

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏では景気対策効果息切れの兆し、英国経済も緩やかなペースの回復にとどまる～

1. ユーロ圏

(1) 景気動向

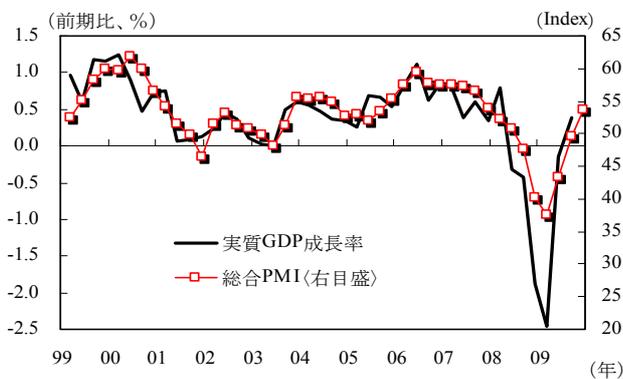
第 4 四半期も緩やかな景気回復基調が継続

ユーロ圏経済は、昨年第 3 四半期に景気後退を脱した後、緩やかながら回復基調を辿っている。ユーロ圏全体の企業景況感を表す購買担当者指数（PMI）は、製造業とサービス業を合成した総合指数ベースで昨年 12 月に 54.2（50 が拡大・縮小の分岐点を示す）まで上昇し、第 4 四半期の実質 GDP 成長率が前期（前期比 0.4%）並みの伸びを確保した可能性が高いことを示唆している（第 1 図）。

しかし、出遅れ感が残るなかで、早くも息切れの兆し

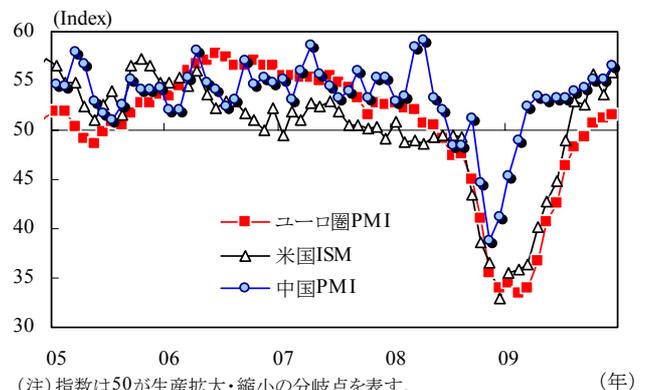
もつとも、景気の先行きについては依然として不透明感が強い。企業マインドの改善は、輸出・生産の回復と在庫調整の一巡をうけて、製造業主導で進んだものの、米国や中国に比べると大きく出遅れている（第 2 図）。これまでの景気回復は、アジア新興国向けを中心とする輸出の回復や、自動車買換え促進策（廃車奨励金）をはじめとする景気刺激策に支えられたものだが、足元では景気対策効果の一巡や昨年春以降に進んだユーロ高の影響により、早くも息切れの兆しが表れている。

第 1 図：ユーロ圏の PMI と実質 GDP 成長率



(注) 総合 PMI は製造業とサービス業の合成、50 が拡大・縮小の分岐点。
 (資料) Eurostat, Markit より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：欧米中の製造業 PMI の推移



(注) 指数は 50 が生産拡大・縮小の分岐点を表す。
 (資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ドイツ自動車販売は、奨励金終了に伴い減少へ

廃車奨励金の減額・終了を控えて注目される12月の新車販売は、フランス（年明けから減額）やイタリア（年末で終了の予定だが延長の可能性も残る）の販売は駆け込み需要で押し上げられたものの、9月に申請受付が終了したドイツは、前年比▲5%と11カ月振りの前年割れとなった（第3図）。各国の業界団体によると、2010年の販売台数（前年比）はドイツが2~3割減、フランスが1割減、スペイン、ベルギーが横這いなど、いずれも厳しい見通しが示されている。

輸出・生産は回復が続くが、自動車生産・受注の失速が下押し要因に

一方、11月の輸出はドイツが前月比+1.6%、フランスが同+2.1%と回復基調が続いており、地域別にみると、アジア新興国向けが好調なほか、米国など先進国向けも底入れが鮮明になった。11月の鉱工業生産も、ドイツ（前月比+0.7%）やフランス（同+1.1%）の高めの伸びをうけ、ユーロ圏全体でも前月比+1.0%と、10月の同▲0.3%から持ち直した。しかしながら、生産の先行指標であるユーロ圏鉱工業受注は、10月に前月比▲2.2%と7カ月振りにマイナスに転じており、ドイツの製造業受注も10月の前月比▲1.9%の後、11月も前月比+0.2%と小幅増加にとどまるなど、勢いに陰りがでてきた。財別にみると、国内外の奨励金終了を見越した自動車生産・受注の失速が、いよいよ下押し要因になり始めたようだ（第4図）。

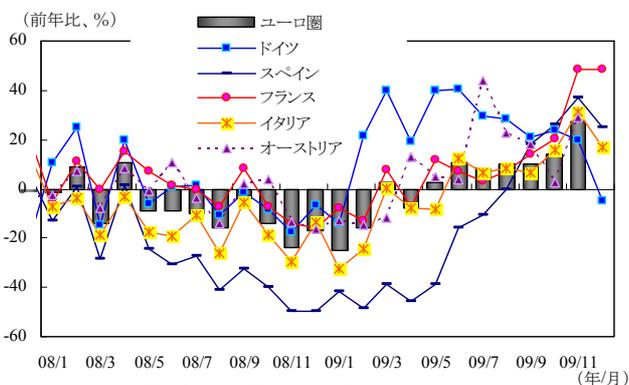
雇用悪化とエネルギー価格上昇により、小売売上は一段と悪化

自動車販売の動向と並んで懸念されるのが、小売売上上の一段の落ち込みである。11月のユーロ圏小売売上数量は、前月比▲1.2%の大幅減少を記録し、前年比でも▲4.0%と10月の同▲1.3%からマイナス幅が拡大した。11月の失業率が10%とユーロ誕生以来初めて2桁台に乗せるなど、雇用情勢の悪化が続いていることに加え、エネルギー価格の上昇に伴う実質購買力の低下も消費の抑制要因になっているとみられる。

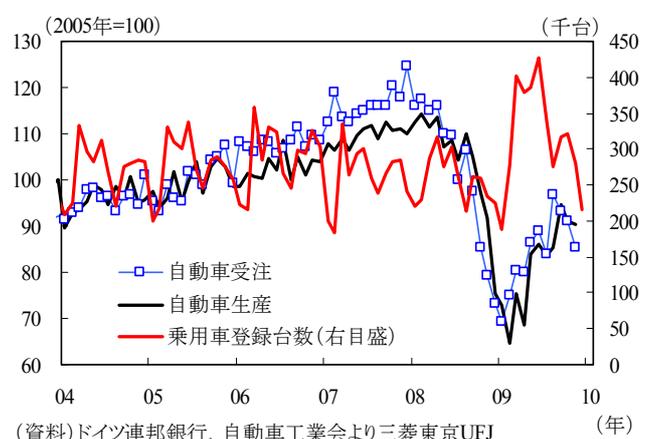
南欧諸国では、財政問題の深刻化も、景気回復の阻害要因に

また、ギリシャ格下げを契機に財政懸念が高まる南欧諸国では、ドイツなどコア国との景況感格差が拡大している（第6図）。ギリシャでは、政府の財政赤字削減策に抗議する労組のストも予定されており、企業・消費者マインドの悪化が景気回復の阻害要因となるリスクがでてきた。

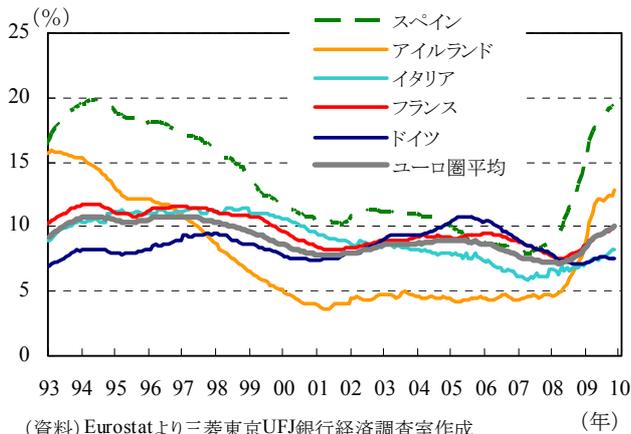
第3図：各国の新車販売台数（乗用車）



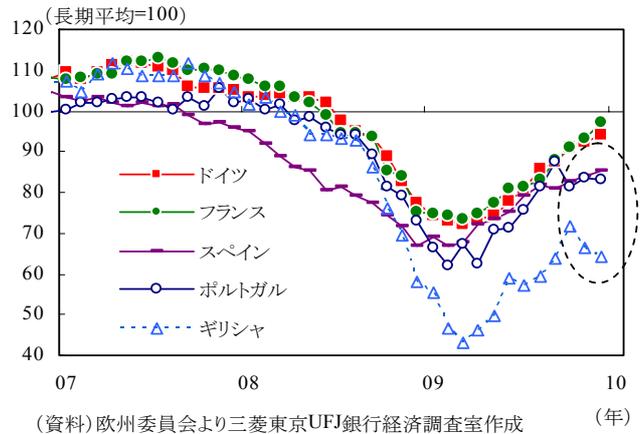
第4図：ドイツの自動車販売・生産・受注



第5図：各国の失業率の推移



第6図：各国の総合景況感指数(欧州委員会発表)



(2) マネーサプライと銀行貸出の動向

M3 伸び率はユーロ誕生以来初めてマイナスに

11月のユーロ圏通貨供給量(M3)伸び率は、前年比▲0.2%と前月の同0.3%から低下し、ユーロ誕生以来初めてマイナスとなった(第7図)。欧州中央銀行(ECB)が重視する3カ月平均伸び率も、8-10月の前年比1.6%から9-11月は同0.6%へ低下し、ECBの参照値(4%)との乖離幅がさらに拡大した。

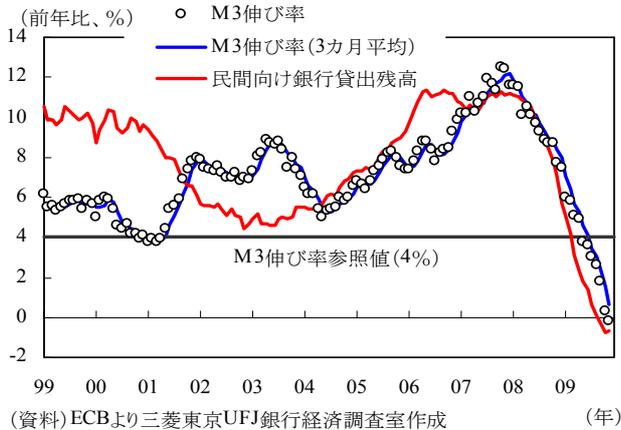
企業向けを中心に、銀行貸出の低迷も続く

一方、M3の主要カウンターパートである民間向け銀行貸出も、11月に前年比▲0.7%と3カ月連続の前年割れを示した。住宅ローンを中心とする家計向け貸出は前年比+0.5%と、前月の同▲0.1%から5カ月振りのプラスに転じたものの、非金融企業向け貸出が同▲1.9%となり、前月の同▲1.2%からマイナス幅がさらに拡大したためだ。

ECBの不良債権損失額の見通しは、6月時点から上方修正

昨年来の銀行貸出の低迷は、景気悪化に伴う企業の運転資金や設備投資資金の需要減退が主因であるが、不良債権の拡大をうけて銀行がバランスシート調整を進めていることも一因である。ECBが昨年12月に公表した「金融安定報告」によると、ユーロ圏の銀行が2007~10年に被るとみられる不良資産(保有有価証券及び貸出債権)の潜在損失額は、6月時点の4,880億ユーロから5,530億ユーロに上方修正された(第1表)。ECBは損失額上振れの理由として、中東欧で組成された証券の評価損を新たに含めるなどの技術的な変更に加え、商業用不動産市場の悪化をうけて商業用不動産ローンや同担保証券(CMBS)の評価損が膨らんだことを挙げている。また、将来発生しうる潜在的な追加損失(償却・引当が終わっていない未処理額)は1,870億ユーロに上るとして、域内の銀行に対し、最近の収益回復を利用して資本増強を進めるよう促している。

第7図：ユーロ圏のM3と民間向け銀行貸出



第1表：ユーロ圏銀行の潜在損失額（2007-10年）

	残高	累計損失額		損失率	
		2009年6月	2009年12月	2009年6月	2009年12月
証券・貸出合計	14,263	488	553	3.4%	3.9%
証券	2,839	164	198	5.8%	7.0%
資産担保証券・合成証券	1,122	142	169	12.7%	15.1%
RMBS	444	46.6	55.7	10.5%	12.5%
ABS	191	4.5	3.6	2.4%	1.9%
CDO(裏付資産ABS/CDS)	145	68.4	83.6	47.2%	57.7%
CMBS	79	14.3	20.2	18.1%	25.6%
CLO	231	8.3	5.7	3.6%	2.5%
ABCP	12	-	0.2	-	1.7%
CDO(社債)	20	-	0.3	-	1.5%
その他証券	1,717	22	28	1.3%	1.7%
社債	255	-	6.2	-	2.4%
カバードボンド	150	-	0.0	-	0.0%
金融債	660	-	0.0	-	0.0%
株式	157	-	3.8	-	2.4%
中東欧で発行された証券	263	-	12.8	-	4.9%
その他	231	-	5.6	-	2.4%
調整項目	-	21.0	-	-	-
貸出	11,424	324	355	2.8%	3.1%
住宅ローン	3,683	33.1	44.3	0.9%	1.2%
消費者ローン	1,481	46.6	63.8	3.1%	4.3%
商業用不動産ローン	781	-	37.7	-	4.8%
企業向けローン	5,125	172.9	193.5	3.4%	3.8%
シンジケート・ローン	354	-	15.7	-	4.4%
調整項目	-	71.4	-	-	-
潜在損失額合計(①)		488	553		
2009年5月末/10月末の減損処理額(②)		162	180		
2007~2008年の貸倒引当・償却額(③)		113	121		
2009年上半期の貸倒引当額推計(④)		-	65		
今後予想される追加損失処理額(⑤=①-(②+③+④))		214	187		
損失処理進捗率((②+③+④)÷①)		56.2%	66.2%		

(資料)ECB, Financial Stability Review(Dec 2009)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価と金融政策

インフレ率は11月にプラスに転じた後、12月も上昇

ユーロ圏消費者物価上昇率(HICP)は、昨年11月に前年比0.5%とプラスに転じた後、12月速報値(内訳は未発表)も0.9%へ上昇した(第8図)。もっとも、インフレ率上昇の主因は、前年の原油価格高騰の影響が剥落し、エネルギー価格の前年比下落幅が大きく縮小したことにある。変動の大きいエネルギーと食品を除いたコア・インフレ率は、内需の低迷を反映して、12月も緩やかな低下基調が続いたものと見込まれる。

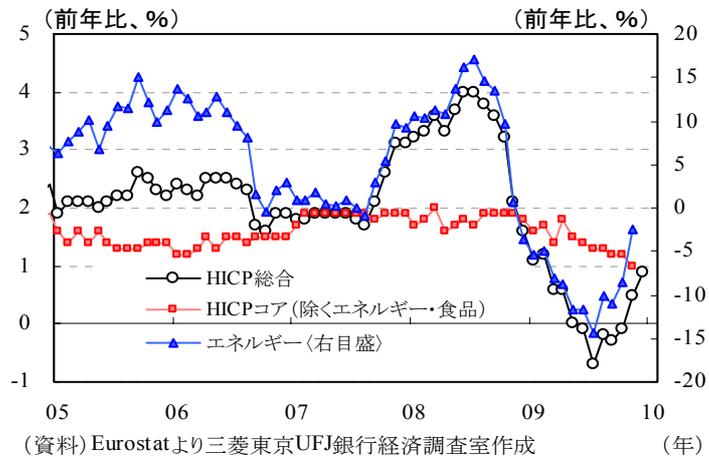
ECBは流動性供給策の段階的廃止に着手

ECBは昨年12月3日の定例政策理事会で、金融危機後に導入された流動性供給策のうち長期オペを段階的に廃止することを決定し(1年物オペは昨年12月、6カ月物オペは本年3月の実施分が最後)、出口戦略に着手した。一方で、週次定例オペは少なくとも来年4月13日まで固定金利・金額無制限方式で実施し、潤沢な資金供給を継続するとしている。

政策金利は当面据え置かれる公算

年明け後最初の1月14日の定例理事会では、政策金利が過去最低の1%に据え置かれるとともに、流動性供給策の出口戦略についても前月の決定が堅持された。理事会後に発表された声明文によると、景気は2010年も緩やかな拡大が予想されるものの不確実性が高く、依然としてインフレ圧力は低いとの判断が維持された。今後の金融政策についても、「現在の金利水準は適切」との従来通りの表現によって、当面の金利据え置きが示唆されている。

第8図：ユーロ圏の消費者物価（HICP）



(4) ユーロ為替相場

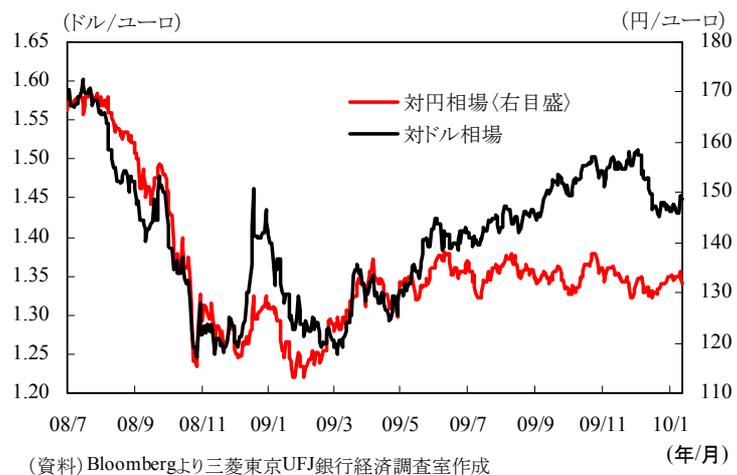
ドル買戻しの一巡により、ユーロが小幅反発

ユーロ対ドル相場は、相対的に底堅い米国の経済指標の発表や、ギリシャなどユーロ圏周辺国の財政懸念の高まりなどをうけて、1ユーロ=1.50近辺から1.42ドル台まで急落した。しかし、クリスマス休暇で市場が閑散となった12月下旬以降は、ドル買戻しの動きが一巡したことから小幅反発し、足元1.45ドル近辺で推移している。

対円相場も130円台を回復

他方、ユーロ対円相場は、対ドルで急ピッチの円高が進んだ12月中旬にかけて下落し、一時130円台を割り込んだものの、その後は円ドル相場が、急激な円高の調整から円安・ドル高方向に戻すなかで緩やかな上昇に転じ、130円台前半で推移している。

第9図：ユーロ為替相場の推移



2. 英国

(1) 景気動向

景気回復の速度は
緩慢

英国景気は底打ちしつつあるも、回復の速度は、依然、緩やかなものにとどまっている。

12月の消費者信
頼感指数は悪化

家計部門についてみると、昨年初めを底に改善傾向にある消費者信頼感指数は、12月には4ヶ月ぶりに前月比悪化した(第10図)。内容をみると、一般経済の見方、家計の資金繰り、購買計画がいずれも悪化している。特に、物価見通しがガソリン等燃料価格の上昇で悪化したほか、失業に対する懸念も増した。12月の結果をもって、消費者信頼感指数の上昇傾向が変化したとみることはできない。しかし、失業保険申請者ベースの失業率は9月から11月まで5.0%で高止まりするなど、雇用情勢は引き続き、厳しい状況にあることなどから、当面、消費者マインドを示す消費者信頼感指数の改善は一進一退の緩やかなものにとどまるとみられる。

実質小売売上は11
月に減速

消費者マインドの改善が足踏みするなか、実質小売売上の伸び率は11月に前年比+3.1%と10月より0.6%ポイント低下した。前年11月の伸び率が低かったなかでの減速は、個人消費の基調がまだ弱いものであることを示唆するといえよう。また、12月下旬から続いている強い寒波の個人消費に与える影響が、今後、懸念される。

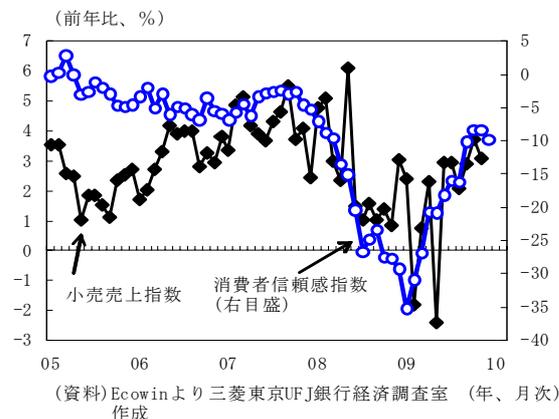
住宅価格は緩やか
な上昇が続くが、
先行き頭打ちへ

住宅価格は緩やかな上昇が続いている。ハリファックス住宅価格指数をみると、12月には前年比+5.6%と2ヶ月連続して前年水準を上回るとともに、前月比も6ヶ月連続の上昇となった(第11図)。ただし、足元の雇用及び所得情勢等を踏まえると、2010年中も上昇し続けることは考えにくく、先行き頭打ちに転じる可能性が強いとみられる。

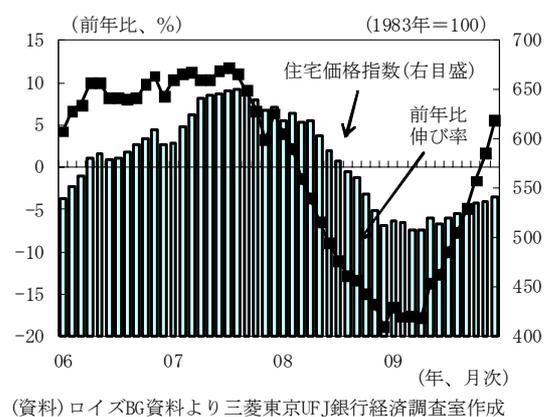
企業の景況感
は改善

企業部門についてみると、企業の景況感は改善している。購買担当者指数は2008年末から2009年末まで上昇傾向が続いている(第12図)。鉱工業生産の先行指標である製造業及び輸出受注指数の動向をみると、9月前後から水準は低いものの、持ち直している(第13図)。実際に、輸出

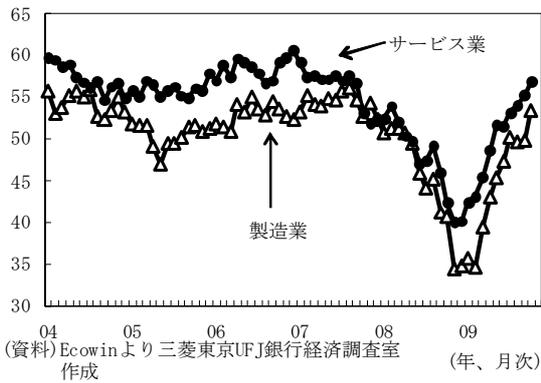
第10図：消費者信頼感指数及び小売売上



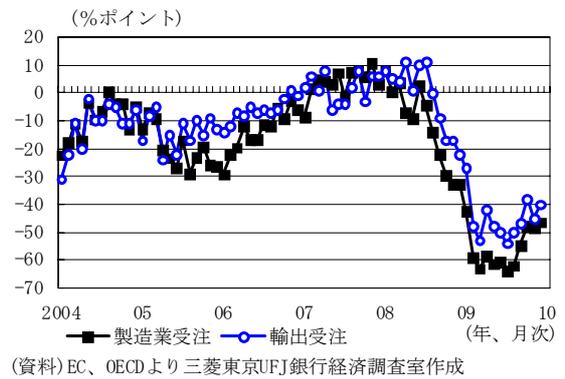
第11図：住宅価格の動向



第12図：購買担当者指数推移



第13図：鉱工業及び製造業受注の動向



輸出は回復するも
鉱工業生産は底ば
い

生産も徐々に回復
へ

は、数量ベース、金額ベース、いずれも9月から回復傾向を鮮明にしている。しかし、鉱工業生産は底ばいの状態が続いている。今後、国内需要が住宅バブルの崩壊等により、力強い回復を見込めないなか、鉱工業生産回復の鍵は輸出の動向にあるといえよう。輸出についても、最大の輸出先であるユーロ圏の景気動向次第という面はあるが、輸出が持ち直し始めたことから、徐々に、鉱工業生産にも回復の動きが広がってくると考えられる。

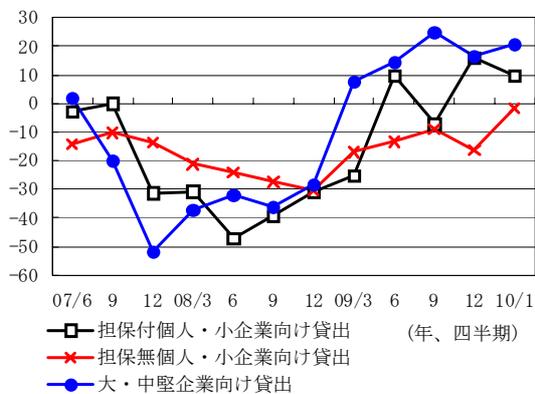
(2) 金融機関の貸出動向

貸出姿勢は引き続
き緩和

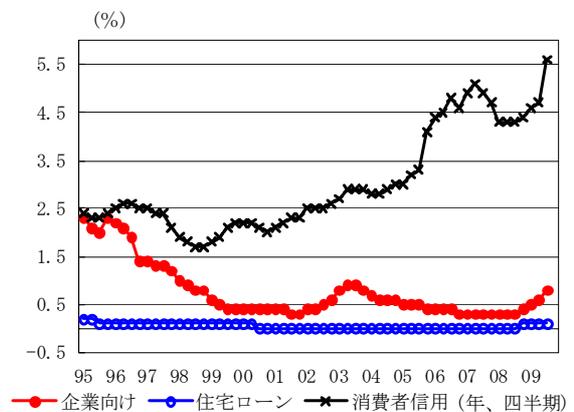
実際の貸出は伸び
ず

昨年前半に大きく緩和した金融機関の貸出姿勢は、昨年第4四半期まで維持されている(第14図)。それにも関わらず、実際の貸出額は増加していない。新たな貸出額から返済額等を差し引いた貸出のネットフロー額は昨年2月以降、マイナスの状況が続いており、決して金融機関が積極的に貸出を行っているわけではない。その背景には、不良債権の増加がある。貸出の償却額の貸出残高に対する比率である償却率の推移をみると、消費者ローンと企業向け貸出において、償却率は上昇している(第15図)。

第14図：銀行の貸出姿勢



第15図：貸出償却率の推移



貸出償却率は上昇

こうした状況では、金融機関は積極的に貸出を増やすことは難しい。貸出先の信用状況を慎重に見極めざるをえないことが、貸出低迷の一因だと考えられる。

(3) 物価と金融政策

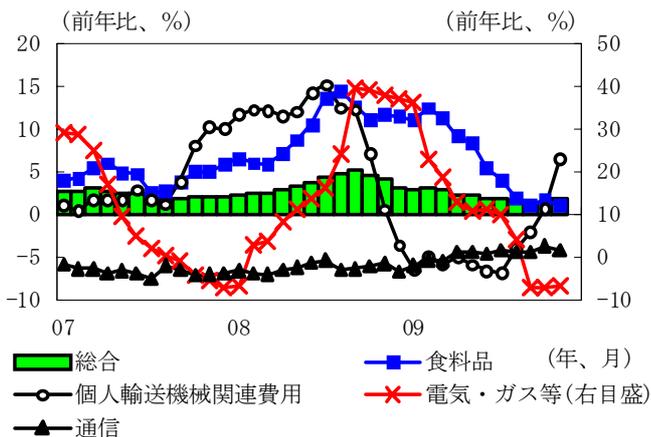
11月の消費者物価上昇率は1.9%へと上昇

11月の英国の消費者物価上昇率は、前年比1.9%と前月から0.4%ポイント上昇した(第16図)。原油価格が前年水準を上回ってきたことにより、ガソリンなどの燃料価格が上昇したことが全体の物価上昇率を押し上げた。1月からは、付加価値税率が現状の15.0%から従前の17.5%へと戻るため、消費者物価上昇率はさらに上昇するであろう。しかし、来年3月以降、原油価格が現状よりやや上昇しても、昨年水準との差が縮小していくことから、再び消費者物価上昇率は低下すると考えられる。

2月のMPCでは買取停止を決定するという見方が強い

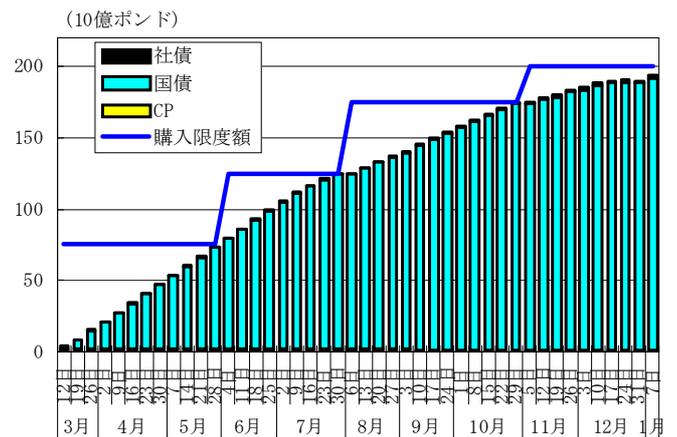
イングランド銀行は1月7日の金融政策委員会(MPC)で現状の金融政策を維持することを決めた。1月7日までの買取額残高は、1,934億ポンドとなっており、1月中には現在の買取上限額である2,000億ポンドに達する見込みである(第17図)。現在のところ、市場の見方としては、2月のMPCでは、さらなる買取枠の拡大はなく、BOEは国債等の新たな買取を停止するという見方が大勢である。景気回復を示唆する経済指標が相次いでいるほか、住宅価格の上昇に警鐘をならす向きもあるためだが、銀行貸出やマネーストックの伸び率は鈍化するなど、金融関連では弱い指標もみられる。さらなる買取枠拡大の可能性にも留意しておきたい。

第16図：消費者物価指数の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：資産買取ファシリティの動向



(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：経済調査室 中村 明（総括） akira_nakamura@mufg.jp
武南 奈緒美（ユーロ圏） naomi_takenami@mufg.jp
本多 克幸（英国） yoshiyuki.honda@uk.mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。