



# Eurozone

アーンスト・アンド・ヤングによるユーロ圏の見通し

ユーロゾーン秋号 要約版 - 2012年9月



# ハイライト

## 統合強化に向けた動きは立ち遅れ

- ▶ 欧州の政策当局は銀行とソブリン債の悪循環を断ち切ろうと重要な対策を講じましたが、経済を再び安定させダウンサイドリスクを軽減する特効薬にはなっていません。政策をめぐる不透明感が今も経済見通しに暗い影を落としており、各国首脳が統合の強化に向けた明確なロードマップに合意しない限り、金融市場が再び不安定になる恐れがあります。我々はユーロ圏が現在の形で「苦難を乗り越える」と考えますが、危機が解消されるまでには時間がかかると予想しています。
- ▶ 財政緊縮策、信用の収縮、経済政策の将来の方向性をめぐる不透明感の高まりなどから、今年下半期の経済環境は悪化する見通しです。多くの国が事前予想を上回ったものの、ユーロ圏の第2四半期のGDPは0.2%低下し、2012年通年では0.5%程度のマイナス成長になる見通しです。
- ▶ 高水準にある失業率がさらに上昇するとともに家計の逼迫により消費支出が冷え込む一方、ユーロ圏の将来をめぐる不透明感に加え、多くの国で収益が低迷し資金調達コストが上昇していることから、企業投資にも歯止めがかかっています。また、企業が不必要な在庫を減らしていることも、GDPの押し下げ要因となっています。一方で、輸入の低迷とユーロ圏を追い風に、純輸出の増加が経済を下支えするでしょう。
- ▶ ユーロ圏は来年も厳しい試練に直面し、

プラス成長が戻るとはいえ、2013年通年の成長率はわずか0.1%に留まる見通しです。ユーロ圏の経済が調整局面を抜け出し財政緊縮プロセスが緩和されれば、2014年の成長率は1.1%まで上向くと予想されます(前回の予想では、1.7%)。政策の立ち遅れやレバレッジの解消による経済活動の低迷が長期化することなどを理由に、我々は中期予想を下方修正しました。これまでは2015-16年のGDP成長率が2.0%前後に持ち直すとしてきましたが、今回1.5%足らずに引き下げました。

- ▶ 経済活動が低迷しているにもかかわらず、意外にもインフレ率はここ数カ月、大幅には低下していません。これは、コモディティ価格が予想より高く推移していることに加え、周縁国の間接税が増税されたことも影響しています。需要の低迷が続く一方で、増税効果が前年比に反映されなくなり、原油価格が低下するにつれて、来年にかけて物価圧力は弱まるものと期待されます。インフレ率は今年末までに2%に低下し、2013年上半期も低下する見通しです。
- ▶ 周縁国が抱える問題が公共財政のみに留まらず、競争力の差も反映していることを、ソブリン市場の混乱は浮き彫りにしています。周縁国に必要とされる経済再編は成果を挙げているものの、ドイツにおいて消費支出の増加、インフレ率の上昇が起きない限り、対外収支と国内収支が均衡を取り戻すことは不可能です。
- ▶ ユーロ圏を現状のまま維持するためには、政治的に困難を伴う数々の対策が必要です。これには欧州安定化メカニズ

ム(以下、「ESM」)の拡充、銀行同盟、財政同盟に向けた動き、財政緊縮策から経済成長に軸足を移すためのマクロ政策の転換などが含まれます。さらに、ギリシャの債務を再編して、ギリシャが金利負担に耐えられるようにすることが必要です。さもなければ、ユーロ圏からギリシャが離脱する可能性がくすぶり、他の加盟諸国にも深刻な影響が及びます。また、2013年上半期にポルトガルに新たな救済策が必要になることも考えられます。

- ▶ 深刻なダウンサイドリスクが尾を引く中、我々の基本シナリオは、欧州中央銀行(以下、「ECB」)が市場への資金供給問題に対応し、ユーロ圏の建て直しに必要な構造改革実施の猶予を各国政府に与えるために、画期的な追加策に踏み切ることを前提としています。ユーロ圏の意思決定プロセスは時間がかかり、通常、新たな措置について合意するまでに首脳会談などの会議を何度も開催することが必要なだけに、ECBによる追加策が特に必要です。
- ▶ ユーロ圏に加盟する多くの国のGDPが世界金融危機以前のピークを下回る状態が続いていることから、こうした国々のGDPギャップが非常に大きいのか、それとも過去5年間の動きがGDPの潜在成長率に取り返しのつかないダメージを与えたのかという議論がなされています。我々はヨーロッパの多数の国でGDPが恒久的に失われ、中でも債務危機の中心にあり、厳しい財政緊縮策と失業率の急上昇によって人口が流出している国々が最も大きな打撃を受けた可能性が高いと考えています。

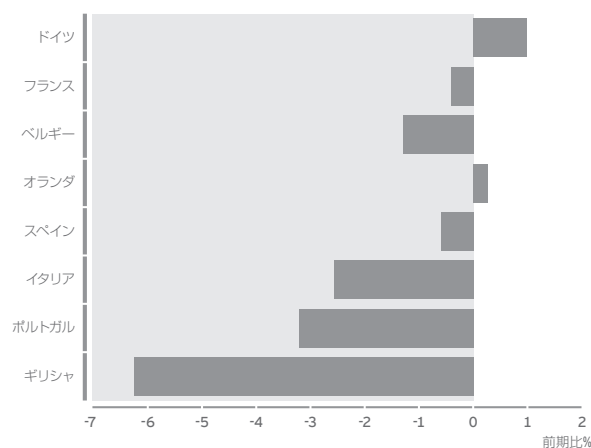
# 統合強化に向けた動きは立ち遅れ

## 新たな「欧州連邦」誕生までの紆余曲折

欧州の政策当局は夏の間①欧州の銀行への監督を強め、②ESMに銀行への資金の直接注入を認めることで合意し、小さいながらも重要な一歩を踏み出しました。③ECBが債券購入を発表したことも金融市場への圧力を大幅に弱める上で役立っています。ただし、我々が前回夏号で指摘したように、これら3つの対策だけでは、債務危機の解決に必要な抜本的な制度改革にはなりません。

今回の債務危機を機に、最終的には各国政府が単一通貨ユーロの破綻を回避するのに必要な大胆な解決策を実施すると我々は確信しています。しかし、突破口が突如開かれるのではなく段階的な進歩になる可能性が高いため、政策の不透明感が経済環境に影響を落とし、来年にかけて時折金融市場が不安定化すると思われます。しかし、周縁国が次第に競争力を取り戻し、欧州経済の再編が進むにつれ、2014年には景気回復の兆しが鮮明になるはずで

図1  
2012年第2四半期のGDP成長率



出所: Oxford Economics

## 数々の逆風に直面するユーロ圏

2012年第1四半期のユーロ圏の経済活動はゼロ成長に踏みとどまりましたが、第2四半期は推定0.2%のマイナス成長となりました。ドイツをはじめ一握りのユーロ圏中核国では景気が堅調なものの、南欧は依然として深刻な景気後退に陥っています。しかし、最近のセンチメント指数を見ると、ドイツの経済成長においても債務危機の影響が表れ始めており、多くの企業が収益や売上予想に厳しい見方をしています。ユーロ圏が複数の悪材料に見舞われる中、今後数カ月間はユーロ圏全域で経済状況が悪化する恐れがあります。

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

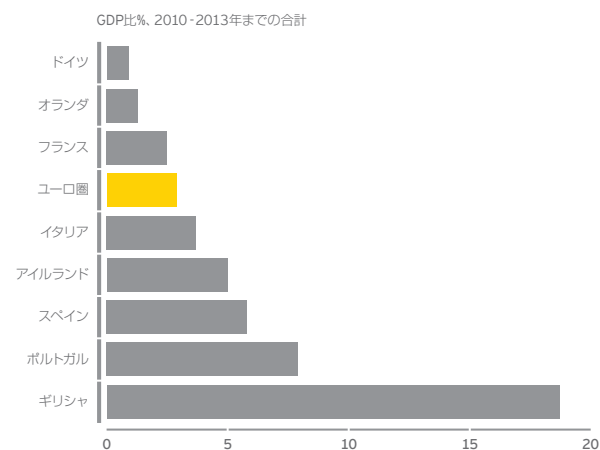
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GDP	1.5	-0.5	0.1	1.1	1.3	1.4
個人消費	0.1	-0.8	-0.1	0.7	1.0	1.2
固定資本形成	1.6	-3.1	-0.2	2.3	2.7	2.6
在庫投資(GDP比%)	0.4	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5
政府支出	-0.1	0.0	-0.7	-0.1	0.4	0.7
輸出(財貨・サービス)	6.3	2.7	3.0	4.7	4.7	4.4
輸入(財貨・サービス)	4.1	-0.4	2.2	4.5	4.8	4.4
消費者物価指数	2.7	2.3	1.7	1.4	1.3	1.3
失業率	10.2	11.3	12.0	12.0	11.7	11.4
経常収支(GDP比%)	0.0	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9
財政収支(GDP比%)	-4.1	-3.4	-2.5	-1.9	-1.4	-1.0
政府債務残高(GDP比%)	88.0	91.1	93.1	94.0	94.7	94.6
ECBの主要リファイナンス・オペ金利(%)	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
ユーロ実効為替レート(1995年=100)*	120.8	115.0	114.0	110.0	106.4	107.2
為替レート(ドル/ユーロ)	1.39	1.27	1.24	1.17	1.12	1.13

\* 実効為替レート上昇はユーロ上昇に比例する



欧州の多くの国で経済活動が停滞している主因は財政再建にあります。過去数カ月間に周縁国を中心に複数のユーロ圏諸国が2012年の財政緊縮の追加策を発表した結果、経済成長が一段と圧迫されます。ユーロ圏諸国の歳出削減と増税を合計すると2012年、13年ともにGDPの1%以上に相当するとみられ、この間のユーロ圏のGDPも1%以上低下します。しかし、財政緊縮が果たして経済にどのような影響を及ぼすかは分かりません。これは、各国の財政乗数の規模がはっきりしないだけでなく、すでに景気後退に陥っている国では財政緊縮による悪影響が増幅される可能性があるためです。多くの加盟国が協調して財政緊縮を実施していることで、悪影響が他国に波及する恐れもあります。このように、ダウンサイドのリスクは未知数です。

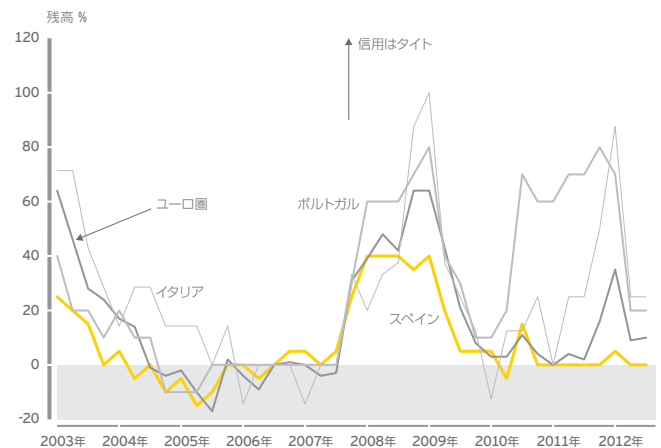
図2 ユーロ圏諸国の緊縮財政の状況、2010-2013年



出所: Oxford Economics, Haver Analytics

信用収縮が第2の悪材料として経済の前に立ちはだかっています。ただし、2012年7月にECBが実施した銀行貸付調査で、事業会社と家計に対する銀行の信用引締めが第2四半期は実質ベースでおおむね前四半期並みに留まったことは朗報です。注目すべきは、債務危機が悪化したにもかかわらず、2012年第2四半期の実質ベースの信用収縮が2011年第4四半期を大幅に下回った点です。恐らくECBの長期リファイナンス・オペ(以下、[LTRO])が銀行の資金調達の改善につながっていることを反映したものと思われる。ユーロ圏でクレジット・クランチが発生するリスクは後退したようですが、依然として融資は受けづらく、企業と消費者は支出を抑えるでしょう。

図3 事業融資の状況



出所: Oxford Economics

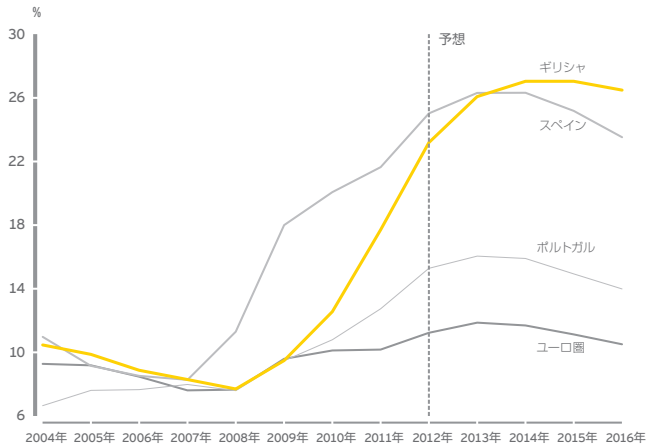
世界の経済環境もここ数カ月で悪化しました。世界経済に関する我々の前提をコラム1で詳細に取り上げていますが(9ページ参照)、その中で我々は2012年下半年は世界の貿易が大幅に減速すると論じています。先進国と新興国の主要指標がこの2、3カ月弱含んでいることから、こうした流れが伺われます。国際環境が冷え込んできた以上、今年のユーロ圏における輸出の成長見通しも後退するでしょう。

最後に、これらの悪影響に加え、ユーロ圏の経済政策の将来の方向性をめぐる不透明感が追い討ちをかけています。この数カ月で不確実性が大幅に高まりましたが、一連の政治の行き詰まりは中核国の政府が救済疲れに陥っていることを示しています。これは信頼の失墜を招くだけでなく、企業や消費者の支出計画に水を差すこととなります。

### 支出の削減に追い込まれる消費者と企業

こうした困難な状況の下、企業は生産性や利益率を維持するために一段と雇用を削減する見通しです。ユーロ圏の失業者数は2014年第1四半期に労働人口の12%強にあたる1920万人でピークを打つでしょう。ポルトガルの失業率は16%台、スペインに至っては26%を突破するとみられます。ギリシャでも2014年まで雇用の削減が続き、失業率は労働人口の27%に達する見込みです。

図4  
失業率



出所: Oxford Economics

財政再建に関連した増税と失業率の更なる上昇により、今年は実質可処分所得が一段と減少します。さらに、7月と8月の消費者信頼感指数はセンチメントの急速な悪化を示しており、将来に備えて2012年下半期の貯蓄率が若干上昇すると我々は予想しています。この結果、ユーロ圏の消費支出を2012年: 0.8%減、2013年: 0.1%減、と予想しています。

しかし、国ごとには大きなばらつきがあります。例えば、ドイツの消費支出を0.8%増と予想していますが、フランスはほぼ横ばい、イタリアでは3%近い削減が見込まれています。他の周縁国についても家計支出は大幅に減速すると予想しています。

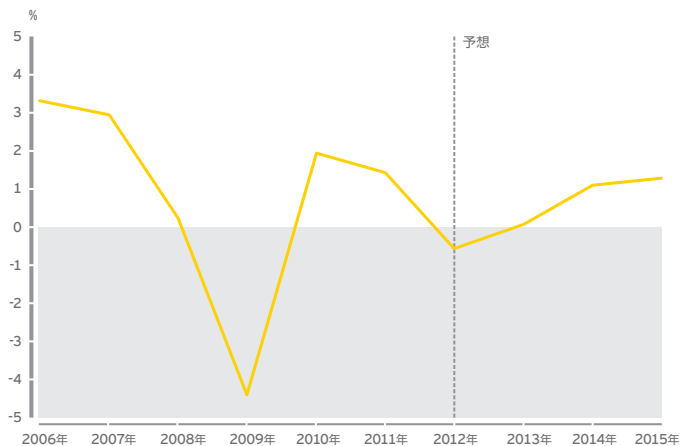
資金調達条件の厳格化、ユーロ圏の将来にまつわる不透明感、収益の低迷に対応して、企業投資も縮小されるでしょう。ユーロ圏全体の設備投資については、2012年: 3.1%減、2013年: 0.2%減と予想しています。大幅な削減により、2016年末時点においても、投資水準が世界金融危機前のピークを下回るでしょう。ここでも周縁国の縮小幅が最も大きく、スペインとポルトガルの今年の設備投資は10%以上減少する見通しです。今年は中核国でも設備投資の削減が見込まれ、ドイツは1.0%、オランダでは3.0%近い減少が予想されます。

企業が不要な在庫の積み増しを抑えることから、今年と来年は在庫の削減もユーロ圏のGDPを圧迫します。ただし、2008-09年当時ほど急激に在庫サイクルが悪化することはないでしょう。

## 内需の低迷を補う輸出

景気後退の主因は内需の低迷ですが、輸出がある程度それを補う見通しです。輸入需要が冷え込む反面、世界貿易は減速しているとはいえ依然として底堅いことから、ユーロ圏が輸出企業の競争力を下支えして純輸出を後押しするでしょう。純輸出はユーロ圏のGDP成長率に2012年は1.3ポイント、2013年には0.5ポイント寄与する見通しです。

図5  
GDP成長率



出所: Oxford Economics

需要のほとんどの項目が低迷しているだけに、我々はユーロ圏の今年のGDP成長率を今年マイナス0.5%と予想しています。2013年も成長率はわずか0.1%とほぼゼロ成長に留まるでしょう。しかも、2013年の経済成長の安定化はユーロ圏全域にわたるものではなく、ドイツの1.0%、フランスの0.5%などユーロ圏北部の国々に依存する形です。それどころか、周縁国の一部では2013年も経済活動の収縮が続き、底入れは2014年になる見通しです。これらの国々では世界金融危機前のピークに比べてGDPが大きく落ち込むでしょう。例えば、スペインのGDPはピーク比で7.8%の低下、ギリシャに至っては23%も低下すると予想しています。

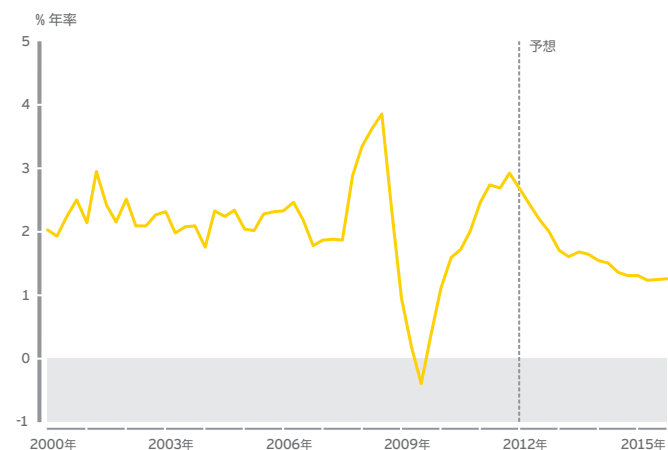


## 来年にかけてインフレ率は急落する見通し

経済活動が低迷していることを勘案すると、これまでのところインフレ率がそれほど低下していないのはやや意外です。それどころか、ユーロスタットの最新のデータでは、2012年8月の消費者物価が年率2.6%上昇しました。インフレ率が高止まりしている分、実質所得が目減りしており、家計にとっては大きな打撃です。

ユーロ圏でインフレ圧力が根強いのは、周縁国において間接税が増税されたことと、コモディティ価格が予想以上に高いことなどが理由です。変動の大きい燃料や食品、アルコール、タバコを指数から除外した7月のコアインフレ率は1.7%に留まりました。もっとも、景気が低迷しているだけに、コアインフレがそれ以上低下すると予想しても違和感はなかったでしょう。おそらく名目の数値が変動しにくいために、需要が激減した周縁国で大幅な価格調整が起こらなかったことが原因と思われる。しかし、内需の低迷が続けば、調整が始まるのは時間の問題です。

図6  
インフレ率



出所: Oxford Economics

我々の予想は、世界経済の減速に伴い、今年下半期に原材料価格が下落することを前提としています。また、来年になれば、今年初めの増税の効果が年間のインフレ率の計算に反映されなくなる一方、今年9月に実施されたスペインの付加価値税（以下、「VAT」）増税がユーロ圏のインフレ率に与える影響も小さくなります。

今後も経済活動の低迷が予想されており、GDPギャップの拡大と設備稼働率の低下に伴い、価格押し上げ圧力も一段と緩和されるでしょう。来年にかけては、これらの価格押し下げ効果が間接税による緩やかな価格上昇圧力を十二分に補うでしょう。したがって、今年末までにインフレ率は2%に低下し、2013年上半期も低下が続く見通しです。

## 安定回復には大規模な経済再編が必要

我々は経済の見通しが低迷することを予想しているものの、リスクとしてはあくまでもダウンサイドが大きいと認識しています。ユーロ圏は、積み上がった競争力の不均衡を是正する、という難題に直面しています。こうした不均衡が世界金融危機に陥るまで何年にもわたって蓄積された結果、周縁国では高インフレにより競争力が損なわれ、巨額の経常赤字を抱えることになりました。周縁国は競争力の向上がなければ景気後退から抜け出せない以上、賃金の抑制や生産性の向上による対外収支の改善が不可欠です。

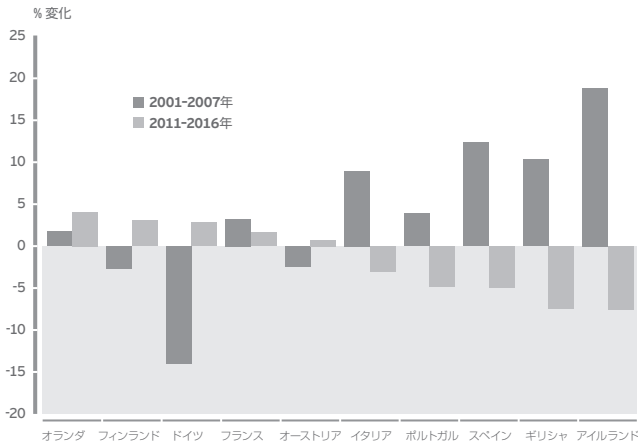
同時に、赤字国の内需の落ち込みを黒字国の内需拡大で補う必要があります。ドイツなどの黒字国が国内支出や輸入拡大に向けた政策を実施しない限り、周縁国が借入を大幅に減らすことは望めません。そうすることで、ユーロ圏全体の経常収支が大幅な黒字に転換するでしょう。アジアとユーロ圏双方が輸出主導型の成長を実現することは不可能です。

## 変化を示す明るい兆し

多くの国で大規模な調整が行われていることは朗報です。アイルランドでは割高な労働コストをあらかじめ削減した結果、実質実効為替レートが大幅に低下し、経常収支も黒字に転換しました。アイルランドがこの分野で成功した背景には、他の多くのユーロ圏諸国と比べて、企業が比較的早期に雇用調整できる柔軟な労働市場の存在があります。建設業界だけでアイルランドの失業者の半数近くを占めるなど、最も痛手を受けたのが建設や小売といった労働集約型のセクターだったため、雇用調整が生産性の向上に役立ちました。

他の周縁国でも単位労働コストは低下しましたが、一方で、ドイツの賃金コストは大幅に上昇しました。実際、昨年のドイツの平均収入の伸びは3.3%と、1993年以来最も高い水準になっています。この結果、今年上半期の個人消費は堅調に増加しました。

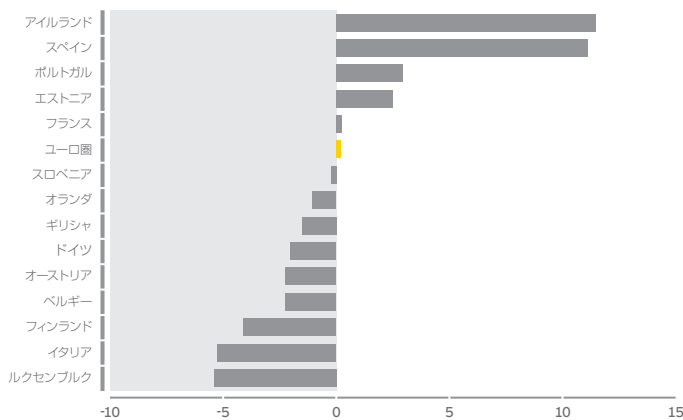
図7  
実質実効為替レート(ユーロ圏内)\*



\*単位労働コストにより調整  
出所: Oxford Economics, Haver Analytics

スペイン、アイルランド、ポルトガルでも近年生産性が大幅に向上しました。2008年初頭以来の生産性の伸びはユーロ圏の平均がわずか0.1%なのに対し、スペインは11.1%、アイルランドは11.5%、ポルトガルは2.9%となっています。しかし、これら3カ国の生産性が大幅に改善したのは、この間に生産高よりも雇用が大幅に減少したことが理由で、これにより失業率が上昇しました。内需の低迷には従業員の削減で対応することが求められましたが、経済活動の持続可能な伸びと雇用の増大を実現するには、従業員を削減せずに生産性を向上させる必要があります。

図8  
生産性の推移、2008年第1四半期-2012年第1四半期

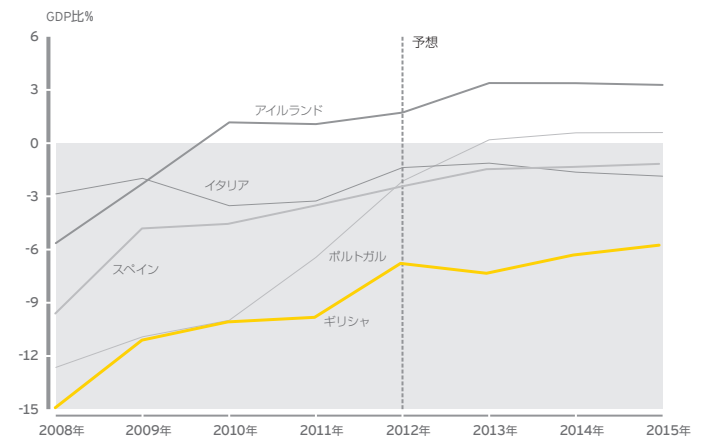


出所: Oxford Economics

### しかし、改善傾向を制度改革で支援することが必要

競争力強化へ向けた取り組みにより、すでに周縁国の経常赤字は縮小しており、単位労働コストの是正が続く今後数年間は、このまま改善傾向が続くでしょう。

図9  
経常収支残高



出所: Oxford Economics

しかし、周縁国の経済と社会にとってこの調整プロセスは大きな負担となり、大量の失業による社会不安の高まりが懸念されます。調整プロセスを制御する一方で、ソブリン債のデフォルトを回避しながらプラス成長を再開するためには、資金調達の仕組みを導入することが必要です。危機に陥った加盟国の銀行システムと政府財政の安定化を図るため、条件付きの一時的な支援を自動的に発動する新たな「欧州連邦」への移行が求められています。我々がかねてより、ユーロ圏の長期的な存続には緊密な銀行同盟と財政同盟が必要と主張してきました。事実、ユーロの発案者も通貨同盟が経済と財政の緊密な統合につながることを絶えず予見していました。

### 経済見通しの前に立ちはだかる政策リスク

残念なことに、ユーロの立て直しに必要な制度改革の前に政治が依然として立ちはだかっています。欧州の銀行に対する共通の監督制度とESMによる銀行への直接の資本増強に関する合意を欧州当局が断固実施することが必要です。実施に伴う大きなリスクにより計画が頓挫することを市場は非常に懸念しています。



しかし、ユーロ圏を現状のまま維持するにはこれまでの施策だけでは不十分です。政策当局が、政治と財政のより緊密な統合に向けて明確なロードマップを作成することが必要です。欧州各国政府が所定の時間枠の中で明確な政策の実施に合意したことを示さない限り、信頼を回復することはできません。

この目標の達成に必要な改革には時間がかかり、また、政治的な難しさも存在します。具体的には、ESMの拡充、財政同盟に向けた進展、緊縮財政から経済成長に軸足を移したマクロ政策の変更などが含まれます。銀行同盟に関わる重要事項の多くについては、今後詳細を詰めていくこととなります。銀行の監督をユーロ圏レベルに移行するとの合意は評価できますが、銀行システムの適切な統合には規制当局だけでなく、支援の一本化も求められます。ユーロ圏の国々の中には、銀行セクターの規模が大きすぎて自国の政府だけでは支援しきれないところもあります。預金保証という形で責任を共有しなければ、各国の銀行制度は預金の取り付けリスクにさらされ、銀行は資金調達リスクと通貨切り下げリスクを抑えるためにユーロ圏内の国外取引を縮小し続けるでしょう。

しかし、これらの課題に取り組む前に、ギリシャの通貨同盟からの離脱という差し迫ったリスクに対処することが必要です。問題は、ユーロ諸国がギリシャに対する救済策の条件を緩和する用意があるかどうかです。ギリシャが要求通り歳出の大幅削減を実施するには、時間の猶予が必要です。さもなければ、ユーロ圏から離脱する可能性がくすぶり、残った加盟国にも悪影響が及びでしょう。いずれは、ギリシャの債務を再編し直して、ギリシャが金利負担に耐えられるようにすることも必要になります。

ポルトガルも来年の上半期に新たな救済策が必要になりそうです。ポルトガルは現行の総額780億ユーロの救済基金がなくなれば、来年にも起債を再開する予定です。しかし、GDPに対するポルトガルの債務比率が現在の110%から2014年には122%に上昇する見通しであることに加え、10年国債の利回りは8%台にあり、予定通り来年国債発行を再開することは難しそうです。

一方で、スペインは銀行の資本増強用の資金以外の全面的な救済策を回避できる見通しです。しかし、そのためには、ECB/ESMが年末までにスペイン国債の購入を開始し、スペインの借入コストを軽減することが必要です。

## ECBは積極的なスタンスを取ることが必要

大胆な政策措置は各国政府から権限の委譲を伴うことが多いだけに、紆余曲折が予想されます。当然ながら、大胆な政策にはユーロ圏レベルと各国レベルでの憲法改正も必要になるでしょう。このため我々の予想は、ECBがより積極的に資金調達市場の問題に取り組み、各国政府にユーロ圏の建て直しに向けた構造改革実施の猶予を与えることを前提としています。

これ以上金利を下げることはできないため、ECBが実施できる従来型の金融政策は出尽くした感があります。ECBは7月に政策金利を1.0%からユーロ圏では過去最低の0.75%に引き下げました。予想より小幅の利下げでしたが、これが現在の金融緩和サイクルの底にあたると思われます。とはいえ、景気が予想以上に悪化した場合は、一段の利下げもあり得るでしょう。

## 一段の画期的な政策措置

今後のECBの政策は、画期的な政策措置になる可能性が高く、銀行の資金調達難への対策として新たなLTROが含まれることも考えられます。8月と9月の政策決定会合で、ECBが上限を設けずに流通市場で（短期債を中心に）債券を購入する準備があると発表したことは予想外の措置として評価できますが、債券購入はユーロ圏政府への無条件の救済ではありません。この救済策を発動するには、各国がまずESMに支援を申し入れ、次に「厳格かつ有効な条件」を受け入れることが必要です。

ECBは無条件の国債購入によって、各国政府を改革圧力から守ることを望んでいるわけではなく、ECBがこの手法を選んだのは当然とも言えます。しかし、厳格な条件がスペインやイタリア政府にとって政治的に有効かどうかは不明です。ECBが採るべき道は、自ら選んだ資産を購入できる本格的な量的緩和を実施することです。例えば、こうした戦略によって、適格担保が途切れそうになった銀行に対し、ECBは流動性オペからの資金調達を促すことができます。ユーロ圏ではマネーが流れる仕組みが損なわれるかもしれないとの懸念があるだけに、ECBが社債の購入を実施すれば、法人セクターの資金調達に直接役立つでしょう。



## 中期の成長率は緩やかなものに留まる見通し

我々は政策当局がいずれはユーロ圏の安定化に必要な改革の実施に成功すると予想していますが、経済成長の面ではユーロ圏が「失われた10年」に見舞われる公算が高いと考えています。政策の立ち遅れに加え、レバレッジの解消が長く経済活動の足を引っ張るため、当社は中期予想を下方修正し、2015-16年のGDP成長率をこれまでの2.0%から1.5%未満に引き下げました。

多くの国のGDPが世界金融危機前のピークを割り込んだままであることから、必然的に過去5年間に失った分をいつか取り戻すことができるかという議論に行き着きます。しかし、世界金融危機が経済の基礎となる生産能力（完全雇用における生産高の水準）の水準や伸び率に長期的なダメージを与えている場合は、取り返しがつきません。

この問題は、金融政策の実施に加え、当局がビジネスサイクルにおける経済状況を考慮する「構造的な」財政均衡に対する対策を次第に採るようになるにつれ、財政政策にとって極めて重要になってきます。構造的な赤字問題は明確かつ直接的な政府の財政緊縮策でしか対応できません。逆に、経済の生産能力の利用が不十分な場合、景気が回復するにつれ、政府全体の予算が改善する余地も増えます。

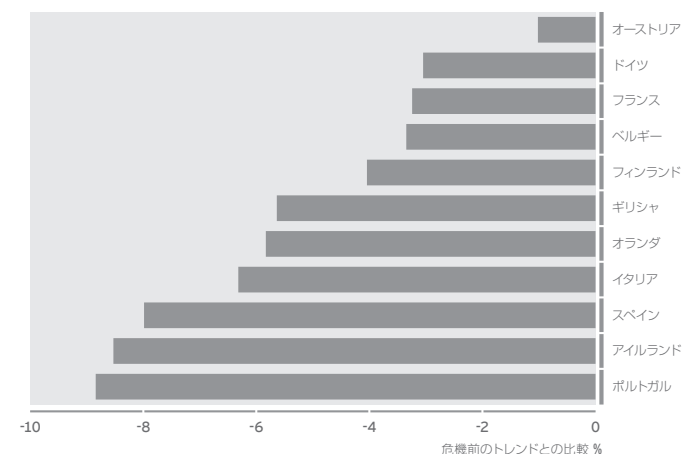
## 金融危機によるGDPの損失は恒久的なもの

経済の生産能力は労働力の規模、利用できる資本、業務の効率に決定されます。経済の生産能力が永久に失われると、景気後退によりこれら3つの要因のいずれかに恒久的なダメージを与えます。当社の分析では、多くの国がこうしたダメージを経験した模様で、それは以下に反映されます。

- ▶ 景気後退期の投資の激減により、資本ストックが恒久的に減る。
- ▶ 信用収縮により研究開発投資が妨げられる状態が続き、労働者の生産性が低下。
- ▶ 深刻な景気後退にあえぐ国々から人口が多数流出し、労働年齢人口が減少する。
- ▶ 高い失業率により労働者が労働市場から切り離され、求職者数が減少する。

したがって恒久的な損失はユーロ圏の多くの国、とりわけソブリン債危機の発端となった、急激な緊縮財政が深刻な景気後退を引き起こした国々で発生したと考えられます。我々の推計によると、これまで最も損失を受けたのはポルトガルとアイルランドであり、ポルトガルは2011年の生産能力が約9%を下回り（景気後退前のトレンドが継続した場合と同水準）、アイルランドはこの差異が約8.5%になると予想しています。

図10  
欧州債務危機前と比較した潜在的GDP(2011年)



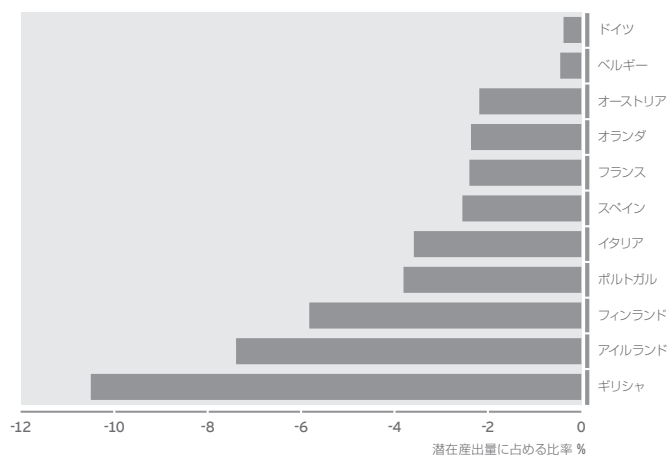
出所: Oxford Economics

2011年末の生産能力の推計と実際のGDPを比較することで、差違を計算できます。当然ながら、国によって大きなばらつきがあり、2011年末時点でギリシャの生産能力は、金融危機前の水準を10.5%、アイルランドでは7.4%下回っており、大量の余剰能力が存在している状況です。一方、ドイツやベルギーなどの国々では、余剰能力は皆無に近かったようです。余剰生産能力は2014年から徐々に解消すると予想されていますが、それまで短期的にはユーロ圏全域で差異が拡大し続けるでしょう。



高齢化が労働力の供給に影響を及ぼすため、危機にかかわらず、将来はほぼすべての国で生産能力増大のスピードが遅くなる見通しです。このため、周縁国では世界金融危機以前の生活水準を取り戻すことがますます困難になります。このことも、生産能力を増強するには周縁国の構造改革が急務であることを物語っています。

図11  
GDPギャップの規模



出所: Oxford Economics

## 結論

今後2012年下半年は財政緊縮策、信用収縮、外需の低迷が重なり景気後退が深刻化することから、ユーロ圏にとって試練の時となるでしょう。また、政策の不透明感もユーロ圏のセンチメントに影響を落とし、経済への逆風に追い打ちをかけます。

とはいえ、我々は欧州首脳がいずれはユーロ圏の安定回復に必要な大胆な政策について合意すると確信しています。ただし、解決策に至るまでの道りは、突如突破口を開いてユーロ圏の信頼感や経済成長に大きく弾みをつけるのではなく、段階的な解決になるでしょう。この「紆余曲折」が来年にはユーロ圏の中核国による緩やかな景気回復につながるはずです。

我々の予想はこれまで周縁国が徐々に培ってきた競争力が継続して向上し、加盟国間に必要な経済再編が可能になることを前提としています。しかし、この調整プロセスに伴い、周縁国ではすでに深刻な社会的、経済的問題が発生しています。このため、こうした国々の構造改革については、ソブリン債のデフォルトを回避しながら再編プロセスを制御し、経済成長を再開するのに十分な短期の資金調達の仕組みを備えた緊密な連邦制による支援が不可欠です。

コラム1

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。

前回予想の発表以来、米国の指数は明暗が分かれています。景気の伸び悩みという予想と呼応するように下振れリスクを伴っています。明るいニュースは、建設業界が持ち直し、国民勘定統計の修正も今年前半の経済成長に弾みをつけたことです。しかし、製造業の景況感指

数は予想を下回り、労働市場も低迷しています。雇用の伸びは緩やかなものに留まり、今年末の失業率は8%台になる見通しです。今後6カ月の個人消費は微増になるでしょう。一方、このところの景況感を反映して事業投資の鈍化が予想されます。総合的に見て、我々は米国の成長率予想を2012年: 2.2%、2013年: 2.3%、2014年: 2.8%に若干下方修正しました。

日本の成長率については、2012年: 2.0%、2013年: 1.3%と、前回の予想をやや上方修正

しました。しかし、中国向けが過去10年間の日本の輸出総額の伸びの半分近くを占めているだけに、中国の動向に大きく左右されます。中国経済はGDPが示す以上に急速に減速しているようですが、当局は景気刺激策を打ち出しており、更なる支援策が実施される見通しです。我々は中国の成長率を2012年: 7.2%、2013年: 8%程度、と予想しています。

コラム2

ユーロ救済策

我々の中心シナリオは、ユーロ圏の現状での存続を図るためにユーロ圏首脳があらゆる手段を講じることを前提としています。ユーロ圏の将来を守るために必要な措置は数多く、政治的にも実施困難です。しかし、各国政府が明確な工程表と共に、あらゆる手段を支援するとの一貫した声明を出せば、ユーロ圏全体の信頼の失墜に歯止めをかけるでしょう。

欧州の首脳は夏の間、銀行の監督強化とESMによる銀行への直接の資本増強を発表して大きく前進しました。また、各国によるユーロ圏の救済基金の申請と「厳格かつ効果的な条件」への合意を求めているとはいえ、ECBが債券購入プログラムの再開を示唆したことは評価できます。債券購入計画の再開によって金融市場の緊張が和らぎ、各国政府に必要な追加の改革措置を実施する時間的余裕が生じます。必要とあれば、さらにLTROを組み合わせて、銀行セクターに対する資金調達圧力を弱めることも可能です。

単一の銀行監督機関を設立することで合意した以上、当局は全面的な銀行同盟の設立に踏み出すことが必要です。全加盟国が支援するユーロ圏預金保証制度と、破綻した銀行救済のための共通のルールを設定することも必要になります。特に、ドイツの銀行に問題があるこ

とを認識することで、銀行同盟を受け入れやすい選択肢にやすくなります。ユーロ圏全域での保証制度を実効性のあるものにすることが必要ですが、実際のコストを抑えるために、保証制度の実施はごく少数の局地的なケースに留めることが必要です。

さらに、ユーロの存続を図るには、一層の救済策が必要で、6月下旬にEU首脳会談で合意したスペインの銀行に対するESMからの直接の支援に加え、ギリシャのIMFへの利払いを免除し、ギリシャの債務をもう一度再編することが考えられます。ギリシャが金利負担に耐えられるようにするにはこうした措置が必要です。そうでなければ、ギリシャ政府が崩壊してユーロ圏から離脱する恐れがあり、上述のように残った加盟国も打撃を受けるからです。こうした負担の軽減が近い将来行われるとは考えていませんが、ギリシャが赤字の大幅削減に真剣に取り組み、その成果が表れ始めれば、EU首脳が救済条件の緩和に前向きになる可能性があります。また、必要に応じてポルトガルに対する公的支援を追加すべきです。

基金に対する需要の拡大に対応するため、ESMを現在の5,000億ユーロから2兆ユーロ以上に増額することが必要です。ユーロ圏諸国の追加拠出、もしくはESMに銀行免許を付与

してレバレッジを認めることで増額を図る方法がより現実的です。

財政同盟への動きは、債務危機に苦むユーロ圏周縁国の債務を他の加盟国が共同で支援して借入コストを下げる最も持続性のある手段といえます。共同支援により、周縁国の債務が自国の税収だけでなく、財政が健全な中核国の税収によって裏付けられるようになります。しかし、ユーロ債は中長期にならないと実現しないと思われ、しかも、共同債の発行に先立ち、各国の予算や借入に対するEUの権限を強める抜本的な改革を実行することが必要です。

経済成長については、本レポートで述べたように、ユーロ圏の当事者すべての責任です。周縁国にとっては、労働市場改革と国内のサービスセクターの効率向上が特に喫緊の課題です。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ることなどで、ドイツ政府がこうした動きを促すことが可能です。

## 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16万7千人の構成員は、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.eyjapan.com/jpl](http://www.eyjapan.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 AU1294の翻訳版です。

EMEIA MAS E121.0812

### 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。