

## 財政危機の欧州経済への影響を占う：2010-11年経済見通し

発表日：2010年6月18日(金)

～中核国への危機波及を通じた恐慌シナリオは回避されよう～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

### (要旨)

- ◇ 財政不安は容易に解消されないが、中核国への危機の波及や金融危機への発展は回避され则认为。南欧諸国が困難を抱えながらも財政再建の努力を続けていき、銀行のストレステスト公表や資本拡充の動きから金融システムに対する不信感が徐々に解消され、ECBが必要に応じて国債購入額を積み増すことで、市場の不信感が極限に達するリスクは封じ込められる。こうしたシナリオの下では、適度な財政不安が残ることで、緩やかなユーロ安基調と逃避資金流入による中核国での金利低下が続くことで、景気が下支えされよう。
- ◇ ギリシャ、ポルトガル、スペインなど財政状況が不安視されている国々では、金利上昇、金融環境の悪化、財政緊縮の各ルートを通じてマイナス影響が及ぶことで、今後数年の景気に深刻なデフレ圧力が及ぶことが避けられない。中核国でも財政緊縮の動きが加速しているが、デフレ圧力は南欧諸国と比べて小さく、経済・金融危機時に導入した政策効果が2010年中は残存する。景気刺激と財政緊縮のネット効果がユーロ圏全体でマイナスとなるのは2011年以降で、その規模も名目GDP比で1%程度と予想される。民間需要や外需の回復が続いていれば吸収可能な範囲と考えられ、行き過ぎた財政引き締めがユーロ圏全体の景気を窒息させるとの懸念はやや誇張されている。
- ◇ このように財政危機の影響は、金利上昇と財政引き締めによって南欧諸国の景気を大きく下押しする一方、ドイツを始め中核国ではユーロ安による域外輸出拡大と逃避資金流入による金利低下が景気を下支えする結果、ユーロ圏全体が二番底に陥る事態は回避されよう。ユーロ圏の経済成長率見通しは、2010年に+0.8%、2011年に+1.1%と緩慢な回復が続くと予想する。
- ◇ リスクシナリオは、金融市場の動揺が一段と深刻化することで实体经济に想定以上の悪影響が及ぶことが考えられよう。ギリシャの次の標的探しが続くならば、まだ起きていないソブリン債の焦げ付きというリスクが金融市場を媒体に自己実現する可能性が高まろう。

### ■ 金融市場の混乱が続くなか、ユーロ圏の实体经济は緩やかながらも回復基調が続く

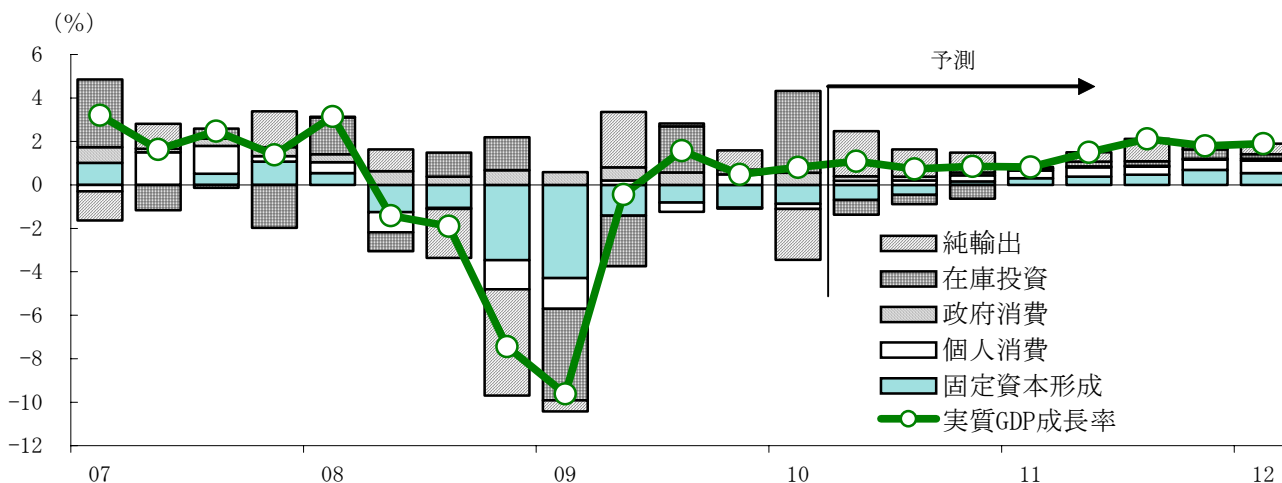
ギリシャ支援パッケージの正式発動、欧州金融安定化基金の創設、ECBによる国債買い入れ措置など、財政危機封じ込めに向けた一連の政策対応が打ち出された後も、5月初旬から6月初旬にかけて、金融市場の動揺が続いてきた。ドイツの空売り規制、外貨準備の運用先見直し観測、スペインの貯蓄銀行の公的管理、

ハンガリーの財政赤字隠し疑惑などを材料に、外国為替市場ではユーロ売りが一段と加速、ユーロドル相場は一時2006年以来の1.2ドル台を割り込んだ。この間、各国政府は財政赤字の追加削減策を相次いで発表したほか、EUの政策当局も予算の事前評価制度や段階的な制裁発動措置など、財政規律の監視機能強化に向けた取り組みを明らかにした。こうしたなか、当面の材料出尽くし感と米株式相場の反発を受けた投資家のリスク回避姿勢の後退から、6月上旬以降はユーロ相場の下げ圧力が弱まっている。

もともと、南欧諸国の財政再建や金融システムを巡る市場の不信感が払拭された訳ではなく、不安の芽は燻り続けている。ユーロを積極的に買い進めるには余りに不確定要素が大きく、為替相場が反転局面に入ったと見るのは早計であろう。逆に今後も新たな悪材料が明らかとなるのに伴い、折に触れて不安定な相場環境が再燃する公算が大きい。市場の不安心理を高めるイベントとしては、①ポルトガルやスペインの国債入札が不調に終わること、②ポルトガルやスペインが追加で格下げされること、③スペインなどで新たな金融システム不安の火種が明らかになること、が挙げられよう。

こうした金融市場での緊張状態とは裏腹に、ユーロ圏の実体経済は緩やかながらも回復基調を続けている。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と3四半期連続のプラス成長を記録、政策効果の残存と在庫復元の動きが回復を牽引した(図表1)。天候不順による下振れが予想されたドイツの成長率も前期比+0.2%とマイナス成長を免れた。4-6月期には建設需要の反動増も予想される。各種経済指標から判断して、財政危機が深刻さを増す中であっても、4-6月期の成長率はプラス基調を維持している模様だ。

(図表1) ユーロ圏実質GDP成長率(前期比年率)



出所: Eurostat

### ■ 財政危機の行方: 中核国への危機波及や金融危機への発展は封じ込められよう

ユーロ圏の景気の先行きは、財政危機の行方をどう見るか、それによる景気への影響をどう考えるかに大きく依存する。財政危機が中核国も含む欧州全土に広がると考えれば、世界経済にも深刻な影響を及ぼす金融・経済恐慌に発展することになる。一方、財政不安が一部の南欧諸国にとどまると考えれば、世界経済への影響は軽微にとどまる。その判断の分かれ目と筆者が考えるのは、スペインやイタリアなど経済・金融両面でユーロ圏内でプレゼンスの高い国が、市場での資金調達から締め出されるか否かである。仮にこれらの国々がギリシャ同様に他のユーロ加盟国やIMFの支援下に入った場合、潜在的な救済コスト負担の増加から中核国の財政リスクが高まることで、財政危機がユーロ圏全域に伝播する恐れが高まろう。さらには、莫大な救済コスト負担に対する国民の反発が高まることで、ユーロ加盟国間の結束に致命的な亀裂が入る恐れもある。その場合、ユーロ崩壊につながりかねない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

スペインやイタリアが自力での資金調達を続けられるか否かが重要と考えるのは、財政危機の連鎖を食い止める目的で作った欧州金融安定化基金が実際に活用されれば、危機の連鎖を引き起こしかねないためだ。安定化基金の創設は、ギリシャ以外の国への財政危機の伝播を食い止める防波堤機能だけでなく、ユーロ加盟国での共同債発行など、将来的な財政一元化への布石となる可能性も秘めている。だが、政策当局の目論見通りに、基金が実際に使われることなく、投資家の不安心理を封じ込めることに成功するかどうかは予断を許さない。実際に基金が活用されることになれば、支援を実施する国の財政を潜在的に圧迫する要因となるばかりか、相対的に信用力の低い国の国債需給の悪化につながる恐れもある。ある国を支援することで、次に財政状況が悪い国の国債金利に上昇圧力がかかり、最終的にその国も支援要請が必要な状況に追い込まれていくといった負の連鎖の可能性も否定できない。市場から締め出された国は、その後の資金を救済融資で賄う結果、3～5年後に巨額の返済負担を強いられる。それまでに財政再建と市場の信頼回復に成功していなければ、債務の繰り延べや一部減免などが現実味を帯びてくる。財政危機の連鎖を食い止める筈の基金が、危機の連鎖を引き起こしかねない危険性をはらんでいる。

筆者のメインシナリオでは、紆余曲折はあるにせよ、こうした最悪の事態はどうか回避されると考える。これらの国々が困難を抱えながらも財政再建の努力を続けていき、銀行のストレステスト公表や資本拡充の動きから金融システムに対する不信感が徐々に解消され、ECBが必要に応じて国債購入額を積み増すことで財政不安国の国債発行環境を後方支援することで、市場の不信感が極限に達するリスクは封じ込められ、安定化基金は“見せ金”のままに終わる。こうしたシナリオの下では、適度な財政不安が残ることで、緩やかなユーロ安基調と逃避資金流入による中核国での金利低下が続くことで、景気が下支えされる。

## ■ 各国の財政緊縮合戦はユーロ圏の景気を窒息させるのか？

制御可能な程度の財政不安が続くとシナリオを採用した場合にも、財政緊縮の影響とユーロ安の効果をどう見るかによって、ユーロ圏の景気が二番底に陥ると考えるか、緩慢ながらも回復基調を辿ると考えるか、判断が分かれるところである。結論から先に述べれば、筆者は緩慢な回復が続くと予想する。

まず、財政危機による景気へのマイナス影響は、主に以下の3つの経路が考えられる。第1は金利上昇を通じたルートで、財政プレミアムの拡大による国債金利の上昇が、企業の調達金利や個人の借入金利の上昇につながり、設備・住宅投資や耐久財消費の抑制要因となること。第2は金融環境の悪化を通じたルートで、インターバンク市場でのカウンター・パーティー・リスクの高まりが銀行の資金調達難やリスクテイク能力の低下を通じて融資姿勢の慎重化につながることで、企業の社債発行環境の悪化、株価下落による逆資産効果、不確実性の高まりによる企業の設備投資意欲の減退などが、これに該当する。第3に財政緊縮を通じたルートで、財政危機の波及を恐れた各国が財政緊縮策を採ることで、政府の歳出削減が直接的に有効需要の減少につながるほか、増税や社会保障給付の減少が家計の購買力低下を通じて景気を下押しする。

ギリシャ、ポルトガル、スペインといった財政状況が不安視されている国々では、上記の3経路を通じてマイナス影響が及ぶことで、先行き景気が一段と冷え込む公算が大きい。危機が深刻化した昨年12月初以来、各国の国債金利はギリシャが4.6%、ポルトガルが1.9%、スペインが1.0%上昇した。財政不安を抱える国の金融機関の多くが資金調達難に陥り、ECBへの資金依存度を強めている。3ヶ国の政府が今後2年間で計画する財政赤字の削減規模は、名目GDP比率で5～6%前後と極めて大きい。中期的な財政再建に明確にコミットすることで、経済政策に対する信認が高まり、金利低下や将来不安の解消を通じて民間需要を掘り起こす効果（非ケインズ効果）も多少は期待できるが、よほどの好条件が重ならない限り、今後数年の景気に深刻なデフレ圧力が及ぶことは避けられない。こうしてみると、南欧各国の2010-11年の経済成長率の前提は概して甘く（ギリシャ：2010年▲4.0%→2011年▲2.6%、ポルトガル：+0.7%→+0.9%、スペイン：▲0.3%→+1.3%）、これらの国では景気が二番底に陥るリスクが極めて高いと判断されよう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

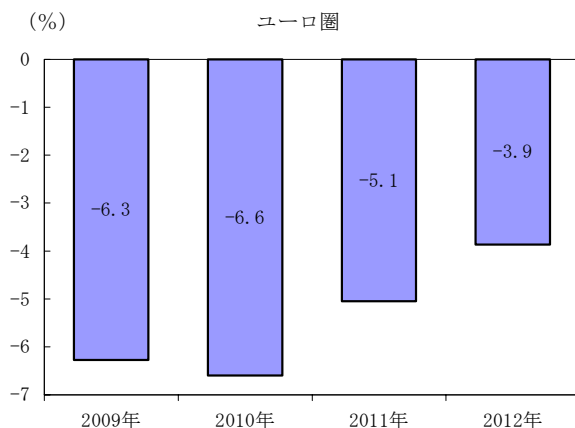
注意が必要なのは、こうした景気の悪化ルートがユーロ圏全体に当てはまる訳ではないことだ。すなわち、ドイツやフランスなどの中核国では、南欧諸国に対する財政不安の高まりに応じて逃避資金が流入し、国債金利はむしろ低下基調にある。金融環境の悪化も南欧諸国ほどではない。中核国でも財政緊縮の動きが加速しているが、デフレ圧力はギリシャ・ポルトガル・スペインの3ヶ国と比べて小さい。

このうち議論が分かれるのは、3つ目の財政緊縮のインパクトについてであろう。5月中旬にポルトガル、スペイン、イタリアなどが相次いで追加の財政赤字削減策を発表したほか、ドイツやフランスなど中核国も財政緊縮に舵を切った。ギリシャの二の舞を避けるためには、財政不安を抱える国は財政緊縮姿勢を打ち出す以外に道はない。ドイツは自ら財政規律堅持の模範を示すために、減税公約を撤回し、歳出削減に取り組むという。だが、各国が総出で財政緊縮策を打ち出せば、景気のアンカー役が不在となり、ユーロ圏全体が失速しかねない。財政再建という各々の選択行動が理に適っていたとしても、全体としての利得は悪化する。つまり、ゲーム理論で言うところの“囚人のジレンマ”に陥ってしまう。

では実際のところ、ユーロ圏全体でみた財政引き締めはどの程度のもとなるのだろうか。各国政府の財政計画を基に、加盟国の経済規模で加重平均したユーロ圏全体の財政赤字の削減幅を計算すると、今後2年間で1.2%とそれほど大きい訳ではない(図表2)。しかも、中核国の多くは2008-09年の経済・金融危機時に導入した政策効果が2010年中は残存する。景気刺激策の効果と今回の財政緊縮策のネット効果がマイナスとなるのは、ドイツで2012年以降、フランス、オランダ、イタリアで2011年以降の見込みだ(図表3)。ギリシャ、ポルトガル、スペインの3ヶ国は2010年に早くもネットでマイナスとなるが、ユーロ圏全体でネット効果がマイナスとなるのは2011年以降と予想される。その規模もせいぜい名目GDP比で1%程度で、民間需要や外需の回復が続いていれば吸収可能な範囲と考えられる。こうした数字の積み上げからは、行き過ぎた財政引き締めがユーロ圏全体の景気を窒息させるとの懸念がやや誇張されているように思える。

(図表2) ユーロ加盟国政府の財政収支計画 (名目GDP比、%)

	2009年 見込み	2010年 予測	2011年 予測	2011-09年 の変化幅
ベルギー	-5.9	-4.8	-4.1	1.8
ドイツ	-3.2	-5.5	-4.5	-1.3
アイルランド	-11.7	-11.6	-10.0	1.7
ギリシャ	-13.6	-8.1	-7.6	6.0
スペイン	-11.2	-9.3	-6.0	5.2
フランス	-7.9	-8.2	-6.0	1.9
イタリア	-5.3	-5.0	-3.9	1.4
キプロス	-6.1	-6.0	-4.5	1.6
ルクセンブルク	-1.1	-3.9	-5.0	-3.9
マルタ	-3.8	-3.9	-2.9	0.9
オランダ	-4.9	-6.1	-5.0	-0.1
オーストリア	-3.5	-4.7	-4.0	-0.5
ポルトガル	-9.4	-7.3	-4.6	4.8
スロベニア	-5.7	-5.7	-4.2	1.5
スロバキア	-6.3	-5.5	-4.2	2.1
フィンランド	-2.2	-3.6	-3.0	-0.8
ユーロ圏	-6.3	-6.6	-5.1	1.2



注：ユーロ圏は加重平均値。追加緊縮策を発表しているも、具体的な財政赤字見通しを公表していない国もある。  
出所：欧州委員会、各国政府資料

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表3) ユーロ圏各国政府の景気刺激策と財政緊縮策のネット効果

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ドイツ		+	+	±	±	-	-	-	-
フランス		+	+	--	-	-			
イタリア		±	±	-	-				
スペイン	+++	++	--	---	---	-			
オランダ		+	+	-	-	-			
ポルトガル		+	--	---	-	-			
ギリシャ			--	---	-	-			
ユーロ圏	+	+	±	-	-	-	±	±	±

注：各国の景気刺激策と財政緊縮策のネット効果。名目GDP比でみた効果の大きさは下記の通り。

+++	+2.5%～
++	+1.5%～+2.5%
+	+0.5%～+1.5%
±	▲0.5%～+0.5%
-	▲1.5%～▲0.5%
--	▲2.5%～▲1.5%
---	～▲2.5%

出所：各国政府資料・各種報道など

### ■ ユーロ安の景気下支え効果は期待できるのか？

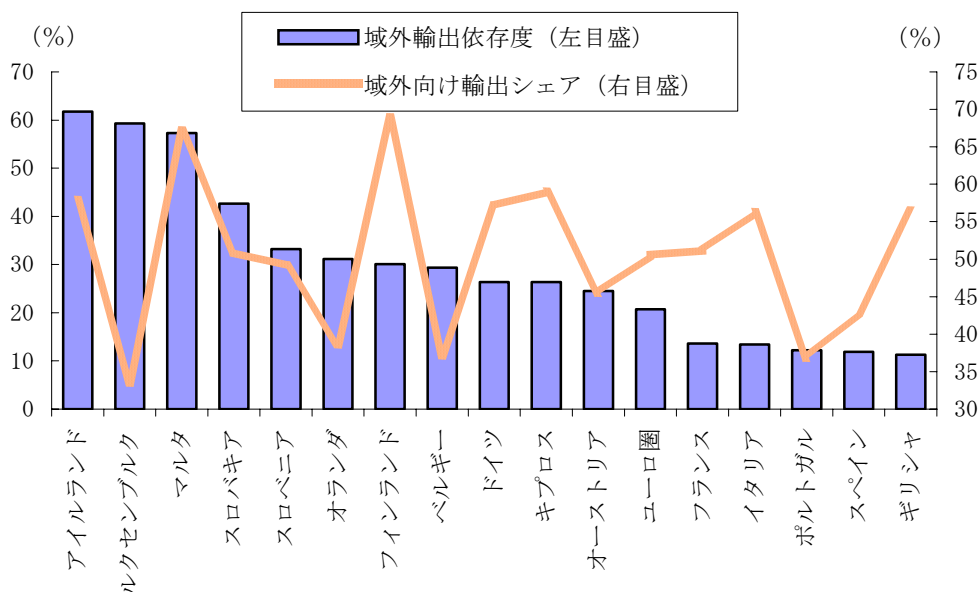
次にユーロ安の影響をどう考えるかだが、「二番底」論者の多くが指摘するのが、ユーロ加盟国は域内向け輸出比率が高いため、ユーロ安による景気下支え効果も限定的との見方だ。加盟国の域外向け輸出シェアは、最も低いルクセンブルクで3割強、最も高いフィンランドで7割、ユーロ圏の平均で5割程度である(図表4)。ユーロ圏外の輸出相手先も中東欧など相対的に経済基盤が脆弱な国々が多く、世界貿易を牽引するアジア向け輸出のシェアが小さいことも、ユーロ安のメリットが小さい理由として挙げられる。域内向け輸出が相当なプレゼンスを占めているのは事実だが、ユーロ圏全体でも残りの5割は域外向け輸出であり、ユーロ安のメリットは当然ある。但し、域外輸出依存度(域外向け輸出÷GDP)で見ると、ギリシャ、ポルトガル、スペインなど財政難に陥っている国は、ユーロ安によるメリットを最も享受しにくい貿易構造を有していることが分かる(図表4)。

輸出拡大が景気に与える影響を考えるうえでは、単に輸出依存度で見たGDPに対する直接的な押し上げ効果に着目するだけでなく、波及需要を含めた景気へのインパクトを考えなくてはならない。例えば、貿易立国で知られる日本の輸出依存度は15%程度と決して高くないが、我が国の景気が輸出動向に大きく左右されることを否定する見方はおそらく皆無だろう。つまり、輸出依存度の高さと輸出が景気に与えるインパクトの大きさは必ずしも一致しない。同様の議論が当てはまるのがドイツである。ドイツの景気循環を振り返ると、輸出拡大が呼び水となって、企業部門、さらには家計部門へと回復プロセスが波及していくのが通常のパターンだ。したがって、ユーロ安はドイツの輸出企業のみならず、波及効果も含めれば内需産業にもプラス効果を及ぼすと考えるべきであろう。

ちなみに、ECBの計量モデルによれば、為替レートが10%減価することで、ユーロ圏の輸出数量が1年目に4.8%、2年目に累計で8.9%増加する。昨秋以降の実効為替レートの減価率は11.4%(図表5)、ユーロ圏のGDPに占める輸出シェアは過去5年平均で43.2%だ。機械的なシミュレーション結果に従えば、現行程度のユーロ安基調が定着すれば、ユーロ圏の経済成長率は1年目に+2.3%、2年目に+2.0%程度押し上げられる計算となる。前節でみたユーロ圏全体での財政緊縮のマグニチュードがGDP比で1.0%程度であったことを考えれば、財政緊縮のマイナス影響はユーロ安によるプラス効果で十分に吸収可能となる。金融市場の混乱の影響などを加味しても、ネットの影響はニュートラル程度と考えられよう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表4) ユーロ加盟国の域外輸出依存度



注：域外輸出依存度＝輸出依存度（輸出/GDP）×輸出の域外向けシェア  
出所：Eurostat、International Monetary Fund

(図表5) ユーロ圏の実効為替レート



注：41ヶ国の貿易相手国の為替レートで加重平均。月次平均。直近は2010年5月。  
出所：European Central Bank

### ■ 景気の回復ペースは緩慢にとどまるが、二番底は回避されよう

こうした財政緊縮による景気下押しとユーロ安による景気上押しの影響を踏まえたユーロ圏の経済成長率見通しは、2010年に+0.8%、2011年に+1.1%と緩慢な回復が続くと予想する（図表6）。財政危機の影響は、金利上昇と財政引き締めによって南欧諸国の景気を大きく下押しする一方、ドイツを始め中核国ではユーロ安による輸出拡大と逃避資金流入による金利低下が景気を下支えする結果、ユーロ圏全体が二番底に陥る事態は回避されよう。二番底が回避されると考えるもう1つの理由は、景気が循環的な調整圧力を抱えていないことが挙げられる。ユーロ圏の景気は2008-09年の深刻な景気後退からようやく回復に転じた段階で、在庫水準も設備稼働率も極めて低い水準にある（図表7）。ギリシャ、ポルトガル、スペインといった厳しい財政引き締めを行う国は別として、その他の国で一段の在庫・設備調整が行われるためには、現在想定さ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

れているよりも更に厳しい財政緊縮が行われ、需要の大幅な下方屈折が生じる必要がある。

2010-11年にかけての景気シナリオをまとめると、海外経済の回復とユーロ安による輸出需要の増加、それに伴う在庫復元の動きに支えられ、景気は緩やかな回復基調を持続する。もっとも、以下の要因から、景気の回復力は極めて緩慢にとどまると予想する。第1に、景気対策効果の剥落に加えて、各国が緊縮的な財政運営に舵を切ることで、今後は政策需要が景気を下押しし始めること。第2に、銀行の資金調達難から融資姿勢が容易に緩和されないほか、金融市場の動揺により企業の資金調達環境の悪化が続くこと。第3に、とりわけ周辺国において、雇用環境の一段の悪化と賃金デフレが強まることで消費が伸び悩むこと。第4に、不確実性の高まりから設備投資の伸びが抑制されること。第5に、スペインなどで住宅価格の調整が続き、新規の不良債権発生や家計部門のバランスシート調整が続くこと。

リスクシナリオは、金融市場の動揺が一段と深刻化することで实体经济に想定以上の悪影響が及ぶことが考えられよう。財政危機に伴う金融市場の動揺の影響は、既にドイツのZEW景況指数の急減など、マインド指標に現れている(図表8)。ZEW指数が金融市場参加者に対するサーベイであることは割り引いて考える必要があるし、足元ではインターバンク市場での金利上昇や株価のボラティリティーでみた市場の不安心理はひとまず歯止めが掛かっている(図表9)。だが、金融市場でのリスク回避姿勢が一段と高まり、それが長期化すれば、マインド悪化にとどまらず、企業の投資活動や個人の消費活動にも何れかの時点で悪影響が及び始める。そこで問題となるのは、財政危機が欧州全域の金融危機に発展するかの分かれ目となるスペインやイタリアが金融支援要請に追い込まれるか否かのカギを握っているのが、金融市場であることだ。ギリシャの次の標的探しが続くならば、これらの国が市場での資金調達から締め出されることで、まだ起きていないソブリン債の焦げ付きというリスクが金融市場を媒体に自己実現する可能性が高まることになる。

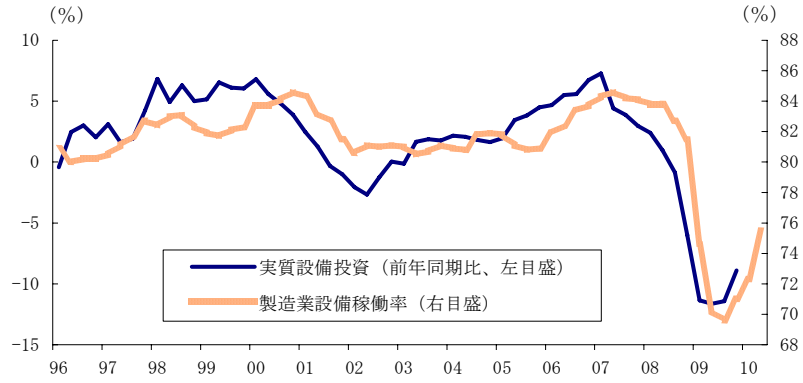
(図表6) ユーロ圏経済見通し(四半期は前期比年率、暦年は前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP	内需				外需			
			個人消費	政府支出	固定資本投資	在庫	輸出	輸入		
09/1-3月期	▲ 9.2	▲ 9.6	(▲ 9.1)	▲ 2.5	2.9	▲ 19.0	(▲ 4.2)	(▲ 0.5)	▲ 29.5	▲ 28.7
09/4-6月期	▲ 0.7	▲ 0.4	(▲ 3.0)	0.3	2.9	▲ 6.7	(▲ 2.3)	(2.5)	▲ 4.3	▲ 10.2
09/7-9月期	2.1	1.6	(1.4)	▲ 0.7	2.7	▲ 3.9	(2.1)	(0.1)	11.6	11.5
09/10-12月期	0.8	0.5	(▲ 0.4)	0.8	▲ 0.2	▲ 5.2	(0.2)	(0.9)	7.2	5.0
10/1-3月期	2.3	0.8	(3.1)	▲ 0.4	2.6	▲ 4.3	(3.8)	(▲ 2.3)	10.4	17.1
10/4-6月期	1.5	1.1	(▲ 1.0)	0.3	1.0	▲ 3.6	(▲ 0.7)	(2.1)	8.2	3.2
10/7-9月期	1.5	0.7	(▲ 0.5)	0.4	0.8	▲ 2.4	(▲ 0.4)	(1.2)	5.7	2.8
10/10-12月期	1.7	0.8	(▲ 0.1)	0.5	0.6	0.8	(▲ 0.6)	(0.9)	4.5	2.4
11/1-3月期	2.0	0.8	(0.7)	0.6	0.4	1.6	(0.0)	(0.1)	4.9	4.9
11/4-6月期	3.0	1.5	(1.1)	0.7	0.2	2.0	(0.2)	(0.4)	5.3	4.5
11/7-9月期	3.5	2.1	(1.1)	0.6	0.2	2.4	(0.2)	(1.0)	9.5	7.4
11/10-12月期	3.3	1.8	(1.6)	0.8	0.2	3.6	(0.4)	(0.2)	8.2	8.2
2007	5.3	2.8	(2.4)	1.6	2.3	4.6	(▲ 0.0)	(0.4)	6.3	5.5
2008	2.7	0.4	(0.5)	0.3	2.2	▲ 0.9	(0.1)	(▲ 0.0)	0.7	0.8
2009	▲ 3.1	▲ 4.1	(▲ 3.3)	▲ 1.2	2.7	▲ 10.9	(▲ 0.8)	(▲ 0.8)	▲ 13.2	▲ 11.9
2010	1.5	0.8	(0.5)	0.1	1.4	▲ 3.9	(0.9)	(0.3)	7.6	6.9
2011	2.3	1.2	(0.5)	0.6	0.5	0.9	(▲ 0.1)	(0.7)	6.0	4.5

(注) 図中カッコ内は寄与度。

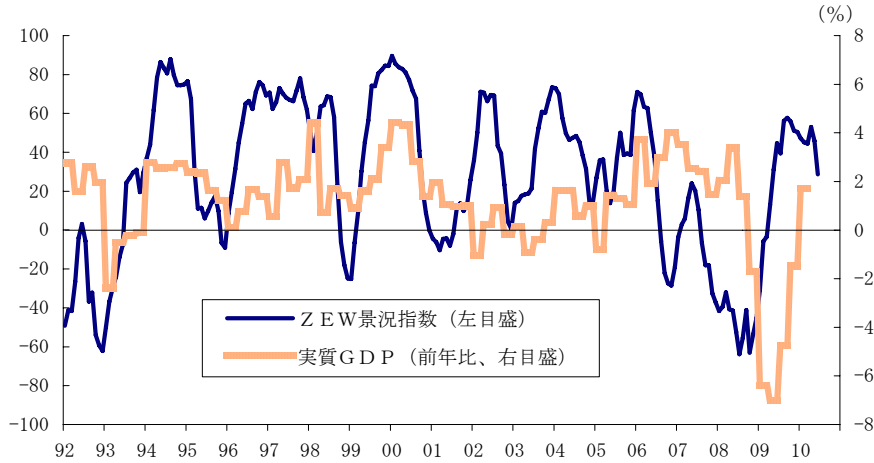
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表7) ユーロ圏設備投資と設備稼働率



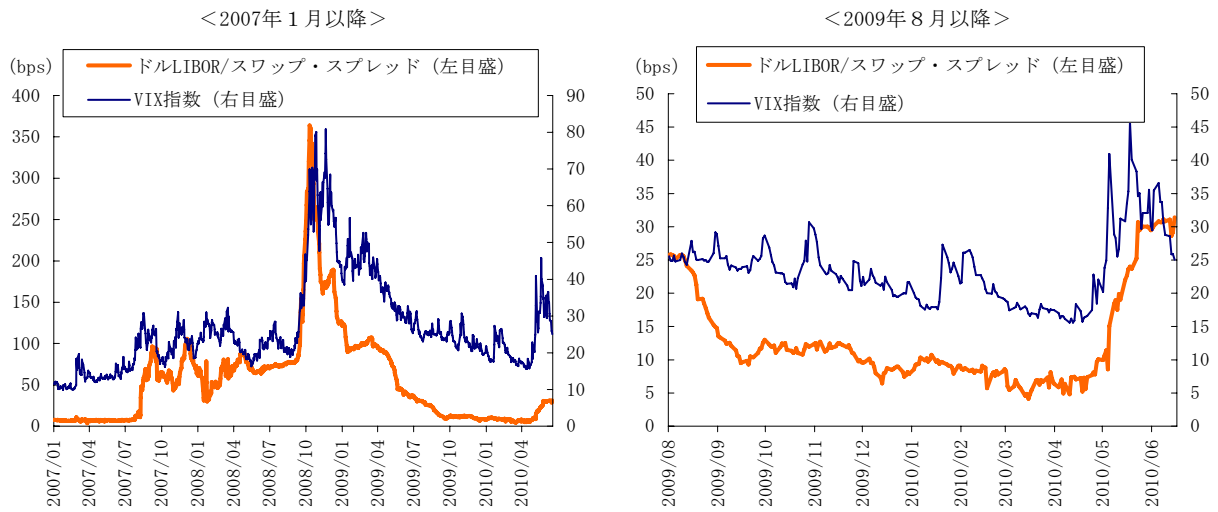
出所：Eurostat、DG ECFIN

(図表8) ドイツZEW景況指数と実質GDP成長率



出所：ZEW、ドイツ連邦統計局

(図表9) LIBORスプレッドとVIX指数



出所：EcoWin

以上