

～海外情報～

2011年6月1日 全25頁

London Economic Eye (Vol. 1)

DIR ロンドンリサーチセンター

児玉 卓

鈴木 利光

増川 智咲

[目次]

- はじめに..... 1
- 欧州債務危機における「時間稼ぎ」戦略の行方..... 3
- 英国、国民投票で単純小選挙区制の維持へ..... 11
- 英国、インフレ目標採用下での金利据え置き判断..... 17

はじめに

London Economic Eye (Vol. 1) は、①欧州債務危機における「時間稼ぎ」戦略の行方、②英国、国民投票で単純小選挙区制の維持へ、③英国 インフレ目標採用下での金利据え置き判断の3本のレポートで構成されている。

試される欧州統合への政治的意思

①「欧州債務危機における「時間稼ぎ」戦略の行方」は、債務の償還期限の延長など、いわゆるリプロファイリングを含むギリシャの広義のデフォルトが既定事実化する中で、その対処の行方がEUの政治リーダーたちの統合への意思の試金石にもなることを論じている。ギリシャに対する資金支援が決まって1年余りが経過したが、「流動性供給+緊縮財政政策」というパッケージが欧州周辺国の救済策として有効ではないことは既に証明されたに等しい。ギリシャの教訓は、新たに被支援国の仲間入りをしたポルトガルの将来に暗雲を投げかけてもいる。しかし、早期の自力資金調達には事実上不可能という市場の論理に従って、ギリシャの広義のデフォルトを認めることは、実のところ政治的には一番安易な道でもある。一方、追加支援を通じた問題の先送りは、経済的な観点からは正当化が難しいものの、EU、ユーロ圏の統合深化に対する姿勢の強さの現われという側面を持ち得る。共通通貨が生んだ構造矛盾が真に試しているのは、ユーロ圏の経済的頑健性である以上に、政治的な意思のありどころである。

英国は政治制度のモデルなのか？

②「英国、国民投票で単純小選挙区制の維持へ」では、5月に行われた選挙制度変更の是非を問う英国の国民投票を扱っている。英国では長く、保守党と労働党の二大政党制が成立している。日本と同じ議院内閣制でありながら、英国におけ

る適度な頻度での政権交代は、頻々たる首相の交代による政策一貫性の欠如や国際的な発言力の低下を防ぎ、一方で、慢性的な一党支配による制度疲労を回避させていると評価されている。このような利点は確かにあろうが、二大政党制は少数政党を政策決定過程から排除するという負の側面を抱えてもいる。そして、英国における二大政党制を可能にしてきたのが、単純小選挙区制という選挙制度にあった。そこにメスを入れようとしたのが、これまで第3党に甘んじてきた自由民主党であり、同党の連立政権入りによって、今回の国民投票が実現した。

結果は従前の小選挙区制継続ということになったのだが、議院内閣制のモデルと称される英国の政治制度の欠陥を突いた今回の国民投票は、日本における政治制度のあり方をめぐる議論にも一石を投じることになる。

「ルールか裁量か」：
英国金融政策をめぐって

③「英国、インフレ目標採用下での金利据え置き判断」で取り上げているのは英国の金融政策である。ECBが金利を引き上げる中、英国中銀は金利据え置きを続けているが、ここで論じているのは、据え置きの是非、ないしは政策金利の予想等ではない。焦点を当てているのは、明示的なインフレーション・ターゲティング政策を採用する同国において、実際のインフレ率がターゲットを大幅に上回り続け、なお金利据え置きが継続することの意味である。英国中銀は現在の物価上昇は「一時的なものであり」、遠くない将来のピークアウトが予想されている以上、足元のインフレ率がターゲットを逸脱することにフレームワーク上問題は無いという立場をとっている。

しかしインフレーション・ターゲティングのメリットは、「ルールか裁量か」という金融政策のあり方をめぐる長い論争の中で、ルールに基づき中央銀行の裁量・恣意を排除することによって金融政策の透明性と信認を高めることにあったはずである。英国中銀が「インフレは長期化しない」というのはあくまで同中銀の予想に過ぎず、そこに恣意が混入する懸念を完全に排除することは難しい。金利据え置きの是非は措くとして、英国の金融政策は信認低下のリスクを冒していると思えるを得まい。

London Economic Eyeでは、欧州・英国に加え新興国を主たる対象とし、鮮度と政策的インプリケーションを重視したレポートを盛り込んでいく方針である。

(児玉 卓)

欧州債務危機における「時間稼ぎ」戦略の行方

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

債務危機の処理の方策が、統合深化への姿勢の試金石に

[要約]

- ギリシャ支援決定後の一年余りは、資金提供という支援形態が時間稼ぎに過ぎないこと、そして時間稼ぎ戦略が失敗に終わったことを証明した月日だった。これは欧州委員会の経済見通しの過去からの修正状況からも確認できる。新たに支援が決まったポルトガルも、ギリシャに続く可能性が高い。
- 公的債務のサステナビリティを決めるのは金利と成長見通しのバランスである。アイルランドは成長見通し改善の兆しがある点で上記二カ国とは異なる。イタリア、スペインのバランスは現時点で崩れたとはみなされない。
- とはいえ、コンテージョンのリスクは常に存在する。ただしだからこそ、時間稼ぎが繰り返される可能性もある。またギリシャ問題の処理の有り様は、EU、ユーロ圏の統合深化に対する姿勢の試金石ともみなせよう。

「時間稼ぎ」の失敗

EU、IMF による資金支援が決まって1年余りが経過した今、ギリシャ情勢が再度混迷を深めている。振り返れば、対ギリシャ支援は単なる時間稼ぎにしかないという声は支援決定当初から少なくなかった。財政危機に直面する国への資金提供は、当面の資金繰りを改善させることはあっても、その根本的な支払い能力を高めるわけではないという当然の理屈から来る懸念であった。そして、今に至る1年間は、その懸念が的中したこと、時間稼ぎ戦略が失敗に終わりつつあることを証明した月日であった。今やギリシャの（広義の）デフォルトは不可避という見方が限りなくコンセンサスに近づきつつある。残るはスキームと時期の問題のみという声が優勢である。

ただし、EUの政策が、常に加盟各国やECBなど関係機関の利害のぶつかり合いを経て決まることは改めて想起されるべきである。10年債が15%超、2年債で25%超という資金調達コストに直面するギリシャが、公的債務の維持可能性を失っていることは経済的に見れば明らかである。しかし、だからと言ってすぐさま債務再編（デフォルト）が決まるということではない。失敗した時間稼ぎが繰り返される可能性もかなり高いのである。

深刻だが局地的な構造問題

また、過去1年の欧州が悪いニュースで埋め尽くされていたかといえ、そういうわけではない。特にユーロ圏全体の景気については、ポジティブサプライズが数多く提供された。もちろん、ドイツに牽引された好景気がギリシャの痛みを癒すわけではない。しかし、ギリシャを始めとした財政危機に直面している国々が、ユーロ圏の景気拡大を損ねることがなかったことは重要である。ギリシャ問題はユーロ圏の深刻な「構造欠陥」の象徴に他ならないが、同時に、欧州内部の

局地的困難であり、全欧州的な（マクロ経済的な）インパクトは限定的であった。だからこそグローバル経済はそこそこの回復パフォーマンスを示し、リスク回避の蔓延が新興国なりコモディティなりからの資本逃避を誘発するという事態も避けられたのである。

マクロ的インパクトについては、今後も以上の構図が大きく変わることはないだろう。EU はギリシャについて失敗が確認された同じ処方箋をポルトガルにも与えることを決めた。1年後に、ポルトガルの広義のデフォルトが、既定事実のように語られている可能性はかなり高い。平行してギリシャの債務再編の時期とスキームについての観測が飛び交い続けることになろう。これでは両国の自力資金調達再開など覚束ない。だがやはり、これらが欧州内部の局地的な問題を越えて、世界経済の逆風にまで発展する可能性は低い。ユーロ圏の景気拡大は継続し、ECB が複数回の利上げを行うことにもなろう。通貨ユーロの崩落なども予想しがたい。

欧州全体は堅調な成長過程

さて、上で述べた構図を補強する意味合いを含め、5月中旬に欧州委員会が発表した半期経済見通しを概観しよう。ここでは欧州が全体としては堅調な成長過程を維持しながら、域内格差が一段と拡大していることが確認される。そして格差の拡大は、1年前のギリシャ支援の実効性の欠如を改めて示している。ただし、周辺国の総称として定着した PIIGS という括りの意味が薄れつつあることも見て取れる。これは好材料と評していい。

2010年、欧州は想定を上回る景気回復力を示した。1年前の見通しと比較して、同年の成長率はEU全体で0.8%ポイント上方修正されており、なんと言ってもここではドイツ経済の目覚ましい復調が効いている。一方、見通しの修正に着目する限り、2011年は今のところ無風状態である。1年前、半年前からの修正幅はゼロに近く、成長率そのものはEU全体で2010年同様の1.8%と予想されている。2010年の大幅上方修正（2010年5月の予想1.0%→2011年5月1.8%）、およびドイツの牽引力の低下（2010年の高成長の反動）を踏まえれば、非常に強い成長軌道の維持が見込まれていると評せよう。

図表 1 実質 GDP 成長率（前年比%）

	実績				予想（2011年春）			修正幅（2010春→2011春）		修正幅（2010秋→2011春）	
	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	10年	11年	10年	11年
ベルギー	2.7	2.9	1.0	-2.8	2.2	2.4	2.2	0.9	0.8	0.2	0.6
ドイツ	3.4	2.7	1.0	-4.7	3.6	2.6	1.9	2.4	1.0	-0.1	0.4
エストニア	10.6	6.9	-5.1	-13.9	2.4	4.4	3.5	1.5	0.6	0.0	0.0
アイルランド	5.3	5.6	-3.5	-7.6	-1.0	0.6	1.9	-0.1	-2.4	-0.8	-0.3
ギリシャ	5.2	4.3	1.0	-2.0	-4.5	-3.5	1.1	-1.5	-3.0	-0.3	-0.5
スペイン	4.0	3.6	0.9	-3.7	-0.1	0.8	1.5	0.3	0.0	0.1	0.1
フランス	2.2	2.4	0.2	-2.6	1.6	1.8	2.0	0.3	0.3	0.0	0.2
イタリア	2.0	1.5	-1.3	-5.2	1.3	1.0	1.3	0.5	-0.4	0.2	-0.1
キプロス	4.1	5.1	3.6	-1.7	1.0	1.5	2.4	1.4	0.2	0.5	0.0
ルクセンブルグ	5.0	6.6	1.4	-3.6	3.5	3.4	3.8	1.5	1.0	0.3	0.6
マルタ	2.1	4.4	5.3	-3.4	3.7	2.0	2.2	2.6	0.3	0.6	0.0
オランダ	3.4	3.9	1.9	-3.9	1.8	1.9	1.7	0.5	0.1	0.1	0.4
オーストリア	3.6	3.7	2.2	-3.9	2.0	2.4	2.0	0.7	0.8	0.0	0.7
ポルトガル	1.4	2.4	0.0	-2.5	1.3	-2.2	-1.8	0.8	-2.9	0.0	-1.2
スロベニア	5.9	6.9	3.7	-8.1	1.2	1.9	2.5	0.1	0.1	0.1	0.0
スロバキア	8.5	10.5	5.8	-4.8	4.0	3.5	4.4	1.3	-0.1	-0.1	0.5
フィンランド	4.4	5.3	0.9	-8.2	3.1	3.7	2.6	1.7	1.6	0.2	0.8
ユーロ圏	3.1	2.9	0.4	-4.1	1.8	1.6	1.8	0.9	0.1	0.1	0.1
ブルガリア	6.5	6.4	6.2	-5.5	0.2	2.8	3.7	0.2	0.1	0.3	0.2
チェコ	6.8	6.1	2.5	-4.1	2.3	2.0	2.9	0.7	-0.4	-0.1	-0.3
デンマーク	3.4	1.6	-1.1	-5.2	2.1	1.7	1.5	0.5	-0.2	-0.2	-0.2
ラトビア	12.2	10.0	-4.2	-18.0	-0.3	3.3	4.0	3.2	0.0	0.1	0.0
リトアニア	7.8	9.8	2.9	-14.7	1.3	5.0	4.7	1.9	1.8	0.9	2.2
ハンガリー	3.6	0.8	0.8	-6.7	1.2	2.7	2.6	1.2	-0.1	0.1	-0.1
ポーランド	6.2	6.8	5.1	1.7	3.8	4.0	3.7	1.1	0.7	0.3	0.1
ルーマニア	7.9	6.3	7.3	-7.1	-1.3	1.5	3.7	-2.1	-2.0	0.6	0.0
スウェーデン	4.3	3.3	-0.6	-5.3	5.5	4.2	2.5	3.7	1.7	0.7	0.9
イギリス	2.8	2.7	-0.1	-4.9	1.3	1.7	2.1	0.1	-0.4	-0.5	-0.5
EU	3.2	3.0	0.5	-4.2	1.8	1.8	1.9	0.8	0.1	0.0	0.1

出所：欧州委員会経済見通し・各号より大和総研作成

以上のような良好な成長パフォーマンスが、2010年の実績見込み、2011年の予想いずれも、地域全体の財政赤字縮小と並存していることも注目されるべきである（図表2）。ギリシャに代表されるユーロ圏の債務危機は、ドイツをはじめとして財政状況が相対的に良好な国をも巻き込んだ「財政再建ブーム」を誘発したのだが、それが欧州経済の回復を損ねるといった事態は回避されつつあるのである。

ギリシャは成長見通しが大幅下方修正

一方、域内格差に着目すれば、2010年の成長率の実績見込みはギリシャの▲4.5%が際立って悪い。ただし、ギリシャ救済策の失敗という観点から重要なのは、成長率そのものではなく、過去の予想からの修正幅である。2010年5月の時点で、ギリシャの成長率は2010年▲3.0%、2011年▲0.5%と予想されていたが、今回の予想数値はそれぞれ▲4.5%、▲3.5%である。またこの間、財政収支のGDP比は2010年▲9.3%から▲10.5%へ、2011年については▲9.9%から▲9.5%に修正されている。

両者のバランスから考えると、2010年はわかりやすい。成長率の想定以上の下振れが、財政赤字圧縮を妨げた。一方、2011年については、成長率の下方修正が著しく大きい割りに、財政赤字の幅は下方修正されている。2010年には実現しなかった、経済規模の縮小下での財政赤字削減が達成されると見込んでいるわけであるが、それは本当に可能なのだろうか。確かに、赤字圧縮の追加策として浮上している国有資産の売却がスムーズに進めば、相応の効果はあるだろう。しかし、それは当たり前だが、一度きりの効果しかない。税収基盤の拡充とか社会保障改革のように持続的な歳入の増加や歳出の削減をもたらすわけではない。

図表2 一般政府財政収支のGDP比（%）

	実績				予想（2011年春）			修正幅（2010春→2011春）		修正幅（2010秋→2011春）	
	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	10年	11年	10年	11年
ベルギー	0.1	-0.3	-1.3	-5.9	-4.1	-3.7	-4.2	0.9	1.3	0.7	0.9
ドイツ	-1.6	0.3	0.1	-3.0	-3.3	-2.0	-1.2	1.7	2.7	0.4	0.7
エストニア	2.4	2.5	-2.8	-1.7	0.1	-0.6	-2.4	2.5	1.8	1.1	1.3
アイルランド	2.9	0.1	-7.3	-14.3	-32.4	-10.5	-8.8	-20.7	1.6	-0.1	-0.2
ギリシャ	-5.7	-6.4	-9.8	-15.4	-10.5	-9.5	-9.3	-1.2	0.4	-0.9	-2.1
スペイン	2.0	1.9	-4.2	-11.1	-9.2	-6.3	-5.3	0.6	2.5	0.1	0.1
フランス	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0	-5.8	-5.3	1.0	1.6	0.7	0.5
イタリア	-3.4	-1.5	-2.7	-5.4	-4.6	-4.0	-3.2	0.7	1.0	0.4	0.3
キプロス	-1.2	3.4	0.9	-6.0	-5.3	-5.1	-4.9	1.8	2.6	0.6	0.6
ルクセンブルグ	1.4	3.7	3.0	-0.9	-1.7	-1.0	-1.1	1.8	2.9	0.1	0.3
マルタ	-2.8	-2.4	-4.5	-3.7	-3.6	-3.0	-3.0	0.7	0.6	0.6	0.0
オランダ	0.5	0.2	0.6	-5.5	-5.4	-3.7	-2.3	0.9	1.4	0.4	0.2
オーストリア	-1.6	-0.9	-0.9	-4.1	-4.6	-3.7	-3.3	0.1	0.9	-0.3	-0.1
ポルトガル	-4.1	-3.1	-3.5	-10.1	-9.1	-5.9	-4.5	-0.6	2.0	-1.8	-1.0
スロヴェニア	-1.4	-0.1	-1.8	-6.0	-5.6	-5.8	-5.0	0.5	-0.6	0.2	-0.5
スロバキア	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.9	-5.1	-4.6	-1.9	0.3	0.3	0.2
フィンランド	4.0	5.2	4.2	-2.6	-2.5	-1.0	-0.7	1.3	1.9	0.6	0.6
ユーロ圏	-1.4	-0.7	-2.0	-6.3	-6.0	-4.3	-3.5	0.6	1.8	0.3	0.3
ブルガリア	1.9	1.1	1.7	-4.7	-3.2	-2.7	-1.6	-0.4	-0.5	0.6	0.2
チェコ	-2.6	-0.7	-2.7	-5.9	-4.7	-4.4	-4.1	1.0	1.3	0.5	0.2
デンマーク	5.2	4.8	3.2	-2.7	-2.7	-4.1	-3.2	2.8	0.8	2.4	0.2
ラトビア	-0.5	-0.3	-4.2	-9.7	-7.7	-4.5	-3.8	0.9	5.4	0.0	3.4
リトアニア	-0.4	-1.0	-3.3	-9.5	-7.1	-5.5	-4.8	1.3	3.0	1.3	1.5
ハンガリー	-9.3	-5.0	-3.7	-4.5	-4.2	1.6	-3.3	-0.1	5.6	-0.4	6.3
ポーランド	-3.6	-1.9	-3.7	-7.3	-7.9	-5.8	-3.6	-0.6	1.2	0.0	0.8
ルーマニア	-2.2	-2.6	-5.7	-8.5	-6.4	-4.7	-3.6	1.6	2.7	0.9	0.2
スウェーデン	2.3	3.6	2.2	-0.7	0.0	0.9	2.0	2.1	2.5	0.9	1.0
イギリス	-2.7	-2.7	-5.0	-11.4	-10.4	-8.6	-7.0	1.6	1.4	0.1	0.0
EU	-1.5	-0.9	-2.4	-6.8	-6.4	-4.7	-3.8	0.8	1.8	0.4	0.4

注：予想修正は上方（黒字拡大、赤字縮小）修正がプラス符号、下方修正がマイナス

出所：欧州委員会経済見通し・各号より大和総研作成

ポルトガルはギリシャの後を追う？

予想の修正にかかわる、同じような構図はポルトガルにも当てはまる。2010年5月時点で、同国の2011年成長率予想は+0.7%、財政収支のGDP比は▲7.9%だっ

た。これが今年 5 月にはそれぞれ▲2.2%、▲5.9%とされており、やはり想定外の景気後退の中で、赤字圧縮が進む予想となっている。ポルトガルは EU、IMF の公的支援が決まったばかりである。従って、支援の見返りとして、従来以上の厳しい財政緊縮策が要求される。それが景気の落ち込みをもたらすと考えれば、一応の筋は通る。財政政策→景気という因果関係である。しかし、ここでもギリシャの経験は重い。既述のように、救済決定から 1 年の時を経て、2010 年のギリシャの成長率は下方修正され、財政赤字幅は上方修正された。景気→財政収支という因果関係が作用したためである。同様の事態をポルトガルが経験する可能性は非常に高いと見ざるを得ない。

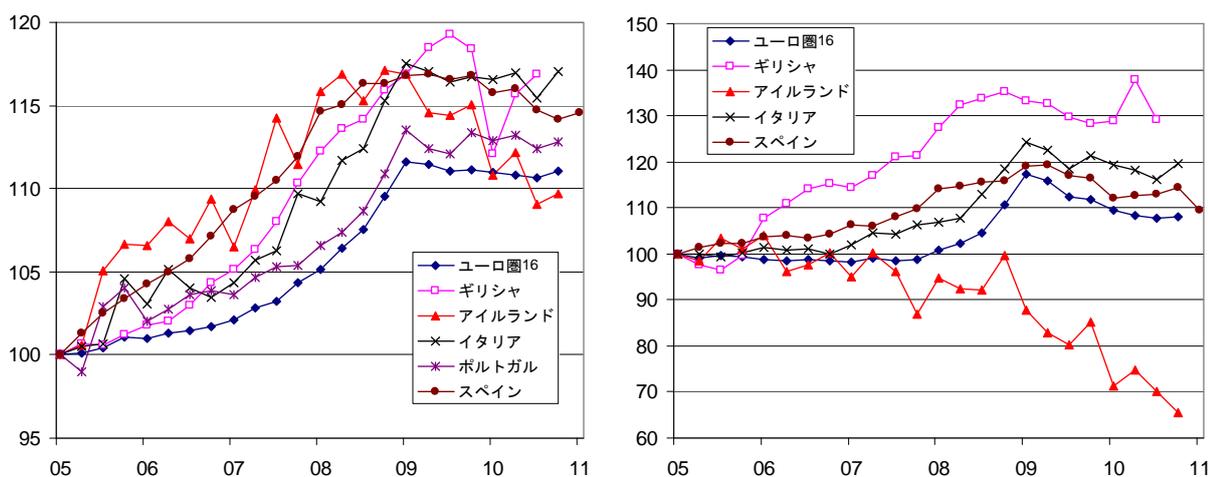
アイルランドのフレキシビリティ

もうひとつの被救済国であるアイルランドも、2011 年について成長率が下方修正され、財政赤字幅が下方修正されているという点では、ギリシャ、ポルトガルと同じである。しかしアイルランドの場合、2011 年の成長見通しそのものがプラスであるということに加え、いくつか明るい材料がある。

それは第一に、同国の単位労働コストが低下していることである。ユーロ圏が直面しているのが「構造問題」であるといわれる所以は、周辺国の財政危機が、域内競争力格差と強くリンクしており、その大元にユーロという通貨を共有していることにある。つまり統一通貨という「レジーム」が発する諸症状である点に、構造的側面が存在する。

競争力格差の是正のツールとして、通貨調整という手段が閉ざされているために、周辺国は強烈なデフレ政策をとらなくてはならない。賃金、物価を引き下げることによってのみ、共通通貨圏に留まりながら、競争力を回復させる道が開けるからである。その手段が財政緊縮策であり、平たく言えば、通貨切り下げを伴わない双子の赤字解消策を求められているのがユーロ圏の周辺国である。そして、その実現可能性に対する疑義がとめどなく高まっているのがギリシャであり、ポルトガルがその後を追う可能性が高いというのが上で述べてきたことである。この点、アイルランドは例外的な成功例になる可能性がある。

図表 3 単位労働コスト（左：全産業、右：建設を除く工業）



注：2005 年 1-3 月期を 100 とした数値、「ユーロ圏 16」はエストニアを除く 16 カ国
出所は欧州統計局、Haver より大和総研作成

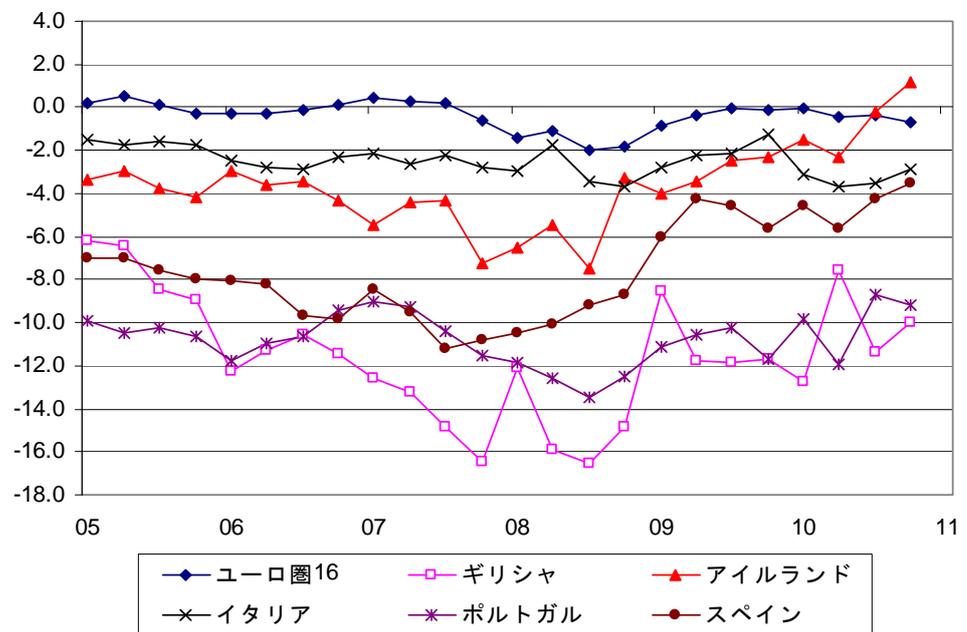
そもそも域内競争力格差は、例えばギリシャの賃金、物価上昇率が相対的に高いために、例えばドイツにとっては何ら問題のない通貨ユーロの水準が、ギリシ

ャにとって割高化してしまうことに起因する。2005 年を基準とした図表 3 において、PIIGS5 カ国の単位労働コストがいずれもユーロ圏平均を上回っていることは象徴的である。また 2009 年以降、ユーロ圏全体、そして PIIGS 各国の単位労働コストの上昇は止まっているが、ギリシャ等については平均との乖離は埋まっていない。競争力格差は全く解消に向かっていないのである。しかしアイルランドはその例外であり、特に「建設を除く工業」（≒製造業）の調整は目覚しい。

恐らくこれを主要な背景として、一頃は GDP 比 7~8%の赤字を記録したアイルランドの経常収支が黒字に転じている。これは二つの点で重要である。ひとつは、アイルランドが輸出の GDP 比が 100%超に達するなど、ユーロ圏随一の輸出立国であることである。従って、競争力回復というファンダメンタルな背景を持つ輸出の増加と経常収支の黒字化は、そのまま同国の成長見通しの改善につながりやすい。結果として、公的債務のサステナビリティに関わる懸念を低下させると考えられるのである。

第二に、経常収支の黒字化は、国内の貯蓄不足の解消と同義であり、新規に発生する公的債務の国内消化を容易化する。これによってストックベースの公的債務の保有構造が直ちに大きく変わることはないだろうが、やはり債務発散（≒債務増加と金利上昇のスパイラル）の懸念を低める上では一定の効果を持つ。日本において成長見通しの改善が進まないまま公的債務が増大し、それでも尚低金利が持続していることの根拠として、国債の外国人保有比率の低さが常に言及されていることの意味も軽くはなからう。

図表 4 経常収支の GDP 比 (%)



(出所) 欧州統計局、Haver より大和総研作成

スペイン、イタリアは
成長率上方修正

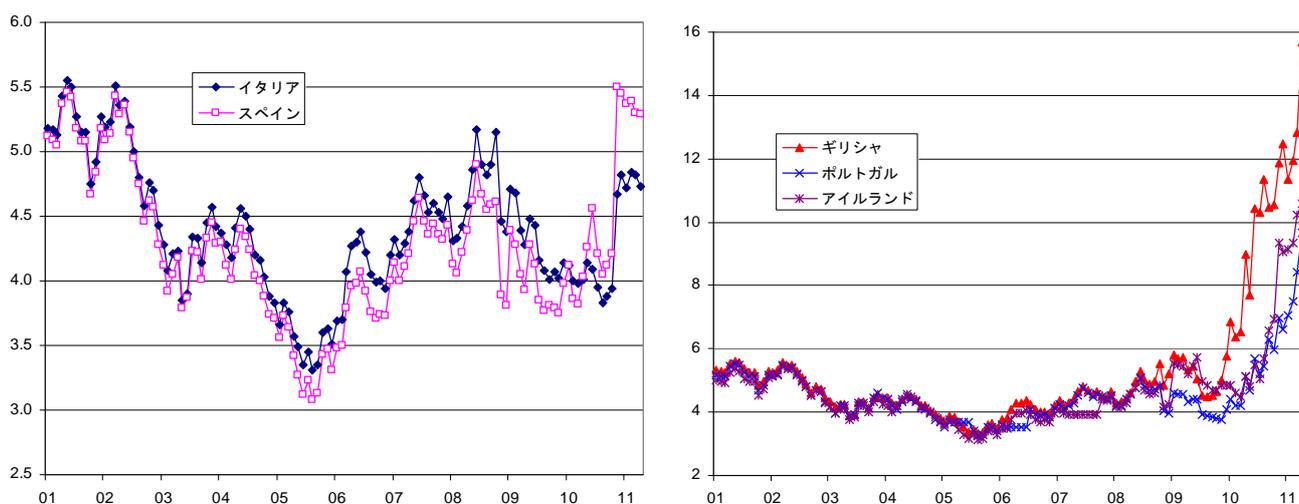
欧州委員会の経済見通しに戻れば、PIIGS の残る 2 カ国であるスペインとイタリアは、被救済 3 カ国とは予想の修正状況についてやや事情を異にする。2011 年 5 月の予想値を 1 年前の予想値と比較すると、両国ともに財政赤字幅は 2010 年、2011 年いずれも下方修正されている。特に 2011 年については、ギリシャ等とは異なり、

成長率が大幅に下方修正されているわけではないため、想定外の景気悪化の中で財政赤字削減が進むのかといった疑念に直結するような、予想の無理がない。

また「ギリシャ・ポルトガル組」と「スペイン・イタリア組」を分かつ、重要なポイントは金利水準である。ギリシャの広義のデフォルトが半ば既成事実化しているのは、当然ながら公的債務のサステナビリティ（政府の支払い能力の回復）に対する強い疑義が存在しているからである。そして、債務のサステナビリティを決めるのは成長率と支払い金利のバランスである。この点、イタリアやスペインの国債利回りは、一頃より上昇しているのは確かだが、歴史的経緯から見て、異常値といえるほど高いわけではない。被救済3カ国とは大違いである。

一方、（リーマンショック後の影響を除いた）2008年までの8年間の平均名目成長率は、イタリア3.5%、スペイン7.1%、ギリシャ7.2%、ポルトガル3.9%、アイルランド7.0%である（ユーロ圏16は3.9%）。イタリアの弱さが目立つことを含め、それなりの格差が存在しているが、金利水準の差に比較すれば微々たるものである。イタリアにせよ、「金利>成長率」のギャップは大きなものではない。一方、成長見通しの改善によって、債務のサステナビリティに対する市場の信認を再獲得するという意味では、ポルトガルはギリシャ以上に厳しい立場にあるといえるかもしれない。

図表5 PIIGSの10年国債利回り（%）



出所：Bloomberg より大和総研作成

払拭されないコンテ ージョンのリスク

こうして、イタリア、スペインをギリシャやポルトガル同断に評価することは、現時点では不適切である。もっとも、だからギリシャ問題のイタリア、スペインへの拡散（コンテージョン）がないとは言い切れない。例えば ECB による複数回の利上げは、イタリア、スペインにとって、大きな需給ギャップが存在する中で財政引き締めと金融引き締めというポリシーミックスが採られることを意味する。殊に広く指摘されるように、金融システムの整理が道半ばにあるスペインにとって、金融引き締めのコストは無視できないものとなろう。短中期債を中心に、両国の国債利回りを押し上げることもなり、「金利>成長見通し」を通じて、債務のサステナビリティに関わる疑義を強める可能性もある。

問題は、コンテージョンが一方方向にしか働かないことである。イタリアやスペインがギリシャ化する可能性は、多かれ少なかれ常に存在する。しかし、ギリ

シヤがイタリア化したりスペイン化したりすることはない。言い換えれば、一旦、金利水準が成長見通しとは比較にならない高さに達した国の財政・政府債務のサステナビリティが自然治癒する合理的メカニズムは存在しない。これは当たり前のことである。15%の金利と、良くて5%程度の成長率とのバランスが長く続けば、政府債務のサステナビリティは再度悪化する。それが帰結するのは、一段の金利の上昇であり、成長率との乖離の一層の拡大である。何となく、金利が下がったりすることはない。特にギリシャやポルトガルの成長見通しがにわか改善する期待は抱き難い。昨年5月のギリシャの救済決定以降、均せばこれらの国の金利の上昇が止まらないのは、「閾値」を超えた国が直面する必然的結果なのである。

被救済国の中ではアイルランドのみ、成長見通しの改善から金利とのギャップが縮小し、結果として金利が低下に向かう期待を持たせるが、それが実現する蓋然性は良くて5割であろう。これまでも見られたように、ギリシャやポルトガルにおけるサステナビリティの欠如が欠如を深めるというスパイラルに、市場の期待を通じてアイルランドが飲み込まれ続ける可能性が否定できないからだ。同じリスクは、イタリア、スペインにも存在する。

コストの嵩む「時間稼ぎ」

以上のように考えれば、「時間稼ぎ」戦略がいかに高いコストを伴うものであるかが理解されよう。

現時点では被救済国とイタリア、スペインの置かれた状況には大きな隔たりがある。一方、時間稼ぎ戦略の結果イタリアやスペインがギリシャ化することはあっても、その逆はありえない。そして、ギリシャやポルトガルの状況は、決定的な重要性を持つ「金利>成長見通し」において、悪化を続ける。端的には、これら2カ国の金利上昇が止まるめどは立たない。結果として、時間稼ぎが続けば続くほど、ユーロ圏周辺国は必然的に混迷を深めることになるのである。であれば、時間稼ぎは即刻やめたほうが良い。

だが、恐らくそうはならない。以上は経済・市場の理屈から導かれる帰結であるが、冒頭で述べたように、欧州で物事はそのようには決まらない。欧州の政治リーダーたちも、当然だが時間稼ぎ戦略の失敗、その継続のリスクをイヤというほど認識しているはずである。しかし、最近取り沙汰されるギリシャのリプロファイリング（元本削減を回避し、既存債務の償還期限延長を主とした「ソフトな」債務リストラクチャリング）も、当面の資金繰りをサポートするだけの新手の時間稼ぎに他ならない。これまでのEU、IMFによる資金供給との違いは、ざっくり言えば債務元本の増加を回避できるに留まる（ただし、リプロファイリングの場合、債務の現在価値が低下するため、保有者・債権者が損失処理を迫られる可能性があるなどいくつかの波及効果が生じる）。

それでも繰り返される時間稼ぎ

では何故、失敗に終わった時間稼ぎの別バージョンが志向されるのか。一つには、高いコストに見合った便益があるとみなす政治リーダーが存在している可能性がある。或いは、ごく単純に、政治的利害の衝突から、抜本策に踏み切ることができない。

コストと便益（というよりは、より大きなコスト発生の回避）の関係から見れば、何より、上で述べたコンテージョンのリスクが存在することが、時間稼ぎ的な対応に終始している理由の一つである可能性がある。ギリシャに対するハードな（ヘアカットを伴う）債務再編が、イタリアやスペインの金利上昇のきっかけになることに対する懸念である。イタリアやスペインは既に述べたように金利と成長率のバランスが決定的に崩れた状況にあるわけではない。しかし、何をきつ

かけに、金利上昇ルートを通じてこのバランスが崩れるかは誰にもわからない。ギリシャのハードな債務再編がそのきっかけにならないという保証は確かでない。それよりはイタリア、スペインが当面のデフレ・緊縮政策をこなし成長見通しが改善するのを待ったほうが得策であるという判断はあり得よう。それは、金利とのバランスから政府債務のサステナビリティに対する懸念を低め、ひいてはコンテジョンのリスクを削減することにつながり得るからである。またスペインやドイツなど、金融システムに不安が残存する国の銀行資本の増強が、ギリシャのヘアカットに先立つ必要があるという判断もあるかもしれない。そのための時間稼ぎということである。

ただし、これも既に述べたように、イタリアやスペインのギリシャ化のリスクは常に存在し、時間稼ぎはギリシャの国債利回りを一段と上昇させる効果しか持たない。既に成長見通しに改善の兆しが見られるアイルランドが債務再編を回避し、最終的なデフォルト国をギリシャ、ポルトガルにとどめる上で、時間稼ぎが奏功する可能性もなくはないが、やはり、リスクの大きい戦略と見ざるを得ない。

財政統合への意志が試される

なお、ギリシャをはじめとしたユーロ圏周辺国の債務危機は、ユーロ圏が「中途半端な統合」という構造矛盾を抱えているという認識を、ユーロ圏市民に広く共有させる効果を持った。さらに、構造矛盾の解決には、統一通貨の解消か財政統合かの二つしかあり得ないこともかなり認識されてきている。だからこそ、ギリシャのユーロ離脱の可能性などが改めて囁かれてもいる。

一方、ドイツ、フランスなどにおける現行政権の弱体化、反EU、反ユーロ政党の台頭が目立つ中、明示的な財政統合にユーロ圏が舵を切る展望は全く見えない。そこで話が単純化し、ギリシャ債務危機の損失を負うのは支援国の国民か投資家かという二分法の中で、債務再編を通じた投資家の責任追及という方向に、今は議論が流れやすくなっている。実際、被支援国では終わりの見えない緊縮政策への反発が強まり、支援国サイドではやはり終わりの見えない支援継続への嫌悪が強まる現在、このような錯綜する利害調整の迂回を可能とする債務再編は、政治的には一番安易な、当面の解決策なのである。

ギリシャの公的債務のサステナビリティが失われていることは既に明らかだから、債務再編が近く行われるかどうかは、EU、ユーロ圏という統合体の将来を占う上では、実のところあまり本質的な問題ではない。しかし確かなことは、ギリシャの債務再編をユーロ圏が認めることは、財政統合への（もともと迂遠な）道のりを一層引き延ばすということである。それは加盟国の政治リーダーによる統合深化の努力の放棄でもあるからだ。

一方、ユーロ圏に潜む構造矛盾の存在が周知になったことを奇貨として、明示的な財政統合は迂回しながらも、ユーロ圏共通債券の発行など事実上の財政統合を時間稼ぎと併用しながら、周辺国の債務危機に対処するというシナリオもあり得よう。もちろん、それは繰り返し述べてきたように、ギリシャやポルトガルの苦境を癒すわけではなく、むしろその逆である。ギリシャは実際、目先の資金繰り難に直面しているから、時間稼ぎはEU等による追加資金支援を帰結せざるを得ない。それがギリシャに一段の財政赤字削減策の要求を伴うのは必至であろう。しかし、それが財政のサステナビリティを回復させることは限りなく不可能に近い。とはいえ、そのような時間稼ぎの再度の選択は、EUのリーダーたちが、財政統合へのこだわりを捨ててはいない証左と受け止めることもできる。政治的意思のありどころを探る材料としても、ユーロ危機の行方を注視していきたい。

英国、国民投票で単純小選挙区制の維持へ

ロンドンリサーチセンター
鈴木 利光

二大政党制とそれを促す小選挙区制を見直す機運が高まりつつある点は要注目

[要約]

- 英国では、2011年5月5日、毎年恒例の統一地方選挙とあわせて、下院の選挙制度改革に関する国民投票が実施された。現行の単純小選挙区制（FPTP）を、候補者に順位を付けて投票する選択投票制（AV）に変更することの是非を問うものであった。
- 連立与党第一党の保守党が現行維持を支持し、連立与党第二党の自由民主党が選択投票制（AV）への変更を支持するという連立与党内対立の構図であった。結果は、大差で現状維持派が勝利し、結果として敗れた形となった自由民主党は同日に行われた統一地方選挙でも大敗した。
- 結果として、今回の国民投票は、連立政権が打ち出した歳出削減計画に反対する国民の自由民主党に対する不信任表明の場として利用されたという見方が可能である。しかし、英国民の間で二大政党制とそれを促す小選挙区制を見直すという機運が高まりつつある（あった）という点を見逃してはならない。
- 英国流の政治システムを参考にしてきたわが国にあっても、制度と現状に齟齬が生じる状況が続くようであれば、選挙制度改革を真剣に検討すべきであろう。

連立政権は2011年5月11日で発足一周年。経済は回復基調にあるものの、そのスピードは緩やか

2011年5月11日、ユーロ圏におけるソブリン債のデフォルト危機のさなかに誕生した英国の保守党・自由民主党連立政権は、発足一周年を迎えた。発足以来、同政権は、国内総生産（GDP）比11%という、先進主要国の中でも最大規模に達していた財政赤字の削減を最優先課題とし、2010年10月20日には大胆な歳出削減計画（年金受給資格年齢の引き上げ、公務員の削減、社会保障関連支出の削減等により、2014年度までに810億ポンドの歳出削減を目標とする）を打ち出した。結果として、2010年の英国経済は前年比プラス1.3%の実質GDP成長率を達成し、2009年の前年比マイナス4.9%成長からのV字回復をみせた。2011年1-3月期も前期比プラス0.5%と緩やかながら回復基調にあるが、2010年10-12月期が前期比マイナス0.5%と、5四半期ぶりのマイナス成長に陥ったことは記憶に新しい。また、付加価値税（VAT）増税や歳出削減計画による公的部門のリストラ懸念からか、個人消費の回復が遅れている¹。

¹ 英国経済の見通しについては、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「欧州経済アップデート（2011.5）」（山崎加津子）[2011年5月23日]

◆大和総研レポート「欧州経済見通し 格差を内包した景気回復が続く」（山崎加津子）[2011年5月20日]

英国で36年ぶりの国民投票。テーマは下院の選挙制度改革

そうしたさなか、英国では、連立政権が発足一周年を迎える直前の2011年5月5日、毎年恒例の統一地方選挙とあわせて、下院（庶民院。わが国でいう衆議院にあたる）の選挙制度改革に関する国民投票が実施された。国民投票は、1975年に欧州連合（EU）の前身である欧州共同体（EC）への残留の是非が問われて以来36年ぶりで、2度目となる。今回の国民投票は、現行の選挙制度である単純小選挙区制（FPTP: First Past The Post）を、候補者に順位を付けて投票する選択投票制（AV: Alternative Vote）に変更することの是非を問うものであった。連立与党第二党の自由民主党がこれに賛成し、連立与党第一党の保守党が反対するという、連立与党内対立の構図であった。

結果は大差で現状維持派の勝利

結果は、約68%の投票者が反対票を投じ、現行の単純小選挙区制（FPTP）が維持されることが決まった（投票率は約42%）。敗れた形となった自由民主党は、同日に行われた統一地方選挙でも大敗し、747の議席を失った（保守党・労働党はそれぞれ85議席・857議席の拡大）。

英国流の二大政党制を志向するわが国でも一定の注目

この国民投票の行方は、2009年8月の衆議院総選挙以降、政治主導、官邸主導、脱官僚依存といった英国流の政治システムを志向する民主党が政権与党となったわが国においても、一定の注目がなされていたようである。それは、英国といえば二大政党制の代名詞的な国家であるところ、二大政党制を促す選挙方式であると考えられている小選挙区制から選択投票制（AV）への変更は多党制実現へのきっかけになりうると考えられたからであろう。そこで、本稿では、英国の政治動向がわが国の議論に与える大きな影響力にかんがみ、今回の英国における国民投票の背景を簡潔に紹介するものとする。

国民投票実施の契機は、2010年5月の総選挙における戦後初の連立政権誕生

選挙制度改革に関する国民投票実施の契機は、2010年5月6日の下院総選挙における戦後初の連立政権の誕生²にさかのぼる。第一党の保守党と第二党の労働党がともに過半数の議席を獲得できず、両党は第三党の自由民主党に連立組成のアプローチを行った。そこで、保守党を選んだ自由民主党は、連立組成の条件の一つとして、選挙制度改革に関する国民投票の実施を確約させたのである。果たして、連立政権が2010年5月20日に公表した政策プログラムにて紹介された選択投票制（AV）の導入是非を問う国民投票は、2011年2月16日成立の「Parliamentary Voting System and Constituencies Act 2011」に基づき、2011年5月5日の実施が決定されたのである。

現行制度の単純小選挙区制（FPTP）は「One Person, One Vote」（ミニマム・バーなし）

ここで、現行制度の単純小選挙区制（FPTP）と、代替案となった選択投票制（AV）の概要を簡単に紹介しておこう。現行制度である単純小選挙区制（FPTP）は、有権者が一選挙区につき一人の候補者を選択し、最多数の票を集めた候補者が当選する制度である。当選するには最多数の票を集めさえすればよく、最低得票数等のミニマム・バーは存在しない。一般的に、「One Person, One Vote」と表現されている。

小選挙区制における比例性の希薄さにかんがみ、自由民主党はかねてから比例代表制の導入を主張

小選挙区制の問題点は古くから議論されているが、それを端的に表すと、「勝者総取り」がもたらす死票の多さ、すなわち比例性の希薄さ（得票率と獲得議席数の乖離）となる。英国における2010年5月の下院総選挙を例にとると、自由民主党は、23%の得票率ながら、獲得議席数は定数（650）の約8.8%にあたる57議席のみであった³。仮に単純な比例代表制が採用されていれば、自由民主党は150

² 英国における2010年5月の総選挙の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「英国で、戦後初の連立政権誕生」（増川智咲）[2010年5月14日]

³ ちなみに、二大政党の獲得議席数（及び得票率）は、第一党の保守党が307議席（得票率36.1%）、第二党の労働党が258

議席（＝650 議席×23％）を獲得できていた計算になる。英国では第二次世界大戦以降、保守党と労働党の二大政党制が定着しているが、以降、両党が過半数の得票率を獲得した下院総選挙は一度もないにもかかわらず、継続して二大政党のいずれかによる単独政権政治となっており、連立政権となったのは前回 2010 年 5 月の下院総選挙が初めてだったのである⁴。このように、英国における総選挙の歴史は、小選挙区制には政党本位の選挙、政権選択選挙としての性格が強く（そこで重要になるのが、昨今わが国の選挙でも一般化している「マニフェスト」ということになろう）、第三政党の躍進を困難にするという側面があることを実証しているといえる。こういった背景もあり、かねてから自由民主党は比例代表制の導入を主張していた。

**自由民主党が2010年
下院総選挙のマニ
フェストで導入を提案
したのは、比例代表制
の一種である単記移
譲式（STV）**

2010 年下院総選挙のマニフェストでは、自由民主党は、比例代表制の一種である単記移譲式（STV: Single Transferable Vote）の導入を提唱していた。単記移譲式（STV）の概要を簡潔に説明すると、次のようになる。何らかの方法で算出された最低得票数⁵を設定のうえ、候補者に順位を付けて投票する。最低得票数以上の一位票を獲得した者を当選者とする。当選者が決定しない場合、一位票獲得数最下位の候補者を除外し、当該候補者を一位とした票の中で二位に記載されている候補者に票を振り分ける（一位票として加算する）。当選者が二人以上のケースで、一人の当選者が決定し、当該決定者が最低得票数を超過する一位票を獲得した場合は、当該超過分の票の中で二位に記載されている候補者に票を振り分ける。このプロセスを、当選者がすべて決定するまで繰り返す。最も死票が少ない選挙方式と考えられており、国政レベルでは、アイルランド、マルタ、オーストラリアで採用されている。

**代替案となった選択
投票制（AV）は、小選
挙区制の一種**

しかし、前述したように、今回の国民投票で代替案として挙げられたのは、自由民主党が支持していた単記移譲式（STV）ではなく、小選挙区制の一種といえる選択投票制（AV）であった。選択投票制（AV）は、一選挙区につき一人の当選者を選出する点で小選挙区制の性格を有しているが、単純小選挙区制（FPTP）と比較するとそのプロセスは多少複雑である。選択投票制（AV）では、有権者は候補者に順位を付けて投票することができる（もっとも、必ずしも複数候補者に順位を付けて投票する必要はなく、一人の候補者の名前のみを記載することも可能）。そして、一位票を過半数獲得した候補者が出た場合は、当該候補者を当選者とする。一位票を過半数獲得する候補者がでない場合は、一位票獲得数最下位の候補者を除外し、当該候補者を一位とした票の中で二位に記載されている候補者（記載がある場合）に票を振り分ける（一位票として加算する）。このプロセスを、過半数を獲得する候補者が出るまで繰り返す。過半数という最低得票数を設定し、二位票以下の票をもカウント対象とすることで、現行制度に比して死票が減少し、比例性が一定程度高まることが考えられる。この選挙方式は、フィジー、パプアニューギニア、そしてオーストラリアにおける一部の州選挙で採用されている。

**自由民主党にとって
は、単記移譲式（STV）
が採用されることが
最も望ましい**

参考に、2010 年 5 月の下院総選挙を例に、現行制度の単純小選挙区制（FPTP）、今回の国民投票で代替案として挙げられた選択投票制（AV）、そして自由民主党がかねてから導入を主張していた単記移譲式（STV）それぞれの場合の各党の議席

議席（得票率は 29%）であった。

4 1974 年 2 月の下院総選挙では、いずれの政党も議席が過半数に達しなかったものの、第三政党の自由民主党との連立協議がまとまらなかったため、労働党による少数与党政権が誕生している。

5 一般的に用いられる算出方法は、ドループ基数（以下算式）である。

: 最低得票数 = (有効票総数 / 議席数 + 1) + 1

数を示すと、図表 1 のとおりとなる。

図表 1 2010 年 5 月下院総選挙：各党の議席数（シミュレーション）

単位：議席数

	現行制度：単純選挙区制(FPTP)	選択投票制(AV)	単記移譲式(STV)
保守党	307	281	246
労働党	258	262	207
自由民主党	57	79	162
その他	28	28	35

（出所）Electoral Commission 資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

選択投票制（AV）は、自由民主党にとっては妥協の産物

このように、選択投票制（AV）は、二大政党制を促す現行制度の単純小選挙区制（FPTP）を維持したい保守党と、比例代表制を導入して得票率に見合った議席数を獲得したい自由民主党との間の落としどころであり、自由民主党にとっては妥協の産物であったといえよう。というのは、選択投票制（AV）は、前政権与党であった労働党が当時勢力を拡大しつつあった自由民主党に歩み寄るべく、2010 年下院総選挙のマニフェストで導入を提唱していたのである。皮肉なことに、自由民主党のクレグ副首相が、2010 年下院総選挙の直前に、労働党が導入を提唱していた選択投票制（AV）について、現行制度の改訂案としては「粗末な妥協（“a miserable little compromise”）」と語っていた事実⁶は、今回の国民投票に関する報道にあたってさかんに引き合いに出された⁷。

制度変更賛成派と現状維持派、それぞれの主張ポイント

国民投票にあたって、制度変更賛成派と現状維持派はそれぞれキャンペーンを張った。制度変更賛成派の主張ポイントとしては、死票の減少による投票率の増加、複数政党制の定着等が挙げられた。これに対して、現状維持派の主張ポイント（選択投票制（AV）の弊害）としては、選択投票制（AV）では投票ごとにカウントされる回数異なりうる（候補者一名のみ記載した投票と、二位以下を記載した投票では、後者のほうが多くカウントされうる）という不公平、選択投票制（AV）ではよりハング・パーラメントとなる可能性が高い（政党本位ではなく政治家本位の投票であることによる）、制度変更及びその後の選挙運営に多大なコストがかかる（選択投票制（AV）の複雑性による）といった点が挙げられた。

主に二つの原因が考えられる

結果は、前述したように、大差で現状維持派が勝利を収め、少なくとも次の下院総選挙（解散がなければ 2015 年 5 月）は、現行制度の単純小選挙区制（FPTP）で行われることとなった。このような結果となった原因としてはさまざまなものが報じられているが、そのなかで特に二つ挙げるとすれば、①説得力に欠けた変更賛成派のキャンペーン、そして②自由民主党に対する不信任の表明といえるだろう。

①説得力に欠けた変更賛成派のキャンペーン

まず、制度変更賛成派のキャンペーンに説得力が欠けていた。現状維持派による主張に対する説得的な反論がなされず、キャンペーンそのものに迫力を欠いていた。制度変更賛成派のトップといえるクレグ副首相（自由民主党）がメディアの前でキャンペーンを展開したのは、選挙直前のみであった。それは、選択投票制（AV）が自由民主党にとっては妥協の産物であった点が一因なのかもしれない。いずれにしても、制度変更賛成派のキャンペーンが全体的にトーンダウンしていた感は否めない。これに対し、現状維持派のキャンペーンにはキャメロン首

⁶ The Independent “I want push this all the way, declares Nick Clegg” [2010 年 4 月 22 日]

⁷ guardian.co.uk “Is this the start of a long Conservative hegemony?” [2011 年 5 月 6 日]等

相（保守党）も積極的に参加していたため、なおさらクレグ副首相の消極的な姿勢が目立ったといえる。

②自由民主党に対する不信任の表明

そして、今回の国民投票の結果は、国民の自由民主党に対する不信任の表明という見方が可能である。というのは、前述したように連立政権は大胆な歳出削減計画を打ち出しているが、同計画の内容は自由民主党が連立与党第一党である保守党に歩み寄った性格のものとなっているといえるからである（連立政権の歳出削減計画の内容は概ね、かねてから保守党が主張していた政策と一致している）。とりわけ、自由民主党は、2010年5月の下院総選挙におけるマニフェストにて大学授業料値上げに反対する旨の公約をしていたが、連立政権の歳出削減計画にもとづき2010年12月には大学授業料値上げ（2012年度より、年間授業料の上限枠は、現行の3,290ポンドから、最大で9,000ポンドまで引き上げることが可能に）が賛成多数により可決された（法案が審議された2010年11月から12月にかけて、学生が抗議デモで暴徒と化した事態は記憶に新しい）点は、今回の国民投票の結果を導いた原因の一つとして指摘されている⁸。このような連立政権による国民の痛みを伴う政策は、2010年5月の下院総選挙の際に自由民主党に投票した有権者にとっては、自由民主党の「裏切り」と映ったのであろう。

新連立政権組成直後のアンケートでは、選択投票制（AV）を支持する層が現行維持派を大きくリードしていた

それを裏付けるかのようなデータが、英紙 The Independent on Sunday 及び Sunday Mirror が、調査会社 ComRes の協力を得て、2010年5月の下院総選挙にもとづく連立政権の組成直後（2010年5月12日・13日）に有権者1,010人を対象に実施したアンケートの結果である（2010年5月16日公表）。このアンケートによると、69%の回答者が現行制度の単純小選挙区制（FPTP）の変更が必要であるとし（変更不要が26%、不明が5%）、59%の回答者が選挙制度改革の国民投票では代替案である選択投票制（AV）に票を投じるとしていたのである（現行維持派が32%、不明が10%）⁹。こういった事情を考慮すると、自身も選択投票制（AV）を支持していた労働党党首のミリバンド氏が危惧していたように、選挙制度改革の国民投票は自由民主党に対する不信任表明の場として利用されたものと考えられよう¹⁰。

英国の選択投票制（AV）の採用がわが国における衆議院の選挙方式の行方にもたらす影響は限定的

さて、わが国は、今回の英国における選挙制度改革に関する国民投票の結果をどのように受け止めればよいのだろうか。現在、わが国の衆議院総選挙は、480の定数を、小選挙区制（300議席）と比例代表制（180議席）によって争う小選挙区比例代表並立制が採用されている（1994年の公職選挙法改正による）¹¹。これは、比例代表制を一部導入しているという点で、英国の現行制度である単純小選挙区制（FPTP）はもちろんのこと、代替案となった選択投票制（AV）と比しても、より比例性が高い選挙方式ということができよう。そのため、仮に、今回の国民投票で、実際の結果と異なり選択投票制（AV）への変更が賛成多数となったとしても、それがわが国における衆議院の選挙方式の行方にもたらす影響というのは決して大きなものとはならなかつたであろう。

しかしながら、選挙制度改革の是非が、英国において2度目となる国民投票で問われたという事実は、英国流の政治システムを志向するわが国にとって非常に

8 guardian.co.uk “The AV referendum was a charade” [110506]等

9 ComRes “Independent on Sunday/Sunday Mirror Poll May 2010” [100516]

10 guardian.co.uk “Miliband urges voters not to use AV referendum to “kick Clegg” ” [110504]

11 1994年の公職選挙法改正による。これに基づき、1996年の衆議院総選挙以降、従来の中選挙区制ではなく小選挙区比例代表並立制が採用されている。

英国において2度目の国民投票で選挙制度改革の是非が問われたという事実は、英国流の政治システムを志向するわが国にとって意義深い

意義深いものといえよう。英国の下院総選挙では、二大政党制を促すとされる小選挙区制のもとで政権交代を繰り返してきた保守党と労働党の二大政党は、かつては最大で計 96.8%（1951 年 10 月、保守党チャーチル政権成立）もの得票率を誇っていたが、2005 年 5 月の総選挙（労働党ブレア政権成立）を境に 70%を下回り（68.6%）、前回 2010 年 5 月の総選挙では 65.1%にまで落ち込んでいる（結果として、戦後初の連立政権が成立している）。その背景には第三党である自由民主党の躍進があり、現在の英国下院が「二大政党制」と呼べるかどうかは議論の余地があるといえよう（英紙 Financial Times は、「二大政党の合計得票率が 70%を下回ったら二大政党制は機能しない」と述べている¹²⁾）。今回の国民投票の実施による小選挙区制の見直しは、このような制度と現実の不均衡に端を発している。結果として単純小選挙区制（FPTP）の維持が決まったものの、（前述したように）2010 年 5 月の下院総選挙直後のアンケートでは選択投票制（AV）への変更を支持する回答者の数が現行維持派を 30%近く上回っていたことから、英国では二大政党制とそれを促す小選挙区制を見直すという機運が本格的に高まりつつある（あった）といえよう。

わが国でも、制度と現況に齟齬が生じる状況が続くようであれば、選挙制度改革を真剣に検討すべき

英国の政治システムを参考にしてきたわが国では、衆議院総選挙における小選挙区制の導入（比例代表制との並立ではあるが）以来、自由民主党と民主党による二大政党制が確立されつつある。民主党への政権交代が起こった 2009 年 8 月の衆議院総選挙では、二大政党の合計得票率は、小選挙区で 86.1%（民主党 47.4%、自由民主党 38.7%）、比例区で 69.1%（民主党 42.4%、自由民主党 26.7%）にまで拡大している。しかし、その後の民主党政権の迷走もあり、2010 年 7 月の参議院選挙（定数 242）では、二大政党の合計得票率は、選挙区（146 議席）で 72.4%（民主党 39.0%、自由民主党 33.4%）、比例区（96 議席）で 55.7%（民主党 31.6%、自由民主党 24.1%）となり、支持率が下降していることを示している。このような下降状況が今後も続くのであれば、わが国でも、選挙制度改革を真剣に検討すべきであろう。

12 FT.com “Sometimes the unthinkable is unavoidable” [100427]

英国、インフレ目標採用下での金利据え置き判断

ロンドンリサーチセンター
増川 智咲

フレームワークの形骸化には至っていないが、説明責任が更に求められる

[要約]

- エネルギー価格上昇を背景としたインフレ圧力に対し、英国でも利上げ観測が高まったが、据え置きが続いている。インフレーション・ターゲティングを採用している英国で、ターゲットを2倍強超える消費者物価上昇率が確認される中、利上げ実施を見送る判断が適切かという問題が提起されている。
- インフレーション・ターゲティング採用の利点は金融政策の「透明性」および「信用」が確保される点にある。それが有効に機能している場合には、「一時的な要因」でインフレ率がターゲットから大きく乖離する際に、短期的な物価コントロールを目的とした金融政策を行う必要性が減退する。現在の金融政策委員会（MPC）の判断は、インフレ期待がコントロールされているほか、足許の物価上昇は「一時的」なものであるとの認識に基づいていることから、フレームワークを逸脱したものではないというのが英中銀の立場である。
- MPCの信用問題が議論となる背景には、現在の利上げ見送りが「景気への配慮」であるという理由が市場で強調され、それに対する説明責任が十分に果たされていない点にある。インフレーション・ターゲティング採用上、「景気への配慮」が「物価安定」に優先される構図は成り立たないためである。フレキシブル・インフレーション・ターゲティングがその理由付けに持ち出されることがあるが、それ自体インフレ・ターゲティングフレームワークの形骸化へつながる疑念も拭えない。

インフレ抑制に乗り出した ECB と、様子見の英中銀

早期利上げに踏み切った新興国と対照的な先進国

足元の世界経済は、中東・北アフリカの地政学的リスクで加速したエネルギー価格上昇によるインフレ圧力が共通の課題となっている。これに対し、金融危機からいち早く回復を遂げた新興国は、早期に利上げに踏み切った。他方、米・欧の金融政策は、インフレ圧力のコントロールと弱い景気回復力への配慮の間で難しい舵取りを迫られている。

ECBは利上げに乗り出す

そのような中、先進国の中央銀行で先陣を切ったのは ECB である。4月7日に政策金利を過去最低の1.00%から1.25%に引き上げた。景気回復を牽引するドイツ経済に対し、緊縮財政が敷かれる中、増税や公務員の給与削減で消費を中心とした経済回復が遅れる南欧諸国と、ユーロ圏内の景気回復には格差が生じている。そのような環境下で、利上げを行う条件がすべて揃ったわけではなかったが、ECBはインフレ抑制という最大の使命を果たした格好となった。

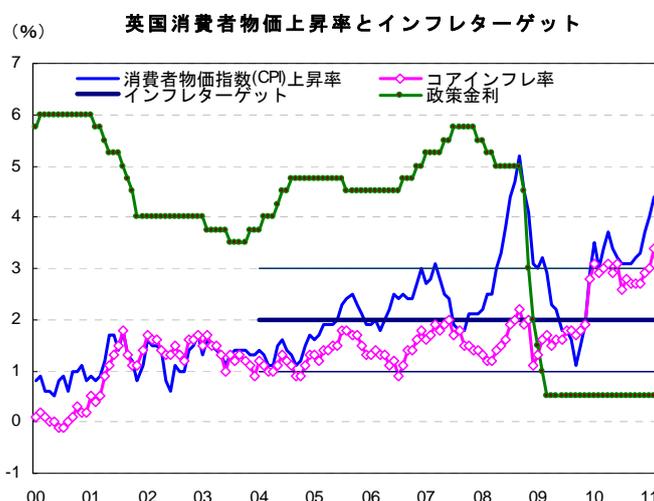
英国の金融政策は様子見モード

他方、慎重な姿勢を見せたのが英中銀である。4月7日に行われた英国の金融政策委員会（MPC）では、政策金利が0.5%に据え置かれた。ECBとは対照的なこの決定は、インフレ圧力が今年一杯の一時的なものであるという認識に基づいたものであると同時に、未だ回復スピードの遅い景気に配慮したものであると考えられる。

MPCの決定の妥当性を問う

ここで焦点となるのは、インフレーション・ターゲティングを採用している英国で、ターゲットを2倍強超える消費者物価上昇率が確認される中、利上げ実施を見送る判断が適切か、という問題である。インフレーション・ターゲティングを採用せず、「広範囲な金融・経済指標の分析を行うことで、物価安定へのリスクを判断¹³⁾」しているECBが利上げを行った点を鑑みると、その対照性は明白である。本稿では、インフレーション・ターゲティングというフレームワークを基に、今回のMPCによる据え置き決定の妥当性について分析する。

図表1 英国消費者物価上昇率とインフレーション・ターゲティング



注：コアインフレ率は、エネルギー・食品・アルコール・タバコを除いたもの
出所：イギリス統計局、英中銀、Haver より大和総研作成

インフレーション・ターゲティングの枠組み

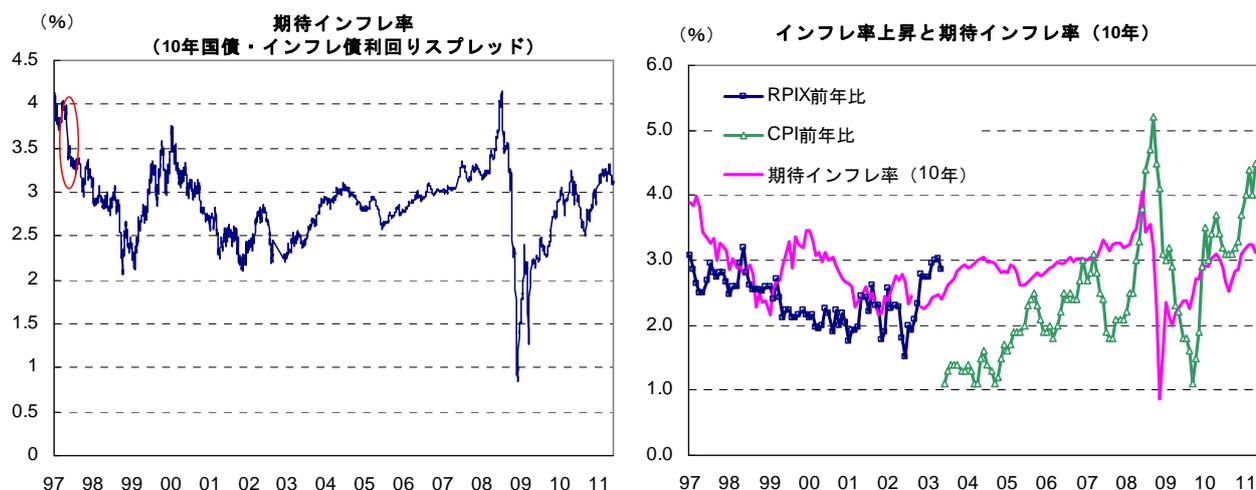
マネタリズム、為替ターゲットを経て、インフレターゲット導入

イギリスは1970年代のマネタリズム色の強い金融政策、80年代後半の為替ターゲットとした政策を経て、ERM（欧州為替相場メカニズム）の離脱を機にインフレーション・ターゲティング制を採用した。インフレターゲットは当初はRPIX（モーゲージ金利払い部分を除く小売物価指数）の前年比を「1.0-4.0%」としていたが、その後「2.0%以下」に変更。97年には「2.5%」とされ、同時に「上下1.0%」の許容範囲が設定された。更に2003年には、現在のターゲットである「2.0%」に変更され、基準となる指標もCPIとなった。ここで制度上重要となるのが、97年に英中銀の金融政策の独立性が確保され、MPCが設置されたことである。それまで金融政策は、中銀総裁の意見を考慮した上で財務相が決定していたが、これを機に金融政策の裁量がMPCに委ねられたのである¹⁴⁾。この「独立性」は、英中銀が物価安定という政策目標に注力するという期待を高め、インフレ期待は英中銀独立発表の97年5月に大きく下落した（図表2）。

¹³⁾ 98年10月に発表された、ECBの金融政策戦略による。

¹⁴⁾ インフレターゲットの設定は財務相に委ねられており、予算演説の中で発表される。

図表 2 長期インフレ期待



注：期待インフレ率は、どちらも10年国債・インフレ債利回りスプレッド。2002年9、10月のデータは取得不可。

出所：Bloomberg、Haver、Thomson Reutersより大和総研作成

透明性・信用が利点だが、説明責任が問われる

このように、インフレーション・ターゲティング採用の利点は金融政策の「透明性」および「信用」が確保される点である。最終的な政策目標としてインフレターゲットを置くことは、インフレ期待の指標となり、インフレ期待の安定は名目金利の安定性を生む。その「信用」を失わないため、中央銀行はインフレターゲットを大幅に上回った場合、その説明責任を果たす義務がある。英中銀の場合、消費者物価上昇率がターゲットを上下1%超えた場合、その理由を説明するオープンレターを財務相宛に書くことが義務付けられている。そのレターは公表されており、これは財務相のみならず、市場への説明責任ということも意味する。

一時的な要因に基づく金融政策判断は除外される

更に、このような「透明性」と「信用」が確保されているからこそ、「一時的な要因」でインフレ率がターゲットから大きく乖離する際に、短期的な視点から金融政策を行う必要性も減退する。理想では、インフレターゲットがインフレ期待のアンカーとなることから、一時的な要因でインフレ率が大きく上昇するとしても、インフレ期待が過度に上昇することはないためである。

金利据え置きは、MPCの信用失墜へつながるのか

MPCの判断は、フレームワークの形骸化をもたらすのか

以上のフレームワークから導き出される問いは、足元の消費者物価上昇率がターゲットを大きく上回る中でのMPCの金利据え置きは、その「信用」を崩すことにつながるのか、ひいてはインフレーション・ターゲティングというフレームワークの形骸化へとつながるのではないかと、という点である。

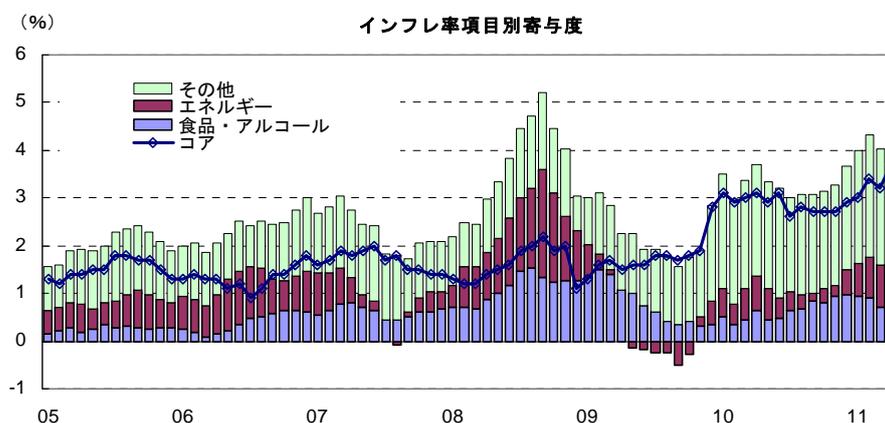
インフレの背景：VAT引き上げ、エネルギー価格・輸入物価上昇

今年に入ってから、消費者物価上昇率は前年比+4.0%を超え、2月には同+4.4%にまで達した。4月11日に発表されたインフレレポート及び、5月のオープンレターによると、インフレ圧力の理由として挙げられているのが、2011年1月に実施されたVATの引き上げ(17.5%→20.0%)¹⁵、エネルギー価格の上昇、ポンド安による輸入物価の上昇である。英中銀の予想では、消費者物価上昇率は2011

¹⁵ 世界的な金融危機による景気後退を受け、VATは2008年12月に15.0%に引き下げられ、2010年1月に危機前の17.5%に戻された。その後、緊縮財政下の歳入増策として、2011年1月にVATはさらに20.0%まで引き上げられた。

年の後半に前年比+5.0%まで達するが、その後 2012、13 年と低下していくとされている。その理由として、VAT 引き上げの効果が 2012 年 1 月から剥落する他、世界的な商品価格上昇の影響が減じる可能性、余剰生産能力がインフレ圧力を押し下げる点が指摘されている。以上から、英中銀はインフレ圧力を一時的なものとして認識している点がかがえる。

図表 3 消費者物価上昇率の項目別寄与度



注：コアインフレ率は、エネルギー・食品・アルコール・タバコを除いたもの
出所：イギリス統計局、Thomson Reuters より大和総研作成

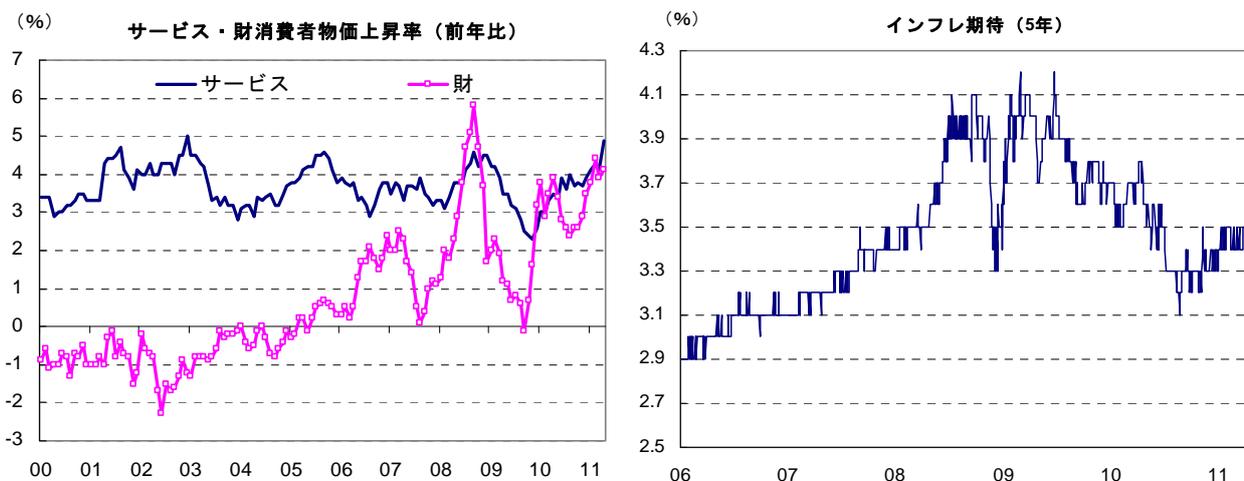
MPC内の意見の相違

次に、MPC 内部の意見の相違として、英中銀の中では最もタカ派的なセンタンス氏¹⁶と、その逆に位置するフィッシャー氏¹⁷の見方を紹介したい。センタンス氏は、10 年 6 月から 0.25% の利上げを、2011 年 2 月からは 0.5% の引き上げを推してきた。景気回復スピードが遅いことは熟知した上で、足元のインフレ圧力はそれをさらに悪化させる可能性があり、物価の安定は利上げによって早期に確保されなければならないというのが、同氏の主張である。エネルギーや商品価格の上昇は、世界の需給問題による影響が大きいことから、「一時的」なインフレ圧力とみなすことはできない。また、サービスの価格上昇率がこの 1 年間前年比+4.0%水準で推移しており、財価格の上昇率を相殺していない点を考えると、国内のインフレ期待はすでに高まりつつあることを示している。つまり、そのような中で金利を据え置くのは、英中銀の「信用」を失う結果となる、というのが同氏の主張である。他方、フィッシャー氏は、足元の消費者物価上昇は「一時的なもの」であり、一時的要因によるインフレ圧力に対して利上げを行うと、中期的に見て物価のボラティリティを高めてしまう、としている。またインフレ期待に関しても、名目賃金の上昇圧力や同年限の国債とインフレ債の利回りスプレッド（5 年）から見て、依然高くないとしている。

¹⁶ Andrew Sentence, “The Challenges of the “New Global Economy””

¹⁷ Paul Fisher, “The economic outlook: some remarks on monetary policy”

図表4 サービス・財消費者物価上昇率（前年比）と、インフレ期待（5年）



出所：英中銀、Bloomberg より大和総研作成

英中銀：足元の物価上昇は「一時的」という見方

現在の MPC の方針は、フィッシャー氏の見方の大半を反映している。つまり、インフレ期待はコントロールされており、物価上昇圧力は「一時的なもの」という 2 点である。これが十分に説明されている限り、足元の決定は MPC の「信用」を失墜させることではないだろう。

「説明責任」の重要性

それでは今回、金利据え置き判断が英中銀の信用性にまで及んだ、このような議論が生じた理由は何だろうか。その重要な論点の 1 つは、据え置き決定の説明責任が十分に果たされているのかどうかという点にある。

景気に対する考慮よりも、物価安定

MPC の据え置き決定は、景気に考慮したものであると市場では認識されている。確かに、2010 年の大寒波が景気回復の足かせとなるなど、英国経済が想定外の低成長を示していることを鑑みると、景気への配慮も今回の決定の一因ではある。しかしインフレーション・ターゲティング導入下では、物価の安定が最大の目標である。英中銀の規定によると、物価安定が「安定的な経済成長と雇用」の「条件 (precondition)」であるとされている。景気回復を優先させ、物価安定を軽視する構図は成り立たない。インフレーション・ターゲティングを採用している以上、金利据え置き判断の最大の理由が、「景気への配慮」というわけにはいかない。しかし足元のインフレ期待はコントロールされており、物価上昇圧力は「一時的なもの」とであるという理由で、金利据え置きが決定されたとすれば、その判断は妥当となる。つまり、MPC の信用問題は、据え置き決定の理由付けにあり、その説明責任が十分に果たされる必要がある。

利上げのタイミング

インフレ期待上昇が長期化する可能性が生じた場合、利上げへ

今後注意しなければならないのは、インフレ圧力が一時的なものではなくなるという観測から、インフレ期待が上昇を始める可能性である。もしインフレ期待上昇が長期化する可能性が生じ、景気回復の弱さを理由に据え置きの選択がなさ

れた場合、それは英中銀の「信用」を失墜させ、インフレーション・ターゲットのフレームワークを形骸化させることとなるだろう。

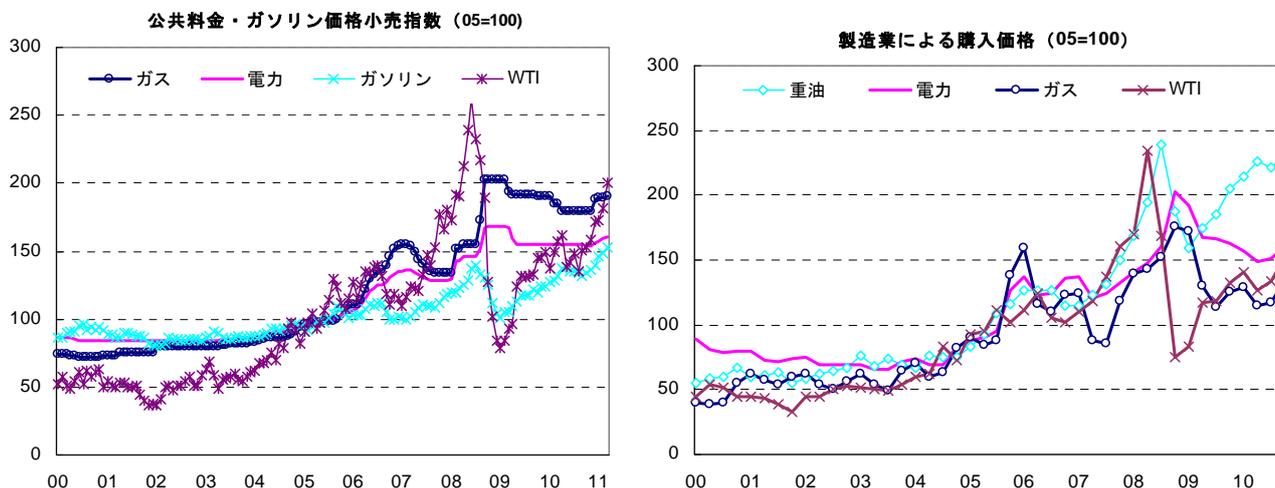
燃料価格のインパクトに注目 公共料金の値上げに注意

それでは、インフレ期待が上昇を始めるきっかけとなるのは何であろうか。ひとつにはエネルギー価格上昇の直接的・間接的インパクトである。直接的インパクトは、CPIのうち、「輸送」の内項目である「ガソリンなどの燃料」および「住居」の内項目である「電力・ガス・その他燃料」の寄与度を押し上げる点であろう。公共料金・ガス価格指数と WTI の上昇を比較すると、ガソリン価格は WTI 価格とほぼ同じ推移をしているものの、ガス・電力は国際的な燃料価格の上昇を反映した値上げまでに約 4 ヶ月の時間差があることがわかる。08 年時の WTI 価格上昇を受けた公共料金の引き上げ率を見ると、足元の燃料価格上昇が現時点の公共料金に完全に反映されておらず、今後の引き上げの可能性が高い。

間接的インパクトは、価格転嫁

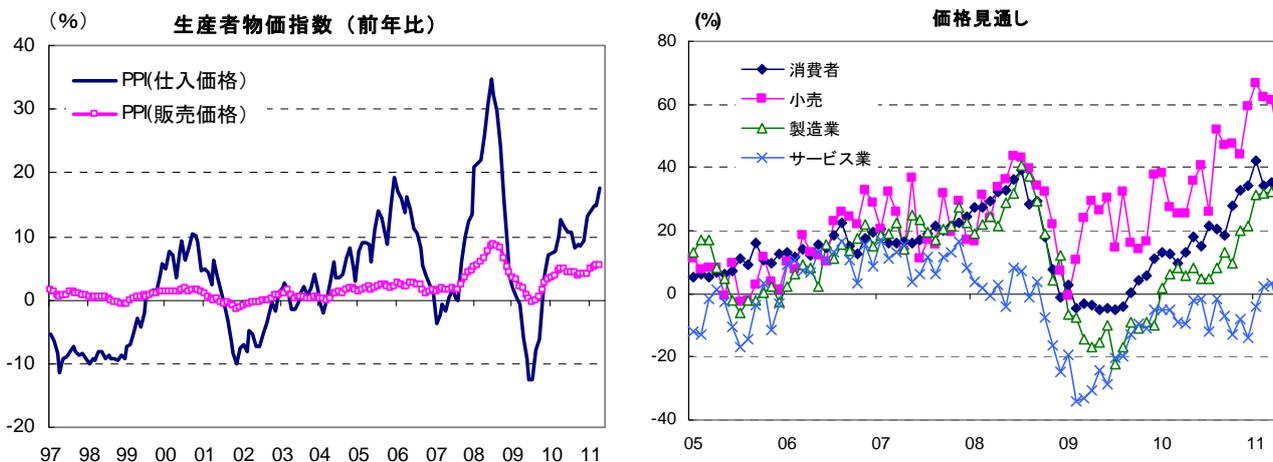
その他のリスクは、エネルギー価格が間接的にコスト面から物価上昇率を押し上げる点にある。生産者物価指数（前年比）を見ると、仕入価格の上昇率が、販売価格の上昇率を大幅に上回っている（図表 6）。これは、原材料価格の上昇を未だ販売価格に転嫁していないことを指しており、価格引き上げの余地がまだあることを示している。実際、製造業によるエネルギー購入価格指数の推移を見ると、その負担は確実に増加している（図表 5）。今後の価格見通し調査結果では製造業のみが上昇を示しており、販売価格への転嫁が行われる可能性は、潜在的に存在するということである。原油価格の上下に中央銀行が一喜一憂すべきでないのは確かであろう。しかし、原油を含むコモディティ価格の上昇は、昨年後半から継続しており、更なる波及効果はこれからも顕在化し続ける。この一連のプロセスが、期待インフレ率を押し上げる可能性は無視できないであろう。

図表 5 エネルギー価格指数推移



出所：イギリスエネルギー・環境省より大和総研作成

図表6 生産者物価指数前年比、価格見通し



注：消費者の価格見通しは今後12ヶ月、小売・製造業・サービスは今後3ヶ月の見通しサーベイ
出所：イギリス統計局、European Commission、Thomson Reuters

フレキシブル・インフレーション・ターゲティングへ

インフレ目標下での、MPCの据え置き決定は妥当

以上の通り、MPCの金利据え置き判断は更なる説明責任が必要となるものの、足元のインフレ期待がコントロールされている点、今年に入ってから消費者物価上昇率がターゲットを大きく超えているのは「一時的」であるという点が認識されていることから、今のところインフレーション・ターゲティングというフレームワークを逸脱したものではないと判断されよう。また、今回の決定が物価の安定を軽視し、景気への配慮を優先した判断であるとは言えない。もしそうであれば、今回の決定は、インフレーション・ターゲティングというフレームワークを逸脱したものとなる。英中銀は、その点を説明する義務を負う。

広義のインフレーション・ターゲティング

キング中銀総裁は08年3月の講演で、商品価格などの影響による消費者物価上昇の「一時的」なターゲットからの乖離に対し、金融政策で物価をコントロールする必要性が無いことに言及している¹⁸。その際持ち出されたのが、「フレキシブル・インフレーション・ターゲティング」という概念である。白川日銀総裁も同フレームワークに言及しており¹⁹、「金融政策が物価以外の形で表れる不均衡にも対処する必要がある」教訓から生じた流れであるとしている。この発言の背景には、インフレーション・ターゲティングが、「政策のアカウンタビリティを生んだ」一方で、「物価が上がらない限り中央銀行は低金利を続ける」という「ゲームのルール」が低金利持続予想を生み、バブルの一因となったという背景がある。その結果、物価安定のみを判断材料として、機械的に金利設定を行う、狭義のインフレーション・ターゲティングからより柔軟性のあるフレームワークが生まれたということである。

広義のインフレーション・ターゲティングは、理由付け？

しかし、キング総裁がこの「フレキシブル・インフレーション・ターゲティング」を持ち出したのは、08年に商品価格上昇がインフレ圧力を押し上げていた

¹⁸ キング中銀総裁『イスラエル中央銀行でのスピーチ 2008年3月31日』

¹⁹ 白川日本銀行総裁『中央銀行の果たす役割-バブル、金融危機、デフレの経験を踏まえて-』

同発言内で、インフレーション・ターゲティング採用国も、非採用国も金融政策の「実際の運用は非常に似通ってきている」としている。
http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2010/ko1009f.htm/

イミングと一致し、この「広義の」フレームワークを緩和継続の理由付けに用いたという解釈も可能である。そうであれば、「フレキシブル・インフレーション・ターゲティング」自体が「インフレーション・ターゲティング」のフレームワークの逸脱となりえるのではないか、との疑念は拭えないだろう。

2011年 最近の欧州政治・経済動向

5日	ECB	欧州中央銀行(ECB)は政策金利を1.25%で据え置き
	英国	選挙制度改革についての国民投票(現行の単純小選挙区制から選択投票制への変更の是非)を実施。約68%が反対票を投じ、現行の単純小選挙区制の維持が決定(投票率は約42%)。 賛成・反対のキャンペーンをめぐって連立与党(保守党・自由民主党)が対立し、今後の連立政権運営に懸念
13日	ユーロ圏	11年1-3月期のユーロ圏GDP成長率(速報値)は、前期比+0.8%と予想を上回ったが内訳はまちまち。域内コア国であるフランス(同+1.0%)・ドイツ(同+1.5%)は高成長を見せたものの、周縁国であるイタリア(同+0.1%)、ギリシャ(同+0.8%)、ポルトガル(同▲0.7%)は冴えない
	欧州	欧州委員会が春季経済予測を発表。EUの2011年実質GDP成長率予想を+1.8%、12年は+1.9%とし、11年に関しては10年秋予想から上方修正
15日~16日	イタリア	地方選挙が実施され、ベルルスコーニ首相が率いる中道右派連合が苦戦。首相のお膝元であるミラノでも月末の決選投票で野党に軍配が上がった
16日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合がベルギーのブリュッセルで開催され、ギリシャの債務再編に関して議論がなされたが、意見の相違から合意に至らず
17日	英国	英政府統計局(ONS)発表した4月の消費者物価指数は前年比+4.5%と、2008年以来の高水準。イングランド銀行のキング総裁は、政府に対し、その原因と抑制策を説明する書簡を送付
	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会がベルギーのブリュッセルで開催され、欧州中央銀行の次期総裁として、イタリア中央銀行のマリオ・ドラギ総裁を指名することで合意、6月の理事会で決定予定。また、同理事会で780億ユーロにのぼるポルトガルへの財政支援を承認
18日	スペイン	11年1-3月期のGDP成長率(速報値)は前期比+0.3%と速報値を確認
	IMF	ストラスカーン専務理事が辞職
22日	スペイン	地方選挙が実施され、総合得票率では与党社会労働党が27.8%と野党国民党(37.6%)に10ポイントの差をつけられ大敗
22日	ドイツ	プレーメン州で州議会選挙が実施され、与党キリスト教民主同盟(CDU)の総合得票率は20.1%となり第3党に後退
25日	IMF	フランスのラガルド財務相が、次期専務理事候補として正式に立候補
26日・27日	G8	G8がフランスのドーヴィルで開催され、G8首脳は2008年の金融危機後の景気後退への対応で積み上がった政府債務の削減への道筋を整えるとの考えを示し、「国家財政の持続可能性の向上、回復の強化及び雇用の拡大、リスクの軽減、並びに強固で持続可能なかつ均衡ある成長の確保のために必要とされる行動に焦点を当て続けること」を公約

出所：各種報道より大和総研作成

2011年 今後の欧州政治・経済日程

6月	5日	ポルトガル	ポルトガル議会総選挙
	6~9日	欧州	欧州議会本会議(ストラスブール)
	8日	ユーロ圏	2011年1~3月期GDP(暫定値)発表
	8~9日	英国	金融政策委員会
	9日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト)&政策金利発表
	9日	ギリシャ	2011年1~3月期GDP(速報値)発表
	10日	イタリア	2011年1~3月期GDP(速報値)発表
	20日	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会(ルクセンブルク)
	20日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合(ルクセンブルク)
	21~22日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト)
	22~23日	欧州	欧州議会本会議(ブリュッセル)
	23~24日	欧州	欧州理事会・EU首脳会議(ブリュッセル) 経済政策、移住者(緊急課題は中東・北アフリカでおきた民主化を求める反体制デモについて)、クワアチアEU加盟交渉などが議題となる予定
	中~下旬	欧州	欧州銀行監督機構(EBA)が2011年ストレステストの結果を銀行ごとに順次発表
6月中	IMF	専務理事決定	
7月	4~7日	欧州	欧州議会本会議(ストラスブール)
	6~7日	英国	金融政策委員会
	7日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト)&政策金利発表
	11日(予定)	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合(ブリュッセル)
	12日(予定)	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会(ルクセンブルク)
	21日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト)
8月	3~4日	英国	金融政策委員会
	4日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト)&政策金利発表
	5日	イタリア	2011年4~6月期GDP(暫定値)発表
	9日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト)
	10日	英国	英中銀、インフレーション・レポート発表
	16日	ユーロ圏	2011年4~6月期GDP(速報値)発表

注：日程は変更されることがあります。

出所：各種報道よりDIR作成