

欧州経済見通し

調査部

目 次

1. 欧州経済の現状—緊縮財政を受けた内需の縮小による景気悪化が長期化
2. 欧州債務問題に対する政策対応の進展状況
3. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント—域内不均衡の調整
 - (1) 労働市場
 - (2) 個人消費環境
 - (3) 貿易構造
4. 2013～2014年の欧州経済見通し—2013年春以降プラス成長復帰も、低迷長期化
 - (1) ユーロ圏
 - (2) イギリス
5. リスクシナリオ

要 約

1. ユーロ圏景気は、2011年末以降、悪化が続いている。南欧諸国では、緊縮財政と景気悪化の悪循環が続くなか、個人消費を中心に内需の低迷が長期化している。一方、下支え役となってきたドイツでも、外部環境の悪化を背景に、足許で景況感が大幅に悪化している。
2. 欧州経済の下押し要因となってきた欧州債務問題に対して、2012年秋以降、政策対応が進展した。恒久的な救済基金である欧州安定メカニズム（ESM）が発足したほか、欧州中央銀行（ECB）が条件付きながら、支援要請をしたユーロ加盟国の国債を無制限に購入する方針を表明するなど、南欧重債務国の資金調達支援体制が整備された。もっとも、ユーロ圏全域で財政再建が進められるなか、緊縮財政が景気を下押しする構図は、今後も長期化すると見込まれる。
3. ユーロ圏では、域内各国間の経済格差是正プロセスが長期化する見通しである。ドイツでは、良好な雇用・所得環境に加え、住宅価格の上昇が個人消費を押し上げると見込まれる。一方、南欧諸国では、競争力回復に向け、一段の賃下げ・社会保障給付の削減が避けられず、住宅価格の下落と相俟って、内需縮小が長期化する見込みである。こうした状況下、南欧諸国の景気底割れ回避には、ドイツ向け輸出の拡大がカギとなる。
4. ユーロ圏では、2013年初にかけて、緊縮財政、雇用・所得環境の悪化を受けて、景気悪化が持続すると見込まれる。もっとも、良好な雇用・所得環境を背景としたドイツの国内需要の拡大が景気を下支えするなか、ユーロ圏景気の底割れは回避される見通しである。一方、新興国経済の持ち直しを受け輸出の増加が期待される2013年春以降は、マイナス成長から脱け出すとみられるものの、南欧重債務国を中心に、緊縮財政や所得減の長期化が避けられず、ユーロ圏全体では景気低迷が続く見通しである。

1. 欧州経済の現状—緊縮財政を受けた内需の縮小による景気悪化が長期化

ユーロ圏景気は、2011年末以降、悪化が続いている。2012年7～9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.2%と4四半期連続でマイナスとなり、実質GDP成長率と連動性の高い購買担当者景気指数（PMI）が引き続き景気判断の分かれ目とされる「50」を割り込んで推移していることを踏まえると、年末にかけてマイナス成長が続くと見込まれる（図表1）。

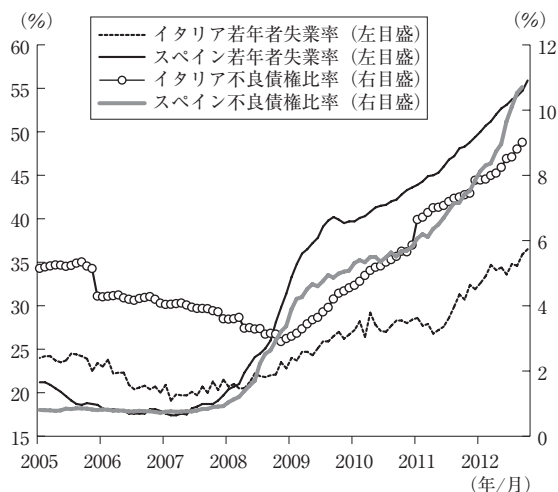
南欧諸国では、緊縮財政と景気悪化の悪循環が続くなか、失業率の上昇や不良債権の増加に歯止めがかからず、個人消費を中心に内需の縮小が長期化している（図表2）。一方、これまでユーロ圏景気の下支え役となってきたドイツでも、景気減速が明確化している。①欧州債務問題の長期化、②南欧諸国の景気悪化、③新興国の景気鈍化、等の外部環境の悪化を背景に、ドイツ企業の景況感が大幅に悪化しており、設備投資の低迷が景気下押しに作用している（図表3）。

（図表1）ユーロ圏実質GDP成長率とPMI指数（総合）の推移



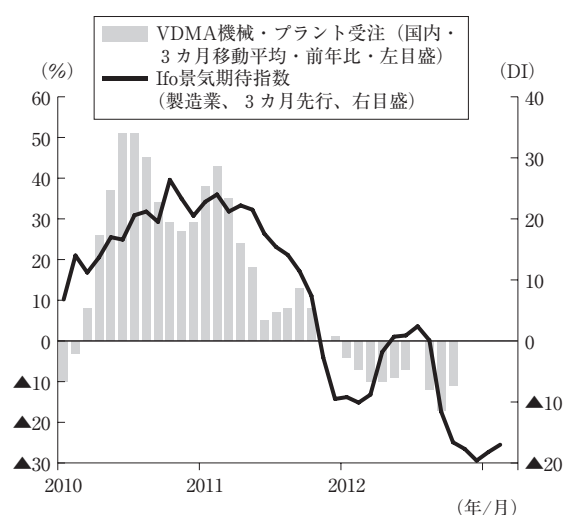
（資料）Markit、Eurostat

（図表2）イタリア・スペインの若年者失業率と不良債権比率



（資料）Eurostat
（注）若年者は25歳未満。

（図表3）ドイツの製造業景気期待指数と機械・プラント受注



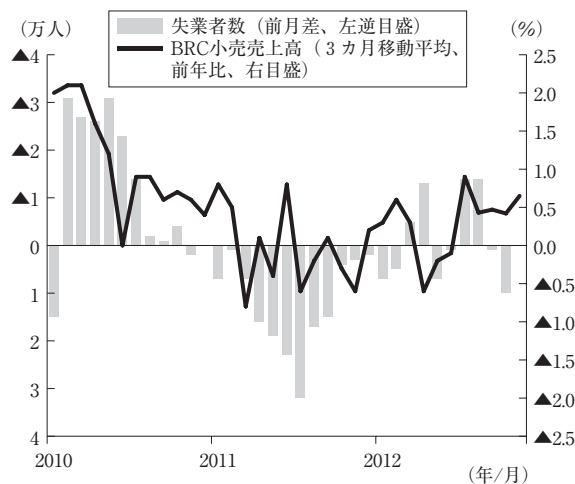
（資料）IFO、VDMA

一方、イギリスでは、2012年7～9月期の実質GDPが前期比年率+3.9%と4四半期ぶりにプラスに転じ、景気後退局面を脱した。もっとも、営業日数の増加や、ロンドン五輪等の一時的な押し上げ効果によるところが大きい。足許をみると、依然厳しい雇用環境が続くなか、小売売上高が再び伸び悩んでおり、自律的な回復力は依然脆弱である（図表4）。

こうしたなか、欧州では、債務問題鎮静化や緊縮財政によるマイナス影響緩和のため、中央銀行の金融政策に対する期待が高まり、ユーロ圏・イギリス双方で金融緩和が実施された。ECB（欧州中央銀行）は、銀行間市場の緊張緩和に向け、2011年末から2012年初にかけて大規模な長期資金供給オペ（LTRO）を実施し、さらに、2012年7月には、政策金利を過去最低水準となる0.75%まで引き下げた。もっとも、各国での信用力に応じて銀行貸出金利に大きな格差が生じるなど、ドイツ等の財政健全国以外では、金融緩和の効果が限られる状況が続いたことから、9月には、金融政策のトランスミッション機能の回復を目的に、条件付きながら、南欧重債務国を対象とした無制限の国債購入（OMT）を表明した（図表5）。

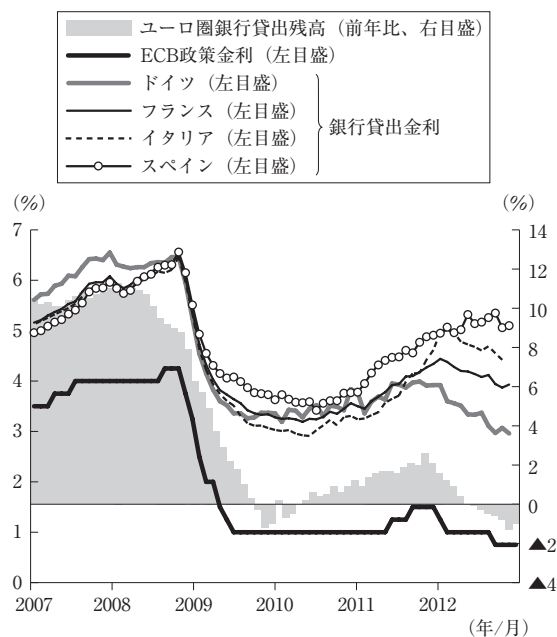
一方、BOE（イギリス中銀）は2012年8月に、既存の資産購入プログラムに加え、金融機関の融資拡大を促すための低利の資金供給策（FLS）を導入した。これを受け、金融機関の貸出態度は、家計向けで大幅な改善がみられているものの、企業向けでは依然として厳格化の動きが続いている（図表6）。企業の資金需要が弱いなか、金融緩和による融資押し上げ効果は限られており、マネーサプライ（M

（図表4）イギリスの小売売上高と失業者数の推移



（資料）ONS、GfK・NOP

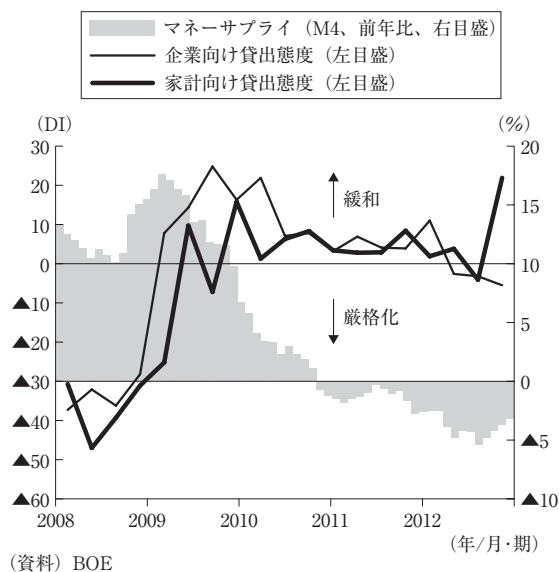
（図表5）ECB政策金利と各国の銀行貸出金利の推移



（資料）ECB、各国中銀

（注）銀行の貸出金利は100万ユーロ未満、期間1年未満の民間企業向け貸出金利。イタリアは期間3カ月～1年。

（図表6）イギリス金融機関の貸出態度とマネーサプライ



（資料）BOE

4) は、依然前年比減少が続いている。

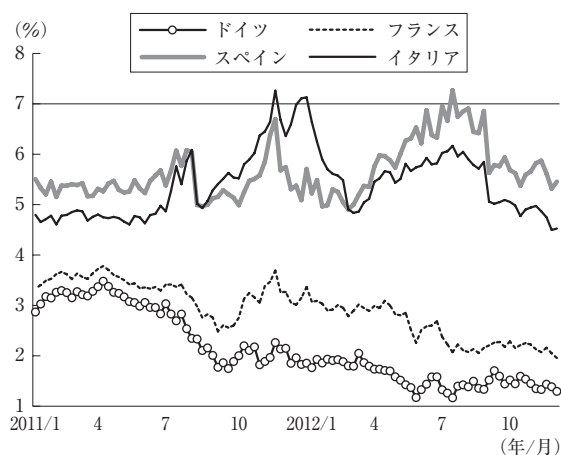
2. 欧州債務問題に対する政策対応の進展状況

2009年10月のギリシャの財政粉飾発覚に端を発した欧州債務問題をめぐっては、様々な対策が打ち出されてきたものの、総じて対症療法に終始した結果、問題が長期化し、欧州経済の下振れを招いてきた。しかしながら、2012年秋以降、抜本的な解決に向けた政策対応が進展しはじめた。具体的には、① ECBによる無制限の国債購入策表明、② 欧州の恒久的金融安全網であるESM（欧州安定メカニズム）の稼働、により南欧重債務国に対する本格的な資金調達支援体制が整備された。加えて、11月には、ユーロ圏各国が、域内の銀行監督をECBの下に一元化する方針で合意した。銀行監督一元化は、2013年から段階的に実施され、2014年には、域内約6,000行を対象とした監督体制が整う予定である。銀行監督一元化が実現すれば、資金不足に陥った銀行に対し、政府を介さずESMが直接資本注入することが可能となるため、金融機関の経営悪化と政府の財政悪化の悪循環を分断することができる。また、将来の一段の経済・財政統合に向け、ユーロ圏共通予算、ユーロ圏財務省の創設、ユーロ圏共同債等が首脳会議の場で議論されはじめている。こうした政策対応の進展は、財政規律を欠いた南欧諸国への支援にこれまで強く抵抗してきたドイツ・北欧の財政健全国が、南欧諸国での緊縮財政に端を発する景気悪化が自国にも波及し始めるなかで、態度を軟化させた影響が大きい。

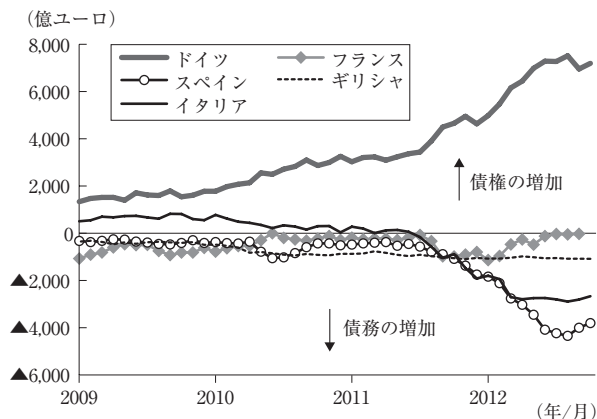
政策対応の進展を受け、一時危機水準とされる7%を上回っていたイタリア・スペインの国債利回りは低下傾向にある（図表7）。南欧諸国からの資金流出にも歯止めがかかりつつある。ユーロ圏の各国中銀をつなぐ即時グロス決済システム（TARGET2）に対する各国の債権・債務の推移をみると、足許で不均衡の拡大が一服している（図表8）。これまで、ドイツ等の経常黒字に見合う資本取引（ドイツ民間銀行による南欧国債の購入等）が民間部門で行われず、結果として中央銀行間で債権・債務の不均衡が積み上がっていたものの、南欧諸国の経常赤字縮小や、北欧から南欧諸国への投資減少に歯止めがかかったことを受け、そうした不均衡が縮小しはじめている。

しかしながら、欧州債務問題の終息や、それを受けた景気の力強い持ち直しを見込むのは時期尚早と

（図表7）ユーロ圏主要国の10年債利回り（週末値）



（図表8）TARGET2に対する各国の債権・債務残高



(図表9) 欧州債務問題に関する日程

	銀行同盟	安全網	財政支援策	政治イベント
2012年末まで	銀行監督に関する法的枠組み整備		ギリシャ債務買い戻し 新財政協定発効	・各国13年予算策定 ・EU予算協議
2013年1月～			キプロス支援要請	
2013年2月	ECBによる銀行監督段階的に実施		スペイン支援要請	イタリア総選挙
2013年前半		ESMへ160億ユーロの資本払込	ポルトガル市場復帰目標	
2013年7月～		EFSFのESMへの統合	アイルランド市場復帰	
2013年9月				ドイツ総選挙
2013年後半		ESMへ160億ユーロの資本払込		
2014年1月～	域内60000行の一元監督 直接資本注入・預金保険制度創設に向け議論	ESMへ160億ユーロの資本払込		

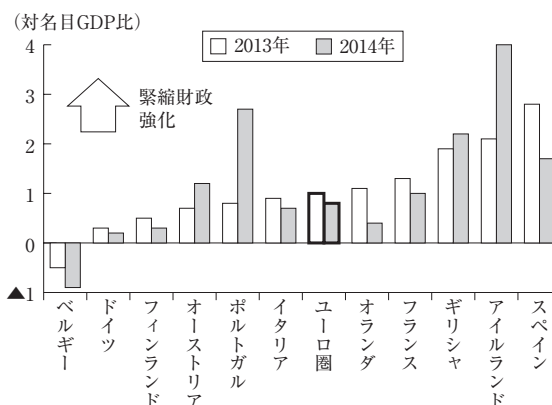
(資料) 各種報道を基に日本総合研究所作成

言わざるを得ない。まず、銀行監督一元化に向けた体制の整備や、スペインの財政支援申請に向けた調整難航など、依然として債務問題をめぐる課題は少なくない(図表9)。最大の資金拠出国であるドイツでは、2013年9月に連邦議会選挙が控えており、国民の反発が根強い財政支援に対しては、慎重に必要性を見極めていくとみられ、今後も政策対応は徐々にしか進展しないだろう。

緊縮財政が景気を下押しする構図にも変化はみられていない。重債務国に対するESMによる融資やECBによる国債購入には、欧州委員会等、外部からの厳しい財政監督を要請国が受け入れ

必要がある。このため、重債務国は財政緊縮路線を一段と強化せざるを得ない。加えて、2013年1月に財政均衡を求める欧州新財政協定が発効するなか、比較的財政が健全で自力再建が可能な国でも、財政緊縮路線を維持する方針が示されている(図表10)。

(図表10) ユーロ圏各国の構造的プライマリーバランス(2012年差)



(資料) 欧州委員会「2012年秋季見通し」

3. 今後の欧州経済をみるうえでのポイントー域内不均衡の調整

そもそも、欧州債務問題と、それに伴う景気悪化の背景には、ユーロ圏内各国の経済格差、およびその調整システムの不備・機能不全がある。とりわけ、①労働市場、②個人消費を取り巻く環境、③貿易構造、における不均衡がユーロ圏各国の景気の回復力に違いをもたらす要因となっている。そこで、以下では、これら3点について、域内不均衡の現状とその収斂状況を検討する。

(1) 労働市場

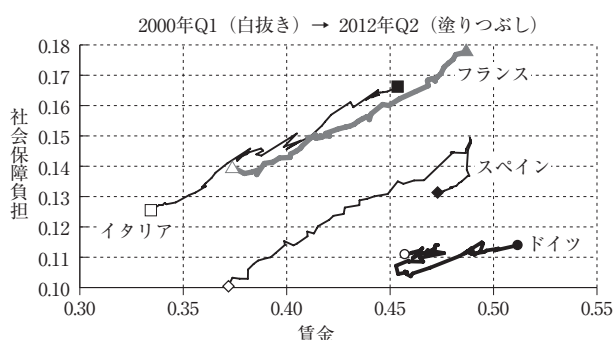
ユーロ導入以降、単位労働コストの格差、すなわち南欧諸国での上昇・ドイツでの抑制が、両者の間の経常収支不均衡の拡大を招いてきた。こうした単位労働コストの格差是正は、依然として道半ばにある。スペインで賃金の削減が進む一方、イタリア・フランスでは賃金の増加に歯止めがかかっていない（図表11）。加えて、南欧諸国では、2000年以降企業にかかる社会保障負担が大幅に増加しており、この間ほぼ横ばいで推移したドイツに比べ、高水準で推移している。

単位労働コストの格差による影響は、金融危機以降、競争力の高いドイツでの失業率の低下、競争力の低い南欧諸国での失業率の大幅な上昇という形で顕在化している。失業の格差は、単一通貨圏では本来、労働力の移動をもって、ある程度調整される。しかしながら、ユーロ圏においては、労働力の移動による調整機能が極めて限られている。

ドイツ在留の外国人人口の推移をみると、ドイツでの労働力需要の増加は、南欧諸国などユーロ圏内からでなく、ユーロ圏外のEU加盟国からの労働力によって吸収されている状況が見て取れる（図表12）。背景として、まず、南欧諸国では社会保障給付が手厚く、失業者が国外に雇用を求めるインセンティブが低いことが指摘できる。また、ドイツ近隣のユーロ圏外諸国では、南欧諸国に比べ低賃金なうえ、言語・文化的な障壁が低いことがある（図表13）。加えて、2004年のEU加盟国からの労働者の移動制限（注）が、2011年に撤廃されたことも、ユーロ圏外EUからドイツへの労働力流入を加速させたとみられる。

労働力の移動による失業の格差是正が進まない状況は、ユーロ圏各国政府の財政不均衡拡大も招いている。すなわち、公務員の人員削減などの歳出削減策を実施したとしても、労働力の移動が不活発な状況下では、失業保険給付の増

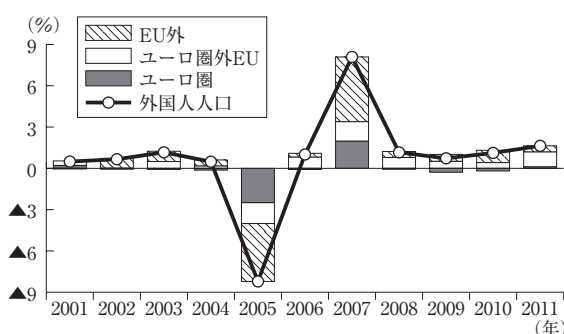
(図表11) ユーロ圏主要国の単位労働コストの推移



(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成

(注) 雇用人一人当たりの賃金・社会保障負担（名目）を一人当たりGDPで除して算出。

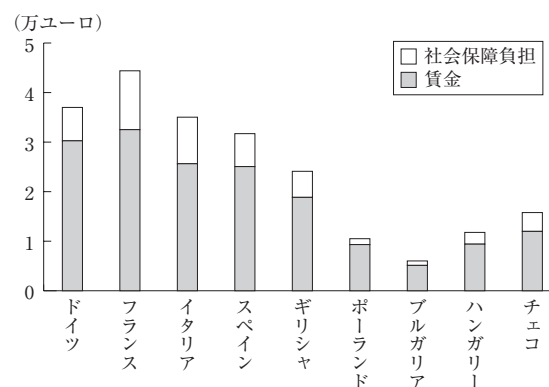
(図表12) ドイツ在留の外国人人口の推移



(資料) Eurostat、ドイツ連邦統計局より日本総合研究所作成

(注) 2005年、2007年の急減・急増はドイツ移民法の改正の影響。

(図表13) 欧州各国の一人当たり雇用人報酬 (2012年4～6月期、年率)

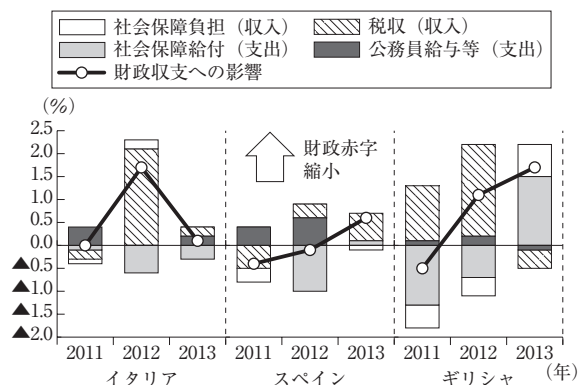


(資料) Eurostatより日本総合研究所作成

大を招き、財政赤字削減の効果を減殺してしまう（図表14）。

以上を踏まえると、南欧諸国では競争力回復に向け、一段の賃下げや企業の社会保障コストの圧縮を継続することが不可欠といえる。同時に、労働力の移動による失業の格差調整機能の復元に向け、南欧諸国での手厚い社会保障給付の削減や、各国間の社会的な障壁低減に取り組む必要があろう。

（図表14）南欧諸国政府の雇用関連支出と税収の財政収支への影響（対名目GDP比、前年差）



（資料）欧州委員会「2012年秋季見通し」

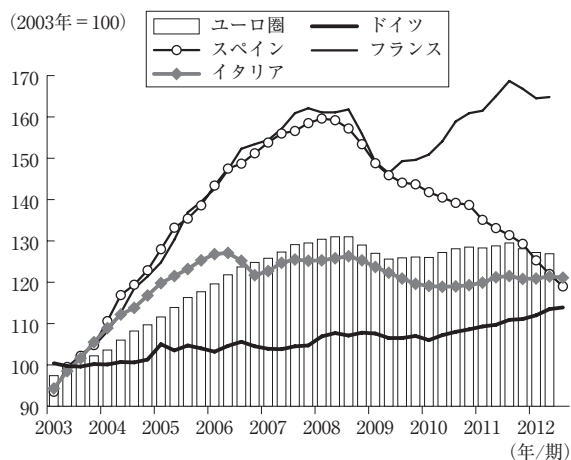
（注）EUは域内の「人の移動の自由」を保証しているが、新旧加盟国の所得格差を背景に、安価な労働力が急激に流入することによって国内の労働市場が混乱することを防ぐため、労働者の流入を最長7年間制限することが加盟国に認められている。

（2）個人消費環境

前項でみたように、南欧諸国では一段の賃下げ・社会保障給付の削減が見込まれる。加えて、住宅価格の下落も個人消費を下押しするとみられる。ユーロ圏各国の住宅価格の推移をみると、住宅バブル崩壊後の調整が長期化しているスペインで下落が続いているほか、調整が遅れていたフランスでも、2011年半ば以降弱含みは始めている（図表15）。南欧諸国では、雇用・所得環境の悪化や、財政悪化を受けた長期金利の上昇、それに伴う住宅ローン金利の高止まりが、住宅価格の下押し要因として作用しているとみられる（図表16）。

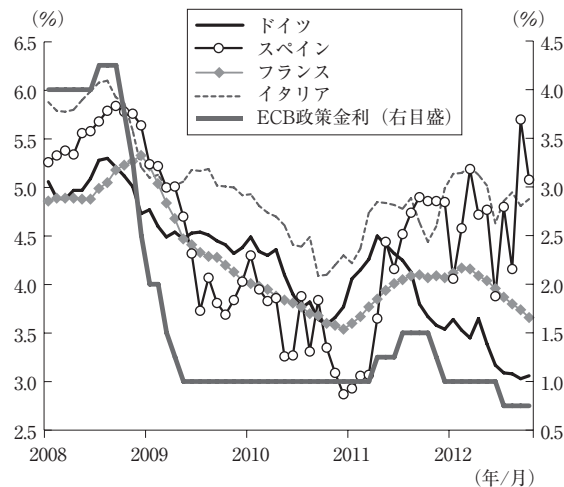
一方、ドイツでは個人消費の好調が続いている。南欧諸国とは対照的に、①良好な雇用・所得環境、

（図表15）ユーロ圏主要国の住宅価格



（資料）ECB、各国統計局、イタリア不動産研究所

（図表16）ユーロ圏各国の住宅ローン金利



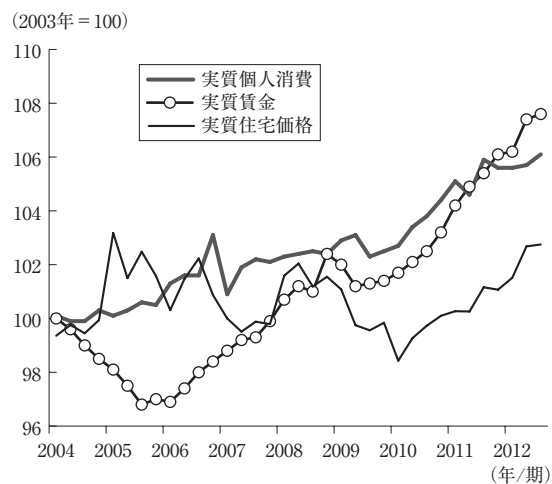
（資料）ECB、各国中銀

（注）期間10年以上の新規融資住宅ローンの平均金利。

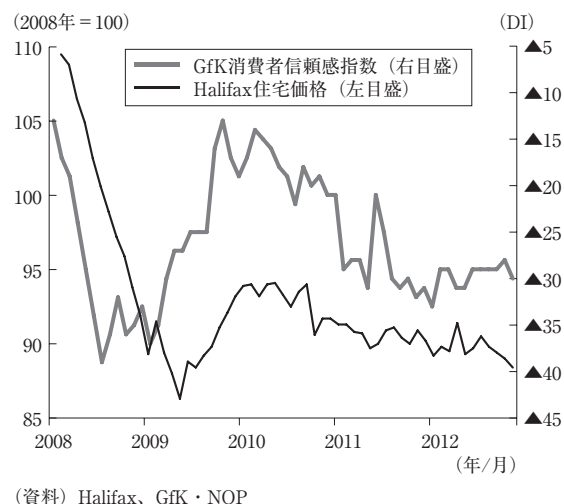
②逃避資金の流入による長期金利・住宅ローン金利の低下等を受けた住宅価格の上昇、が個人消費の押し上げに寄与している（図表17）。先行きを展望しても、①欧州債務問題が長期化するなか、ドイツの長期金利は当面低水準での推移が見込まれること、②他のユーロ圏諸国と異なり、2000年代に住宅価格の上昇がみられなかったこと、等から引き続き住宅価格の上昇が個人消費の押し上げに作用する公算が大きい。

イギリスでは、金融危機以降、住宅価格の下落や家計のバランスシート調整に伴い、個人消費の低迷が続いてきた。足許でも、住宅価格の下落に歯止めがかかっておらず、消費者マインドの低下を招いている（図表18）。もっとも、BOEは景気を支援する姿勢を維持するなか、金融機関に融資を促す新たな量的緩和策（FLS）を打ち出している。これにより家計向け住宅ローン貸出が増加すれば、2013年後半以降、住宅価格が押し上げられ、個人消費の下支えとなる可能性があるだろう。

（図表17）ドイツの実質賃金・住宅価格・個人消費



（図表18）イギリスの消費者信頼感と住宅価格の推移

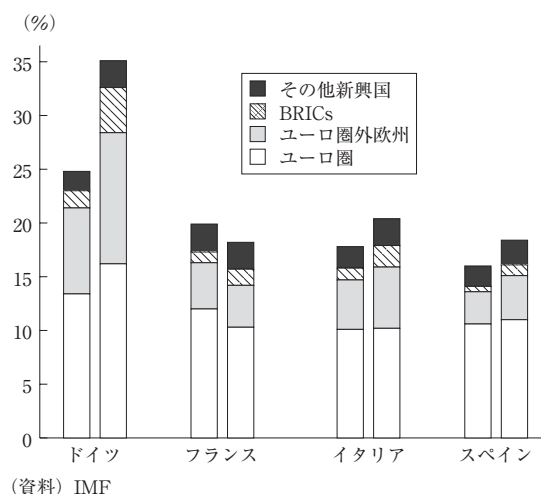


(3) 貿易構造

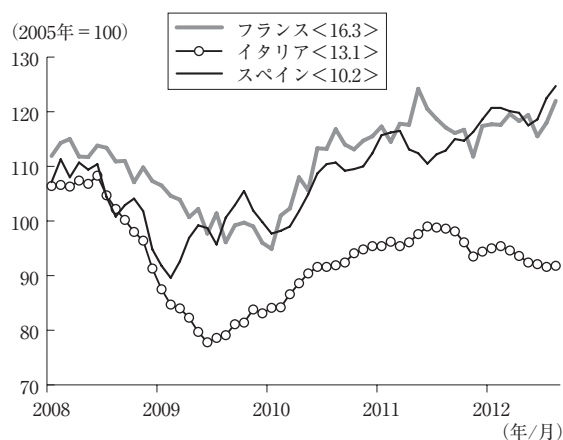
緊縮財政が続く、個人消費環境に厳しさが残るなか、内需の拡大が見込めない南欧諸国にとって、外需の拡大が景気の底割れ回避に不可欠といえる。そこで以下では、外需取り込みの成否を大きく左右する各国の貿易構造の違いについて検討する。

まず、ドイツでは、金融危機以降、輸出主導の景気回復を実現したが、とりわけ、新興国向け輸出の増加が牽引役となった（図表19）。新興国景気の減速により、当面輸出は弱含む可能性があるものの、新興国景気が持ち直せば、再び景気は力強さを取り戻す見込みである。

（図表19）ユーロ圏主要国の輸出額
（対名目GDP比、左：2001年 右：2011年）

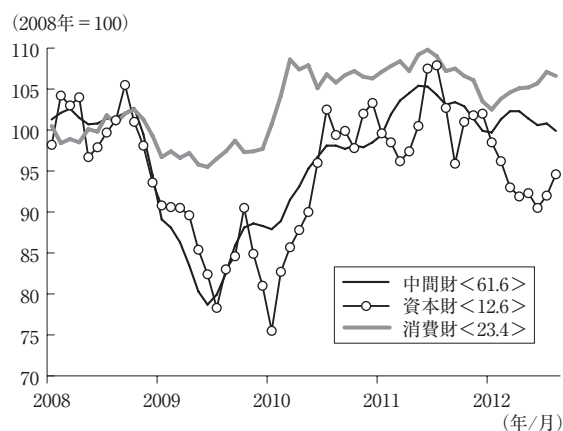


(図表20) 各国のドイツ向け輸出数量の推移



(資料) 各国中銀、各国統計局を基に日本総合研究所作成
(注) 凡例<>内は2011年の名目輸出に占めるドイツ向けのシェア。

(図表21) ドイツのユーロ圏からの輸入数量の推移



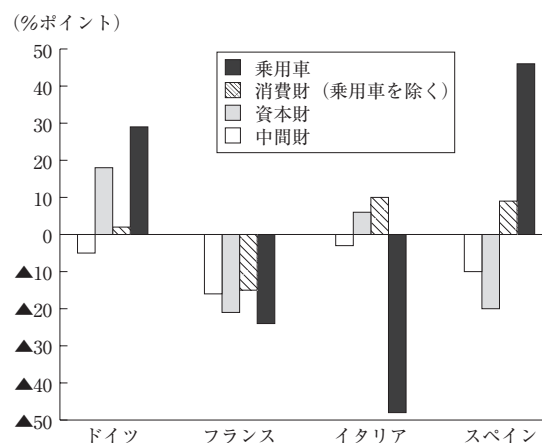
(資料) Eurostat、Bundesbank
(注) 消費財は乗用車・ガソリンを含む。
凡例<>内は、ドイツのユーロ圏からの名目輸入金額（2011年）に占める財別のシェア。

一方、単位労働コストが著しく上昇した南欧諸国では、対新興国での輸出競争力が低下するなか、新興国の需要を十分に取り込めていない。先行きも、大幅なユーロ安進行がない限り、こうした状況に変化は見込めないため、南欧諸国の輸出のうち1割強のシェアを占め、個人消費を中心に内需の拡大が見込まれるドイツ向け輸出の増加が、景気回復のカギとなる。2012年入り以降の南欧諸国のドイツ向け輸出をみると、労働コストの圧縮が進むスペインは増加傾向にある一方、労働コストの高止まりが続くイタリアでは弱含んでいる（図表20）。ドイツでの内需拡大の恩恵を受けるためにも、労働コストの圧縮が肝要といえる。

労働コストの格差に加え、競争力を有する産業の違いも、欧州諸国のドイツ向け輸出の動向に影響を与えているとみられる。2012年入り以降のドイツのユーロ圏からの輸入をみると、個人消費の好調を背景に、消費財輸入が底堅く推移している（図表21）。南欧諸国の競争力指数をみると、スペインは消費財、とりわけ乗用車の競争力が優位にあり、ドイツの個人消費、自動車販売拡大の恩恵を享受しやすい貿易構造となっている（図表22）。一方、イタリアでは自動車の製造拠点が少なく、ドイツの個人消費拡大の恩恵を十分に享受できていないとみられる。

なお、フランスでは、ドイツ向け輸出は堅調に推移しているものの、労働コストの上昇に歯止めがかからないうえ、すべての財で競争力劣位にあり、先行き増勢が鈍化していく懸念が大きい。競争力回復に向けた本格的な取り組みに踏み切らなければ、ドイツ向け輸出拡大の機会を逸するリスクがある。

(図表22) ユーロ圏主要国の競争力指数
(2012年1～6月)



(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成
(注) 乗用車はガソリンを含む。
競争力指数＝貿易収支/(輸出＋輸入)。

4. 2013～2014年の欧州経済見通し—2013年春以降プラス成長復帰も、低迷長期化

以上の分析を踏まえたうえで、2013～2014年の欧州経済を展望する。

(1) ユーロ圏

ユーロ圏景気は、①加盟国での緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題の長期化を受けた企業・消費者マインドの低迷、等を背景に、2013年初にかけて悪化が続く見込みである。もっとも、良好な雇用・所得環境を背景としたドイツの国内需要の拡大が景気を下支えするなか、ユーロ圏景気の底割れは回避される見通しである。一方、新興国経済の持ち直しを受けた輸出の増加が期待される2013年春以降は、マイナス成長から脱け出すとみられるものの、南欧諸国を中心に、緊縮財政や、労働コスト削減に向けた所得減の長期化が避けられず、ユーロ圏全体としては景気低迷が続く見通しである（図表23）。

ユーロ圏のインフレ率は、2013年入り後、フランスをはじめとした各国での付加価値税増税等が押し上げ要因となるものの、景気低迷の長期化を背景に、春以降ECBの目標水準（2%未満）まで低下する見通しである（図表24）。

（図表23）ユーロ圏経済見通し

（前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%）

	2012年		2013年				2014年				2012年	2013年	2014年
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	(予測)
	(実績)	(予測)											
実質GDP	▲0.2	▲0.8	▲0.3	0.6	0.7	0.8	0.8	1.1	1.3	1.5	▲0.5	▲0.1	0.9
個人消費	▲0.1	▲0.5	▲0.3	▲0.5	0.5	0.6	1.1	1.5	1.5	1.7	▲1.0	▲0.3	1.0
政府消費	▲0.6	▲0.6	▲0.5	0.0	▲0.3	0.0	▲0.6	0.3	0.2	0.0	▲0.1	▲0.3	▲0.1
総固定資本形成	▲2.9	▲2.0	0.5	0.7	1.0	1.3	1.0	1.5	1.0	1.2	▲3.8	▲0.8	1.1
在庫投資	▲0.7	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	▲0.2	▲0.1	0.0	▲0.1	▲0.5	▲0.1	▲0.1
純輸出	1.2	0.0	▲0.2	0.8	0.3	0.2	0.4	0.0	0.3	0.4	1.5	0.4	0.3
輸出	3.5	1.8	1.2	2.2	2.5	2.9	3.2	2.3	3.0	3.2	2.9	2.3	2.8
輸入	0.8	2.0	1.9	0.5	2.0	2.8	2.7	2.5	2.7	2.6	▲0.4	1.6	2.4

（予測）

（資料）日本総合研究所作成

（注）在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

（図表24）主要国別経済成長率・物価見通し

（前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%）

		2012年		2013年				2014年				2012年	2013年	2014年
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	(予測)
		(実績)	(予測)											
ユーロ圏	実質GDP	▲0.2	▲0.8	▲0.3	0.6	0.7	0.8	0.8	1.1	1.3	1.5	▲0.5	▲0.1	0.9
	消費者物価指数	2.5	2.4	2.1	1.8	1.9	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	2.5	2.0	1.7
ドイツ	実質GDP	0.9	0.4	0.6	1.5	1.3	1.4	1.2	1.5	1.7	1.9	0.8	0.9	1.4
	消費者物価指数	2.1	2.0	1.9	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.1	2.1	2.3
フランス	実質GDP	0.9	▲0.7	▲0.6	0.5	0.6	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	0.0	▲0.0	0.7
	消費者物価指数	2.3	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	2.3	1.9	1.7
イギリス	実質GDP	3.9	▲0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	1.4	1.6	1.9	2.0	0.2	0.9	1.5
	消費者物価指数	2.4	2.5	2.5	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.8	2.3	2.1

（予測）

（資料）日本総合研究所作成

(2) イギリス

イギリスでは、住宅価格の低迷や、雇用・所得環境の厳しさ等を背景とした消費者マインドの低迷を受け、個人消費を中心に、2013年中も低成長が続く見込みである。その後は、BOEの量的緩和等を受けた住宅価格の下げ止まりや、世界的な景気減速の一巡を受けた輸出の増加に伴い、徐々に増勢が強まる見通しである。

インフレ率は、緊縮財政に伴う公共料金の値上げ等がインフレ率押し上げに作用し、当面BOEの目標水準である2%を上回って推移するものの、景気の低迷長期化がデフレ圧力として作用し、春以降BOEの目標水準に向けて緩やかに低下していく見通しである。

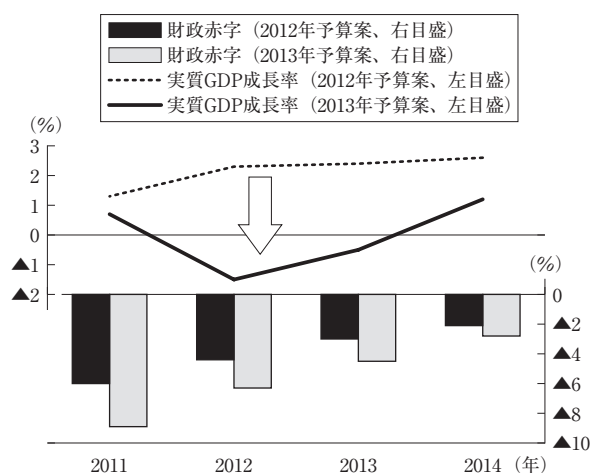
5. リスクシナリオ

以上のメインシナリオに対する下振れリスクとして、欧州債務問題の再燃が指摘できる。前述のように、ユーロ圏では、重債務国向けの財政支援を担うESMの創設や、ECBによる無制限の国債購入策の導入等を受け、当面の危機的状況は脱したとみられる。もっとも、以下のような事態に陥れば、これらのセーフティネットが十分に機能しない恐れがある。

第1に、重債務国による支援要請の先送りである。景気悪化と緊縮財政の悪循環が続くなか、南欧重債務国では緊縮財政に対する世論の反発が激しさを増している（図表25）。セーフティネットとして期待されるESMによる融資やECBによる国債買い入れには、現状より厳しい財政再建策が課されるとみられ、支援要請に対して世論の反発が一段と強まる公算が大きい。資金調達に窮するにもかかわらず、国内世論に配慮するあまり早期に支援を要請できなければ、南欧重債務国で再びデフォルト懸念が高まり、金融市場が混乱に陥る可能性がある。

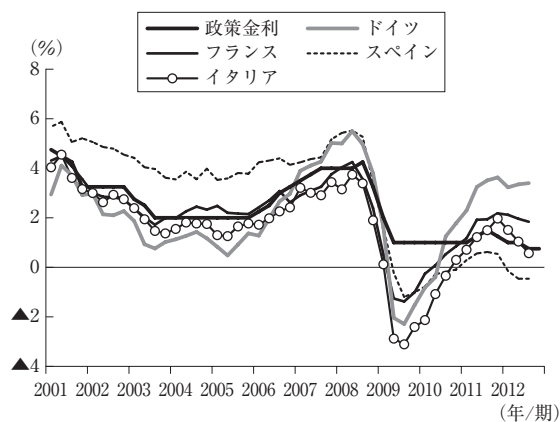
第2に、ドイツによるESM等に対する資金拠出の慎重化である。ドイツには、賃金の上昇などを背景にインフレ高進のリスクがある。インフレが加速した場合、本来であればECBによる金融引き締め

（図表25）スペインの財政赤字（名目GDP比）と成長率見通し



（資料）スペイン財務省

（図表26）各国の適正政策金利水準の推移



（資料）Eurostat, ECB, 欧州委員会

（注）適正金利はGDPギャップ、インフレ率、潜在成長率を用いた、変形テイラールールにより日本総合研究所作成。

が求められるものの、南欧諸国の景気悪化が続くなか、ECBによる積極的な対応は期待しづらいのが実情である。実際、ドイツでは金融引き締めが正当化される経済状況にあるのに対し、イタリア・スペインでは一段の金融緩和が必要な状況にある（図表26）。こうしたECBのインフレに対する寛容な姿勢が、統一通貨ユーロに対するドイツ国内の信認低下を招き、ESMなどへの資金拠出に対して、ドイツが再び態度を硬化させる恐れがある。

研究員 菊地 秀朗

(2012. 12. 10)