



Eurozone

アーンスト・アンド・ヤングによるユーロ圏の見通し

ユーロゾーン春号 - 2012年3月



Welcome



昨年12月に本誌「ユーロゾーン」冬号を発表して以来、ユーロ圏経済に関するアーンスト・アンド・ヤングの予想は下方修正されました。消費者心理が冷え込む一方で、根強い価格上昇圧力により、多くの国で成長率がマイナスに転じました。12月号では2012年のGDP全体の予想成長率を0.1%としましたが、本号では0.5%のマイナス成長に修正しました。これを免れる国は少数に留まる見通しです。

マーク・オットー
欧州、中東、インド、アフリカ担当
エリア・マネージングパートナー

ギリシャが無秩序な債務不履行に陥る危機は、土壇場で回避されました。ギリシャの大連立内閣による政治指導力は、今回の合意の実施に今後の信頼獲得を賭けています。また、他のユーロ諸国も納税者の税金を注ぎ込んでいます。欧州が前例のない道筋をたどっていることが改めて浮き彫りになりましたが、複数の主権国家から別の主権国家にこれほど多額の資金が注入されたのは今回が初めてです。自国の利益が主な動機であることは明らかですが、欧州の将来を分かち合うというビジョンの力を過小評価してはなりません。既に政治が信頼を取り戻す兆しも見えてきています。

欧州の将来を築くにあたり、持続可能な統治の枠組みを作るには各国の財政を一段と統合する必要があると、欧州連合(以下「EU」)加盟27カ国中25カ国が認めています。財政協定を強制力のある法律に変えるためにはまだ多くの作業が残されています。しかし、アイルランド政府が国民投票の必要性を感じている法案の内容が十分であることは明らかです。専門家の多くは国民投票がEU統合プロセスの妨げになると主張していますが、国民投票はEU全体で達し

た合意の真剣さを測る尺度とも考えられま
す。ユーロ圏の首脳は、通貨ユーロへの公
的な支援を強い姿勢で表明してきました。
徐々にではありますが、実際の行動からも
彼らが本腰を入れていることが見て取れま
す。

国だけでなく、多くの企業が流動性の問題
に直面しています。推定1兆1,000億ユー
ロに上る国債の借換えに加え、今年は1兆
4,000億ユーロの社債が償還されます。資
本増強を義務付ける規制の導入が銀行にさ
らに追い打ちをかけ、さらに5,000億ユー
ロが市場から流出する見通しです。

懸念される各国による財政緊縮

そのため、ユーロ圏の将来は信用市場の逼
迫、国家主権の結集、各国の緊縮財政が絡
み合った困難なものになりそうです。専門
家の多くは各国が一斉に実施する財政緊
縮を最も懸念しています。これにより、我
々は、2012年と2013年においてはGDP成
長率が1%以上低下することを予想して
おり、景気回復の遅れにつながると認識して
います。これが自らが招いたダメージなのか、



との提携による

持続可能な回復への前提条件としてやむを得ないことなのか、マクロ経済と政治の両面から盛んに議論が交わされています。

政府の政策や予算に限界があることは事実です。民間セクターにおける持続可能な雇用の創出に関する公共部門の実績は各国でばらつきがありますが、好例もあります。ドイツでは公共部門、経営者および組合が共同でそれぞれの役割を果たした場合、過渡期の雇用の確保に役立つことが証明されています。本レポートでは、ユーロ圏の競争力強化に向けて、各国政府が実行できる改革の柱について取り上げます。雇用改革をはじめ、一つとして簡単なものはありませんが、避けて通ることもできません。今回の債務危機をきっかけに、これらの問題に政府の関心が集まっています。

長期的な解決策は、政府債務を持続可能な水準にまで抑えることができるように、欧州の先進国が近年のペースを上回る経済成長を実現できる方法を見出すことが大切です。特に次の3つの分野が重要となります。

起業の推進

アーンスト・アンド・ヤングの「G20アントレプレナーシップ意識調査」では、起業活動の推進策についてG20諸国の実績を比較しています。設立当初だけでなく、企業の存続期間全体を通じてのビジネスの生産性の向上のためには、起業の推進は非常に重要かつ不可欠です。欧州諸国には優れた例が数多くありますが、経済を活性化する起業文化の育成と推進において、欧州は全般的に米国やアジア太平洋に遅れを取っています。欧州では中小企業が雇用創出に果たす役割はよく知られていますが、新興企業が大きく貢献していることはあまり知られていません。

イノベーションは欧州が出遅れている分野の一つですが、これは新製品の開発とプロセス改善の双方に当てはまります。イノベーションは新しい市場を創設・開拓し生産性を高める上で不可欠です。その一方で、欧州におけるイノベーションに対する公共の予算は日米を上回っています。民間の予算が不足しているため、この格差を埋めるための取組みが注目されています。

新たな市場機会の開拓

先進国市場が景気回復に苦慮している一方で、新興成長市場の登場により、世界経済の再編が進んでいます。欧州は新興国と文化的な絆が強い上、広範な自由貿易協定網を結んでおり、こうした恩恵を受けることができます。多くの新興国では新たな中産階級が誕生しており、金融サービスや消費財など、欧州企業が優位を誇る分野に新たなビジネスチャンスをもたらしています。

新たな市場は地理的なものだけに留まりません。世界の産業インフラを席捲しているクリーンテクノロジー革命も、欧州にとって追い風です。気候変動対策費により、中長期的な事業展開や競争力の向上に役立つイノベーションに弾みがついています。

同様に、女性が経済全般で果たす役割を最大限に活用する取組みにも、大きなチャンスがあります。人口の50%以上を占める女性の才能と可能性を十分に活用することは、経済の生産性と社会保障費の両方に影響を与えます。欧州はこの分野で大胆な変革を行う上で比較的有利な立場にありますが、雇用と働き方の柔軟性を高めるための労働市場改革に着手することが不可欠です。

民間の豊富なキャッシュの活用

2011年末の時点で、ユーロ圏の上場企業のバランスシートに計上されたキャッシュは前年比で約16%増の7,700億ユーロ超に達しました。オランダのGDPを上回るこの莫大な資金の金利収入は、現在最低限に留まっています。同様に、欧州中央銀行(以下「ECB」)が第一陣として銀行向けに発行した5,000億ユーロの債券のうち、2,000億ユーロ超が、企業融資ではなく、銀行の資本増強策の一環として即座にECBに預託されています。経済成長を促すために事業に投資される代わりに、市場から締め出された資金が1兆ユーロ前後に達しています。こうした資金を生産に振り向けることが主な課題であり、政府と民間がこの点に注目し、協力する必要があります。新規投資に必要なビジネスへの信頼を生み出すには、さらなる高い安定性が求められますが、この過程において、経済界が受身のパートナーとなるべきではありません。

これらの3つの分野には、経済界と政府の積極的な関与と対話、そして連携が必要です。「アーンスト・アンド・ヤングのユーロ圏の見通し」と17カ国についての詳しい情報は、ユーロ圏に関する当法人のウェブサイト www.ey.com/eurozone をご覧ください。

目次

02	09	10	22	42
困難なシナリオ、 困難な評価	ハイライト	危機は回避できるが、 改革の機会を捉える ことが必要	ユーロ圏各国の 経済見通し	その他のデータ

困難なシナリオ、 困難な評価

EU加盟国はユーロ圏経済の安定化に加え、経済と財政の再生に向けて懸命に努力しています。景気見通しの全般的な悪化と無秩序な債務不履行に陥るリスクを前に、多くの企業が対応に苦慮しています。しかし、ユーロ圏危機に伴うリスクとビジネスチャンスを適切に評価できる企業は、事業基盤をさらに強化するでしょう。

ユーロに加盟する17カ国を対象とした、四半期ごとの「ユーロゾーン・アーンスト・アンド・ヤングによるユーロ圏の見通し」では、本号でもユーロ圏がシステミックな危機に陥る恐れが影を落としています。全面的な危機への懸念からGDP見通しが悪化したのに伴い、我々はユーロ圏全体の2012年のGDP成長率見通しはマイナス0.5%に引き下げました。2011年12月に発表した前回のレポートでは、0.1%の成長を予想していました。

ユーロ圏の9カ国はマイナス成長を免れる見通しですが、その幅はスロベニアの0%からエストニアの2%までばらつきがあります。一方、深刻な危機にある南欧諸国では、全体的な「緩やかな減退」という予想よりも大幅な低下が見込まれ、中期的な成長率も低迷する見込みです。ユーロ圏の2015-16年の年間成長率は2%前後と予想されていますが、フィンランド、スロバキア、エストニアを中心に北欧の数カ国は好調が期待されます。もっとも、景気回復のペースは1970年代初め以降の景気後退局面後で最も緩やかなものになる見通しです。

緊縮財政と財政規律を継続する一方で、景気後退と、おぼつかない景気回復に悩まされてきた有権者に雇用の増大と生活水準の向上への希望を与えるという政治的な緊急課題が存在し、ほぼすべての政府がジレンマに陥っています。2012年と2013年のGDP成長率は、緊縮財政により1%以上低下する見通しです。財政目標達成の必要性を考慮して、本レポートでは即効薬とはならないものの、中期的な見通しを大きく改善する改革案を提言しています。

「一段と深刻な」安定のリスク

ユーロ圏安定のリスクは3カ月前と比べて一段と強まっています。ユーロ圏崩壊の可能性は極めて小さいと考えられますが、クライアント企業への調査から、経済界では総額1,300億ユーロに上る直近のギリシャ救済策が合意に至った2月中旬前に、ユーロ圏崩壊の懸念がピークに達していたことが判明しました。大半の企業トップは、今後数カ月はユーロ圏不安定化の可能性がつかまとうとしています。



クライアント企業やその他のリスク担当者はビジネスへの潜在的な脅威を評価するため、ユーロ圏崩壊のシナリオ構築に多くの時間をかけてきました。最善の結果を期待するだけでは取り返しのつかないことになりかねません。しかし、どこから手をつけるかを知ったとしても困惑するだけでしょう。

シナリオの策定

実際にユーロ圏が崩壊する確率はせいぜい10分の1だと思われませんが、崩壊には至らなくても破滅的な影響を及ぼすシナリオも確かに存在します。最も危険なのは、危機に直面している国が無秩序な債務不履行に陥ったり、信用収縮やユーロ圏の債務不履行への懸念をきっかけに金融危機が発生した場合です。債務不履行に陥る可能性が高いのは、ギリシャを筆頭に、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアです。

企業は一連のシナリオを評価し、そのシナリオが自社のビジネスにどのような影響を与えるかを見極める必要があります。以下に、シナリオの内容と評価手法を挙げます。

シナリオ1. 破滅的な信用収縮

最大のリスクを引き起こすのは信用収縮です。これは、ユーロ圏の崩壊までには至りません。詳しくは欧州の銀行システムのリスクの章で取り上げます。信用収縮が発生するのは、ECBの長期リファイナンスオペ（以下「LTRO」）が信用収縮の回避に失敗した場合です。銀行はLTROによる割安な資金を融資する代わりに、バーゼルIIIに定められた自己資本比率の強化を最優先させ、資金を留保します。その結果、中小企業が大打撃を受け、システミックな危機を恐れてユーロ圏からの資金逃避が始まります。



各国政府は財政規律をあきらめ、国債を大量に発行して銀行を救済せざるを得なくなります。ユーロを離脱する国も現れます。

シナリオ2. ユーロ圏の崩壊

ある加盟国の債務不履行が他の国の債務不履行を連鎖的に引き起こすことより、銀行危機が広範囲に広がってユーロ圏の崩壊シナリオに至ります。各国の通貨が創設されるため、債権者である銀行は債務のデノミネーションと貸付資産の実質的な価値の引き下げに見舞われます。各国政府は銀行システム救済に必要な資金を調達できないため、ユーロ圏の銀行システムは破綻します。EUは資金管理、不安定な為替相場、保護主義の世界に逆戻りし、単一市場は崩壊します。欧州は数年間深刻な景気後退に見舞われ、世界経済の足も引っ張ります。

どちらのシナリオも現実となる見通しは低いですが、問題は山積みです。恒久的な救済基金である欧州安定メカニズム（以下「ESM」）は欧州理事会の合意により、7月に5,000億ユーロで発足します。しかし、ユーロ加盟国の多くは、2年前に緊急策として創設された欧州金融安定ファシリティ（以下「EFSF」）に配分された手付かずの2,500億ユーロを上乗せして、いわゆるファイアウォールを強化すべきだと考えています。これにより財政基盤が強化され、ギリシャが債務不履行に陥った場合のドミノ効果を阻止できませんが、ドイツはかねてよりこの案に反対しています。

リスク評価: シナリオ1と2に対する7つの提案

競争力の問題: 弱小国の一部が全部が離脱してもユーロ圏が存続すれば、ユーロは強力な通貨になるでしょう。そうなった場合、世界市場におけるユーロ圏の競争力にどのような影響を及ぼし、どのような商業的な新戦略が必要になるのでしょうか？

サプライチェーンへの影響: 不安定な国に拠点を置く主要サプライヤーは、深刻な通貨・銀行危機をいかに克服するでしょうか？ 顧客からの財政支援が必要でしょうか？ どうすれば財政支援をアレンジできるでしょうか？

資金調達と資金管理: 新しい各国通貨のエクスポージャーをカバーするにはどのようなヘッジ要件が必要でしょうか？ ヘッジは可能でしょうか？ 銀行との関係や戦略はどう変わるでしょうか？

会計: デノミネーションに対応するにはどのようなシステムが必要でしょうか？ 減損の内容とその対策は？

税金: 税務政策の傾向は？ 移転価格にはどのような変化が予想されるのでしょうか？ どのような税務対策が最適でしょうか？

ビジネス機会: 合併・買収によるチャンスをつかむことで、ビジネスにおける競争環境をどう変えることができますか？

離脱の可能性をめぐる不確実性を重視: ある国がユーロを離脱し、その国の通貨を復活させた場合に考慮すべき問題が数多くあります。貸付や債券価値と同様に、ユーロ建てのあらゆる契約が影響を受けることは明らかです。どの通貨で債務を返済するのでしょうか？ ユーロからの離脱がEU法を順守しているかどうか問題になります。

シナリオ3: 控えめな楽観主義

かなり楽観的な第3のシナリオでは、ユーロ圏は金融危機を打開し、2013年に緩やかな回復局面に入ります。ギリシャ救済の効果が表れ、債務不履行の懸念は遠のきます。企業はバランスシートに多額のキャッシュを抱え、2013年以降、設備投資や雇用に振り向けるようになります。



一般の金融緩和と政府債の購入拡大を通じて、欧州中央銀行（ECB）による強力な支援が実施されます。危機をきっかけに、各国政府はこれまでこの足を踏んでいた必要な改革を実行します。最も緊急性が高いのは、賃金の伸びと生産性の向上の関連性を高めるために必要とされる労働市場の規制緩和です。しかし、これは各国により事情が異なります。単位労働コストが低下することにより、欧州各国はアジアや南米の成長市場の恩恵を受けることができるでしょう。

一方、ギリシャ経済を立て直すためには、緊急の救済措置が必要です。EUの強制的な財政緊縮策を主導したとしてギリシャ国内で毛嫌いされているドイツが開発投資計画を温めている点に注目です。ドイツ企業を代表するドイツ産業連盟（以下「BDI」）と、先ごろ任命された欧州投資銀行のヴェルナー・ホイヤー総裁はともに、第2次世界大戦末の米国から欧州への支援になぞらえて、ギリシャ向けマーシャルプランの必要性を公言しています。新たな成長への取り組みについて論議を促すドイツの試みは、インフラや他の経済資産への投資拡大を重視する欧州の経済界の利害と一致しています。

成長機会の評価

景気回復の兆しは一部の企業に設備や資産、市場開拓や人材への投資を促します。回復のペースと地域に左右されるのはもちろんです。アーンスト・アンド・ヤングのレポートでは、北欧と南欧の予想成長率を明確に区別していますが、成長率が投資パターンに影響を受けることは確かです。しかし、我々は多くの国で改革プログラムの一環として取り組むべき問題として、制度上の不備などの要因にも注目しています。具体的には、非効率で必要以上に時間がかかる法律上の手続きや、倫理的な問題を伴う業務慣行などが考えられます。

本レポートでは、多くの新興国市場で増加している中産階級が消費財や食料、流通、観光、外食産業などを中心に、今後も重要な成長機会をもたらすことも指摘しています。

一石を投じる選挙

企業はフランスとギリシャで予定されている選挙の動向を注視していく必要があるでしょう。選挙結果次第では市場に変化が起き、現行の安定化政策に影響を与え、欧州債務危機の解決努力に水を差すことが考えられます。予定通り4月にギリシャで総選挙が実施されれば、政治がますます不安定になると見る向きもあります。財政危機のあおりで二大政党の支持率は低下しているようです。両党の首脳はともに、他のユーロ圏諸国と2月21日に同意した政策の実施を約束していますが、2月半ばに実施された世論調査では、二大政党が連立政権を組んだとしても、議会の過半数に届かない見通しです。専門家は強硬派である極右、極左政党への支持率拡大を憂慮しています。

フランスの大統領選挙に伴い不確実性と不安定さが高まるリスクもあり、EUの財政規律の必要性についての独仏合意を脅かす恐れがあります。

国家政策とEU政策に対する欧州理事会からの要求

欧州理事会は3月上旬に開かれた会議の席上、EUの経済戦略の実施について討議しました。この戦略は財政再建の継続に加え、成長と雇用拡大に向けた確固とした対応を目指しています。持続可能な経済成長と雇用は財政赤字や巨額の債務の上には実現することはできません。理事会では、ユーロ圏の事態収拾に向けた対策が国とEUレベルの双方で効果を上げ始めた結論付けています。

2012年2月17日の理事会決議に沿って、賃金体系に関する社会的なパートナーとしての役割と国家のシステムを尊重しながら、加盟国は以下に取り組むことになりました。

- ▶ 賃金設定の仕組みを改善することで、必要に応じた雇用がしやすくなり、雇用の魅力が高まるような取組みの強化。
- ▶ 新規雇用の創出を阻む要因を取り除く。
- ▶ 特に若年層、女性、高齢の労働者の参画推進を目的とした積極的な労働市場政策の実施。

EUの重要な施策として、欧州理事会は単一市場の重要性を強調しており、2015年までに現存する障壁を撤廃してデジタル単一市場を完成させるとしています。オンライン取引の信頼性向上の取組みやブロードバンド網の整備を目指して、高速ブロードバンドのインフラコストの引き下げやEUや国レベルでの行政負担の軽減や規制緩和を行います。

欧州委員会は、小規模企業への支援策を含む最大限の規制緩和に向けた次のステップについて発表する意向で、欧州理事会はこれを歓迎しています。欧州理事会は貿易障壁の撤廃に加え、市場アクセスと投資環境の整備の重要性を強調しています。欧州理事会は今年6月に進捗度を評価し、EUと主要相手国との貿易や投資面での関係強化策を話し合う予定です。

大手企業のユーロ圏リスク対策

クライアント企業との話し合いから、経営幹部の多くがユーロ圏の混乱を事業計画のリスク要因とみなしていることが明らかになりました。リスクを回避するためだけでなく、リスクをチャンスに変えるためにも、優れた企業ほどリスクの優先順位を高く設定する傾向があることも判明しました。組織全体での徹底的なリスク戦略から学ぶ点はたくさんあります。積極的なリスク対応には次の4つのポイントがあります。

- ▶ 取締役会と経営委員会の議題のトップに据えることで企業のリスク戦略を強化する。リスクについてステークホルダーと定期的かつ公平正大に話し合うことも重要です。
- ▶ 正式なリスク識別法を組織内で用いることで、リスク管理を毎日の業務・計画に組み入れる。リスク評価を業務計画と連携させ、定期的なストレステストを実施すれば、企業内のリスク寛容度の検証にも役立ちます。
- ▶ 自己評価や報告の標準的ツールを組織内で活用し、管理とプロセスを改善する。
- ▶ リスクが識別された部署や領域だけでなく、リスクの影響を受けるすべてのステークホルダーに通知する報告システムにより、リスク管理機能を最適化する。企業はリスクへの認識を一段と高めるため、企業はリスク関連研修を個人の業績目標に組み込む必要があります。



欧州における税制の主な動向

欧州の税制は経済危機の影響に左右され、政策当局は財政の建て直しと競争力を維持する必要性との間で苦慮しています。

本号のユーロ圏見通しによると、財政緊縮策は今年の経済成長にとって最大の足かせとなります。こうした状況の下では、経済成長を促す税制を導入する機会はほとんど見当たりません。しかし、法人税を増税しない代わりに売上税などの間接税を引き上げる

国もあります。

税制の主な動向の一つに、各国間の連携と協力を図ろうという動きがあります。欧州委員会が提案した、法人税に関するEU共通統合課税標準はその最たる例といえます。グローバル化した世界では脱税への対応が容易になります。各国政府と税務当局が情報交換を強化し、脱税や不正の摘発に取り組んでいます。

グローバルな税制環境における税務対策

綿密に策定された税務戦略と堅実な納税業務は企業の繁栄に役立ちます。新たなグローバルの税制環境において、政策当局は、企業の取締役や経営陣に対して、法人税に関する企業責任について理解することを期待しています。これまでに接触したクライアント企業のうち、対応の進んでいる企業では、税務戦略を取締役会の議題として取り上げています。

絶え間なく変更される法律への適応に加え、グローバル企業と海外取引に関して政府と税務当局が緊密に協力して税規則を施行しているという事実には、戦略的な意義があります。従って、文書に一層の注意を払い、入念に計画を練って将来税金をめぐる論議に巻き込まれるリスクを抑えることが戦略的に重要です。

企業内に専門家集団である「税制および税務部門」を設置することは、企業が税制や税務の変更を理解する上で有用です。企業は既存の税務リスク管理のツールを活用し、グローバル企業であれば、税務上の論争とリスクにグローバルな手法を採用すべきです。例えば、主要国の税務当局との関係を強化し、利用可能な税務情報を織り込み、文化が許す限り、税務当局との間で透明性が高く、協力的で、迅速な対応が期待できる関係を築くべきでしょう。

税務管理のチェックリスト

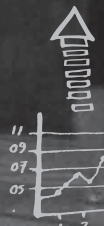
組織構造によって検討すべき対策は異なります。問題の一つに、事業の利益率が低下した際に繰延税金資産に与える影響が挙げられます。この問題はユーロ圏を離脱する国があるかどうかにかかわらず、決算日のたびに直ちに影響します。

その他の主な対策

- ▶ サプライチェーン全体を見据えた税効率の見直し
- ▶ 保証および市場支援金の設計
- ▶ 将来的な展開に備えた引当金の検討
- ▶ 潜在的損失の確実な利用
- ▶ 子会社の法的形態の見直し
- ▶ グループ内における債務免除益の配分
- ▶ グループ内における貸倒損失の配分
- ▶ 過少資本の見直し
- ▶ 財貨、サービス、貸付の移転価格の見直し
- ▶ 代金請求要件の見直し
- ▶ 付加価値税(VAT)の請求と支払の評価

強固なグローバル税務戦略の策定法についての詳細は、www.ey.com/taxをご覧ください。





0001.13

1128900

6 index
70%

0.0103

9.1

2

98,162,33

+ 1,001,328

+ 623,42

46,891,781

EUROS

Increase

today

100

59
67

$(4^2 - 67)$

161781

47

12345

Billion

ハイライト

- ▶ 2012年はユーロ圏にとって試練の年となるでしょう。今年は巨額の公的債務と民間の社債が償還を迎え、信用が逼迫し、一段の緊縮財政と失業の増加が見込まれています。こうしたことから、我々は緩やかなマイナス成長を予想しています。主要国の景気が順調に回復しても、周縁国の大幅なマイナス成長を全面的に相殺することはなさそうです。経済環境次第では、ユーロ圏を現在の形で維持しようとする政策当局の決意と能力が試されます。
- ▶ 合意に達したギリシャの債務再編策に加え、スペインとイタリアに有効なファイアウォールが築かれれば、2013年にはプラス成長に戻るはずですが、今年が0.5%のマイナス成長が予想されますが、2013年のユーロ圏のGDP成長率は約1%、2015-16年は2%前後に回復する見通しです。景気後退局面後の景気回復としては、1970年代初頭以降で最もペースの遅い回復となります。
- ▶ 今年は信用逼迫に加え、財政再建が推計でGDPの1%を上回り、経済成長の大きな足かせとなります。ユーロ圏の銀行は自己資本比率の強化が必要にもかかわらず、資金調達に苦慮しています。信用の逼迫により投資と消費は冷え込みます。実際、現時点での予想以上に、信用の逼迫と緊縮財政が悪化し長引く恐れがあります。このシナリオでは、ユーロ圏は深刻な景気後退に陥ります。
- ▶ その反面、低インフレが経済活動の追い風となり、家計の実質所得の維持に役立ちます。また、企業もおおむね豊富なキャッシュをバランスシートに抱えています。政策当局による思い切った措置により年内に信頼が回復すれば、2013年以降は余剰現金が投資や雇用に投下される見通しです。
- ▶ この予想は、ECBが金融緩和を維持して景気を下支えすることを大前提としています。具体的には、低金利を維持し、政府債の買入れを増やして周縁国の低金利での債務再編を促します。
- ▶ ECBの支援がなければ、周縁国が次々と無秩序な債務不履行に陥り、ユーロ圏の将来が脅かされます。ギリシャがユーロ圏から離脱しても、体系的・構造的な混乱は起きません。しかし、ポルトガル、スペインその他の国までもが離脱するシナリオが現実となれば、為替の急激な変動、銀行のバランスシートへの悪影響、企業、消費者、投資家の信頼の失墜など、次々に悪影響が出てくるでしょう。このシナリオでは、ユーロ圏は何年も深刻な景気後退に陥り、世界経済の成長も押し下げます。
- ▶ 現在の環境をきっかけに、これまで実施が困難だった改革に弾みがつく可能性もあります。ユーロ圏が中期的に成長に適した構造になるには、ユーロ圏全体の改革を実施して財政面での協調と、いずれは財政統合に向けた動きを加速することが必要です。
- ▶ 国のレベルでは、現在優先課題となっている緊縮財政とともに、成長強化に向けた改革を重視すべきです。他の改革に加え、単位労働コストが低下すれば、ユーロ圏諸国はアジアや南米の成長市場の需要を開拓できます。世界経済に占めるアジアや南米の比率は着実に上昇しており、向こう10年間に貿易や投資のチャンスは増大するはずですが、ドイツはこの時点で成果を上げており、他国の参考になります。
- ▶ 改革の内容は、各国の弱点や可能性を考慮した国別のものにすべきです。多くの国では、労働市場を改革して賃金と生産性の伸びとの連動を強めるほか、公共部門や徴税の効率を高める構造改革、そして高齢化社会に備えた改革が必要です。

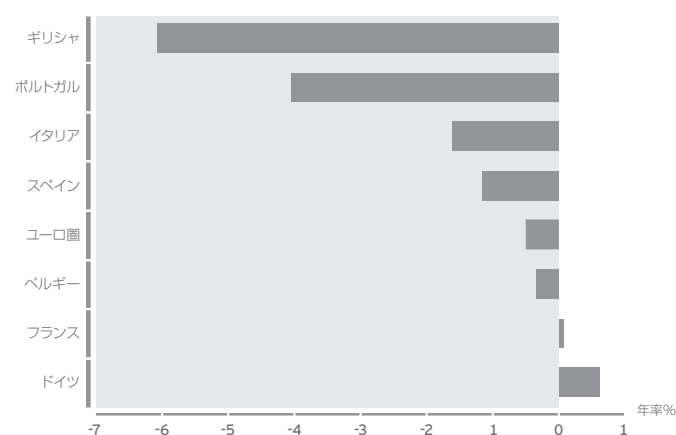
危機は回避できるが、 改革の機会を捉えることが 必要



垂れ込める暗雲

ユーロ圏の見通しはすでに低迷していましたが、冬号発行後、さらに悪化しました。企業、消費者、政府が抱える問題は2012年も尾を引き、予想以上に価格上昇圧力の解消に時間がかかり、安定へのリスクもさらに深刻さを増しています。2012年のユーロ圏全体のGDP成長率はマイナス0.5%と予想され、マイナス成長にならない国は17カ国中9カ国に留まる見通しです。いくつかの国では、厳しい調整局面が少なくともあと2年は続きそうです。

図1
2012年のGDP成長率



出所: Oxford Economics

見通しの悪化に伴い、ユーロ圏の債務危機の打開も一層困難となり、ユーロが混乱の中、崩壊する可能性も現実味を帯びてきています。ユーロ圏を現在の形に維持し明るい未来を築くために、各国およびユーロ圏レベルで大規模な政策の取組みが進んでいます。我々は欧州の政策当局の成功を確信しています。

複数の課題

2011年後半にユーロ圏の回復を遅らせた問題は尾を引いており、前四半期中に悪化したものもあります。最も深刻なのは、1月にユーロ圏の多数の国債の格付けが引き下げられた結果、財政の持続可能性に対する市場の懸念が一向に解消されないことです。これを受けて、債務と財政赤字について、不評ではあるものの必要な対策を多くの政府が発表しました。我々はこうした財政緊縮策が全体で2012年のGDPの1%強に達すると推定しています。市場環境や税収の回復ペースを理由に必要と判断されれば、場合によっては一段の財政緊縮が実施される可能性もあります。

表1
ユーロ圏経済の見通し (別途明示しない限り、年率%変化)

出所: Oxford Economics

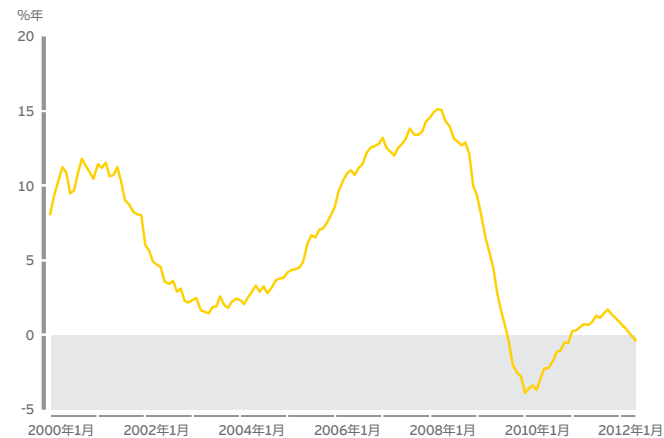
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.5	-0.5	0.9	1.7	2.0	2.1
個人消費	0.1	-0.7	0.5	1.2	1.6	1.7
固定資本形成	1.9	-1.5	1.7	3.5	3.6	3.4
在庫投資(GDP比%)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
政府支出	0.1	-0.9	-0.3	0.5	1.0	1.2
輸出(財貨・サービス)	6.6	1.2	4.4	5.7	5.5	5.0
輸入(財貨・サービス)	4.5	-0.1	4.2	5.8	5.5	5.0
消費者物価指数	2.7	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8
失業率	10.2	11.1	11.3	10.9	10.3	9.7
経常収支(GDP比%)	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
財政収支(GDP比%)	-4.2	-3.4	-2.5	-2.0	-1.6	-1.2
政府債務残高(GDP比%)	88.9	91.2	92.2	92.4	92.3	91.7
ECBの主要リファイナンス・オペ金利(%)	1.2	1.0	1.0	1.6	2.6	3.9
ユーロ実効為替レート(1995年=100)*	120.8	115.6	119.8	117.6	115.6	115.3
為替レート(ドル/ユーロ)	1.39	1.26	1.30	1.27	1.24	1.24

* 実効為替レート上昇はユーロ上昇に比例する



銀行が保有する国債から生じる損失に神経をとがらせ、潜在的な取引先の信用力低下に不安を覚える中、ユーロ圏の財政の持続可能性についての懸念が高まり、銀行セクターへの信頼は急速に失墜しました。市場の懸念、銀行の自己資本比率強化の取組み、個人預金の減少が重なり、2011年末に欧州の銀行間市場は流動性不足に陥りました。そこでECBが介入に乗り出し、適格の銀行向けに3年物の資金を上限を定めずに提供しました。

図2
非金融企業に対する融資

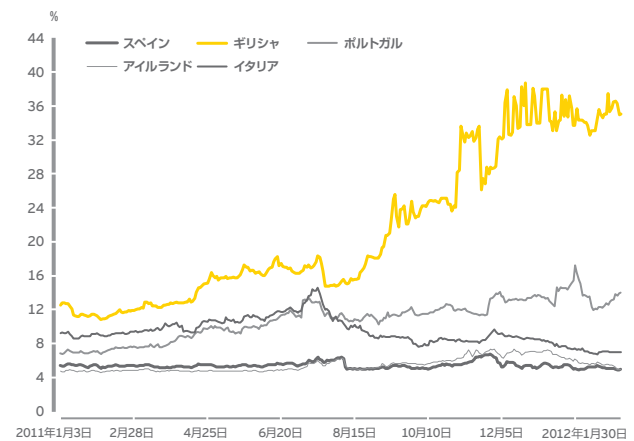


出所: Oxford Economics, Haver Analytics

銀行危機の懸念が後退したことで金融市場を押し上げましたが、直近のデータによると、このファシリティによる流動性の多くは、経済全般に投下される代わりにECBに再預託されています（このテーマは16ページのコラム2で詳しく取り上げています）。このため、家計や企業への融資は依然低迷しています。

最後に、ユーロ圏の主要貿易相手国における景気回復のペースも鈍化しているようです。19ページのコラム3で世界の経済環境に関する予想を取り上げています。2012年前半は米国の景気回復が減速してアジアの成長率が下がる一方、コモディティ価格は一段の上昇が予想されます。ユーロ圏の経済成長にとって最大のマイナス要因ではないにせよ、対外的な環境は確実に冷え込んでおり、ユーロ圏が2012年に輸出主導型の経済成長を遂げる見通しも遠ざかっています。しかし、他国をしのぐ勢いの国もあり、柔軟性や競争力が高い国は成長市場との貿易を伸ばし続けています。

図3
国債利回り



出所: Oxford Economics, Haver Analytics

2012年は消費者も企業も支出を削減

対外見通しの悪化に加え、国内の緊縮財政、2011年を通じての実質賃金の低下から、2012年にかけて消費者の消費意欲も後退しました。もちろん、国によってばらつきがあり、ドイツでは1%程度の消費増が見込まれる一方、フランスは総じて横ばい、イタリアでは大幅な消費の落ち込みが予想されています。ユーロ圏レベルでは、消費支出の伸びは若干のマイナスになる見通しです。2012年のインフレ圧力の後退は主にコモディティ価格の高止まりを反映したもので、他の財貨やサービス費用の下落が理由ではないため、消費意欲をかきたてるには至っていません。

厳しい資金調達条件や余剰能力の増大、内需低迷に対応して、企業の設備投資の削減が予想されます。2012年はスペインとイタリアで設備投資が5%以上減少し、フランスとベネルクス三国では横ばいか微減となる見通しです。ある程度設備投資の伸びが見込まれるのはドイツだけですが、ここでも伸びが顕著になるのは今年後半になってからでしょう。

2012年にマイナス成長に陥らないのは9カ国にとどまる見通しです。ドイツは新興アジアとの貿易拡大と強靱な労働市場により、マイナス成長を免れる模様です。その他のユーロ圏諸国はマイナス成長が予想されます。大半は若干のマイナスですが、イタリアとスペインは1%台、ポルトガルは4%前後、ギリシャは6%以上のマイナス成長が見込まれます。

コラム1

ユーロ圏非加盟の同規模国を上回る経済成長を遂げているユーロ圏加盟国も

ユーロ圏は10数年前の発足以来最大の試練を迎えています。ユーロ圏加盟国が非加盟の隣国を上回る経済成長を遂げている、という興味深い例があります。例えばエストニア経済は、現時点でユーロ非加盟ながら加盟を希望しているラトビアやリトアニアより好調に推移し、フィンランドもデンマークやノルウェーを上回る経済成長を遂げています。

他のバルト海沿岸諸国を上回る成長を続けるエストニア

バルト三国はいずれも2009年に景気が大幅に後退し、GDPはマイナス15%程度とEU内で最悪を記録しました。2011年1月のユーロ加盟に伴い、エストニアが金融政策の独立性を失い、慎重な財政政策の必要性が生じたにもかかわらず、その後エストニアはラトビアとリトアニアを大きく引き離し、2010年の成長率は2.3%、2011年は8%と欧州で最も高い経済成長を記録しました。

バルト三国は他のEU諸国と比べてはるかに規模が小さく、深刻な景気後退の影響を受けやすいと言えます。同時に、各国の産業構造の違いが景気回復のペースにも影響しています。エストニアの鉱工業生産は、エリクソンの携帯電話用部品を筆頭に消費者家電の比重が大きく、輸出市場も広範囲にわたっているため、長期にわたる急激な輸出ブームに沸きました。一方、リトアニアは石油製品、ラトビアは石油輸送と林業製品が中心で、両国の貿易は依然としてロシアへの依存度が高

く、2009年にロシアを襲った深刻な景気後退の影響を受けました。

貿易相手である欧州諸国の多くは景気が低迷しました。しかし、エストニアはユーロ圏への加盟によって為替リスクが解消され、為替の安定を維持する必要性に迫られたラトビアとリトアニアよりも低い金利が適用されたことなどの、大きなメリットを享受しました。ユーロ圏の債務危機は巨額の赤字と債務を抱える国を直撃しましたが、エストニアは強固な税制基盤を反映して公的債務、財政赤字ともに非常に少なく、債務危機の影響を免れました。

輸出比率が高いにもかかわらず、2011年も好調だったフィンランド

相対的な経済動向を示すもう一つの興味深い例は、フィンランドとユーロ圏に属さないデンマーク、ノルウェー、スウェーデンとの比較です。ユーロ圏との貿易関係にもかかわらず、フィンランドは2011年に2.6%の経済成長を達成し、デンマーク(1%)とノルウェー(石油とガス資源があるにもかかわらず、わずか1.3%)を大きく引き離しました。ただし、この数字は2009年の大幅な景気後退からの反発という側面もあります。

フィンランドの好調の理由はほかにもあります。強靱な金融システム、債務危機に苦しむ欧州の周縁国の影響が限られていることが挙げられるでしょう。2011年第3四半期時点

で、債務危機の渦中にある国へのフィンランドの銀行の融資額は27億ユーロとなっています。また、フィンランドの主要貿易相手国であるドイツ、スウェーデン、2009年に原油価格の低迷に苦しんだロシアは、ユーロ圏の危機を巧みに切り抜けています。

一方デンマークは、ユーロ圏の主要貿易相手国と競争力の差が開き、民間部門の巨額の債務に阻まれて消費需要が落ち込みました。一方、ノルウェー経済は他国と比較して2009年の景気後退の影響が小さかった分、この2年間は緩やかな経済成長に留まっています。豊富な原油資源に恵まれたノルウェーでは、公共支出が維持され、引き続き巨額の経常黒字を計上しています。2011年の景気減速は、石油セクターが保守点検に入ったためです。

対照的に、ユーロに属さないスウェーデンは他の北欧諸国よりも好調に推移しました。スウェーデンは中期の財政収支の黒字目標がGDPの1%と、公共財政が比較的健全です。このため、大半の欧州諸国と異なり、財政が安定していたことにより、財政緊縮策が不要だったことが大きく寄与しました。この結果、消費者の信頼感が高水準を維持し、2009年以降失業率が低下して、消費支出の増大につながりました。しかも、金利は低水準が続き、企業の信頼感の向上が投資を促進しました。



労働市場環境は悪化

輸出、企業投資、消費支出に関する見通しを反映して、ほとんどのユーロ圏諸国では雇用の創出が低迷する見通しです。ドイツは数少ない例外ですが、2012年はユーロ圏全域で失業率の上昇が予想されます。

若年層の失業率が特に高い国では、すでに深刻な社会問題がさらに悪化する恐れがあります。財政が許す限り、先のスペインの労働規制改革などの若年層の雇用の支援と促進に特化した制度や、労働者の雇用を容易にし、コストを抑える総合的な施策を多くの国で採用し、景気後退が労働者に与える影響を緩和することが必要です。こうした対策を取らなければ、労働者が市場から離脱し、長期の潜在的経済成長や財政の持続可能性を脅かす恐れがあります。

大企業は投資資金を確保

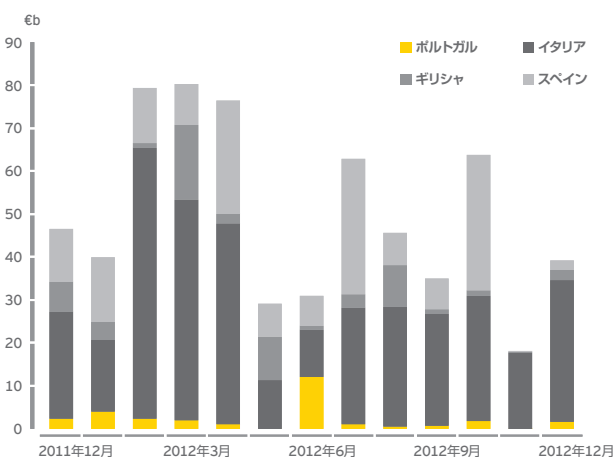
ユーロ圏の経済見通しが悪化しているにもかかわらず、大企業の財務状況が比較的良好なことが明るいニュースとして挙げられます。この2年ほど、大企業は効率性の向上、利ざやの改善、バランスシートへの現金および現金等価物の計上を進めてきました。

世界経済の見通しと欧州の財政状況が不確実な中、キャッシュを抱える企業は今後も内部留保を続ける見込みです。しかし、対外的な見通しが改善し、各国政府が適切な政策手段を講じれば、企業も比較的早期に内部留保を用いて、予想より早いペースで雇用拡大に踏み切るでしょう。

緩やかな回復に対する懸念

しかし、予想を上回る余地があるとはいえ、ユーロ圏に深刻な景気後退を引き起こす複数のリスクも懸念されます。債務再編はギリシャに限定され、ユーロ圏は無傷の見通しですが、そのためには、いくつかの課題を克服することが必要です

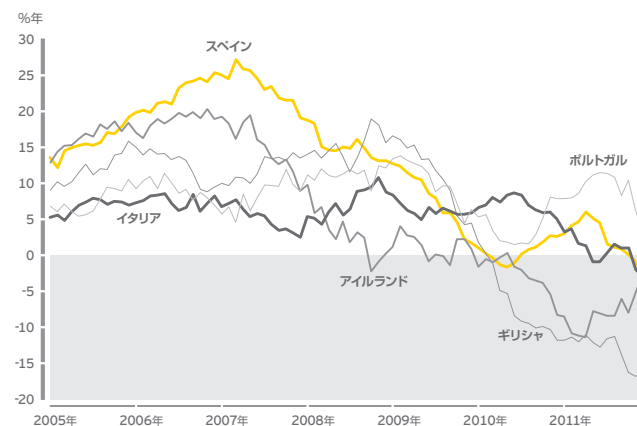
図4
国債償還額



出所: Bloomberg

一番の課題は、この先1年ほどは巨額の国債償還が控えていることです。市場は先ごろイタリアとスペインが実施した政策手段を好感し、資金調達コストの低下につながりました。また、ECBの長期リファイナンスオペ（以下「LTRO」）第一弾も寄与しました（16ページのコラム2を参照）。しかし、昨年後半に比べて今年前半の方が資金調達ニーズが高く、イタリア、スペイン、ポルトガル、アイルランドが債務を履行し続けられるかどうか、しばらくは予断を許しません。

図5
ユーロ圏の銀行の個人預金



*政府を除く非金融機関

出所: Oxford Economic、欧州中央銀行

我々はまた、資本の逃避により、1カ国以上で銀行危機が起きるリスクも懸念しています。居住者の間にユーロ圏からの離脱についての不安が広がるにつれ、ユーロ圏の崩壊や切り下げに備えて預金を「安全な」ユーロ加盟国に移す動きが出てくる可能性があります。

万が一、資本の流出が加速して銀行が預金の引き出しに対応できなくなった場合、各国政府は銀行システムの破綻を防ぐため介入に踏み切らざるを得なくなります。しかし、銀行への支援や保証を増やせば、すでに疲弊している公共財政にさらに負担がかかります。

ユーロ圏の安定に対する最後のリスクとして、債権国、債務国のいずれかが政策疲労に陥ることが考えられます。財政緊縮策を試みている国の政府は政策の実施についてコンセンサスの維持が必要となる反面、救済措置に対する国民の支持を維持する必要がある国も出てくるでしょう。長期の持続可能性について投資家の信頼を得るためには、持続可能な基盤に立った財政政策という直近の取り組みを、12月に合意した財政協定の批准によって支えることが必要です。

ECBの果たす役割

ECBは2012年も重要な役割を果たすでしょう。証券市場プログラムに基づくECBの国債の買入れは、2011年末以降大幅に減少しています。しかしながら、LTROに関するコラムで述べているように、ECBの国債への間接的な関与はおそらく増大していると思われます。今年前半に巨額の政府債が償還を迎えるだけに、金利を維持するためにはECBが改めて国債の買入を増やす必要が出てくるかもしれません。しかし、政策当局の中にはECBのバランスシートリスクが高まることと、最終的にはECBが介入して金利の上昇を抑えることが明白であるため、各国政府が抜本的な財政再建を行わないモラルハザードの可能性から、これに反対する声もあり、これが現実になるかどうか不明です。

貸付、経済成長、投資、財政の持続可能性の間に相互関連性を踏まえると、銀行の貸付状況が好転しない場合、ECBは銀行からの実体経済への流動性供給を促す手段を検討する必要もありま

す。ECBは2月末にLTROの第二弾を実施しました。しかし、資金を増大しても銀行が融資を行わなければ、例えばECBへの資金預託手数料を取るなど別の手段を考える必要がありそうです。

従来の金融政策については、経済見通しが低迷し物価上昇圧力も薄れているだけに、今後数年間ECBは借換金利を低く抑えるでしょう。この方法が上述した他の措置ほど論議を呼ぶことはなさそうです。

深刻なダウンサイド

銀行は通常大量の国債を保有しているため、ユーロ圏のある国が債務不履行に陥った場合、銀行のバランスシートに直ちに影響が及びます。そうなれば、すでに苦しい財政に悩む各国政府から一層の資本注入が必要になります。

すると、国によってはユーロ圏を離脱して債務を新しい通貨にデノミネーションしなければならず、新通貨が下落して、債権国の銀行の損失が膨れ上がることになります。この結果、他国の銀行セクターの混乱にも拍車がかかります。先ごろ合意した債務の減額にもかかわらず、前号の我々のレポート発行以来、ギリシャがユーロ圏を離脱する可能性は高まっています。ギリシャが離脱すればギリシャ国内は当然ながら苦境に陥り、欧州諸国の銀行も影響を受けますが、スペインとイタリアに対してファイアウォールが築かれれば、ユーロ圏の景気回復にさほど影響を及ぼすことはないでしょう。

これらのいずれのシナリオも現実のものにならず、また状況が悪化して数カ国がユーロを離脱した場合は、ユーロ圏は2008-09年当時より深刻な景気後退に見舞われ、その期間も2倍の長さに及ぶでしょう。失業率はスペインですでに23%、ギリシャは20%、アイルランドとポルトガルで15%と高く、景気後退が家計収入や生活水準に与える影響が懸念されます。こうした見通しを前に、欧州全域の人々が真剣に長期の解決策を見つける努力を続けると我々は確信しています。このような景気後退が現実のものとなるシナリオについては、低い確率（約10%）を設定しています。



コラム2

先のECBの流動性オペ

ECBは財政をめぐる懸念の高まりを抑える目的で、2011年後半と2012年初めに相次いで介入措置を打ち出しました。その中でも最も重要なのは、12月に実施した3年物長期リファイナンスオペ（以下「LTRO」）です。銀行に1%の金利で長期資金を提供し、融資に対する担保要件を大幅に緩和しました。銀行側はこの措置を歓迎し、5,000億ユーロ近い資金を借りました。かなりの部分はECBからの他の借入れの返済に充てられましたが、ECBから銀行セクターへの融資は12月だけで総額2,000億ユーロ強、率にして35%増加しています。

以後、ユーロ圏の金融情勢は著しく改善しています。イタリアとスペインを中心に、危機の渦中にある国の国債利回りは急落し、銀行の資金調達圧力も緩和しました。銀行間レートと短期スワップのスプレッドは20ベースポイント（bp）程度低下し、銀行株は上昇しました。金融情勢が大幅に改善したため、ECB関係者からはユーロ圏の銀行システムに関する限り、「任務完了」との声が上がっています。

しかし、LTROによってユーロ圏の問題がすべて解決されるわけではありません。LTROの最大の狙いは、一部のユーロ圏の銀行を深刻な流動性不足に追い込み、大規模な信用収縮を招く恐れがあった銀行セクターの危機を食い止めることでした。この目的の達成については、LTROはこれまでのところ明らかに成功

しています。無担保の資金調達コストの抑制に加え、銀行はLTROを通じて借り入れた資金で2012年に満期を迎える長期資金を償還できます。

しかし、LTROには欠点もあります。一部の国の銀行が、ECBからの資金供給に過度に依存する恐れがあります。イタリアとスペインの銀行は今では資産の5%をECBの資金供給でまかなっています。しかし、ECBが優良債権者である以上、この割合が高くなればなるほど、他からの資金調達は困難になる可能性があります。LTROは銀行の資産の用途も限定していますが、万が一銀行に流動性の問題が生じた場合、バランスシートの大きな部分が調達資金の担保として扱われていれば資金切れを回避しづらくなります。ベルギーとフランスに拠点を置くデクシアが2011年に破綻したのは、まさにこれが原因でした。

銀行セクターの救済に加え、LTROは債務危機を緩和あるいは解決する手段とも見なされてきました。専門家によれば、銀行はLTROの資金を1%で調達し、その資金を使って高利回りの国債を購入することで、国債を積み増すことができます。しかし、12月の統計を見る限り、ユーロ圏の銀行の国債保有は小幅増に留まっており、国債は未ヘッジのポジションが必要などの理由から、大量の国債の正味追加購入には懐疑的にならざるを得ません。

今年ユーロ圏が信用収縮に陥るのを防ぐには、LTROは遅すぎた感があります。今年初めにECBが実施した銀行貸出調査によれば、信用基準を強化した銀行の残高は大幅な純増となっています。信用条件の厳格化は経済活動の低迷をもたらし、公共財政にも悪影響が予想されます。

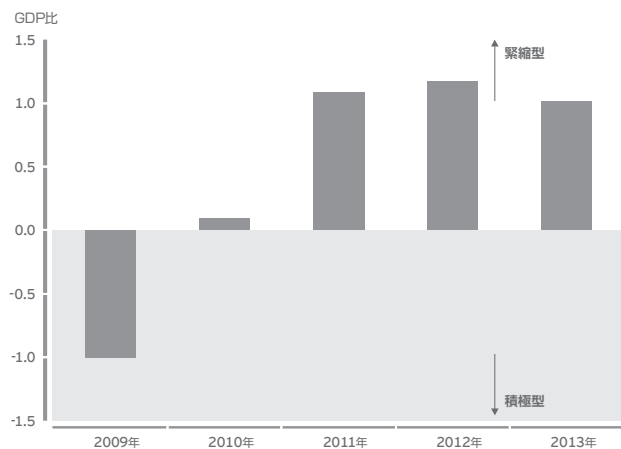
ECBはどう対応すべきでしょうか？ 明確な答えはこれまでの対策を繰り返すことです。事実、ECBは2月下旬にLTRO第二弾を実施し、それに対して銀行から第一弾と同程度の借入れがありました。しかし、資金の大半は今回も、実体経済への貸出増加や国債の買い入れの代わりに、銀行の資金調達ニーズの確保に使われそうです。あるいは銀行がLTRO資金を活用して、債務不履行が発生した場合の金融市場の混乱リスク回避のための流動性クッションを築くことも考えられます。万が一債務不履行が発生した場合、ECBはLTROファシリティの積極的な活用によって他国への波及リスクを抑えようとするでしょう。しかし、これは上述したように、LTROの多用によりバランスシート上負債が増加するほか、ECBの資金に依存する銀行が多数発生する恐れがあるなど、長期的なリスクを伴います。

2013年は状況が改善

ユーロ圏が現在の金融危機を克服できれば、2013年は緩やかな回復が見込まれます。ギリシャ再編の影響が金融セクターに波及し、他の加盟国の債務不履行に対する懸念が後退するにつれ、銀行のバランスシートは一定の安定を取り戻すはずで、先のECBのオペによる流動性が加わり、銀行のリスク回避志向も弱まるでしょう。ユーロ圏内の貿易は好転し、企業の見通しが改善するにつれ、投資や雇用も回復すると思われます。

とはいえ、2013年の経済成長率は1%程度に留まる見通しです。失業率の高止まりが続くため、実質賃金の伸びは鈍く、消費支出の回復に水を差します。同時に、財政再建が継続され、それが2013年の景気に及ぼす影響はGDPの1%前後に達する見込みです。

図6
財政政策の状況



出所: Oxford Economics

2012年の経済成長が最も高い国々は失業率が微増に留まり、少なくとも短期的には財政問題が軽微なことから、2013年も最も堅調に推移すると思われます。ドイツ、フランス、北欧諸国はおよそ1.5-2.0%の経済成長が見込まれますが、現在危機の渦中にあるギリシャやポルトガル、スペインは引き続き大幅な景気後退に見舞われるでしょう。

しかし、中期的な回復は脆弱

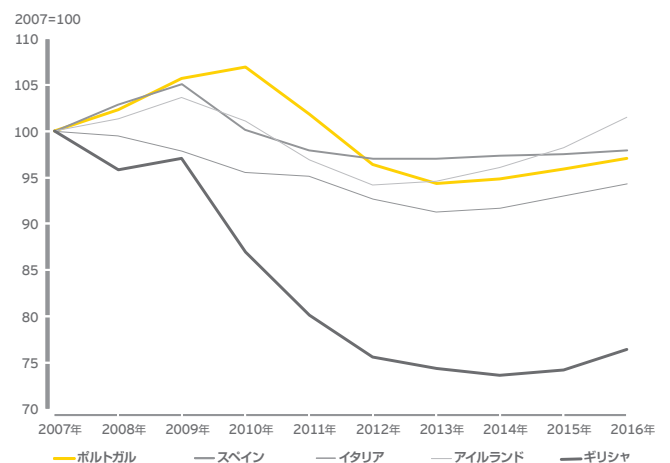
消費支出と貸付の伸びを抑える要因が複数存在することから、景気後退局面後の中期的な回復の足取りは1970年代以降で最も弱くなりそうです。

最も顕著なのは長期的な財政再建の影響です。上述したように、財政再建が2013年の成長率に与える直接的な影響はユーロ圏のGDPの1%に達する見通しです。国によっては、2013年以降も影響が残ります。各国政府は中期戦略として定年の引き上げ、手当ての削減、公共部門の雇用の抑制、物価スライド制賃金の見直しなどを実施すると思われますが、いずれも消費者の支出能力の減退につながります。

住宅などの資産価格が早い段階で下落に見舞われた国々の消費者は、今後何年間も支出傾向が落ち込む可能性があります。失業率が高止まりする中、実質賃金の上昇再開には時間がかかり、家計収入は頭打ちとなるでしょう。

それ以外の国では、2013-14年には消費支出の回復が予想されます。フランスとドイツの消費支出の伸びを年率1.5~2%と予想しています。しかし、現在危機に直面している国ほど債務危機以前の消費支出の伸びに占める割合が高かっただけに（2002-2007年のユーロ圏の名目消費支出の伸びの53%）、当事国だけでなく、ビジネスの面で当事国に依存していたユーロ圏の他の国のメーカーやサービス企業にも影響が及ぶでしょう。とりわけドイツの家計は危機以前と比較して、将来の消費の伸びに占める割合が大きくなる見込みです。

図7
実質個人可処分所得



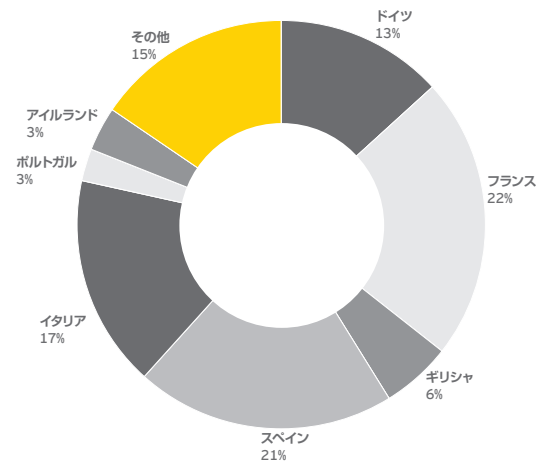
出所: Oxford Economics, Haver Analytics



さらに、銀行は2011-12年の民間部門での損失を含め資本を再構築し、自己資本比率を一段と引き上げて、2010年代末までにバーゼルIII規制をクリアする必要があります。資本の一部は市場で調達されるでしょうが、銀行が貸出を抑制して既存の資本を長続きさせるか、低リスクの借り手だけに融資を集中させてリターンを確保しようとするリスクが存在することは明らかです。そうなれば、ユーロ圏のGDPの60%前後を占める中小企業の投資や雇用が痛手を受けます。

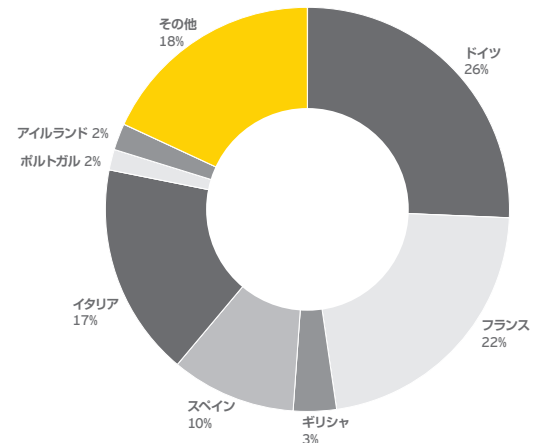
この場合には中期的な景気回復に遅れが生じ、2014-16年の成長率は年率2%未満に留まるでしょう。1993年の景気後退に続く7年間に、現在のユーロ圏に相当する地域のGDPは平均で2.6%増加しました。しかし、当時と比較すると、今回は構造的な失業が増加するリスクがあります。ほとんどの国の債務は過度の高水準がしばらく続くと思われる、成長を促す中期戦略がないまま短期の財政緊縮に集中すれば、財政危機をさらに先延ばしするだけです。

図8 各国別ユーロ圏の名目個人消費支出の伸び率、2002-2007年



出所: Oxford Economics, Haver Analytics

図9 各国別ユーロ圏の名目個人消費支出の伸び率、2014-2020年



出所: Oxford Economics, Haver Analytics

改革が不可欠

中期的な力強い景気回復を促すために、政策当局にできることはたくさんあります。政策当局は今まさにそのチャンスを捉えて、ユーロ圏経済の根本的な改善を図っていると我々は確信しています。

こうした努力に長期的なメリットがあるのは明白ですが、2012年に成果が上がれば、潜在成長率への影響を通じて、ユーロ圏が直面している短期的な財政問題と銀行が抱える問題の緩和に役立つでしょう。各国ならではの弱点や可能性を対象として各国の実体に即した改革が必要ですが、大陸全体を見回すと共通の課題も浮かび上がってきます。



危機は回避できるが、改革の機会を捉えることが必要

コラム3

長期的な景気回復に向けた政策

今四半期の「ユーロゾーン 春号」では、欧州を持続可能な回復軌道に乗せるために必要な、複数の優先策を取り上げています。今後数週間、数カ月以内に実施する必要がある緊急措置から、今後2、3年の実施に向けて枠組みを定めるべきもの、国や家計、企業の責任についての長期的な問題などさまざまです。本コラムでは、こうした政策措置をまとめて、ユーロ圏が危機を克服して力強く回復し、長期的な安定をもたらす政策課題へのビジョンを提起していきます。

短期的にはECBの役割が重要です。LTROについてはコラム2で詳しく述べたのでここでは繰り返しません。LTROがここ数カ月の短期の流動性危機に効果を上げ、流動性への圧力が強まった場合の選択肢として引き続き検討すべきと言うに留めておきます。万が一スペインやイタリアの資金調達状況が悪化したり、国債の大量償還がある6月までにポルトガルの資金調達状況が改善しない場合、ECBは国債市場への介入を再開する準備が必要です。

財政協定実施に向けた進展も鍵を握っていません。協定はユーロ圏のすべての問題の特効薬ではありませんが、中期的に持続可能な公共財政の実現を目指す拘束力をもたらします。

ユーロ圏の中でも安定している国債への信頼を損ねないためにも、場合によっては国民投

票を含む、各国議会による協定の批准が不可欠です。

スペイン、イタリア、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドを中心に、財政再建と財政の自由化に向けた具体的な各国の優先課題とともに、これらの政策措置を今後数週間や数カ月以内に実施することが必要です。しかし、これによる中期的な自浄作用は見込めません。銀行システムが疲弊しているため、大陸全体の潜在成長率は今回の危機以前を大幅に下回っており、消費財や住宅など、外部資金に過度に依存していたセクターから他のセクターに生産の軸足を移す必要があるからです。しかも、若年層が恒久的に就労できないリスクがあり、本誌の現時点での予想潜在成長率さえ楽観的すぎる恐れがあります。中期の経済成長が伸び悩めば、財政協定に定めた目標の達成が困難になり、将来的にさらなる債務危機に陥るリスクが高まります。

潜在成長率を押し上げるためには、各国首脳が財政危機への対応で見せた手腕を引き続き発揮し、経済の活性化につなげる必要があります。労働市場においては、賃金を生産性と連動させ、新規労働者が就業しやすくし、高齢の労働者が働き続けやすい環境を整える改革が最優先課題です。サービスの単一市場が誕生すれば、ドイツでさえGDPの70%を占める欧州大陸のサービスセクター全体に競争とイノベーションを促します。同時に成長市

場の需要を開拓するチャンスが広がり、いずれは雇用の伸びにつながります。最後に、国によっては事業にかかるコストを引き下げることが必要ですが、これには不透明な規制や法律の存在が鍵となります。

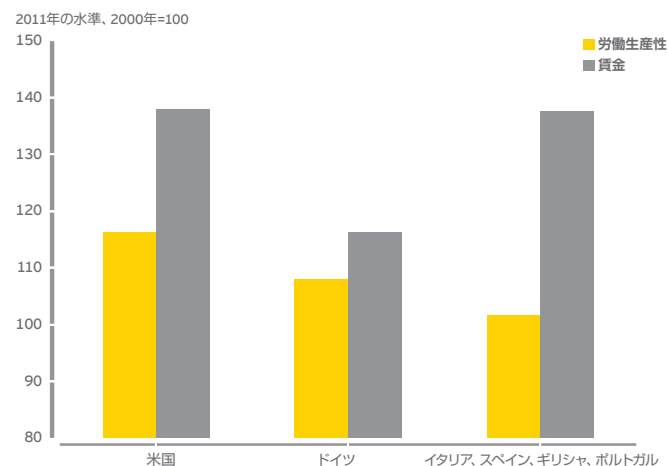
こうした措置は潜在成長率を押し上げ、財政協定とあいまって過去2、3年の危機の二の舞を中期的に防止します。とはいえ、根本的な課題にも取り組む必要があります。最大の鍵は人口の高齢化です。高齢化はすでに多くの国で財政悪化の要因となっており、2010年代の後半にはさらに加速します。例えば、ドイツでは労働人口に対する定年退職者の割合は2010年の31.3%から2015年には32.5%、2020年には35.8%、2025年には40.2%にまで上昇する見通しです。この結果、年金や医療サービスの財政負担だけでなく、働き盛りの世代が高齢者を自宅で介護するために退職して潜在成長率が低下するなど、複数の問題が生じます。将来の財政危機を防ぐには、高齢労働者が何年労働力として留まれるかや、定年後の生活だけでなく、経済成長を損なわずに増え続ける高齢者をいかにして介護するかを、人口動態の悪化が著しい国々が見直すことも必要です。



13 最も喫緊の課題は労働市場の規制です。賃金と生産性の伸びの連動を強める政策を講じて、適切なセクターへの労働力の流入を促し、労働力の柔軟性が高い国の製造企業に対して企業が競争力を維持できるようにすることが必要です。

具体的には、地方や企業レベルでの労使交渉の拡大や、賃金を生産高ではなく、生計費と連動させている物価スライド制の仕組みの段階的廃止などが考えられます。公共部門はユーロ圏の労働力の23%を占め、多くの国で雇用を担っていますが、法律の枠組みだけでなく各構成員との交渉を通じて全体の方向性を打ち出す大きな役割も担っています。

図10 労働生産性と賃金上昇率

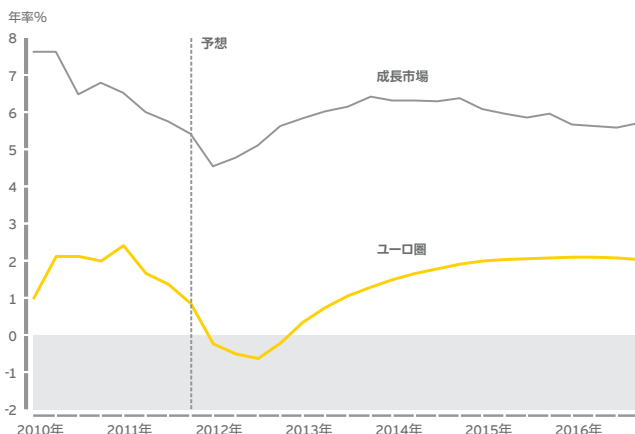


出所: Oxford Economics, Haver Analytics

こうした改革は単位労働コストの抑制に役立ちます。企業の革新や新製品開発能力強化に向けた対策とともに、単位労働コストの引下げによってユーロ圏諸国はアジアや南米の成長市場に参入でき、ユーロ圏の企業のビジネスチャンスは着実に広がるでしょう。ドイツはこの点で他国をリードしており、中国への年間輸出額は2001年の130億ユーロから2010年には600億ユーロに増加しました。これに対し、フランスの中国への輸出額は2001年には35億ユーロ、2010年には140億ユーロとなっています。

成長経済における中産階級の増加に伴い、消費財や食品市場に加え、欧州諸国で低迷が続いている流通、観光、ホテル、外食産業などのセクターでも市場の急速な拡大が期待されます。欧米企業が優位を誇る金融や企業サービスなどのセクターも、主要な新興国市場で力強い伸びが予想されます。

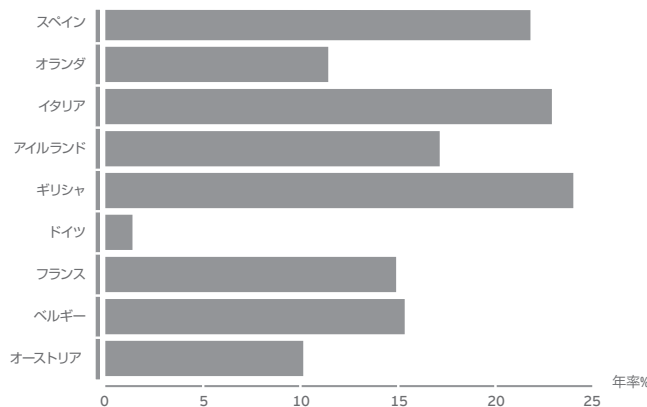
図11 GDP: ユーロ圏と成長市場の比較



出所: Oxford Economics

一方、一部の国では、契約の執行力や制度面に対する企業の不信感が依然として投資を阻む要因となっています。世界経済フォーラムの最新の「世界競争力レポート」では、サハラ砂漠以南のアフリカ諸国の一部よりも制度面の整備が遅れているユーロ圏諸国が2、3カ国あることを指摘しています。これらの国々では、投資家の信頼を高め外国からの直接投資を誘致するために、制度面の改善が欠かせません。

図12 単位労働コストの伸び、2002-2010年



出所: Oxford Economics, OECD

高齢化社会という人口問題への取組みも、大半のユーロ圏諸国にとって最優先課題の一つです。退職金や年金の減額はこの動きの一環であり、実施には至っていないものの、既に政策論議に取り上げている国はたくさんあります。高齢労働者が就労して収入と税負担を維持できる環境を整える対策も必要です。さらに、高齢者の医療・介護サービスの財政負担と、公式労働人口からの働き盛りの労働者の離脱につながる家族の責任とのバランスを取ることも必要です。



危機は回避できるが、改革の機会を捉えることが必要

進展が必要なもう一つの分野はサービスの単一市場の整備です。サービスはEUにおける雇用の70%を占めていますが、国境を越えたサービス取引はユーロ圏GDPの5%に過ぎません。サービス取引の自由化はサービス産業の生産性向上と経済全般のコストの低下につながります。

結論

単一通貨の創設以来、ユーロ圏経済の見通しが今ほど不透明だったことはありません。良く見積もっても、2012年は政府、企業、家計にとって試練の年になります。

欧州が大きな課題に直面している以上、緩やかな回復予想さうのみにはできません。

しかし、我々はユーロ圏の政策当局がこうした問題に果敢に取り組み、無秩序なユーロ崩壊を回避できると楽観視しています。とはいえ、債務危機により銀行のバランスシートが痛手を受け、多くの国の公共財政が低迷している以上、過去の景気後退局面に比べて回復の足取りは鈍くなるでしょう。

2013年以降の経済見通しの改善に向けて、ユーロ圏は対策の強化が必要です。硬直化した労働市場に取り組み、一部の国の制度面を改善し、高齢者の介護について難しい決断を下し、サービスの単一市場を促進すれば、長期見通しの好転に大きく貢献します。ユーロ圏各国の政府がこうした措置を速やかに実施すれば、現在の危機の緩和に向けた大きな一歩を踏み出すことにもなります。

コラム4

予想の前提条件 - 国際環境とコモディティ価格

ユーロ圏に関する我々の予想は、世界のGDP、貿易、コモディティ価格など国際環境についての複数の前提条件に基づいています。本コラムではこれらの前提条件について説明します。

冬号を発表して以来、米国経済は予想をいくぶん上回る好調な動きです。最も明るいニュースは、過去2カ月分の上方修正に加えて、1月はコンセンサスを上回る24万人の新規雇用が加わるなど、ほとんどのアナリストの予想をしのぐ形で労働市場が好転していることです。労働市場の好転が、今後数カ月は消費支出を下支えするでしょう。また、住宅建設と住宅以外の建設も緩やかな回復が続いている一方、今年第1四半期は製造業とサービス部門で堅調な拡大が続いていることが明らかになっています。

しかし、景気回復の足を引っ張る悪材料も存在しています。失業率は2010年初めよりは2ポイント下がったものの、債務危機前より3ポイント高い8%台で高止まりしています。住宅価格も調整が続く家計の損失が拡大する一方、燃料価格の上昇が収入を直撃しています。消費者が依然として慎重姿勢を崩していないため、このところの生産高の増大は在庫（2011年第4四半期同様）や輸出市場向けと見られます。今年後半に入ると、在庫と、特に欧州向けを中心とした輸出市場ともに減退する見通しです。米連邦準備制度理事会（以

下「FRB」）が低金利を据え置くと明言したことは朗報ですが、長期の財政政策をめぐる不確実性を懸念し、企業や消費者の信頼は回復していません。米国の成長率については、2012年は2.3%、2014年は3%と予想しています。

日本はタイの洪水など一時的な要因により生産が落ち込み、2011年第4四半期は0.5%のマイナス成長を記録しました。2012年はある程度の回復が予想されるものの、デフレの継続による買い控えや輸出需要の低迷、財政政策の手詰まり感など弱いファンダメンタルズが続いています。2011年は1%程度のマイナス成長になりましたが、2012年の成長率を1%強と予想しています。

新興アジアの景気は2012年も大きく減速することはないでしょう。中国の鉱工業生産の伸びの鈍化に伴い、事業投資も減速しています。しかし、政府から農村部の家計への手当ての支給などもあり、消費者がその穴を埋めています。しかも、食料価格上昇でインフレ率が若干上昇しているものの、物価上昇率は昨年7月のピークを大幅に下回っており、金融緩和の余地も残されています。多くの都市では1月まで住宅価格が下落し、不動産バブルとバブル崩壊への懸念が遠のいています。過度の調整は経済活動や地方財政にリスクをもたらしますが、それはリスクに過ぎず、中心的なシナリオではありません。

ブラジルとインドはインフレ低下と、（少なくともブラジルでは）金融緩和に支えられて、今年も好調に推移する見通しです。経済成長率はブラジルで3%、インドで6.5%と予想しています。両国ともに企業の景況感が好転し、ブラジルの生産高の公式統計にはその影響が表れています。

急成長する他の市場のうち、アジアと南米諸国はおおむね2011年と同程度の経済成長が予想されています。しかし、欧州の新興国では、2012年はユーロ圏の景気後退が響き、輸出需要と資金調達落ち込む結果、消費者と財政難に苦しむ政府の負担が増加します。

ユーロ圏の安定をめぐる従来からのリスクに加え、原油価格の上昇が新たなリスクになり始めています。中東で政治的緊張が高まっていることから、今年前半は原油価格の高止まりが予想されます。こうした政治的緊張が緩和するにつれて、今年後半には原油価格が若干下落する見通しですが、アジアの旺盛な需要を受けて価格の下落に歯止めがかかります。原油の平均価格について、2012年は昨年の111米ドルを若干上回る1バレル=112米ドルと予想していますが、イランと原油供給の主要ルートをめぐる動きが予測できないため、上昇リスクを伴います。2012年の世界のGDP成長率は3.3%と、2011年の3.8%を下回る見通しです。

ユーロ圏各国の 経済見通し

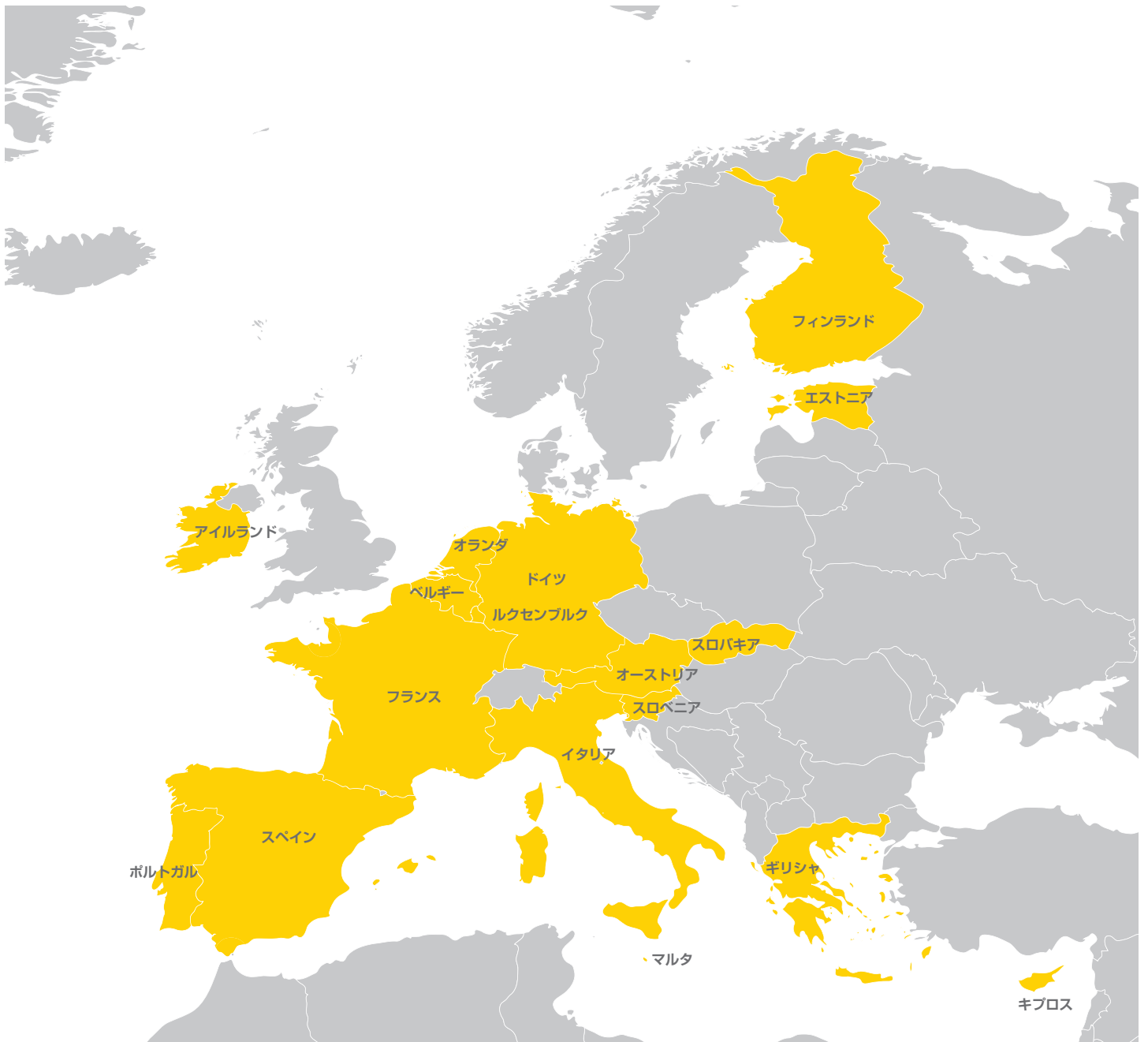
オーストリア
ベルギー
キプロス
エストニア
フィンランド
フランス
ドイツ
ギリシャ
アイルランド
イタリア
ルクセンブルク
マルタ
オランダ
ポルトガル
スロバキア
スロベニア
スペイン



ユーロ圏17カ国

「ユーロゾーン アーンスト・アンド・ヤングによるユーロ圏の見通し」におけるユーロ圏17カ国の予想、その他の見解やインタビューについての詳しい情報は、ユーロゾーンウェブサイトをご覧ください。このウェブサイトには当社のレポートの最新版と過去のレポートが掲載されています。

詳細は、www.ey.com/eurozoneをご覧ください。

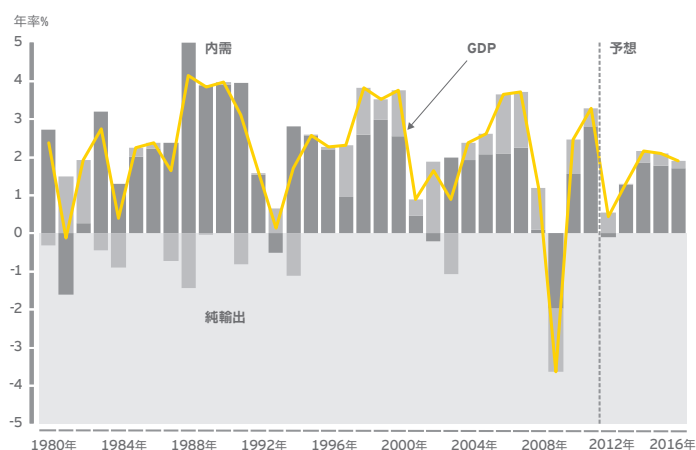


オーストリア

- ▶ 外需の一段の低迷を受けて、年初は緩やかな景気後退が見込まれ、2012年のGDP成長率は0.4%の予想です。ユーロ圏の債務危機が实体经济に及ぼす影響が2012年以降も続くため、2013年は緩やかな景気回復に留まるでしょう。
- ▶ ギリシャが無秩序な債務不履行に陥る可能性が高まるなど、債務危機の今後の動向が不透明であることから、予想が下振れするリスクがあります。オーストリアの銀行の東欧向け融資は深刻ではないものの、さらなるリスク要因です。

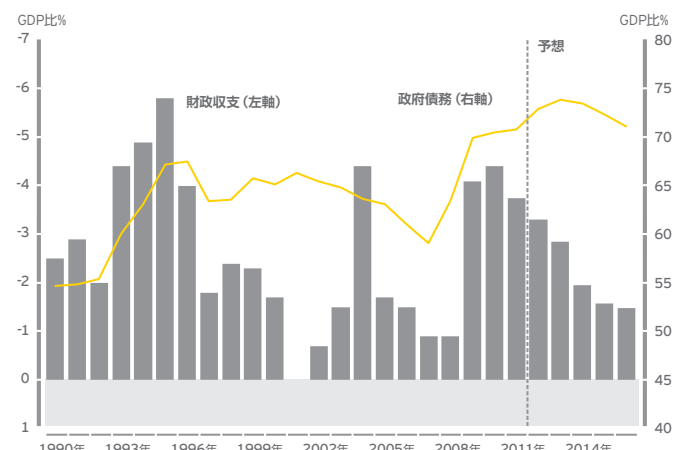
- ▶ 政府は本格的な財政緊縮策により、2016年までに財政均衡の実現を目指しています。緊縮策が全面的に実施されれば、景気の足を引っ張る恐れがあります。しかし、オーストリアの財政は比較的健全であり、外部環境が一段と悪化した場合でも、財政赤字を拡大させて景気を下支えることが可能です。

図13 GDPに対する寄与度



出所: Oxford Economics

図14 政府財政収支と債務残高



出所: Oxford Economics

表2
オーストリア (別途明示しない限り、年率%変化) 出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	3.1	0.4	1.3	1.9	2.0	1.9
個人消費	0.8	0.9	1.2	1.4	1.7	1.7
固定資本形成	4.4	1.0	2.2	3.3	2.7	2.6
在庫投資(GDP比%)	1.8	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
政府支出	2.5	1.1	1.0	1.3	1.7	1.8
輸出(財貨・サービス)	6.3	1.2	5.5	6.0	5.4	5.4
輸入(財貨・サービス)	6.5	0.8	6.2	6.3	5.5	5.7
消費者物価	3.6	2.5	2.1	2.0	2.0	1.9
失業率	4.1	4.5	4.6	4.5	4.3	4.3
経常収支(GDP比%)	2.3	2.6	2.4	2.2	2.2	2.2
財政収支(GDP比%)	-3.7	-3.3	-2.9	-2.0	-1.6	-1.5
政府債務残高(GDP比%)	72.2	74.2	74.9	74.2	72.9	71.7



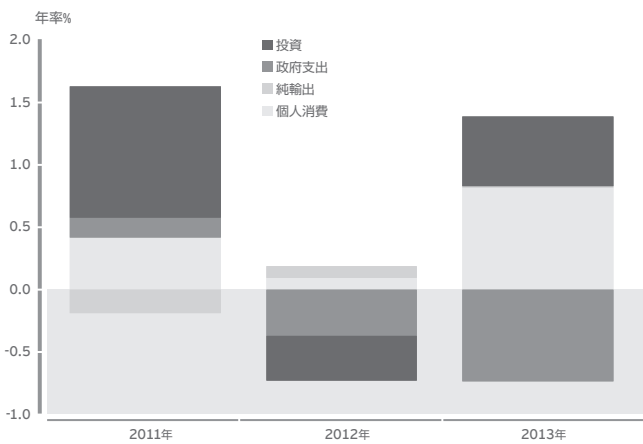
ベルギー

- ▶ 当初は輸出の低迷、現在は企業と消費者心理の冷え込みという形で、ユーロ圏の危機がベルギー経済に大きく影響しています。2011年第4四半期の経済成長率はマイナス0.2%に落ち込みました。
- ▶ 2012年も0.3%前後のマイナス成長が予想されます。消費者は失業率の上昇に身構え、企業は設備投資や雇用を控えています。

しかし、2013年は緩やかな景気回復が予想され、2014-15年は1.5%-2%に加速する見通しです。

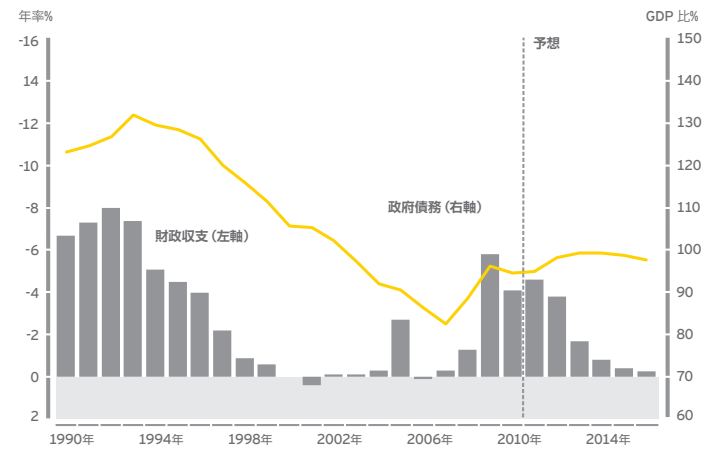
- ▶ 中短期的には、政府は財政赤字をGDPの3%程度まで削減することを目標に、財政健全化に取り組んでいます。長期的には、ベルギーは成長につながる経済改革を進め、巨額の債務を削減する必要があります。

図15 GDP成長率に対する寄与度



出所: Oxford Economics

図16 政府財政収支と債務残高



出所: Oxford Economics

表3 ベルギー (別途明示しない限り、年率%変化)

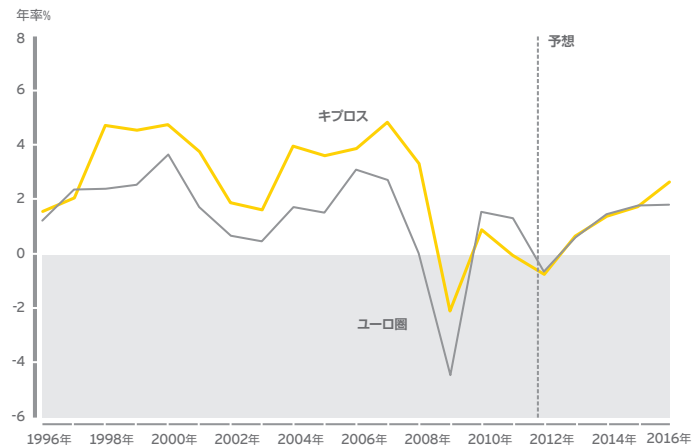
出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.9	-0.3	0.9	1.5	2.0	2.4
個人消費	0.8	0.2	1.6	2.1	2.2	1.9
固定資本形成	5.2	-1.7	2.7	5.4	4.4	3.1
在庫投資(GDP比%)	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2	-0.6	-0.3
政府支出	0.7	-1.6	-3.1	-1.2	1.3	2.0
輸出(財貨・サービス)	4.8	-0.6	3.8	4.8	4.4	4.0
輸入(財貨・サービス)	5.4	-0.8	4.0	5.5	4.5	4.1
消費者物価	3.4	2.1	1.7	1.9	1.9	1.8
失業率	7.2	7.6	8.1	7.3	6.6	6.4
経常収支(GDP比%)	-0.6	0.5	0.5	0.0	0.0	-0.1
財政収支(GDP比%)	-4.7	-3.8	-1.7	-0.8	-0.4	-0.3
政府債務残高(GDP比%)	97.0	99.9	100.5	100.6	99.9	98.7

キプロス

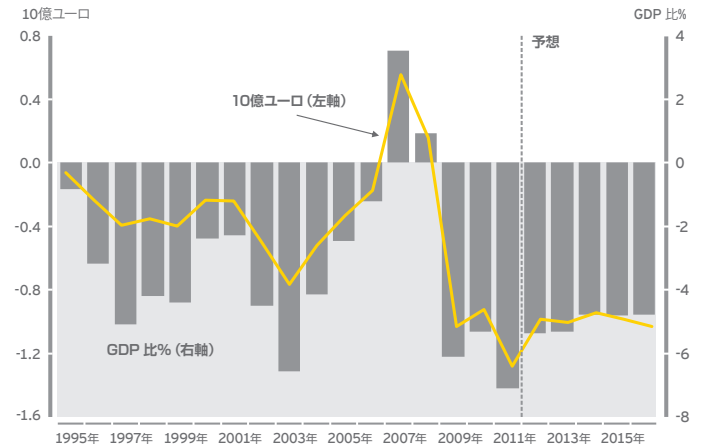
- ▶ キプロスは輸出と銀行システムを通じてユーロ圏の問題の影響を大きく受けるでしょう。ギリシャの債務危機の深刻化により経済の見通しも大幅に悪化し、GDP成長率は2011年の0.2%から2012年は0.5%のマイナス成長に転落する見通しです。
- ▶ キプロスの銀行は推定42億ユーロのギリシャ国債を保有しています。このため、ギリシャが債務不履行に陥れば、キプロスの銀行システムに深刻な影響を及ぼします。
- ▶ 財政赤字解消は困難を極め、今後キプロスが公共財政を維持できるかが懸念されています。キプロス国債は投資適格の最下位に格下げされ、借入コストが上昇しています。2012年は財政赤字がGDP比で5.3%に微減する見通しですが、政府目標である2.8%を大きく上回っています。

図17
実質GDP成長率



出所: Oxford Economics

図18
政府財政収支



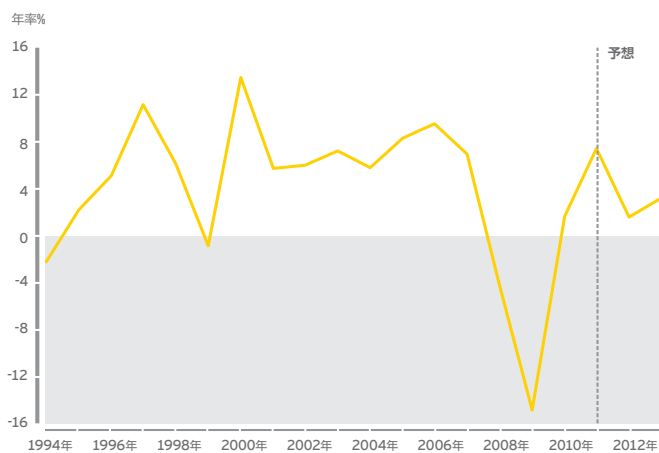
出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	0.2	-0.5	0.9	1.7	2.0	2.9
個人消費	0.5	-0.3	0.8	1.5	2.0	3.0
固定資本形成	-9.7	-2.3	2.5	4.2	4.8	4.8
在庫投資(GDP比%)	2.0	1.8	1.1	0.1	-0.2	-0.4
政府支出	-5.3	-3.0	1.2	2.0	2.5	3.3
輸出(財貨・サービス)	0.9	1.7	3.0	5.3	5.3	5.3
輸入(財貨・サービス)	-1.0	0.0	1.8	4.0	5.6	5.6
消費者物価	3.5	3.3	2.3	2.3	2.3	2.3
失業率	7.7	9.7	9.0	7.3	5.0	4.5
経常収支(GDP比%)	-7.6	-7.6	-6.8	-6.2	-6.1	-5.8
財政収支(GDP比%)	-7.1	-5.3	-5.3	-4.7	-4.8	-4.7
政府債務残高(GDP比%)	66.4	69.9	73.0	75.0	76.7	77.6

エストニア

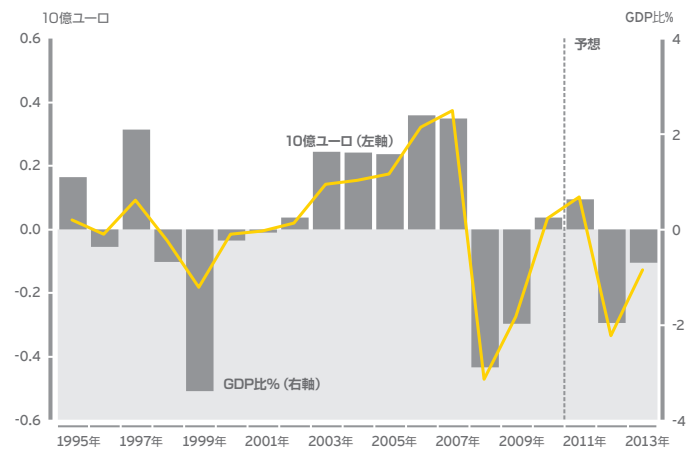
- ▶ 2011年にエストニアはユーロ圏で最も高い経済成長を遂げました。2012年はユーロ圏危機に伴う財政緊縮策から輸出需要が落ち込み、景気拡大ペースに歯止めがかかるでしょう。財政収支は2011年に黒字に転換したものの、2012-13年は外需の低迷から財政赤字を計上する見込みです。経済成長率は2011年の7.5%から、2012年は2.0%に減速するとみられます。
- ▶ 2013年以降の見通しは明るく、ユーロ圏経済の回復と、エストニアの主力市場であるスウェーデンとフィンランドの景気回復につれて、輸出需要の急反発が見込まれます。2013年のGDP成長率は4%前後、2014-16年は平均4.7%とユーロ圏で最も高い経済成長を達成する見通しです。

図19
実質GDP成長率



出所: Oxford Economics

図20
政府財政収支



出所: Oxford Economics

表5
エストニア (別途明示しない限り、年率%変化)

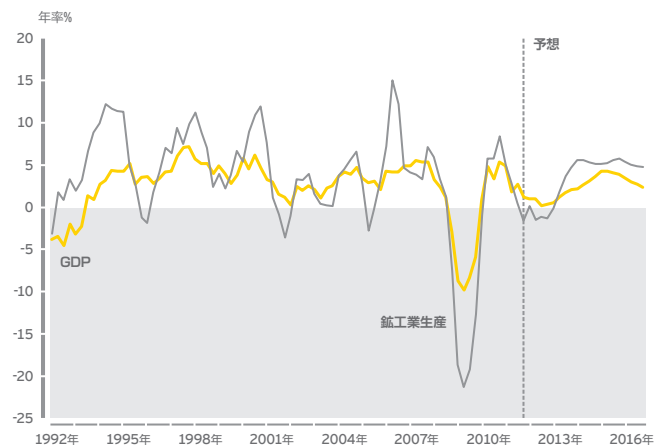
出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	7.5	2.0	3.8	4.8	4.7	4.5
個人消費	3.3	2.6	3.5	4.3	4.7	4.6
固定資本形成	16.5	5.0	6.5	8.0	5.8	5.0
在庫投資(GDP比%)	-0.7	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.2
政府支出	1.5	1.0	1.0	1.8	2.7	3.0
輸出(財貨・サービス)	25.0	2.7	6.5	5.7	5.4	5.2
輸入(財貨・サービス)	26.0	4.1	6.9	6.0	5.4	5.1
消費者物価	5.0	3.0	2.3	2.1	2.2	2.1
失業率	12.1	10.9	9.2	7.4	6.1	5.0
経常収支(GDP比%)	3.1	1.1	0.3	-0.1	0.0	0.0
財政収支(GDP比%)	0.7	-2.0	-0.7	0.1	0.0	0.0
政府債務残高(GDP比%)	5.3	7.0	7.3	6.7	6.3	6.0

フィンランド

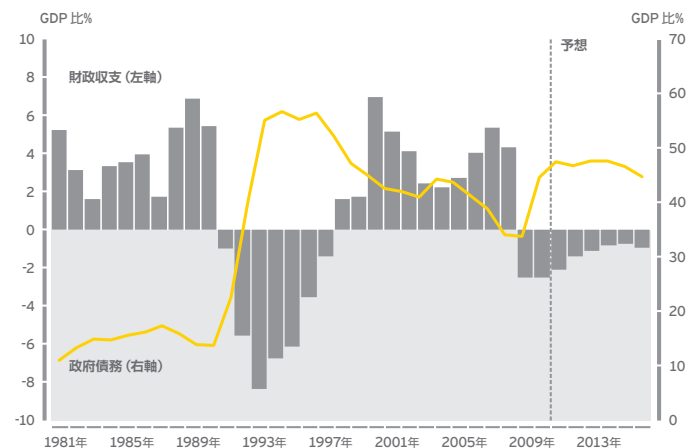
- ▶ ユーロ圏危機がまだ収束しておらず、フィンランド経済に悪影響を及ぼしています。このため、我々は2012年のGDP成長率見通しを1.6%から0.7%に引き下げました。とはいえ、これは依然として他の加盟国を上回っています。
- ▶ 短期指標はすでに景気が減速し始めたことを示しており、当面この傾向が続く見込みです。中でもユーロ圏を主力市場とする製造業は、ユーロ圏の景気減速による影響を大きく受けるでしょう。
- ▶ 外部環境の悪化による企業の設備投資や雇用の抑制を受け、国内経済も冷え込むでしょう。
- ▶ 2013年以降は見通しが改善します。ユーロ圏経済の回復が始まり、フィンランドが誇る健全な金融セクター、低い債務水準、生産性の高い労働力、比較的低い労働コストがプラスに働くでしょう。

図21
GDPと鉱工業生産



出所: Oxford Economics

図22
政府財政収支と債務残高



出所: Oxford Economics

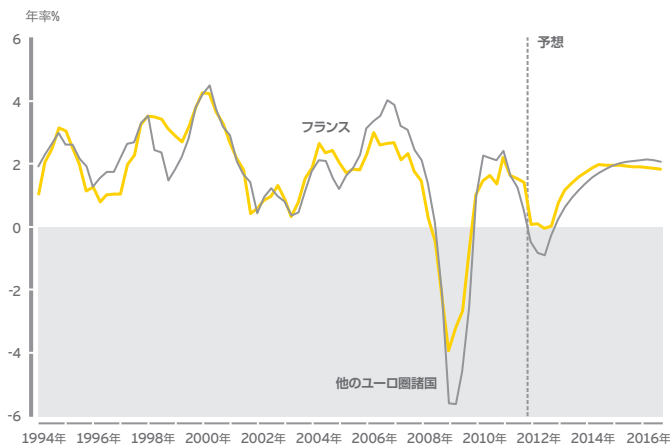
表6
フィンランド (別途明示しない限り、年率%変化) 出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	2.6	0.7	1.4	2.9	4.1	2.9
個人消費	3.3	0.6	1.0	3.0	3.3	3.0
固定資本形成	4.5	-1.3	1.8	5.3	5.1	4.4
在庫投資(GDP比%)	2.9	2.8	2.0	0.4	0.6	0.6
政府支出	0.6	0.4	1.1	1.3	1.2	1.4
輸出(財貨・サービス)	-1.3	0.5	4.2	6.8	5.9	5.2
輸入(財貨・サービス)	-1.2	-0.6	1.9	3.7	4.7	6.1
消費者物価	3.3	2.4	1.9	1.9	1.9	1.8
失業率	7.8	7.8	7.5	7.1	6.9	6.8
経常収支(GDP比%)	-0.5	2.1	2.5	2.6	2.5	2.7
財政収支(GDP比%)	-2.1	-1.4	-1.1	-0.8	-0.7	-0.9
政府債務残高(GDP比%)	47.6	48.1	48.0	46.8	44.9	43.8

フランス

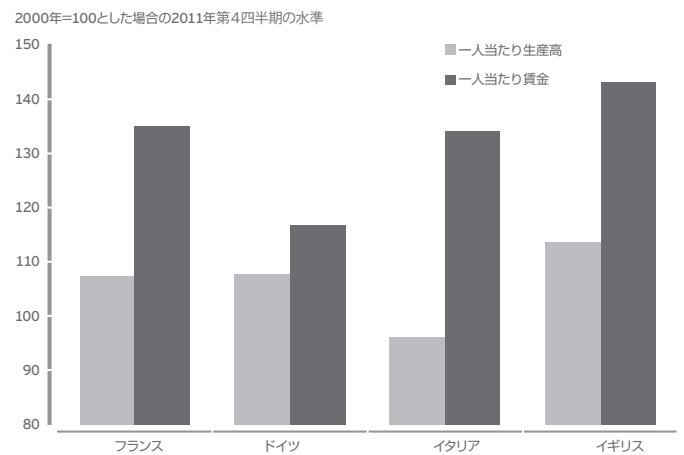
- ▶ 緊縮財政と信用の逼迫による需要の伸び悩みから、2012年のフランス経済はゼロ成長が予想されます。
- ▶ こうした中、企業は生産性と利益率を維持するため、雇用の削減を一段と進める必要に迫られそうです。
- ▶ これにより家計収入は落ち込むものの、エネルギー価格の高騰に歯止めがかかり、インフレは低下する見通しです。このため、家計の購買力は維持される見込みです。
- ▶ ユーロ圏の債務危機打開に向けて政策当局への信頼が回復すれば、フランス経済は2013年から持ち直すでしょう。景気回復の足取りは、ビジネスの立地としてのフランスの魅力を高める改革を推進できるかどうかにかかっています。今回の危機は労働市場の柔軟性を高めるなど、政府がこれまで着手できなかった改革を実行するチャンスです。

図23
フランスとユーロ圏諸国のGDPの比較



出所: Oxford Economics

図24
労働生産性と賃金上昇率



出所: Oxford Economics

表7
フランス (別途明示しない限り、年率%変化)

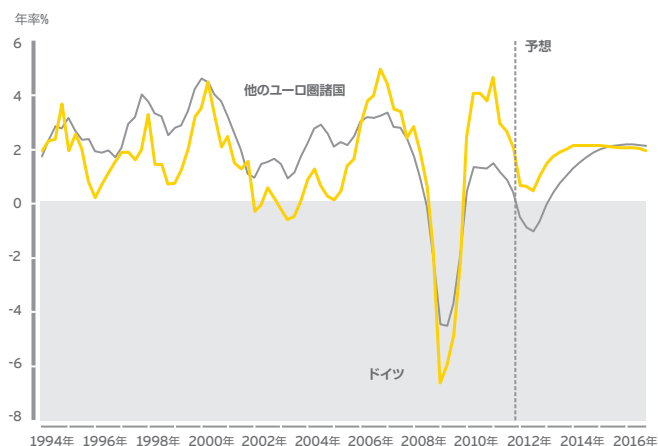
出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.7	0.0	1.2	1.9	2.0	1.9
個人消費	0.3	0.1	1.4	1.7	1.8	1.8
固定資本形成	2.9	0.2	1.9	3.0	2.9	2.8
在庫投資(GDP比%)	0.7	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
政府支出	0.9	-0.1	0.2	1.2	1.2	1.2
輸出(財貨・サービス)	5.0	2.1	5.3	5.9	5.5	5.0
輸入(財貨・サービス)	5.0	0.5	4.6	5.5	5.2	4.7
消費者物価	2.3	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
失業率	9.7	10.2	9.9	9.5	9.1	8.9
経常収支(GDP比%)	-2.3	-2.2	-2.2	-2.2	-2.3	-2.3
財政収支(GDP比%)	-5.7	-4.8	-3.9	-3.1	-2.7	-2.3
政府債務残高(GDP比%)	85.4	89.0	91.2	92.5	94.3	95.7

ドイツ

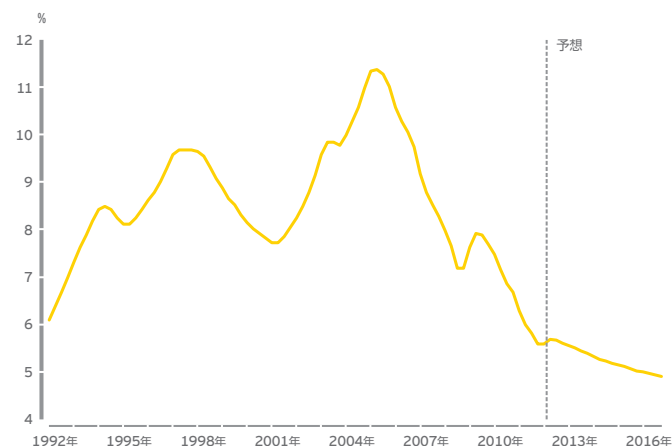
- ▶ ドイツのGDP成長率は2011年の3%から短期の緩やかな景気後退を経て、2012年は0.6%に減速する見通しです。厳しい外部環境により、成長率は2011年から大幅に落ち込みます。
- ▶ 収束の見えないユーロ圏危機に伴い、企業に「模様眺め」の姿勢が広がり、国内経済にも間接的な影響が表れるでしょう。
- ▶ 債務危機の打開につながる政策がユーロ圏レベルで実施されれば、ドイツ経済は2013年には力強く回復するでしょう。課題は、過去の改革を踏まえて熟練労働力を確保し、力強い成長を維持することです。

図25
ドイツとユーロ圏諸国のGDPの比較



出所: Oxford Economics

図26
失業率



出所: Oxford Economics

表8
ドイツ (別途明示しない限り、年率%変化)

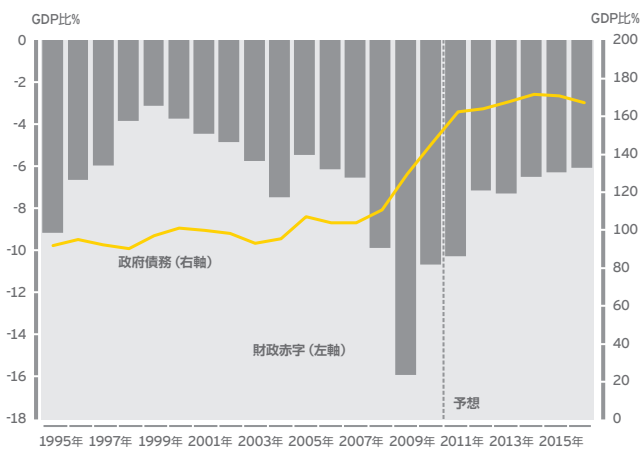
出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	3.1	0.6	1.7	2.1	2.0	2.0
個人消費	1.4	0.8	1.4	1.4	1.5	1.5
固定資本形成	6.6	1.9	3.7	5.0	4.4	3.7
在庫投資(GDP比%)	0.5	0.4	0.5	0.3	0.1	0.1
政府支出	1.4	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
輸出(財貨・サービス)	8.4	2.1	5.4	6.9	6.2	5.3
輸入(財貨・サービス)	7.5	2.8	6.2	6.8	6.1	5.4
消費者物価	2.5	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
失業率	5.9	5.5	5.3	5.1	4.9	4.8
経常収支(GDP比%)	5.3	5.4	5.0	4.7	4.6	4.5
財政収支(GDP比%)	-1.0	-1.2	-1.1	-0.9	-0.6	-0.1
政府債務残高(GDP比%)	81.1	81.1	80.6	80.7	81.1	81.0

ギリシャ

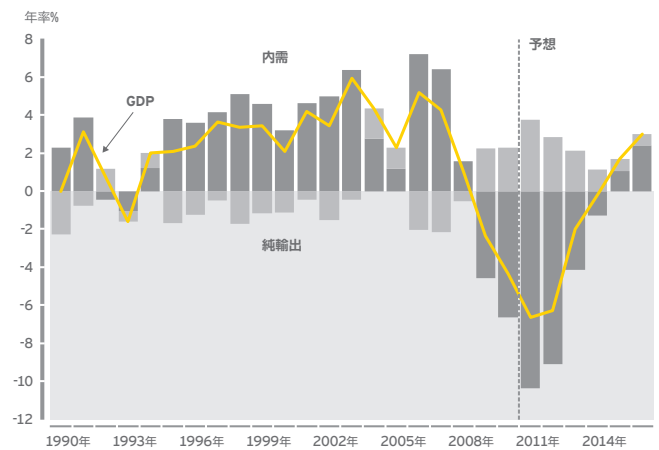
- ▶ 2011年10月に合意された、民間が保有するギリシャ国債の50%の減免案では不十分なことが、この数カ月で次第に明らかになってきています。ギリシャの長期的な債務借入能力と慢性的な景気低迷、合意目標を常に上回る財政赤字への懸念を反映した形です。
- ▶ ギリシャは対外的な追加支援と民間部門が保有する国債の元本削減の増額を目指し、公的・民間部門の債権者との厳しい交渉に臨みましました。追加支援と引き換えに、ギリシャは新たな財政措置を実施し、民間債権者との間で53.5%の債務を減免することで合意しました。
- ▶ しかし、財政緊縮策に伴う深刻な景気後退で、国民の間に不満が噴出しています。このため、ギリシャが厳しい緊縮策を継続することに疲れ、政治的意思を失うリスクが高まっています。

図27
政府財政収支と債務残高



出所: Oxford Economics

図28
GDP成長率に対する寄与度



出所: Oxford Economics

表10
ギリシャ (別途明示しない限り、年率%変化)

出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	-6.8	-6.4	-1.9	-0.1	1.8	3.0
個人消費	-6.1	-6.7	-3.8	-0.9	1.4	2.8
固定資本形成	-16.4	-11.8	-5.6	-1.1	2.4	4.8
在庫投資(GDP比%)	-0.4	-0.1	0.5	0.4	0.2	0.0
政府支出	-12.4	-15.7	-6.4	-2.7	0.6	1.3
輸出(財貨・サービス)	-0.5	1.5	2.0	4.3	6.0	6.7
輸入(財貨・サービス)	-12.2	-8.4	-5.7	-0.1	3.8	5.3
消費者物価	3.1	1.3	0.5	1.0	1.7	2.2
失業率	17.5	21.3	22.8	23.5	23.6	23.0
経常収支(GDP比%)	-9.8	-9.7	-7.2	-5.6	-4.8	-4.2
財政収支(GDP比%)	-10.2	-7.1	-7.2	-6.5	-6.2	-6.0
政府債務残高(GDP比%)	166.6	160.8	170.2	173.9	172.9	169.6

アイルランド

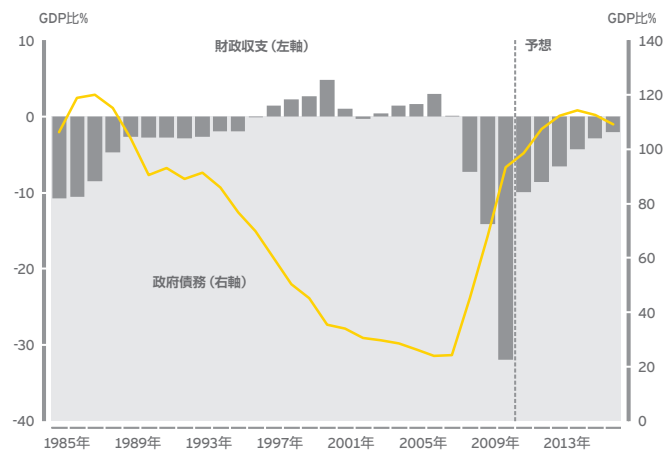
- ▶ ユーロ圏周縁5カ国の中で、アイルランドは経済問題への対応で最も著しい成果を上げています。投資家の信頼が徐々に回復していることを反映して、10年物国債利回りは2011年7月に付けた最高水準の半分以下にまで低下しています。
- ▶ 2011年の財政赤字はEUとIMFが目標に掲げた10.6%を下回るGDP比10%に減少し、財政緊縮策の強化により2012年はGDPの8.6%まで削減される見通しです。
- ▶ しかし、緊縮財政措置により内需は落ち込み、短期の経済見通しもあまり期待できません。2012年のGDPは0.1%のマイナス成長ですが、2013年には0.6%に回復する見通しです。
- ▶ アイルランドは今後もユーロ圏の動向に左右され、経済見通しは下振れリスクが高まっています。政府は海外資金が底をつく2013年半ばまでに金融市場での資金調達を再開する意向ですが、実現はユーロ圏の今後の動向に大きく左右されます。

図29 政府長期借入金利



出所: Oxford Economic, Haver Analytics

図30 政府財政収支と債務残高



出所: Oxford Economics

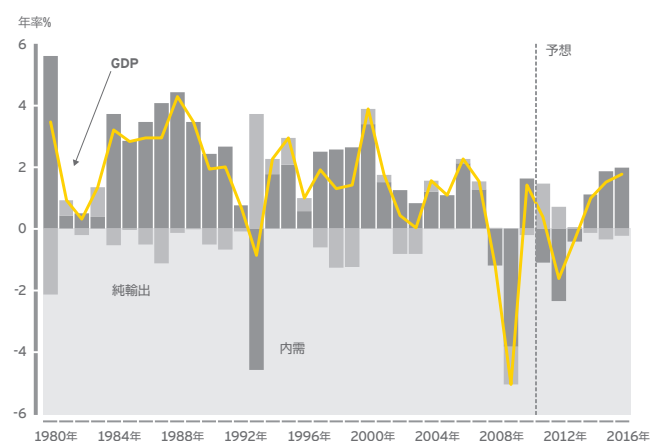
表10 アイルランド (別途明示しない限り、年率%変化) 出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.0	-0.1	0.6	1.4	3.0	3.8
個人消費	-3.0	-1.2	-0.8	0.5	1.4	2.5
固定資本形成	-15.0	-5.9	0.8	5.3	13.6	11.8
在庫投資(GDP比%)	0.5	0.0	-0.1	0.1	0.4	0.1
政府支出	-3.8	-3.7	-1.8	-1.3	-0.1	0.7
輸出(財貨・サービス)	4.3	2.1	3.8	4.0	4.0	4.3
輸入(財貨・サービス)	-0.2	1.2	3.2	4.5	4.5	4.0
消費者物価	1.2	0.6	0.1	0.5	0.8	1.4
失業率	14.4	14.7	14.8	14.3	13.6	12.7
経常収支(GDP比%)	0.5	3.2	3.3	3.4	3.3	3.0
財政収支(GDP比%)	-10.0	-8.6	-6.6	-4.4	-2.9	-2.1
政府債務残高(GDP比%)	102.3	110.8	114.7	115.9	113.9	109.9

イタリア

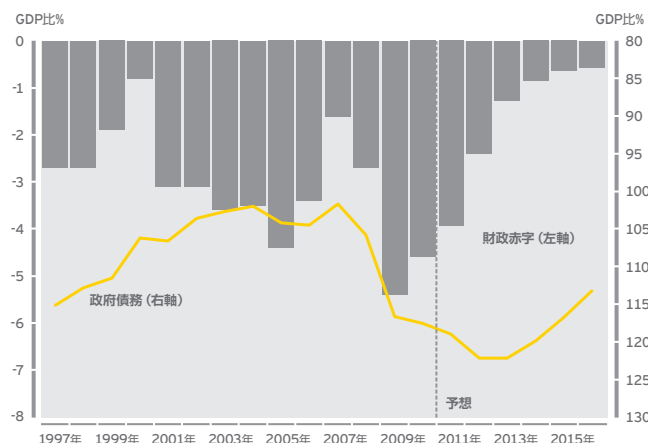
- ▶ イタリアは緊縮財政による内需の落ち込みと、ユーロ圏経済の低迷に伴う貿易の減少で、2年連続のマイナス成長が予想されます。2012年は1.6%、2013年は0.3%のマイナス成長の見通しです。財政が再び安定し、中期的な構造改革の成果が上がれば景気は回復し、2014-16年の経済成長率は平均で1.4%に達する見通しです。
- ▶ 追加的な緊縮財政措置と構造改革に向けた強い姿勢が、長期金利の低下を促しているようです。しかし、GDPが縮小し、近く国債の大量償還を迎えることから、状況が再び悪化するリスクがあります。さらに、2012年初頭から信用が大幅に逼迫しており、財政再建が内需に与える影響に追い打ちをかけています。

図31 GDP成長率に対する寄与度



出所: Oxford Economics

図32 政府財政赤字と債務残高



出所: Oxford Economics

表11 イタリア (別途明示しない限り、年率%変化)

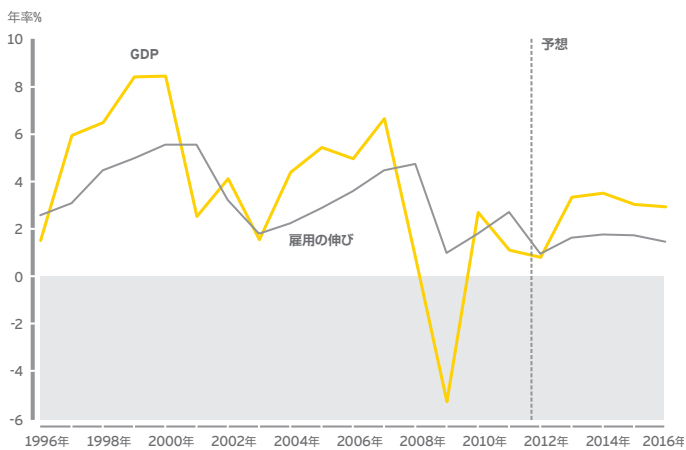
出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	0.4	-1.6	-0.3	0.9	1.5	1.8
個人消費	0.4	-1.8	-0.9	0.7	1.3	1.6
固定資本形成	-1.0	-4.5	0.0	2.4	3.3	3.2
在庫投資(GDP比%)	-0.6	-0.7	-0.2	0.0	0.3	0.4
政府支出	-0.3	-1.5	-1.1	-0.1	0.9	1.4
輸出(財貨・サービス)	6.3	0.1	1.3	4.0	4.7	5.1
輸入(財貨・サービス)	0.8	-2.5	1.2	4.6	6.0	5.9
消費者物価	2.9	2.8	2.2	2.2	2.0	2.0
失業率	8.2	9.6	10.1	9.8	9.0	8.1
経常収支(GDP比%)	-3.2	-2.4	-2.1	-1.9	-1.9	-2.0
財政収支(GDP比%)	-4.0	-2.5	-1.3	-0.9	-0.6	-0.6
政府債務残高(GDP比%)	120.5	123.0	122.6	120.3	117.1	113.6

ルクセンブルク

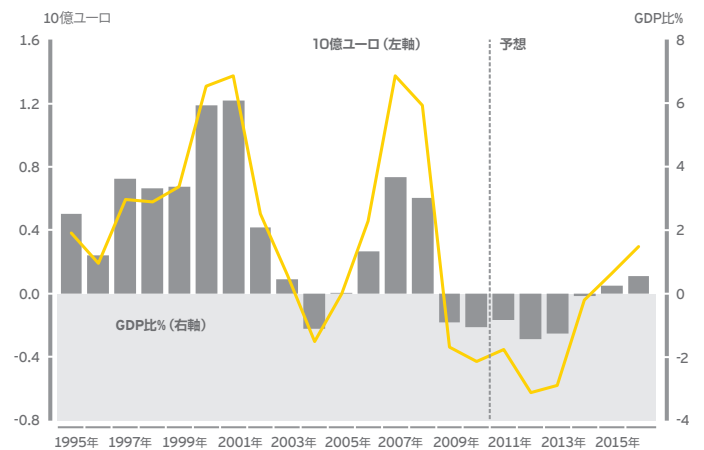
- ▶ 対外部門が景気の下支えとなり、債務危機が欧州の金融システム全体に与える影響が金融サービスにも及ぶことが予想されます。このため、2012年のルクセンブルクの成長率は0.7%に留まる見通しです。
- ▶ 2013年にユーロ圏への信頼と安定が回復すれば、ルクセンブルク経済における企業サービスの重要度が高まり、中期的には経済の重要な柱となるでしょう。
- ▶ EUによる新たな金融規制案は総じてルクセンブルクに有利な内容であり、投資資金の国内への還流と欧州全体への配分を促します。一方、提案されている金融取引税は金融セクターに悪影響を及ぼすでしょう。

図33
実質GDPと雇用の伸び



出所: Oxford Economics

図34
政府財政収支



出所: Oxford Economics

表12
ルクセンブルク (別途明示しない限り、年率%変化) 出所: Oxford Economics

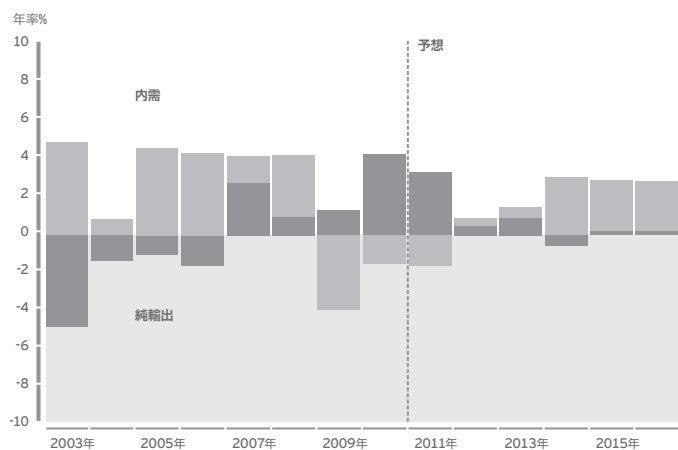
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.1	0.7	3.1	3.5	3.0	2.9
個人消費	1.3	1.4	3.0	2.9	2.5	2.4
固定資本形成	10.3	6.3	5.3	3.9	1.6	1.2
在庫投資(GDP比%)	1.6	0.6	0.7	0.5	0.7	0.1
政府支出	0.4	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8
輸出(財貨・サービス)	3.2	2.8	6.0	5.5	4.2	3.8
輸入(財貨・サービス)	6.0	3.6	6.6	5.4	4.0	3.1
消費者物価	3.7	2.5	2.1	2.1	2.0	2.0
失業率	4.8	5.5	5.4	4.6	4.0	3.6
経常収支(GDP比%)	7.4	5.8	6.2	6.5	7.0	7.4
財政収支(GDP比%)	-0.8	-1.4	-1.3	-0.1	0.3	0.6
政府債務残高(GDP比%)	18.9	19.7	20.0	19.0	17.9	16.4



マルタ

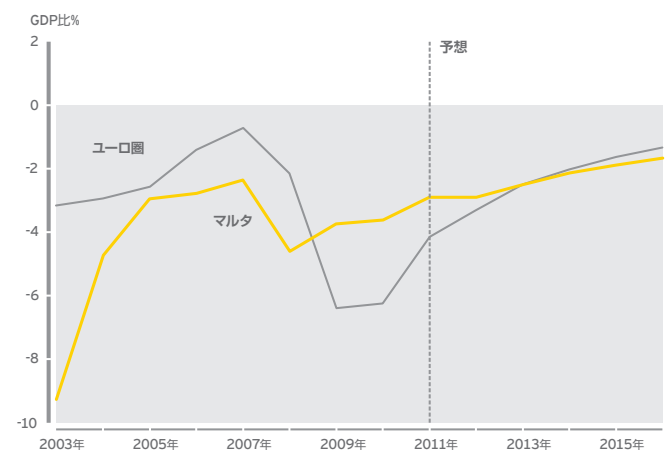
- ▶ ユーロ圏の輸出低迷から2012年は景気の減速が避けられず、GDP成長率は2011年の推定1.8%から2012年は0.9%に低下が見込まれます。予想される外部環境の改善に伴い景気は徐々に回復し、2013-15年は3%程度まで上向く見通しです。
- ▶ 今年は景気が減速するため、政府は財政赤字削減の難しい舵取りを迫られます。2012年の財政赤字はGDP比3%近くで推移し、2015年までには2%を下回ると予想されます。
- ▶ 信用の逼迫とともに財政再建が内需に重くのしかかります。投資と消費は2011年に落ち込みましたが、2012年には0.5%の拡大が見込まれています。

図35 GDPの寄与度



出所: Oxford Economics

図36 財政収支におけるユーロ圏との比較



出所: Oxford Economics

表13 マルタ (別途明示しない限り、年率%変化)

出所: Oxford Economics

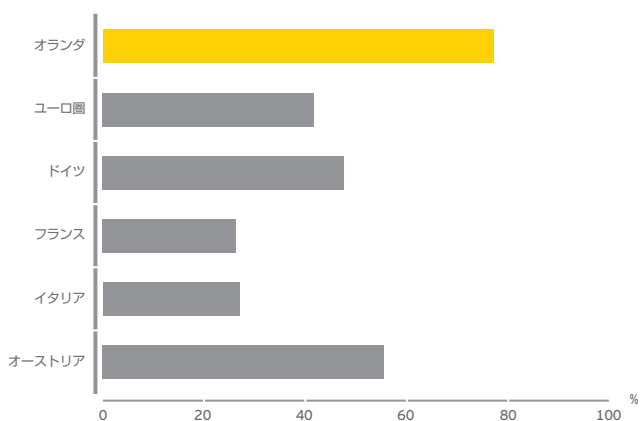
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.8	0.9	1.5	2.6	3.0	3.0
個人消費	-0.9	0.6	1.2	2.3	2.9	3.2
固定資本形成	-11.6	0.5	1.7	4.5	6.0	4.0
在庫投資(GDP比%)	0.4	0.3	-0.2	0.6	0.4	0.2
政府支出	1.6	0.3	1.0	2.2	2.8	3.0
輸出(財貨・サービス)	-3.0	1.5	2.4	3.0	3.0	3.0
輸入(財貨・サービス)	-7.0	1.0	1.5	4.0	3.0	3.0
消費者物価	2.4	1.6	2.1	2.3	2.3	2.3
失業率	6.5	6.2	6.1	5.6	5.1	4.5
経常収支(GDP比%)	-4.4	-4.5	-4.1	-4.0	-4.0	-3.6
財政収支(GDP比%)	-2.9	-2.9	-2.5	-2.1	-1.9	-1.7
政府債務残高(GDP比%)	68.8	69.6	69.5	68.3	66.7	65.0

オランダ

▶ オランダは開放的な経済と、ユーロ圏諸国との貿易への高い依存度から、ユーロ圏危機の影響が特に深刻です。足踏み状態が続く国内経済と輸出減少見通しが重なり、オランダは景気後退に陥っています。

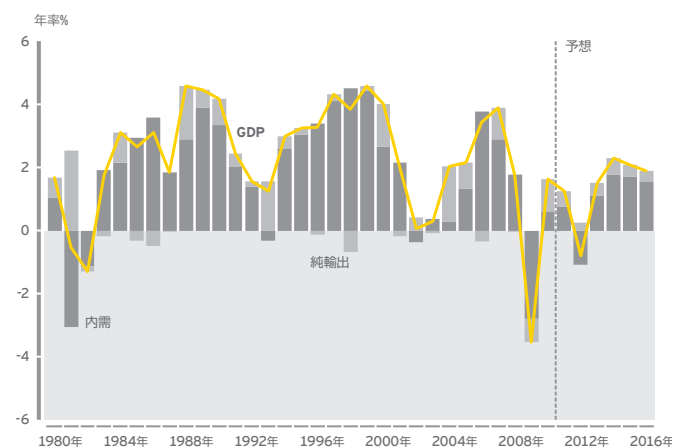
▶ 政策当局が債務危機の波及を阻止できれば、2012年後半には景気回復が見込まれます。この場合、オランダの主力輸出先であるドイツと北欧の見通しが明るいことから、輸出の伸びも加速するはずで、インフレ率の大幅な低下により、消費者の購買力が高まることも景気回復を下支えるでしょう。2012年は0.8%のマイナス成長が予想されますが、2013年には1.5%に回復する見通しです。

図37 GDPに占める輸出の割合、2010年



出所: Oxford Economics, Haver Analytics

図38 GDP成長率に対する寄与度



出所: Oxford Economics

表14 オランダ (別途明示しない限り、年率%変化)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.3	-0.8	1.5	2.3	2.1	1.9
個人消費	-0.9	-1.0	1.0	2.0	1.9	1.7
固定資本形成	5.6	-1.3	3.3	3.3	2.9	2.5
在庫投資(GDP比%)	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
政府支出	0.4	-0.4	0.1	1.0	1.2	1.2
輸出(財貨・サービス)	3.7	0.8	4.8	5.3	4.1	3.4
輸入(財貨・サービス)	3.5	0.5	4.9	5.2	4.2	3.4
消費者物価	2.5	2.4	1.6	1.8	1.8	1.8
失業率	4.4	5.3	5.3	4.6	4.0	3.8
経常収支(GDP比%)	8.0	7.6	7.2	7.1	7.0	7.1
財政収支(GDP比%)	-4.0	-4.3	-3.6	-2.9	-1.8	-1.1
政府債務残高(GDP比%)	65.2	68.8	70.3	70.5	69.6	68.1

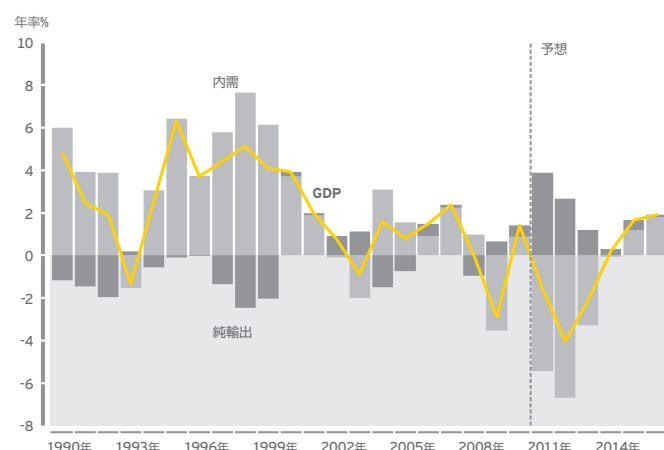
ポルトガル

- ▶ 2013年までにポルトガルが金融市場に復帰できる可能性は極めて低く、EUとIMFによる追加支援がほぼ確実に必要となるでしょう。厳しい財政状況と経済構造が重くのしかかり、2012年のGDPは4%のマイナス成長、2013年は2.1%のマイナスが予想されます。
- ▶ 2011年のGDPに占める財政赤字目標は5.9%でしたが、銀行の年金資産の国への一時的な移転により、目標達成にこぎつけまし

た。2012年のGDPに占める財政赤字の割合を4.5%に減らすため、政府は非常に厳しい予算案を発表しています。このため、個人消費と投資が打撃を受けるでしょう。

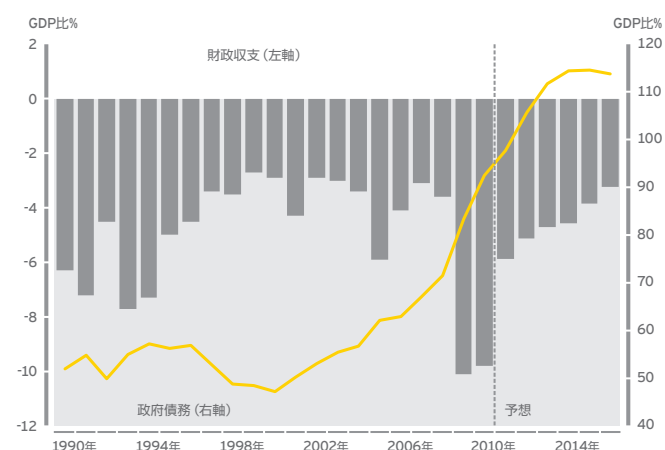
- ▶ EUやIMFと合意した、労働市場を中心とする構造改革が進行中です。構造改革は長期的にはポルトガル経済にプラスに働くとみられます。

図39 GDP成長率に対する寄与度



出所: Oxford Economics

図40 政府財政収支と債務残高



出所: Oxford Economics

表15 ポルトガル(別途明示しない限り、年率%変化)

出所: Oxford Economics

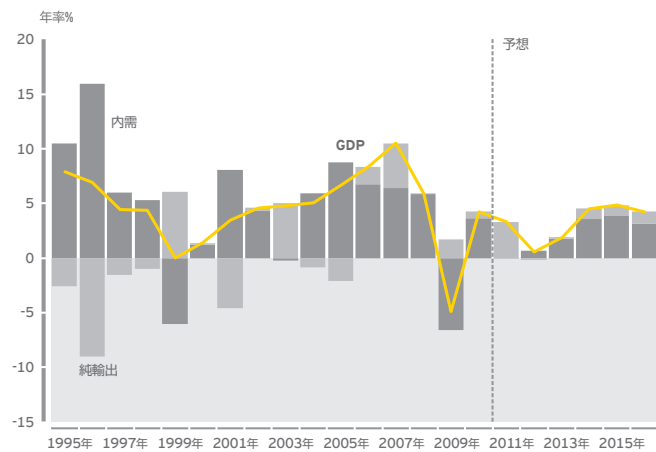
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	-1.5	-4.0	-2.1	0.2	1.7	1.9
個人消費	-3.6	-6.2	-3.1	0.4	1.1	1.2
固定資本形成	-10.8	-12.7	-6.4	-1.3	3.0	3.8
在庫投資(GDP比%)	-0.2	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5
政府支出	-3.3	-4.0	-2.3	-0.1	0.9	1.7
輸出(財貨・サービス)	7.0	2.7	4.5	4.6	4.8	3.5
輸入(財貨・サービス)	-4.0	-4.1	1.2	3.8	3.6	3.3
消費者物価	3.6	3.1	1.6	1.2	1.8	1.8
失業率	12.7	14.1	14.9	14.8	13.6	12.3
経常収支(GDP比%)	-6.7	-4.5	-3.6	-3.1	-2.8	-2.6
財政収支(GDP比%)	-5.9	-5.1	-4.7	-4.6	-3.8	-3.2
政府債務残高(GDP比%)	99.5	107.5	113.4	116.0	115.9	114.9

スロバキア

- ▶ スロバキアはユーロ圏への輸出依存度が高く、短期的には景気の低迷が予想されます。2011年は3%程度の経済成長を達成したものの、2012年には成長率はわずか0.5%まで減速する見通しです。
- ▶ 製造業の低迷はさらに深刻で、主力の自動車産業は大きな打撃を受けるとみられます。

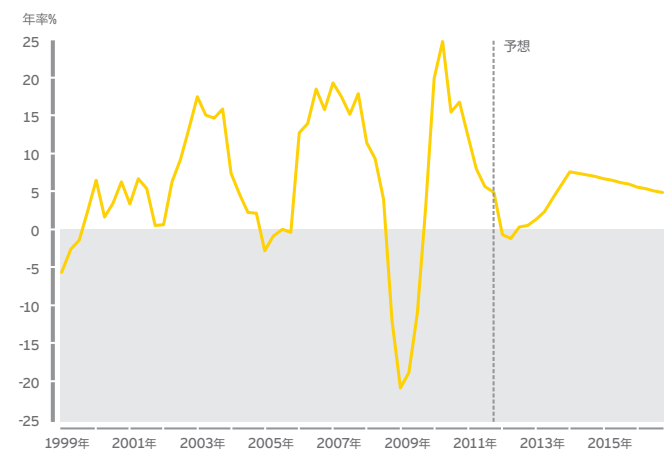
- ▶ 欧州に信用収縮が迫っていることも見通しを暗くしています。ユーロ圏の流動性に対する懸念と、EUの求める自己資本比率基準を達成する必要性から、銀行は東欧にある子会社への資金供給を絞らざるを得ないでしょう。外資系銀行による銀行セクターへの参入度が高いだけに、スロバキアは信用収縮による影響を大きく受けそうです。

図41 GDP成長率に対する寄与度



出所: Oxford Economics

図42 鉱工業生産の推移



出所: Oxford Economics

表16
スロバキア (別途明示しない限り、年率%変化) 出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	3.3	0.5	1.9	4.5	4.8	4.3
個人消費	-0.3	0.1	2.4	3.4	3.6	3.5
固定資本形成	4.4	0.3	2.0	4.6	6.0	5.8
在庫投資(GDP比%)	0.0	1.0	0.6	0.9	1.0	0.7
政府支出	-3.1	0.6	2.0	2.3	2.2	2.0
輸出(財貨・サービス)	8.1	-1.7	5.6	8.1	8.3	7.9
輸入(財貨・サービス)	4.4	-1.7	5.8	7.6	7.8	7.3
消費者物価	3.9	2.8	2.4	2.4	2.4	2.3
失業率	13.4	15.3	14.1	12.0	11.1	10.4
経常収支(GDP比%)	-0.4	-1.2	-1.9	-1.4	0.3	-0.2
財政収支(GDP比%)	-5.6	-5.3	-4.8	-4.6	-3.5	-3.2
政府債務残高(GDP比%)	43.0	45.9	47.6	47.8	46.7	45.6

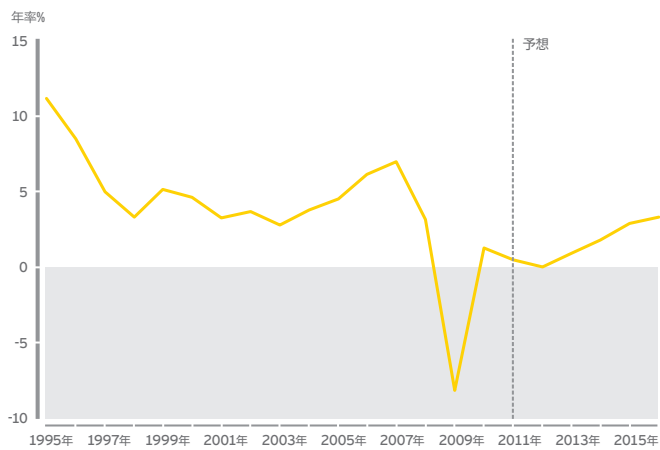
スロベニア

- ▶ 好調な観光業にもかかわらず、スロベニアは2011年後半に入ると既に減速していた景気が失速しました。輸出と投資の停滞が続き、緊縮財政による内需の落ち込みから、2012年は景気の足踏みが予想されます。しかし、外需の拡大が輸出を押し上げ、2013年の成長率は1%前後に回復し、2015-16年には3%前後にまで徐々に拡大する見通しです。
- ▶ スロベニアの公的債務は4年足らずで倍増しています。さらに、新連立政権が打ち出した歳出削減案では、スロベニア中銀が求める

削減額には届かないでしょう。予想期間を通じて財政赤字はGDPの3%を上回り、公的債務も増加が続く見込みです。

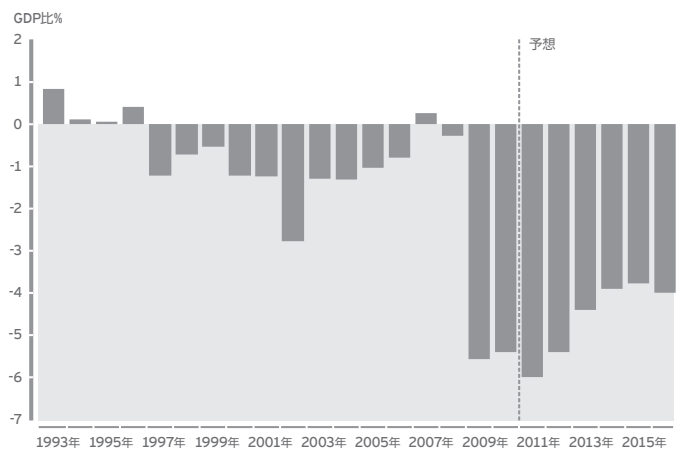
- ▶ 景気は短期的には下振れリスクを伴います。スロベニア最大の輸出市場であるユーロ圏の危機が悪化すれば、ユーロ圏の需要が落ち込み、スロベニアを始めとする輸出主導型経済は失速するとみられます。これに伴う金融セクターの混乱も信用の逼迫を招きます。

図43
実質GDP



出所: Oxford Economics

図44
政府財政収支



出所: Oxford Economics

表17
スロベニア (別途明示しない限り、年率%変化)

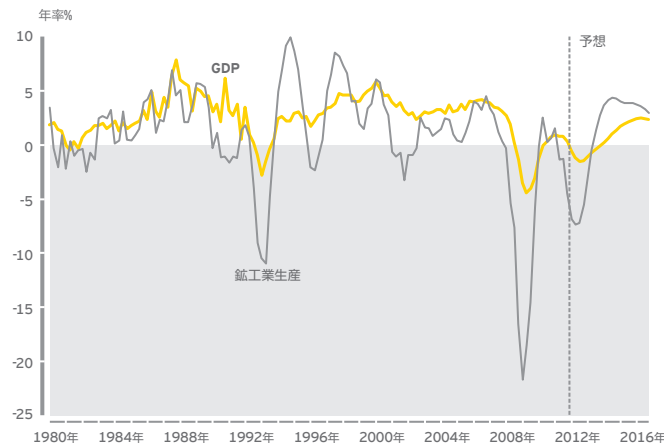
出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	0.5	0.0	0.9	1.8	2.9	3.3
個人消費	0.2	0.1	1.1	2.0	2.5	2.6
固定資本形成	-11.9	-5.0	-0.8	2.5	4.2	4.0
在庫投資(GDP比%)	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5	2.7
政府支出	-0.2	0.3	0.8	1.2	2.2	2.5
輸出(財貨・サービス)	8.0	3.5	4.0	5.1	5.3	5.0
輸入(財貨・サービス)	5.5	2.2	4.0	5.4	5.1	4.8
消費者物価	1.8	1.7	2.0	2.3	2.5	2.6
失業率	8.1	8.2	7.5	6.8	6.0	5.1
経常収支(GDP比%)	-1.1	-1.0	-0.7	0.1	0.3	0.3
財政収支(GDP比%)	-6.0	-5.4	-4.4	-3.9	-3.8	-4.0
政府債務残高(GDP比%)	44.2	48.8	51.9	53.7	54.7	55.6

スペイン

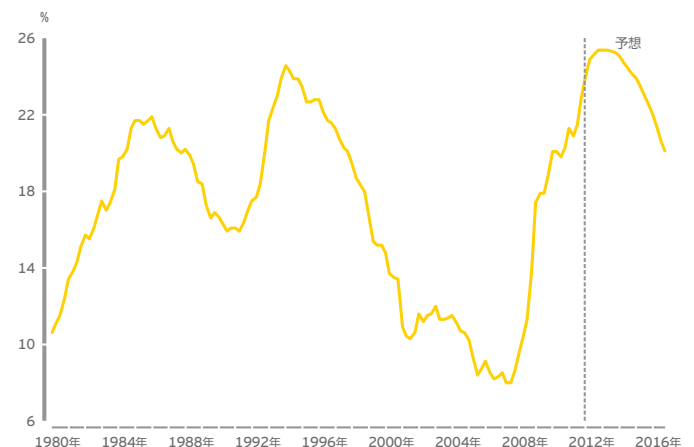
- ▶ 2011年の財政赤字が予想を上回ったことから、投資家の信頼をつなぎ留め、財政赤字と政府債務の悪化に対する懸念を払拭するため、政府は一段の財政緊縮策を発表しました。
- ▶ しかし、その結果内需はさらに低迷し、成長率は2011年の0.7%から2012年はマイナス1.2%、2013年も0.6%のマイナスが見込まれます。2012、13年ともに消費需要が1%強落ち込むと予想され、設備投資と雇用の一層の削減に伴い、失業率は2012年末までに25%台に上昇する見込みです。
- ▶ しかし、中期的には財政再建と構造改革が成果を上げ、景気は2014年にプラス成長に転じ、2015-16年には年率2%台に上向く見通しです。

図45 GDPと鉱工業生産



出所: Oxford Economics

図46 失業率



出所: Oxford Economics

表18 スペイン (別途明示しない限り、年率%変化)

出所: Oxford Economics

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	0.7	-1.2	-0.6	0.8	2.0	2.4
個人消費	-0.1	-1.9	-1.0	0.5	1.7	1.9
固定資本形成	-5.1	-8.1	-1.3	2.0	3.0	3.0
在庫投資(GDP比%)	0.4	0.0	-0.4	0.1	0.1	-0.1
政府支出	-2.2	-4.0	-0.9	0.0	1.1	1.5
輸出(財貨・サービス)	9.0	1.1	2.9	4.6	6.8	6.4
輸入(財貨・サービス)	-0.1	-8.4	0.2	6.3	7.0	5.3
消費者物価	3.1	1.8	1.4	1.4	1.4	1.5
失業率	21.7	24.8	25.3	24.6	23.2	21.0
経常収支(GDP比%)	-3.9	-3.1	-3.0	-2.7	-2.3	-1.9
財政収支(GDP比%)	-8.5	-6.1	-3.4	-3.0	-2.5	-2.2
政府債務残高(GDP比%)	68.3	75.1	79.2	82.4	84.3	85.5



その他のデータ





予測の前提条件

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
短期金利(%)	1.4	1.1	1.1	1.7	2.7	4.0
長期金利(%)	4.4	4.4	4.8	5.1	5.3	5.2
ユーロ実効為替レート(1995年=100)	120.8	115.6	119.8	117.6	115.6	115.3
原油価格(1バレル当たりユーロ)	80.0	88.7	80.6	86.1	91.4	94.7
株価(年率%)	-7.1	-3.1	12.1	14.6	12.9	9.4

	2011年				2012年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
短期金利(%)	1.1	1.4	1.6	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1
長期金利(%)	4.3	4.5	4.3	4.5	4.3	4.4	4.4	4.5
ユーロ実効為替レート(1995年=100)	119.4	122.4	121.2	120.3	115.7	115.0	114.9	116.9
原油価格(1バレル当たりユーロ)	76.6	81.7	80.2	81.2	92.3	93.7	86.4	82.3
株価(年率%)	-0.7	10.7	-20.7	-17.1	-15.3	-14.2	13.5	10.2

ユーロ圏GDPと各項目

四半期予想

(四半期別%変化)

	2011年				2012年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP	0.8	0.2	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	0.2
個人消費	0.0	-0.5	0.2	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	0.1
固定資本形成	1.8	-0.1	-0.1	-0.3	-0.9	-0.5	0.0	0.3
政府支出	0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1
輸出(財貨・サービス)	1.8	1.2	1.2	-0.3	-0.3	0.4	0.7	1.0
輸入(財貨・サービス)	1.1	0.5	0.8	-1.0	-0.5	0.1	0.6	0.9

GDPに対する寄与度

(前期比GDP成長率に対する寄与度: %)

	2011年				2012年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP	0.8	0.2	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	0.2
個人消費	0.0	-0.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0
固定資本形成	0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.1
政府支出	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
在庫投資	0.0	0.2	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出(財貨・サービス)	0.8	0.5	0.5	-0.2	-0.1	0.2	0.3	0.4
輸入(財貨・サービス)	-0.4	-0.2	-0.3	0.4	0.2	-0.1	-0.2	-0.4

年間実額(実質ベース)

(10億ユーロ、2000年を基準)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP	8,601	8,560	8,633	8,780	8,958	9,145
個人消費	4,840	4,808	4,830	4,890	4,969	5,055
固定資本形成	1,638	1,613	1,641	1,698	1,760	1,819
政府支出	1,835	1,818	1,814	1,823	1,841	1,863
在庫投資	35	16	22	25	26	28
輸出(財貨・サービス)	3,766	3,811	3,980	4,208	4,438	4,658
輸入(財貨・サービス)	3,512	3,507	3,654	3,864	4,076	4,278

年間実額(名目ベース)

(10億ユーロ)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP	9,416	9,503	9,734	10,066	10,449	10,854
個人消費	5,402	5,411	5,526	5,696	5,895	6,108
固定資本形成	1,810	1,800	1,857	1,953	2,059	2,164
政府支出	2,032	2,044	2,079	2,132	2,197	2,267
在庫投資	36	38	31	57	74	80
輸出(財貨・サービス)	4,120	4,242	4,498	4,845	5,205	5,563
輸入(財貨・サービス)	3,986	4,032	4,257	4,617	4,981	5,328

物価指標

(明示しない限り、年率変化%)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
消費者物価指数(HICP)	2.7	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8
物価上昇率(エネルギーを除く)	1.7	1.0	1.7	1.6	1.7	1.7
GDPデフレーター	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7	1.8
輸入デフレーター	5.2	2.6	1.3	1.8	1.9	1.8
輸出デフレーター	9.5	-1.8	0.5	2.2	2.0	1.6
交易条件指数	4.3	-4.4	-0.8	0.3	0.1	-0.2
所得	2.5	1.5	2.0	2.7	3.0	3.1
単位労働コスト	1.0	0.8	0.9	1.4	1.6	1.7
需給ギャップ(GDP比%)	-1.8	-2.9	-2.8	-2.3	-1.6	-1.1
原油価格(1バレル当たりユーロ)	80.0	88.7	80.6	86.1	91.4	94.7
ユーロ実効為替レート(1995年=100)	120.8	115.6	119.8	117.6	115.6	115.3

	2011年				2012年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
消費者物価指数(HICP)	2.4	2.7	2.7	2.9	2.5	2.2	2.0	2.1
物価上昇率(エネルギーを除く)	1.3	1.7	1.7	2.0	1.1	0.9	0.8	1.2
GDPデフレーター	1.1	1.2	1.3	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
輸入デフレーター	7.3	4.4	3.9	5.5	3.0	3.5	2.7	1.5
輸出デフレーター	15.3	10.2	7.4	5.7	-0.6	-1.6	-3.2	-1.7
交易条件指数	8.0	5.8	3.5	0.2	-3.6	-5.1	-5.8	-3.2
所得	2.5	2.5	2.5	2.3	1.3	1.3	1.5	1.7
単位労働コスト	0.2	1.2	1.3	1.2	0.8	0.6	0.9	0.8
需給ギャップ(GDP比%)	-1.7	-1.7	-1.7	-2.2	-2.7	-2.9	-3.0	-3.0
原油価格(1バレル当たりユーロ)	76.6	81.7	80.2	81.2	92.3	93.7	86.4	82.3
ユーロ実効為替レート(1995年=100)	119.4	122.4	121.2	120.3	115.7	115.0	114.9	116.9

注: HICP=欧州連合(EU)基準消費者物価指数

雇用統計

(明示しない限り、年率%)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
雇用者数	0.3	-1.1	-0.2	0.4	0.6	0.7
失業率(%)	10.2	11.1	11.3	10.9	10.3	9.7
NAIRU(%)	8.1	8.1	7.9	7.7	7.5	7.2
労働参加率(%)	74.1	74.4	74.5	74.7	74.9	75.1
所得	2.5	1.5	2.0	2.7	3.0	3.1
単位労働コスト	1.0	0.8	0.9	1.4	1.6	1.7

	2011年				2012年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
雇用者数	0.3	0.5	0.4	-0.2	-0.7	-1.2	-1.3	-1.0
失業率(%)	10.0	10.0	10.2	10.5	10.9	11.1	11.2	11.3
NAIRU(%)	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.0
労働参加率(%)	73.8	74.1	74.2	74.2	74.3	74.4	74.4	74.4
所得	2.5	2.5	2.5	2.3	1.3	1.3	1.5	1.7
単位労働コスト	0.2	1.2	1.3	1.2	0.8	0.6	0.9	0.8

注: NAIRUとはインフレ率の上昇を招かない失業率の下限、すなわち、インフレ上昇圧力が労働市場の逼迫により上昇しない失業率を意味する。

経常収支と財政収支

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
貿易収支(10億ユーロ)	-4.8	51.0	80.2	65.0	59.5	66.8
貿易収支(GDP比%)	-0.1	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7
経常収支(10億ユーロ)	-30.7	16.5	19.3	22.9	29.2	32.7
経常収支(GDP比%)	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
政府財政収支(10億ユーロ)	-396	-322	-240	-198	-162	-133
政府財政収支(GDP比%)	-4.2	-3.4	-2.5	-2.0	-1.6	-1.2
景気循環要因調整後 黒字額(+)/赤字額(-)(GDP比%)	-3.2	-2.4	-1.4	-0.9	-0.5	-0.2
政府債務残高(10億ユーロ)	8,372	8,663	8,974	9,302	9,640	9,949
政府債務残高(GDP比%)	97.3	101.2	103.9	105.9	107.6	108.8

ユーロ圏における成長率と物価上昇率

	2002-2006	2007-2011	2012-2016
成長率と所得			
GDP成長率(標準偏差)	1.9	2.3	1.3
GDP成長率格差(最高値-最低値)	6.6	9.2	4.9
一人当たりGDP(最高)(ユーロ圏=100)	237.4	242.7	242.8
一人当たりGDP(最低)(ユーロ圏=100)	53.5	66.6	66.7
物価上昇率			
インフレ率(標準偏差)	1.3	1.0	0.5
インフレ率格差(最高値-最低値)	5.4	4.0	2.0
物価上昇率(最高)(ユーロ圏=100)	116.8	116.1	116.2
物価上昇率(最低)(ユーロ圏=100)	64.6	65.9	67.6



各国別ランキング

実質GDP (年率%)

ランキング		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2012-2016 年平均
1	エストニア	7.5	2.0	3.8	4.8	4.7	4.5	4.0
2	スロバキア	3.3	0.5	1.9	4.5	4.8	4.3	3.2
3	ルクセンブルク	1.1	0.7	3.1	3.5	3.0	2.9	2.7
4	フィンランド	2.6	0.7	1.4	2.9	4.1	2.9	2.4
5	マルタ	1.8	0.9	1.5	2.6	3.0	3.0	2.2
6	スロベニア	0.5	0.0	0.9	1.8	2.9	3.3	1.8
7	アイルランド	1.0	-0.1	0.6	1.4	3.0	3.8	1.7
8	ドイツ	3.1	0.6	1.7	2.1	2.0	2.0	1.7
9	オーストリア	3.1	0.4	1.3	1.9	2.0	1.9	1.5
10	フランス	1.7	0.0	1.2	1.9	2.0	1.9	1.4
11	オランダ	1.3	-0.8	1.5	2.3	2.1	1.9	1.4
12	キプロス	0.2	-0.5	0.9	1.7	2.0	2.9	1.4
13	ベルギー	1.9	-0.3	0.9	1.5	2.0	2.4	1.3
14	ユーロ圏	1.5	-0.5	0.9	1.7	2.0	2.1	1.2
15	スペイン	0.7	-1.2	-0.6	0.8	2.0	2.4	0.7
16	イタリア	0.4	-1.6	-0.3	0.9	1.5	1.8	0.5
17	ポルトガル	-1.5	-4.0	-2.1	0.2	1.7	1.9	-0.5
18	ギリシャ	-6.8	-6.4	-1.9	-0.1	1.8	3.0	-0.8

物価上昇率 (年率%)

ランキング		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2012-2016 年平均
1	アイルランド	1.2	0.6	0.1	0.5	0.8	1.4	0.7
2	ギリシャ	3.1	1.3	0.5	1.0	1.7	2.2	1.3
3	スペイン	3.1	1.8	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
4	ドイツ	2.5	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
5	オランダ	2.5	2.4	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9
6	ポルトガル	3.6	3.1	1.6	1.2	1.8	1.8	1.9
7	ユーロ圏	2.7	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
8	ベルギー	3.4	2.1	1.7	1.9	1.9	1.8	1.9
9	フランス	2.3	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
10	フィンランド	3.3	2.4	1.9	1.9	1.9	1.8	2.0
11	オーストリア	3.6	2.5	2.1	2.0	2.0	1.9	2.1
12	マルタ	2.4	1.6	2.1	2.3	2.3	2.3	2.1
13	ルクセンブルク	3.7	2.5	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1
14	イタリア	2.9	2.8	2.2	2.2	2.0	2.0	2.2
15	スロベニア	1.8	1.7	2.0	2.3	2.5	2.6	2.2
16	エストニア	5.0	3.0	2.3	2.1	2.2	2.1	2.4
17	スロバキア	3.9	2.8	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5
18	キプロス	3.5	3.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5

各国別ランキング

失業率 (%)								
ランキング		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2012-2016 年平均
1	オーストリア	4.1	4.5	4.6	4.5	4.3	4.3	4.4
2	オランダ	4.4	5.3	5.3	4.6	4.0	3.8	4.6
3	ルクセンブルク	4.8	5.5	5.4	4.6	4.0	3.6	4.6
4	ドイツ	5.9	5.5	5.3	5.1	4.9	4.8	5.1
5	マルタ	6.5	6.2	6.1	5.6	5.1	4.5	5.5
6	スロベニア	8.1	8.2	7.5	6.8	6.0	5.1	6.7
5	キプロス	7.7	9.7	9.0	7.3	5.0	4.5	7.1
8	ベルギー	7.2	7.6	8.1	7.3	6.6	6.4	7.2
9	フィンランド	7.8	7.8	7.5	7.1	6.9	6.8	7.2
10	エストニア	12.1	10.9	9.2	7.4	6.1	5.0	7.7
11	イタリア	8.2	9.6	10.1	9.8	9.0	8.1	9.3
12	フランス	9.7	10.2	9.9	9.5	9.1	8.9	9.5
13	ユーロ圏	10.2	11.1	11.3	10.9	10.3	9.7	10.7
14	スロバキア	13.4	15.3	14.1	12.0	11.1	10.4	12.6
15	ポルトガル	12.7	14.1	14.9	14.8	13.6	12.3	13.9
16	アイルランド	14.4	14.7	14.8	14.3	13.6	12.7	14.0
17	ギリシャ	17.5	21.3	22.8	23.5	23.6	23.0	22.8
18	スペイン	21.7	24.8	25.3	24.6	23.2	21.0	23.8

財政収支 (GDP%)								
ランキング		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2012-2016 年平均
1	エストニア	0.7	-2.0	-0.7	0.1	0.0	0.0	-0.7
2	ドイツ	-1.0	-1.2	-1.1	-0.9	-0.6	-0.1	0.9
3	フィンランド	-2.1	-1.4	-1.1	-0.8	-0.7	-0.9	1.2
4	マルタ	-2.9	-2.9	-2.5	-2.1	-1.9	-1.7	1.2
5	ルクセンブルク	-0.8	-1.4	-1.3	-0.1	0.3	0.6	1.4
6	スロベニア	-6.0	-5.4	-4.4	-3.9	-3.8	-4.0	2.0
7	オーストリア	-3.7	-3.3	-2.9	-2.0	-1.6	-1.5	2.3
8	キプロス	-7.1	-5.3	-5.3	-4.7	-4.8	-4.7	2.4
9	スロバキア	-5.6	-5.3	-4.8	-4.6	-3.5	-3.2	2.4
10	ポルトガル	-5.9	-5.1	-4.7	-4.6	-3.8	-3.2	2.7
11	オランダ	-4.0	-4.3	-3.6	-2.9	-1.8	-1.1	2.8
12	ユーロ圏	-4.2	-3.4	-2.5	-2.0	-1.6	-1.2	3.0
13	フランス	-5.7	-4.8	-3.9	-3.1	-2.7	-2.3	3.4
14	イタリア	-4.0	-2.5	-1.3	-0.9	-0.6	-0.6	3.4
15	ギリシャ	-10.2	-7.1	-7.2	-6.5	-6.2	-6.0	4.2
16	ベルギー	-4.7	-3.8	-1.7	-0.8	-0.4	-0.3	4.4
17	スペイン	-8.5	-6.1	-3.4	-3.0	-2.5	-2.2	6.3
18	アイルランド	-10.0	-8.6	-6.6	-4.4	-2.9	-2.1	7.9



ユーロ圏の動向をオンラインで フォロー

www.ey.com/eurozoneへのアクセスにより以下をご利用いただけます。

- ▶ マクロエコノミストとアーンスト・アンド・ヤングの専門家がユーロ圏の将来とビジネスに与える影響について話し合ったビデオ
- ▶ アーンスト・アンド・ヤングのユーロチャートの活用により、5年間の国別統計を比較
- ▶ 「ユーロゾーン - アーンスト・アンド・ヤングのユーロ圏の見通し」と加盟17カ国の見通しのダウンロード・印刷

<http://twitter.com/EYnews> のツイッターでライブコメントもご覧いただけます。

アーンスト・アンド・ヤングについて

アーンスト・アンド・ヤングは、アシュアランス、税務、トランザクションおよびアドバイザリーサービスの分野における世界的なリーダーです。全世界の15万2千人の構成員は、共通のバリュー（価値観）に基づいて、品質において徹底した責任を果たします。私どもは、クライアント、構成員、そして社会の可能性の実現に向けて、プラスの変化をもたらすよう支援します。

「アーンスト・アンド・ヤング」とは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのメンバーファームで構成されるグローバル・ネットワークを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。詳しくは、www.ey.com にて紹介しています。

アーンスト・アンド・ヤング ジャパンについて

アーンスト・アンド・ヤング ジャパンは、日本におけるアーンスト・アンド・ヤングのメンバーファームである新日本有限責任監査法人、新日本アーンスト・アンド・ヤング税理士法人、アーンスト・アンド・ヤング・トランザクション・アドバイザリー・サービス株式会社アーンスト・アンド・ヤング・アドバイザリー株式会社など、9つの法人で構成されます。各法人は法的に独立した組織です。詳しくは、www.ey.com/jpl にて紹介しています。

© 2012 Ernst & Young ShinNihon LLC.
All Rights Reserved.

本書又は本書に含まれる資料は、一定の編集を経た要約形式の情報を掲載するものです。したがって、本書又は本書に含まれる資料のご利用は一般的な参考目的の利用に限られるものとし、特定の目的を前提とした利用、詳細な調査への代用、専門的な判断の材料としてのご利用等はしないでください。本書又は本書に含まれる資料について、新日本有限責任監査法人を含むアーンスト・アンド・ヤングの他のいかなるグローバル・ネットワークのメンバーも、その内容の正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではなく、本書又は本書に含まれる資料に基づいた行動又は行動をしないことにより発生したいかなる損害についても一切の責任を負いません。

本書はSCORE AU1129の翻訳版です。

ED None

オックスフォード・エコノミクスについて

オックスフォード・エコノミクスは、政府および企業のニーズに合った独自の予測と分析を提供するため、1981年に設立されました。現在では経済分析、アドバイス、モデル構築に関する世界のトッププロバイダーであり、クライアントは国際機関、各国政府、中央銀行および業種を超えた多国籍優良企業など、300を超えています。

オックスフォード・エコノミクスではオックスフォード、ロンドン、ベルファスト、パリ、アラブ首長国連合、シンガポール、ニューヨーク、フィラデルフィアを拠点とする70名を超える独自のスタッフが、オックスフォード大学や欧米の幅広いパートナー機関との緊密な関係を通じて、高度な専門的およびテクニカルな知識を駆使しています。オックスフォード・エコノミクスのサービスには、190カ国、85業種、欧州とアジアにおける2,500を超える都市または地域の予測や、経済的影響の評価、政策に関する分析、エネルギーと持続可能性の経済性に関する作業などが含まれます。

本レポートで示した予測は、信頼できると判断された公共の情報源から入手した情報に基づいていますが、その網羅性や正確性に関しては、我々は責任を負いません。また、本レポートで示した分析は情報のみを目的とするもので、オックスフォード・エコノミクスは予測、予想、アドバイスまたは推奨が、正確または達成可能であることを保証するものではありません。オックスフォード・エコノミクスは前述のいずれかの内容、または読者が前述のいずれかに依拠することについて責任を負いません。