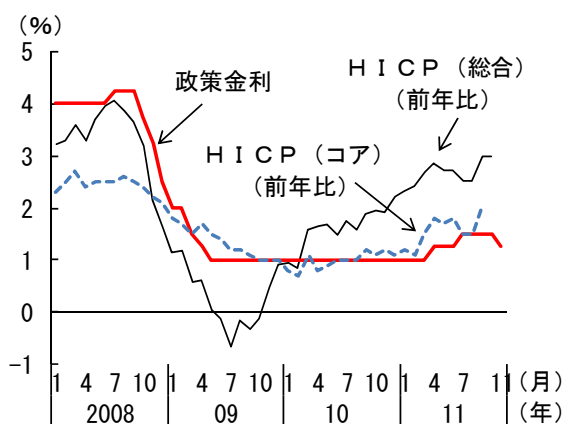


第2-1-74図 消費者物価上昇率：

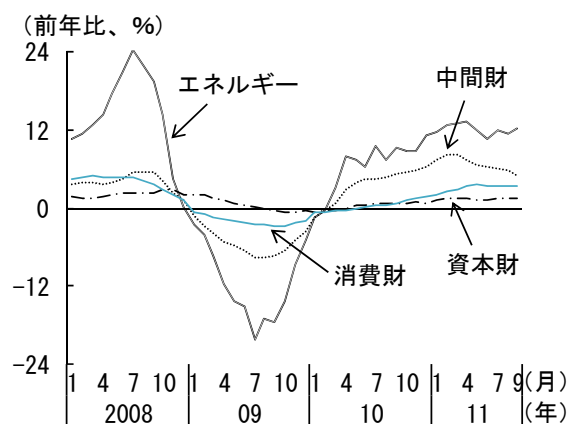
コアは横ばい



(備考) 1. ユーロスタット、ECBより作成。  
2. コア消費者物価は、総合からエネルギー、生鮮食品を除いたもの。

第2-1-75図 生産者物価上昇率：

価格転嫁は限定的



(備考) ユーロスタットより作成。

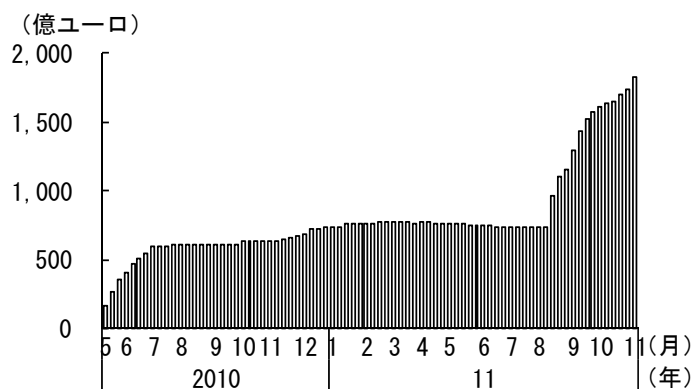
消費者物価上昇率の先行きについてみると、11年9月に公表されたECBスタッフの物価見通しでは、11年のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年比2.6%、12年は同1.7%となっており、今後の消費者物価上昇率は、「中期におけるインフレ率を2%を下回りかつ2%近傍に保つ」というECBの目標に沿ったものになることが見込まれている。

ECBでは、ギリシャ財政危機以降も、非伝統的金融政策を引き続き実施している。

11年8月には、ギリシャ財政危機に対応するため10年5月から開始した国債買取プログラムの再開を発表した。11月時点の購入額は1,800億ユーロ超となっており、再開以降、大幅に増加している（第2-1-76図）。

第2-1-76図 ECBによる国債買取残高

：買取り再開後は大幅に増加



(備考) ECBより作成。

また、11年8月のECB政策理事会では、ユーロ圏における金融市場の緊張が再燃したとして、6か月物の資金供給（LTRO）の再開を決定した。

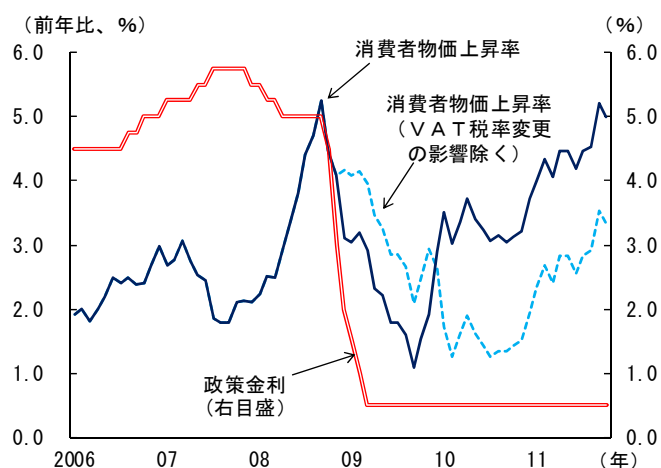
同年10月のECB政策金利理事会では、ユーロ圏の金融機関に対して流動性を供給するため、12か月物や13か月物の資金供給（LTRO）の再開を決定した。さらに、09年7月から10年6月まで実施した600億ユーロのカバード・ボンド（金融機関が発行する担保付債券）買取りに続いて、11年11月から12年10月まで400億ユーロのカバード・ボンド買取りを再開することとした。

## (ii) BOEの金融政策

英国の消費者物価上昇率は、2011年1月に前年比4%台に達し、同年9月には同5%を突破した。消費者物価上昇率は、イングランド銀行（BOE）の目標（前年比2%）を大幅に上回っている。しかし、同行は物価上昇が付加価値税（VAT）の税率引上げ等の一時的な要因によるとみており、政策金利を09年3月から0.5%に据え置いている。

確かに、10年1月と11年1月のVATの税率引上げがなければ、消費者物価上昇率はこれほどまで高まらなかったであろう。VAT税率変更の影響を除いた消費者物価上昇率は11年に入ってからも前年比2~3%台で推移している（第2-1-77図）。VATの税率引上げの影響が一巡する12年以降には物価上昇率は低下していくと、BOEは11年8月のインフレーションレポートの中で予測している。

第2-1-77図 英国の消費者物価上昇率の推移：  
2010年より物価上昇率は加速



- (備考) 1. 英国統計局、イングランド銀行より作成。  
2. 英国ではVATの標準税率を08年12月に引下げ(17.5%→15.0%)、10年1月に引上げ(15.0%→17.5%)、11年1月に引上げ(17.5%→20.0%)。

むしろ、11年の夏場以降に懸念されているのは、消費者物価上昇率がBOEの目標を下回るリスクである。インフレーションレポートでは、家計部門の弱さを理由に11年と12年の実質経済成長率の見通しが下方修正されている。GDPギャップの縮小テンポが減速し、物価に対する下押しが長期化する可能性が高まっている<sup>36</sup>。こうした中、11年10月の金融政策委員会でも需給の緩みが想定以上に大きく、消費者物価上昇率が中期的に2%の目標から下振れるリスクが言及された。その結果、委員は満場一致で追加金融緩和が必要と判断し、国債等の資産買取枠の上限を750億ポンド増額し、2,750億ポンドまで拡大した<sup>37</sup>。市場予想と比べて拡大の時期が早く、拡大の規模も大きかったため、驚きを持って迎えられた。

では、今回の買取枠の増額はどのような影響をもたらすのか。BOEの四半期報<sup>38</sup>では、2,000億ポンドの資産買取によって、英国の実質GDPの水準は1.5~2.0%、CPI上昇率は0.75~1.5%ポイント程度押し上げられたと分析されている(第2-1-78表)。単純に比例計算を行えば、750億ポンドの増額は実質GDPを0.56~0.75%、消費者物価上昇率を0.28~0.56%ポイント押し上げることになる。したがって、今回の増額だけでGDPギャップを解消させることは難しいと考えられる。

今後について、BOEは12年の2月まで資産買取枠の上限を2,750億ポンドに維持し、その上で更なる拡大について検討する方針を示している。しかし、既に、BOEのバランスシートはこれまでの資産買取の結果、金融危機前から大幅に拡大している(第2-1-79図)。BOEは自らの資産買取の結果、国債市場が正常に機能しなくなることは望ましくないと考えており、更なる資産買取には慎重にならざるを得ないとみられる<sup>39</sup>。一方、財政面では引締めが続き、景気に下振れリスクが残る中、BOEは今後も緩和的な金融政策スタンスを期待されることになるとみられ、BOEは難しい立場に立たされている。

---

<sup>36</sup> IMF (2011) は英国のGDPギャップは10年に▲3%程度であると推計している。

<sup>37</sup> 正確にはBOEが国債等を買収するのではない。Bank of England Asset Purchase Facility Fund という基金が設置され、BOEはこの基金に対して資産買取のための資金を貸し出すという形式を取る。

<sup>38</sup> Joyce, Tong and Woods(2011)。

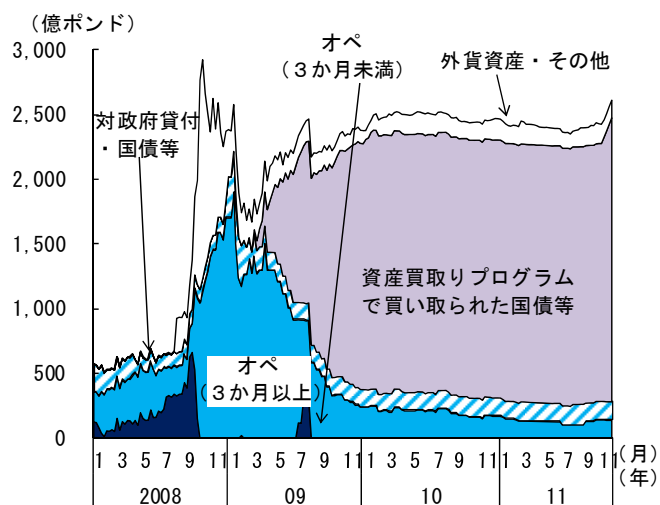
<sup>39</sup> 当初、BOEは満期が5年以上25年以下の英国債に限定して買取を実施しており、5~25年債の需要がひっ迫することが懸念された。そのため、09年8月には買い取る英国債の満期を3年以上5年以下及び25年以上にも拡大したほか、既に買い取った英国債を担保と引き換えに貸し出すことを発表した。

第2-1-78表 資産買取の効果：  
GDPと物価を押し上げ

	実質GDP(水準)	消費者物価上昇率
資産買取による 押し上げ効果	1.5~2.0%	0.75~1.5%ポイント

(備考) 1. Joyce, Tong and Woods(2011)より作成。  
2. Joyce, Tong and Woods(2011)によると、2,000億ポンドの資産買取が経済に及ぼす影響は150~300bpの政策金利引下げによってもたらされる影響に相当。

第2-1-79図 BOEのバランスシート：  
資産買取の影響が大きい



(備考) イングランド銀行より作成。

コラム2-2：EU金融機関ストレステストの結果

2011年7月15日、欧州銀行監督機構（European Banking Authority。以下、EBA）は、金融機関ストレステストの結果を公表した。テストは、景気が悪化したり、ソブリン問題が深刻化する「悪化シナリオ」下におけるEU域内銀行の回復力を評価することを目的として実施された。EU域内の銀行に対する同様のテストは3回目だが、今回のテストでは1）合格基準、2）ソブリンエクスポージャー（各国公的部門に対する与信）の取扱いが前年のテストから変更された。前年のテストでは、前提が甘いという批判があったため、それに対する対応という面もあったとみられる（表1）。

表1 EU金融機関ストレステストの諸前提

	10年ストレステスト	11年7月ストレステスト
対象行	EU域内の91行 ・ EU域内の銀行総資産の65%をカバー	EU域内の90行 ・ EU域内の銀行総資産の60%超、各国の銀行総資産の50%超をカバー
合格基準	Tier 1 比率 ≥ 6.0%	コアTier 1 比率 ≥ 5.0%
景気悪化シナリオでのソブリン債の扱い	売買目的勘定に計上されている債券についてはヘアカットによりストレスをかける 満期保有目的勘定に計上されている債券についてはストレスをかけない	売買目的勘定に計上されている債券についてはヘアカットによりストレスをかける 満期保有目的勘定に計上されている債券についてはヘアカットによるストレスをかけないが、ソブリン格付けに応じたデフォルト確率とデフォルト時損失の想定に基づく損失に対する引当金を考慮

(備考) European Banking Authorityより作成。

テストの結果、不合格となった銀行（悪化シナリオにおけるコアTier 1 比率が5%未満）は8行で、資本不足額は合計で25億ユーロであった。また、テストにぎりぎり合格した銀行（悪化シナリオにおけるコアTier 1 比率が5～6%）は16行であった。以下では、EBAによって開示された情報に基づき、ソブリン問題がEU域内の銀行に及ぼす影響について概観したい。

国別にギリシャ向けソブリンエクスポージャーをみると、金額と対コアTier 1 比率のいずれでもギリシャの銀行の保有量が圧倒的に多い。仮にギリシャがデフォルトとなれば、一番に損失を被るのはギリシャの銀行であることが示唆される。

しかし、ドイツやフランスのギリシャ向け全エクスポージャー（対コアTier 1 比率）も各々15.4%、27.2%となっており、ギリシャの銀行が損失を被って同国の銀行や民間企業が倒産すれば、その影響は主要国にまで波及する可能性が高い。11年の夏場以降、ドイツやフランスでは銀行株を含めて株が大幅に下落したが、その背景には、両国の銀行がギリシャのデフォルトによるダメージを受けやすい構造をしていると市場が判断していることがあるとみられる。

ギリシャに限らず南欧諸国等向けエクスポージャー全体についてみると、南欧諸国等自身はもちろん、ドイツやフランス、英国でもコアTier 1 に対する比率が極めて高い。南欧諸国等の銀行がデフォルト等でダメージを受ければ、それはドイツ等の主要国まで波及し、その結果、EU域内のマクロ経済が大きな影響を受ける可能性がある（表2）。

表2 南欧諸国等に対する各国のエクスポージャー

(単位: 億ユーロ, %)

	ドイツ	フランス	英国	ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン
ギリシャ向け ソブリンエクスポージャー	76 (6.7)	96 (5.9)	22 (0.9)	484 (212.4)	0 (0.3)	14 (1.7)	14 (8.5)	4 (.3)
ギリシャ向け 全エクスポージャー	177 (15.4)	439 (27.2)	80 (3.3)	2423 (1063.6)	2 (1.9)	9 (1.1)	71 (42.4)	0 (0.0)
南欧諸国等向け ソブリンエクスポージャー	620 (54.2)	654 (40.5)	228 (9.5)	485 (212.9)	116 (93.9)	1638 (204.3)	221 (132.7)	2349 (167.9)
南欧諸国等向け 全エクスポージャー	2874 (251.4)	4190 (259.6)	2044 (85.1)	2431 (1067.4)	2002 (1616.5)	12718 (1585.8)	2788 (1671.1)	22379 (1600.1)

(備考) 1. European Banking Authorityより作成。

2. 括弧内はコアTier1に対する割合。

3. 南欧諸国等はギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペインの合計。

今回のテスト結果に対し、各国政府や中央銀行はおおむね歓迎する姿勢を示した。一方、市場では未だテストの前提が甘いとの批判も聞かれた。実際、テストに合格し

ていたフランス・ベルギー系の銀行デクシアが11年10月に実質的な破綻に追い込まれたことで、テストに対する信頼性は一段と揺らぐことになった。

こうした中、ソブリン問題の深刻化もあり、EBAは新たにEU域内の銀行の暫定的な資産査定の結果を11年10月27日に公表した。対象行は70行に限定されたものの、必要とされる資本増強額は1,064億ユーロとなり、7月のストレステストから大幅に拡大した。この査定では満期保有目的勘定に計上されているソブリン債についてもヘアカットが施されたほか、コアTier 1比率9%が求められ、条件は厳しいものであった。今後、正式なストレステストが実施され、資本増強が必要とされた銀行は12年6月末までに増資を実施することが求められる。

金融システムの悪化が実体経済を大きく押し下げることは、08年の世界金融危機で既に明らかになっている。南欧諸国等に対する懸念が払拭されない中、EU域内の銀行が迅速に増資を行うことで、市場の不安を沈静化させることが期待される。

### 3. ヨーロッパ経済の見通しとリスク

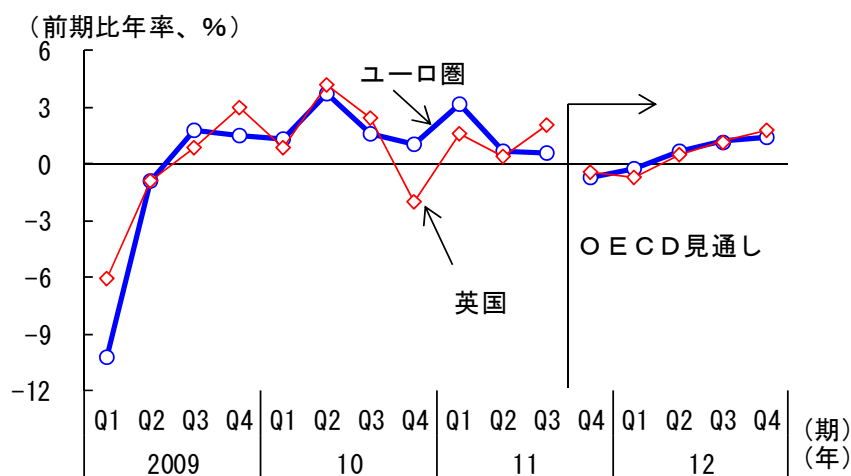
ヨーロッパ経済をみると、国ごとにばらつきがあるものの、ヨーロッパ全体でみると、景気は持ち直しのテンポが緩やかになっている。以下では、ヨーロッパ経済のメインシナリオと、それに対するリスク要因についてみていく。

#### (1) 経済見通し（メインシナリオ）—極めて緩やかな持ち直しが続く

ヨーロッパ経済をみると、急速な景気回復を示してきたドイツでは回復のテンポが緩やかになり、主要国であるフランスや英国でも足踏み状態にあり、ヨーロッパ全体でみると、景気は持ち直しのテンポが緩やかになっている。特に、南欧諸国等では、景気の低迷と財政状況の悪化が続いている。

先行きについてみると、極めて緩やかな持ち直しが続くと見込まれる。国際機関等の見通しをみると、12年に0～1%台の成長率が見込まれているが、こうした見方はおおむね妥当と考えられる（第2-1-80図、第2-1-81表）。

第2-1-80図 ユーロッパ地域の実質経済成長率



(備考) ユーロスタット、OECDより作成。

第2-1-81表 国際機関等の見通し

(前年比、%)

		2011年	12年	13年
OECD (11月28日)	ユーロ圏	1.6	0.2	1.4
	ドイツ	3.0	0.6	1.9
	フランス	1.6	0.3	1.4
	英国	0.9	0.5	1.8
欧州委員会 (11月10日)	ユーロ圏	1.5	0.5	1.3
	ドイツ	2.9	0.8	1.5
	フランス	1.6	0.6	1.4
	英国	0.7	0.6	1.5
IMF (9月20日)	ユーロ圏	1.6	1.1	—
	ドイツ	2.7	1.3	—
	フランス	1.7	1.4	—
	英国	1.1	1.6	—
ECB (9月8日)	ユーロ圏	1.4~1.8 (中央値1.6)	0.4~2.2 (中央値1.3)	—

(備考) ECB “Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area”、IMF “World Economic Outlook”、欧州委員会 “European Economic Forecast –Autumn 2011”、OECD “Economic Outlook 90”より作成。

内外需に分けてこの背景をみると、まず内需では、歳出削減や税収増といった財政再建による景気下押し効果、雇用の悪化による個人消費の下押し圧力が見込まれる。また、高水準で推移している失業率は、ユーロ圏では12年にも引き続き10%台の高水

準で推移することが見込まれる。

これまで景気の回復をけん引してきた輸出についてみると、主要輸出先であるアメリカ向けや、近年シェアを高めてきたロシア、中・東欧向け、アジア向け輸出は伸びが鈍化し、輸出全体の伸びは緩やかなものにとどまると見込まれる。

## (2) 経済見通しに係るリスク要因

見通しに係るリスクのバランスは依然として下方に偏っており、次に示すように特にヨーロッパにおけるソブリン問題の深刻化は極めて大きな下振れリスク要因となっている。

### (i) ヨーロッパにおけるソブリン問題の深刻化

ヨーロッパにおけるソブリン問題は、ギリシャやポルトガルといった小国に留まらず、大国であるイタリアやスペインにも及んでいる。そうした国々における財政状況の悪化の影響は、ユーロ圏及びEU全体に波及するとともに、特にフランス等に影響が及ぶと、ソブリン問題解決に向けた枠組みや取組の実効性を損なう可能性もある。

ヨーロッパにおけるソブリン問題の深刻化は、ヨーロッパ経済全体に対する不確実性を高め、企業や消費者における先行き見通しの悪化等を通じて、景気に対する大きな下押しリスクとなる。

### (ii) 金融システム不安の再拡大

ヨーロッパにおけるソブリン問題が深刻化した場合、財政不安のある国々の国債利回りの上昇（国債価格の急落）やソブリンCDSプレミアムの上昇は、リスク回避による国債利回りやソブリンCDSプレミアムの更なる上昇につながり、金融市場の混乱を深刻化させる可能性がある。

また、これらの国々に対する債権の多い金融機関の経営に対する懸念が高まっている。ヨーロッパの金融機関では、不良債権を処理し、自己資本比率の引上げによる資本の増強が求められているが、金融機関が貸出を抑制した場合は、信用収縮を通じて景気に対する下押しリスクとなる。

### (iii) 財政赤字拡大による長期金利上昇

財政持続可能性に対する懸念から、被支援国のギリシャ、アイルランド、ポルトガルのみならず、イタリアや、スペイン、フランスでも国債利回りが上昇している。財



政赤字が拡大し国債利回りの上昇が続き、金融資本市場全体にその影響が波及すると、企業や家計の資金調達コストが増加し、消費や投資が抑制され、景気に対する下押しリスクとなる。

**(iv) 過度な財政再建による景気の下押し**

景気動向に十分留意し、財政再建と経済成長と両立できるように、適切なタイミング及びペースで財政再建を進めなければ、政府支出の削減や課税強化等といった財政再建の取組は、景気に対する下押しリスクとなる。

**(v) アメリカ、アジア経済の減速による輸出の減少**

ユーロ圏の主要輸出先であるアメリカ経済や、近年シェアを高めているロシア、中・東欧、アジア経済が、これまでより減速した場合、景気のけん引役である輸出が減少する上、生産や消費に対するマイナスの波及効果が考えられることから、景気に対する下押しリスクとなる。

**(vi) 雇用情勢の想定以上の深刻化**

ヨーロッパ全体の失業率は、依然として10%台という高水準で推移している。失業率がこれまで以上に上昇した場合は、所得環境やマインドの悪化を通じて、個人消費を更に下押しするリスクがある。