

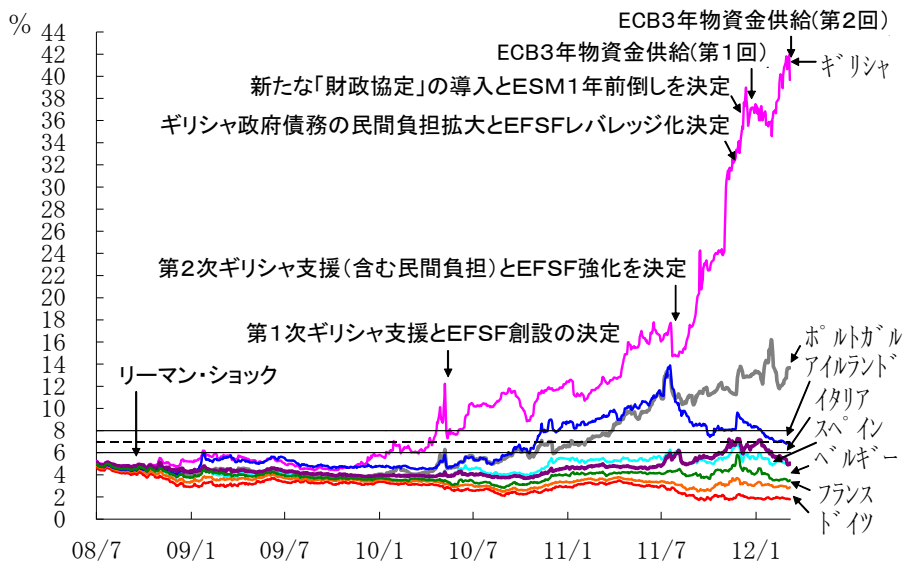
Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～次の課題は危機国の成長と雇用の支援～

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. ギリシャの債務再編は昨年7月段階の想定を大きく上回る規模になったが、総額1兆ユーロ超のECBの3年物資金供給が緩衝材となり、秩序の維持に成功しつつある。
2. ユーロ圏全体では、「ユーロ圏レベルでの対応」、「ECBの政策」、「各国の努力」という3つの歯車がおおむね調和を保ったことで、2012年の成長率はマイナス0.1%とマイルドな景気後退に留まる見通しだ。
3. EFSF/ESMの支援能力拡充後のユーロ圏レベルでの危機対応の主題は過剰債務圧縮と競争力回復の両立に挑む南欧等の成長と雇用の支援。域内格差は正手段として財政統合やユーロ債導入のハードルは高すぎ、EU財政やEIBなど既存の枠組みの有効活用や技術支援が現実的。各国事情を配慮したルールの適用も重要だ。
4. ユーロ圏がとりあえず深刻な景気後退を回避したことはイギリスにとっても好材料である。成長率は一時的要因も影響し一進一退が続くが、基調は緩やかな回復となる。

大規模かつ強制色の強いギリシャの債務再編でも国債市場の混乱は抑えられた ～ユーロ圏の10年国債利回り～



1. ユーロ圏経済

(ギリシャの「秩序立ったデフォルト」は深刻な混乱を回避して決着へ)

昨年7月以降、ユーロの危機は、「周辺国の危機」という段階から、「大国への波及、ユーロ圏全域にわたる金融システムの緊張」という新たな段階に移った。第2幕の始まりは、ギリシャ向け第二次支援で債務交換を通じた民間投資家の関与（以下、P S I）を行う方針を打ち出した昨年7月のユーロ圏臨時首脳会議である。以後のユーロ圏は、危機再発防止のための制度改革を進めつつ、ギリシャの債務再編を金融システムと他国の財政に深刻な打撃を抑えて実現する準備を進めてきた。

2月21日のユーロ圏財務相会合（以下、ユーログループ）で固まった第二次支援の最終案で、P S Iは、①債務削減率は53.5%で現在価値では7割以上の損失負担を求める、②債務交換対象額の50%以上の投資家が参加を表明し、その66%以上が同意すれば、不同意の投資家にも債務交換を強制できる「集団行動条項（以下、CAC）」を導入することになった。こうした民間負担の拡大に対処するため、合計でおよそ500億ユーロの国債を保有する欧州中央銀行（以下、ECB）と各国中央銀行も、ギリシャ国債から得られる利益を分配する形で債務再編に関与することになった。

P S Iの債務交換の期限はアテネ時間の3月8日午後10時（日本時間9日午前5時）であり、本稿執筆時点で最終的な参加率は判明していない。自発的な参加者が目標の90%に届かないが、十分な支持があればCACが発動される可能性がある。国際スワップデリバティブ協会（以下、ISDA）は、今月1日の段階では信用事由（クレジット・イベント）の認定を見送ったが、CACが発動された場合には、判断を変更し、CDSの支払いが発生する可能性がある。

昨年7月の段階でのギリシャのP S Iが「損失負担は現在価値で21%、投資家の自発的参加、信用事由回避」であったのに比べると、遥かに強制色が強く大規模なものとなりつつあるが、大国の資金繰りや金融機関経営への不安の拡大といった事態はとりあえず回避されそうだ。

その理由としては、①ギリシャの大規模な債務再編が既に広く織り込まれ、銀行の損失処理も進展していること、②1300億ユーロの公的支援と組み合わせることで、「無秩序なデフォルト」という最悪のシナリオは回避されつつあること、③ECBが総額1兆ユーロを超える3年物資金を供給し、銀行を介して国債市場と実体経済をサポートしたことが挙げられよう。

特に、③のECBの大量資金供給は、財政－金融－景気が相互に悪影響を及ぼしあう循環を金融面から好循環に変える試みであり、銀行が少なくとも自国の国債を購入する余地を生んだことで、域内の「伝播」のリスクを封じ込める大きな役割を果たした。

なお、今月1日のユーログループでは、第二次支援のうち、P S Iに必要な欧州金融安定ファシリティ（E F S F）債の発行^(注1)とP S Iで大きな損失を計上することになるギリシャの銀行の資本増強支援、P S I期間中のECBとユーロシステム（ユーロ参加国の中央銀行）のギリシャの銀行に対する流動性供給に対する保証などを先行して実施することを決めた。その他についてはP S Iの結果を待つことで合意しており、より多くの投資家の自発的参加を促すために期限を延長するといったことがなければ、9日中にも最終決定に至る見通しである。

(注1) P S Iでは額面の31.5%相当を新発のギリシャ国債、15%相当額を満期2年以下のE F S F債と交換することになっている。

(進展する防火壁強化。しかし、支援能力上げの結論は先送り)

ギリシャの大規模なデフォルトが他国の資金繰りに波及することに備えて、「防火壁」の強化は前進してきたが、宿題は残っている。

12月のEU（欧州連合）首脳会議では、①3年期限のEFSFを引き継ぐ常設の欧州安定ファシリティー（ESM）を今年7月に1年前倒しで設立する、②5000億ドル規模を目指す国際通貨基金（IMF）での新たな融資枠設定のために1500億ユーロ（1995億ドル）融資することを決めている。さらに今月2日開催のユーロ圏首脳会議ではESMの資本の払い込みを従来よりも前倒しし、2012年中に2回分行うことを決めた。

ただ、12月の段階では今回の首脳会議で協議するとされていたEFSFとESMが並存する期間の支援上限の「ESM設立条約」に記載されている5000億ユーロからの引上げと、ESMの資本の払い込みの最終期限については3月末までに結論を出すとし、先送りした。

ギリシャの資金繰りはPSIと1300億ユーロの公的支援で改善するが、2020年の政府債務残高GDP比120%という目標実現に必要な財政再建と競争力の回復を通じた経済成長の両立は、後述のとおり、極めて困難な課題であり、目標の軌道を維持できるかという不安は残る。ECBの資金供給が大きな役割を果たしているとは言っても、危機の「飛び火」に備えた「防火壁」強化の必要性が低下した訳ではない。

EFSFとESMの合計の支援能力上げは、4月以降、IMFの新融資枠を新興国や日本などの協力を得て立ち上げるためにも欠かせない（図表1-1）^(注2)。早ければ3月12日のユーログループで、遅くとも3月末までに引上げで合意すると考えている。

図表1-1 ユーロ危機対応の現状と計画

(単位:億ユーロ)

機関名	内 訳	金額	現在の上限	利用可能残高	支援体制増強計画	
欧州連合 (EU)	ギリシャ第一次支援	800	-	0	支援体制増強計画 常設の欧州安定メカニズムを2012年7月に1年前倒しで稼働（支援可能額5000億ユーロ）EFSFとの並存期間の支援額上限5000億ユーロ引上げを検討	
	欧州金融安定メカニズム(EFSM) (~2013年6月業務終了)	アイルランド	225	600		115
		ポルトガル	260			
	欧州金融安定ファシリティー(EFSF) (~2013年6月業務終了)	アイルランド	177	4,400		3,963
		ポルトガル	260			
上記計		1,722	5,000	4,078		
欧州中央銀行 (ECB)	3年物資金供給	第1回	4,892	無制限		
		第2回	5,295	(緊急措置として実施)		
	国債買い入れ	2,193	設定せず	未定		
	カバードボンド(担保付金融債)買い入れ	第1次	572	終了	0	
		第2次	71	400	329	
上記計		13,023	-	-		
国際通貨基金 (IMF)	ギリシャ(第1次)	300	2,500	1,715		
	アイルランド	225				
	ポルトガル	260				
	上記計	785				

(資料) 金額は3月5日時点で利用可能なデータに基づく。第二次ギリシャ支援はEFSFを活用し、IMFも参加するが現時点で最終的な金額は固まっていない。

(資料) 各機関資料

(注2) 4月20日に予定されているIMF・世銀総裁での前進の可能性がある。

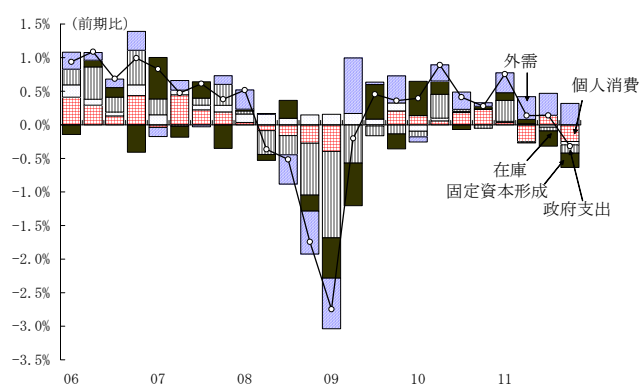
(政策対応の進展でユーロ圏全体としての「深刻な」景気後退は回避も南欧の落ち込みは続く)

昨年12月9日時点の見通しでは、『「ユーロ圏レベルでの対応」、「ECBの政策」、「各国の努力」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・ユーロ圏、IMFなどの政策当局間の連携と協調を促し、今回(12月8日～9日)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』ことで、『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』と想定し、『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、資金調達の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』と予測した。

これまでの展開を振り返ると、3つの歯車のうち「ユーロ圏レベルでの対応」は、前進はしたが道半ばとは言え、「ECBの政策」が急激な信用収縮や国債利回りの上昇圧力、先行き不安の緩和に大きな役割を果たしたと言えよう。「各国の努力」の成果が現れるのはこれからだが、EU・IMF支援下のポルトガル、アイルランドがそれぞれプログラムを順調に消化、イタリア、スペインでも信認回復に向けた改革が進展中であり、3つの歯車はおおむね調和をとりながら回っていると行って良いだろう。

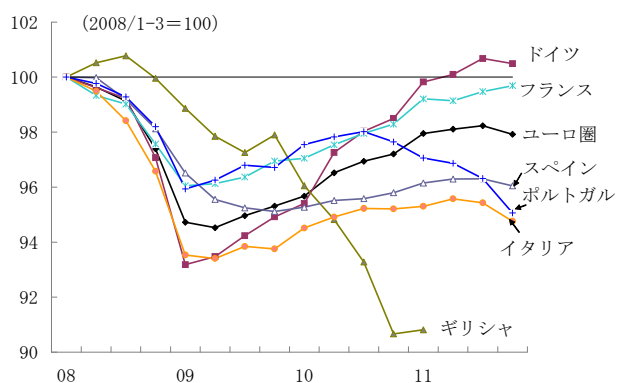
10～12月期は、急激な危機拡大の影響が強く表れたことで、成長率は前期比マイナス0.3%に落ち込んだ(図表1-2)。需要別に見て唯一成長に寄与したのが外需だが、輸入のマイナス幅(同マイナス1.2%)が輸出を上回る(同マイナス0.4%) 厳しい内容であった。国別にみても0.2%成長に踏みとどまったフランスを例外にほぼ全面的なマイナス成長となった(図表1-3)。

図表1-2 ユーロ圏の実質GDP成長率(需要別)



(資料) Eurostat

図表1-3 ユーロ圏の実質GDP(国別)



(資料) 欧州委員会

しかし、年明け後は、政策対応に米国を初めとする域外経済の持ち直しが加わって、欧州委員会景況感指数や総合PMI(購買担当者指数)といったサーベイ調査は「急激な悪化に歯止めが掛かった」ことを示すようになってきている。

ユーロ圏全体では、危機対応策の進展による企業・家計のマインド改善、さらに政策効果の浸透、堅調な域外経済に支えられて年半ば以降の緩やかな回復が期待できる。年間のマイナス成長は

0.1%と世界金融危機後の2009年の4.3%よりも遥かに小幅に留まる見通しだ（図表1-4）。

ただ、ユーロ圏全体で見れば緩やかな回復だが、域内の絶対水準と方向の差はさらに開く点に注意が必要だ。ドイツ経済のマイナス成長は10~12月期の前期比マイナス0.2%の1四半期に留まり、年間のマイナス成長を免れる可能性が濃厚。他方、過剰債務の圧縮と過剰債務の背景にある競争力の問題の解決を迫られる南欧諸国の落ち込みは続く。欧州委員会が2月に公表した中間見通しでは、ユーロ圏全体のマイナス0.3%に対して、ドイツは0.6%のプラス成長、フランスは0.4%のプラス成長だが、ギリシャはマイナス4.4%（5年連続のマイナス）、ポルトガルはマイナス3.3%（同2年連続）、スペインはマイナス1.0%（2年振り）イタリアはマイナス1.3%（3年振り）である。経済活動の水準がピークを大きく下回ったままの南欧の落ち込み幅が、ピーク時の水準をほぼ回復している独仏やユーロ圏平均よりも、遥かに大きなものと予想されるのである。

図表1-4 ユーロ圏予測表

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013年				
		(実)	(実)	(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)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.9	1.4	▲0.1	1.0	2.4	1.6	1.3	0.7	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
	前期比年率%	1.9	1.4	▲0.1	1.0	3.1	0.5	0.6	▲1.3	▲0.5	0.2	0.8	1.2	1.1	1.0	0.8	1.0	1.0
内需	前年比寄与度	1.1	0.4	▲0.6	0.9	1.5	0.7	0.3	▲0.6	▲1.1	▲0.9	▲0.5	0.4	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9
民間最終消費支出	前年比%	0.9	0.2	▲0.4	0.9	0.9	0.3	0.3	▲0.6	▲0.9	▲0.4	▲0.5	0.2	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
固定資本形成	"	▲0.5	1.4	▲0.5	1.1	3.5	1.5	1.0	0.6	▲1.2	▲1.0	▲0.5	0.5	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1
外需	前年比寄与度	0.8	1.0	0.5	0.0	0.9	1.0	1.0	1.3	1.0	0.6	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	1.6	2.7	2.3	1.8	2.5	2.8	2.7	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
失業率	平均、%	10.1	10.2	10.6	10.6	10.0	10.0	10.2	10.5	10.6	10.7	10.7	10.5	10.4	10.3	10.2	10.1	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	1.00
ドイツ10年国債利回り	平均、%	2.7	2.6	2.1	2.5	3.2	3.1	2.2	2.0	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.39	1.28	1.30	1.37	1.44	1.41	1.35	1.31	1.29	1.29	1.29	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	116	111	99	104	113	117	110	104	103	102	102	103	105	105	107	107	107

（ 当面の注目材料:ギリシャ議会選挙、フランス大統領選挙、信用収縮リスク、ポルトガル支援問題 ）

ユーロ圏の見通しは引き続き債務問題に関わる下振れのリスクにさらされている。一般に懸念されている要因としては、①4月にも実施が見込まれる総選挙結果などが影響し、ギリシャの第二次支援が早い段階で目標の軌道を外れること、②4月~5月にかけて実施されるフランスの大統領選挙で現職のサルコジ大統領が敗れ、「ユーロ圏レベルの対応」が根底から覆ること、③ECBが供給した資金が市中に出回らず、銀行がリストラを急ぐことで信用収縮が加速すること、④2013年に中長期国債市場への復帰が予定されているポルトガルの追加支援問題が、市場の混乱再燃につながるなどだろう。

今回の見通しでは、これらの諸点について以下のように想定した。

① ギリシャの政治リスク：

現在の議会の第1党、第2党の党首は揃って構造改革プログラムの実行に関わる誓約書に署名しており、総選挙後も、両党が中心となり、ギリシャはEU・IMFの支援下での改革を推進すると考えた。但し、構造調整プログラムへの反発から、少数政党への支持が予想以上に伸びた場合、改革の実行に遅れが生じるリスクが高まる。

② フランス大統領選挙：

社会党のオランド候補が大統領に選出された場合も、新たに導入される「財政条約」(図表1-5)

に成長指向を取り入れるような修正を求めるとしても、これまでの政策を根本から覆すリスクは限られていると考えた。南欧不安の再燃は、特にフランスの銀行、財政が影響を与えやすいからである。国民戦線のルペン候補が勝利した場合は、EUと距離を置く可能性はあるが、4月22日の第1回投票で躍進したとしても、決戦投票（5月6日）にも勝利する可能性は限られている。

図表1-5 新たな財政条約（「安定、協調及び統治に関する条約」）の概要

目的	財政規律を強化し、ユーロ圏により自動的な制裁メカニズムとより厳しい監視体制を導入する	
内容	数値目標の強化	構造的な財政赤字がGDPの0.5%を超えないよう求める(均衡財政ルール)
	法的拘束力の強化	参加国は1年以内に均衡財政ルールを憲法ないしそれに相当する法律に組み込む 国内法体系への組み込みは欧州司法裁判所が検証、その決定は法的拘束力を持つ GDPの最大0.1%の課徴金の欧州安定メカニズム(ESM)への支払いを罰則とする
	是正メカニズムの自動化	均衡財政ルールからの乖離が認められた場合、自動的な是正メカニズムを発動する (均衡財政達成のためのスケジュールは、欧州委員会が共通の原則に基づき、各国ごとの持続可能性リスクに配慮した上で設定する 過剰な財政赤字は正手続き及び制裁の発動は「逆多数決制」で決定する
	ガバナンスの強化	ユーロ圏首脳会議を少なくとも年2回開催する
	ユーロ未導入のEU加盟国の取り扱い	参加を認める
	発効のスケジュール	ユーロ圏の12加盟国以上が批准手続きを終えた場合、2013年1月に発効する

(資料)「安定、協調及び統治に関する条約」

③ 信用収縮のリスク：

銀行統計はユーロ圏の中での国ごとのばらつきが大きくなっており、これまでのところ過剰債務問題を抱えていない国では信用収縮が生じていないことを示している。ECBの資金供給も信用収縮圧力の緩和に一定の寄与を果たすだろう。今年6月末を期限とする国債価格の値下がりに対処できる自己資本のバッファー積み増しが終わった後も、2013年以降、段階的に導入されるバーゼルⅢに対応しなければならず、ECBの3年物低利資金を利用可能な間にバランス・シートを強化する必要がある。欧州銀による資産圧縮の圧力は長期にわたり持続すると見られる。

④ ポルトガルの追加支援問題：

ポルトガルの格付けは主要機関が揃って投機的水準に引き下げており、2013年9月の97億ユーロの国債償還のための自力での中長期国債発行は困難であり、追加支援が必要となろう。しかし、ポルトガルの第2次支援にあたって、ギリシャのような大規模なPSIが実施される可能性は小さい。プログラムが順調に消化されてきたことなどから、追加の公的支援に関する他国の抵抗もギリシャほどには大きくならないだろう。

(外的リスクはエネルギー価格の上振れ。ECBは大量資金供給の効果と副作用見極めで現状維持)

これら域内の要因以外の下振れリスクとしては、中東情勢がさらに緊迫しエネルギー価格が上昇することで、インフレ率が上振れ、個人消費を圧迫するリスクであろう。特に、雇用・賃金の厳しい調整を迫られている南欧の家計を圧迫し、社会的な不満をより一層強めるリスクには注意が必要である。

外的要因で物価が上振れたとしても、ユーロ圏全体の失業率がユーロ導入以来の高水準となるなど、内生的なインフレ圧力は弱いことから、ECBが政策金利の引き上げに動くことはないだろう。

3年物資金供給の効果と副作用を見極めるため、現状維持を継続するだろう。

（ 次の課題は南欧の過剰債務圧縮と競争力回復の両立支援 ）

ユーロ圏の危機対策としては、EFSF／ESMの支援能力引上げと資本金払い込みの迅速化が宿題として残っているが、次の段階では、過剰債務と低競争力に悩む南欧周辺国がユーロ圏にしながら財政健全化と競争力の回復、持続可能な成長軌道に復帰できるよう支援することがユーロ危機対応の重要課題であろう。

財政緊縮は短期的には景気下押し要因となるし、競争力向上のための対策も景気を悪化させ、過剰債務問題の解決を一層難しくするおそれがある。南欧を中心とする過剰債務国の競争力回復には、労働市場の正規と非正規という「二重構造」をもたらしている正規雇用に対する解雇等の規制の緩和や、硬直的な賃金決定方式の見直し、生産性に比して割高な賃金と物価の引下げが必要だ。これらの改革が長期的に必要なことは確かであり、「競争力を失ったセクターへの雇用の退蔵は経済・財政の行き詰まりを深刻化させる」というのが1970年代～80年代の欧州大陸諸国の経験でもある。

そうは言っても、短期的には唯でさえ厳しい南欧の雇用・所得環境をさらに悪化させることになり（図表1-6）、新たな雇用機会の創出、スキル向上のための教育・訓練、労働市場のマッチング機能の向上といった補完的対策と併せて実施されなければ、失業が長期化、財政をさらに圧迫し、ユーロ圏内の緊張をさらに高めるという結果に終わりがねない。

ギリシャの場合、マイナス成長は5年目に入り、失業率は20%を超えた。第2次支援で元利払いの負担が軽減、政策実行プロセスが改善されたとしても、景気の悪化に歯止めが掛からず、政府債務残高GDP比の軌道が目標から外れる確率は決して低くない。

スペインも、国債利回りこそ安定しているが、極めて緩慢な回復過程にあった景気が再失速したことで2011年の財政赤字はGDP比8.5%とEUと合意していた目標の6%を上回った。EU加盟国で最高水準の失業率も上昇が続く、2012年1月には23.3%に達した。25歳以下の若年失業率は49.9%と若年者の2人に1人が失業者という状況にある。

危機国の競争力回復が進まず、財政と景気が相互に悪影響を及ぼす状況が続く限り、「ユーロ離脱による競争力回復に追い込まれる」という観測が消えないだろう。実際には、過剰債務国がユーロから離脱し、自国通貨を導入、通貨切り下げで競争力回復を図るというベネフィットは、ユーロ建て債務の返済負担の増大を始めとする甚大なコストに打ち消されるだろう。だが、危機国のユーロ離脱がたとえ合理的な選択肢でないとしても、経済・社会的な痛みが膨らむばかりでは、離脱観測もくすぶり続け、資本の流入も制限され、問題解決が遠のく。ユーロを導入する他の国々もユーロ導入のベネフィットを享受できない状況が続いてしまう。

（ 本格的な条約改正を必要とする対策よりも、既存の枠組みの有効活用が現実的 ）

1月のEU首脳会議で合意した「成長戦略」は、単一市場の完成と若年者を中心とする雇用促進、中小企業支援の3つの柱からなる。中小企業を重視するのは、EUにおける主要な雇用機会の提供者であり成長と雇用のために不可欠と考えられているからである。

これら3本柱の具体策として、高失業国の若年者の就業や訓練促進のためにEUの財政資金の未使用分を活用すること、EUの財政資金をEUの金融機関である欧州投資銀行（EIB）グループ

(注) がレバレッジをかけて活用するなど中小企業やインフラ向け融資機能を高める方策を検討すること、欧州委員会が昨年秋に提案した主要なインフラプロジェクトに民間資金を導入するための「プロジェクト債」について検討を急ぐ、といった項目が盛り込まれている。

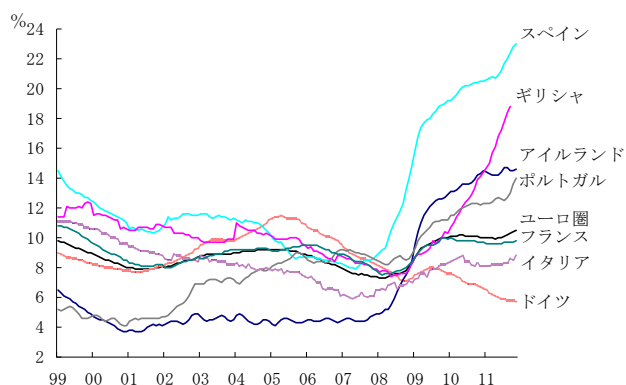
EUの共通財政には、EU域内の所得格差是正のための構造基金がある。EU共通財政は国民総所得（GNI）の1.24%という上限があり、これを引上げることは容易ではない。実際の規模も93年～99年が1.18%、2000年～2007年、2007年～2013年が1.06%、さらに2014年～2020年は1.00%と縮小が進められている。ただ、有効活用による成長資金捻出の余地はある。

ギリシャの第2次支援では、ギリシャの改革を支援するために昨年半ばに設置されたEUのタスクフォースによる構造調整プログラムの監視を強化することが盛り込まれたが、タスクフォースは主要なインフラプロジェクトに対する構造基金の活用や、事業環境の改善、中小企業の流動性支援、雇用と訓練の促進も行うことになっている。これらはギリシャが成長軌道に復帰するために欠くことができない要素だ。

ユーロ債の導入や財政の統合は、域内格差是正の有効な手段であるが、基本条約の改正が必要など実現のハードルは高く、足もとの危機対策とはなり得ない。EU共通財政やEIBグループなどの既存の枠組みを有効活用し、技術的なサポートを行うことが現実的だろう。

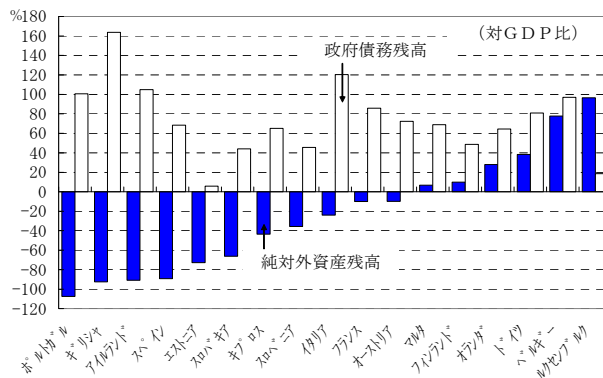
(注) EIBとベンチャー・キャピタルの欧州投資基金（EIF）で構成。

図表1-6 ユーロ圏の失業率



(資料) Eurostat

図表1-7 ユーロ参加国の政府債務残高と純対外資産



(注) 政府債務残高は2011年、対外純資産は2010年

(資料) Eurostat

(各国事情を踏まえたルールの実用も重要)

一口に南欧の過剰債務国といってもその水準や内容にはかなりの違いがある。ユーロ圏では財政危機と経常収支不均衡の拡大、競争力格差の拡大を許した反省から、「財政条約」を導入する財政面だけでなく、構造改革も含めた政策の相互監視を強めている。昨年からは始動した「ヨーロッパ・セメスター」と証する財政と構造改革の一体監視のサイクルでは、各国が4月中に「中期財政計画」とともに構造改革に関する「国家改革計画」を提出、欧州委員会と閣僚理事会の意見とガイダンスを首脳会議で承認し、予算案に反映することになっている。こうした政策監視のサイクルでも、成長に配慮することが重要だ。

スペインの場合は、純対外債務の規模は大きいですが、政府債務残高は66%でユーロ圏全体の87.4%よりも遥かに低い(図表1-7)。ラホイ首相は2012年の財政赤字目標を従来の同4.4%から5.8%に下方修正する方針を表明しているが、財政そのものに問題がなく、民間の過剰債務の処理が必要なスペインの場合、緊縮財政目標の実現により柔軟な対応を講じる方が結果として危機脱却が早まる可能性があるように思われる。

各国の批准手続きが順調に進めば、均衡財政を原則とする新たな財政条約が2013年初に発効する。同条約は、均衡財政といっても構造的財政赤字のベースでのGDP比0.5%を目標とするもので、その達成のスピードも個別の事情に配慮して決定するとしており、景気循環を増幅するリスクに一定の配慮が見られる。ユーロ圏内の財政の相互監視ルールを定めた「安定成長協定」の形骸化がソブリン危機の原因となったことを踏まえると「ルール」の厳格な運用が望まれるが、個別の事情に十分配慮した「裁量」とのバランスもユーロの信認の回復のためには必要だろう。

2. イギリス経済

(10~12月期はマイナス0.2%成長も2012年入り後はプラス成長維持の見込み)

イギリスは、ユーロ導入を見送っているとは言えEUの加盟国であり、金融、貿易取引の面でユーロ圏と強い結びつきを持つ。ユーロ圏が、ギリシャの「秩序立ったデフォルト」に成功を収めつつあり、深刻な景気後退が回避され、年央以降、緩やかな回復が見込まれるようになったことは、イギリスにとっても景気の下方リスクが軽減したことになる。

昨年10~12月期の成長率は前期比マイナス0.2%と4四半期ぶりのマイナス成長に転落し、実質GDPの水準は景気後退前のピークである2008年1~3月期を4%下回る水準での一進一退が続いているが(図表2-1)、欧州委員会サーベイやPMI(購買担当者指数)などサーベイ調査は年明け後、改善しており、今年1~3月期にはプラス成長に転化、2四半期連続のマイナス成長は回避できるそうだ。しかし、4~6月期はエリザベス女王即位60周年記念の銀行休日の追加がマイナス要因に、7~9月期はロンドン・オリンピックがプラス要因なるため、一進一退はなお続く見通しだ。

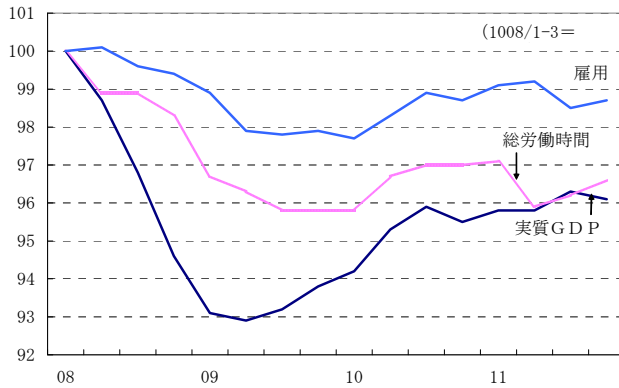
基調としては、イギリス国内では緩和的な金融環境の下での雇用・所得環境や住宅など資産価格の持ち直し^(注1)や、インフレ高進による実質可処分所得の減少圧力の緩和、ユーロ圏経済の下げ止まりや米国などEU域外の景気回復など外部環境改善で、緩やかな回復過程を辿ろう。

主要格付け機関の1つであるムーディーズが2月にユーロ圏の6カ国の格付けを引き下げた際、フランス、オーストリアとともにイギリスの最高格付けも、「景気回復力の弱さが2015/2016年度までに政府債務残高の削減を軌道に乗せるといふ政府目標の実現を阻害するおそれがある」、「ユーロ圏との結びつきが強く、追加的なショックを受ける可能性がある」との理由で見通しをネガティブに変更した。キャメロン政権は財政緊縮の基本方針は維持する見通しであり、家計のバランス・シート調整圧力も残存していることが回復のペースを抑える構図は続く。

(注1)住宅価格の持ち直しは2年間にわたり実施されてきた初めての住宅購入者に対する印紙税免除が3月24日に期限

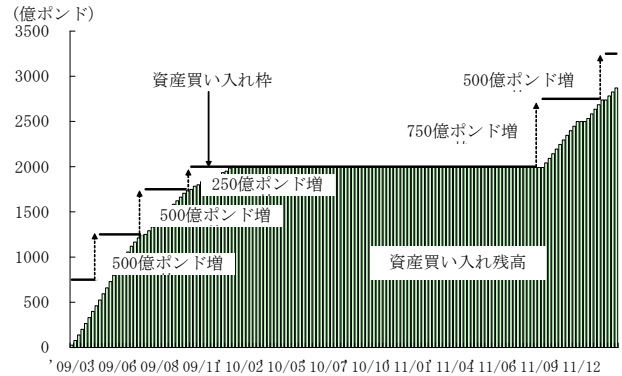
が切れとなることが押し上げ要因となっている可能性もある。

図表 2-1 イギリスの実質 GDP と雇用



(資料) ONS

図表 2-2 イングランド銀行の
資産買入れプログラム (量的緩和) の推移



(資料) BOE

(インフレ率はVAT引上げ効果剥落もあり鈍化)

インフレ率 (CPI) は、昨年 9 月の前年同月比 5.2% をピークに鈍化している。今年 1 月には昨年初の VAT (付加価値税率) 引き下げの効果も剥落したが、前年同期比 3.6% と中央銀行のイングランド銀行 (BOE) の目標値である 2% から 1% ポイント以上、上振れた状態が続いている。

BOE は政策金利を 2009 年 3 月以降、過去最低水準である 0.5% に据え置いているが、いったん休止した資産買入れファシリティ (量的緩和) についても 10 月に 750 億ポンド、2 月に 500 億ポンド増枠し、現在の上限は 3250 億ポンドとなった (図表 2-2)。

2 月の政策決定のたたき台となった四半期に一度の「インフレ報告」では、インフレ率の上振れ要因となった VAT 引上げ効果は剥落、エネルギーと輸入物価の押し上げ要因も徐々に剥落する一方、国内の余剰生産能力の解消のペースは緩やかで内生的なインフレ圧力は弱いとの判断を示している。

図表 2-3 イギリス予測表

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (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%	2.1	0.8	0.8	1.3	1.6	0.5	0.4	0.7	0.6	0.7	0.7	1.1	1.1	1.4	1.2	1.4
	前期比年率%	2.1	0.8	0.8	1.3	1.3	0.1	2.2	▲ 0.8	1.2	0.4	2.0	0.8	1.3	1.4	1.4	1.6
内需	前年比寄与度%	4.2	1.6	0.7	1.4	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.4	0.8	0.5	0.2	1.2	1.2	1.5	1.3	1.6
民間最終消費支出	前年比%	1.2	▲ 0.8	0.9	1.4	0.0	▲ 1.2	▲ 1.4	▲ 0.7	0.2	0.7	1.4	1.2	1.2	1.5	1.4	1.6
固定資本形成	"	3.1	▲ 1.7	▲ 1.5	1.7	▲ 2.7	0.8	▲ 1.0	▲ 3.7	▲ 2.6	▲ 3.2	▲ 1.6	1.5	1.5	1.8	1.6	1.9
外需	前年比寄与度%	▲ 2.1	▲ 0.8	0.1	▲ 0.1	1.6	0.8	1.3	1.1	▲ 0.1	0.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
消費者物価 (CPI)	"	3.3	4.5	3.0	2.1	4.2	4.4	4.7	4.7	3.5	3.1	2.8	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0
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レポ金利	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

4 月以降も、BOE は政策金利については史上最低水準での据え置きを継続する見通しだ。量的

緩和については、2月の政策決定時、キング総裁による500億ポンドの提案に7つの賛成票が投じられたのに対して、マイルズ委員とポーゼン委員が750億ポンドの増枠に票を投じたことが明らかになっている。現在の枠を使い切るのは5月の予定だが、ユーロ危機による負の影響が緩和、イギリスの景気悪化にも歯止めが掛かっていることから、追加の増枠は見送る可能性が濃厚だ。

(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。