

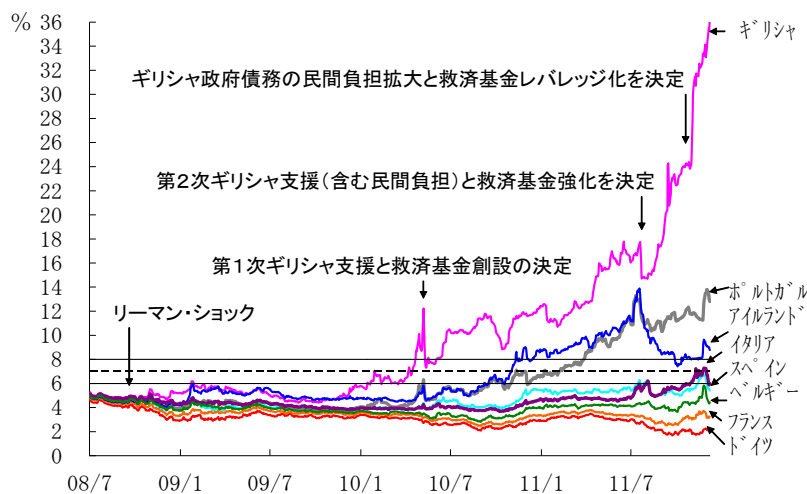
Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～調和のとれた危機対策の実行が深刻な景気後退回避の条件～

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. ユーロ圏では財政と金融の相互作用に歯止めを掛けることができないまま時間が経過、景気への悪影響が拡大する9月予測のリスク・シナリオに近い展開となった。
2. 今回の予測では「ユーロ圏レベルでの対応」、「ECBの政策」、「各国の努力」という3つの歯車が調和を欠けば、ユーロ圏の金融の混乱が深刻化、深い景気後退に陥るリスクが増大していることが、政策当局間の連携と協調を促すことで危機対応の体制が強化されると想定した。それでも2012年前半にかけて景気は後退し、2012年の成長率は0.1%のマイナスとなるだろう
3. イギリス経済は、世界を巻き込む金融市場の混乱やユーロ圏の深刻な景気後退が回避されれば、景気後退を免れるが、ユーロ圏の危機対応の「失敗」で想定される影響はユーロ圏外の主要国で最も大きい。ユーロ参加を見送ったことで救済負担は生じない半面で、ユーロ圏首脳的意思決定に影響力を行使できないジレンマに直面している。

12月の首脳会議合意は危機沈静化への布石につながるか
～ユーロ参加国の10年国債利回り～



(資料) Datastream

1. ユーロ圏経済

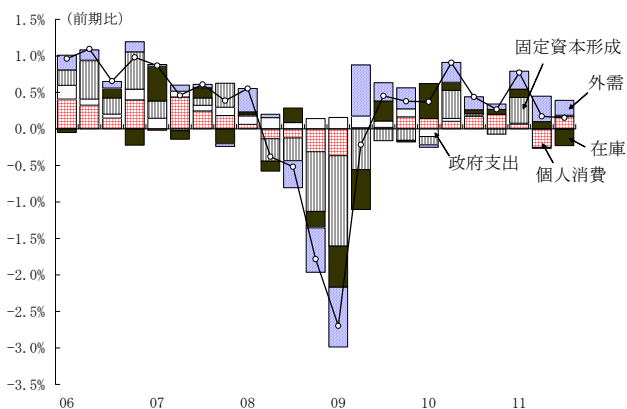
(時間の経過とともに拡大する債務危機の経済活動への影響)

ユーロ圏では、今夏以降、ギリシャへの追加支援における民間負担の議論を引き金として財政危機が大国に飛び火、財政と金融の相互作用に歯止めを掛けることができないまま時間が経過し、景気の悪化傾向が鮮明になっている。

市場の緊張が高まり始めた 7～9 月期の成長率は一部の国では未発表だが、ポルトガルの 4 四半期連続のマイナス成長持続やスペインの回復途絶が確認される一方で、独仏両大国は 4～6 月期の成長を押し下げた特殊要因の反動もあって、それぞれ前期比 0.5%、同 0.4% 成長を維持、全体では 4～6 月期と同じ前期比 0.2% 成長を確保した (図表 1-1)。

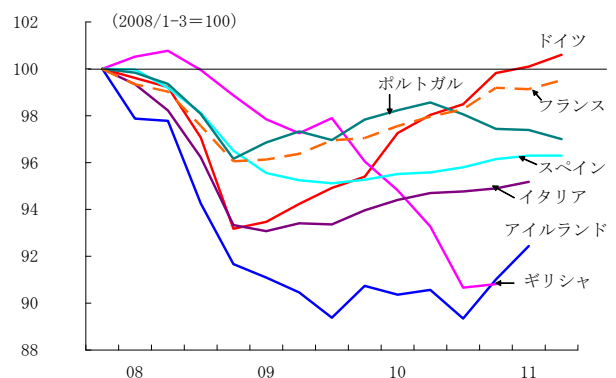
しかし、GDP 成長率と連動性が高い総合 PMI (購買担当者指数) が 11 月には 47.0 まで低下、直近 3 カ月は活動の拡大と縮小の分かれ目となる 50 を割り込む水準で推移しており、10～12 月期はマイナス成長への転嫁が確実視される。

図表 1-1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率 (需要別)



(資料) Eurostat

図表 1-2 ユーロ圏の実質 GDP (国別)



(注) イタリア、アイルランドは 12 月 6 日の 7～9 月期の GDP 改定値公表段階で実績は未公表
ギリシャは財政統計改定の影響で季節調整値の GDP 統計の公表が停止されている (季節調整前の前年同期比成長率はマイナス 5.2%)。

(資料) 欧州委員会

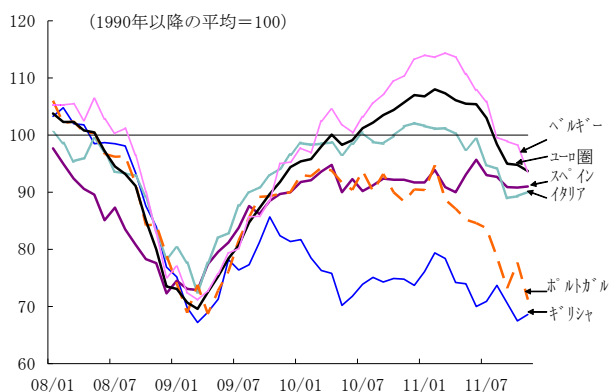
(域内経済は「二極化」から「全面的悪化」へ)

ユーロ参加国の横断的な比較が可能な欧州委員会景況感指数を見ると、ユーロ圏の経済は、2011 年半ばまでの「危機国と非危機国の二極化」から、水準や緩急の差を残しながらも、「全面的悪化」の様相を呈するようになったことがわかる (図 1-3、図 1-4)。

ユーロ参加国は、単一通貨を共有していながら、国債利回り格差や信用格付けの相違が象徴する財政事情の違いに加え、経常収支の不均衡が象徴するとおり競争力のばらつきも大きい。「現在の形でのユーロの存続は不可能」という見方が勢いを増しているのは、為替調整というルートを封じ

たまま、10年超にわたって拡大した競争力の格差の是正と経済成長、財政再建を実現することは困難と見られているからだ。

図表 1-3 欧州委員会景況感指数*
(周辺危機国・中核高債務国)



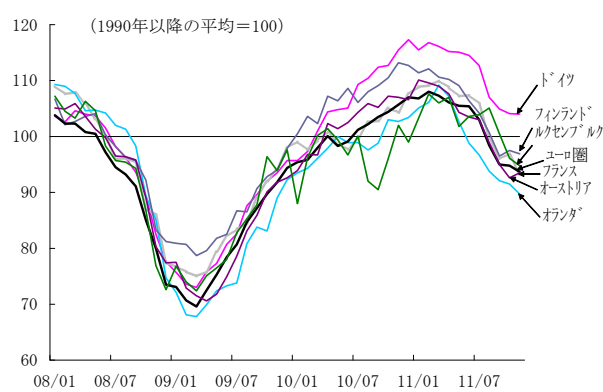
(*) 製造業、サービス業、消費者、小売業、建設業の5つのD Iを加重平均した1990~2010年の長期平均を100とする指数

(注) 周辺危機国=ギリシャ、ポルトガル、スペイン(アイルランドはサーベイ調査に未参加)

中核高債務国=イタリア、ベルギー

(資料) 欧州委員会「企業・消費者サーベイ」

図表 1-4 欧州委員会景況感指数*
(財政健全国)

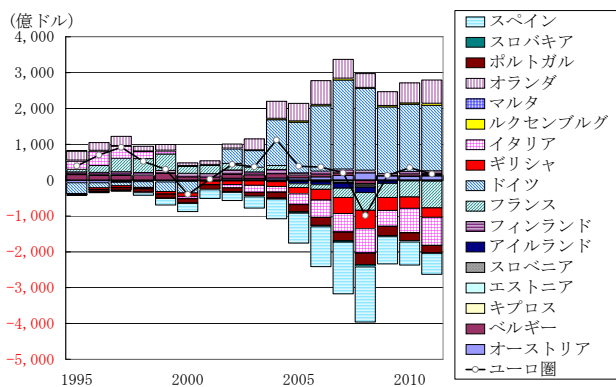


(*) 図表 1-3 と同じ

(注) 主要な3つの格付け機関から最高格付けを得ている6カ国

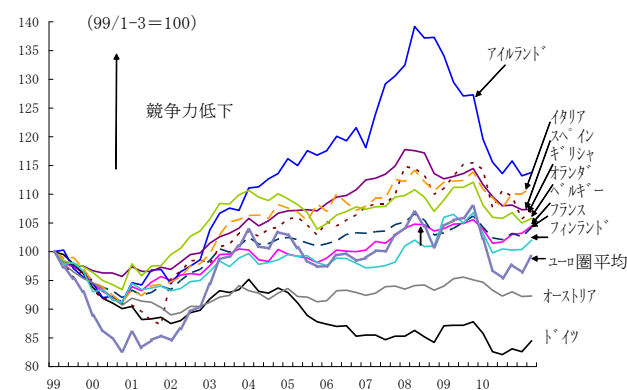
(資料) 欧州委員会「企業・消費者サーベイ」

図表 1-5 ユーロ参加国の経常収支



(資料) IMF, "World Economic Outlook Database", September 2011

図表 1-6 ユーロ圏の実質実効為替相場
(単位労働コストベース)



(資料) ECB

実際、ユーロ導入による信用補完効果と機能不全の相互財政監視体制の下で放漫財政を続けたギリシャ、政府部門はギリシャよりも健全だが、借金依存しながらも低成長に甘んじてきたポルトガルは緊縮強化を通じた財政再建・信用回復に苦闘しており、経常赤字の解消は遅れ気味だ(図表 1

－ 5)。

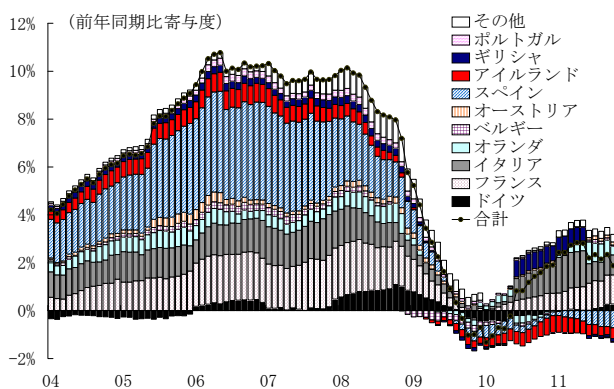
スペイン、アイルランドは、不動産バブル崩壊による不良債権問題と政府債務残高急増への対応を必要としている。アイルランドの場合、昨年の段階で問題が政府の対応力を超える規模にまで膨らみ、EU・IMFの支援を要請した結果、金融問題の解決が大きく前進した。その一方、経済構造の柔軟性、輸出主導の経済構造も支えとなって、実質実効為替相場の割高感は相当程度解消し(図表1-6)、経常収支は黒字転化、競争力の回復を逸早く実現しつつある。スペインでも、貯蓄銀行セクターを中心に金融改革が前進しているが、資産価格の調整や競争力回復のテンポはよりマイルドで、経常収支の赤字も解消していない。景気が「二番底」をつけるリスクも高まっており、自力で危機を乗り越えることができるのかという不安を残す。

夏場以降、財政危機が飛び火したイタリアは、ベルギーとともに第二次世界大戦後の統合に当初から参加する中核の6カ国を構成するが、政府債務残高の水準が高く、信用格付けも他の中核国より低い。長年にわたる生産性の伸び悩みという状況の打開が課題だ。

他方、ドイツ、フランスの他、オランダ、オーストリア、フィンランド、ルクセンブルクの6カ国は最高格付けを維持、フランス以外は経常黒字国(図表1-5)で、ユーロ参加を競争力の維持・強化に結び付けてきた国々だが、これらの国々でも景況感は大きく悪化している。足もとまで雇用・所得環境が堅調に推移してきたドイツの景況感は長期平均を上回る水準を保っているが、総合PMIは11月には49.4と50を割り込んだ。内外の需要鈍化から輸出の伸びは鈍化、家計のマインドや企業の雇用と設備投資についての姿勢も慎重化、Ifo企業景況感調査の見通し指数に代表される先行指標は先行きの一層の悪化を示している。

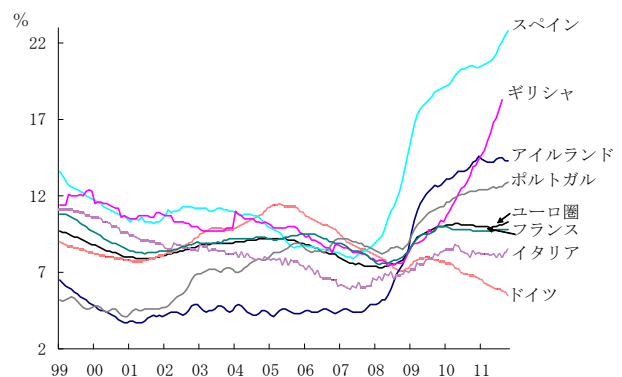
単一通貨参加国の経済は貿易、資本取引の面で緊密に結びついており相互に影響を及ぼし合う。民間部門への貸出伸び率(図表1-7)や遅行指標である失業率(図表1-8)などはまだ「二極化」の傾向が強く、「全面的悪化」には至っていないが、ここで有効な手立てを打てなければ、ユーロ圏内の財政・金融の混乱は深刻化、深い景気後退に陥り、世界を巻き込むことになりかねない。

図表1-7 ユーロ圏銀行の民間非金融部門向け
貸出の国別寄与度



(資料) ECB

図表1-8 ユーロ参加国の失業率



(資料) Eurostat

（「EFSF強化」、「ECBの非標準的手段拡大」、「各国の努力」のどれを欠いても危機は阻止できない）

前回9月の予測^(注1)では、メインシナリオとして「10～12月期中の第二次ギリシャ支援問題の決着、EFSFの機能拡張、危機国の成長促進といった7月のユーロ圏首脳会議での合意事項の実行、ECBによる非標準的手段による危機対応の継続」を前提として景気後退の回避を予測した。

しかし、実際には7月の首脳会議合意の実現までのプロセスが難航、危機の拡大を許した。10月の首脳会議では、7月に合意した「第二次ギリシャ支援における民間負担率の引き上げ」と同時に「レバレッジ化による欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の救済能力引き上げ」、「域内銀行に対する国債価格下落を反映した上での狭義の中核的自己資本比率で9%というより高い自己資本比率充足要請」という3本柱からなる「包括策」を打ち出したものの、国民投票を巡るギリシャ政局の混乱で出鼻が挫かれ、さらに「銀行が貸し出し条件の厳格化と同時に資産圧縮に動き、景気の悪化が財政と金融の問題解決を困難化する」というリスク・シナリオへの警戒が広がり、政府と金融機関の資金調達環境は一段と悪化した。こうした状況に対処できるよう新たな機能が付加されたEFSFも^(注2)、資金量の不足から「防火壁」機能を果たせないままだ。

（注1）Weeklyエコノミスト・レター2011-09-09「欧州経済見通し～懸念される財政－金融－景気の悪循環」をご参照下さい。

（注2）概要は、Weeklyエコノミスト・レター2011-11-18「止まらないユーロ圏の危機の飛び火：包括策の実行、さらに踏み込んだ対策も必要」の3ページ図表2をご参照下さい。

（ユーロ圏レベルでは救済能力不足への対応が重要）

ドイツのメルケル首相が今月2日の連邦議会（下院）での演説で語ったとおり、ユーロ圏の危機はすでに「1つの『措置』で一夜にして解決はしない」段階に発展している。「ユーロ圏レベルでの対応」、「ECBの政策」、「各国の努力」という3つの歯車が相互に補完しあいながら、上手く回らなければ、財政－金融－景気の悪循環に歯止めを掛けることはできない。

うち、ユーロ圏レベルでの対応についてはEFSFが財政危機の飛び火や財政危機と金融危機の連鎖に歯止めを欠ける「防火壁」機能を果たせるよう、十分な規模と柔軟性を備えることが不可欠だ。

EFSFについては11月29日開催のユーログループで、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の救済能力拡大のためのレバレッジ化策として「部分的損失補償方式」と「共同投資基金方式」の2つの案を採用、2012年1月に立ち上げることになった。だが、アイルランド、ポルトガル支援の約束額とギリシャ支援での所要額を差し引いた利用可能額2500億ユーロを原資としてレバレッジ化しても、10月の首脳会議の段階で目標とされた1兆ユーロには届かない見通しであることも明らかになっている。スペイン、イタリアに対する予防的融資枠の設定や銀行増資支援などを行うには資金が足りない。

12月8～9日の日程で開催されているEU首脳会議では、独仏が提案した財政規律と監視体制強化のための「財政協定」が大きな焦点となっている。財政規律と監視体制の強化でどこまで踏み込めるか、その実行にあたっての法制面での対応はどのような形をとるのかは、危機の再発防止やユーロの信認という観点から重要な意味を持つ。だが、財政危機の飛び火や財政と金融の相互作用という問題に歯止めをかけるためには「財政協定」が支援能力不足という問題の解消につながるかと

いう点が重要だ。

欧州中央銀行（ECB）は8日に開催した12月の政策理事会で利下げと銀行の資金繰り支援の拡大を決めたが、ドラギ総裁は「財政協定」を受けて国債の無制限購入に踏み切るという観測は否定した。市場は失望したものの、救済を禁止したEUの基本条約に抵触するおそれもあり、ECBとしては慎重な姿勢をとらざるを得ず、ECBは現時点での役割を果たしたと考えることができるだろう（注3）。

首脳会議1日目を終えた段階で、「財政協定」はユーロ圏17カ国を中心とする政府間協定の形で先行導入することのほか、国際通貨基金（IMF）に2000億ユーロまでの拠出をする方向で調整を進めること、欧州安定メカニズム（ESM）の導入の2012年7月への1年前倒しで合意したことが明らかにされている。ギリシャ国債の保有者に債務削減を求める民間関与（PSI）の手法が市場の混乱を招いたとの反省に立ち、今後はIMFの原則と慣行に従うことも明言された。

ESMとEFSSFの併存や、ESMの銀行化によるECBの資金活用の可能性、欧州委員会が提案したユーロ共同債（安定債）に関する取り扱いなどへの広がり是不明であり、詰めを残す部分も多い。今後の具体化、実行のプロセスが重要だ。

（注3）ECBの12月政策理事会については[経済金融フラッシュ No.11-152「12月ECB政策理事会」](#)をご参照下さい。

（ ECBは銀行の資金繰り支援強化に加えて、国債買入れ継続も必要 ）

ECBには、銀行の流動性に対して万全の対策を採る一方、国債買入れについても無制限買入れなどを明言しないとしても、介入を継続することが望まれる。

EFSSFの運用指針によれば、国債市場への介入は「予防的プログラム」の設定やマクロ経済政策に対する「覚書」などの事前の手続きが必要であるため、仮にレバレッジ化が速やかに実現したとしても、国債市場に弾力的・機動的に介入することは難しいと思われる。国債市場の緊張に対してもEFSSFとの連携し、ECBが一定の役割を果たすことは不可欠だ。

（ マクロ経済政策面では財政健全化と経済成長の両立が期待 ）

EU・IMF支援下にある3カ国の他、イタリアやスペインなど財政不安を抱える国が責任ある政策運営を実行し、着実な成果を挙げることも必要である。足もとでは政策運営能力に不安があったギリシャ、イタリアで新政権が発足、財政再建への具体策が動き出しており、11月始めの段階よりも状況は好転している。

それでも、ギリシャの現政権が第2次支援の確約を取り付けることができるか、来年2月に予定されている総選挙後に誕生する新政権が国民の理解を得ながら、改革を実行できるのか、楽観を許さない。

その他の国についても財政健全化と経済成長の両立の実現は決してやさしい課題ではない。「ユーロ圏レベルでの対応」と「ECBの政策」で支援体制が強化された後も、各国の政策運営に関わるリスクは解消しない。

（ 政策対応の進展で危機拡大に歯止めが掛かっても2012年半ばまで経済活動は停滞 ）

今回の見通しでは、3つの歯車が調和を欠くことが深刻な事態を招くという危機意識がEU・ユ

一口圏、IMFなどの政策当局間の連携と協調を促し、今回の首脳会議での合意を叩き台として2012年前半にかけて危機対応の体制が強化されると想定した。これにより一気に問題を解決することができる訳ではないが、悪循環に歯止めを掛けることは出来るだろう。

このように3つの歯車がある程度上手く回ることを想定しても、2012年半ばにかけて経済活動の停滞は続く見通しであり、特に南欧経済は財政緊縮と雇用悪化、資金調達量とコストの問題から内需が冷え込み、「二番底」をうかがう展開となるだろう。

ユーロ圏全体の成長率は、10～12月期は前期比年率で1%、1～3月期は同0.6%と2四半期にわたるマイナス成長となり、4～6月期もゼロ成長と停滞するが、2012年下半年には回復し始めるだろう。危機対応の政策効果の浸透で、金融面での制約が緩和、資産価格の値下がりにより歯止めがかり、企業・家計のマインドが改善することに加えて、個人消費の圧迫要因となったインフレがエネルギー価格の押し上げ要因の剥落で沈静化すること、ユーロ安と域外景気の持ち直しによる輸出回復などが成長の回復につながる見通しだ。それでも、危機国を中心とする緊縮財政と銀行のバランス・シート改善への取り組みで回復のペースは抑えられるため、2012年の年間成長率は0.1%のマイナス成長となり、2013年も0.9%と低い伸びに留まるだろう（図表1-9）。

図表1-9 ユーロ圏予測表

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013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)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.9	1.5	▲0.1	0.9	2.4	1.7	1.4	0.8	▲0.1	▲0.2	▲0.3	0.2	0.7	0.9	1.0	1.0
	前期比年率%	1.9	1.5	▲0.1	0.9	3.1	0.7	0.6	▲1.0	▲0.6	0.0	0.6	1.0	1.1	1.0	0.8	1.0
内需	前年比寄与度	1.1	0.7	▲0.3	0.8	1.7	0.8	0.5	0.1	▲0.6	▲0.4	▲0.2	0.2	0.7	0.9	0.9	0.9
民間最終消費支出	前年比%	0.9	0.4	0.1	0.8	1.0	0.3	0.3	0.0	▲0.2	0.2	0.1	0.2	0.6	0.8	0.9	0.9
固定資本形成	"	▲0.7	2.0	▲0.2	1.0	3.7	1.6	1.6	1.7	▲0.4	▲0.4	▲0.3	0.3	0.8	1.1	1.1	1.1
外需	前年比寄与度	0.8	0.8	0.2	0.0	0.8	0.9	0.9	0.8	0.5	0.2	▲0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	1.6	2.7	1.8	1.8	2.5	2.8	2.7	3.0	2.1	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
失業率	平均、%	10.1	10.1	10.5	10.5	10.0	10.0	10.1	10.3	10.5	10.6	10.5	10.4	10.3	10.2	10.2	10.1
ECB市場介入金利	期末、%	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
ドイツ10年国債利回り	平均、%	2.7	2.6	2.3	2.6	3.2	3.1	2.2	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5	2.7	2.8
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.40	1.30	1.30	1.37	1.44	1.41	1.36	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	116	111	103	110	113	117	110	105	100	103	103	105	108	109	111	111

（格下げ圧力がなくとも危機拡大阻止のための意思と能力を示し続けることが必要）

主要格付け機関の1つであるS & Pが、今月5日にユーロ参加国のうちギリシャとキプロスを除く15カ国、6日に欧州金融安定ファシリティ（EFSF）、7日にはEUとユーロ圏の大手金融機関の格付けを格下げ方向で見直すことを発表した（図表1-10）。

S & Pは、15カ国の格付けを一斉に見直す理由として、（1）ユーロ圏全域に及ぶ信用タイト化、（2）最高格付け国を含むユーロ圏国債へのリスクプレミアムの顕著な拡大、（3）当面の課題である市場の信認危機に対する対応と長期的課題である経済・金融・財政面での統合推進の双方について政策当局者間の合意が形成できていないこと、（4）広範囲にわたる政府と家計の過剰債務、（5）2012年のユーロ圏の景気後退リスクの高まり（マイナス成長の確率は40%）、という5つの理由でシステミックなストレスを理由として挙げており、首脳会議の結果を受けて速やかに見直しの結果を公表するとしている。

一斉格下げとなれば、EFSFも含めて資金調達コストの上昇に見舞われるリスクはあるが、世

界的に見ても最高格付けの債券のボリュームが大きく縮小することにもなる。今回の首脳会議以降も危機拡大阻止のための歩みを進めることができれば、混乱は抑えられるだろう。

図表 1-10 ユーロ参加国の信用格付け

		ムーディーズ	S&P	フィッチ
投資適格	AAA (Aaa)	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ
	AA+ (Aa1)	ベルギー		ベルギー
	AA (Aa2)		ベルギー	
	AA- (Aa3)	スロベニア	エストニア、スペイン、スロベニア	スペイン、スロベニア
	A+ (A1)	エストニア、スロバキア、スペイン	スロバキア	マルタ、スロバキア、エストニア、イタリア
	A (A2)	イタリア、マルタ	イタリア、マルタ	
	A- (A3)			
	BBB+ (Baa1)		アイルランド	アイルランド
	BBB (Baa2)		キプロス	キプロス
	BBB- (Baa3)	キプロス	ポルトガル	
投機的	BB+ (Ba1)	アイルランド		ポルトガル
	BB (Ba2)	ポルトガル		
	BB- (Ba3)			
	B+ (B1)			
	B (B2)			
	B- (B3)			
	CCC+ (Caa1)			
	CCC (Caa2)			ギリシャ
	M: Caa3 S: CCC- F: C			
	M: Ca S: CC F: RD	ギリシャ	ギリシャ	

(注) () 内はムーディーズの格付け、赤字は引下げ方向で見直し、青字はネガティブ

Mはムーディーズ、SはS&P、Fはフィッチを指す

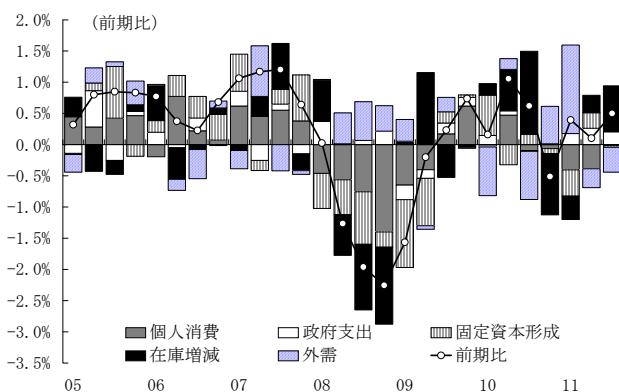
(資料) 各社資料

2. イギリス経済

(依然として鈍い回復)

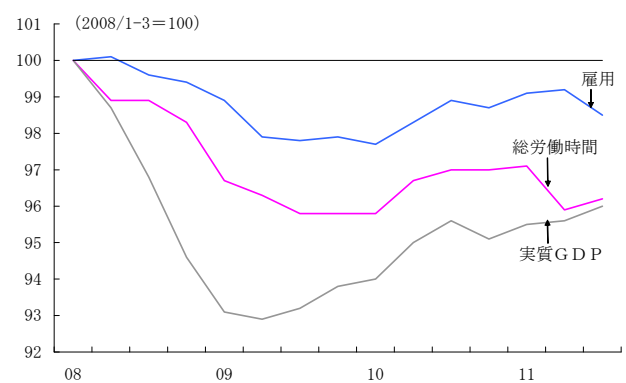
7～9月期のイギリス経済は、ユーロ圏における危機の拡大にも関わらず、前期比0.5%とここ数年四半期の中では比較的高めの成長となった。しかし、4～6月の成長を押し下げたロイヤルウェディングによる銀行休日の増加や日本の地震の影響の反動といった一時的な押し上げ要因も働いている。内容を見ると、個人消費が5四半期連続のマイナスこそ免れたが前期比で横這いに留まり、固定資本形成は同マイナス0.2%、外需も輸出が前期比マイナス1.0%と落ち込んだ結果、成長への寄与はマイナスとなっており、もっぱら政府支出と在庫増が押し上げるという停滞色の濃いものである(図表2-1)。

図表2-1 イギリスの実質GDP



(資料) ONS

図表2-2 イギリスの実質GDPと雇用



(資料) ONS

世界的な金融危機を引き金とする大幅な落ち込み後の回復は緩慢であり、7～9月期の段階でも実質GDPは依然として2008年1～3月期の景気後退前のピークをおよそ4%下回っている。雇用はピークの水準を回復しないまま悪化し始め(図表2-2)、失業率も再び上昇に転じている。

イギリス経済停滞の主因は、最大の需要項目である個人消費が、家計と財政のバランス・シート調整圧力、雇用の削減と失業の増大(図表2-3)、さらにCPIが10月の段階でも前年同月比5%と、厳しい雇用環境の下で伸び悩む平均所得を大きく上回る状態が続いている(図表2-4)など複数の要因で伸び悩んでいることにある。

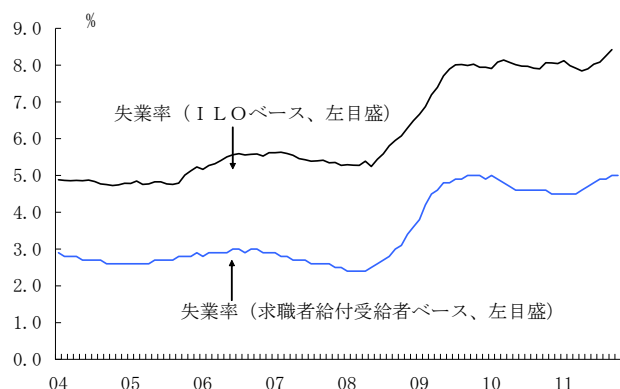
(ユーロ圏の深刻な危機回避でも2012年の景気は低迷)

上振れ傾向が続いたCPIは、2012年入り後には2011年初のVAT引き上げ効果の剥落でおよそ1%ポイント押し下げられるほか、エネルギー価格やポンド安による輸入物価の押し上げ圧力が緩和することから急低下が見込まれる。高インフレが個人消費に及ぼすマイナスの影響は緩和する見通しであり、ロンドン・オリンピックの開催も固定資本形成とともに個人消費への一定の刺激効果が期待される。その一方、家計のバランス・シート調整と信用回復を最優先課題とするキャメロン政権の財政緊縮による圧力は引き続き成長を抑制する見通しだ。

さらに、イギリスと強い結びつきを持つユーロ圏の危機対応が成功を収め、世界を巻き込む金融市場の混乱や、深刻な景気後退を回避できるかどうか、2012年のイギリス経済に大きな影響を及ぼすことになるだろう。

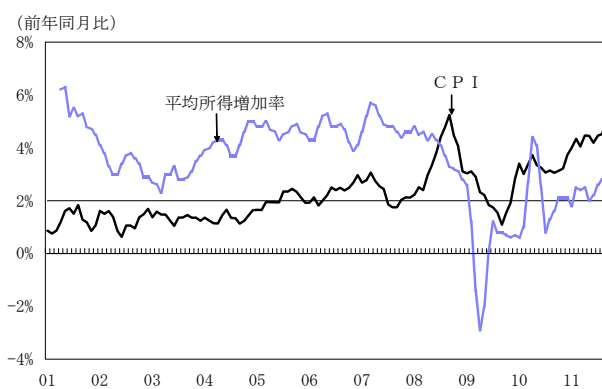
「政策対応の進展で危機拡大に一定の歯止めが掛かるが、不透明感は拭い去れない」というユーロ圏のメインシナリオの前提の下ではイギリスは景気後退を回避する見通しだが、成長のテンポは極めて鈍いものに留まり、年間の成長率は2012年0.7%、2013年1.1%と予想される（図表2-5）。

図表2-3 イギリスの失業率



(資料) ONS

図表2-4 イギリスのCPIと平均所得増加率



(資料) ONS

図表2-5 イギリス予測表

	単位	2010年	2011年	2012年	2013	2011年				2012年				2013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%	1.8	1.0	0.7	1.1	1.6	0.6	0.5	1.2	0.9	0.9	0.5	0.5	0.8	1.0	1.2	1.4
	前期比年率%	1.8	1.0	0.7	1.1	1.6	0.4	2.0	0.8	0.2	0.4	0.6	0.8	1.3	1.4	1.4	1.6
内需	前年比寄与度%	3.5	▲0.1	1.0	1.2	0.1	▲0.3	▲0.8	0.5	1.6	1.3	0.5	0.5	0.8	1.1	1.4	1.6
民間最終消費支出	前年比%	1.1	▲1.0	0.3	6.4	▲0.1	▲1.5	▲1.4	▲1.0	▲0.3	0.4	0.6	0.6	0.9	1.1	1.4	1.6
固定資本形成	前年比寄与度%	2.6	▲2.0	0.9	7.6	▲4.3	▲0.6	▲1.8	▲1.1	1.8	0.3	0.7	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9
外需	前年比寄与度%	▲1.8	1.1	▲0.3	▲0.1	1.4	0.9	1.3	0.7	▲0.7	▲0.4	▲0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1
消費者物価(CPI)	前年比%	3.3	4.4	2.6	2.0	4.2	4.4	4.7	4.5	3.3	2.6	2.4	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1
失業率	平均、%	4.7	4.8	5.2	5.0	4.5	4.7	4.9	5.0	5.1	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	4.9
BOEレボ金利	期末、%	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

(注) 失業率は求職者給付受給者ベース

(高インフレ続く中、BOEは量的緩和を再拡大)

イングランド銀行は、10月の金融政策委員会(MPC)で、中長期国債を中心に債券の買い入れを行う資産買い入れファシリティー(量的緩和)の上限を2000億ポンドから2750億ポンドに引き上げた。政策金利は2009年3月以来、0.5%の超低金利での据え置かれており、7日~8日に開催された12月のMPCも据え置きを決めた。

量的緩和政策は2009年3月の導入後、3回の増枠が実施されたが、2010年1月に買い入れ残高が当時の上限の2000億ポンドに達した後は増枠が見送られてきた(図表2-6)。10月の増枠は、ユーロ危機拡大による景気見通しの悪化と増大する下振れリスクへの対応を目的とし、全員一

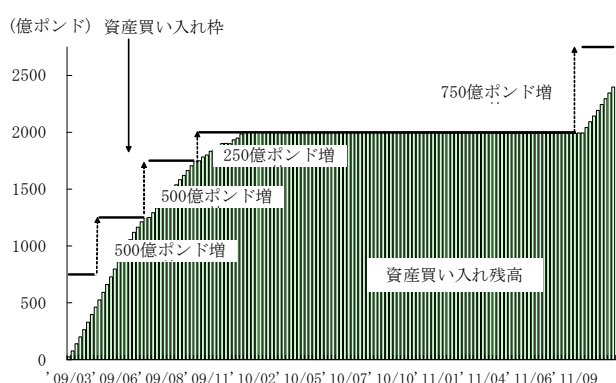
致で決定した。

10月下旬以降、イギリスの10年国債利回りは2%台前半の水準に低下、対ドイツ国債との利回り格差（スプレッド）が大きく縮小、一時的に逆転する場面もあった（図表2-7）。独英スプレッドの縮小は、BOEによる量的緩和拡大の決定に加えて、ユーロ圏の危機がユーロの信認問題に発展し、ユーロ建て資産からの逃避資金の受け皿となったからと思われる。

今後、BOEが10月の決定通りのペースで国債買入れを進めれば、来年の2月始めに上限に達する。2012年以降のユーロ圏の国債の大量償還への備えや金融システム対策が不十分で、ユーロ圏の危機が世界経済・金融市場を大きく揺さぶるといった波乱がなければ、四半期毎に公表される「インフレ報告」の次の公表月でもある来年2月のMPCで、追加の増枠について協議することになる。2月の段階では景気の停滞、雇用の悪化が続く一方、インフレ率の鈍化も確認される見通しであり、MPCが3カ月分相当（500億ポンド）の増枠を決定する可能性は高いと思われる。

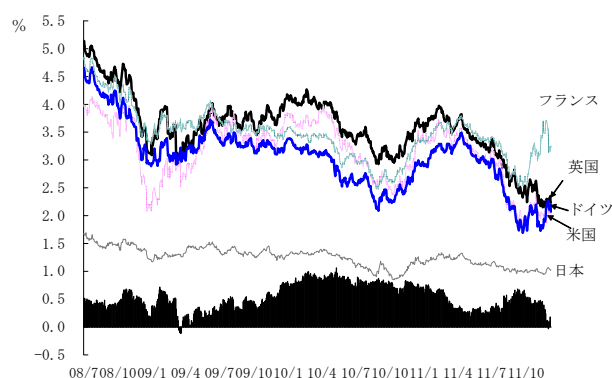
緊縮財政政策とユーロ圏危機の影響で2012年前半の景気が足踏みし、その後もユーロ圏経済の低成長が重石となってイギリス経済の回復加速は見込めない。今回の予測期間である2013年末の段階でも実質GDPのピークは更新できず、余剰生産能力が内政的なインフレ圧力を抑制する状態が続く見通しである。政策金利は、2013年いっぱい据え置かれることになるだろう。

図表2-6 資産買入れファシリティー
（量的緩和）の上限と買入れ残高



(資料) Datastream

図表2-7 日米英独仏伊の10年国債利回り



(資料) ONS

(先送りとなった財政赤字削減目標)

なお、11月29日に行われたオズボーン財務相は「秋季報告」で2011年～2013年の経済成長率の見通しを3月の2011年度予算案の時点から下方修正し、GDP比3%の財政赤字削減目標の達成を2014年度（会計年度は4月～3月）から2016年度に、GDP比で見た政府債務残高のピークアウトは2013年度から2014年度に1年後連れし、ピークの水準も87.2%から96.9%へと上方修正された。

イギリスは、ユーロ導入を見送ったことで、量的緩和の再拡大に象徴されるとおり機動的な金融政策運営が可能であり、EFSFを通じた危機国支援参加の義務も負わないし、ユーロ参加国の

ような格下げと国債の売り圧力にさらされていない。しかしながら、財政と金融、景気の悪循環に陥るリスクを抱えている点は同じだ。

(想定されるユーロ危機深化の影響は圏外主要国で最も大。ユーロ危機対応への関わりは重要な選択)

金融の面では、イギリスの銀行による P I I G S (ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン) の国債保有は限定的だが、今月 1 日に公表された「金融安定報告」で指摘されている通り、2011 年 6 月時点の P I I G S の民間部門や P I I G S への与信が大きいフランス、ドイツ、ベルギーの銀行への与信は大きく、それぞれ、2010 年の GDP の 1 割前後にのぼる (図表 2-8)。ユーロ圏外の主要国ではユーロ圏の危機対応の「失敗」の影響は、EU 加盟国でもあり、欧州の金融センターであるイギリスに最も大きいと想定される。ユーロ参加国ではないことで、ユーロ圏の危機対応への負担はなく、新たな「財政協定」参加の義務は負わないものの、危機封じ込めのための対策に直接的な影響力を行使できないジレンマに直面している。

図表 2-8 主要国国籍銀行のユーロ圏向け対外与信残高の対 GDP 比

(対GDP比)	ユーロ参加国					ユーロ未参加国			
	フランス	ドイツ	ベルギー	イタリア	スペイン	スイス	イギリス	米国	日本
ユーロ圏向け対外与信合計	57.0	36.8	41.0	26.6	19.4	75.9	46.3	6.1	8.6
ギリシャ+ポルトガル+アイルランド	4.4	5.1	6.6	1.1	7.0	4.3	8.0	0.5	0.4
スペイン+イタリア	22.1	10.3	10.2	1.5	2.8	9.9	7.8	0.8	1.3
ベルギー+フランス+ドイツ	19.8	7.9	16.9	16.0	6.9	40.0	22.8	3.7	4.9
うち政府部門向け	12.4	5.4	7.5	3.9	2.4	16.3	8.3	0.9	3.6
ギリシャ+ポルトガル+アイルランド	0.8	0.8	0.9	0.1	0.6	0.3	0.4	0.0	0.0
スペイン+イタリア	5.4	2.3	4.2	0.3	0.8	1.4	1.1	0.1	0.8
ベルギー+フランス+ドイツ	4.7	1.3	1.9	2.7	0.9	11.4	5.5	0.6	2.5
うち銀行向け	11.8	13.6	19.1	6.3	2.4	24.6	14.2	3.0	1.6
ギリシャ+ポルトガル+アイルランド	0.7	1.1	0.4	0.3	0.4	1.2	1.0	0.1	0.0
スペイン+イタリア	3.2	3.6	4.1	0.3	0.3	3.9	1.2	0.3	0.2
ベルギー+フランス+ドイツ	5.2	3.8	13.4	4.3	1.2	12.5	9.6	2.3	1.0
うち非銀行民間部門向け	32.8	17.8	14.1	16.3	14.5	31.9	23.8	2.1	3.4
ギリシャ+ポルトガル+アイルランド	3.0	3.3	5.2	0.6	6.0	2.7	6.6	0.3	0.4
スペイン+イタリア	13.5	4.4	1.9	0.8	1.7	4.6	5.5	0.3	0.4
ベルギー+フランス+ドイツ	9.9	2.8	1.7	8.9	4.8	14.4	7.7	0.8	1.4

(注) 対外与信残高は 2011 年 6 月実績、GDP は 2010 年実績

(資料) B I S、IMF

(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。