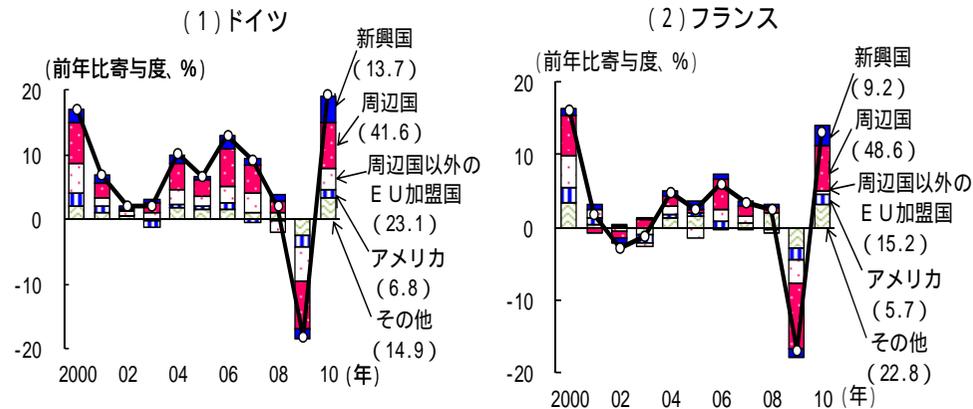


第2章 再び回復が加速する世界経済 第4節 ヨーロッパ経済

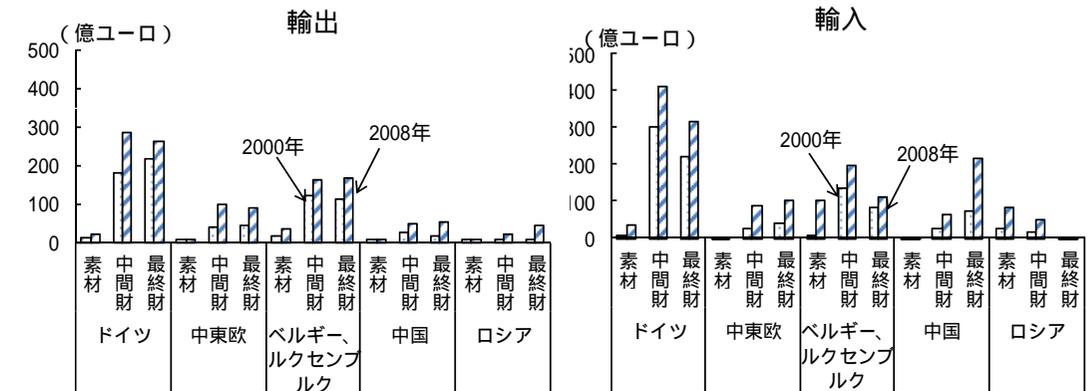
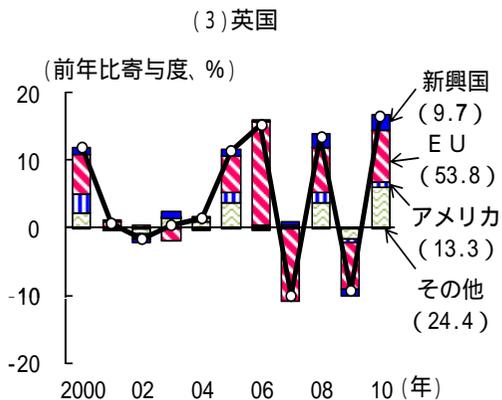
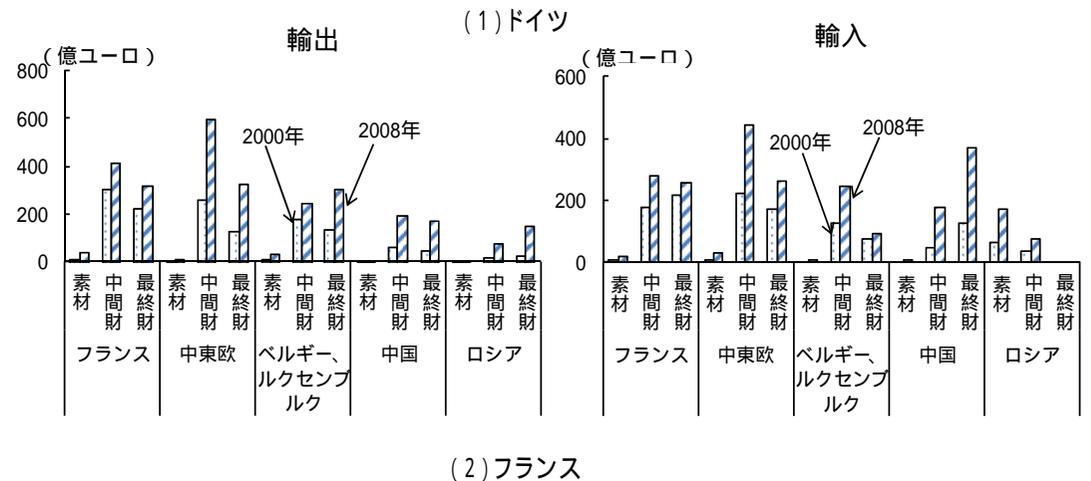
1. ヨーロッパ経済の現状 ~成長のけん引役である貿易構造の変化~

- 景気は、国ごとのばらつきが大きく、二極化。
- ドイツがけん引するEUの輸出：2000年代、ドイツは一貫して力強く増加、一方、フランスや英国は振るわず（第69図）。
- 域内における近隣諸国との生産ネットワーク形成：ドイツ・フランスと中東欧諸国との間で中間財を相互に取引、ドイツ・フランス間でも中間財貿易が活発化、ベルギー・ルクセンブルクはドイツ・フランスに中間財を供給（第70図）
- 新興国需要による輸出増：中国向け最終財輸出をみると、フランスでは航空機が増加。ドイツと英国では、中国における所得水準の上昇を背景に乗用車輸出が増加。

第69図 欧州主要国の国・地域別輸出：
ドイツは一貫して力強く増加

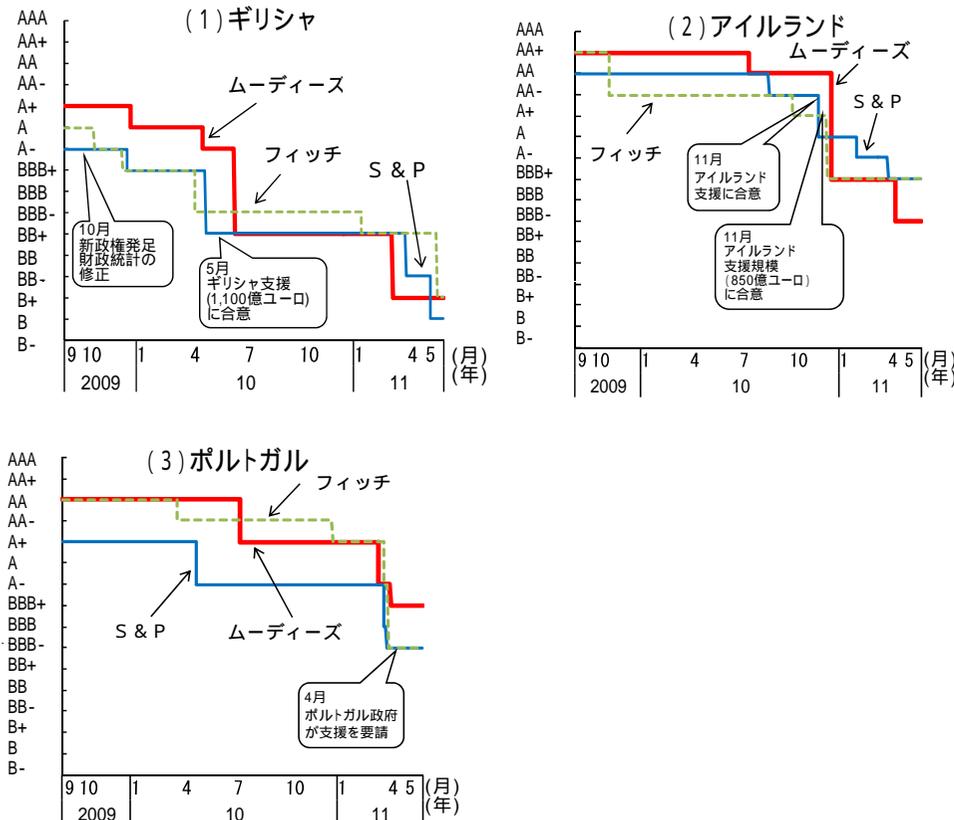


第70図 ドイツ・フランスの中間財と最終財貿易：
周辺国との中間財貿易が活発化

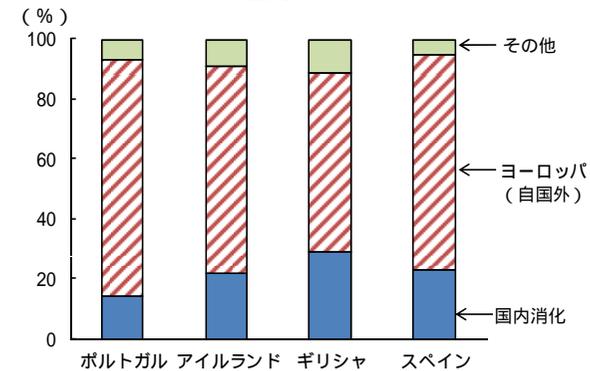


- 一部の国における財政状況に対する懸念を背景に、国債利回りスプレッドやCDSは急上昇。
 - ギリシャ: 債務再編の懸念が高まり、国債利回りが上昇、ソブリンCDSも過去最高値を更新。11年4月に追加の財政緊縮策を発表したが、市場の懸念は継続。
 - アイルランド: 10年11月、欧州委員会、ユーロ参加国、IMF等が支援に合意(支援規模850億ユーロ)
 - ポルトガル: 11年5月、EU及びIMFが支援に合意(支援規模780億ユーロ)
- 2013年7月からは政府債務再編時において民間債権者が負担を求められる可能性があることから、格付会社各社がギリシャ国債等を相次いで格下げ(第71図)。
- ソブリン・リスクの再燃は、南欧諸国等への貸出が多い金融機関の経営悪化、破たん等を通じて、金融システムに影響を与える懸念。
 - 南欧諸国等の国債の60%はヨーロッパ各国が保有(第72図)。南欧諸国等向けの与信はドイツ、フランスの金融機関に集中。
 - ECBによる資金供給残高は南欧諸国等の金融機関向けに大きく増加(第73図)。いわゆる「ゾンビバンク」が存在しているおそれ。6月半ばにストレステストの結果を公表予定。

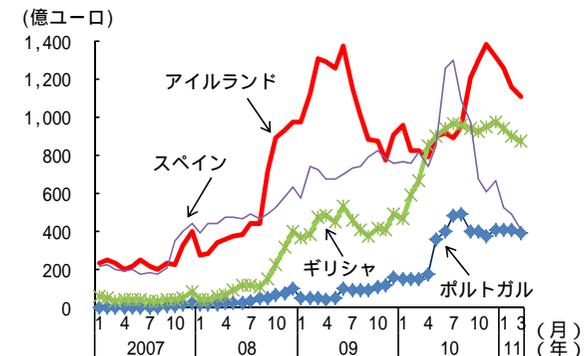
第71図 ギリシャ、アイルランド、ポルトガル国債の格付け推移: 相次いで格下げ



第72図 南欧諸国等の国債の保有状況: 60%以上がヨーロッパ



第73図 ECBによる資金供給残高: 大きく増加

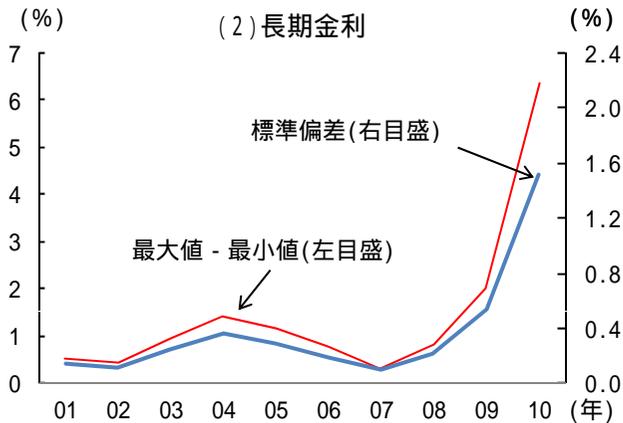
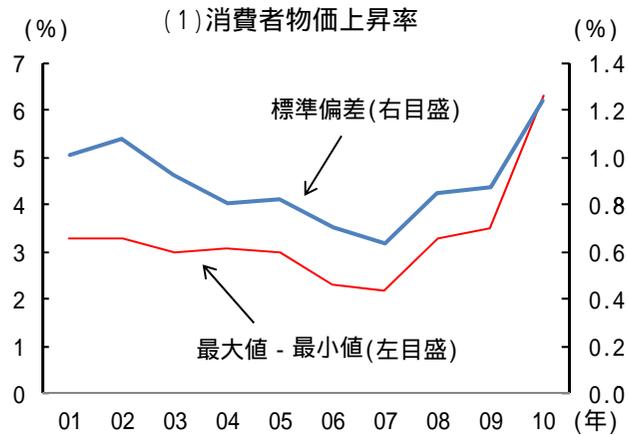


第2章 再び回復が加速する世界経済
2-2 財政政策及び金融政策の動向

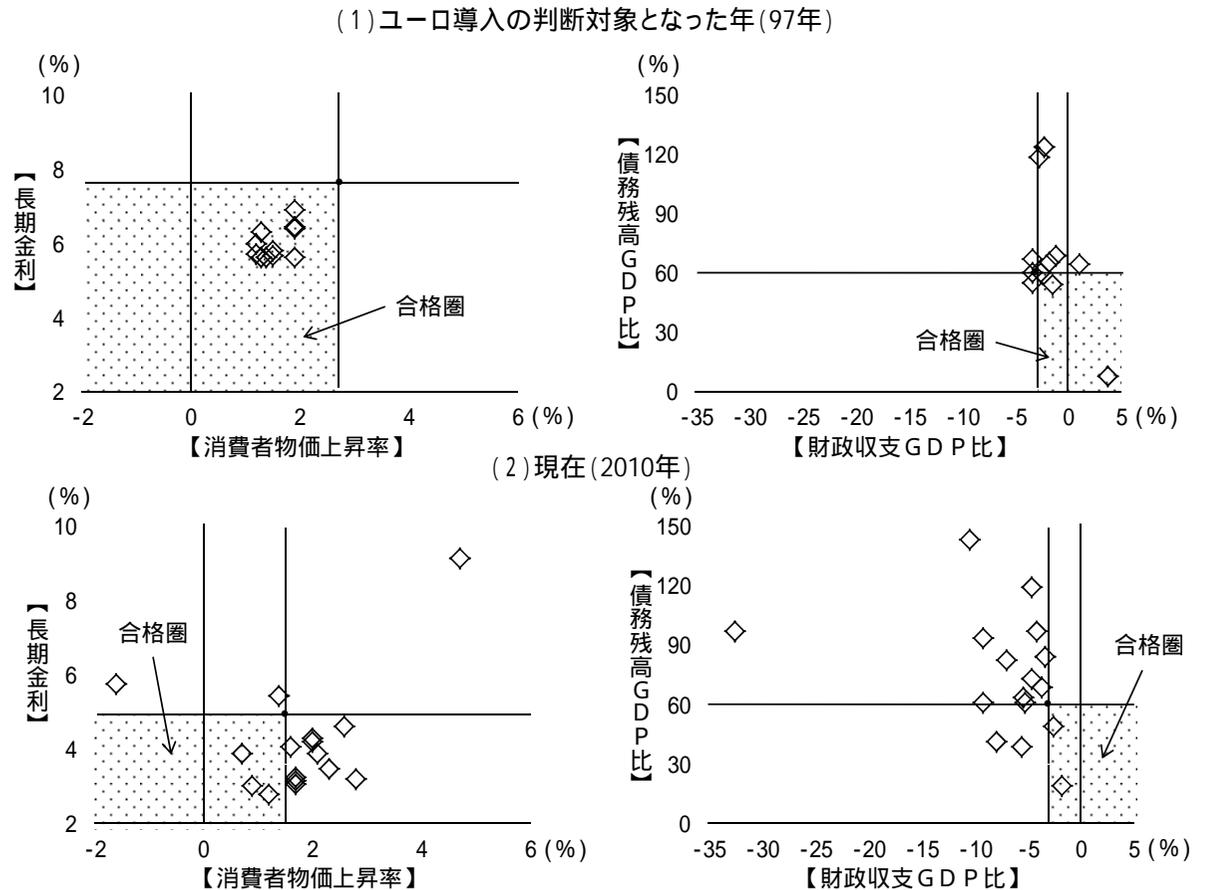
第4節 ヨーロッパ経済
～ばらつきが拡大している経済情勢～

- 通貨統合されたユーロ圏においては、自国の事情に対応した機動的な金融政策ができないなどの制約あり。単一通貨ユーロの安定には参加国が類似した経済情勢であることが望ましい。
- 通貨統合の参加条件であった経済収れん条件を現状に当てはめてみると、参加国の経済情勢は収れんしておらず、むしろばらつきは拡大(第74図)。
- 現在のユーロ参加国の大部分は収れん条件を満たしておらず、ユーロ参加の評価を行った97年の数値と比べると発散状況(第75図)。
- ECBによる単一の金融政策の実施がますます難しくなる懸念。

第74図 ユーロ参加国の経済情勢のばらつきの推移：
ばらつき拡大



第75図 ユーロ参加のための経済収れん基準の合否判定：
現在多くの国が基準満たせず



● アメリカ:回復が続く。

▶ 先行き:11年全体の実質経済成長率は前年比2%台半ばになると見込まれる。

- 雇用環境の改善を背景に消費の回復の自律性が増し、また、設備投資についても企業収益の改善等を背景に緩やかな回復。
- ただし、原油等の高騰、失業率の高止まり、連邦及び州・地方政府の厳しい財政状況から、回復テンポは緩やか。

▶ リスク:下振れリスクは半年前に比べ弱まっているものの、下方に偏っている。

- 下振れリスク: 一次産品価格の更なる高騰、失業率の高止まりの継続、住宅価格の更なる下落、州・地方財政の悪化による地域経済の低迷、中堅・中小金融機関の経営悪化
- 上振れリスク: 資産価格の上昇、輸出の増大、信用収縮の大幅な緩和

● ヨーロッパ:持ち直しが続くが、二極化の傾向が強まる。

▶ 先行き:11年全体の実質経済成長率は前年比2%前後になると見込まれる。

- ドイツを中心に輸出と生産の増加が続き、設備投資や消費も堅調に推移し、ヨーロッパ経済全体としては持ち直しが続く。
- しかしながら、南欧諸国等では大規模な財政再建策を実施する必要があること、英国、スペインのように依然としてバブル崩壊による後遺症が残る国々があること、南欧諸国等ではソブリン・リスクが高まっていること、ドイツ経済の回復が貿易を通じて南欧諸国等の経済全体に与える効果が限定的なことにより、更なる二極化が予想される。

▶ リスク:依然として下方に偏っており、特に、ソブリン・リスク再燃が深刻なリスク要因

- 下振れリスク: ソブリン・リスク再燃による金融システム不安の再拡大、物価上昇の加速、住宅バブルが崩壊した英国、スペインにおける景気回復の停滞、アメリカ、アジア経済の減速に伴う輸出の減少、雇用情勢の想定以上の深刻化
- 上振れリスク:世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

● アジア:拡大ないし回復傾向が続く。

➤ 先行き:物価や不動産価格等の上昇に留意が必要であるものの、適切な経済政策運営がなされれば、総じて拡大ないし回復傾向が続くものと見込まれる(中国は11年に9~10%、インドは7~8%台の成長率という国際機関の見通しはおおむね妥当)。

- 東日本大震災がアジア経済に与えるマクロ的な影響は限定的:自動車産業等の一部の産業で減産。一方、日本製品を代替するため生産を増やす動きや復興需要への期待も。

➤ リスク:全体で見ると、上方と下方は均衡。

- 下振れリスク: 中国における不動産価格の上昇とそれに対応した引締め強化による内需への影響、物価上昇の加速、過度な資金流入、東日本大震災の予想以上の影響、先進国の景気回復の停滞に伴う輸出の低迷
- 上振れリスク:資金流入を背景とした資産価格の上昇

● 世界経済:回復が続く。

➤ 先行き:11年全体の実質経済成長率は前年比3%台前半(市場レートベース)になると見込まれる。

➤ リスク:下方に偏っている。なお、第1章でみたグローバル・インバランスに係る様々なリスクが底流にあることにも留意。

- 下振れリスク: ヨーロッパのソブリン・リスク再燃による金融システム不安の再拡大、一次産品価格の更なる上昇、新興国への過度な資金流入とバブル崩壊、東日本大震災の予想以上の影響
- 上振れリスク:資産価格等の上昇