

# 経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏経済は、ソブリン問題の緊張から幾分落ち着き小康状態、  
英国経済は、緩やかな回復が続くも、財政緊縮の影響で来年の不透明感は上昇～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気動向

欧州ソブリン問題は小康状態

ユーロ圏経済は、欧州ソブリン問題の緊張から幾分落ち着きを取り戻し、小康状態にある。国債の CDS はギリシャが低下傾向、また周縁国も引き続きギリシャと一線を描く形で低めの水準にとどまっている（第 1 図）。しかし、依然として先行き不透明感は払拭できず、予断を許さぬ状況が続く。

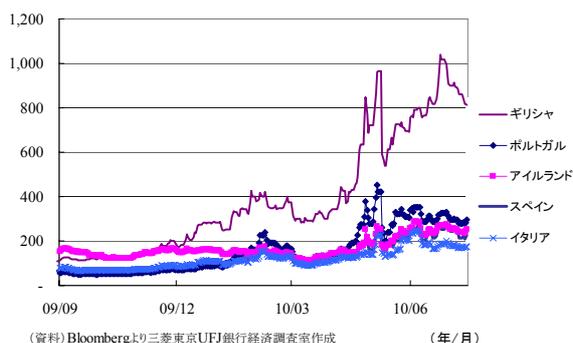
ストレステスト結果注目

目先の注目は、7 月 23 日に公表予定の欧州ストレステスト（資産査定）の内容と結果であり、対象行は 91 行まで拡大し、ドイツは州立銀行を含む 14 行、スペインは貯蓄銀行を含む 27 行、ギリシャは 6 行が対象となることが明らかになった。91 行の総資産は EU 全体の 65% をカバーし、景気が後退し、国債価値が下落しても耐えうるかなどを検証している模様。業界全体の合算ベース、および個別行ベースでの公表が予定されている。

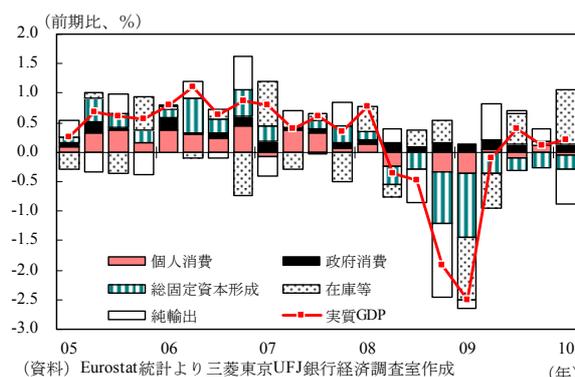
2010 年第 1 四半期の GDP 成長率は前期比 +0.2%

実体経済では、ユーロ圏の 2010 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率（確報値）は前期比 0.2% と、改定値から不変であった。また、需要項目別にみても、輸出がユーロ安に支えられ堅調に推移する一方で、輸入が輸出以上に増加したため純輸出（輸出－輸入）はマイナスの寄与、個人消費は再び減少に転じるといった姿に改定値から変化は見られなかった（第 2 図）。

第 1 図：周縁国の CDS



第 2 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



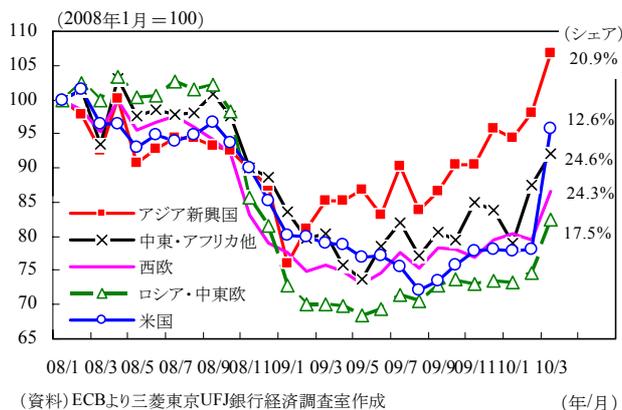
ユーロ安を背景に、今後の輸出は底堅く推移

輸出は回復基調で推移しており、これまではアジア新興国や中東・アフリカなどに支えられていたが、その他の地域でも増加が目立ち始めている。ユーロ安に支えられ、輸出は今後も底堅く推移する見込み。

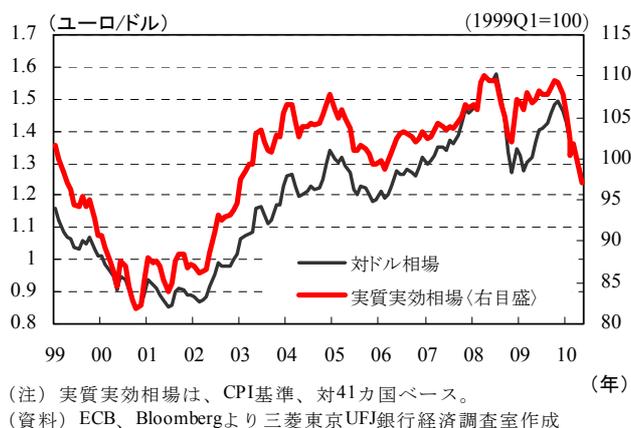
輸出の底堅さが受注からも窺える

また、5月の鉱工業生産は、前月比+0.9%と増加が続いている。内訳をみても、耐久消費財などが大幅に増加したほか、非耐久消費財やエネルギーも増加に転じ、全ての分野で増産トレンドが続いている（第5図）。国別には、スペインが前月比でマイナスとなったものの、ドイツやフランス、イタリアなどの主要国で増加し、全体を牽引した。先行指標である5月のドイツ製造業受注も、増加傾向が続いている。ユーロ圏外の海外受注が堅調に増加しており、今後の輸出が底堅く推移する兆しが受注面からも窺える（第6図）。

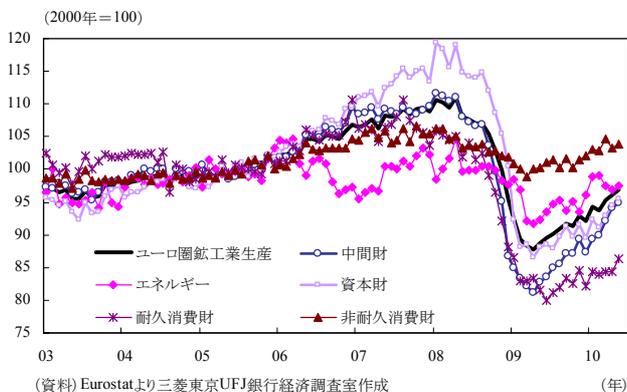
第3図：ユーロ圏域外向け輸出の推移



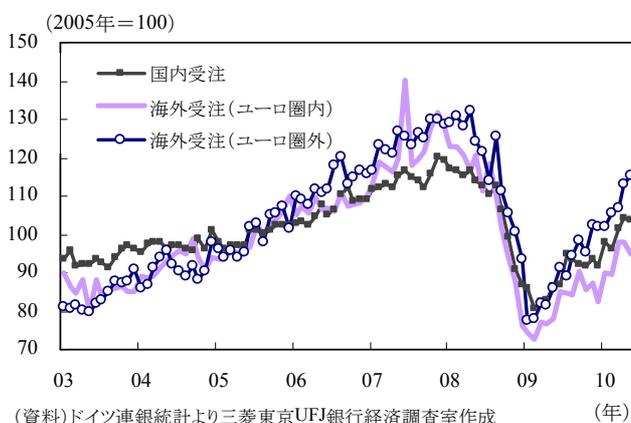
第4図：ユーロ実質実効相場



第5図：ユーロ圏鉱工業生産



第6図：ドイツの製造業受注



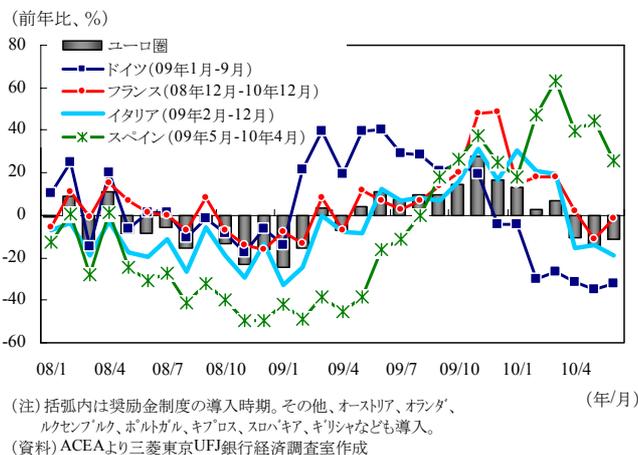
**自動車販売は対策効果剥落を受けてマイナスが続く**

一方、ユーロ圏の6月の自動車販売台数は前年比▲11.0%と、約1年ぶりの減少に転じた4月から3ヵ月連続でマイナスとなった。国別にみると、フランスは前月から持ち直したが、ドイツやイタリアなどは引き続き二桁のマイナスを示しており、スペインも伸び率の鈍化傾向が続いている（第6図）。奨励金制度の終了に伴う効果の剥落や、欧州経済の先行き不透明感の高まりを反映したものとみられ、今後も各国で財政緊縮の動きが続くため、個人消費の低迷は長期化する見込みである。

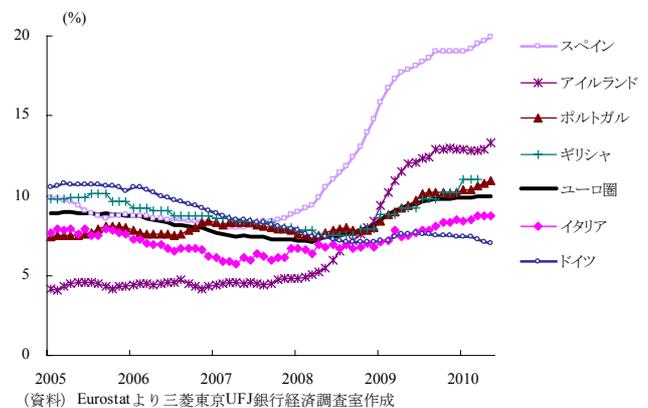
**失業率はドイツを除き高水準が継続**

消費の源泉である雇用は、回復が遅れている。ユーロ圏全体の失業率は10.0%と高止まりが続き、特に住宅バブルの崩壊したスペインでは19.9%と20%近辺まで上昇し、アイルランドも同様に上昇が続いている。ただし、ドイツは他国とは対照的に3ヵ月連続で低下した（第8図）。

第7図：自動車販売台数の推移



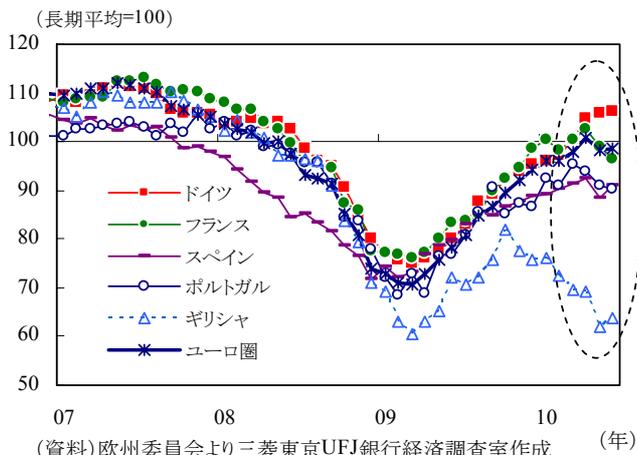
第8図：ユーロ圏失業率の推移



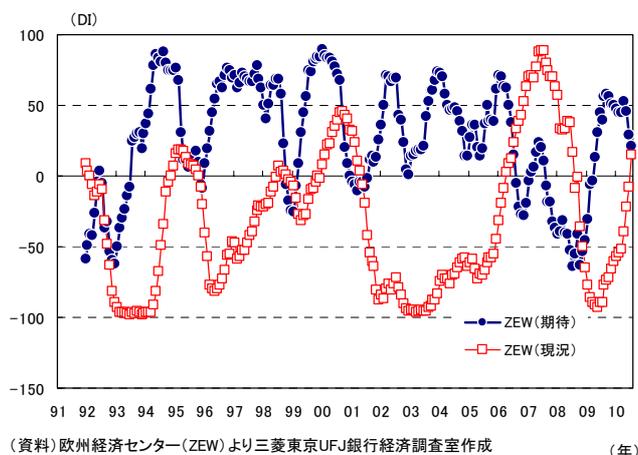
**先行き不透明感がマインドの重し**

欧州総合景況感指数は、ユーロ圏全体や、ドイツを除くフランスなど主要国の多くが低下に転じている。目先の不透明感の高まりから景気に対する不安感が幾分高まっている模様。一方で、ギリシャがわずかながら上昇に転じ、底打ちの兆しも見えている（第9図）。また、7月のドイツZEW景気期待指数は21.2と、前月の28.7から低下し3ヵ月連続の悪化となった。足元の生産や雇用などの堅調さから、現況評価値は上昇が続いているが、欧州ソブリン問題への懸念や、財政緊縮策、ストレステストに対する不透明感などから期待値は低下している（第10図）。

第9図：ユーロ圏総合景況感指数



第10図：ドイツ ZEW 景況感指数



## 2. 欧州ソブリン問題の現状

各国は追加の赤字削減策に取り組み始めている

欧州各国はユーロに対する信頼性回復に向けて、相次いで財政緊縮策を打ち出し実行に移している。具体的には、多くの国において、対 GDP 比で二桁にのぼる財政赤字を5年以内にユーロのルールである3%以内に収める計画を立てている(第1表)。この赤字削減目標は、各国が既に提出した安定成長プログラムに基づく削減計画を上回る極めて厳しいものとなっている。各国の取組みはスタートしたばかりであり、現時点ではその実効性は不透明と言わざるを得ない。また、ユーロ圏全体として取り組む姿勢はユーロの信認回復につながる一方で、短期的な景気下押し圧力があまりにも強くなり過ぎると、かえって歳入減や金融機関の資産劣化に発展することも考えたら舵取りは難しい。

第1表：ユーロ圏周縁国の財政

(単位: GDP比、%)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
ギリシャ (2013年)	実質GDP成長率(%)	▲ 2.0	▲ 4.0	▲ 2.6	1.1	2.1	2.1
	財政収支	▲ 13.6	▲ 8.1	▲ 7.6	▲ 6.5	▲ 4.9	▲ 2.6
	構造的プライマリーバランス	▲ 7.7	▲ 3.5	▲ 0.2	2.6	3.2	-
	財政スタンス		4.2	3.3	2.8	0.6	-
	政府債務残高	115.1	133.3	145.1	148.6	149.1	144.3
アイルランド (2014年)	実質GDP成長率(%)	▲ 7.6	▲ 1.3	3.3	4.5	4.3	4.0
	財政収支	▲ 14.3	▲ 11.5	▲ 10.0	▲ 7.2	▲ 4.9	▲ 2.9
	構造的プライマリーバランス	▲ 9.6	▲ 8.8	▲ 6.6	▲ 3.4	▲ 1.0	1.0
	財政スタンス		0.8	2.2	3.2	2.4	2.0
政府債務残高	64.0	77.9	82.9	83.9	83.3	80.8	
スペイン (2013年)	実質GDP成長率(%)	▲ 3.6	▲ 0.3	1.8	2.9	3.1	-
	財政収支	▲ 11.2	▲ 9.3	▲ 6.0	▲ 5.3	▲ 3.0	-
	構造的プライマリーバランス	▲ 9.6	▲ 7.7	▲ 4.9	▲ 2.3	0.1	-
	財政スタンス		1.9	2.8	2.6	2.4	-
政府債務残高	53.2	64.9	71.9	74.3	74.1	-	
ポルトガル (2013年)	実質GDP成長率(%)	▲ 2.7	0.7	0.9	1.3	1.7	-
	財政収支	▲ 9.4	▲ 7.3	▲ 4.6	▲ 4.6	▲ 2.8	-
	構造的プライマリーバランス	▲ 6.4	▲ 5.1	▲ 2.8	▲ 0.6	1.3	-
	財政スタンス		1.3	2.3	2.2	1.9	-
政府債務残高	76.8	85.8	89.4	90.7	89.8	-	
イタリア (2012年)	実質GDP成長率(%)	▲ 4.8	1.1	2.0	2.0	-	-
	財政収支	▲ 5.3	▲ 5.0	▲ 3.9	▲ 2.7	-	-
	構造的プライマリーバランス	▲ 0.5	▲ 0.1	1.3	2.7	-	-
	財政スタンス		0.4	1.4	1.4	-	-
政府債務残高	115.8	116.9	116.5	114.6	-	-	

(注) 一般政府ベース。マイナス(▲)は財政赤字。括弧内の年は過剰財政赤字は正期限。  
 構造的プライマリーバランスは、利払費と一時的措置を除く景気循環調整後の財政収支。  
 財政スタンスは、構造的プライマリーバランスの前年差(プラスは引き締め、マイナスは緩和)。  
 (資料) Eurostat、欧州委員会ウェブサイトの各国「安定成長プログラム」、各国財務省資料より  
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ギリシャの進捗は、  
EC側も概ね順調と  
評価

欧州ソブリン問題の発端であるギリシャにおいては、緊急支援の条件となった財政赤字削減策を概ね順調に遂行中である。6月にアテネで実施された欧州委員会 (EC)、IMF、ECB の代表団による中間調査報告では、付加価値税の引き上げや公務員賞与の削減等の進捗を受けて、概ね肯定的に評価が下された。欧州委員会側から、赤字削減の進捗に一定の評価を得られたことは、ギリシャの信頼回復にとって大きな前進だと言えよう。

実際、ギリシャ財務省が発表した2010年上半期の財政報告 (第2表) をみても、2010年1-6月期の財政赤字は96億ユーロと、前年同期の179億ユーロに比べ、▲46%の減少となった。歳入 (同+5.9%) と、歳出 (同▲16.9%) のいずれもが財政赤字の削減に貢献しており、年間目標である前年比▲39.5%を上回るペースで赤字削減が進捗している。

こうしたなか、ギリシャでは7月13日に、5月の緊急支援を受けて以来初めてとなる6ヵ月物の短期国債が起債され、予定の3.6倍の応札を集め無事に実行された。

第2表：ギリシャ2010年上半期財政報告の概要

(単位:10億ユーロ)

	2009年 1-6月 (A)	2010年 1-6月 (B)	前年同期比 (C=B/A)	2009年 年間実績 (D)	2010年 予算 (E)	2010年 予測 (F)	前年比 (G=F/D)
<b>歳入</b>	<b>22.831</b>	<b>24.18</b>	<b>5.9%</b>	<b>50.509</b>	<b>57.56</b>	<b>58.382</b>	<b>15.6%</b>
純収入	22.2	23.8	7.2%	48.5	53.7	55.1	13.7%
資本収入	0.6	0.4	▲40.2%	2.0	3.9	3.3	69.6%
<b>歳出</b>	<b>40.697</b>	<b>33.824</b>	<b>▲16.9%</b>	<b>79.888</b>	<b>80.096</b>	<b>77.073</b>	<b>▲3.5%</b>
一般歳出	27.9	24.4	▲12.7%	58.0	56.8	54.9	▲5.4%
利払い	6.6	5.7	▲13.3%	12.3	13.0	13.0	5.6%
資本支出	6.1	3.7	▲39.8%	9.6	10.3	9.2	▲4.0%
<b>財政赤字</b>	<b>17.866</b>	<b>9.645</b>	<b>▲46.0%</b>	<b>30.882</b>	<b>22.536</b>	<b>18.691</b>	<b>▲39.5%</b>

(資料) ギリシャ財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ポルトガルは格下げされるも、好調なギリシャ短期国債入札を受けて市場にネガティブな反応なし

この間、格付け会社 Moody's が7月13日に、財政状況の悪さや経済の構造的脆弱性を背景に、ポルトガルのソブリン格付けをこれまでの Aa2 から A1 (見通しは「安定的」) に引き下げた。ただし、市場は今回の格下げをある程度織込み済みであったため、同国の CDS や株式市場にネガティブな反応はみられなかった。

第 3 表：周縁国のソブリン格付け

	ムーディーズ	S&P	フィッチ
スペイン	Aaa ↓	AA ↓	AA+
アイルランド	Aa1 ↓	AA ↓	AA-
ポルトガル	A1	A- ↓	AA ↓
イタリア	Aa2	A+	AA-
ギリシャ	Ba1	BB+ ↓	BBB- ↓

(注) 矢印は見通し。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：周縁国の対独ソブリンスプレッド



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年/月)

新たな不安材料は少ないが、不透明感が続く

このように、欧州ソブリン問題は、このところ解決に向けた各国の取組みがスタートするなど、どちらかといえば前進の窺える材料が優勢で、さらなる深刻化につながる新たな不安材料は少ない。各国の対独ソブリンスプレッドも、こうした状況を受けて足元では縮小傾向、あるいは横ばいで推移している（第 11 図）。

とはいえ、各国の財政緊縮策はいずれも数年にわたる長期計画であり、今後の各国の遂行力や、その計画の実効性には依然として不透明感が残る。ユーロ圏経済の持続的成長とユーロに対する信認回復には未だしばらく時間を要しそうだ。

### 3. 物価と金融政策

インフレ率は鈍化

ユーロ圏の 6 月の消費者物価上昇率（HICP、前年比）は、1.4%と、5 月の 1.6%から低下した。エネルギーが前月比▲0.4%の下落となり、押下げ要因となった。一方、エネルギーや食料品を除くコアインフレ率は 0.9%と安定している。

政策金利は 14 ヶ月連続で据え置き

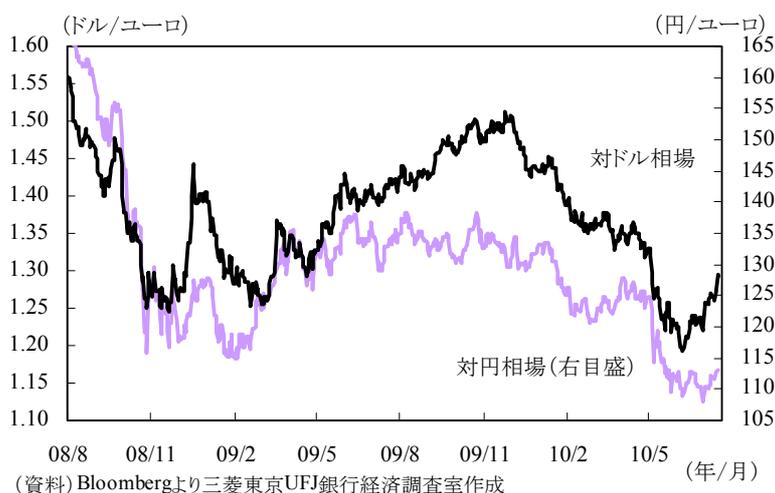
欧州中央銀行（ECB）は、7 月 8 日の定例政策理事会で、「現在の政策金利は引き続き適切」として 14 ヶ月連続で過去最低の 1.0%での据え置きを決定した。直前の 7 日に欧州ストレステストの実施要項が発表されたが、個別行ベースでの公表を歓迎すると評価し、結果次第では必要な資本増強措置を行うべきとの見解を示したものの、さらなる詳細については明らかにしなかった。また、6 月末に行われた資金供給オペの需要は低調で、基本的に市場での資金調達に困難な不健全行のみが対象になったとみられる。市場は、この結果を状況改善のサインと受け止めた。

#### 4. ユーロ為替相場

##### ユーロに対する不信感は幾分後退

ユーロ為替相場は、4月以降はギリシャ支援を巡り、支援策の発表やその実効性懸念から上昇と下落を繰り返す神経質な展開となり、投資家の不安心理を反映した動きとなった。6月上旬は1ユーロ=1.20ドルを割込んだが、7月入り後はユーロの買戻しの動きも入り、徐々に同1.27ドル近辺まで上昇した。また、他地域の不安材料に対してもユーロが売られにくくなっている。足元では、ストレステストに対する懸念やポルトガルのソブリン格下げを受けて同1.25ドル前半へ下落する場面もあったが、ギリシャの緊急支援を受けて以来初めてとなる短期国債の発行が無事終了したことや、スペインの好調な国債入札を好感して、再び1.29ドル台まで上昇した。

第12図：ユーロ対ドル為替相場の推移



## 2. 英国

### (1) 景気動向

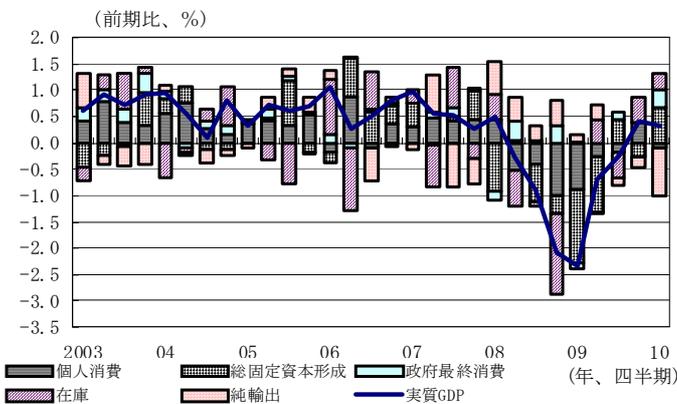
#### 第1四半期の実質GDP成長率改訂値は速報値と同じ

英国経済は緩やかな回復が続いている。実質GDP成長率については、改訂値の発表が延期され、大幅改訂につながるのではないかとの懸念もあったが、実際には、小幅修正にとどまった。前期比伸び率をみると、2008年は第3四半期を除き下方修正されたほか、2009年第1四半期が上方修正されるにとどまった。修正幅は前期比で最大0.3%ポイント、前年比で最大0.7%ポイントであり、サプライズには至らなかった。今年第1四半期の成長率改訂値は前期比0.3%と速報値と同水準であった（第13図）。

#### 住宅価格は低下傾向

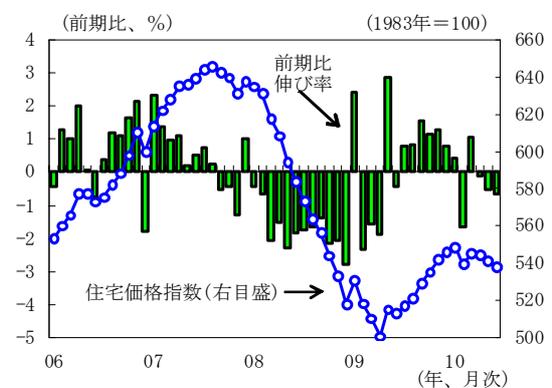
住宅価格について、ハリファックス住宅価格指数をみると、足元、6月まで3ヶ月連続で小幅前月水準を下回った（第14図）。今年に入ってから動きをみると、1月をピークに、やや低下傾向にある。昨年の上昇は、販売物件の不足に起因する需給バランスの引き締めによるものであり、今年に入り、販売物件が増加した結果、需給バランスが緩和し、住宅価格が下落に転じたというのがハリファックスの見解であるが、実際にそうした動きが背景にあるとみられる。住宅価格は、当面、横ばい圏内の動きを続けるであろう。

第13図：実質GDP成長率



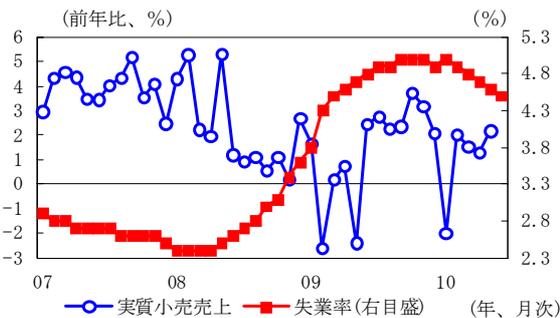
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：住宅価格の動向



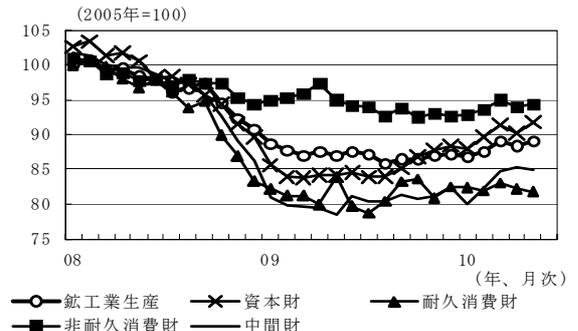
(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：実質小売売上と失業率



(資料)National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：鉱工業生産指数



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

実質小売売上、雇用情勢いずれも基調は強くない

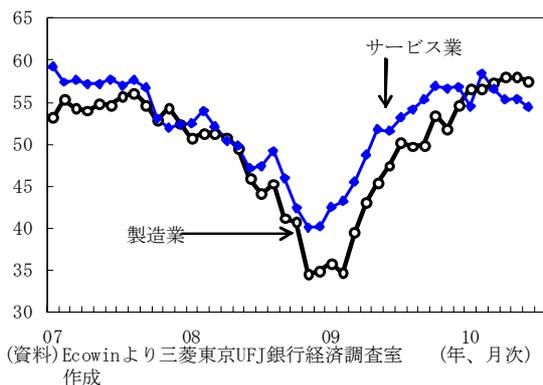
家計部門を見ると、5月の実質小売売上は、前年比+2.2%とやや高い伸びを示した。しかし、前年同月がマイナスの伸びであったことによるベース効果であり、個人消費の基調が強まったわけではない（第15図）。失業率については、2月以降、5ヶ月連続で低下した。ただし、パートタイム労働者の増加によるもので、フルタイムの労働者は減少していることから、雇用情勢が回復に転じたとみるのは早計であろう。

鉱工業生産は伸び悩み

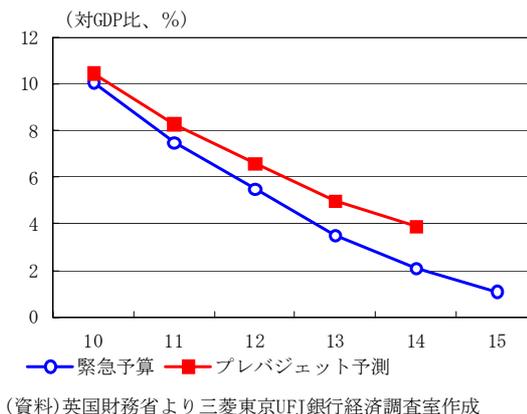
企業部門について、鉱工業生産をみると、5月には前月比+0.7%と2ヶ月ぶりにプラスの伸びに転じた。資本財の伸びが全体の生産水準を押し上げた。しかし、3月の水準を回復したにすぎず、伸び悩んでいる（第16図）。また、企業の景況感について購買担当者指数をみると、6月には製造業、サービス業、いずれも悪化した（第17図）。特に、サービス業は低下傾向が鮮明になってきた。一方、製造業も、頭打ちとなっており、景気の先行きについて不透明感を高める内容となっている。

企業の景況感は悪化

第17図：購買担当者指数



第18図：財政赤字の対GDP比



## (2) 緊急予算を発表

財政赤字の対GDP比は2014年に3%以下へ

6月22日に英国政府は、2014年までに財政赤字の対GDP比を3%以下へ低下させる緊急予算を発表した。増税及び歳出削減が本格化する2011年以降、財政赤字の対GDP比は、前労働党政権が策定した予算を実施した場合に比べて低下するなど、緊縮度合いは前政権の予算よりも厳しいものとなっている（第18図）。

将来の経済成長に向けた減税も

付加価値税やキャピタルゲイン課税の税率引き上げ、新規の銀行課税とや資本控除の控除率引き下げといった増税策のほか、手当、控除、公的年金支給の小売物価指数連動から消費者物価指数連動への変更、住宅手当の支給制限などの増収策の実施が予定されている（第4表）。ただし、増税、歳出削減ばかりでなく、法人税率の引き下げや所得税の基礎控除額の引き上げといった減収措置も盛り込まれている。単なる財政再建ではなく、次の経済成長を目指した措置が含まれていることは評価できよう。

第4表：緊急予算の主な内容

(単位：百万ポンド)

項目	変更内容	開始時期	2010	2011	2012	2013	2014	
VAT税率	17.5→20%	2011年1月4日	2,850	12,100	12,500	12,950	13,450	
増収	CPI連動へ移行	2011年度から	0	1,170	2,240	3,900	5,840	
銀行課税	新規	2011年1月	0	1,150	2,320	2,500	2,400	
措置	資本控除	控除率を引き下げ	2012年度から	0	0	1,000	1,900	1,800
住宅関連ベネフィット	支給制限などを強化	2011年度から	0	220	600	1,640	1,765	
キャピタルゲイン課税	18→28%、同時に創業者の所得控除額を500万ポンドに引き上げ	2010年6月23日	0	725	825	850	925	
減収	所得税	基礎控除額の引き上げ等	2011年度から	0	▲3,490	▲3,700	▲3,770	▲3,910
国民健康保険料	雇用主が払う保険料の賦課最低限を引き上げ	2011年度から	0	▲3,130	▲3,150	▲3,510	▲3,720	
措置	法人税	2011-14年度にかけて毎年税率を1%引き下げ	2011-14年度	▲10	▲400	▲1,200	▲2,100	▲2,700
中小企業向け法人税	税率引き下げ	2011年度から	0	▲100	▲1,000	▲1,300	▲1,400	
カウンシル税	2011年度は2010年度と同額に凍結	2011年度	0	▲625	▲630	▲635	▲640	

(注) 政府の増収をプラス、減収を▲(マイナス)で表示

(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 物価及び金融政策の動向

6月のCPI上昇率はやや低下、一方コアインフレ率は上昇

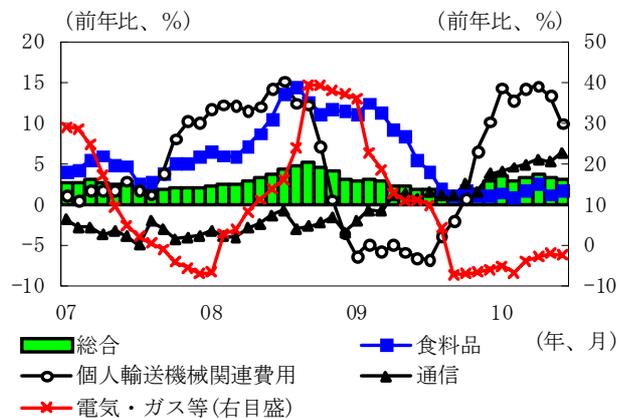
6月の消費者物価上昇率は前年比3.2%と5月より0.2%ポイント低下した(第19図)。ガソリン価格等を含む個人輸送機械関連費用の上昇率が大きく低下したことが主因である。昨年の原油価格が低い水準にあったことに起因するベース効果が徐々に剥落しつつあるといえよう。しかし、食料品、アルコール飲料、エネルギー、たばこ価格を除いたコアインフレ率は5月から6月にかけて、前年比2.9%から3.1%へと上昇した。

コアインフレ率の上昇については、イングランド銀行の金融政策委員を務めるセンタンス委員がインフレ懸念を述べる際の根拠としている。実際にセンタンス委員は、金利水準の適正化のために6月の金融政策委員会では0.25%のレポ金利の引き上げを主張した。

BOEは当面、現在の金融政策を維持へ

ただし、足元の景気状況をみれば、緩やかな回復過程にあり、インフレ圧力が高まる状況にはない。来年にかけて財政赤字削減策が本格的に実施されることから、デフレ圧力が強まることが予想される。イングランド銀行は当面、現在の金融政策を維持するとみられる。

第19図：消費者物価上昇率



(資料) ONS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  
大幸 雅代（ユーロ圏） masayo\_taiko@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。