

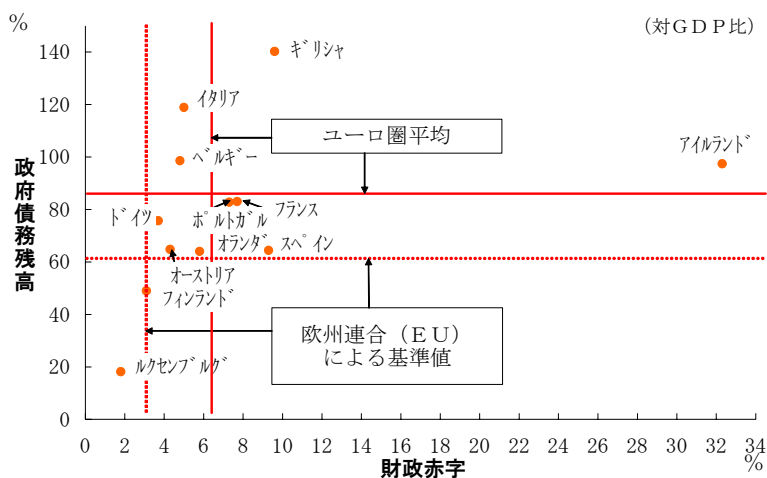
Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～信用不安沈静化の 政策努力は続くも、短期間では解消し ない市場との溝～

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. ユーロ圏周辺国の信用不安再燃の震源地となったアイルランドは総額 850 億ユーロの EU・IMF などからの支援を受けて、銀行改革、財政・構造改革を進めることになった。ギリシャでは EU・IMF の条件におおむね沿う形で財政構造改革が進展、ポルトガルやスペインでも支援回避に向けた努力が重ねられている。
2. EU、ユーロ圏のレベルでも信用不安拡大阻止・再発防止への取り組みも着実に前進しているが、財政主権の分散という前提を超える措置を期待する市場との溝は短期間では解消しないだろう。
3. 周辺国の信用不安の再燃にも関わらず、政策的に域内の波及が抑えられているため、ユーロ圏全体では景気の緩やかな回復が続いている。ドイツなど輸出競争力が高く、且つ、過剰債務を抱えていない国は、緩和的な金融環境、低位の長期金利、景気対策効果の残存、ユーロ安、新興国の旺盛な需要などの恩恵を受けている。2011 年以降も、周辺国経済の情勢は厳しいが、全体では主要国主導の緩やかな回復が続く見込みである。

政府債務残高と財政赤字の対 GDP 比 (2010 年見通し)



(資料)欧州委員会「秋季経済見通し」

1. 再燃する信用不安と政策対応

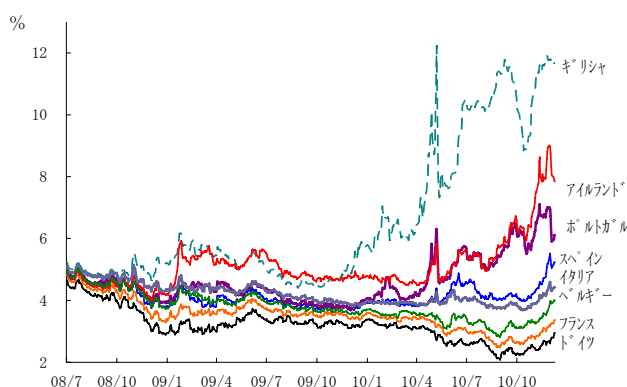
(アイルランド支援後も根強い周辺国の信用への不安)

欧州連合（EU）は、11月28日に国際通貨基金（IMF）支援の大枠を決定すると同時に、市場の不安再燃の一因となっていた2013年半ばの設立を目指す恒久的な危機管理のメカニズム「欧州安定メカニズム（ESM）」で民間負担をIMFの慣行に沿った「ケースバイケース」を原則化する、すなわち自動的に負担を求めることはないとの方針を明らかにした。

しかし、その後も、アイルランド、南欧など周辺国の国債利回り上昇は続き、イタリア、ベルギーという近年の財政赤字が抑えられてきたが、政府債務残高の水準が高い国の国債利回りにも上昇圧力が加わるようになった（表紙図表参照、図表1）。

こうした動きは、12月2日に欧州中央銀行（ECB）が政策理事会で3か月以下の資金の金額無制限・固定金利での供給と証券市場プログラム（SMP）の継続の方針を示したことで、一旦、歯止めが掛かった。域内のスプレッドも、米国、日本などと連動する形でユーロ圏のベンチマークとなっているドイツの国債利回りも上向いていることもあり、縮小しているが、周辺国の国債利回りの絶対水準はなお高く、欧州の信用不安は根強いと言えるだろう。

図表1 ユーロ圏周辺国、高債務国、独仏の
国債利回り



(資料) Datastream

図表2 アイルランド支援の内訳

(単位: 億ユーロ)

	支援額	金利
アイルランド政府	175	—
国際通貨基金(IMF)	225	5.70%
欧州連合(EU)	450	—
EFSM(欧州金融安定メカニズム)	225	5.70%
EFSF(欧州金融安定ファシリティ)	177	6.05%
ユーロ未参加国二国間融資	48	6.05%
イギリス	38	6.05%
スウェーデン	6	6.05%
デンマーク	4	6.05%
総額	850	5.82%

(注) EFSM: EUの財政資金を裏付けとして調達した資金が原資

EFSF: ユーロ圏16カ国政府の保証を裏付けに発行する資金が原資

IMFの資金枠は、EFSM、EFSFの現在の資金枠に対する金額

金利は合意時の市場金利を前提とするもので、実際は資金引き出し時点の金利が適用される

(資料) ユーログループ、アイルランド国債管理庁

(アイルランド向け支援は政府の資金を含む850億ユーロ、構造調整プログラムの履行が条件)

アイルランド向けの支援は12月7日のEU財務相会合で正式に承認された。総額850億ユーロ

のうち 175 億ユーロは、アイルランド政府が現金準備や自国の公的年金の積立金などから拠出するもので、外部からの支援 675 億ユーロのうち、IMF が全体の 3 分の 1 に相当する 225 億ユーロ、EU が全体の 3 分の 2 に相当する 450 億ユーロを拠出する（図表 2）。

アイルランドは、これらの支援金を受け取るために、今後、四半期ごとに EU・IMF と合意した「構造調整プログラム」の実行状況についての審査に合格しなければならない。アイルランドの危機は、長年にわたる放漫な財政の運営が問題の根源であったギリシャと異なり、ユーロ導入後の低金利や緩和的な金融環境、さらに銀行のガバナンスの緩みや金融規制監督の甘さといった問題から不動産バブルが著しく膨張し、その崩壊による銀行の不良債権問題の深刻化が公的負担の増大につながったものである。

こうした危機の特性から、アイルランドに対する構造調整プログラムは、財政・構造改革以上に銀行システム改革に重点を置き、早期の実行を求めている点が特徴である。支援総額の 850 億ユーロのうち、アイルランドの拠出額を含む 350 億ユーロは銀行部門の再建のための資金として割り当てられている。

（ 資本基盤強化、資本流出に耐えうる流動性の確保、ダウンサイジングを求める ）

アイルランドに対する EU・IMF の「構造調整プログラム」では、銀行改革として、厳しい環境にも耐えうる資本基盤の構築、流動性リスクへの対応力の向上、ピーク時には GDP の 5 倍以上の規模に肥大化した国内銀行の資産の圧縮を求めている。

国内銀行 6 行のうち、すでに国有化されている国内第 3 位の商業銀行アングロ・アイリッシュ銀行と住宅金融のアイリッシュ・ネーションワイド・ビルディング・ソサエティについては、来年 1 月末まで EU の承認を受けることを求めている。今年 8 日付けの現地紙・アイリッシュタイムスは、両行が合併と段階的な貸出業務の縮小などを盛り込んだ再建計画をとりまとめていると報じている（注 1）。

その他の国内 4 行（アライド・アイリッシュ銀行、アイルランド銀行、アイリッシュ・ライフ・アンド・パーマナント、エデュケーショナル・ビルディング・ソサエティ）は、2010 年 3 月に中央銀行が実施したストレス・テストの結果に、国営資産管理機構（NAMA）に対する追加的な不動産関連の不良資産売却による損失の計上や、自己資本比率を中核的自己資本で最低 12% というより厳しい基準に引き上げるといった修正を加えて算出した資本不足額の調達を求めている。さらに来年 3 月にはより厳しい基準によるストレス・テストと資産査定を行ない、必要な場合には追加の引き当てと増資を求めることになっている。

この他、4 行に対しては、2011 年 1～3 月期に適格流動性に関する調査（Prudential Liquidity Assessment Review, PLAR）を実施、バーゼルⅢとも整合的な流動性指標の目標が設定される。来年 4 月末を期限とする非コア資産の処分、証券化、ポートフォリオや部門の売却、NAMA の活用などによる資産圧縮計画の提出も求められている。

銀行再建資金の 350 億ユーロのうち 100 億ユーロは当面の必要とされる資本増強のため使用し、残る 250 億ユーロを銀行の再建・再編の支援のための基金として活用することになっている。昨年 7 月の EU のストレス・テストには合格したアライド・アイリッシュ銀行とアイルランド銀行の大手 2 行も政府の出資比率が過半を超えて、一時国有化される可能性は高いと見られており、外資を

巻き込んだ業界の再編が進むことになるだろう。

(注1) “Troubled lenders propose to merge and be run down”, The Irish Times, December 8 2010

(アイルランドでは 2011 年度予算案成立後の総選挙、政権交代となる可能性が濃厚)

EU・IMFは、財政・構造改革については、11月24日にアイルランド政府が公表した4年間で150億ユーロの財政赤字削減を目指す計画を大筋で承認したが^(注2)、2011年～2012年の成長の見通しについては4カ年計画の1.75%、3.25%を「構造調整プログラム」では0.9%、1.9%とより現実的なものに修正し、銀行への追加的な公的資本注入などを織り込んで、3%目標の達成期限を2014年から2015年へと1年延長した。

12月7日には4カ年計画に沿った2011年度予算案が議会に提出され、すでに複数の決議案の可決が進んでいる。与野党の議席差が2議席と僅差であるため最終的な成立を危ぶむ見方もあるが、連立政権を組む緑の党は2011年度予算案には協力する方針を示しており、成立の目処は立ちつつあると言えそうだ。

大規模なバブルの膨張と崩壊を招いた最大与党・共和党への支持率低下は著しく、最新の世論調査における支持率は13%と、最大野党・統一アイルランド党の32%、野党第2党の労働党の27%、さらに野党第3党のシン・フェイン党の16%を下回るまで転落している。予算案成立後、2011年の早い時期に解散、総選挙となる見込みだが、政権交代は確実な情勢と言えるだろう。

政権交代によって財政再建策の一部などが修正される可能性はあるが、国際的な信用の回復に向けて、銀行改革と財政・構造改革を急ぐ方針自体を転換することはないだろう。

(注2) 詳細は[Weeklyエコノミスト・レター2010-11-26「アイルランド危機の構図」](#)をご参照下さい。

(ギリシャは支援条件をクリアし、第3弾の融資も予定通り受け入れへ)

ギリシャに対しては、今年5月にEU・IMFから3年間で1100億ユーロの支援が決まり、すでに合計2回290億ユーロの融資が実行されている。

大きな問題となった財政統計の精査が進んだ結果、2009年のギリシャの財政赤字はGDP比15.4%、政府債務残高は126.8%へと上方修正されたが、2010年の財政赤字は同9.6%となる見通しで、2010年中の赤字の削減幅は、当初計画の5.5%を上回る5.8%となる見込みだ。実績値の改定によってスタート地点が変わったとは言え、EU・IMFの「構造改革プログラム」が、2014年の財政赤字のGDP比3%目標の達成、2011年度の同7.5%を求める方針は変わっていないため、2011年も引き続き緊縮強化を図らなければならない。

ギリシャは11月に実施されたEU・IMFによる「構造調整プログラム」の2回目の審査を「数値指標はすべてクリアしている」として合格しており、近く90億ユーロの3回目の支援が実行される見通しである。但し、財政措置としては一層の税収基盤の拡大と医療や国営企業改革を通じた歳出の削減を求められており、「着実な経済成長軌道の回帰にはなお構造改革が必要」として貸金決定方式の柔軟化や規制緩和も必要とされている。

ギリシャは、銀行部門の問題が財政の悪化を招いたアイルランドとは逆に、ソブリン・リスクの高止まりや、近隣諸国の信用不安拡大が圧力となって、銀行が流動性のリスクにさらされている。政府は、銀行の流動性支援策として金融債への保証の枠を200億ユーロに拡大するとともに、必要

に応じてEU・IMFの「構造調整プログラム」の一貫として創設された資本増強のための100億ユーロの「金融安定ファンド（EFF）」を利用するよう求めている。

ユーロ圏の中で最も政府債務残高の水準が高いギリシャに対しては債務再編の観測が根強いが、アイルランドへの支援協議と並行する形でEU・IMFからの支援金の返済猶予の期間を3年から4年に延長、返済期限も2021年まで延長するなどの措置によって、2013年から2015年にかけての負担の急増を回避しようとの動きが進みつつある。

（自力での信用回復を目指すポルトガル、スペイン）

スペイン、ポルトガルは、信用不安、EU・IMFへの支援要請観測の払拭のため、財政再建や構造改革の取り組みを加速している。

ポルトガルの第2次ソクラテス政権は、少数与党であり、しかも労働組合を支持母体とするため、痛みを伴う構造改革の遂行力が不安視されているが、野党の協力を得て、2011年度予算案については、歳出削減と付加価値税率の引き上げによる税収増という追加措置を盛り込み、11月26日に議会を通過した。ソクラテス政権にとっての次の課題は、競争力向上の妨げとなっている正規雇用の解雇に関わる規制緩和など労働市場改革であり、労働組合、経営者との対話に動き出している。

スペインは12月1日、財政再建の追加策として宝くじ事業会社の株式の30%、空港運営会社の株の49%の放出、小企業向けの減税、2年間の失業手当給付期間が切れた失業者に対する426ユーロの月次手当の打ち切りなどを決めた。

スペインは、アイルランド同様に不動産バブルとその崩壊を経験しており、特に痛手が大きい貯蓄銀行（Caja）については「銀行再建基金（FROB）」を活用して45行から17行への集約化を進めている。FROBは資本金90億ユーロで最大990億ユーロまで資金調達ができ、これまでに105.8億ユーロの貯蓄銀行向け融資を実行しているが、再編とコスト削減の加速のため、向こう2～3カ月のうちにさらに20億ユーロを調達すると英・ファイナンシャル・タイムズ紙が報じている^{（注3）}

しかし、これらの動きを好感する動きは全般に鈍く、リスク回避傾向を強める市場は、各国国内での政権政党に対する支持の弱さや民意の反発に敏感である。ポルトガル、スペインともに、来年春まで大規模な資金調達を必要としないし、アイルランドを支援要請に追い込んだECBの資金への「依存症」も、スペインは今年6月がピーク、ポルトガルは8月をピークに改善している。それでも、EU・IMFによる支援に追い込まれるとの観測はくすぶり続けそうだ。

（注3）”Spanish bank fund plans new bond issue”, Financial Times, December 2 2010

（不信任決議を控えるイタリア）

足もとの財政赤字はユーロ圏平均を下回るものの、政府債務残高の大きさが潜在的なリスクと見なされているイタリアでも、12月7日に向こう2年間で250億ユーロの財政赤字削減を目指す2011年度予算案が成立した。イタリアには不動産バブルや民間部門の過剰債務の積み上がりは見られず、銀行部門も健全であるため、周辺国とは区別すべきである。国債が国内中心で消化されているため、外的な圧力を受け難い構造でもある。それでも目下のような市場環境では、14日に予定されているベルルスコーニ首相に対する不信任決議案の結果が市場の動揺につながるリスクもありそ

うだ。なお、不信任案が決議された場合、大統領が早期の選挙実施か 2013 年に予定されている選挙までの暫定政府を指名することになる。金融危機・同時不況の最中でも手堅く財政を運営してきた財務相のトレモンティ氏が留任するか、後継の首相に指名されれば、財政運営の安定性は維持されると見られている。

(EU・ユーロ圏の信用不安拡大阻止、再発防止策は着実に前進)

EU、ユーロ圏のレベルでも信用不安の沈静化と再発の防止に向けた取り組みも着実に前進し、筆者が見る限り、ユーロ防衛への政治的な意志も明確である。しかし、「財政主権の分散、民主主義、法の支配」という原則から、選択可能な政策の範囲やスピードが制約を受けるため、これまでの成果は、市場が期待する水準には届かないようだ。加盟国間の協議の過程での意見の対立や経済力と資金力を背景に主導権を発揮する「ドイツの強硬姿勢」といった側面が強調されすぎている印象もある。

ユーロ圏の信用不安の沈静化に向けた対策としては、①支援要請国の増大に備えた E F S F の増枠、② E C B による国債買い入れスキーム（証券市場プログラム、以下、SMP）の思い切った拡大、③ユーロ・グループ（ユーロ圏財務相会議）のユンケル議長（ルクセンブルグ首相兼財務相）とイタリアのトレモンティ蔵相が提案する E-bond のようなユーロ共同債の発行^(注4)、④域内における財政の所得配分機能の向上といったものが考えられる^(注5)。

これらの中で、現状の政策の延長上にあるのは①と②だが、うち①については、12月6日のユーロ圏財務相会合で「現時点での増額は不要」ということでとりあえず決着がついた。市場は、ポルトガル、さらにスペインの支援要請を織り込んでいるが、現時点で、E F S F の利用が決まったのはアイルランドの 177 億ユーロのみである（図表 2）。実際に支援国数が増大し、資金が不足した場合には速やかな拡大に動かざるを得ないと思われるが、事前の段階では、セーフティーネットの増強による安心感につながるか、相次ぐ支援要請に備えるものとの思惑をあおる結果となるのか不確かであるため、選択し難いと言えよう。

②については、本稿冒頭で触れたとおり、E C B が 12 月の政策理事会で SMP の継続を決めると同時に国債買い入れに動いたことが好感されて、アイルランドとポルトガルを中心に国債利回りの上昇に歯止めがかかるきっかけとなった。ただ、E C B の決定は、E C B の資金への「依存症」銀行や周辺国の信用回復に向けた政治的な決定と実行のための時間的な猶予を確保したという側面が強く、今後、買い入れ額を大きく増やすことは考え難い^(注6)。実際、7日公表の E C B の週次報告でも、12月3日までの1週間の SMP の買い入れ額は 20 億ユーロで前週の 13 億ユーロからの大幅に増加したが、ギリシャ危機対応として導入された 100 億ユーロ超に比べて限定的である。SMP を信用不安沈静化の主たる手段として活用する意図は何もない。

さらに、③のユーロ共同債の発行や、④の所得配分機能の向上については、最大の負担を強いられることになるドイツの消極的な姿勢だけでなく、すでに 10 月の EU 首脳会議で、EU のガバナンス改革や E S M の設立は「(加盟国の主権を侵害しない) 限定的な条約改正」^(注7) の範囲で行うことや、EU 運営条約上のいわゆる「救済禁止条項は修正しない」点で合意していることから考えて、目下直面している問題の解決策として選択することは難しいように思われる。

いずれにせよ、これらの点も含めて首脳レベルの議論が行われる今月 16 日～17 日開催の EU 首

脳会議の結果は大いに注目されよう。

なお、7日のEU財務相理事会では、2011年度もEUの銀行のストレス・テストを実施することを決めている。背景には、今年7月に実施したストレス・テストでは対象外であったアングロ・アイリッシュ銀行が銀行危機と信用不安再燃の引き金となったこと、テストに合格したアライド・アイリッシュ銀行とアイルランド銀行も増資が必要になったことへの反省がある。来年度のテストでは、アイルランドの銀行再建計画にも盛り込まれているように、資産サイドの損失リスクと資本だけでなく、負債サイドの流動性のリスクについても検証する方針を示している。金融システムの透明性と安定性の向上に資するものとなることが望まれる。

(注4) Jean-claude Juncker and Giulio Tremonti, “Eurowide Bonds would be help to end the crisis”, Financial Times, December 6 2010

(注5) “Time to think the unthinkable”, Financial Times, 2 December 2010

(注6) 経済・金融フラッシュ No.10-130 「12月ECB政策理事会」をご参照下さい。

(注7) リスボン条約48条では条約の改正手続きとして「通常改正手続き」と「簡易改正手続き」について規定しており、「通常改正手続き」は「条約において同盟に授与される権限を増大させるものでない」場合に限るものであり、「通常改正手続き」のような全加盟国の批准手続き後に発効というプロセスを経ず、欧州議会の過半数の同意を得た後、EU首脳会議の全会一致で決定することができる。

2. 経済の現状と見通し

(信用不安再燃でもユーロ圏全体の景気回復基調は持続)

信用不安の長期化にも関わらず、ユーロ圏全体で見ると経済の緩やかな拡大基調は続いている。EFSFとEFSMという支援の枠組みの存在、ECBによる超低金利政策と非標準的手段の継続によって周辺国の信用不安がユーロ圏全体の資金の流れや経済活動に波及する経路は遮断されているからである。周辺国が厳しい緊縮財政と信用収縮という強い下押し圧力を受ける一方、ドイツに代表される輸出競争力が高く、且つ、過剰債務問題を抱えていないユーロ参加国は、緩和的な金融環境、低位の長期金利、残存する景気対策効果、ユーロ安、さらに新興国の旺盛な需要などによって下支えられている。

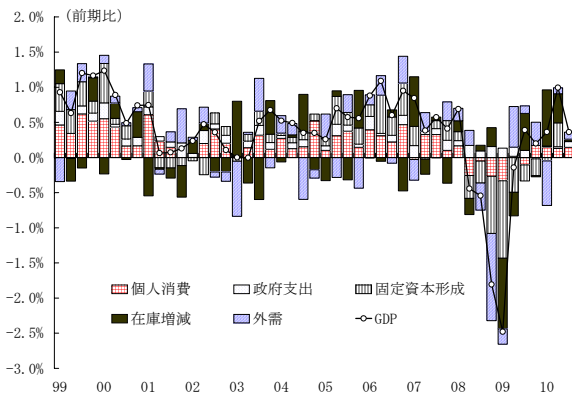
ただ、回復のテンポ自体は4～6月期をピークに鈍化しつつあり、7～9月期の成長率はユーロ圏全体で前期比0.4%と前期の同1.0%から減速した。そもそも、4～6月期の高成長は、天候不良の反動や需要の増大に対応した在庫の積み増しといった複数の一時的要因に押し上げられたものであった(図表3)。これらの要因が剥落する7～9月期の減速はおおむね想定の範囲内であったと言えよう。

国別には、ドイツ、フランスなど主要国の回復基調が続く一方、スペインのゼロ成長、ギリシャの8四半期連続のマイナス成長など信用不安が強い国の経済の停滞傾向が明確である(図表4)。

信用不安が再燃した10～12月期についても二極化傾向を強めながら、全体では緩やかな回復が続いている。直近11月の主要なサーベイ調査を見ても、欧州委員会の景況感指数(ESI)は改善、PMIも拡大と縮小の分かれ目となる水準で持ち直し(図表5)、ドイツ経済の先行指標であるIfo企業景況感指数は11月に2006年～2007年のブーム期の水準を更新するなど、主要国主導

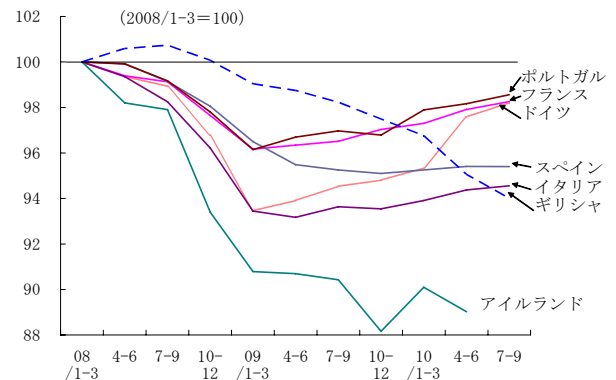
の緩やかな拡大基調の持続を裏付けるものが多い。

図表3 ユーロ圏の実質GDP成長率



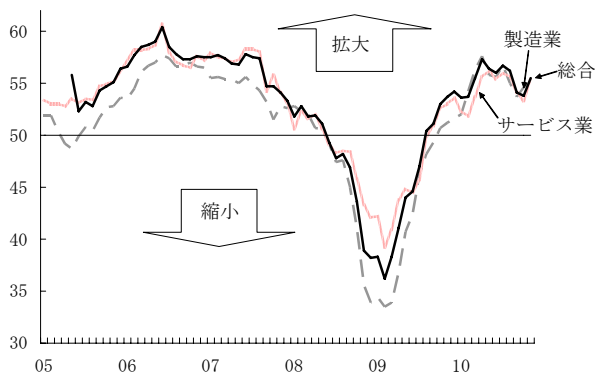
(資料) Datastream

図表4 独仏、PIIGSの実質GDP



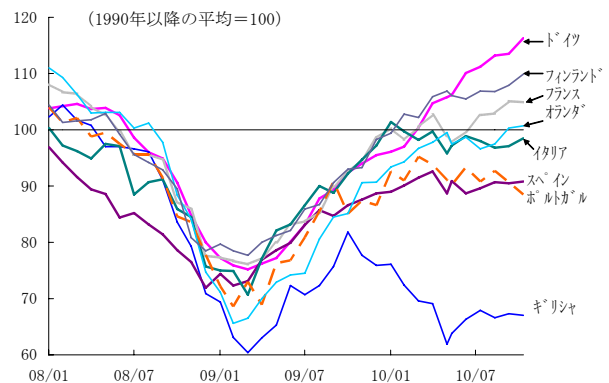
(資料) Eurostat

図表5 ユーロ圏PMI



(資料) markit

図表6 ユーロ圏主要国と南欧の景況感指数



(資料) 欧州委員会「企業景況感調査」

これらのうち、ESIは、製造業、サービス業、消費者、建設、小売りの5つの信頼感指数に基づいて作成される1990年以降の長期平均を10とする指数であり、EU加盟国を広く比較できる点に利点がある(注8)。ユーロ圏全体のESIは、11月に105.3と長期平均を上回る水準で改善しているが、中でもドイツは116.3と高く、フィンランド、フランスも長期平均を上回る水準で改善が続いている。その一方、イタリア、スペイン、ポルトガルは足踏み状態で、これらはESIの水準を下回っている。ギリシャは、同時不況期の悪化の後、一旦持ち直した後、財政危機によって2010年半ばにかけて大きく悪化した後、底這いとなっており、厳しい状況にあることがわかる(図表6)。

(注8) 但し、アイルランドのデータは入手不可能である

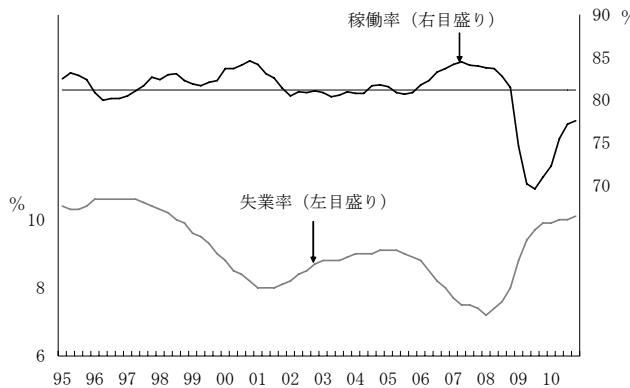
(稼働率、失業率の位相も様々)

こうした域内の格差は設備稼働率や失業率にも顕著に見られる動きである。ユーロ圏全体で見る

と設備稼働率は回復基調が続いているが、長期平均を下回る水準にあり、景気に遅行する失業率も6カ月振りに0.1%ポイント上昇した（図表7）。

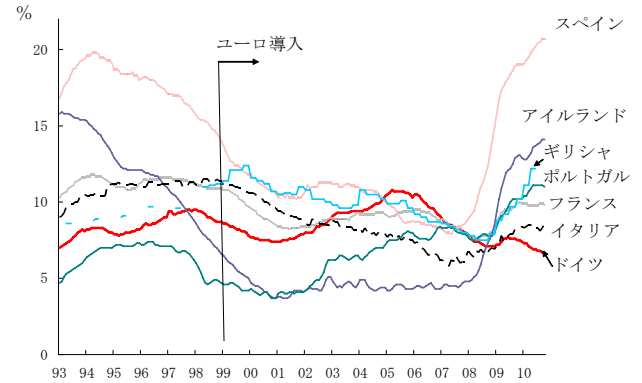
うち失業率を国別に見ると、悪化基調が続いているのはスペイン、アイルランド、ギリシャなど。その一方、ドイツ、オランダ、フィンランドなどはすでに低下局面に入っており、横這いが続いたフランスも10月は0.1%ポイント低下した（図表8）。

図表7 ユーロ圏の失業率と稼働率



（資料）欧州委員会「企業景況感サーベイ」、Eurostat

図表8 ユーロ圏主要国と南欧の失業率



（資料）Eurostat

雇用の先行きについても、南欧3カ国では製造業、非製造業全般にわたり削減を見込む割合が多く、失業率のピークアウトまでにはなお時間を要するだろう。これら3カ国では、家計の雇用の先行きに対する見方も極めて悲観的であり、個人消費も抑えられよう。

逆にドイツでは、建設業以外では雇用増を見込む企業の割合が高く、家計も経済や金融環境、雇用の先行きの改善を見込む割合の方が高く、家計のマインドは調査開始以来という高水準にある。設備稼働率も、設備投資の拡大が期待できる過去平均並み（平均83.7%に対して10月調査は83.2%）に回復している（図表10）。

年2回実施される欧州委員会の「設備投資サーベイ」によれば、ドイツ企業の2011年の設備投資計画は前年比9%増と10~11月時点の見通しとしては近年で最も強気である（図表11）。2011年は、イタリア、ギリシャ、ポルトガルは引き続き設備投資の削減が計画されているが、フランス、ベルギー、オランダ、オーストリアのほか、スペインでも設備投資の回復が見込まれており（図表12）、全体では3年にわたって減少が続いた固定資本形成のプラス転化が期待される。

（ユーロ圏成長率は2011年の1.3%、2012年は1.5%、ECBは出口戦略を急がず）

信用不安による市場の緊張にも関わらず、足もとも景気拡大は続いていることから、2010年の成長率は1.7%に回復する見通しである。

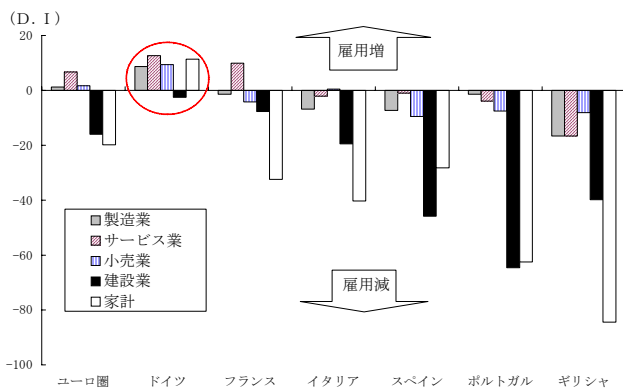
2011年も厳しい財政緊縮を進めるアイルランド、南欧の経済は停滞し、主要国でも緊縮財政への取り組みが始まるため、政策による下支え効果が剥落することになる。外部環境も、2010年の予想以上のペースでの回復を支えた新興国の需要の伸びは、インフレや資産バブルの警戒感から金融緩和の見直しの結果、鈍化することになるだろう。しかし、新興国需要の拡大基調自体は続くこ

と、日米も緩やかな回復が見込まれる上に、主要国では雇用・所得環境の改善を背景とする個人消費の拡大と設備投資の回復が期待される。ユーロ圏全体の成長率は2011年1.3%、2012年1.5%と緩やかなペースながら回復基調を維持することになるだろう。

欧州中央銀行（ECB）は、12月の政策理事会で周辺国の信用不安に配慮し、政策金利の据え置きとともに、金額無制限・固定金利の資金供給と国債等の購入を行なう証券市場プログラム（SMP）など非標準的手段の見直しを見送った。ユーロ圏経済の回復が緩やかなテンポで、且つ、域内のインフレ圧力も抑制された状態が続くと見られることから、利上げは2012年半ば以降となるだろう。非標準的手段は、信用不安から市場での資金調達が出来ず、ECBの資金に依存する「依存症」問題の解決の進捗を睨みながら慎重に収束を図ることになるだろう。

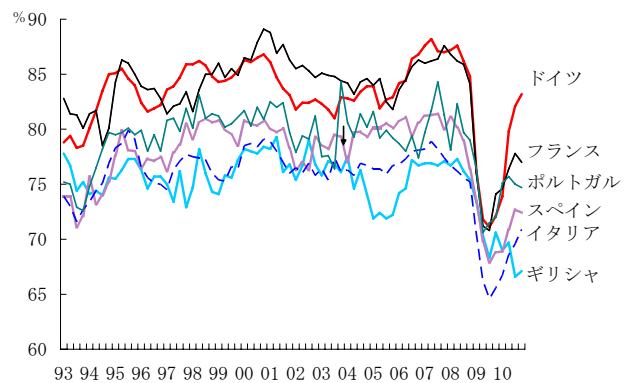
今後の見通しに対するリスクは下方に傾いており、各国政府やEU・ユーロ圏としての信用不安への対応やECBの出口戦略の巧拙が最も大きな影響を及ぼす要因であり続けるものと思われる。

図表9 ユーロ圏主要国と南欧の雇用判断DI



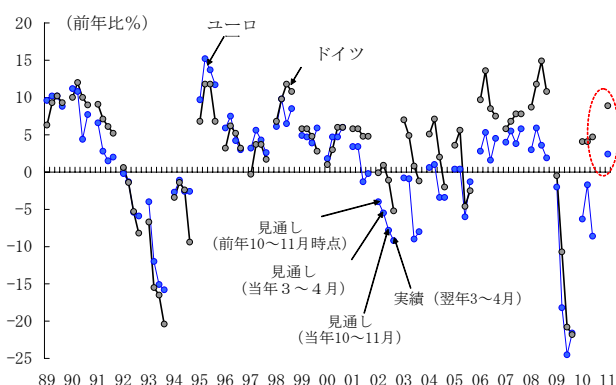
(注) 家計は向こう12カ月の失業率の見通しDIの逆数
(資料) Eurostat

図表10 稼働率



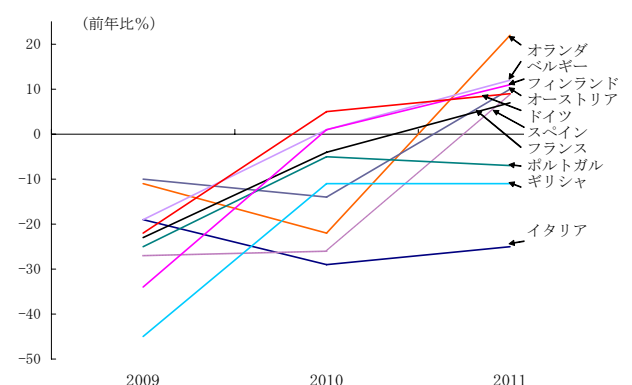
(資料) 欧州委員会「製造業サーベイ」

図表11 ユーロ圏とドイツの設備投資計画



(資料) 欧州委員会「設備投資サーベイ」

図表12 設備投資計画（2011年）



(資料) 欧州委員会「設備投資サーベイ」

ユーロ圏予測表

	単位	2009年	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012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
実質GDP	前年比%	▲ 4.1	1.7	1.3	1.5	0.8	2.0	1.9	2.0	1.9	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
	前期比年率%	▲ 4.1	1.7	1.3	1.5	1.5	4.0	1.5	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8
内需	前年比寄与度	▲ 3.4	1.7	1.0	1.4	0.4	2.1	2.0	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
	民間最終消費支出	前年比%	▲ 1.1	0.7	1.0	1.4	0.4	0.6	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
固定資本形成	前年比%	▲ 11.5	▲ 1.0	1.6	1.9	▲ 4.9	▲ 0.9	0.3	1.8	2.4	1.1	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
外需	前年比寄与度	▲ 0.8	▲ 0.0	0.3	0.1	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	0.3	1.5	1.7	1.7	1.1	1.5	1.7	1.8	1.8	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
失業率	平均、%	9.5	10.0	10.1	9.9	9.9	10.0	10.0	10.1	10.1	10.1	10.1	10.0	10.0	10.0	9.9	9.8
ECB市場介入金利	期末、%	1.00	1.00	1.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50
ドイツ10年国債利回り	平均、%	3.3	2.7	2.8	3.3	3.2	2.8	2.5	2.5	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.39	1.33	1.33	1.30	1.38	1.27	1.29	1.36	1.35	1.35	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	130	116	117	122	126	117	111	112	115	118	117	117	121	121	121	124

(イギリス経済も緩やかな回復持続、BOEは景気下振れ、物価上振れリスクの両睨みを継続)

イギリス経済は2008年4～6月期からマイナス成長が6四半期にわたるなど回復の遅れが目立っていたが、ここ4四半期はプラス成長が定着、特に、2010年4～6月期は前期比1.2%、7～9月期は同0.8%成長と加速した。しかし、実質GDPの水準はピークを4%下回る水準と、第一次石油危機後(73年～76年)90年～93年の景気後退局面のボトム並みに留まっている。

雇用・所得環境も改善に転じつつあるがペースは緩やかで、高水準の負債を抱える家計のバランス・シート調整も続くこと、さらに、2011年度にスタートする緊縮策の一環として年初には付加価値税率が引き上げられるため、個人消費の伸びは抑えられる見通しだ。低金利政策とポンド安を背景とする投資と外需主導型の緩やかな回復が続くことになるだろう。

景気の回復基調が定着する一方、インフレ率は目標を上回る推移が続いているため、イングランド銀行(BOE)の金融政策委員会(MPC)の票は現状維持、利上げ、量的緩和拡大の3つに割れている。結びつきの強いユーロ圏の信用不安の影響や、大胆な歳出削減の長期金利低下、信用回復効果が薄れることで、景気下押し圧力が強まるおそれもあるため、量的緩和の拡大の選択肢は残すが、再拡大の可能性は低下している。利上げは2012年中ごろから段階的に行うと予想する。

イギリス経済見通し

	単位	2009年	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012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
実質GDP	前年比%	▲ 5.0	1.7	2.0	2.0	▲ 0.3	1.7	2.8	2.8	2.7	1.9	1.6	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2
	前期比年率%	▲ 5.0	1.7	2.0	2.0	1.8	4.7	3.1	1.7	1.4	1.5	1.6	1.7	2.0	2.1	2.3	2.4
内需	前年比寄与度%	▲ 5.7	2.6	1.6	1.8	0.6	3.0	3.6	3.2	2.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8	1.9	2.0
	民間最終消費支出	前年比%	▲ 3.3	1.0	1.5	2.0	▲ 0.1	1.3	1.7	1.3	1.6	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0
固定資本形成	前年比%	▲ 15.1	2.2	3.7	3.5	▲ 3.4	3.7	2.8	6.0	4.2	3.5	3.6	3.4	3.2	3.4	3.6	3.9
外需	前年比寄与度%	0.7	▲ 0.8	0.3	0.1	▲ 0.8	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 0.4	0.4	0.6	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
消費者物価(CPI)	前年比%	2.2	3.2	2.8	1.9	3.2	3.4	3.1	3.2	3.2	2.9	2.7	2.4	2.0	1.9	1.8	1.8
失業率	平均、%	4.7	4.6	4.4	4.3	4.9	4.6	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2
BOEレボ金利	期末、%	0.50	0.50	0.50	1.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25

(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はありません。