

Weekly
エコノミスト・
レター欧州経済見通し～牽引役不在
の調整局面続く

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. EU、ユーロ圏の成長率は7～9月期に前期比0.3%、同0.4%とともにプラスに転化した。しかし、「貯蓄不足・過剰需要型」で成長していた「バブル崩壊国（イギリス、アイルランド、南欧、中東欧の一部）」の回復は遅れている。
2. 2010年も設備・雇用の余剰、過剰債務の調整圧力で景気の回復テンポは抑えられる見込みである。特に、財政悪化が著しい「バブル崩壊国」は、EUのルールと市場からの圧力により緊縮に舵を切らざるをえなくなっている。さらに、ユーロ参加国や対ユーロ固定為替相場制採用国の場合は、賃金・物価を通じた対外競争力の回復に時間を要し、しばらくはデフレ色の強い展開が続く。これらの国々への輸出、投融資による恩恵を受けてきた域内の「貯蓄余剰・過小需要型国（ドイツ、ベネルクス3国、北欧）」の成長も抑制されよう。牽引役を欠くEU経済は停滞感の強い局面が続く。
3. 成長率はユーロ圏が2010年0.6%、2011年1.2%、イギリスは同0.5%、同1.4%と予測する。
4. 欧州中央銀行（ECB）は12月の政策理事会で1年物、6カ月物の資金供給の停止時期を決め、「非常時モード」の金融政策からの出口戦略に動きだした。2010年には流動性供給体制の「平時モード」への復帰をさらに進め、6月末にはカバード・ボンド買い入れも停止しよう。しかし、政策金利は域内のインフレ圧力が抑制され、一部の国はデフレ色を強めていることから、利上げの開始は2011年入り後となろう。
5. ユーロ相場は、2010年前半までは対ドルでユーロが高めの水準を維持するが、年後半には、米国の景気回復と利上げによる景気格差、金利格差が要因となってユーロ高に修正が加わるだろう。ユーロ高の一段の進行、ユーロ高の期間の長期化は、内需の不振と弱い対外競争力に悩む「バブル崩壊国」の回復をさらに難しくするリスク要因と考えられよう。
6. イングランド銀行（BOE）は、2010年2月に量的緩和を停止するが、財政面からの下支えの継続が難しくなっていること、家計がバランス・シート調整の過程にあること、基幹産業の金融業もリストラの過程にあることなどから、2010年中は、超低金利政策の見直しには手をつけ辛い状況が続こう。

1. EU経済概況

(全体では下げ止まり)

欧州連合（EU）加盟 27 カ国の成長率は 7～9 月期に前期比プラス 0.3%、うちユーロ導入 16 カ国（以下、ユーロ圏）は同 0.4%と、ともに 6 四半期ぶりにプラスに転化した。

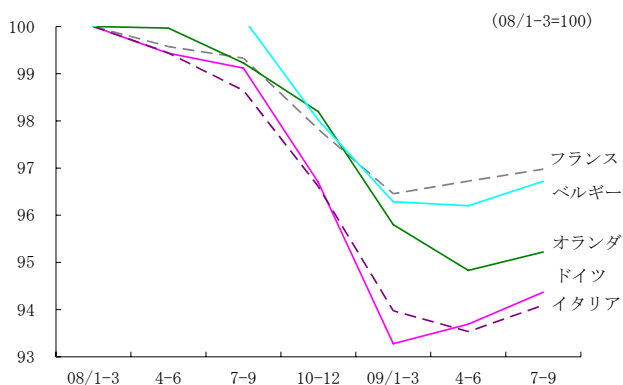
地域全体で見ると、金融危機で加速した景気の落ち込みに一応の歯止めがかかったものの、経済の回復ぶりには国ごとにかかなりの幅が見られる。域内経済は規模、所得水準、産業構造とその競争力、労働市場の構造や財政事情など極めて多様であることに加え、金融危機前の EU では域内における役割分担が固定化し、不均衡が拡大していたことを映したものと言えよう（注1）。

（注1）域内の不均衡については Weekly エコノミスト・レター2009-11-13 号「欧州域内の不均衡と中東欧経済」をご参照下さい。

7～9 月期の GDP 統計は、すべての EU 加盟国で出揃ってはいない段階だが、地域全体としての下げ止まりに貢献したのは 2 四半期連続のプラス成長となったドイツ（7～9 月期は前期比 0.7%）とフランス（同 0.3%）の二大国である。ユーロ圏では、独仏のほか、イタリア（同 0.6%）、ベルギー（同 0.5%）、オランダ（同 0.4%）など欧州統合の推進役となってきた「コア国」のほか、フィンランド（同 0.3%）、オーストリア（同 0.9%）もプラス成長となった（図表 1）。

ユーロ未導入の中東欧でも、マイナス成長がリーマン・ショック直後の 2008 年 10～12 月期の同 0.1% 減に留まったポーランドが底堅さを見せる一方、輸出依存度の高さから大きく落ち込んだチェコが同 0.8%と 4～6 月期の同 0.3%から加速するなど、順調な立ち直りを見せている。

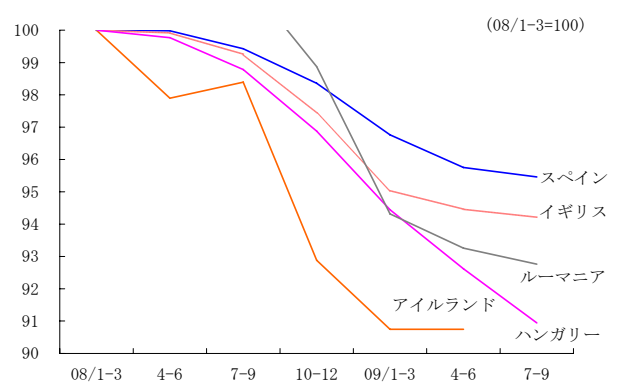
図表 1 実質 GDP の推移（ユーロ圏コア国）



（注）ルクセンブルグ未公表

（資料）Eurostat

図表 2 実質 GDP の推移（バブル崩壊国）



（注）ギリシャ、ポルトガル、アイルランドは未公表

（資料）Eurostat

(遅れる「バブル崩壊国」の回復)

その一方、7～9 月期の段階でもマイナス成長から抜け出せなかった国も少なくない。イギリス（同 0.3%減）、スペイン（同 0.3%減）、ハンガリー（同 1.8%減）、ルーマニア（同 0.7%減）、エストニア（同 2.8%減）などである。いずれも金融危機前の EU 域内で形成されていた不均衡の構図の中で「貯蓄不足・過剰需要型」の成長をしていた国々であり、金融危機で国外からの潤沢な資

本流入に依存した内需主導の成長維持が困難になる一方、輸出主導の成長パターンに速やかに移行することもできないため、景気の低迷は続き、財政の悪化も目立っている。

ユーロ圏では、今年4～6月期までの落ち込みがアイルランドで最も大きかったが、同国の7～9月期の実績は未公表（12月末までに公表の予定）である。だが、GDPと連動性が高いPMI（購買担当者指数）が改善はしているものの、11月の段階でも拡大と縮小の分かれ目となる50を下回る水準にあり、景気の回復では遅れをとっていると思われる。アイルランドでは、不動産バブルの崩壊による金融システムの痛みが激しく、11月には540億ユーロ（GDPの3割相当）という大規模なバッド・バンク設立法案が成立し、抜本的な処理へと動き出した。

（ 2010年も続く設備・雇用調整 ）

7～9月期に景気が下げ止まったと言っても、金融・財政面からのフル・サポートと外部環境の改善の効果が大きい。2010年も力強さを欠く展開は続く見通しだ。

欧州委員会のサーベイによれば、設備稼働率はEU全体で10～12月期は71.4%と前期の70.2%から改善したものの、景気後退局面に入る前の2008年1～3月期の83.7%、長期平均の81.1%を大きく下回る状況にある。設備投資の本格的な拡大が期待されるのは、稼働率が80%を超えてからである。米国やEU域内の「貯蓄不足・過剰需要型」国の需要の回復が緩慢に留まると見られることから、稼働率が80%を超える水準を回復するのは容易ではない。欧州委員会の最新（10～11月実施）の設備投資調査でも2010年はEUで4%、ユーロ圏で5%の削減が見込まれている。

失業率は、10月にEUで9.3%、ユーロ圏で9.8%まで上昇しており、この間の雇用調整は有期契約の削減と労働時間の調整によって行われてきた点が特徴である。GDPの落ち込みに比べると雇用の調整は抑えられてきたが、その背景には、労働市場の改革は進展したもののユーロ圏を中心に正規雇用の解雇に対する規制は相対的に厳しいという硬直的な側面と、ドイツ、オランダなどで雇用の維持を促す政策対応が講じられたことの成果という側面がある。地域全体で見ると余剰労働力を抱え込む形となっており、雇用の調整はなお続くと見るべきだろう。

金融機関の不良債権問題は、一連の問題の発端となったサブプライム関連の商品の問題などは峠を越えたものの、第二次世界大戦後で最大となった景気後退と回復の遅れによって、要処理額はなお増大すると思われる。

（ 「バブル崩壊国」への財政健全化圧力 ）

深刻な景気の落ち込みと裁量的な景気対策、金融システム対策の負担などから、EU加盟国の財政収支は総じて悪化、政府債務残高も増大している。

EUでは「安定成長協定」による財政運営の相互監視のルールがある。基本は財政赤字を名目GDPの3%以下に抑え、均衡化を目指すというものであり、政府債務残高の基準は同60%である。2つの基準は、ユーロ導入の可否を判断する基準でもあるが、財政赤字のルールが厳格に適用されるのに対して、ベルギー、イタリアなどは政府債務残高が基準を大きく超える水準でユーロを導入しており、健全性を判断する上での一つの目安といった位置づけで運営されている。

EUの条約では、GDPの3%を超える過剰な財政赤字に関しては、欧州委員会の提案を受けて閣僚理事会が「是正勧告」を出し、一定の期間内に過剰な財政赤字の是正を求めるルールが規定されている。

ユーロ参加国の場合、取り組みが不十分な場合、罰則も適用される（注3）。

2009年12月現在、過剰な財政赤字が認められ「是正勧告」を受けた国はEU加盟27カ国中、20カ国に達している。世界的な金融危機によって引き起こされた深刻な景気後退という特殊事情に鑑みて、EUでは、財政の均衡化への転換が2011年となることを容認しており、財政赤字を基準値まで引き下げる期限も2013年に設定されている国が最も多い。その中であって欧州委員会の秋季見通しの中で、財政赤字がGDPの1割超となり、2010年には政府債務残高がGDPの124.9%とEUで最も高い水準になると予想されているギリシャに対しては2010年中の目標達成を求めている。また、国際通貨基金（以下、IMF）とEUからの支援を受けているハンガリー、ルーマニアは2011年、ラトビアは2012年が基準値までの削減の目標年である（図表3）。

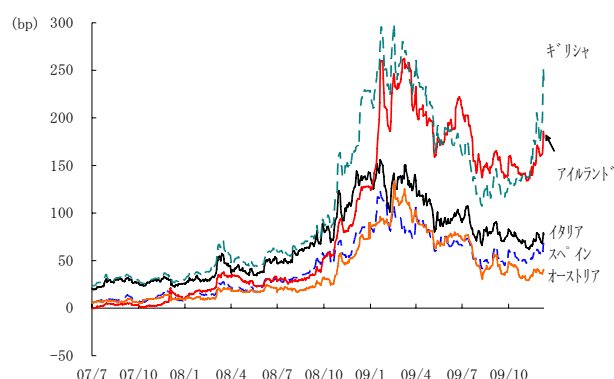
図表3 過剰な財政赤字の是正期限

2010	2011	2012	2013	2014	2014/15
ギリシャ マルタ		イタリア ベルギー	ドイツ フランス オランダ オーストリア スペイン ポルトガル スロベニア	アイルランド	
	ハンガリー ルーマニア リトアニア	ラトビア	ポーランド チェコ		イギリス

（注）イギリスの会計年度は4月～3月

（資料）欧州委員会

図表4 対ドイツ国債スプレッド



（注）10年国債利回りの格差

（資料）Datastream

主要格付け会社は、リーマン・ショック後、IMFへの支援を要請した3カ国のほか、スペイン、アイルランド、ポルトガル、ギリシャなどのユーロ圏の中で、特に財政赤字の拡大ペースが速い国の信用格付けの引下げを行ってきた。さらに、12月に入って、7日にS&Pがギリシャの「シングルAマイナス」、ポルトガルの「シングルAプラス」、の格付けを見直すことを発表、8日にフィッチがギリシャの長期債務格付けを「シングルAマイナス」から「トリプルBプラス」に引下げ、9日にはS&Pが「ダブルAプラス」のスペインの格付けの見通しを「安定的」から「弱含み」に引き下げる、と信用格付けの見直しの動きが続いた。

ユーロ圏の国債市場は、通貨建ては単一だが、信用力や流動性の異なる各国債市場に分断されている。ユーロ導入後も、最も信用力が高く、市場規模も大きく、ベンチマークとして機能しているドイツ国債に対して、一定のスプレッドが上乘せされるのが本来の姿であったはずだが、金融危機の波及までは軽視され続けてきた。国債市場にもある種のバブルが発生していたと考えることができよう。

リーマン・ショック以降は、こうしたバブルが弾けて域内のスプレッドが大きく拡大、政策対応の進展などにより、一旦は落ち着いたものの、足もとでは金融システムの問題が深刻でデフレに陥っているアイルランド、財政基盤が最も脆弱で、デフォルトのリスクも懸念されているギリシャの

スプレッドが大きく拡大している（図表4）

10日にはドイツのメルケル首相が「ユーロ圏諸国にはギリシャを一丸となって支援する義務がある」と述べ、売り圧力は幾分緩和したが、ギリシャ政府に対する財政赤字削減を求める市場の目は厳しいものとなっている。

（ 牽引役を欠くEU経済 ）

EU経済は、金融危機前のような域内の不均衡の拡大を伴う成長の構図は維持できなくなっており、「貯蓄不足・過剰需要型」地域ばかりでなく「貯蓄余剰・過少需要型」地域も成長パターンの転換を求められている。

「貯蓄不足・過剰需要型」の「バブル崩壊国」では財政悪化が著しく、EUのルールと市場からの圧力により緊縮に舵を切らざるをえなくなっている。「バブル崩壊国」の中では、イギリス、ハンガリーなどユーロ導入を見送り、変動相場制を採用している国々は通貨減価の圧力にさらされる半面、競争力の回復を図りやすい。他方、スペインやアイルランドなどのユーロ参加国やバルト3国など対ユーロ固定為替相場制採用国の場合は、競争力を生産性に見合った水準に賃金と物価を調整するほかはなく、デフレ色の強い展開が続くことになる。

「貯蓄余剰・過少需要型国」は、国内における不均衡は小さく、対外的な競争力もあるため、域外経済の持ち直しの恩恵を受けることができる。財政は悪化しているが、相対的に高めの信用力を維持しているため、均衡回復への取り組みは2011年以降に着手するという時間的な余裕がある。内的な下押し圧力は小さいと言えるが、「バブル崩壊国」への輸出、投融資による恩恵を受けてきたことから、「バブル崩壊国」の低迷は、設備・雇用の余剰、不良債権の増大をもたらし、成長を抑制することになる。

金融危機による急激な景気後退を脱したものの、牽引役不在のEUでは停滞感の強い局面が続こう。

2. ユーロ圏、イギリスの経済と金融政策の見通し

(1) ユーロ圏

（ 成長率は2010年0.6%、2011年1.2% ）

ユーロ圏経済の7～9月期の前期比0.4%のプラス成長への転化の需要面での最大の要因は、在庫調整の一巡である。在庫は1～3月期、4～6月期に大きく成長を押し下げてきたが、7～9月期は前期比で0.3%成長に寄与した（図表5）。内需は、政府支出が引き続きプラスの伸びとなる一方、前期は横這いであった個人消費は前期比0.2%減、大幅な削減が続いた固定資本形成は減少幅は縮まったものの、6四半期連続の減少となった。外需の成長への寄与度は4～6月期に続いてプラスであった。減少幅で輸入が輸出を上回ったことで外需がプラスとなった4～6月期に比べて、輸出入ともにプラスに転じた7～9月期の方がより前向きの内容である。外部環境の改善が、景気の底入れに貢献したと考えられる。

国別には、独仏など「コア国」が比較的順調に回復する一方、金融危機以前に内需主導の過熱気味の成長をしていたスペイン、アイルランドなど「バブル崩壊国」の回復は遅れている。「コア国」

は、国内におけるバランス・シート調整の圧力は大きくはない一方、財政の自動安定化機能^(注3)が相対的に厚い。裁量的な景気対策で下支えに動いたことも、相対的に早いタイミングで景気回復を実現できた理由と考えられよう。

2010年も、「バブル崩壊国」の経済は、①バランス・シート調整が続くこと、②財政事情が厳しさを増し、緊縮財政に舵を切り替えて行くこと、③対外競争力の回復には、生産性と賃金・物価の水準の調整を図らなければならないといった理由から調整色の強い展開が続く見通しだ。

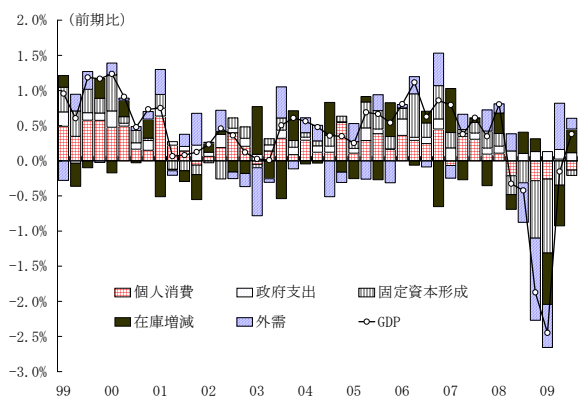
「バブル崩壊国」の停滞は、旺盛な需要の恩恵を受けてきた「コア国」にも、輸出や投融資を通じて影響を及ぼし続けることになることで、ユーロ圏全体の回復ペースも緩慢なものに留まる見通しだ。

(注3) 好況期には税収の増加等を通じ需要を抑制し、不況期には税収の減少や失業給付の増加を通じて可処分所得の減少を緩和すること等により需要を下支えするような、制度改正等を伴わずに経済を安定化させる機能

(インフレ率は安定的水準を下回る推移)

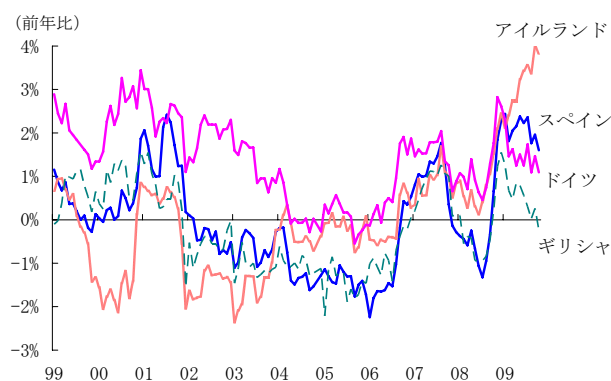
ユーロ圏のインフレ率は、今年6月から10月まで前年水準を下回っていたが、11月には前年同月比0.6%と急反発した。原因は原油価格の前年比での騰落率がマイナスからプラスに転じたことにある。原油価格は世界経済の回復に連れて緩やかに上昇する見通しであり、特に2010年前半は押し上げ圧力が強まる。それでも、域内の大幅な需給ギャップを反映してコア・インフレ率は鈍化傾向にあるため、2011年にかけてもECBの定義による安定的な水準(2%以下でその近辺)を下回る水準で推移すると予想される。

図表5 ユーロ圏実質GDP



(資料) Eurostat

図表6 ユーロ圏内の実質金利の格差



(注) 政策金利－各国インフレ率

(資料) Eurostat

単一通貨を使用するユーロ圏内では政策金利も共有している訳だが、導入以来、ユーロ圏の中には恒常的にインフレ率の格差があり、期待インフレ率を差し引いた実質金利も異なる。景気が過熱気味でインフレ率が高い国ほど実質金利が低く、逆に、景気が低迷し、インフレ率も低い国の実質金利は高くなる。こうした単一通貨圏の「景気循環増幅性」が、金融危機前にユーロ圏内で成長パターンが固定化し、不均衡が拡大した原因であることは否めないだろう。金融危機後も域内におけ

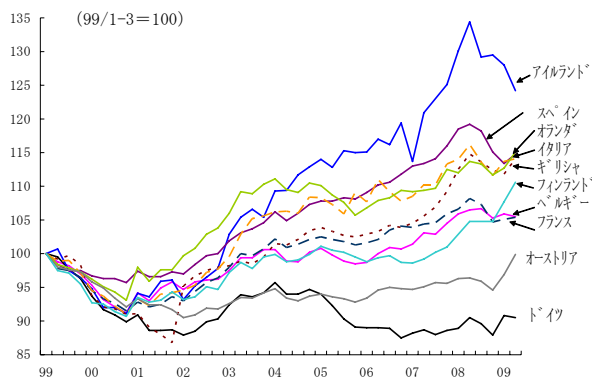
るインフレ格差は解消しておらず、確報値が入手可能な直近の時点（10月）では、ユーロ圏で最もインフレ率が高いのはギリシャの1.2%で、最も低いのは2.8%下落しているアイルランドである。ECBの政策金利の1%という水準は、デフレに陥っているアイルランドにとっては、ユーロ導入以来の実質高金利であり（図表6）、対独国債スプレッドの拡大による長期金利の上昇と合わせてデフレ調整を加速させている。

インフレ格差の存在は、同じ通貨を共有するユーロ参加国の間でも、内外のインフレ格差で調整した貿易相手国に対する総合的な為替相場の水準である実質実効為替相場の基準時点からの乖離幅が国ごとに異なることを意味する。ECBが実質実効為替相場と同じ手法で算出しているユーロ圏の対外競争力指数（HCI）は、インフレ指標としてCPI、GDPデフレーター、単位労働コスト（以下ULC）を利用した3種類がある。いずれを利用した場合でもユーロ圏全体ではユーロ導入時に比べて1割程度上昇している。うち、相対的にインフレ率を低く抑えてきたドイツのHCIは、CPIベースでは、ユーロ導入時とほぼ同じ水準にあり、GDPデフレーターやULCで調整した場合は、1割程度低下、すなわち貿易相手国に対して競争力を高めている。

その一方、ユーロ導入による金利低下、信用力向上の効果から成長が加速した「バブル崩壊国」は、賃金と物価の上昇率が相対的に高かったため、ユーロ導入時によりもHCIが上昇、すなわち競争力が低下した国が多い（図表7）。

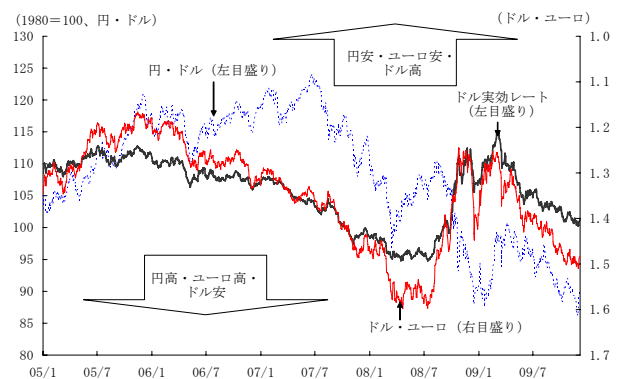
ユーロ導入以後、最も競争力の低下が目立ったアイルランドの場合、足もとのデフレで割高感の解消が比較的早いテンポで競争力が修正されつつある。スペインは不況下でも賃金の上昇率は高めだが、有期契約の雇用削減が急ピッチで進んだ結果、それなりに競争力を回復している。一方、ギリシャは、金融危機の影響自体は比較的小さかった影響もあって競争力の低下が進んでいる（図表7）。低い対外競争力は過剰な対外債務と表裏一体のものであり、この点からもギリシャには改革の余地が大きいと言えそうだ。

図表7 対外競争力指数
(ULCベース)



(資料) ECB

図表8 ドルの実効為替レートと
ドル・ユーロ、円・ドル・レート



(資料) Datastream、FRB

(ECBの利上げ開始は 2011 年入り後)

欧州中央銀行 (ECB) は、リーマン・ショック後の危機の拡散、急激な景気の後退に、大幅な

利下げと流動性供給の量と手段の拡充で対応してきた。

5月以降表明してきた「いったんマクロ経済環境が改善したら、政策理事会は、この間導入した政策を巻き戻し、供給した潤沢な流動性の吸収を図るようにする」という方針どおり、9月には84日物のドル資金の供給を停止、さらに12月の政策理事会では、①1年物の資金供給を過去2回の固定金利から変動金利に変更し、12月16日を最後とすること、②6カ月物は固定金利で供給するが、3月31日を最後とすることなどを決めた(注4)。「非常時モード」からの出口戦略が始まり、2010年中には、固定金利・金額無制限化、適格担保の拡大、オペ対象先の拡充などの危機対策を段階的に見直し、「平時モード」への復帰をさらに進めることになろう。今年7月に始まった600億ユーロのカバード・ボンド買い入れも2010年6月末の期限で停止しよう。

しかし、現在、レポ金利で1%という政策金利の引き上げについては、全体としてインフレ圧力が抑制され、一部の国はデフレ色を強めていることから2011年入ってから、25bpの緩やかなピッチになると予測する。

(注4) 2009年12月のECB政策理事会の決定内容については金融経済フラッシュ No.09-119をご参照下さい。

ユーロ圏予測表

	単位	2008年	2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.6	▲ 4.1	0.6	1.2	▲ 5.0	▲ 4.8	▲ 4.1	▲ 2.2	0.4	0.7	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5
	前期比年率%	0.6	▲ 4.1	0.6	1.2	▲ 9.4	▲ 0.6	1.5	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
内需	前年比寄与度	0.6	▲ 2.9	0.3	1.2	▲ 3.1	▲ 3.3	▲ 3.2	▲ 2.4	▲ 0.4	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5
民間最終消費支出	前年比%	0.4	▲ 1.0	0.3	1.1	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.0	0.0	0.5	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
固定資本形成	〃	▲ 0.3	▲ 10.1	▲ 0.6	1.6	▲ 10.9	▲ 11.3	▲ 10.4	▲ 7.0	▲ 2.4	▲ 0.6	0.0	0.5	1.1	1.5	1.8	2.0
外需	前年比寄与度	0.0	▲ 1.2	0.3	0.0	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 1.0	0.2	0.8	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	3.3	0.3	1.4	1.6	1.0	0.2	▲ 0.4	0.8	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
失業率	平均、%	7.6	9.4	10.3	10.7	8.8	9.3	9.6	9.8	10.0	10.2	10.4	10.6	10.8	10.8	10.7	10.6
ECB市場介入金利	期末、%	2.50	1.00	1.00	1.75	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75
10年国債利回り	平均、%	4.0	3.3	3.6	4.2	3.3	3.4	3.3	3.2	3.4	3.5	3.6	3.8	4.0	4.2	4.3	4.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.47	1.40	1.45	1.34	1.30	1.36	1.43	1.49	1.49	1.47	1.43	1.40	1.35	1.35	1.35	1.30
対円為替相場	平均、円	152	131	133	132	122	133	134	133	133	132	136	137	132	132	132	130

(ユーロ高修正は2010年後半から。対ドルでのユーロ高の進行や長期化はユーロ圏経済のリスク)

ユーロの対ドル為替相場はリーマン・ショック後のドル資金不足で大きくユーロ安に振れた後、1ユーロ=1.5ユーロの水準まで戻した。ユーロ高基調には、11月末以降、ドバイ・ショックや周辺国の財政への懸念で修正が加わり、直近の水準は1ユーロ=1.47ドル台となっている(図表8)。

今回の予測では、グローバルな不均衡の調整によるドル安の圧力と米欧の政策金利の据え置きが続くことで2010年前半は、対ドルでのユーロ高基調が続くが、年後半からは、米国の景気回復とFRBの利上げによる景気格差、金利格差が要因となって、ユーロ高の修正が進むと考えた。

こうしたメイン・シナリオに対して、リスク・シナリオとしては「グローバルな不均衡を背景とする為替調整がドルと人民元を中心とするアジア通貨の間では進まないしわ寄せで、相場決定を市場の実勢に委ね、市場規模にも厚みがあるドル・ユーロ間でユーロ高が進む」ということが考えられよう。

すでに見たとおり、ユーロ圏内には対外競争力に大きな格差がある。ドイツは、2008年時点で世界第2位の経常黒字国であり、ユーロ高にもある程度の抵抗力があると考えられるが、内需不振

の一方で、対外競争力の回復が進まず、停滞が続く「バブル崩壊国」の回復のハードルはさらに高くなってしまふ。

ユーロ高が想定以上に進んだ場合や、ユーロ高の期間が長期化した場合、ユーロ圏の回復基調が損なわれるリスクは高まると考えられよう。

(2) イギリス

(成長率は 2010 年 0.5%、2011 年 1.4%)

今回の景気後退局面入りまで、イギリスでは主要先進国最長の景気拡大が続いていたが、2008年4～6月期以降、6四半期にわたりマイナス成長が続いている。需要面から見ると、①最大の需要項目である個人消費が6四半期連続で前期比マイナスとなっていること、②金融危機前に成長の牽引力となっていた固定資本形成の削減がなお続いていること、③さらに4～6月期にいったんプラスに転じた在庫が再びマイナスに転じたこと、④景気後退局面に入ってから成長に寄与してきた外需がマイナスに転じたことが、主要国が総じてプラス成長に転じた7～9月期もマイナス0.3%成長という結果に終わった原因である。

マイナス成長が続いたものの、個人消費、固定資本形成はいずれもマイナス幅が大きく縮まったことや、外需の寄与のマイナス転化は、輸入の回復テンポが輸出を上回ったことによるものであるなど、景気が下げ止まりつつある様子も伺われる(図表9)。

個人消費の減少は、①住宅価格の下落による逆資産効果、家計へのバランス・シート調整圧力の強まり、②雇用・所得環境の悪化に原因があり、2008年12月1日から2009年末までの付加価値税の基本税率の17.5%から15%への引下げも十分に効果を発揮できなかった格好だ。ただ、2つの要因のうち、①の住宅価格は積極的な金融緩和の効果もあって、ピーク比でおよそ2割調整した後、ボトムから7～8%回復するなど下押し圧力は緩和している。②についても、雇用・所得面での調整は速いペースで進み、足もとでは失業率の上昇テンポが鈍化し、人員整理のための解雇者数もピークアウトするなど悪化のペースは緩和しつつある。10～12月期はVATの引下げ措置の期限を目前とする駆け込み需要も期待される。

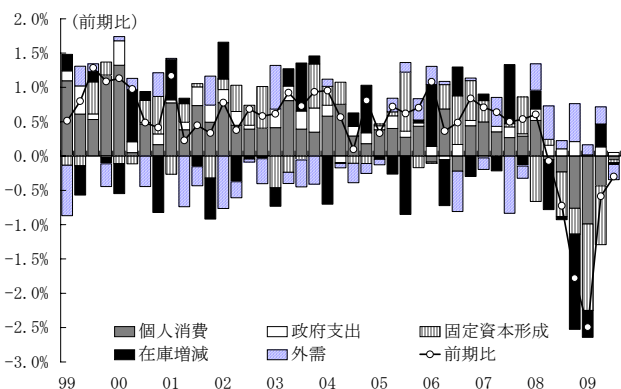
英国立経済社会研究所(NISER)が作成している月次GDPも一進一退の推移が続いていたが、9～11月期は前期比0.2%と再びプラスに転じており、12月にかけて一層の改善が見込まれている。底入れで遅れをとったイギリス経済も10～12月期は7四半期ぶりのプラス成長を回復することになりそうだ。

2010年以降のイギリス経済の回復スピードは個人消費に負うところが大きいだが、危機前に比べて緩慢な伸びに留まるだろう。住宅価格の下落に歯止めが掛かったとは言え、家計の可処分所得に対する債務水準は高いため、バランス・シート調整の圧力が続く。雇用の悪化ペースも鈍化しつつあるものの、雇用の吸収、所得の伸びに大きく貢献してきた金融業に対しては、多額の公的負担を強いられた金融危機を教訓として規制を強める方向にあり、公的支援を受けた大手金融機関にはリストラを求める方針である。2010年1月からは「報酬規制」が導入される上に、2010年度の「ブレバジェット」(後述)の公表に先立って2010年4月までの時限措置として2万5000ポンドを超える銀行賞与に対して50%の特別税を賦課する(対象者はおよそ2万人)ことも公表されている。

規制強化による人材流出の懸念もくすぶっている。

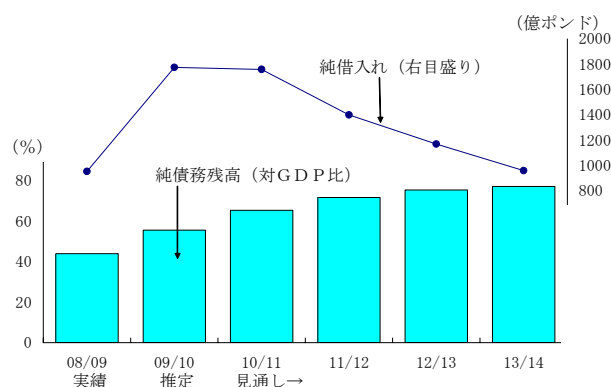
イギリスでは、金融危機前の景気拡大局面で、金融、不動産など民間のサービス部門が投資の面でも担い手となってきたことから、規制強化の動きは、投資の回復にも影響を及ぼす要因となるだろう。

図表9 イギリス：実質GDP成長率



(資料) ONS

図表10 イギリス：政府借入れと純債務残高の中期見通し



(資料) 財務省

(財政赤字の急増と弱い内需に配慮した中立型の2010年度プレバジェット)

イギリス経済は、税収面でも金融業への依存が高いため、金融システム対策費、景気対策などが加わって、財政赤字が急拡大、政府債務の残高が積みあがっている。イギリスの信用格付けは、ドイツやフランスなどと同じく「トリプルA」の最上位だが、今年5月にはS&Pが見通しを「弱含み」に引き下げている。

財政の持続可能性は2010年春に予定されている総選挙に向けた大きな争点である。金融危機以降、支持率で与党・労働党を上回っている最大野党・保守党が財政赤字の削減ペースを早める必要があると攻勢を強めたことで、与党も「歳出削減は景気が完全に回復してから」という立場の修正を迫られた。

それでも、12月9日に公表された2010年度(2010年4月～2011年3月)の「プレバジェット」では、銀行賞与への特別税の賦課の他、4年間で財政赤字を削減する「財政責任法」の導入の方針を示し、2009年度には1776億ポンドに膨らんだ政府純債務を2013年度に96億ポンドまで削減するとの予測を示した(図表10)。だが、思い切った歳出削減には踏み込まなかったほか、経済見通しの前提は2010年度が2%、2011年度以降は3.25%と順調な回復を想定するものであることから、財政の持続可能性への不安を解消するとの受け止め方は少ない。

(BOEは2010年2月に量的緩和を停止、超低金利の見直しは2010年後半)

イングランド銀行(BOE)は、今年3月に政策金利を0.5%に引き下げ、BOEの資金で中長期国債等を中心とする資産買い取りを行なう量的緩和に踏み切った。以後の金融政策委員会(MPC)では、政策金利の水準とともに、資産買い取りの継続や買い取り枠拡大の有無について協議す

るようになっている。

資産買い取り枠は当初 750 億ポンドであったが、5月、8月、11月という「インフレ報告」の公表月に増枠を決め、現在は 2000 億ポンドとなっている。5月の増枠は全会一致であったが、8月は 500 億ポンド 6 票、750 億ポンド 3 票に票が割れ、11月は 250 億ポンドへの 7 票に対して、1票は 400 億ポンド、1票は増枠の見送りと票が割れた^(注5)。

9～10日に開催された12月のMPCは、政策金利据え置き、2000億ポンドの買い入れを予定通りのペースで進める、という結果であったが、次の政策変更は、現在の資産買い入れの枠を使い切り、かつ、次回の「インフレ報告」の公表月にあたる2010年2月となる公算だ。11月の決定以降、すでに資産買い入れのペースを落とし、地ならしの段階に入っており、2月には増枠を見送り、量的緩和を停止することになるだろう。

だが、財政面からの下支えの継続が難しくなっていること、家計がバランス・シート調整の過程にあること、基幹産業の金融業が再建途上にあるため、2010年中は、超低金利政策の見直しには手をつけ辛い状況が続こう。

(注5) 2009年12月のMPCについては金融経済フラッシュ No.09-122をご参照下さい。

イギリス予測表

	単位	2008年	2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	0.6	▲ 4.7	0.5	1.4	▲ 5.0	▲ 5.5	▲ 5.1	▲ 3.0	▲ 0.4	0.4	0.9	0.8	1.0	1.3	1.6	1.8
	前期比年率%	0.6	▲ 4.7	0.5	1.4	▲ 9.6	▲ 2.3	▲ 1.2	1.4	0.7	0.8	0.9	1.0	1.4	1.9	2.0	2.1
内需	前年比寄与度%	0.0	▲ 5.0	0.4	1.5	▲ 6.3	▲ 6.5	▲ 5.8	▲ 3.4	▲ 0.6	0.4	0.7	0.8	1.0	1.3	1.7	2.0
民間最終消費支出	前年比%	1.0	▲ 3.1	0.5	1.6	▲ 3.1	▲ 3.7	▲ 3.4	▲ 2.1	▲ 0.4	0.5	0.8	0.9	1.1	1.4	1.7	2.0
固定資本形成	"	▲ 3.3	▲ 14.1	▲ 1.2	2.1	▲ 12.2	▲ 17.2	▲ 14.3	▲ 12.5	▲ 5.7	▲ 0.2	0.4	0.8	1.5	1.9	2.3	2.7
外需	前年比寄与度%	0.5	0.3	0.1	▲ 0.1	1.3	1.0	0.7	0.3	0.2	▲ 0.0	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
消費者物価(CPI)	"	3.6	2.0	2.1	1.7	3.0	2.1	1.5	1.6	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7
失業率	平均、%	2.8	4.7	5.2	5.0	4.2	4.7	4.9	5.1	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9
BOEレボ金利	期末、%	2.00	0.50	0.50	1.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50

(注) 失業率は求職者給付受給者ベース

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。