン等一部の国における住宅バブルの崩壊、(2) 原油価格の高騰がもたらした物価上昇による個人消費の冷え込み、(3) 主要輸出先の景気悪化による輸出の鈍化等を背景に、07年秋頃から景気は後退局面に入った。こうした中、08年9月に世界金融危機が発生すると、その影響は实体经济にも波及し、金融危機と实体经济悪化の悪循環²により、景気後退は急速に深刻化した。

1. 景気後退の深刻化

●ユーロ圏及び英国は過去最大のマイナス成長

08年10～12月期の実質経済成長率は、ユーロ圏では前期比年率▲6.2%、英国では同▲6.1%といずれも大幅なマイナス成長となり、景気後退が深刻化していることが確認された(第1-3-1図)。

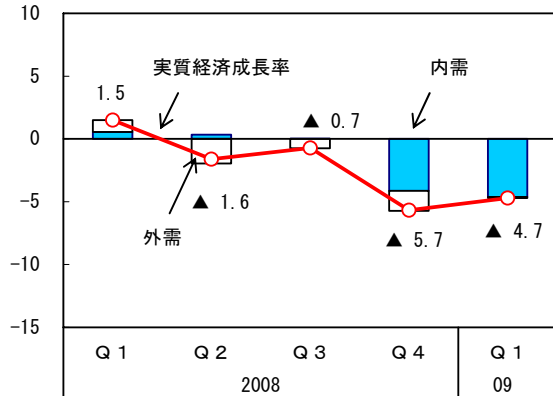
第1-3-1図 実質経済成長率と内需・外需の寄与度



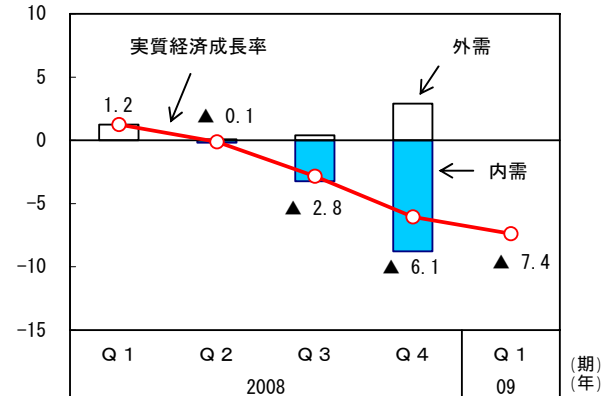
¹ 本節では特記ない限りユーロ圏及び英国を念頭に置いて記述している。

² 欧州委員会(2009a)は、金融と实体经济の“negative feedback loop”が強まり景気後退が長期化するリスクがあるとの懸念を示し、また、09年に入ってこの悪循環が強まり、景気後退を深刻化させているとしている(欧州委員会(2009b))。

(前期比年率、%) (3) フランス



(前期比年率、%) (4) 英国



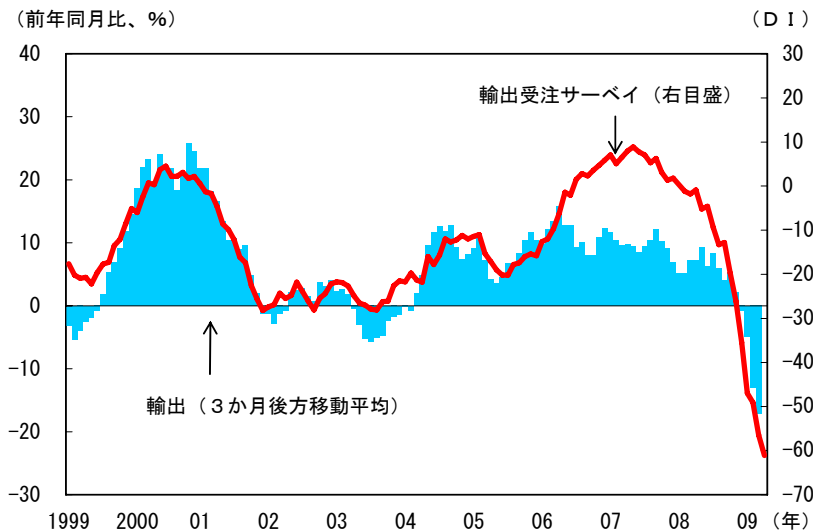
- (備考) 1. ユーロスタット、ドイツ連邦銀行、ドイツ連邦統計局、INSEE (フランス国立統計経済研究所)、英国統計局より作成。
 2. 09年1～3月期の実質経済成長率は速報値であり、需要項目別の内訳は現時点では公表されていない (09年5月15日時点)。

09年に入ってから生産や輸出の減少が続いており、実体経済の悪化が金融機関のバランスシート悪化を通じて金融危機を増幅し、これが更なる実体経済の悪化をもたらしている。09年1～3月期の実質経済成長率はユーロ圏で同▲9.8%、英国で同▲7.4%と過去最大のマイナス成長となり、10～12月期から更にマイナス幅が拡大している。今後は、この悪循環により景気後退が長期化するリスクがある。

●景気後退深刻化の背景

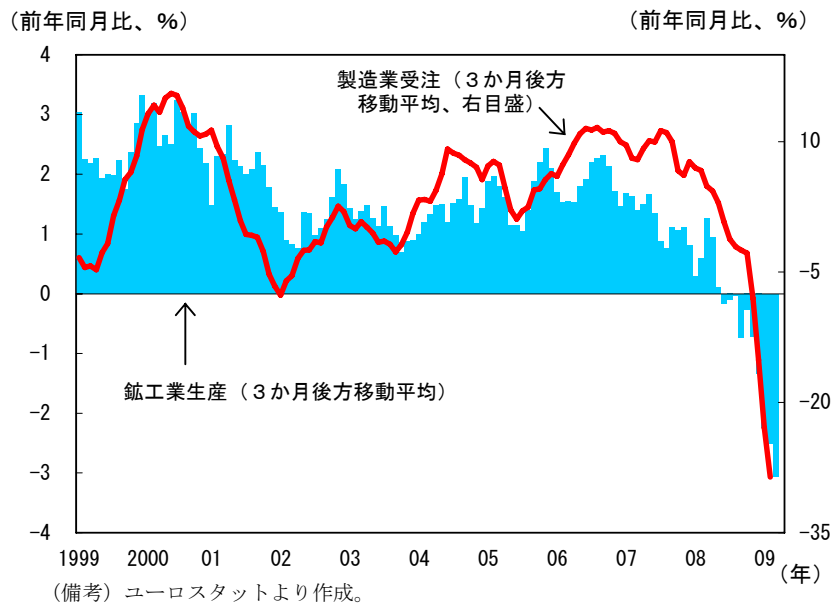
08年10～12月期において景気後退が深刻化した背景をみると、ドイツ、フランス等ユーロ圏では、10月以降輸出、生産が大幅に減少するなど企業部門を中心に急速に悪化している (第1-3-2図、第1-3-3図)。

第1-3-2図 ユーロ圏輸出 (額) と輸出受注サーベイ



(備考) 欧州委員会、ユーロスタットより作成。

第1-3-3図 ユーロ圏鉱工業生産と受注

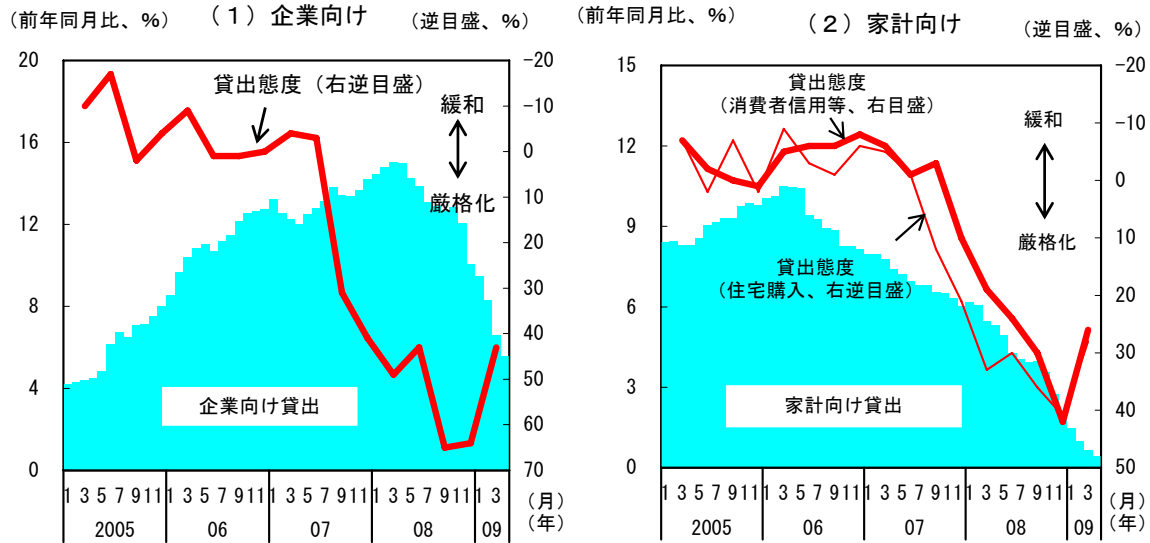


景気の先行き不透明感の高まりは、企業のマインドを悪化させており、信用収縮や受注の大幅な減少等から、企業は設備投資を取りやめ、あるいは先送りしている。

また、金融危機により金融機関の貸出態度が厳格化³ し、貸出の伸びが急速に減速するなど信用収縮の動きがみられ（第1-3-4図）、資金繰り難等から08年後半から企業の倒産件数が大幅に増加している（第1-3-5図）。特に英国では、住宅バブル崩壊の影響もあいまって、08年末に前年同期比50%を上回るなど、景気後退が深刻なものとなっている。

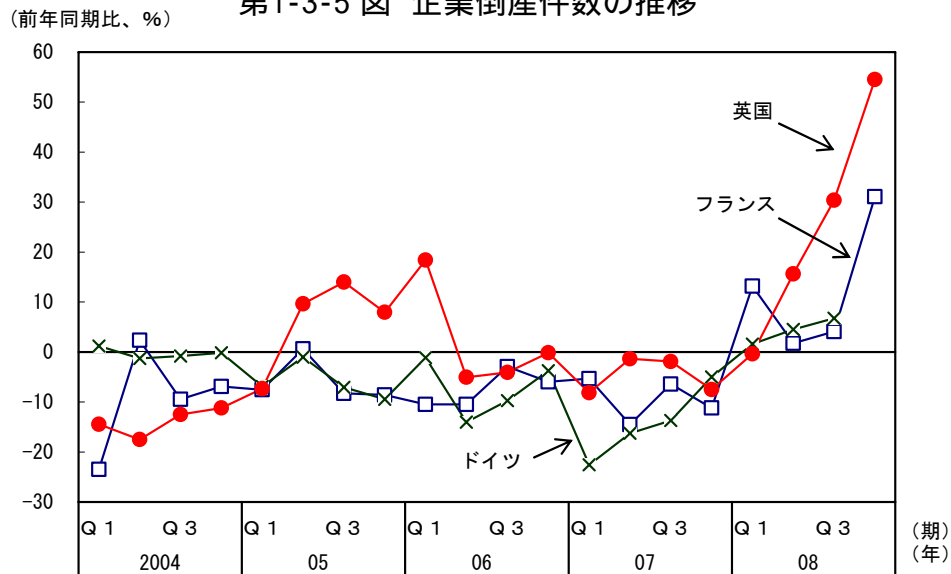
³ なお、09年1～3月期の貸出態度については、08年10～12月期から改善しているが、調査の内訳をみると、「厳格化した」の回答が減少した代わりに「変化なし」の回答が大幅に増えたためであり、消費者信用等を除き、「緩和した」との回答はなかったことに注意する必要がある。

第1-3-4図 貸出態度の厳格化と貸出の伸び



(備考) 1. 欧州中央銀行 (ECB) より作成。
 2. 貸出態度はの数値は過去3か月に貸出態度を「引き締めた」と回答した銀行の割合から「緩和した」と回答した銀行の割合を引いたもの。

第1-3-5図 企業倒産件数の推移



(備考) 1. ドイツ連邦統計局、INSEE、英国統計局より作成。
 2. ドイツ、フランスは裁判所における倒産手続 (法的整理) の件数、英国は法的手続によらない任意整理 (私的整理) の件数を含む。

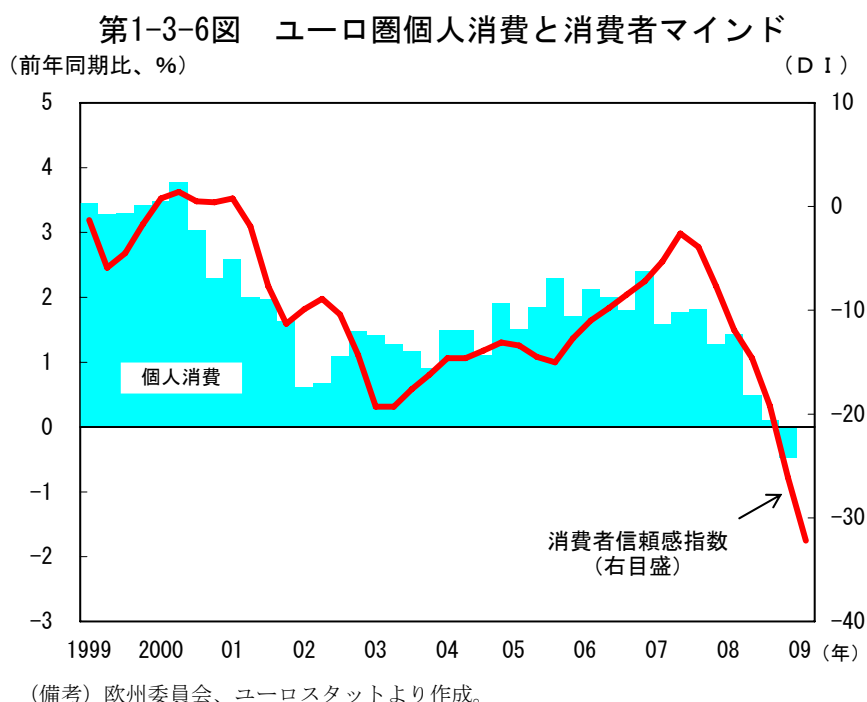
銀行貸出に関するOECDの分析では、金融機関が貸出態度を厳格化してから、実際に貸出の伸びが前年比で減少するまでには、おおむね4四半期以上のタイムラグがあるとされている⁴。貸出は足元で急減速しつつもまだ前年比プラス圏で推移している

⁴ タイムラグが生じるのは、例えば、企業が好況時に比較的緩い条件で契約した過去の貸出限度額 (クレジットライン) まで借りるといった行動をとるためとされている (OECD (2009a))。

が、今後伸びが減少に転じ、信用収縮が一層厳しくなる可能性も考えられる。

家計も信用収縮の影響や雇用の悪化懸念等から消費を手控え、貯蓄率が高まっている。消費者のマインドは雇用の先行き懸念等から、10月以降急速に悪化し、09年に入っても更に悪化を続けた（第1-3-6図）。

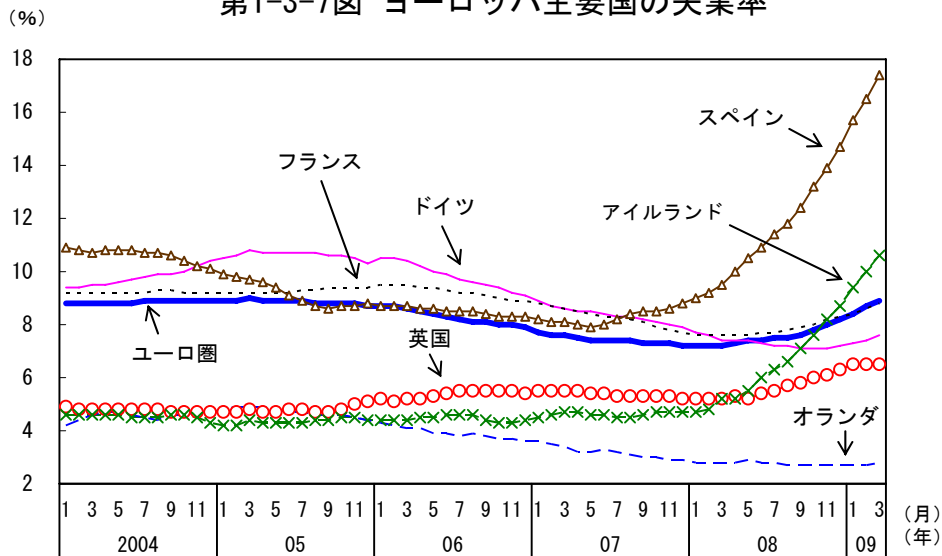
なお、景気の落ち込みは国によってばらつきがある。08年10～12月期の実質経済成長率のマイナス幅をみると、輸出の名目GDPに占める割合が高いドイツでは外需の縮小の影響を顕著に受けており、対照的に、フランスや英国では内需を中心としたマイナスとなっている（前掲第1-3-1図）。特に英国では、外需はプラス寄与であるものの、住宅バブル崩壊や金融セクターの縮小等から内需が低迷しており、全体として大幅なマイナス成長となっている。



●悪化が進む雇用情勢

雇用情勢をみると、ユーロ圏では08年半ば頃から悪化に転じている。ユーロ圏の失業率は、08年3月の7.2%を底として、09年3月には8.9%にまで上昇している（第1-3-7図）。英国でも08年3月の5.2%を底として09年3月には7.1%にまで上昇している。

第1-3-7図 ヨーロッパ主要国の失業率



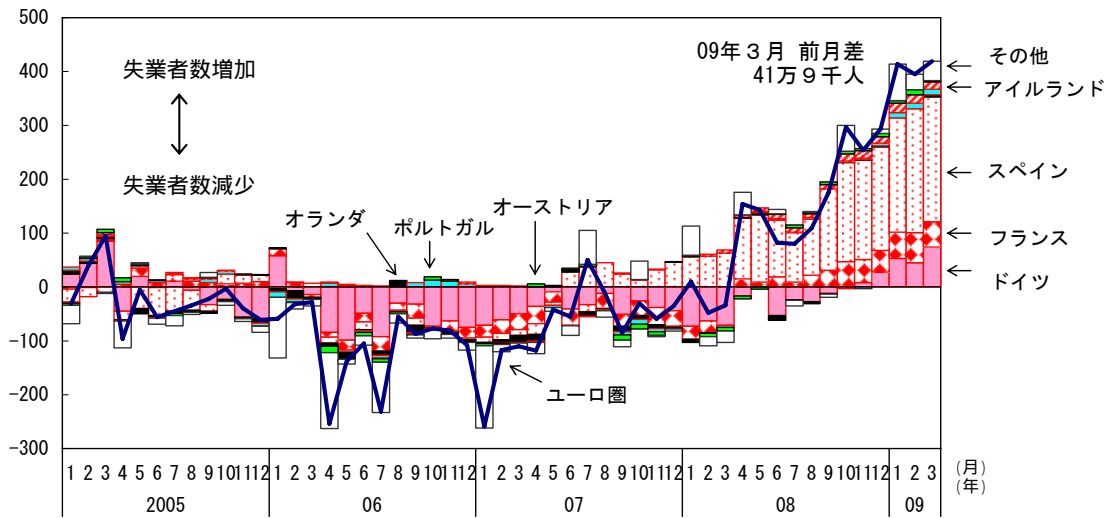
(備考) ユーロスタット、英国統計局より作成。

ユーロ圏における失業率の動向をより詳しくみると、07年夏以降の失業者数の増加の約9割はスペインにおけるものであり、失業率は09年3月で17.4%となっている(第1-3-8図)。スペインの失業率が突出して高い理由として、住宅バブル崩壊による影響で建設セクターを中心に急激な雇用削減が進んでいることに加え、国内の雇用環境の悪化にもかかわらず東欧や南アメリカ等から移民の流入が続いていることなどが挙げられる。対照的に、ドイツ、フランス、イタリア等の失業率の上昇は緩やかなものにとどまっている。これは、例えばドイツの操業短縮労働者助成金⁵等を始めとする政策が雇用悪化の緩衝材となっているためと考えられる。ドイツでは、自動車メーカーを始め主要企業が次々に減産を実施した08年10~12月期において、上記の助成金の対象となる操業短縮労働者が大幅に増加している(第1-3-9図)。

⁵ 企業が経済的要因等により「労働停止(当該企業の全従業員の3分の1以上の労働者について、1か月の総報酬額の10%以上が削減される場合のこと)」を行う場合、政府が労働者の賃金減少の一部を補てんするもの。

第1-3-8図 ユーロ圏における失業者数の変化と国別寄与度

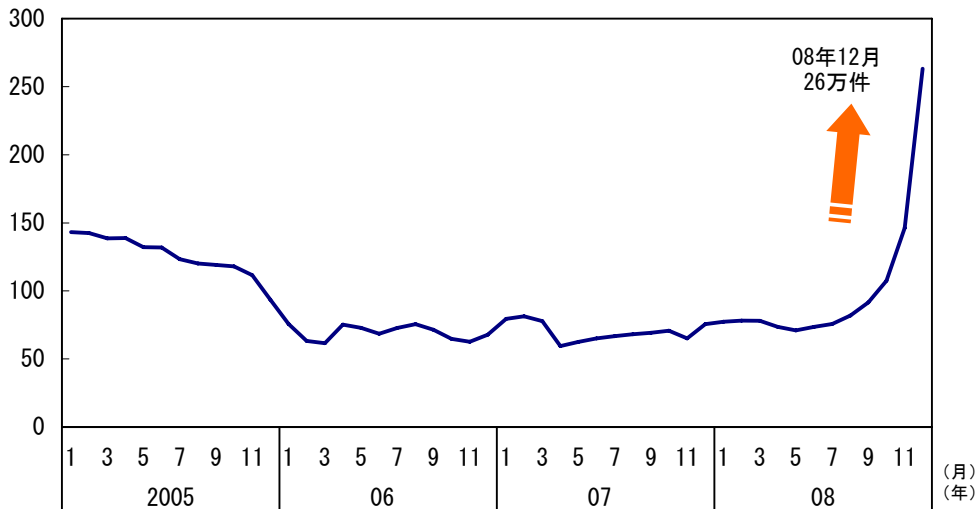
(前月差、千人)



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. イタリアは四半期データのため、その他に含めた。

第1-3-9図 ドイツ操業短縮労働者助成金の支給件数

(千件)

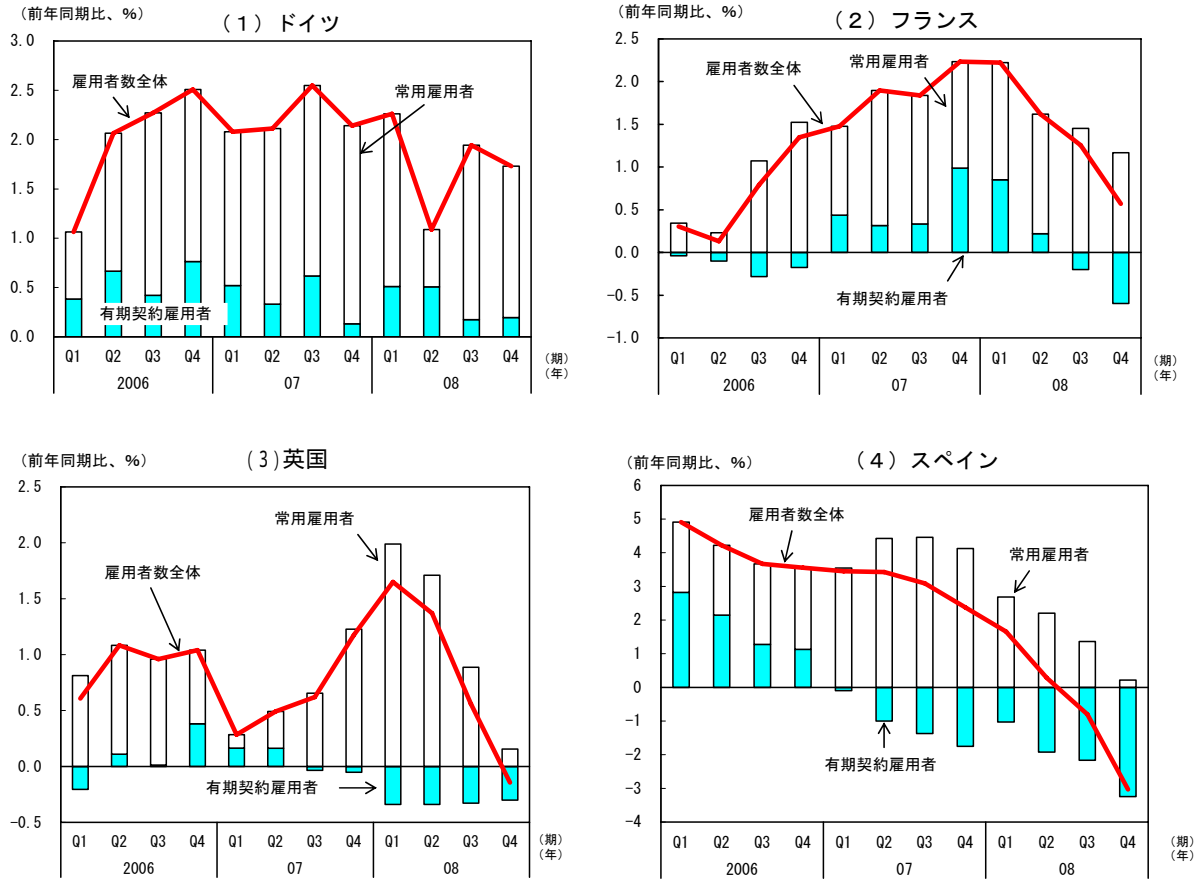


(備考) ドイツ連邦統計庁より作成。

労働市場の構造をみると、2000年代後半の景気回復期において増加していた有期契約雇用者⁶が金融危機後の労働市場の調整弁となっている可能性が考えられる。就業形態別の雇用者数の減少幅を比較すると、足元までの雇用者数の減少は主にこうした労働者層においてみられている。しかし、雇用情勢の悪化が更に深刻なものとなれば、常用雇用者の削減に至ると考えられる(第1-3-10図)。

⁶ ここでは、ユーロスタットの労働力調査における有期契約雇用者(Employees with temporary contracts)とした。常用雇用者はそれ以外の者(フルタイム及びパートタイムを含む)とした。

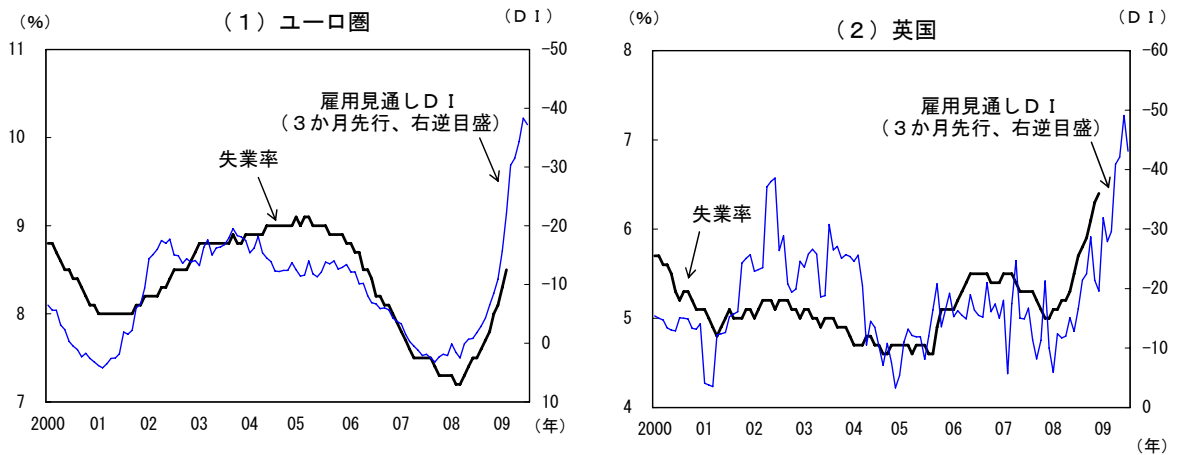
第1-3-10図 雇用形態別の雇用者数の推移



(備考) ユーロスタットより作成。

企業に対して今後の雇用見通しを聞いた調査では、先行きの雇用情勢の悪化が見込まれている（第1-3-11図）。また、主要な国際機関の見通しでも、10年には、失業率はユーロ圏で11%台、英国で9%台にまで達することが予想されている。

第1-3-11図 失業率と雇用見通しD I

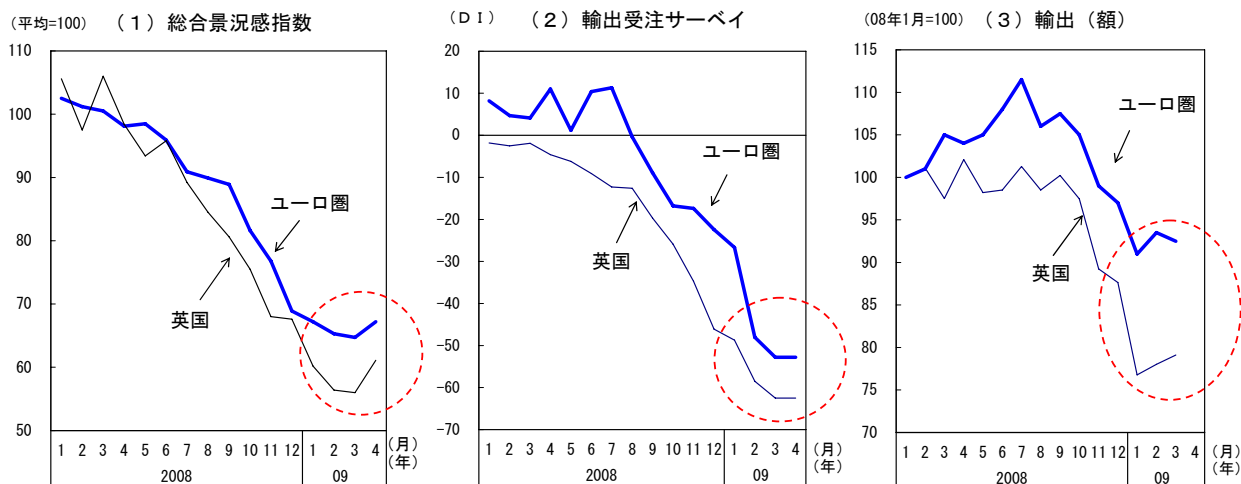


(備考) 1. 欧州委員会、ユーロスタット、英国統計局より作成。
2. 雇用見通しD Iは、企業に対して先行き3か月の自社の雇用が「増加する」と回答した企業の割合から「減少する」と答えた企業の割合を引いたもの。

●景気の先行き

ヨーロッパの景気後退は引き続き深刻な状況にある。しかし、09年1～3月期には、景況感指数や受注等、先行指標を中心に一部で改善の動きがみられ、減少のテンポが緩やかになっている（第1-3-12図）。以下では、こうした動きが今後の景気回復につながっていくかどうかを、輸出、消費、住宅の3点に着目しながらみていく。

第1-3-12図 最近の改善の動き



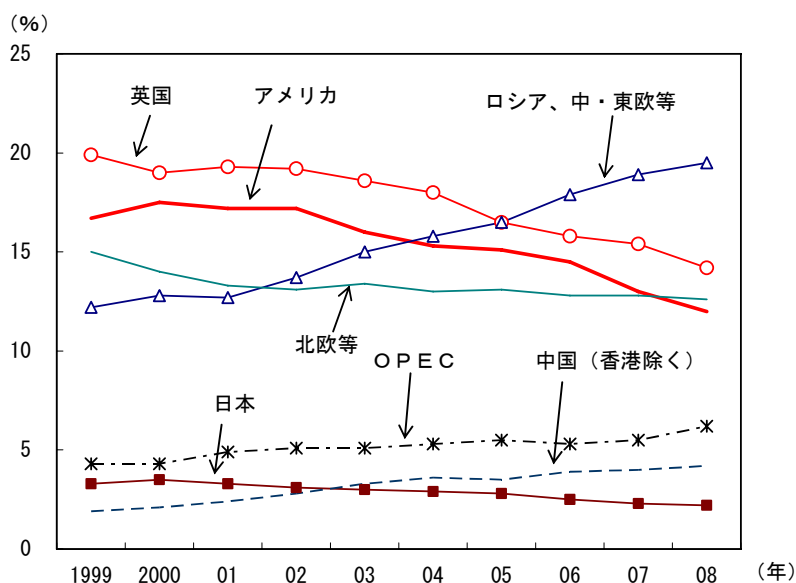
●外需の先行きは厳しい

ユーロ圏経済の先行きをみる上では、域内最大国であるドイツ（08年名目GDPシェアで約3割）が外需主導の経済であることもあり、外需の回復、とりわけアメリカ経済の回復がいつ頃に始まるかという点が重要である。

過去の局面をみると、例えばITバブル崩壊後の景気後退からの回復過程のように、外需が景気回復期における主なけん引役となり、その後、投資や生産が増加、在庫調整も進み、消費の回復につながっていることが多い。

ただし、ユーロ圏経済にとって輸出先に占めるアメリカのシェアは、2000年の約16%から08年には約13%にまで低下するなど縮小傾向にある。対照的に、ロシアや中・東欧諸国向けの輸出総額が、2000年の約12%から08年には20%にまで達している（第1-3-13図）。

第1-3-13図 ユーロ圏域外輸出の相手国別シェア



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
 2. 「ロシア、中・東欧等」は、ロシア、チェコ、ポーランド、ルーマニア、ハンガリー、エストニア、ラトビア、リトアニア、ブルガリア、ウクライナ、カザフスタン、クロアチア、トルコの合計。
 3. 北欧等は、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、スイスの合計。

しかし、輸出先としての中・東欧諸国のプレゼンスは高まってはいるものの、第2章でみるように、この地域は西欧先進国を最終需要地とした生産拠点としての性格が強く、貿易面ではユーロ圏等の景気回復に依存している。加えて、金融面において高いリスクを抱えているという問題もある。

アメリカや中・東欧諸国の見通しが厳しい中で、今回は過去の局面のような外需主導による早期の景気回復は期待できない。

●内需が景気を下支えする可能性

(i) 消費の動向

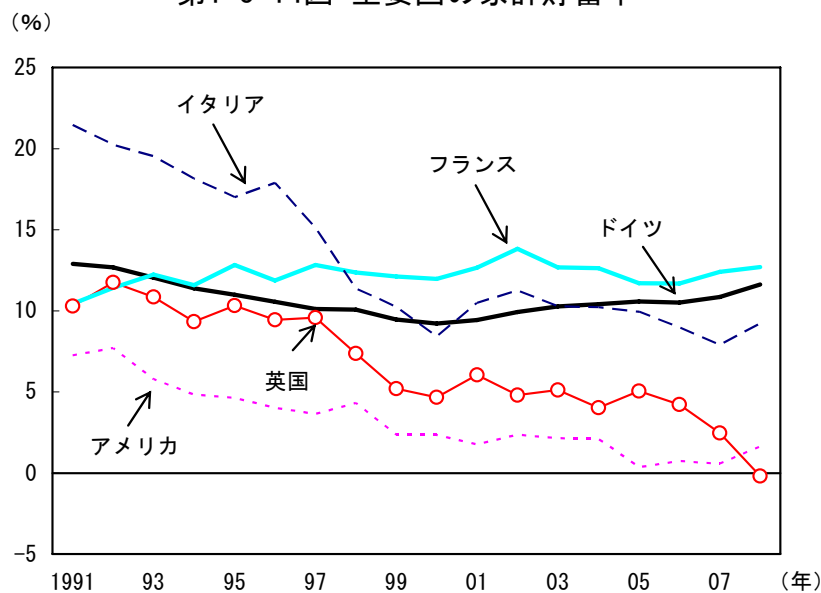
ヨーロッパ主要国の08年10~12月期の経済成長率の落ち込みは、外需が最大の要因となっている。内需については、英国、スペイン、アイルランド等では、住宅バブルが崩壊し住宅投資が大幅マイナスとなり、住宅価格下落による逆資産効果を通じて消費も押し下げられているが、ドイツ、フランス等では個人消費のマイナス幅が比較的小さいことなどから、内需の低迷は相対的に軽微なものになっている(前掲第1-3-1図)。

景気後退の深刻化にもかかわらず、08年10～12月期の個人消費がドイツで前期比年率▲0.4%、フランスで同1.4%とユーロ圏の中で相対的に底堅い背景には、雇用・所得環境がまだそれほど悪化していないことが影響していると考えられる。確かに失業率は上昇しているが、財政のオートマチック・スタビライザー機能⁷（以下、自動安定化機能という）に加え景気刺激策によって雇用の維持が図られていることや、労働時間の短縮等の効果により、大幅な悪化には至っていない。また、手厚い失業給付等を背景に、所得環境が比較的底堅く推移している。ただし、今後政策による下支え効果がはく落した場合には、雇用環境が大幅に悪化することが懸念される（前掲第1-3-11図）。

なお、ドイツ、フランスについては、家計貯蓄率が12～13%程度とアメリカ及び英国に比べれば高く、住宅ローンを中心とした家計の債務残高（GDP比）もこれらの国々ほど高くない（第1-3-14図、第1-3-15図）。このため、ドイツ、フランスにおける家計のバランスシート調整は大きくないと考えられる。

今後については、景気刺激策の効果や物価下落により個人消費が下支えされることが期待されるが、タイムラグを伴って雇用・所得環境が悪化することにかんがみれば、個人消費が景気回復をけん引することは期待し難い。

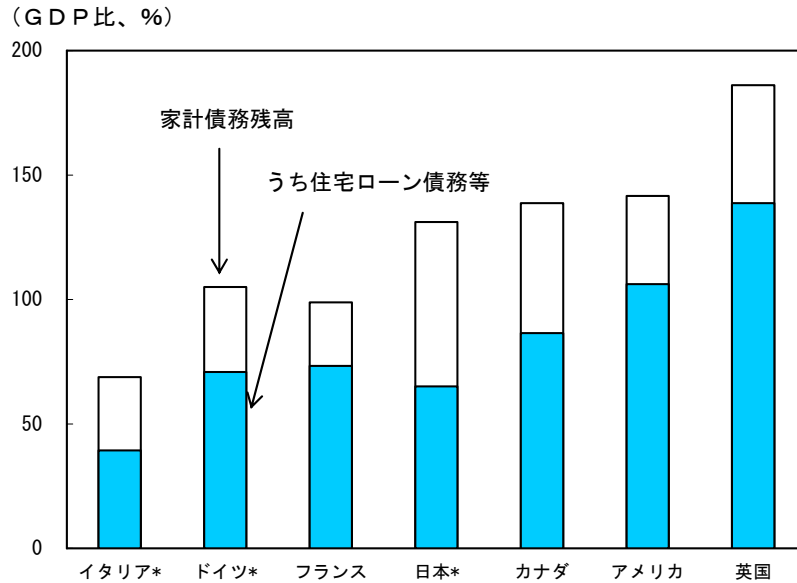
第1-3-14図 主要国の家計貯蓄率



（備考）OECD “Economic Outlook 84” より作成。

⁷ 累進課税制度や社会保障制度が有する景気変動を自動的に安定化させる機能のこと。例えば景気が悪化したときには、税収が減るとともに失業保険給付等のような景気に連動する歳出が増加することにより、財政赤字が拡大し、公的部門が需要を下支え（景気拡張期には逆に作用）することになる。

第1-3-15図 主要国の家計債務残高（07年）



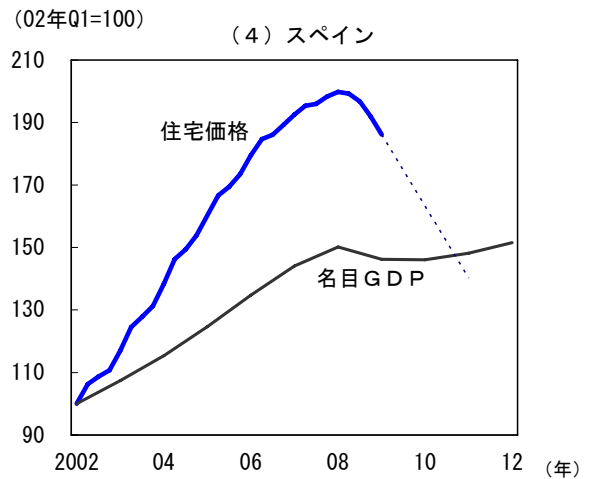
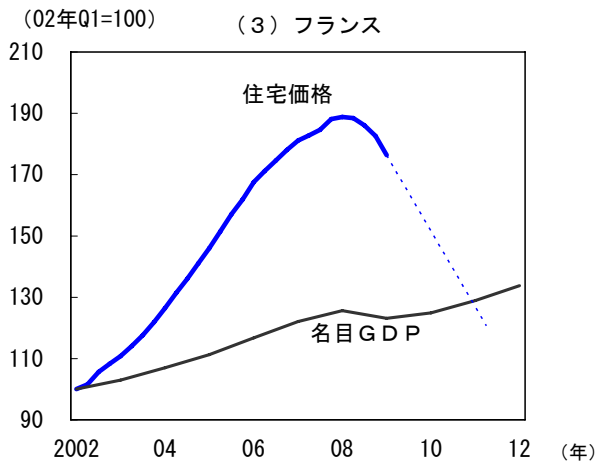
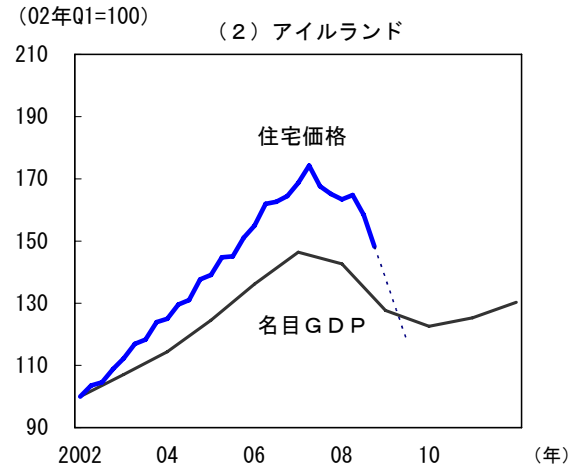
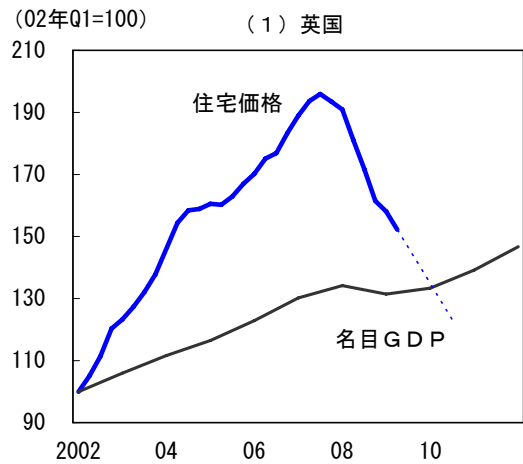
(備考) 1. OECDより作成。
2. *の国の家計債務残高は06年のデータ。

(ii) 住宅バブル崩壊と住宅部門の調整の動向

住宅バブルが崩壊した英国、スペイン、アイルランドでは、住宅投資が大幅に減少するだけでなく、建設業における雇用削減のほか、逆資産効果による消費減少により景気の悪化が増幅されている。これらの国々の景気の先行きを検討する上では、住宅市場の調整がどの程度進んだかをみることが重要である。

そこで、名目住宅価格の水準を名目GDPの水準と比較すると、これらの国では2000年代において住宅価格の著しい上昇がみられ、足元ではいずれの国でも住宅価格は顕著に下落しているが、その度合いは国によって異なっている。仮に現在の下落トレンドを機械的に延長した場合、名目GDPとの比較から均衡水準に達するのは、英国は10年頃、アイルランドは09年頃、フランス、スペインは11年頃とみられる（第1-3-16図）。

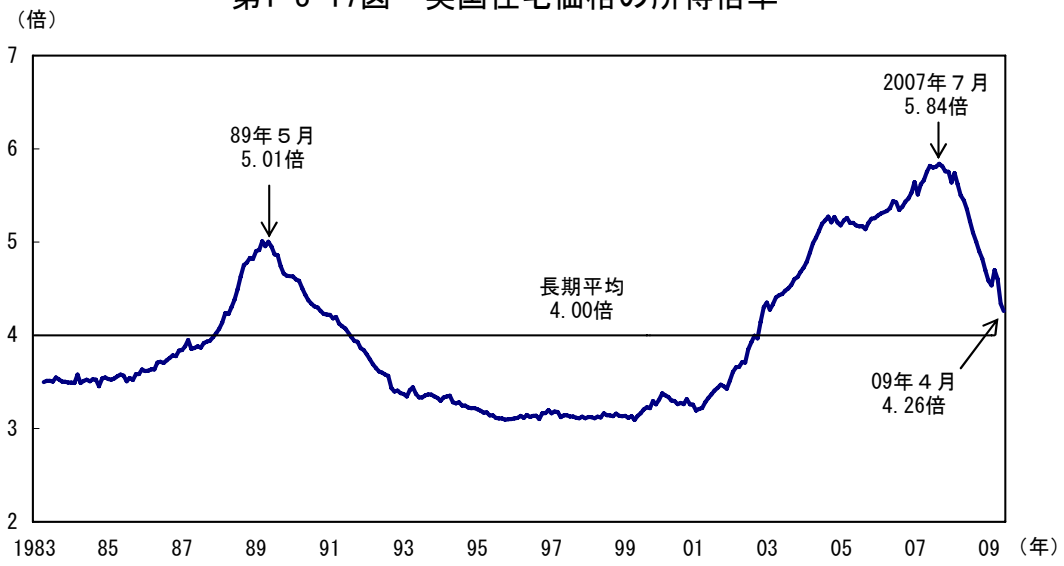
第1-3-16図 住宅価格と名目GDPの推移



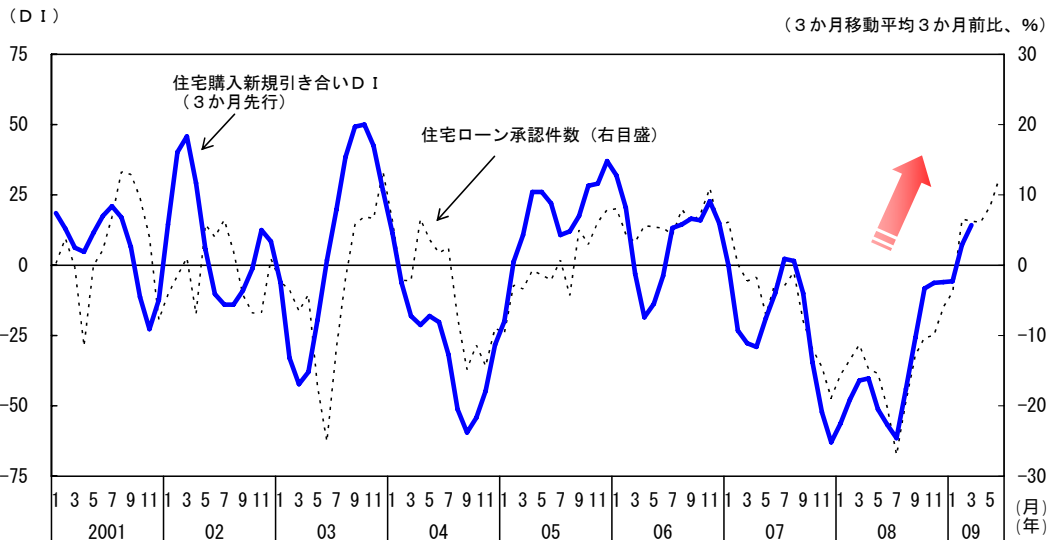
- (備考) 1. IMF、英国ハリファックス(ロイズ・バンキング・グループ)、スペイン住宅省、フランスINSEE、アイルランドESRI&TSBより作成。
 2. 名目GDPの見通しはIMFによる。住宅価格の先行きは足元のトレンドを機械的に延長したものであり、予測ではない。
 3. 英国の住宅価格の09年第2四半期は4月の値。

また、英国について、アフォーダビリティ（住宅取得能力）の観点から住宅価格の所得（平均年収）に対する倍率をみると、07年7月のピーク時の約5.8倍から、足元では約4.3倍にまで低下している（第1-3-17図）。こうした価格の低下による値ごろ感の高まりから、住宅需要が回復しつつあると考えられ、09年に入ってから住宅ローンの承認件数や住宅購入の新規引き合いDIに底入れの兆しがみられる（第1-3-18図）。

第1-3-17図 英国住宅価格の所得倍率



第1-3-18図 住宅購入新規引き合いD I と住宅ローン承認件数



(備考) 1. B O E “Inflation Report” (09年5月) より作成。
 2. 住宅購入新規引き合いD I は英王立公認鑑定士協会 (R I C S : Royal Institution of Chartered Surveyors) による調査で、先月と比べて住宅購入に関する問い合わせが増えたと答えた割合から減ったと答えた割合を引いたもの。

2. 金融セクターの現状

ヨーロッパの一部の金融機関では、07年秋以降の金融資本市場の混乱の中で経営状況の悪化がみられたが、08年9月の金融危機発生以降、事態は急速に悪化し、金融機

関が破たん・国有化される事例等が相次いだ。例えば、英国ではHBOS⁸がロイズTSB⁹に救済買収され、また、RBS¹⁰やロイズTSBは公的支援を受け、事実上国有化された。ユーロ圏でも、大手住宅金融会社ハイポ・リアル・エステートへのドイツ政府による支援、フォルティスやデクシアといった複数の国にまたがる金融機関への公的資本注入等、大手金融機関の経営不安や資金繰り難の問題が次々と表面化した。

(1) 金融機関の経営不安と公的支援

このように、金融危機下でヨーロッパの金融機関は国有化や再編・統合が進んでいる(第1-3-19図)。また、各国政府は金融機関への大規模な支援を行っており、09年初めまでにヨーロッパ全体で資本注入額がGDP比約6%、政府保証額が同約19%の規模に達している¹¹。

ヨーロッパの金融機関は、アメリカで組成された証券化商品の損失拡大がもたらす問題のみならず、(i) 2000年代に入ってから国際的な資金フローの拡大の中でリスクの適切な管理が行われていなかった、(ii) アメリカの金融機関以上に高いレバレッジで投資が行われており、資産価格の下落に対して脆弱であった、(iii) 一部の国における住宅バブル崩壊や中・東欧諸国への貸出の不良債権化が急速に拡大する可能性がある、といった固有の問題を抱えている。このため、ヨーロッパの金融セクターの先行きを展望する上では、金融機関の高レバレッジの解消の動向と、今後信用収縮の影響がどの程度深刻化しそうか、また、不安定な状態が続く中・東欧経済がヨーロッパの金融機関にもたらすリスクに注意する必要があると考えられる。

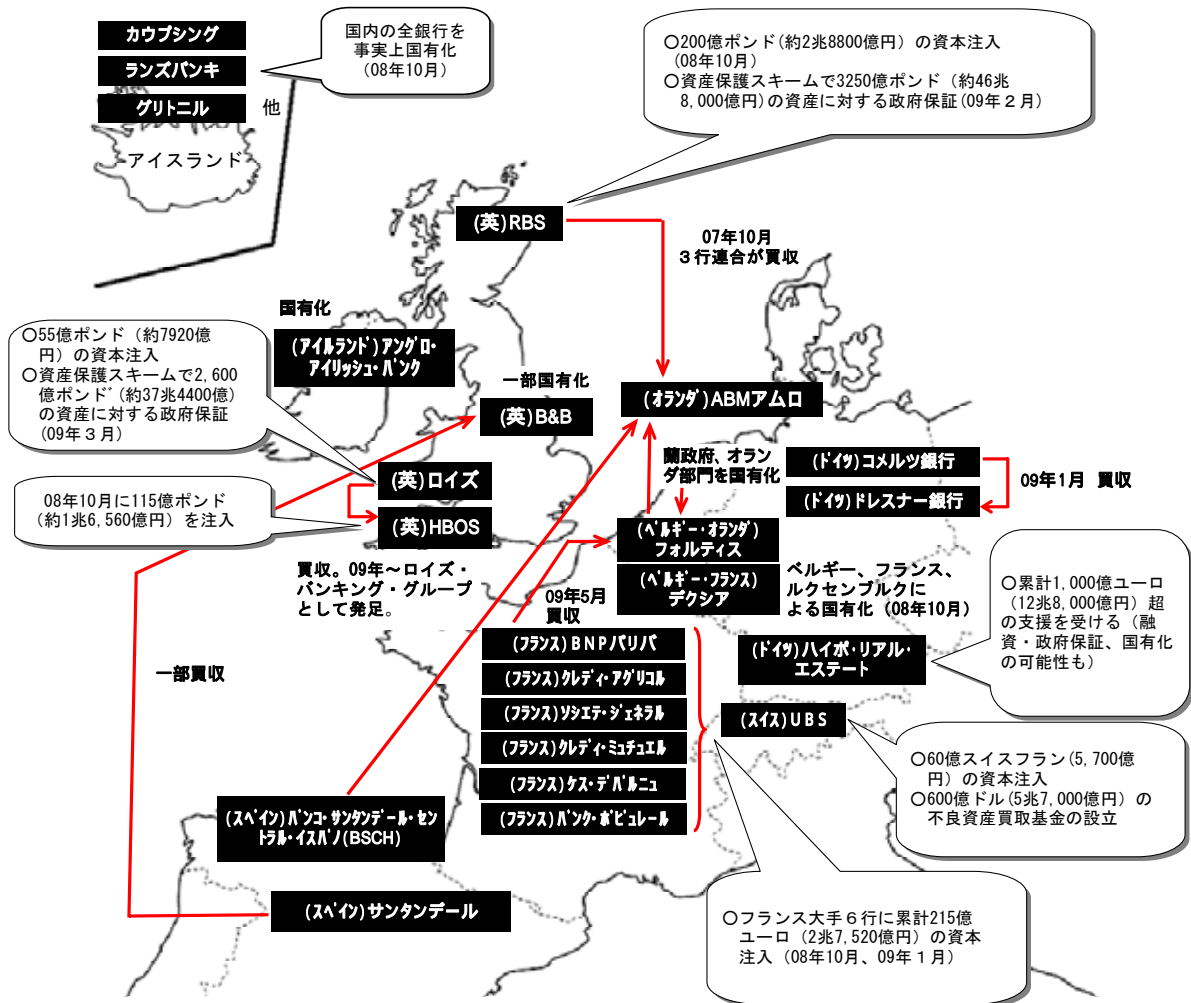
⁸ Halifax and Bank of Scotland。資産規模で英国4位(07年)。09年1月からはLloyds Banking groupの一員として営業している。

⁹ Lloyds BankとTrustee Savings Bankが合併して1995年に誕生した銀行。同5位。

¹⁰ Royal Bank of Scotland、同1位。

¹¹ 欧州委員会(2009c)

第1-3-19図 主な欧州金融機関の再編と各行への支援措置



(備考) 1. 各種報道等より作成。
 2. 1 ドル≒95円、1 ユーロ≒128円、1 ポンド≒144円、1 スイスフラン≒85円で換算 (09年5月15日)。

(2) レバレッジ解消の動向

アメリカと比較しても高いレバレッジで資産を運用していたヨーロッパの金融機関は、金融危機発生以降、バランスシートを圧縮しレバレッジの解消を図る必要があると考えられる。08 年末時点のヨーロッパの主要金融機関のバランスシートをみると、総資産の圧縮はこれまでのところ余り進んでおらず、今後更なる総資産の圧縮、資産の売却や貸出の縮小によって信用収縮が進む可能性があることが示唆される。

さらに、金融機関が抱える潜在的な損失は過去に予想されていたよりも大きく、I

MF¹² は、世界全体の金融機関が抱える潜在的損失は約 4 兆ドルと見込んでいる¹³。ヨーロッパの金融機関については、アメリカで組成された貸出債権・証券を多く抱えているとみられることから、今後損失が拡大する懸念が強く、自己資本を取り崩すことになった場合、更なる資産の圧縮か増資をしない限りレバレッジ解消は進まない。IMF は、今後レバレッジ比率を引き下げるために必要になる資本増強の金額は、アメリカの 2,750~5,000 億ドルに対して、英国が 1,250~2,500 億ドル、ユーロ圏が 3,750 億~7,250 億ドル¹⁴ とヨーロッパはアメリカよりも大きくなると見込んでいる（前掲第 1-1-8 表）。

（3）中・東欧新興国向け債権の動向

国際決済銀行（B I S : Bank for International Settlements）によれば西欧¹⁵ の金融機関の中・東欧諸国等¹⁶ への貸出残高（08 年 9 月末時点）は約 1.5 兆ドルあり、一部の中・東欧諸国では、西欧銀行からの借入残高の GDP 比が 100%を超えるなど極めて大きいものとなっている（第 1-3-20 図）。中・東欧諸国でも景気後退が深刻化する中で、これらの国々への貸出の不良債権化が進めば、金融危機も増幅され、ヨーロッパの景気後退が更に深刻化するおそれがある（中・東欧経済のリスクと展望の詳細は第 2 章第 2 節参照）。

金融機関の中・東欧地域への貸出残高が大きい国としては、オーストリア（2,780 億ドル）、ドイツ（2,200 億ドル）、イタリア（2,200 億ドル）、フランス（1,550 億ドル）、ベルギー（1,370 億ドル）、オランダ（1,220 億ドル）、スウェーデン（1,070 億ドル）等があり、歴史的背景や地理的近接性等からオーストリアは、チェコやハンガリー等の近隣諸国、スウェーデンは対岸のバルト 3 国（エストニア、ラトビア、リトアニア）への貸出が大きくなっている。

また、ハンガリー（08 年 11 月）、ウクライナ（08 年 11 月）、ラトビア（08 年 12 月）、ルーマニア（09 年 5 月）に対しては IMF による金融支援が行われるなど、一部の国では金融危機の影響が深刻化している。これらの国に対する債権が不良債権化する懸念等から、EU としても非ユーロ圏加盟国向け緊急融資枠の上限を 250 億ユーロから 2 倍の 500 億ユーロに引き上げるなどの措置を講じている。09 年 3 月頃から株価が回

¹² IMF (2009a)

¹³ 08 年 10 月時点では約 1 兆 4 千億ドルとしていた。

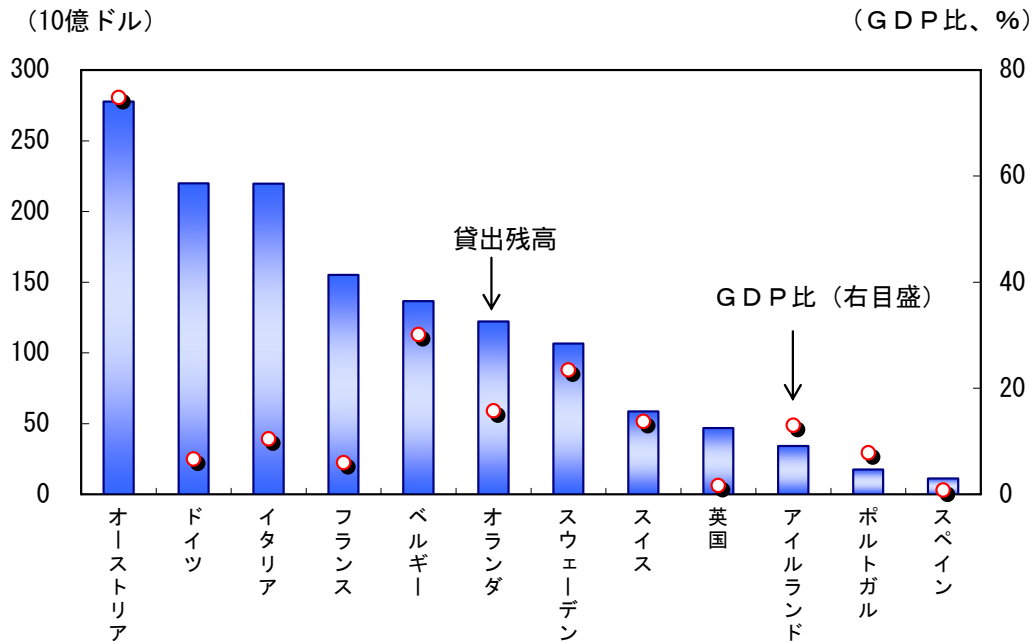
¹⁴ レバレッジ比率をそれぞれ 25 倍、17 倍に戻すのに必要な資本の額。

¹⁵ B I S 統計上は、ドイツ、フランス、イタリア等のユーロ圏主要国等から構成されている。

¹⁶ B I S 統計上は、EU 新規加盟国やロシア、ウクライナ等から構成されている。

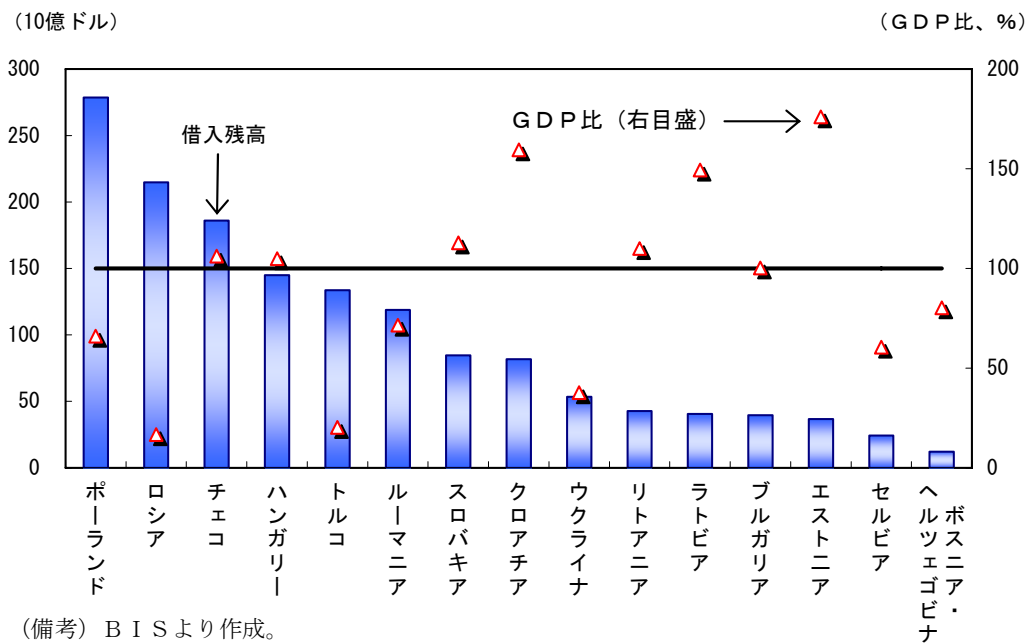
復するなど、中・東欧諸国の株式・為替市場はやや落ち着きを取り戻しつつあるが、実体経済は悪化しており、引き続きその動向には注意が必要である。

第1-3-20図 西欧金融機関の中・東欧諸国等への貸出残高とGDP比



(備考) B I Sより作成。

第1-3-21図 中・東欧諸国等の西欧金融機関からの借入残高とGDP比



(備考) B I Sより作成。