



# Eurozone

アーンスト・アンド・ヤングによるユーロ圏の見通し

ユーロゾーン夏号 要約版 - 2012年6月



# ハイライト

## 経済成長重視は朗報だが、 財政の安定化が不可欠

- ▶ 我々が前回の予想を発表して以来、ユーロ圏の将来はますます混迷の度を増しています。ギリシャでは5月の総選挙後政権が発足せず、6週間にわたり政治の空白がありました。スペインは銀行の資本増強を目的とした財政援助を正式に要請し、ユーロ圏加盟国のうち救済措置の発動を求めた国は、今回のキプロスで5カ国となりました。ギリシャの出直し選挙で反対派がかなりの票を獲得したとはいえ、財政緊縮賛成派の政党が政権を握ったことで、我々はこれまで通りギリシャがユーロ圏に留まること、そしてスペイン政府が国際通貨基金（以下「IMF」）と欧州連合（以下「EU」）による救済措置を回避すると予想しています。
- ▶ 火種がくすぶるギリシャとスペインを除けば、政策当局の焦点は財政緊縮策の実施よりも、低迷する経済見通しをいかにして好転させるかに移っています。我々は今年のユーロ圏の成長率をマイナス0.6%と予想しています。いくつかの国々で第1四半期の経済成長率が我々の従来予想を上回ったことから、我々は2012年の平均成長率を上方修正しました。しかし、その後見通しは悪化し、将来のユーロ圏をめぐって不透明感が強いことから、設備投資や消費支出は冷え込むとみられます。
- ▶ 失業率の上昇により、欧州の広い範囲で経済活動が圧迫される状態が続いています。失業率はスペインで25%前後、ギリシャで22%、ポルトガルでは15%に達し（3カ国とも、過去半年間で3-4ポイント

の上昇）、内需や投資が一段と落ち込んでいるほか、政府の財政赤字削減策にも支障をきたしています。

- ▶ 欧州中央銀行（以下「ECB」）が長期リファイナンスオペ（以下「LTRO」）第2弾を実施した結果、差し当たり信用収縮のリスクは遠のきました。しかし、ユーロ圏の銀行セクターが長期にわたって抜本的な改革を実施する必要があることに変わりはなく、当面は信用供与も減少し、設備投資や消費支出に悪影響を及ぼすでしょう。
- ▶ ユーロ圏の一部の経済はプラス成長に戻ると思われますが、多くの国では2013年もマイナス成長が続く見通しです。スペイン、イタリア、ポルトガルが債務再編を回避してユーロ圏が現在の形を維持すれば、2013年は徐々に景気が回復し、ユーロ圏の成長率はプラス0.4%に達する公算です。しかし、財政再建の必要性や銀行が受けたダメージを考慮すると、中期的な景気回復の足取りは弱く、ユーロ圏全体の経済成長率は2014年以降も数年間はプラス2%未満に留まる見通しです。
- ▶ これまで同様、リスクはダウンサイドの方が大きく懸念されます。ギリシャの新政府が公約通りIMF/EUによる財政緊縮策を実施できるかどうか、それとも勢いづく野党を前に実施できなくなるかに注目が集まっています。ギリシャが離脱すればユーロ圏は苦境に追い込まれ、ポルトガル、スペイン、イタリアの借入コストが膨らむでしょう。そうなれば、景気回復が一段と遅れることはもちろん、最悪の場合には他の周縁国が債務不履行に追

い込まれる可能性があります。

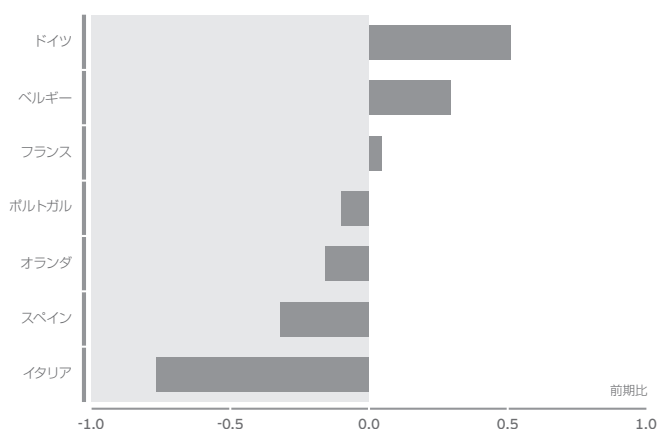
- ▶ こうした見通しを考慮すると、経済成長を促そうという政策当局の取組みは大歓迎です。しかし、具体的な内容については合意に至っていません。しかも、成長戦略と財政再建は相いれないとの論調さえ見受けられます。これについて我々は間違いだと考えています。持続可能な財政への信頼は、経済成長を目指して資金を提供する銀行セクターと金融の安定に不可欠です。企業や家計が支出や投資を行うのも、公共財政への信頼があればこそです。
- ▶ 財政政策の中には、成長を促す目的で調節できるものがあります。具体的には、国の歳出構成の軸足を経常支出から資本支出に移せば、成長を促すことが可能です。財政が健全なユーロ圏諸国であれば、財政再建計画を緩めて内需を拡大し、ユーロ圏の景気の活性化に一役買うでしょう。
- ▶ 成長戦略の第2の柱は、成長市場との貿易を拡大させることです。ドイツから中国などへの資本財の輸出は、すでに大幅に伸びていますが、ドイツ以外の国々ではそれほどではありません。イタリア、スペインなどがドイツに追随できるかがポイントになります。周縁国が確実に競争力を高めるためには、ドイツなどが賃金引上げや物価の上昇を受け入れる必要があります。ドイツの政策当局はこの政策を短期的な解決策として受け入れる用意があるようですが、いつまで容認されるかは予断を許しません。

# 危機は回避できるが、 改革のチャンスを捉えることが必要

## 経済成長を改めて重視

ユーロ圏経済はこの1年で大きく変貌しましたが、大半は悪い方向への変化でした。1年前は輸出の拡大と投資支出の回復により金融危機から立ち直りつつありましたが、今や受注は冷え込み、失業率は上昇、政府債務の持続可能性についての懸念は「周縁」国から「中核」国にまで広がっています。

図1  
2012年第1四半期のGDP成長率



出所: Oxford Economics

ギリシャへの救済措置は信頼性の高い解決策には至らず、スペインやイタリアへの飛び火を再び警戒する声が上がリ、スペインは外国からの支援なしでは銀行セクターを安定化できなくなりました。さらに、キプロスもEUからの財政支援を要請しています。

景気浮揚策の重視を求める声上がるなど、政策論議の方向性も変化しつつあります。景気浮揚策の論議を前に、当面は財政と金融の安定化がおざなりになるリスクがありますが、政策当局がこの点を理解している限り、政治が景気拡大に向けてできることは数多くあるでしょう。この点が本レポートの主要テーマです。

## ドイツが経済成長をけん引する一方で、ユーロ圏は停滞

2012年第1四半期のユーロ圏全体の経済成長率は、2011年第4四半期から横ばいとなっていますが、以前と同様、加盟国間で大きなばらつきがありました。ドイツはエストニアやフィンランドと並んで最も成長率が高く、プラス0.5%でした。ベルギーも事前予想を上回るプラス0.3%でしたが、フランスはほぼ横ばい、ユーロ圏諸国の多くはマイナス成長でした。マイナス成長の国々では、例えばスペインでマイナス0.3%、イタリアではマイナス0.8%でした。

ユーロ圏内の景気のばらつきにより、労働市場も明暗が分かれています。失業率はスペインとギリシャで20%超、アイルランドとポルトガルでは15%前後、フランスとイタリアは10%となっています。一方、ドイツ、オーストリア、オランダでは6%未満の状態が続いています。

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

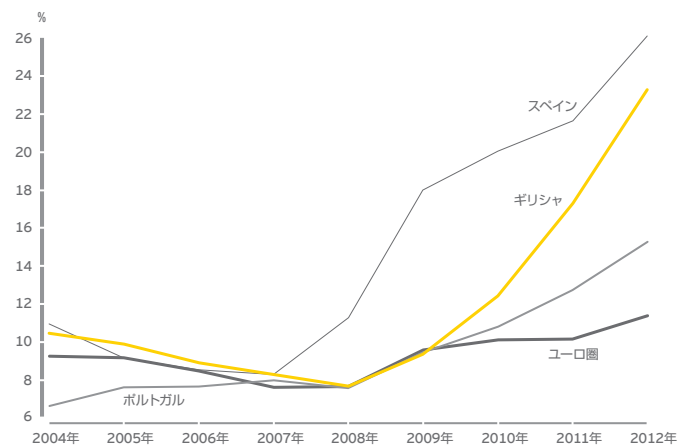
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.5	-0.6	0.4	1.7	2.0	2.1
個人消費	0.2	-0.7	0.1	1.2	1.6	1.7
固定資本形成	1.6	-3.0	0.6	3.3	3.7	3.4
在庫投資(GDP比%)	0.4	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.2
政府支出	-0.3	-0.5	-0.6	0.4	0.9	1.2
輸出(財貨・サービス)	6.3	1.4	3.1	5.3	5.5	5.1
輸入(財貨・サービス)	4.1	-1.2	2.4	5.8	5.7	5.3
消費者物価指数	2.7	2.4	1.9	1.8	1.8	1.9
失業率	10.2	11.4	11.9	11.5	10.9	10.2
経常収支(GDP比%)	0.0	0.4	1.0	1.0	1.0	1.0
財政収支(GDP比%)	-4.1	-3.5	-2.6	-2.0	-1.5	-1.2
政府債務残高(GDP比%)	88.0	90.6	92.1	92.3	92.1	91.4
ECBの主要リファイナンス・オペ金利(%)	1.2	0.8	0.5	0.8	1.9	2.9
ユーロ実効為替レート(1995年=100)*	120.8	114.4	116.6	116.6	115.0	115.1
為替レート(ドル/ユーロ)	1.39	1.27	1.28	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





図2  
失業率

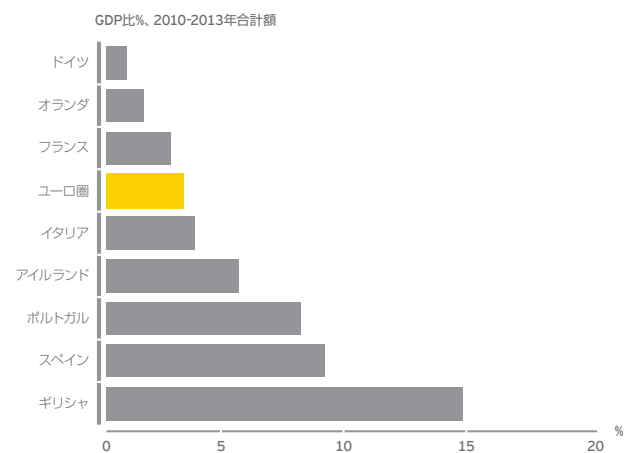


出所: Oxford Economics

### 多くの国でさらなる経済の収縮が予想される

ユーロ圏諸国の多くで、景気回復に先立ち経済活動が一段と悪化するとみられますが、これは大規模な財政再建が主な理由です。ギリシャを筆頭に、スペイン、ポルトガル、アイルランドの痛手が大きく、フランスでさえ財政緊縮の影響で、今後2年間のGDPは年に1%程度落ち込むとみられます。ユーロ圏レベルでは、緊縮財政を受けて今年と2013年の成長率は1%程度低下する見通しです。

図3  
各国の緊縮財政措置 2010 - 2013年



出所: Oxford Economics

公務員数が一段と削減される懸念と、将来、国から受け取る年金についての不透明感という2大不安要素をはじめ、多くの不安要素があり、消費者心理が冷え込んでいます。それらの不安要素の中には、労働市場の悪化とそれに伴う賃金の伸び悩み、昨年の物価の上昇、単一通貨ユーロの将来についての不安の広がりなどが挙げられます。最新の調査で家計がやや強気なドイツを除くと、ユーロ圏の消費者信頼感はこちら数カ月低下しています。

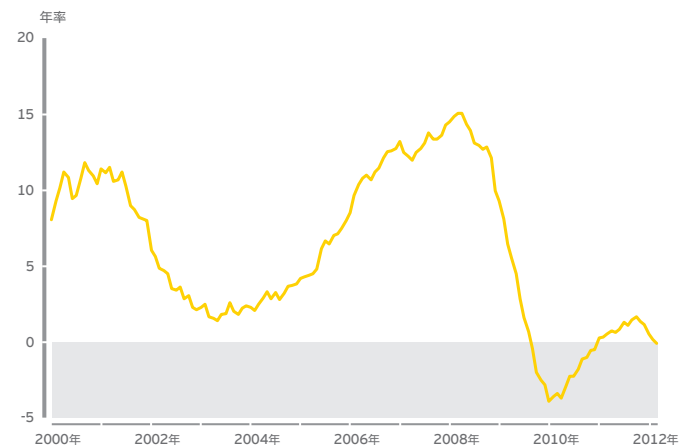
その結果、2012年の実質消費支出の伸びはドイツで0.9%前後、フランスでは0.2%、それ以外のユーロ圏諸国では横ばいかマイナスになる予想です。ユーロ圏をめぐる不透明感が薄れる2013年に入って北欧諸国の消費支出がやや回復し、1%程度の伸びとなるでしょう。一方で、2013年も周縁国の消費者は強い逆風に見舞われ、家計支出が底入れするのは2014年にずれ込む見通しです。

### 企業は依然として投資に慎重

ここ数カ月間の明るいニュースとしては、今年第2四半期にECBが実施した銀行の貸付調査で、LTROの実施により銀行セクターの危機が遠のいたことが明らかになったことです。銀行が借り手に求める信用基準が（第1四半期より高い水準とはいえ）安定した一方、2011年に急激に悪化した銀行自体の流動性ポジションや資金調達環境も落ち着いたと銀行側は回答しています。

ただし、この調査では第2四半期初頭の貸付需要が大幅に減退したことも明らかになりました。融資申し込み件数が減った銀行の増えた銀行に対する割合は、2009年半ば以来の高い水準になっています。つまり、信用収縮は差し当たり回避されたようですが、企業（または消費者）の借入の増加を促すまでには至っていないということです。

図4  
非金融企業に対する融資



出所: Oxford Economics, Haver Analytics

## 危機は回避できるが、改革のチャンスをつかえることが必要

緊縮財政や消費者の慎重姿勢、ユーロ圏の将来像をめぐる不透明感、需要の低迷などがあいまって、今年いっぱい企業は設備投資を見送る算が高そうです。こうした中、ドイツの投資支出は緩やかに伸びますが、ユーロ圏諸国の大半では停滞（フランス、ベルギー、オランダ）あるいは激減（イタリア、スペイン、ポルトガル）するでしょう。その後、2013年はスペイン、ポルトガル、アイルランドでは投資の減少が続きますが、ドイツ、オーストリア、オランダでは3-5%の増加が予想されます。

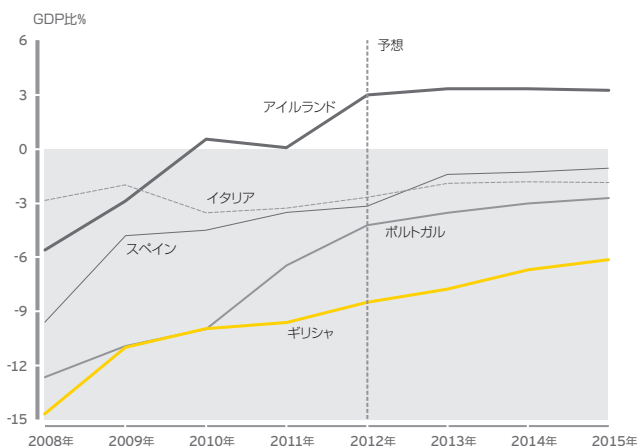
### 競争力回復が回復するまでは、周縁国の輸出が伸び悩む

多くの国で失業率の高止まりや輸出の伸び悩み、投資の減少を招きましたが、ユーロ圏の問題の根本的な原因は、各国間の基本的な競争力格差にあります。ドイツ、オーストリアなど、この1年間の景気が良かった国と比較して、周縁国の単位労働コストはユーロ圏誕生以降急上昇しました。ドイツの単位労働コストが2000年から2008年にかけて5%低下したのに対し、フランスでは15%、イタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャでは25%以上も上昇しました。

単一通貨ユーロの誕生以前は、各国は通貨の切り下げにより生産コスト上昇や経常収支の悪化を何度も抑えてきました。この政策は短期的には競争力の強化に役立ったものの、賃金と物価の悪循環や通貨の一層の下落につながることも少なくありませんでした。こうした不安定さが貿易や投資関係の樹立を妨げたこともあり、事態の打開に向けてユーロが創設されました。

ユーロ誕生後は、国内における通貨切り下げである各名目単位労働コストの引き下げでユーロ圏各国間の競争力格差に対応しなければなりません。これには単位労働当たりの生産量の増加（生産性の向上）と単位労働への対価の引き下げ（賃金引下げ）の2つがあります。

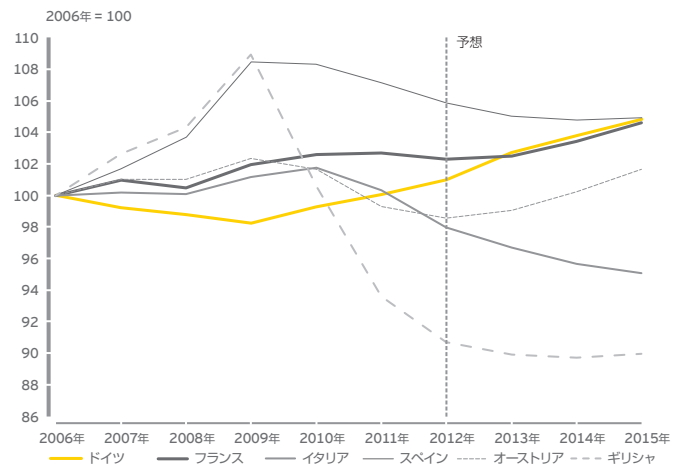
図5  
経常収支



出所: Oxford Economics

最近まで、競争力が劣る国は弱い労働市場におおむね調整役を任せてきました。2011年はスペインとイタリアで実質賃金が1-1.5%低下しましたが、今年も低下する見通しです。そして、2013年と2014年も実質賃金の低下が見込まれていますが、こうしたプロセスで競争力が回復するにはしばらく時間がかかりそうです。

図6  
実質賃金



出所: Oxford Economics

このため、こうした国々の輸出は低迷する見通しです。イタリアとスペインの2012-13年の輸出の伸びは0%-1.5%に留まる模様です。単位労働コストが大幅に低下したアイルランドとポルトガルはいくぶん好調で2013年の輸出の伸びは3-4%になる見通しです。一方、ドイツの2012年の輸出の伸びは3%、2013年は4%、その後の2年間は最大で6%の伸びが見込まれます。

### 2012年は低迷するも、2013年はやや持ち直す

ギリシャの財政緊縮プログラムが計画通り進み、スペインやイタリアなど他のユーロ圏諸国がこれ以上の混乱を回避できれば、目下金融市場や企業、家計の間に根強いリスク回避志向は、今年末には薄れていくと我々は考えています。そして、ユーロ圏全体では、このベースシナリオでも今年のGDP成長率はマイナス0.6%と予想されます。

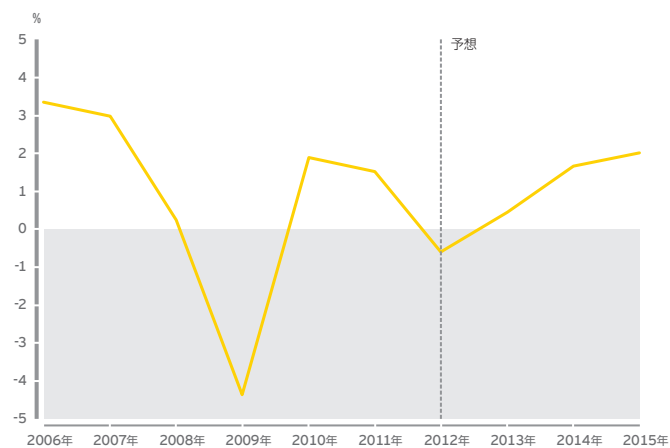
ユーロ圏にはいくつかの悪材料があるため、2013年に入っても景気の回復は緩やかでしょう。前述のように、財政政策が2年以上にわたって多くの国の景気の足を引っ張ります。失業率が非常に高く、家計を圧迫するため、ユーロ圏のほとんどで消費者の慎重姿勢が続きます。成長市場では依然として需要が旺盛ですが、それらの需要を十分に開拓できない国も多そうです。

我々は2013年のユーロ圏全体の経済成長率をプラス0.4%と予想しています。その後、財政緊縮のペースが鈍化し世界経済に弾みがつけば、2014年のユーロ圏の経済成長率はプラス1.7%、その後2

年間はプラス2%程度と予想しています。

こうした中、ドイツは他国をリードし、経済成長率は2013年にプラス1.4%、2014年にプラス2%と予想しています。フランスについては、2012年の経済成長率はプラス0.5%に留まりますが、中期的にはプラス2%前後に落ち着くでしょう。一方、イタリア、スペイン、ポルトガルが回復し始めるのは2014年になりそうです。中期的には、ほとんどの国の潜在成長率はプラス2%を大きく下回るとみられます。

図7 GDP成長率



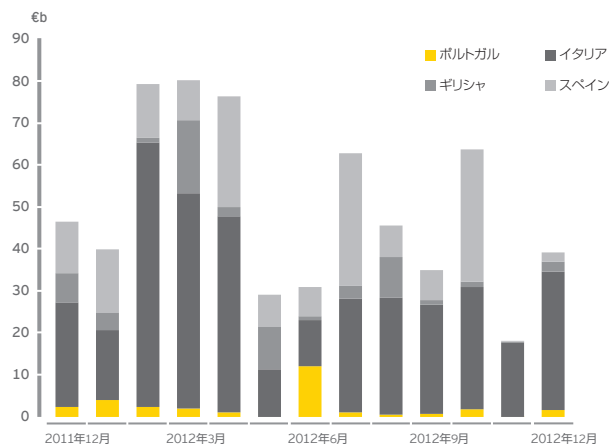
出所: Oxford Economics

### リスクはあくまでダウンサイドに注意

我々の経済予想は、ギリシャがユーロ圏に留まり、スペイン、イタリアその他周縁国が債務再編を回避することをベースシナリオにしています。6月17日のギリシャ総選挙の結果、IMF/EUによる財政緊縮プログラム賛成派の連立政権が誕生しましたが、救済策に反対する政党にもかなりの票が集まりました。ギリシャでは財政政策や改革案の実施に伴う課題が山積し、最終的にユーロ圏から離脱するリスクも依然として残っています。ギリシャに限らず他の周縁国でも生活水準の低下により政府が歳出削減を断行できない可能性があり、債務不履行や流動性へのリスクもしばらく残ります。

今年はユーロ圏諸国の国債が大量償還を迎えます。中でもスペインは、7月と10月に国債の大量償還を控えており、イタリアも年末まで毎月の償還額が(この数カ月を大幅に上回る)200億~300億ユーロに増える見通しです。財政再建から後退する兆しが見えれば、維持できない水準まで借入コストが上昇するリスクがあります。

図8 国債償還額



出所: Bloomberg

我々は銀行システムの健全性についても、引き続き警戒しています。スペインではここ数週間で問題が悪化しました。190億ユーロを投じてバンクアを資本増強(事実上の国有化)した直後、スペイン政府は外国からの支援がなければ銀行セクターの安定を保障できないと発表しました。これを受けて、EUから1,000億ユーロの支援を受けることで合意しましたが、詳細な内容は各銀行の資金のニーズを評価したうえで決定されます。この金額が銀行システム全体の信頼性維持に十分かどうかは現時点では不明です。

ここ数カ月ギリシャを襲った預金の流出が他の国にも本格的に広がるリスクがありますが、各国政府の介入余力は限られています。インターバンク市場への信頼は現時点では比較的安定していますが、これが続く保証はなく、ECBがさらなる緊急支援に駆り出される恐れもあります。7ページのコラム1で、ユーロ圏の崩壊を防ぐ上で必要と思われる措置を詳しく取り上げています。

さらに、中東での緊張の高まりによる原油価格の高騰など世界経済に伴うリスクもあります。原油価格の上昇は景気の足を引っ張るだけでなく、インフレの上昇を招き、早期の金融引締めを求める声につながる恐れがあります。他に潜在的なダウンサイドリスクとして、米国が今後2年間緊縮財政を実施した場合や中国のハードランディングなどが挙げられます。世界経済の見通しについては、8ページのコラム2で詳しく取り上げます。

一方で、アップサイドのリスクはあまり見当たりません。とはいえ、周縁国における大胆な改革や信頼性の高い財政再建策、ドイツ等ユーロ中核国における内需拡大への取組み、好調な対外環境など、プラスの要因が同時発生すれば、景気は早期に回復するでしょう。しかし、深刻なダウンサイドのシナリオと比べると、こうした明るい展開になる可能性は非常に限られています。



## 「経済成長」対「緊縮財政」

リスクを抱えた暗い見通しを背景に、経済成長の加速に重点を置いた政策論議が始まりました。経済成長を伴わずに財政緊縮策を進めれば、やがては自分の首を絞めることになるからです。政策論議を経済成長か緊縮財政かの二者択一と捉える者もいますが、このような単純化は危険です。ユーロ圏全域の銀行が政府債を保有している以上、財政の持続可能性と金融システムの安定性はこれまで以上に切っても切れない関係にあります。したがって、投資や経済成長のための資金調達同様、銀行セクターの健全化には財政の持続可能性が欠かせません。

さらに、家計や企業が中期的な計画を立てるには、将来国から受け取る年金や補助金のほか、国に対する納税義務などを明確に把握することが必要です。財政の持続可能性が不確実なままでは企業は投資を見送り、家計も将来に備えて貯蓄を増やすことになり、需要は減退します。

もっとも、財政再建と経済成長ができる限り両立するように政府が政策を変更することは可能です。就労所得に対する税金が比較的高い国では、所得から消費に納税負担をシフトすれば、労働市場への参加意欲は高まるはずで、そうすれば、家計収入が増え（需要の拡大）、労働力の増加（潜在的な供給増）にもつながります。

政府は現在の税制で賄われない将来の支出の削減にも取り組むべきです。短期的には、こうして削減した財源を将来の技術革新や生産性に不可欠な分野などへの資本支出に充てるべきです。

信頼回復とユーロ圏の経済活動の活性化を促す最終的な政策として、欧州投資銀行（以下「EIB」）が銀行免許をもとに商業銀行と同じ条件でECBから借入れをすることが考えられます。その資金を活用して周縁国でのインフラプロジェクトへの融資を大幅に増額するわけです。

EIBのバランスシートの拡大は財政面でのリスクの拡大につながりますが、資金供給したプロジェクトが精査されて实体经济に効果をもたらすEIBへの返済が確実に行われれば、短期の景気の押し上げに貴重な役割を果たし、各国の長期の潜在的経済成長率の上昇にも役立つでしょう。

## ドイツは成長市場との貿易でリード

ドイツ以外の国がアジア、アフリカ、中南米の成長市場の需要を取り込むために欧州ができることは他にもあります。前述したように、今後数年間はユーロ圏内の周縁国の輸出見通しは厳しいため、企業はそれ以外の地域に目を向ける必要があります。

新興国市場における中産階級の台頭は大きな事業機会をもたらします。ドイツから中国への輸出は2005年の300億ユーロから

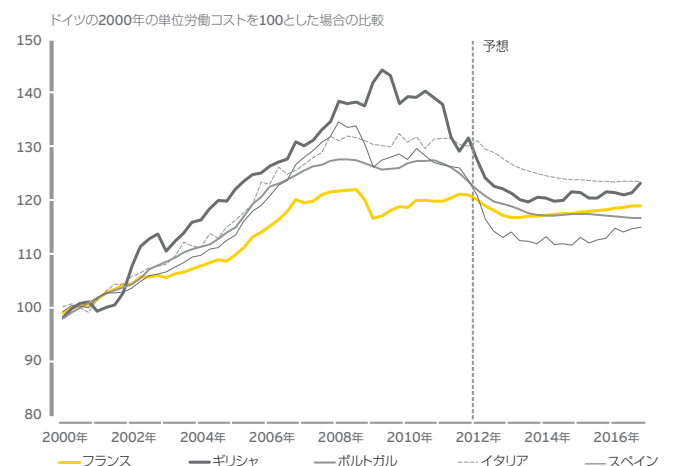
2011年は920億ユーロに増加しました。フランス、イタリア、スペインからの輸出もこの間同様に伸びましたが、3カ国の輸出総額はドイツの半分程度に過ぎませんでした。

事業機会をつかむためにはユーロ圏各国がさらに努力することが必要です。ユーロ圏諸国や輸出先の他の製造業者と競争するには、モノやサービスを効果的にマーケティングするだけでなく、生産工程を効率化する必要があります。

## バランス調整の役割

前述したように、北欧と南欧には競争力に大きな格差が残っており、これを是正するには南欧における賃金の一層の引き下げが必要です。また、賃金引き下げほど痛みを伴わない方法として、現在の労働者の生産性を高めることが考えられます。賃金を物価と連動させる賃金の物価スライド制を改め、若年労働者が労働市場の「インサイダー（企業内で既得権を持つ労働者）」と競争しやすくし、熟練労働者が企業を去る早期退職のインセンティブを減らすことなど、幅広い施策によって、この目標を達成できます。

図9 ユーロ圏周縁国の国際競争力



出所: Oxford Economics

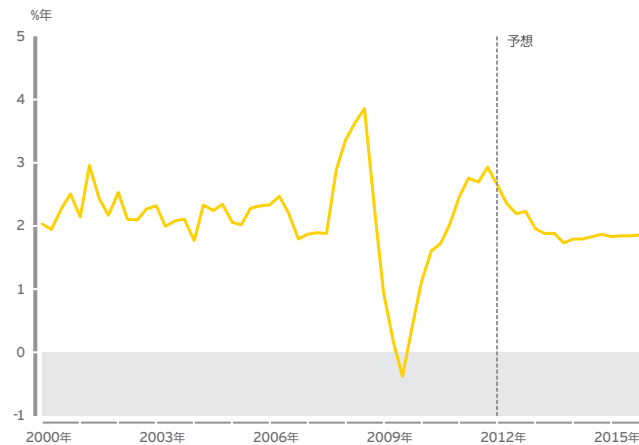
ただし、このような改革が実を結ぶには時間がかかります。短期的にはドイツが若干高めの賃金上昇率を受け入れることが必要かもしれません。そうすれば、ドイツの消費者所得が増加してユーロ圏諸国への需要をもたらす、周縁国の競争力向上につながります。

ドイツ経済が他のユーロ圏諸国を上回る勢いで伸びている以上、ドイツの余剰生産力も早いペースで低下しています。我々は2014年までに実際の生産高が潜在生産高までわずか0.5%の水準に迫ると予想していますが、一方、大半のユーロ圏諸国では2%以上の差があります。こうした事情から、ドイツの賃金はすでに欧州大陸の

他の国に先駆けて早いペースで上昇し始めており、コスト格差の自然な縮小に一役買っています。

これまでのところ、景気に苦慮している国々の見直し改善に役立つのであれば、ドイツ政府とECBはこうした展開を受け入れる姿勢を見せています。しかし、インフレ上昇を容認し続けるには、周縁国がドイツのインフレに「ただ乗り」するのではなく、競争力向上に向けた実効性のある措置を打ち出すことをドイツ政府は求めていくでしょう。

図10  
インフレ率



出所: Oxford Economics

この政策は、短期的に見た時の経済成長を促進する必要性と、長期的に見た時の競争力が乏しい国々がよりダイナミックに変貌する必要性という点で、優れた妥協案だと思われます。

我々は、ユーロ圏内で何らかのバランス調整が進み、実質賃金の上昇を追い風にドイツの消費が2000年代と比較して拡大すると予想しています。ただし、こうした変化が長続きしない、または周縁国の競争力に大きな影響を与えるには到らない、というリスクもあります。

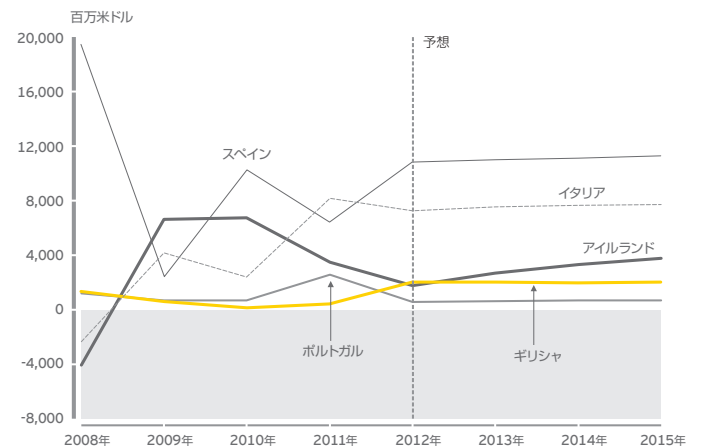
ドイツは他の方法でもユーロ圏のバランス調整を促すことができます。例えば、財政余地を利用して自国の内需（とユーロ圏からの輸入）を下支えしたり、サービスセクターを開放してドイツ市場に参入する機会を他国に与えることなどが考えられます。

### 域内生産化も事業機会をもたらす

労働コストの削減に成功した国にとっては、世界の生産チェーンのうち欧州市場から距離が遠く割高になりすぎた地域の生産を代替する機会もあります。アジア諸国の賃金コストの上昇に加え、ユーロ債務危機以前の10年間と比較して中期的に輸送コストが高止まりする見通しですが、EU市場の生産拠点を欧州に近いところに移すことで、コストが削減されます。

近年では、欧州市場に近いところで低コスト製品を生産しようという企業が中欧・東欧諸国へ投資するケースが目立っています。ただし、生産性が十分に向上するのであれば、ユーロ圏への生産拠点の設置に依然として前向きな企業もあるようです。

図11  
ユーロ圏周縁国への外国直接投資、2008 - 2015年



出所: Oxford Economics

### 結論

市場はギリシャの動きを受けて、1カ国以上がユーロから離脱する可能性が高まったとの見方を深めています。我々はユーロ圏諸国で離脱する国はないと想定しています。ギリシャがユーロ圏に留まり、単一通貨の崩壊が経済に及ぼす悪影響を回避するには、IMF/EUによる救済策の実施に向けて今後数週間、各国が足並みを揃えることが必要です。

ただし、これが達成されたとしても、今年がユーロ圏にとって試練の年になることが予想され、緩やかなマイナス成長になるでしょう。2013年以降も消費者と企業をいくつもの悪材料が取り巻き、回復のペースが抑制されます。

一方、ドイツの動きはユーロ圏加盟国の道筋とは違い、混乱とは無縁です。もっとも、単一通貨にひびが入れば、欧州の銀行システムやドイツからの輸出の3分の2の受け入れ先であるユーロ圏諸国への影響は大きく、ドイツも無傷では済まないでしょう。

我々はユーロからの離脱国が出ないと想定していますが、それでもこの四半期で崩壊のリスクが高まったことは確かです。このため、金融危機を防ぐだけでなく、ユーロ圏全体が経済成長を取り戻すことが共通の関心事になっています。重点が経済成長に移ったことは喜ばしいことですが、財政規律に向け確固たる姿勢で支えることが必要です。



## コラム1

### ユーロ救済プラン

我々はこれまでの予想同様、ユーロ圏の現在の構造に変化はないと想定していますが、春号発表以来、崩壊のリスクが高まったことは確かです。ギリシャがIMFと合意した救済策に沿った財政緊縮策は史上最大であり、いくつもの改革は強力な反発を招くでしょうが、ユーロ離脱がギリシャに与える打撃はそれよりはるかに大きいと思われる。ユーロ圏がギリシャ救済に失敗すれば、他国を救済する能力についても市場の信頼が揺らぎ、スペイン、イタリア、ポルトガルなどの国々からの資金逃避に拍車がかかるでしょう。そうなれば、他にもユーロを離脱する国が現れて単一通貨は崩壊し、経済や社会に深刻な打撃を与えることとなります。実施できることは数多くありますが、今すぐ行動することが必要です。

スペインの銀行セクターに対する信頼の失墜により、EUの救済基金からスペインの銀行に1,000億ユーロが拠出されました。銀行セクターへの公的支援をソブリン債と分けた結果、銀行危機が財政危機に直結する可能性が抑えられることは喜ばしいことです。しかし、これだけでは不十分です。欧州がユーロ圏全体の銀行預金の保証に向かう必要があります。また、米連邦準備制度理事会（以下「FRB」）と同様に、銀行を直接資本増強できる権限をECBに与え

ることも必要です。そうすれば、財政に余力のある国の政府から銀行が支援を受ける必要性が薄れ、ユーロ圏全体の銀行預金制度の財務リスクが緩和されます。こうした対策を組み合わせることでリスクにさらされているソブリン債を守り、国内銀行に預金を残す安心感が広がれば、家計や企業が安全性を求めて欧州の他の国に預金を移すことがなくなり、景気の下支えにもつながります。

ギリシャ新政府がIMFやEUと合意した財政再建を大筋で実施し、構造改革の面でも早期に進捗が見られれば、これらの公的機関から何らかの見返りがあるはず。アイルランドやポルトガルに対しては明らかにモラルハザードのリスクがあるものの、財政再建の規模が巨額である以上、ギリシャに対し債務にかかる金利負担を一部免除すべきだと我々は考えます。必要ならば、ポルトガルへの公的支援も上乘せすべきです。この資金源のほか、イタリアやスペインへの資金提供を大幅に増額するために、**欧州安定メカニズム**を5,000億ユーロから2兆ユーロ以上に増額すべきです。同時に、債務返済義務の相互の見返りとして国家の財政政策の管理を強化する財政同盟に向けた動きで支援していきます。

経済成長はユーロ圏の当事者全員の責任です。周縁国では、**労働市場改革と国内のサービスセクターの効率性向上**が特に差し迫った問題です。ユーロ圏諸国の経済活動と競争力を支援するために、ドイツ政府は海外企業に**国内のサービスセクターを開放し**、内需の拡大と賃金上昇を加速することで、このプロセスを下支えできます。（将来の公共部門の年金削減など財政に影響を与えない方法で）公務員給与を引き上げたり、労働力がタイトな市場での雇用を民間部門に働きかけたりすることで、ドイツ政府がこうした動きを促すことが可能です。

喫緊の優先課題でありながらこうした問題に関する合意に至るまでには対立が避けられないようですが、対立を抑えるために、ECBが**証券市場プログラム（以下、「SMP」）を再開**することが考えられます。このファシリティを使えば、ECBは短期の市場の緊張を和らげることができますが、これまでは介入の規模が小さく、各国政府の借入コストが実際に低下するまでには至っていません。ECB自ら定めた週の買い取り上限を200億ユーロから例えば1,000億ユーロに大幅に引き上げれば、危機に陥った場合に債務を履行している各国政府の政策余地が広がります。また、**LTROの拡充**で銀行セクターを後押しすることも必要です。



## コラム2

### 予想の前提 - 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国際環境、世界のGDPや貿易、コモディティ価格についての複数の前提に基づいています。本コラムではこれらの前提条件について説明します。

前回の予想を発表して以来、米国からのニュースを見ると、予想を若干下回る指標があった反面、予想外に好調なものもありました。プラス面としては、ガソリン価格の下落により3月末以来燃料費が7%程度低下し、消費者を後押ししたことが挙げられます。さらに、建設事業も引き続き持ち直しており、業界の景況感もプラスです。しかし、こうした明るい兆しは、予想したほど労働市場の改善にはつながっていません。今後は労働市場の低迷（失業率は依然8%台）と住宅価格の一層の下落が消費支出に水を差すでしょう。FRBの最新の信用調査では、銀行が信用条件をおおむね据え置いている一方、企業の借入需要が持ち直してきているとのことです。

我々は今年の企業の設備投資の伸び率は5%

程度、2013年は7%と予想しています。一方、米国からユーロ圏への輸出は少ないため、輸出市場の減速は小幅なものに留まる見込みです。総合的に判断して、我々は2012年の米国の成長率を春の予想より若干高い2.4%に引き上げました。世界の金融市場をめぐる不透明感が薄れるにつれ、米国の成長率は2013年には2.7%、2014年には3.2%に上昇するはずです。

日本のGDP成長率は震災などの影響により2011年はマイナス0.7%に落ち込みましたが、今年プラス2%近くと予想しています。

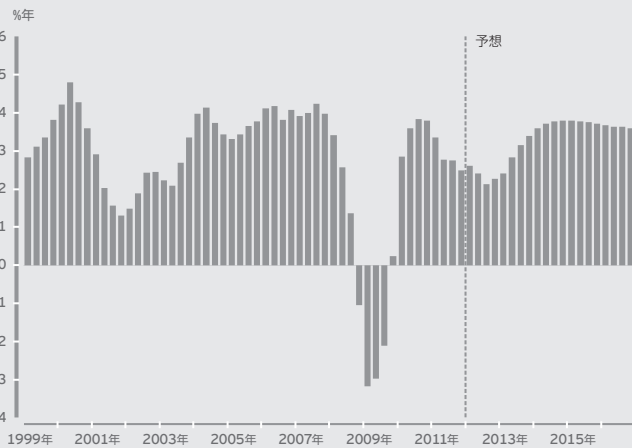
しかし、他の新興アジア諸国の一部は徐々に減速するでしょう。我々は中国の今年の成長率を今回、8.5%から7.5%へ引き下げましたが、インフレ沈静を目指して早期の利上げに踏み切ったインドの成長率は6%程度にまで低下しています。急成長する他の市場は2011年とおおむね同程度の経済成長が予想されています。しかし、ユーロ圏の景気後退のあおりを受けて、欧州の新興国では輸出需要と資金の流入が低下

するため、消費者や財政難に苦しむ政府の負担が増加します。

総合的に見て、世界のGDP成長率は2011年の3.8%から2012年は3.2%（購買力平価ベース）に減速する模様です。世界貿易の伸びは2011年の6.2%から2012年は3.2%にまで低下します（2010年は14.5%）。ユーロ圏の危機が満足のいく形で解決されれば、2013年の世界のGDP成長率は3.7%に上昇する見通しですが、リスクはあくまでダウンサイドにあります。

世界経済のリスクに加え、中東における政治的緊張を受けて、原油価格にも不透明感が色濃く残っています。原油価格は足元で1バレル=100米ドルを割り込みましたが、新興国市場の需要が堅調なだけに、値下がりにブレーキがかかるでしょう。原油の平均価格は昨年の1バレル=111米ドルから2012年は105米ドルに低下する見通しです。

図12 世界のGDP成長率



出所: Oxford Economics

図13 原油価格(名目)



出所: Oxford Economics





## ユーロ圏の動向をオンラインで フォロー

[www.ey.com/eurozone](http://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。

## Ernst & Young

### 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](http://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](http://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。

ED None.

本書はSCORE AU12311の翻訳版です。

EMEIA MAS E002.0512

### 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。