

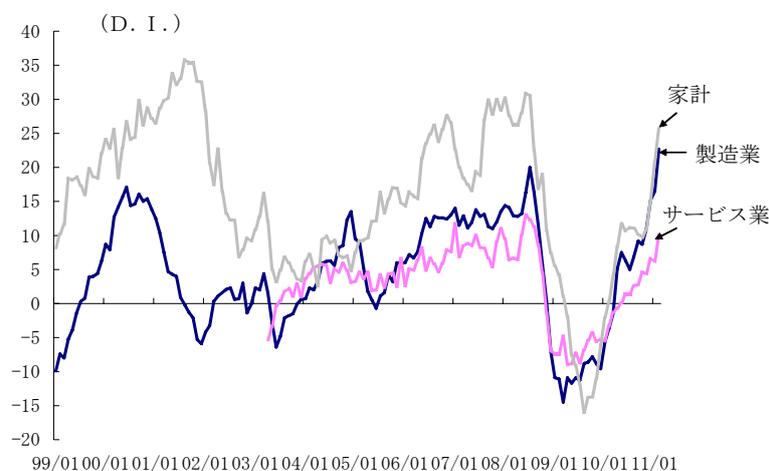
Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～周辺国の債務問題 対応を促すECBの利上げ示唆～

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. ユーロ圏は全体で見ると景気の回復過程が続いているが、ドイツなど中核国と周辺国との二極化傾向が鮮明で、周辺国の債務問題を巡る緊張が続いている。
2. 欧州中央銀行（ECB）が4月利上げの方針を示唆したのは、原油高で従来の想定よりも物価の上振れ幅が大きく、且つ、長引く見通しとなり、好況のドイツだけでなく、周辺国も含めて価格や賃金の引き上げを通じた「二次的影響」を牽制する必要性が生じたことによる。底流には労働市場の硬直性という欧州大陸固有の事情がある。
3. 原油価格が4～6月にピークアウトする前提では、ECBの2011年内の利上げは2回、2011年の年間成長率は1.6%という緩やかな拡大が続き、インフレ率も「安定水準」に収束して行くと考えられる。原油価格上昇の幅と持続期間と新興国への影響、何よりもユーロ圏周辺国の債務問題への対応の巧拙が見通しを大きく左右する要因である。ECBの利上げ示唆は周辺国の債務問題解決に向けた政治的決断を促す圧力にもなる。

エネルギー価格上昇を受けて2月に急上昇したユーロ圏企業、家計のインフレ期待 ～ユーロ圏製造業、サービス業、家計の物価見通し～



(資料) 欧州委員会

1. 概況－周辺国不安続く中、ECBは4月利上げを示唆－

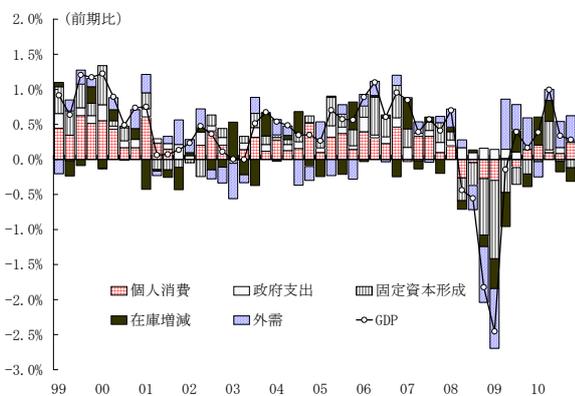
(コア国と周辺国の二極化傾向、信用不安も続く)

ユーロ圏では、全体で見ると2009年半ばからの景気の回復過程が続いているが(図表1)、経済成長はもっぱら中核国、特にドイツが牽引しており、厳しい財政緊縮を進める周辺国との二極化傾向が鮮明になっている。

国債利回りを見ると、周辺4カ国の中でも、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国の上昇ピッチの加速が目立っている。米格付け会社ムーディーズは、今月7日にすでに投機的水準にあるギリシャの信用格付けをシングルBプラスに3段階引下げ、10日にはスペインをAa1からAa2(=日本、イタリアと同格)に1段階格下げした。ともに見通しは「ネガティブ」である。ギリシャとアイルランドについては、EU・IMFの支援にも関わらず、景気の落ち込みが続いているため、多額の政府債務の返済可能性に対する不安が消えていない。

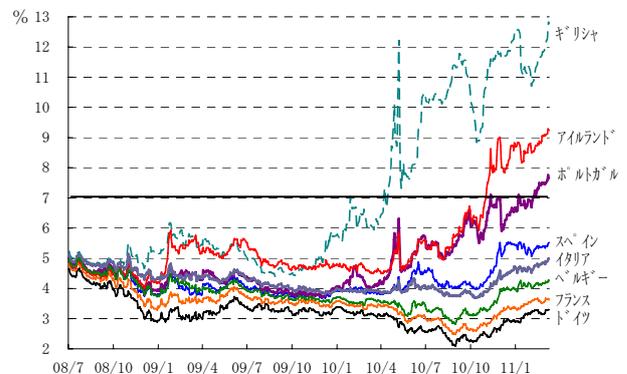
ポルトガルも、政府の再三にわたる自力再建の方針表明にも関わらず、10年国債利回りは7%の危機ラインを超える水準でさらに上昇が続いている。9日に実施された2年物国債の入札は応札倍率が1.6倍となったものの、平均落札金利は5.993%となり、昨年9月の4.086%から200bp近く上昇、支援要請は時間の問題となってきたようだ。

図表1 ユーロ圏の実質GDP



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏周辺国、高債務国、独仏の10年国債利回り



(資料) Datastream

(食品・エネルギー価格上昇でインフレ率は上振れ、ECBの4月利上げを事実上予告)

周辺国の債務問題を巡る緊張が続いているにも関わらず、欧州中央銀行(ECB)は3日に開催した3月の政策理事会で4月の政策金利の引き上げを事実上予告した。今月の声明文からは、現在の政策金利について「適切 (appropriate)」という表現が削除、金融政策のスタンスを「とても緩和的 (very accommodative)」とし、足もとの物価の上振れが広範な物価の上昇圧力につながらないよう「強い警戒 (Strong vigilance) が正当化される」という文言が挿入されるなど、一気にインフレ警戒色の強い内容に改められた。理事会後の記者会見では、トリシェ総裁は、「事前に約束はしない」という立場から「確実ではない (it is not certain)」としつつも、「次回理事会での利上

げ決定もあり得る (an increase in interest rates at the next meeting is possible)」と述べ、利上げへの布石を打った。

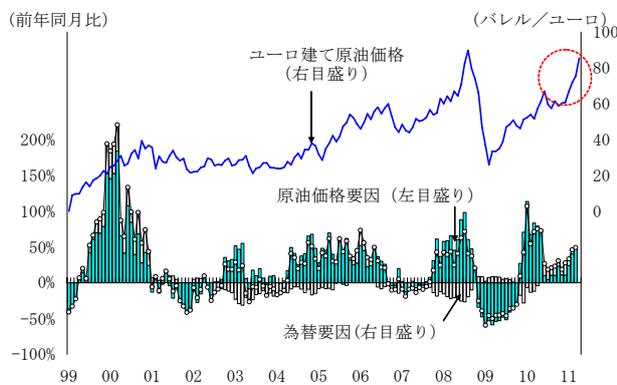
(ECBが警戒する原油高の「二次的影響」)

ECBがここに来てインフレ警戒を強めたのは、食品価格の上昇に加えて、中東・北アフリカ情勢の緊迫で原油高が一段と進行したことで(図表3)、従来の想定よりも物価の上振れ幅が大きく、且つ、長引く見通しとなったことがある。ユーロ圏全体では、2月のインフレ率(CPI)は、前年比2.4%と、1月の同2.3%を上回り、ECBが安定的とみなす「2%以下でその近辺」からのかい離幅はさらに拡大した(図表4)。3月に入って原油価格は一段高となったため、インフレ率が今後さらに上振れることは避けられないだろう。

ECBは「物価の安定」を一義的な目的とし、指標としてエネルギーや食品価格を除いたコアCPIではなく、総合的なCPIを重視しているが、エネルギーや食品価格の上昇による総合CPIの上振れに、ただちに政策金利の引き上げで対応する訳ではない。警戒しているのは、エネルギーや食品価格の上昇を受けた製品やサービス価格への転嫁や、物価上昇に連動した賃金の引き上げという「二次的影響(second-round effect)」によって、より長く、広い範囲での物価上昇圧力が強まることである。

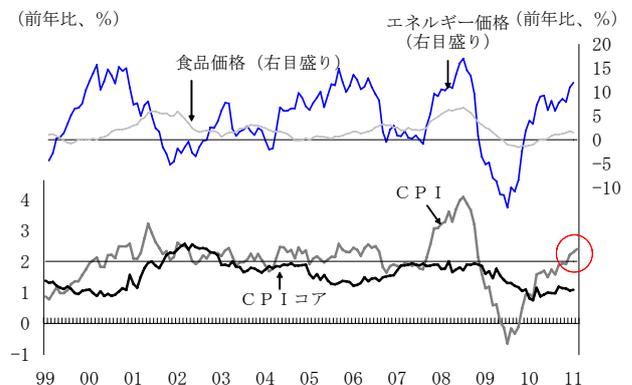
トリシェ総裁は、3月理事会後の記者会見の質疑応答で「二次的影響はまだ見られない」とし「インフレ期待はなお安定をしている」とした。実際、3月の政策理事会時に公表された「ECBスタッフ経済見通し」でも、2011年の成長率を前回12月の1.4%から同1.7%に上方修正するとともに、インフレ率は2011年1.8%から2011年2.3%に大きく上方修正されたが、その主因は原油価格の前提が12月時点の2011年平均88.6ドル/バレルから同101.3ドル/バレルに、2011年の非エネルギー商品価格の上昇率が19.2%から27.5%に大きく上方修正されたことにある。原油価格は2012年平均で92.7ドル/バレルと上昇ピッチが鈍化することや、「穏当な賃金や価格転嫁を想定している(3月ECB月報)」ことから、2012年のインフレ率は1.7%という「安定的な水準」に収束する内容である。

図表3 ユーロ建て原油価格とその変動要因



(資料) Eurostat

図表4 ユーロ圏のCPI



(資料) Datastream

（二次的影響が広がりやすくなっているドイツ）

ユーロ導入後、原油価格の上昇で物価が押し上げられた場面は2000年～2001年、2004年～2006年、2007年～2008年にもあった（図表3）。2000年～2001年は原油価格の水準自体が低かったものの、価格の上昇幅は大きく、しかもユーロ安が進行していたことが影響を増幅することになった（図表3）。原油価格の上昇が一巡した後に「二次的影響」でコアCPIが上がり、しばらくはCPIが2%を上回る期間が長期化する結果となった（図表4）。

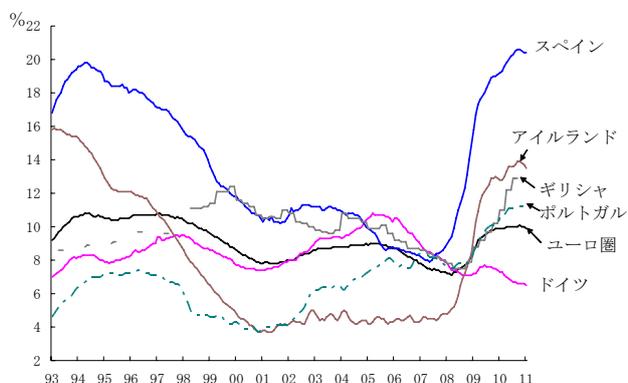
2004年～2006年、2007年～2008年はユーロ高の進行が物価の押し上げ圧力を緩和したものの、やはり総合CPIは2%超となり、特に2008年のピーク時にはCPIは一時4%を超えた。賃金の上昇ピッチも加速したものの、世界金融危機と同時不況でエネルギー価格が急落し、同時に需要も冷え込んだことで「二次的影響」が広がることはなかった。2008年7月に休止していた利上げを再開したECBは、リーマンショックにより3カ月後に利下げに転じざるを得なくなった。

こうした過去の局面と比較すると、現在のユーロ圏は、周辺国経済は弱く、下振れリスクが強いものの、中核国、中でもドイツ経済が輸出を先導役として景気拡大の裾野が広がっている。2010年のドイツの成長率は3.6%であったが、2011年も2%台半ばの成長が見込まれている。稼働率は1～3月期には84.9%とすでに長期平均（83.7%）を上回る水準に回復、失業率は東西ドイツ統一以来の最低水準だ。欧州委員会の設備投資調査でも、ドイツの製造業は今年6%の設備投資拡大を見込んでおり、景況感調査からは雇用の拡大への意欲的な様子も伺われる。

先月24日に公表された2月の欧州委員会の景況感サーベイでは、ユーロ圏全体で企業、家計の物価見通しの大幅な上振れが確認されているが（表紙図表参照）、ドイツは特にその傾向が顕著で先行きの販売価格上昇を見込む割合は1990年以降で最高水準に達している。長く賃金が抑制されてきたことから企業業績の改善を反映した賃上げを求める声が強まっており、最大の労働組合であるIGメタルは2010年9月末の鉄鋼部門の労使交渉では3.6%、約10万人が対象のVW（フォルクスワーゲン社）の交渉は3.2%で合意、6%の要求水準には届かないが高めの妥結が続いている。

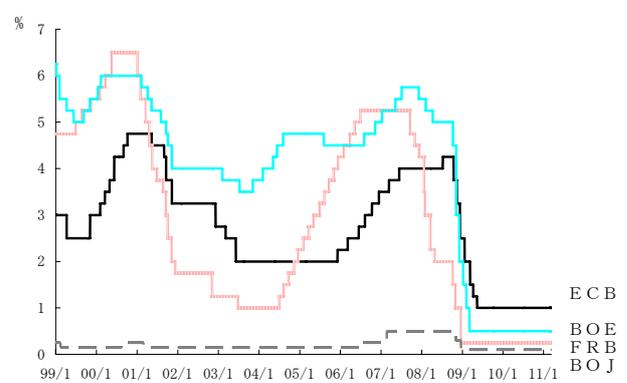
周辺国の債務問題という緊張を抱えてはいるものの、ユーロ圏全体で見た景気の回復、特にその中心にあるドイツの回復ぶりからは、非常時モードの極めて低い政策金利を維持することが正当化しにくくなっていることが、ECBの早期利上げの意思表示の背景にある。

図表5 ドイツの失業率



（資料）Eurostat

図表6 ECBの政策金利



（資料）各中央銀行

(雇用不振の国でも賃金と物価のスパイラルが生じるリスク)

ユーロ圏固有のインフレリスクとして留意すべき点は、ドイツのように雇用情勢が好転している国だけでなく、景気が停滞し、失業率が高留まっているような国でも、物価連動型の賃金決定方式を採用しているために、賃金の上昇が起こりうることだ。生産性に見合わない賃金の引き上げは競争力の低下を招き、雇用の回復を一層遅らせるリスクがある。ECBの判断の底流には、労働市場の硬直性という欧州大陸固有の事情がある。

2. ユーロ圏経済見通し

(ユーロ圏成長率は2011年の1.6%、2012年は1.5%)

ユーロ圏では今後しばらくの間、厳しい財政緊縮を進めざるを得ない周辺国の停滞が続く見通しだ。財政健全化への取り組みは主要国でも進められているが、より緩やかなペースで進められる。中核国にとっては、ECBが超低金利政策の修正を図っても相対的に緩和的な金融環境は変わらない。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鈍化する見通しだが、相対的な高成長は続き、輸出の拡大は続く見通しだ。稼働率の回復とともに、同時不況期に削減された設備投資の拡大、雇用・所得環境の回復に支えられた個人消費の拡大も見込まれる。ユーロ圏全体の成長率は2011年1.6%、2012年1.5%と緩慢なペースながら回復基調を維持することになるだろう。

インフレ率は4～6月期にかけて上昇基調が続くが、年半ばには原油価格の上昇に歯止めがかかると想定していることや、日米に先駆けた利上げによりユーロ相場が前年よりも高めに推移すると見られることから、2012年初にかけて鈍化するだろう。年間では2011年の2.4%に対して、2012年は1.9%と予測する。

ユーロ圏予測表

	単位	2009年	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	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%	▲ 4.1	1.7	1.6	1.5	0.8	2.0	1.9	2.0	2.0	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6
	前期比年率%	▲ 4.1	1.7	1.6	1.5	1.6	4.0	1.4	1.1	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9
内需	前年比寄与度	▲ 3.3	0.8	0.9	1.3	▲ 0.5	1.2	1.1	1.3	1.0	0.5	0.8	1.2	1.2	1.2	1.4	1.5
民間最終消費支出	前年比%	▲ 1.1	0.7	1.4	1.4	0.4	0.6	0.9	1.1	1.1	1.3	1.5	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5
固定資本形成	“	▲ 11.4	▲ 0.8	1.2	1.9	▲ 4.6	▲ 0.3	0.7	1.2	1.9	0.3	0.9	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0
外需	前年比寄与度	▲ 0.8	0.9	0.8	0.2	1.3	0.8	0.8	0.7	1.1	1.0	0.7	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	0.3	1.6	2.4	1.9	1.1	1.6	1.7	2.0	2.4	2.6	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9
失業率	平均、%	9.5	10.0	9.8	9.6	10.0	10.0	10.0	10.0	9.9	9.8	9.8	9.7	9.7	9.6	9.6	9.5
ECB市場介入金利	期末、%	1.00	1.00	1.50	2.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00
ドイツ10年国債利回り	平均、%	3.3	2.8	3.5	3.9	3.2	2.8	2.4	2.6	3.2	3.5	3.6	3.6	3.8	3.8	4.0	4.0
対ドル為替相場	平均、ドル	1.39	1.33	1.40	1.33	1.38	1.27	1.29	1.36	1.37	1.40	1.43	1.40	1.35	1.35	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	130	116	122	124	126	117	111	112	114	120	129	126	126	126	121	124

(懸念される一段の原油高のリスク、新興国やユーロ圏周辺国での影響の広がり)

原油高の景気への影響という点では、実質ベースで見た可処分所得の押し下げ効果、企業が原材料の上昇分を価格転嫁できない場合の収益圧迫の効果、さらに、ユーロ圏の景気回復の原動力の一つとなってきた新興国向け輸出への影響が考えられよう。

2007～2008年の物価上昇局面ではロシアや中東など石油輸出国向けの輸出拡大が景気の押し上

げ要因となったが、今回は原油高の背景に中東・北アフリカの民主化運動の広がりがあるため、産油国の需要動向に及ぼす影響は不透明だ。原油を輸入に依存する新興国は、交易条件の悪化や輸入インフレに悩まされており、金融緩和策の見直しに動きだしており、成長は鈍化する見通しだ。ただ、現段階では新興国は本格的な引締めというよりも、多くの場合、スピード調整の領域にあるため、景気の腰折れが懸念されるような状況にはない。しかし、中東情勢の一層の緊迫化などから一次産品価格の上昇が予想以上に長引き、新興国が引締めを一段と強化せざるを得なくなった場合には、より大幅な引き締めが必要になり、景気への負の影響も拡大するだろう。

また、ユーロ圏内でも厳しい状況にある周辺国のうち、南欧の3カ国は、域外への輸出依存度が低いため、交易条件の悪化に対して、期待される輸出数量拡大の効果はもともと限定的だ。公務員給与の引き下げや凍結、増税など財政赤字削減策による負担の増大に、食品・エネルギーなどの価格上昇の影響が加わったことで、国民が感じる痛みが大きい。特に、ギリシャでは社会的な不満が高まっており、ストライキやデモが頻発するなど、財政再建と経済成長の双方の面から憂慮すべき状況が続いている。

（ ECBは非標準的手段を残しつつ利上げへ ）

ECBの4月の利上げの実現性は、債務問題への不安が周辺3カ国に留まらず、スペインからイタリアやベルギーなどさらに広い範囲に広がる兆候や金融システム全体の緊張が再び強まってくるか否かにかかっている。今月11日にはEUの緊急首脳会議とユーロ圏の非公式首脳会議、14日にはユーロ圏財務相会合、15日にはEU財務相会合、そして24日、25日には定例のEU首脳会議が予定されている。一連の会議では、危機の再発防止のための経済政策の規律強化の枠組みや、ユーロ圏の危機国支援の枠組みである欧州金融安定ファシリティ（EFSF）と2013年半ば以降引き継ぐ欧州安定メカニズム（ESM、欧州版IMF）について協議され、何らかの結論が出てくることになる^(注)。ギリシャ、アイルランドの支援条件の見直しや、ポルトガル支援の具体策が出てくる可能性もある。結果に対する失望で市場の緊張が高まる事態に陥れば、4月の利上げは断念せざるを得なくなるだろう。

今回の見通しでは、一連の会議で一定の成果が得られるという前提で、ECBは4月、遅くとも6月までに利上げに動くと考えた。トリシェ総裁は3月の理事会後の記者会見で「連続利上げの開始という決定ではない（not a decision on the start of a series of interest rate increases）」とする一方、「今回限りのより大幅な利上げ（a bigger, one-off move this time round）」という見方も否定した。当研究所の見通しのメインシナリオで想定したように、原油価格の高騰が避けられ、緩やかな景気の回復が続くという想定の下では、短いピッチや大幅な利上げは考え難く、4～6月期の利上げの後、7～9月期に25bpで「二次的影響」の牽制をはかった後、より時間をかけて正常化を進めると考えた。

トリシェ総裁は、従来から物価安定のための「金融政策（＝政策金利の変更）」すなわち「標準的手段」と、証券市場プログラム（SMP）を通じた国債買い入れや固定金利・無制限の資金供給など金融政策の波及経路を改善するための「非標準的手段」は「連動しない」という立場を採ってきた。3月理事会では4月利上げの布石を打つ一方、1週間物の主要リファイナンス・オペ（MRO）と1カ月物の特別オペは少なくとも7月12日まで、3カ月物の長期リファイナンス・

オペ（LTRO）は6月29日実施分まで固定金利・金額無制限で行うことを決め、「連動しない」方針を貫いた。周辺国の政府や銀行の債務問題の決着が見えず、EUによる支援の枠組みの強化策の内容が固まらない段階では、国債市場の混乱や金融システム不安の再燃に対応するための手段は確保せざるを得ない状況にある。

ECBの利上げ示唆は、格下げの動きとともに、一連の会議における政治的な決断を促す圧力ともなる。ユーロ圏の周辺国の債務問題の解決や、銀行と財政の問題の悪循環を断ち切るために、どこまで具体的な対策を講じることができるのか、引き続き政策対応の巧拙が、ユーロ圏経済にとって最も大きなリスク要因である。

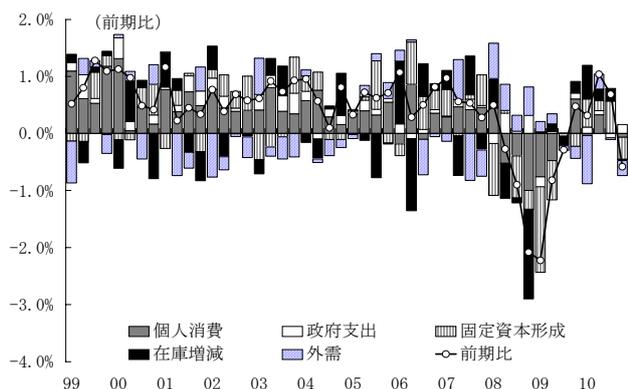
（注）Weekly エコノミスト・レター2011-2-18「欧州金融安定ファシリティの強化と競争力協定～妥協点を探り、3月決着へ」をご参照下さい。

3. イギリス経済見通し

（10～12月期は大幅マイナス成長も1～3月期は持ち直し）

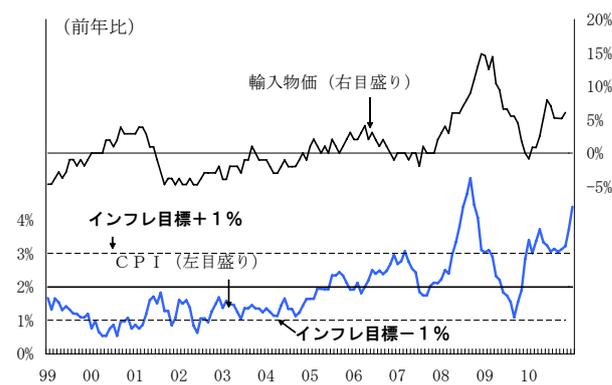
イギリス経済は2008年4～6月期からの6四半期にわたるマイナス成長という深刻な景気後退の後、4四半期はプラス成長を維持していたが、10～12月期には寒波と大雪という悪天候が響き、固定資本形成が前期比マイナス2.5%と大きく落ち込んだほか、個人消費も同マイナス0.1%となったため前期比0.6%のマイナス成長に転じた（図表7）。王立社会経済研究所（NIESER）の月次GDPでは2月まで3カ月間の成長率は0.2%とプラスに転化しており、1～3月期は天候要因の剥落による持ち直しが確認されているが、トレンドを下回るペースに留まり、直近の実質GDP水準もピークを4%強下回るなど回復の遅れが目立つ。

図表7 イギリス：実質GDP成長率



（資料）ONS

図表8 イギリス：インフレ率



（資料）ONS

（インフレ率は4%まで上昇）

景気の回復テンポが鈍く、需給ギャップが残存する状態にありながら、インフレの高進は続いている。イギリスの場合、食品、エネルギー価格の高騰という世界共通の要因に加えて、08年～09年にかけてポンドの水準が大きく修正された影響や、減税の見直しと増税という形で付加価値税率

が2年連続で引き上げられたことも押し上げ要因となっており、1月のCPI上昇率は4.0%と12月の3.7%からさらに上昇、イングランド銀行(BOE)の政策目標の2%からの乖離が拡大した。

(BOEも超低金利政策を見直しへ)

BOEは、2009年3月以来、2年間にわたり政策金利を0.5%で据え置き、量的緩和も2010年1月に2000億ポンドに達した後の増枠を見送っている(図表6)。現状維持の期間が長期化しているものの、この間、金融政策委員会(MPC)の9人の足並みが揃っている訳ではない。センタンス委員は昨年6月から25bpの利上げ、ポーゼン委員は昨年10月から500億ポンドの量的緩和の拡大に票を投じている。インフレの高進もあって、量的緩和の拡大派は増えていないが、利上げ派は1月には2人、2月には3人に増えている。センタンス委員自身は2月に従来の25bpの利上げの主張を50bpに変更した。なお、据え置きを決めた3月MPCの票決がわかる議事録の公表は今月23日に予定されている。

BOEの金融政策の変更は、2月、5月、8月、11月という四半期に一度の「インフレ報告」の公表時に見通しの修正を合わせて行なわれるケースが多く、市場では、最も早いタイミングとなる5月利上げ観測が広がっている。原油価格が一段高となっていることから、CPIの高止まりはしばらく続く見通しで、インフレ期待の上振れという気掛かりな傾向も見られ始めている。その半面、内生的なインフレの圧力は強くはなく、労働市場が柔軟であるため賃金と物価のスパイラルのリスクはユーロ圏ほどには高くない。景気の面では、緊縮財政に利上げが加わることで、脆弱な住宅市場や個人消費の回復が途切れるリスクもある。MPCの中で利上げ派が多数を占めるまでにはしばらく時間を要し、利上げ局面のスタートは8月以降になるだろう。

慎重な金融政策運営の下で、イギリスの成長率は2010年の1.3%に対して、2011年は1.6%、2012年1.9%と上向くが、低調なペースに留まる見通しだ。2014年までの4年間での累計約810億ポンドの歳出削減の影響に加え、GDPの65%を占める個人消費が、家計のバランス・シート調整や雇用・所得環境の緩慢な回復、さらに付加価値税率の引き上げやエネルギー価格などの上昇によって抑制されるからである。実質GDPの水準がピークの水準を回復するのは2013年入り後となる見通しであり、これまでの景気後退局面で最も長い時間を要することになる。

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)	(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)
実質GDP	前年比%	▲4.9	1.3	1.6	1.9	▲0.3	1.5	2.5	1.5	1.8	1.3	1.1	2.1	1.9	1.8	1.9	2.0
	前期比年率%	▲4.9	1.3	1.6	1.9	1.3	4.2	2.8	▲2.3	2.8	2.0	1.8	1.9	1.7	1.9	2.0	2.2
内需	前年比寄与度%	▲5.7	2.2	1.7	1.9	0.6	2.4	3.4	2.3	1.9	1.6	1.3	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0
民間最終消費支出	前年比%	▲3.2	0.8	1.3	2.0	0.1	1.4	1.4	0.4	1.0	0.9	1.4	2.0	1.9	1.9	2.0	2.1
固定資本形成	〃	▲15.4	3.1	3.6	3.2	▲2.7	3.0	6.7	5.6	4.3	4.2	1.3	4.8	3.4	3.1	3.1	3.3
外需	前年比寄与度%	0.9	▲0.9	▲0.1	▲0.0	▲0.9	▲0.9	▲0.8	▲0.9	▲0.0	▲0.3	▲0.2	0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0
消費者物価(CPI)	〃	2.2	3.3	3.9	2.8	3.2	3.4	3.1	3.4	4.1	4.0	3.8	3.6	3.2	2.8	2.6	2.4
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	1.00	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00

(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。