

# 西欧経済の見通し

～ユーロ圏経済は二極化が続く、英国経済は財政緊縮により来年減速～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気の現状

ユーロ圏第 3 四半期 GDP 成長率は前期比 0.4%と堅調

ソブリン問題は再燃

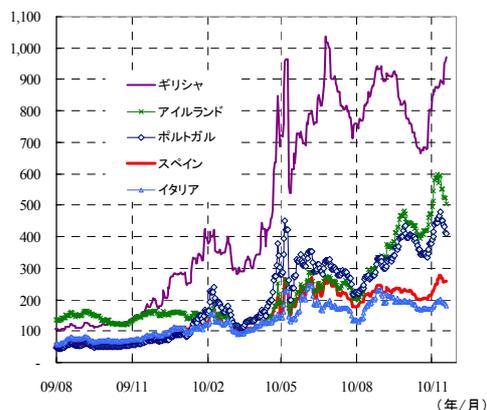
域内格差は引き続き鮮明

ユーロ圏経済は、ドイツに牽引され第 3 四半期も底堅く推移しつつも、ギリシャやアイルランドなど周縁国との二極化が鮮明になっている。欧州ソブリン問題は第 2 四半期までの小康状態から一変。CDS はギリシャで再び急上昇、アイルランドやポルトガルでもユーロ参加以来の最高水準に上昇し、依然として予断を許さない状況が続いている（第 1 図）。

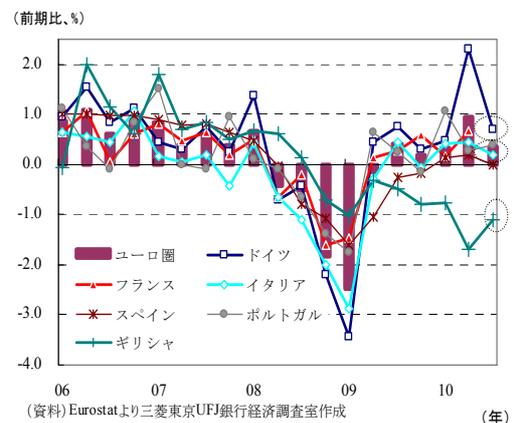
ユーロ圏の第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.4%と、前期の同 1.0%からは減速したものの、概ね底堅い結果となった。需要項目別の内訳は 12 月 2 日に発表予定だが、第 2 四半期同様に、輸出が全体の成長を押し上げたほか、総固定資本形成などの内需もプラスに寄与したものとみられる。

国別にみると、ドイツが同 0.7%と引き続き堅調に成長し、フランス（同 0.4%）やイタリア（同 0.2%）はユーロ圏平均並みの成長となった。一方、スペインでは前期比横ばいとなり、7 月からの付加価値税（日本の消費税に相当）引き上げなど、財政緊縮策の影響が早くもあらわれたほか、ギリシャは同▲1.1%と 8 四半期連続のマイナスとなった（第 2 図）。

第 1 図：ユーロ圏周縁国の CDS



第 2 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率



## (2) 今後の見通し

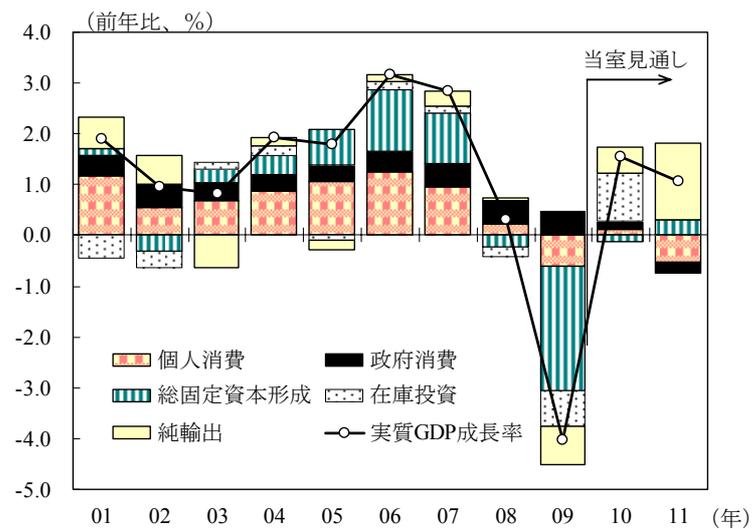
2011年は財政緊縮により一旦成長減速の見込み

ソブリン問題の深刻化、またはユーロ相場急騰がリスク要因

今後のユーロ圏経済は、引き続きドイツと周縁国との格差をかかえたまま、緩やかな成長が続くと見込まれる。2010年は、欧州ソブリン問題は緊張を増したものの、ドイツなど主要国の高成長に牽引され、実質GDP成長率は1.5%を予想する。2011年は、各国で財政緊縮策が本格化されるため、一旦成長は減速するが、その後2012年にかけては、再び緩やかに巡航速度に向かう展開となろう。

ソブリン問題の更なる深刻化、あるいは米国経済の不安によるユーロ相場急騰がもたらす輸出低迷は、リスク要因として引き続き要注意。ただし、ソブリン問題深刻化の場合はユーロ安の圧力がかかると見込まれるため、ソブリン問題とユーロ高が重なるケースは考えにくい。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率と需要項目別寄与度

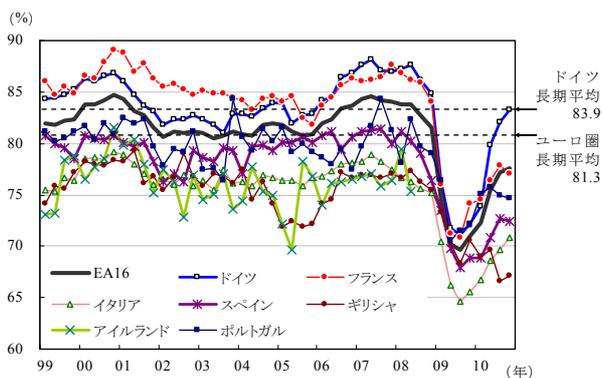


(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

格差は①ドイツ、  
②フランス・イタ  
リア、③周縁国の3  
階層

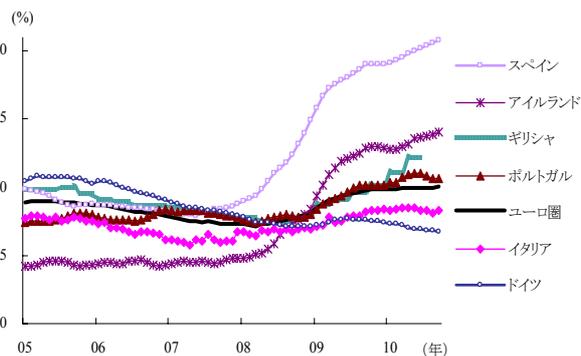
ユーロ圏経済は、①ユーロ圏全体を牽引するドイツ、②ユーロ圏の平均的水準にあるフランスやイタリアなどの主要国、③低迷が続くギリシャやアイルランドなどの周縁国で、域内格差が鮮明にあらわれている。こうした格差は足元の設備稼働率や失業率、景況感、株価に特に顕著にみられる。

第4図：ユーロ圏の設備稼働率



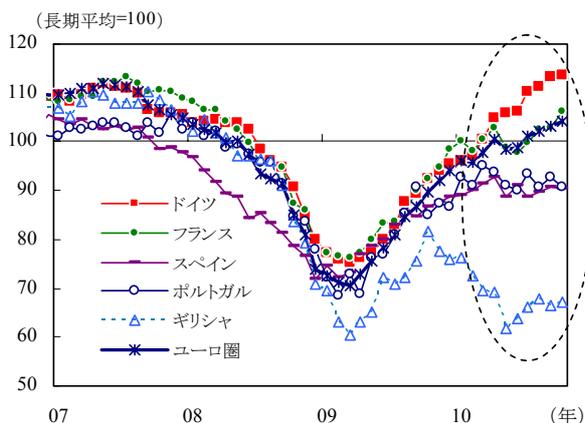
(注) 長期平均は1985年～2010年までの平均。  
(資料) 欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ユーロ圏の失業率



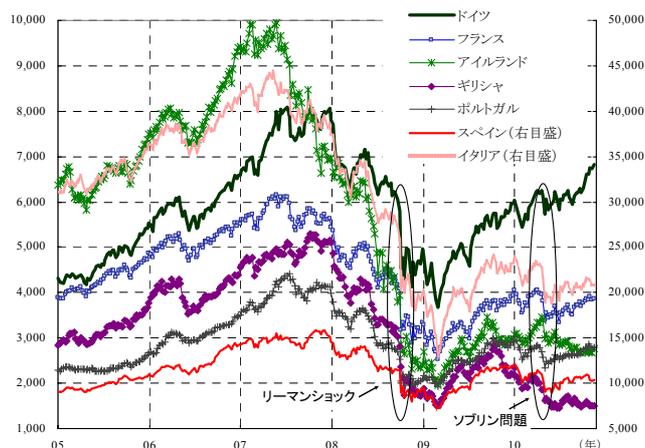
(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：総合景況感指数



(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：株価



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

設備投資はドイツ  
で回復も、他国では  
早くも頭打ち

まず、ドイツの設備稼働率は昨年以來急ピッチで上昇し、ほぼ長期平均(1985年～2010年)を回復した(第4図)。一方、他の国の上昇ペースは緩やかであり、足元では早くも頭打ちとなっているため、ユーロ圏全体では依然として長期平均に達していない。ドイツでは早晩、設備投資が牽引する内需型の経済成長への移行も見込まれるが、他の国では難しい。

雇用でもドイツの改善は際立っている。ドイツの失業率は、足元6.7%とユーロ圏全体の水準(10.1%)を大きく下回り東西統一以来の最低水準となっている。対照的に、スペイン(20.8%)やアイルランド(14.1%)は失業率の悪化に歯止めが掛かっていない(第5図)。

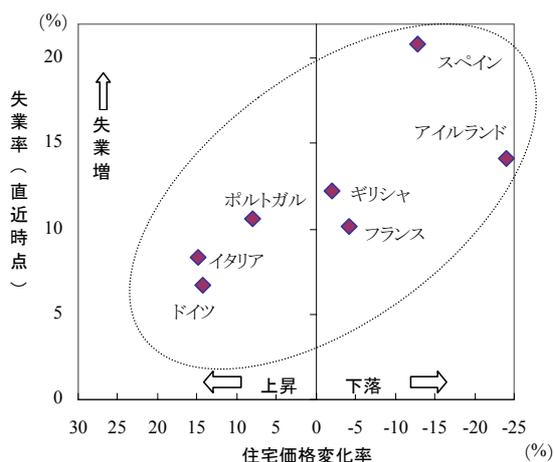
## 失業率は住宅価格と相関大

ピーク時からの住宅価格の変化率と、直近の失業率との相関をみると、スペインやアイルランドなど、住宅価格が大きく下落した国では失業率が高く、住宅バブルの崩壊に伴い、建設業を中心に雇用が減少したとみられる（第8図）。失業率の低下が続くドイツのほか、比較的低位安定しているイタリアやポルトガルなどでは住宅価格は、むしろ足元で緩やかに上昇している（第9図）。

## スペイン・アイルランドにおける住宅バブルの調整は道半ば

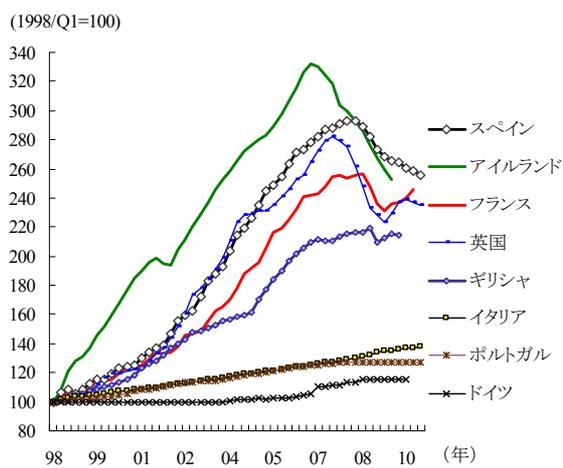
スペインやアイルランドについては、住宅バブルの調整には相当の時間を要しそうだ。スペイン及びアイルランドの住宅価格を名目GDPで割った指数をみると（第10図）、これまで右肩上がりでも上昇していた。住宅バブルの崩壊に伴い、足元では急速に落ち込んでいるが、その水準は過去と比べても依然として高く、両国におけるバブルの調整は道半ばと言えそうだ。

第8図：住宅価格変化率と失業率



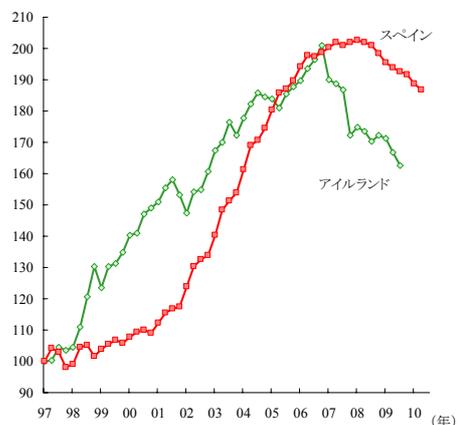
(注) ドイツ、イタリア、ポルトガルの住宅価格変化率は、長期平均（1998年～2010年）からの上昇率。  
 (資料) Eurostat、Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：住宅価格指数の推移



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：住宅価格の対GDP比率



(資料) Eurostat、Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

景況感は主要国で回復も、ギリシャでは低迷

また、景況感について欧州委員会の総合景況感指数をみると、ドイツのほか、ユーロ圏全体やフランスも長期平均を示す 100 を上回るなど好調が続いている。一方、ギリシャは 5 月の底打ちから改善が続いていたが、9 月以降は横ばい。また、スペインやポルトガルでも上昇はみられない。このように足元では格差が広がっているが、今後の世界景気の減速や、ユーロ圏各国の財政緊縮の影響で、現在はマインドの良好な主要国でも、この先悪化が予想される。

株価はドイツでリーマン前の水準に上昇、ギリシャでは底ばい

最後に株価は、リーマンショック後に各国でそろって下落した。昨年 3 月以降は緩やかな上昇傾向を辿っていたが、ソブリン問題の勃発後は動きが二極化している。ドイツの DAX 指数はリーマン前の水準に戻るなど上昇しているのに対し、ギリシャのアテネ総合指数は足元まで底ばい傾向が続いている。

### (3) ドイツの牽引力

ドイツは今後もユーロ圏を牽引

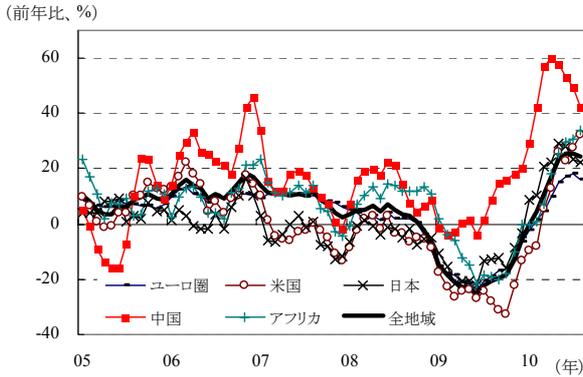
こうした格差をかかえたユーロ圏経済の先行きを予測するため、ユーロ圏全体を引っ張るドイツの今後の牽引力を分析する。ドイツ経済は現在も好調を維持している。輸出については、製造業受注の伸び鈍化をふまえると、一段と加速することは期待しにくい。一方で設備稼働率や失業率の動向をみると、今後は設備投資や個人消費などの内需の拡大も見込める。2011 年から始まる財政緊縮により、成長率は小幅低下するものの、この回復基調が崩れることは考えにくく、ドイツは今後もユーロ圏を牽引しよう。

#### ① 輸出

ドイツの輸出は減速しつつも引き続きドイツを支える見込み

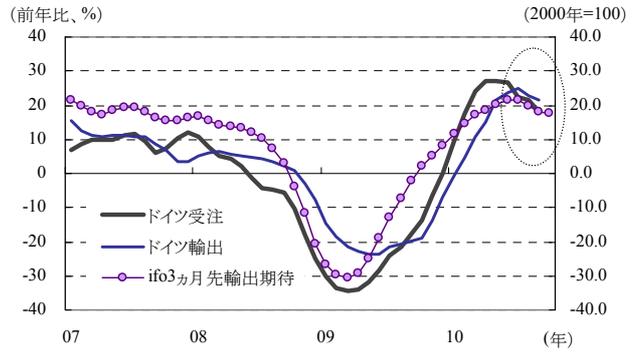
第 2 四半期の成長に大きく寄与したドイツの輸出は、第 3 四半期入り後は急増していた中国向けを中心に、さすがに伸びが鈍化しており（第 11 図）、その分、第 3 四半期の実質 GDP 成長率への押上げ寄与はやや後退したとみられる。ただし、今後については Ifo 輸出期待指数が示唆するように、ドイツの輸出は減速しつつも増加傾向が続くとみられる（第 12 図）。

第 11 図：ドイツ地域別輸出



(注) データは3ヵ月移動平均。  
(資料) ドイツ連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：ドイツ輸出動向の現状と先行き



(注) データは3ヵ月平均。  
(資料) ドイツ連銀、ドイツ連邦統計局、Ifo経済研究所より経済調査室作成

## ② 個人消費

自動車販売は対策  
効果剥落を受けて  
マイナスが続く

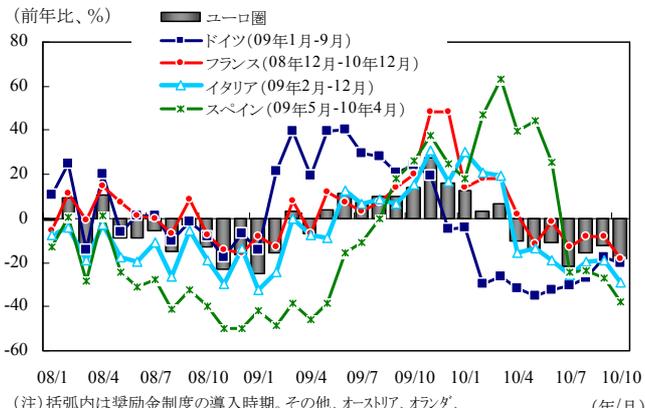
ドイツの個人消費  
は緩やかな成長が  
続く見込み

ドイツの10月の自動車販売は、景気対策効果の剥落から、前年比二桁減となっている(第13図)。ユーロ圏全体や各国でみても、同様の動きをしている。

しかし、全体的な小売動向を欧州委員会の消費者信頼感指数でみると、他の国が依然としてマイナス圏にあるなか、ドイツのみプラスの推移が続いている(第15図)。ドイツのIfo小売指数をみても、7月に約2年半ぶりにプラスに転じた(第16図)。

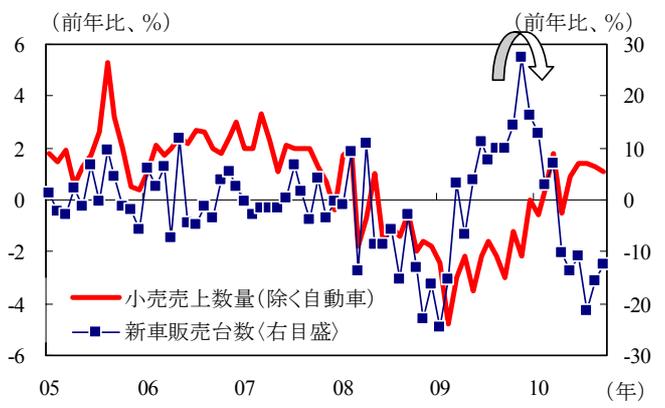
新興国の過熱感の抑制、米国デフレ懸念の台頭、ユーロ圏内にあるソブリン問題など多くの負の外的要因にも関わらず、ドイツ国内においては、雇用回復に一定の勢いがつき、家計のセンチメント改善が続いている様子が窺える。

第 13 図：自動車販売台数の推移



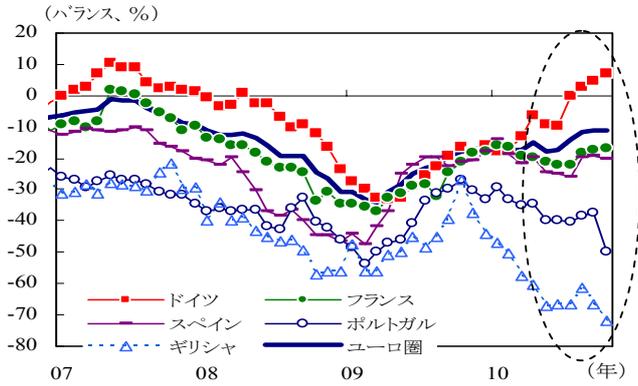
(注) 括弧内は奨励金制度の導入時期。その他、オーストリア、オランダ、ルクセンブルク、ポルトガル、キプロス、スロバキア、ギリシャなども導入。  
(資料) ACEA、各国自動車工業会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 14 図：ユーロ圏／新車販売と小売売上



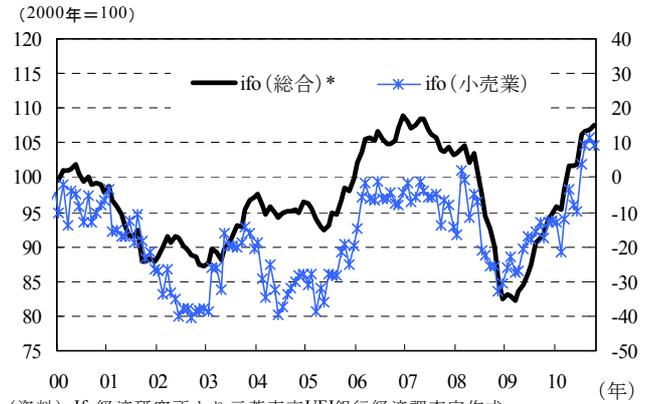
(資料) Eurostat、ACEAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：欧州委員会消費者信頼感



(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 図：ドイツ Ifo 企業景況感（小売）



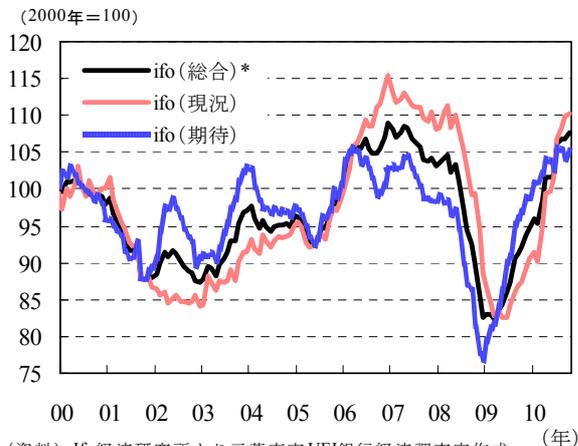
(資料) Ifo経済研究所より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### ③ 企業の景況感

ドイツ企業の景況感は、足元明るい  
が、先行きは低下傾向

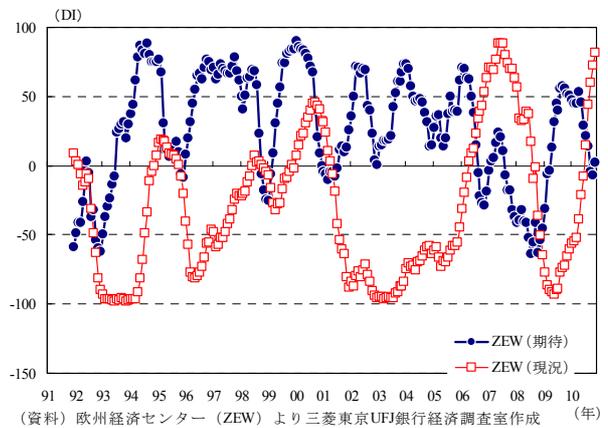
ドイツ企業の現在のマインドは明るい。Ifo や ZEW の景況感指数をみると、現況評価値は約 2 年ぶりの高水準が続いている。ただし、6 カ月先の期待指数はともに頭打ちとなっている（第 17、18 図）。足元で一部の経済指標に減速感がみえることや、今後本格化される財政緊縮策による先行き不透明感が企業マインドの重石となっている模様である。

第 17 図：ドイツ Ifo 企業景況感



(資料) Ifo経済研究所より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：ドイツ ZEW 景況感指数



(資料) 欧州経済センター (ZEW) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) ソブリン問題

一方、ギリシャやアイルランド、ポルトガルなどの周縁国は、ドイツとは対照的に各種経済指標の低迷が続き、ソブリン問題の緊張も再び高まっている。

##### ① ギリシャ

2009年財政赤字はGDP比▲15.4%に上方修正

欧州ソブリン問題の発端となったギリシャでは、10月下旬に、2009年の財政赤字が対GDP比でこれまでの▲13.8%から、▲15%を超える見込みと首相が発言したことをきっかけに、一気に不安が高まった。10月22日にユーロ圏各国が発表した2009年の財政赤字の改定値では、ギリシャだけ調査が間に合わず、相当な不透明感が広まった。その後、11月15日によろやく発表された財政赤字はGDP比▲15.4%、政府債務残高は同126.8%と、いずれも上方修正された。

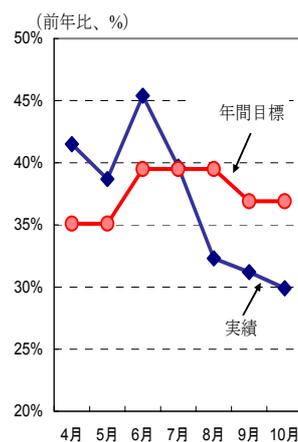
2010年通年の財政赤字削減目標達成は不透明

また、今年初めからの財政赤字の削減は、上半期までは概ね順調な進捗がみられていたが、7月以降、削減ペースが一気に鈍化した。先般発表された10月の財政報告では、1-10月期の財政赤字は前年比▲29.9%の減少となり、年間目標の▲36.9%を大きく下回った(第1表)。これまでは、同国財務省は利払いの急増や徴税の遅れなど、あくまで一時的な要因と説明してきたが、残り2ヵ月となった今、いよいよ年間での目標達成は難しくなった。

第1表：ギリシャ1-10月期の財政報告の概要

	(単位:10億ユーロ)						
	2009年 1-10月 (A)	2010年 1-10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>40.928</b>	<b>42.356</b>	<b>3.5%</b>	<b>50.532</b>	<b>58.382</b>	<b>55.715</b>	<b>20.3%</b>
純収入	39.5	41.0	3.7%	48.5	55.1	52.7	8.7%
資本収入	1.4	1.4	▲3.3%	2.0	3.3	3.0	47.7%
<b>歳出</b>	<b>65.8</b>	<b>59.4</b>	<b>▲9.6%</b>	<b>79.9</b>	<b>76.828</b>	<b>74.842</b>	<b>▲6.3%</b>
一般歳出	45.7	40.7	▲11.0%	58.0	54.6	52.6	▲9.2%
利払い	12.1	12.7	5.5%	12.3	13.0	13.2	7.2%
資本支出	8.0	6.0	▲24.6%	9.6	9.2	9.0	▲6.1%
<b>財政赤字 (1-10月)</b>	<b>24.833</b>	<b>17.405</b>	<b>▲29.9%</b>	<b>30.866</b>	<b>18.691</b>	<b>19.473</b>	<b>▲36.9%</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



## ② アイルランド

EFSF に支援要請の可能性高まる

アイルランドでは8月以降、金融セクターに関する懸念材料が続出し、ドイツとのソブリン・スプレッド(国債10年物利回りの格差)は急上昇、ユーロ参加以来最悪の水準となった。こうしたなか、同国財務省は11月4日に2014年までの中期財政計画を発表した。2011年の財政赤字を前年比60億ユーロ削減し、GDP比の財政赤字を2010年に見込まれる32%(銀行救済支出を除くと11.9%)から、9.25~9.5%へ引き下げ、2014年には従来の目標通り、3%以下へ抑制する計画となった。

EFSF スキームにより、他国への飛び火は押さえ込み可能との見方強い

その後、11月12日に行われたG20にて、独仏伊西英の5カ国が「支援を求めた国の既発債に関して、投資家に損失を求めることはない」との共同声明を発表した。これにより、CDSなど信用リスク指標は低下するも、金融セクターのさらなる救済費用増大に対する懸念は強く、それを払拭するためにも、アイルランドが欧州金融安定ファシリティ(EFSF、4,400億ユーロ)を中心とした支援パッケージからの資金援助を受ける可能性は格段に高まった。

信用リスクをみる限り、アイルランドも5月頃のギリシャのように危機的状況にあるが、金融市場全般はその時ほどパニックに陥っていない。それは、ギリシャ危機以降EFSFが構築され、一応の備えがあるためであろう。ただし、そのEFSFですら、今のところ2013年までの時限措置であり、アイルランドの財政金融問題などの原因に解決の目処は立っていない。

## ③ ポルトガル

2011年予算は議会で可決されるも、実効性に懸念が残る

ポルトガルでも10月15日に緊縮型の2011年予算案が発表された。内容を巡り与野党が対立し、一時は成立も不安視されたが、結局は野党側が投票を棄権し、議会で可決された。ただし、景気低迷により財政状況が改善しないなど、予算案の実効性に懸念が残り、CDSやソブリン・スプレッドは、先述の5カ国共同声明が発表されるまで、ともに悪化した。

## ④ 2011年からの各国の緊縮策

ユーロ圏各国の財政緊縮は2011年から本格化

このように、ユーロ圏各国で実施される財政緊縮策は具体化しつつあり、2011年から本格的に実施される。ユーロ圏全体のGDPへのマイナスインパクトは2010年の▲0.3%の後、11年に▲0.8%、12年に▲0.6%になる概算(第2表)。財政緊縮には、ドイツなどの主要国も含め、ユーロ圏全体で取り組んでおり、ユーロの信認回復を目指している。

第2表: ユーロ圏各国の財政緊縮策の概要

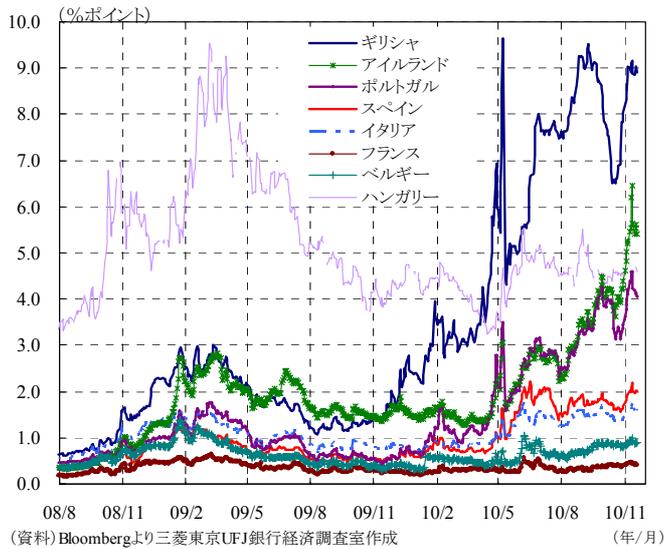
国	規模	内訳(概算)			目標(財政赤字の対GDP比)/主な削減策
		GDP比			
		2010年	2011年	(2012年)	
ドイツ	4年間で約800億ユーロ	-	110億	190億	目標:2013年までに3%以下 ・減税公約の撤回 ・失業者向け手当の削減 ・低所得者向けの支援見直し ・子育て支援の見直し ・企業向け補助金の撤廃 ・国防費の削減
		-	0.4%	0.7%	
フランス	2年間で400億ユーロ	-	200億	200億	目標:2013年までに3.0% ・年金受給開始年齢の引き上げ ・補助金や社会保障費のカット ・政府保有の土地・建物の売却
		-	1.0%	0.9%	
イタリア	2年間で約250億ユーロ	-	125億	125億	目標:2012年までに2.7% ・地方、県、市の安定成長協定遵守や合理化 ・公務員給与の自動増加分を4年間凍結 ・年金受給開始年齢の引き上げ
		-	0.8%	0.7%	
スペイン	2年間で約150億ユーロ	75億	75億		目標:2011年までに6.0% ・VAT引き上げ ・年金引き上げの凍結 ・公共投資費削減 ・誕生祝金の廃止
		0.7%	0.7%		
ギリシャ	4年間で約250億ユーロ	58億	91.5億	55.8億	目標:2014年までに2.6% ・VATを21%→23%(標準税率) 10%→11%(軽減税率)へ引き上げ ・給与支払いにおいて13・14ヵ月目のボーナス削減 ・年金受給額の実質引き下げ ・公共投資削減 ・違法ビルに対する課税
		2.5%	3.9%	2.4%	
ポルトガル	2011年までは約80億ユーロ	20億	60億		目標:2011年までに4.6% ・VAT、所得税、収益税の引き上げ ・シニア公務員、政治家の給与5%削減
		1.2%	3.4%		
アイルランド	2014年までに150億ユーロ	40億	60億	30-40億	目標:2014年までに2.9% ・公務員給与引き下げ ・増税
		2.6%	3.7%	2.0%	
GDPへのマイナスインパクト		▲0.3%	▲0.8%	▲0.6%	

(注) フランス、イタリア、スペインは各年の緊縮規模が一定と仮定。  
(資料) 各国財務省資料、報道ベースより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

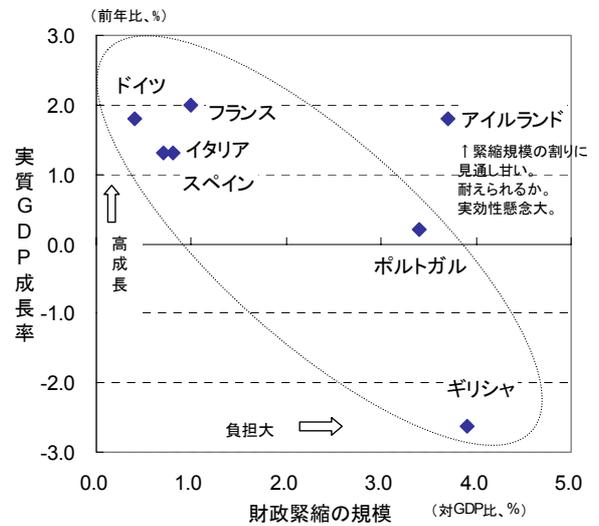
### アイルランドの財政緊縮策は楽観的

国別の緊縮策の規模と成長見通しを比べると、ドイツやフランスなどは、緊縮策の規模は大きいものの、GDP 対比でみた負担が小さいため、各国政府は引き続き相対的に高成長を見込んでいるのに対し、ギリシャやポルトガルは GDP 対比でみた負担が大きい分、低成長を余儀なくされるとみている。そうしたなか、アイルランドは規模も GDP 対比での負担も大きいにも関わらず、政府はドイツ並みの成長率を見込んでおり、楽観的と言わざるをえない(第20図)。実際の成長率は想定より低くなる可能性が高く、緊縮策に耐えられるのか、その実効性に対する懸念が増している。その点、スペインの計画は経済成長率との対比で概ね妥当と評価できる。さらに、成長率が予想より下ぶれたとしても、追加の削減措置を導入する余力があるとみられる。

第 19 図：周縁国の対独ソブリンスプレッド



第 20 図：財政緊縮規模と各国政府の成長率見通し (2011 年)



各国の支持率低下による政治不安はリスク要因

各国の財政緊縮策は、公務員給与の凍結や年金の受給開始年齢の引き上げなど、国民が直接負担を負う内容となっている。国民は反発し、フランスなどの主要国も含めて、各国でストライキが相次いでいる。また、ギリシャ支援や財政緊縮策への不満から、与党ないしは大統領・首相に対する国民の支持率の低下が続いている（第 3 表）。多くの国で支持率は就任以来最低水準となっており、今後、必要な経済構造改革に踏み切れないリスクも残る。

第 3 表：ユーロ圏各国の世論調査

国	調査結果
ギリシャ	回答者の67%近くが与党に否定的な意見。 8月31日時点では不支持率は57%
アイルランド	与党への支持率は18%(前回比6%pt低下)。 最大野党への支持率は32%(前回比1%pt上昇)。
ポルトガル	与党への支持率は約26%。 最大野党への支持率は約40%。
スペイン	サパテロ首相の不支持率は約84%。
イタリア	首相支持率は約37%、就任以来最低。
ドイツ	メルケル首相への支持率は約48%。ギリシャ支援後急落。 首相就任時の支持率は約70%。
フランス	サルコジ大統領の支持率は約25%、就任以来最低。 ゼネストに対する支持率は約70%。

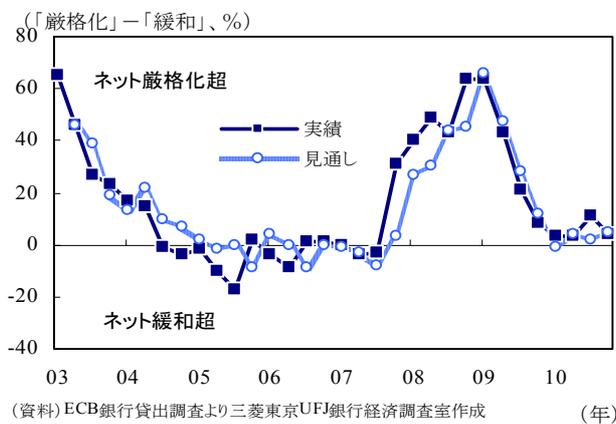
(資料) 報道ベースより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) 銀行セクターの状況

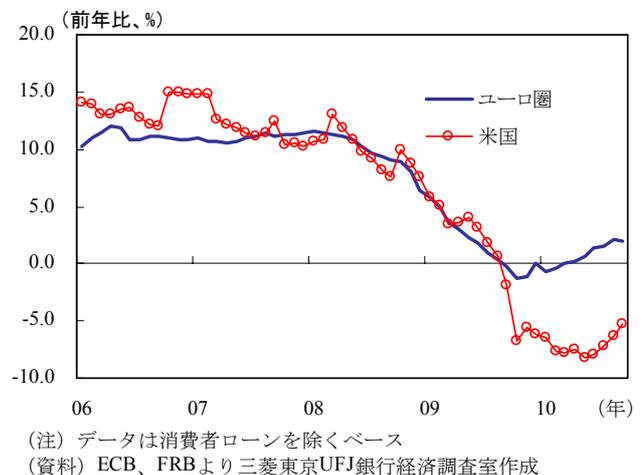
### 銀行貸出はある程度正常化

欧州の銀行の貸出状況は、回復力は鈍いものの、ある程度正常化しつつある。欧州中央銀行（ECB）が10月末に発表した欧州の銀行貸出調査によると、企業向け融資基準の厳格化傾向は前回より弱まった（第21図）。①前回はギリシャ危機の発生で一時的に上昇したが、その状況が緩和したこと、②資金調達へのアクセス改善と流動性ポジションの改善等が背景と考えられる。アイルランドなど、状況が深刻な国はあるものの、ユーロ圏全体としては、米国に先行して回復していると言えよう（第22図）。

第21図：ユーロ圏／銀行貸出基準（実績と見通し）



第22図：民間向け銀行貸出の欧米比較



## (6) 物価と金融政策

### 物価はECBの目標圏内で安定推移

ユーロ圏の10月の消費者物価上昇率は前年比1.9%と、エネルギー価格の上昇を主因に、前月から加速した。ただし、エネルギーや食品を除くコアインフレ率は、1%近辺の水準で安定している。今後の総合インフレ率も、ECBの掲げる「2%を超えず2%に近い(1.7%~1.9%)」水準で安定した推移が続くと見込まれる。

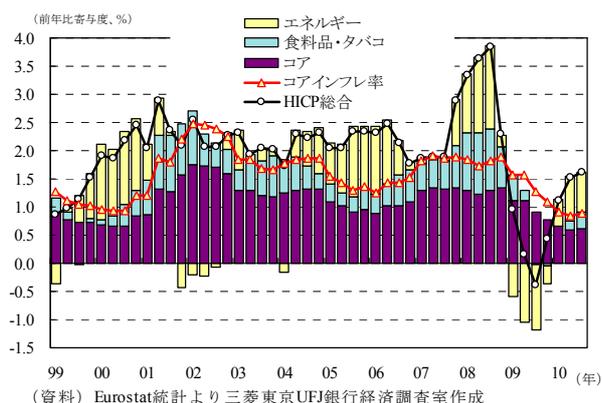
### 政策金利は18ヵ月連続で据え置き

ECBは11月の定例理事会で、「現在の政策金利は引き続き適切」として18ヵ月連続で過去最低の1.0%に据え置く決定をした。10月は日本銀行、11月3日には米国連邦準備制度理事会（FRB）が追加の金融緩和を実施したなか、ECBでは追加緩和に転じる姿勢をみせていない。トリシェ総裁が「非標準的政策を全て解除する前に金利の変更も可能」と発言するなど、むしろタカ派な見解が目立つ。また、2011年10月末にトリシェ総裁の8年の任期は終了し、後任にはさらにタカ派な人材も候補にあがっている。

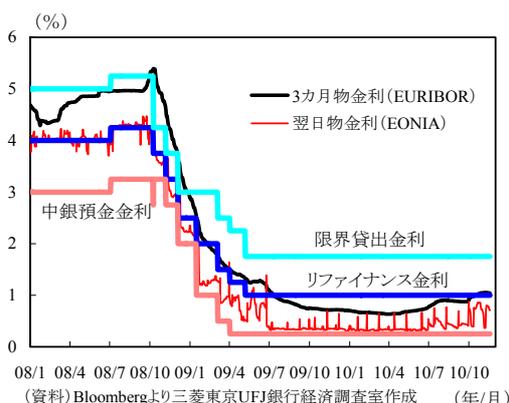
## 利上げは2012年以降の見込み

こうした強気な姿勢の背景には、先述のユーロ圏全体での貸出回復などがあるものとみられる。このため、日本や米国と比べて早期な利上げの可能性は残るものの、①今後も欧州では周縁国のソブリン問題が燻り続けること、②2011年には財政緊縮の影響により一旦成長減速が見込まれること、③FRBより早いタイミングでの利上げはユーロ高圧力が掛かること、などをふまえると、政策金利は2011年内も現在の1%に据え置かれ、利上げは2012年以降になる見通しである。

第23図：ユーロ圏／民間向け銀行貸出



第24図：政策金利



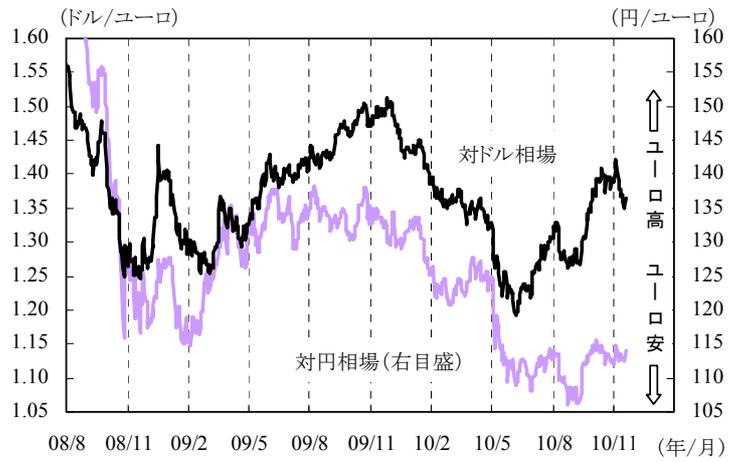
## (7) ユーロ為替相場

ユーロは米国QE2に伴い急上昇後、ソブリン問題再燃から反落

先行き弱含みで推移する公算

ユーロの対ドル相場はソブリン問題緊迫時のユーロ安から反発し、11月上旬までは急速にユーロ高が進行した。一時的に小康状態にあった欧州ソブリン問題に加え、米国の追加緩和(QE2)を見込んだドル売りが背景となり1ドル=1.40台と、約9ヵ月ぶりの水準に上昇した。その後、米国QE2後の材料出尽くし感による米国金利の急上昇や、周縁国のソブリン問題の再燃から、ユーロ相場は急落し、1ドル=1.35ドル近辺まで戻した。今後は、米国量的緩和の追加期待が高まるなどでユーロ高となる場面もあろうが、来年半ばにかけて①ソブリン問題に焦点があたり続けること、②欧州では財政緊縮によるマインドの下押し、③米国の景気回復、などのユーロ安材料が意識されることもあり、ユーロは基本的に弱含みで推移する公算が大きい。

第 25 図：ユーロ為替相場の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

## 2. 英国

### (1) 景気の現状

第3四半期の成長率は前期比0.8%

建設業が高い伸び

英国の第3四半期の実質GDP成長率は、前期比0.8%と前期の同1.2%から減速したものの、市場予測の同0.4%を大きく上回るものとなった(第26図)。需要項目別の内訳が公表されていないため、詳細は不明だが、産業別では建設業が前期比+4.0%と高い伸びを示したことから、建設投資を含む総固定資本形成が伸びたほか、個人消費も底堅く推移したとみられる。ただし、このまま建設業の高い伸びが続くことはないとみられる。確かに、2012年のロンドンオリンピックに向けた公共事業が増加している面もあろうが、足元の建設業の高い伸びは前労働党政権時代の経済対策の効果が時間差で出てきていることも影響しているからである。そのため、実質GDP成長率は第4四半期以降、鈍化していくであろう。

### ①家計部門

10月の失業率は前月比横ばい

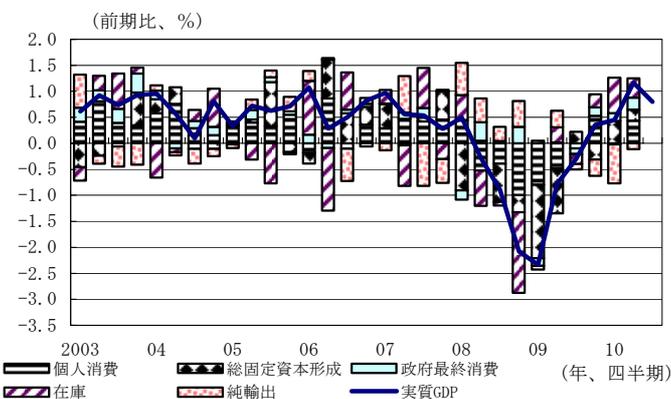
消費者信頼感指数は悪化傾向

実質小売売上は減速

家計部門についてみると、失業保険申請者ベースの失業率は10月に4.5%と5ヵ月連続で同水準にとどまった(第27図)。また、失業保険申請者数も横ばい傾向がみられてきている。年初から続いていた雇用情勢の改善傾向に歯止めがかかったといえよう。消費者マインドについては、悪化傾向が続いている。10月の消費者信頼感指数は前月より0.6ポイント上昇したものの、それまでの低下傾向を払拭するものではない(第28図)。失業率の動向にみられるように失業に対する不安が増す傾向に変わりはなく、消費者マインドを悪化させている。

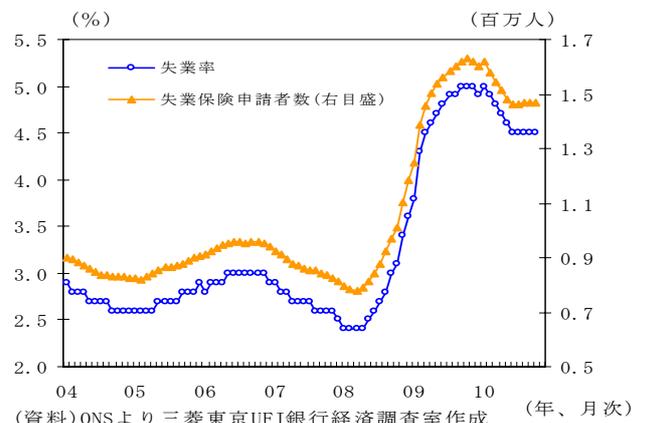
実質小売売上をみても、10月は前年比▲0.1%減少した(第29図)。確かに食料品の値上げの影響で食料品販売が減少したことや天候不順による衣類売上の減速が主因だが、景気および雇用の先行きに対する不安感も個人消費を抑制していると考えられる。

第26図：実質GDP成長率（前期比）



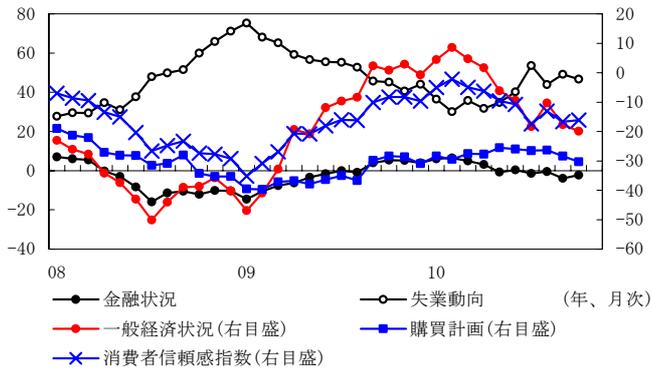
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：失業率の動向



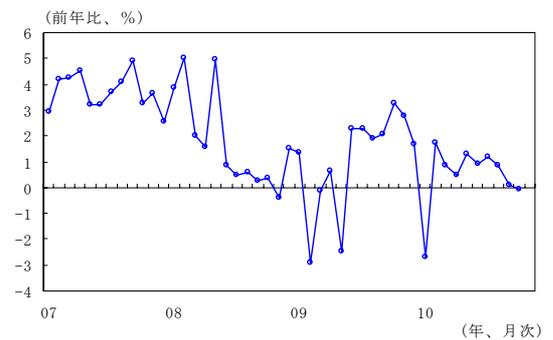
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 28 図：消費者信頼感指数



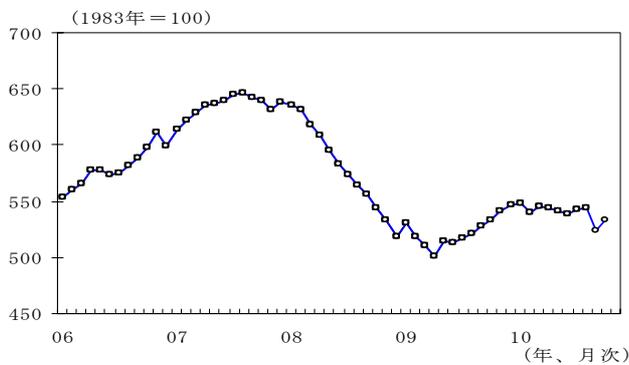
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 29 図：実質小売売上



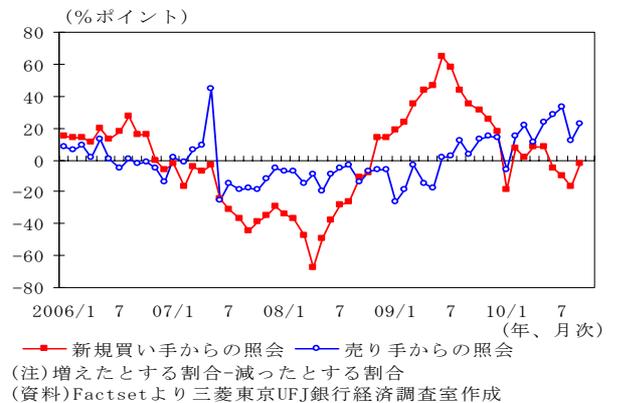
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 30 図：ハリファックス住宅価格指数



(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 31 図：住宅の需給動向



住宅価格は 9 月に大きく低下

2009 年の住宅価格上昇は需要の増加

足元は、供給増加で住宅価格は下落

住宅価格は 10 月に前月比+1.8%と上昇に転じたが、9 月の落ち込みを戻せず、横ばい圏内にある (第 30 図)。この背景には需要が弱くなっていることがあげられる。そもそも昨年半ば頃からの住宅価格は上昇し始めたが、それは、住宅価格がピークから 20%程度下落した時点で、値ごろ感の出てきた物件に対し、需要が出てきたことによるものであった。

住宅の新規買い手及び売り手からの照会件数の動向をみると、2008 年末頃から、新規買い手からの照会が増えたとする割合が上昇し始め、需要側に動きの出てきたことがわかる (第 31 図)。一方、売り手からの照会については、ほとんど動きがない。こうした中、2009 年 4 月を底に住宅価格は上昇に転じた。

2009 年後半から、売り手からの照会が増えたとする割合が上昇し始め、供給サイドにも動きが出てきたことがわかる。一方、新規買い手からの照会、増えたとする割合が低下し始め、足元では、減ったとする割合の方が大きくなっている。その結果、住宅価格は横ばい圏内の動きから 9 月には大きく下落した。供給の増加が価格の低下につながったわけである。

住宅価格については、需要サイドの動きが弱いこともあり、当面、弱含みで推移するとみられる。

## ②企業部門の動向

### 景況感は悪化傾向

英国企業の景況感は悪化傾向にある。購買担当者指数は、製造業は5月、サービス業は2月をピークに低下傾向にある（第32図）。ただし、サービス業は9月に、製造業は10月にやや上昇したが、いずれもトレンドが変わるほどのものではない。確かに、水準は50以上であり、業況の拡大を示しているが、先行きについては注視する必要がある。

### 生産は緩やかな回復傾向

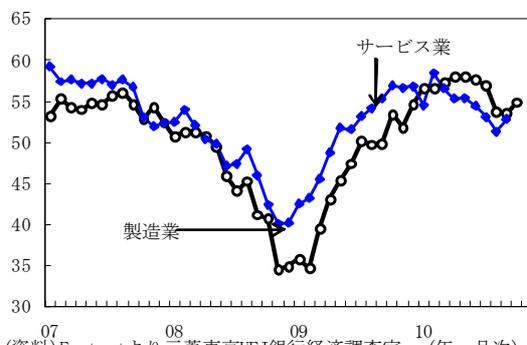
鉱工業生産は、9月には前月比+0.3%と3ヵ月連続して前年水準を上回り、緩やかな回復が続いている（第33図）。しかし、2008年秋の金融危機以前と比べて、水準的にはまだ8%低い。その結果、設備稼働率の水準も底を打っているとはいえ、7-9月期で78.7%と80%を下回る状況にあり、設備投資が盛り上がる環境にはない（第34図）。

## ③銀行貸出の動向

### 銀行の貸出姿勢は緩和気味

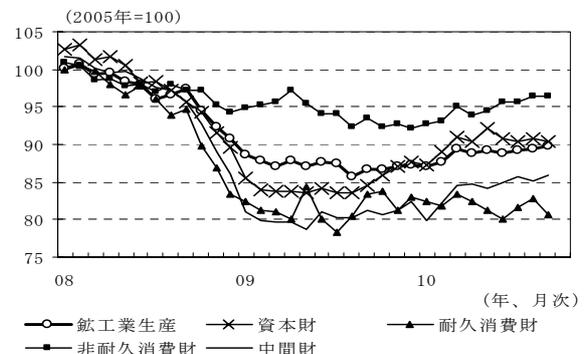
銀行の貸出姿勢は引き続き緩和気味であるが、足元、緩和度合いは弱まりつつある。イングランド銀行（BOE）による9月の貸出状況調査によれば、個人及び小企業向け担保付や大企業及び中堅企業向けの貸出姿勢は6月調査からほぼ横ばい推移となったほか、担保無の個人向け貸出姿勢はやや緩和している（第35図）。

第32図：購買担当者指数



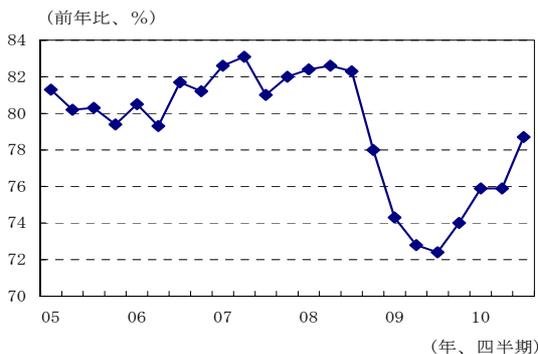
(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第33図：鉱工業生産



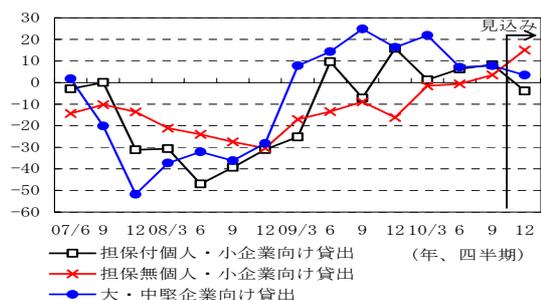
(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第34図：設備稼働率



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第35図：銀行の貸出姿勢



(注) DI値。値が大きいほど、貸出姿勢が緩い  
(資料) BOE「Credit Condition Survey」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

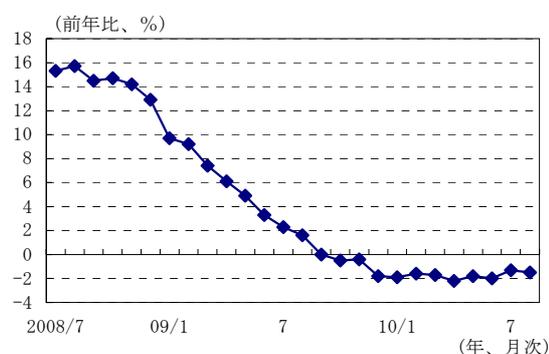
## 中小企業向け貸出は低迷

一方で、銀行の中小企業向け貸出は低迷している。2009年10月以降、前年水準を下回る状況が続いており、直近8月でも前年比▲1.5%であった（第36図）。しかし、申し込んだ金額に対し、実際にはどの程度承認されたかを示す承認率をみると、売上高1百万ポンド未満の小企業については、2008年秋のグローバル金融危機以前の水準を上回っているほか、売上高1百万～2,500万ポンドの中企業についてもグローバル金融危機前の水準まで戻している（第37図）。

## 資金需要の弱さが主因

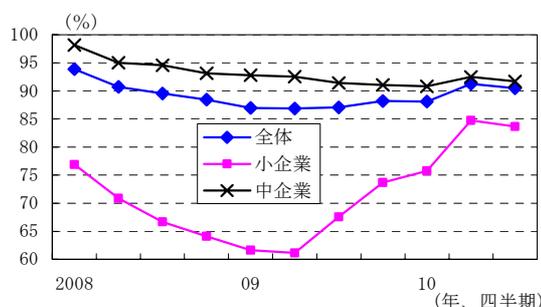
こうしてみると、中小企業向け貸出の不振は、中小企業側の資金需要の弱さに主な原因があるとみられる。イングランド銀行(BOE)の調査でも、景気の先行き不透明感、政府の歳出削減の動きなどから、中小企業は借換を除く新規の資金調達には消極的であるとされている。

第36図：中小企業向け貸出残高の動向



(注) 中小企業は売上高2,500万ポンド未満の企業  
(資料) BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第37図：中小企業向け貸出の承認率



(注) 1. 申し込み金額に対し、実際に承認された金額の割合  
2. 小企業は売上高百万ポンド未満、中企業は売上高は百万ポンド以上2,500万ポンド未満  
(資料) BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 緊縮財政の影響

### 英国政府は裁量的歳出を削減

英国政府は10月20日に中期歳出計画を発表した。通常、中期歳出計画は3カ年であるが、今回は2014年度までの4カ年にわたるものとなっている。これは、今回の中期歳出計画が6月の緊急予算で発表された財政赤字削減見通しに沿った歳出予算となっており、その財政赤字削減見通しでは2014年対GDP比が3%を下回ることになっているからである。

中期歳出計画では、主に裁量的経費の削減が図られている。義務的経費は主に年金や国債の利払費等で、政府の裁量で管理できるものではない。そのため、今回の中期歳出計画でも2010～2014年度にかけて、年金支給や国債利払費の増加等により16%増加することになる（第4表）。一方、裁量的経費は、年金受給資格年齢を2020年までに現状の65歳から66歳へ引き上げることや、今後4年間で公務員を49万人削減することなどにより、2010～2014年度にかけて1.4%削減されることになっている。ただし、医療、教育、国防、インフラ投資については、国民生活への影響等を考慮し、大幅な削減を避けるとしており、これらの項目を除いたベースでは、裁量

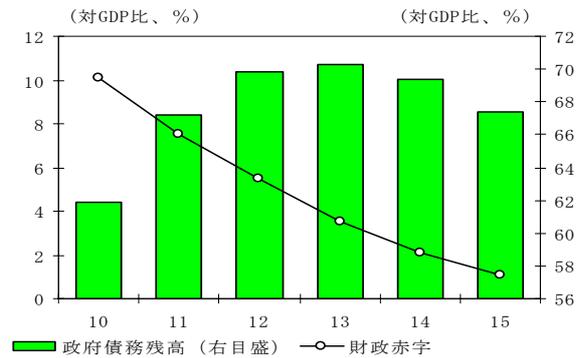
第4表：中期歳出計画

(単位：億ポンド、%)

	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度	10-14年度伸び率
歳出総額(TME)	6,968	7,018	7,130	7,242	7,398	6.2
裁量的経費(DEL)	3,943	3,868	3,868	3,888	3,889	▲1.4
義務的経費(AME)	3,024	3,151	3,262	3,355	3,509	16.0

(資料) 英国財務省「Spending Review 2010」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第38図：財政収支・政府債務残高



(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

実質的に裁量的経費は8.8%削減

的経費は8.8%削減されることになっている。

一方、歳入面では、来年1月より付加価値税率が現状の17.5%から、20.0%へ引き上げられるほか、銀行課税の実施、キャピタルゲイン課税の税率引き上げなどが始まる。それらの施策の効果で、財政赤字の対GDP比は2010年度の11.0%から2015年度には1.1%へ、政府債務残高の対GDP比は、2013年度末に70.3%に達した後、2015年度末には67.4%まで低下する見通しとなっている(第38図)。

景気の下押し圧力は免れず

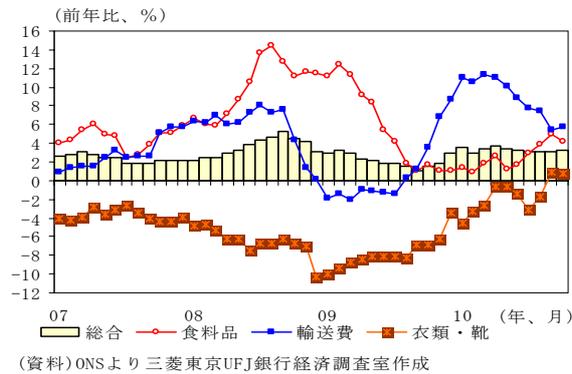
実体経済に与える影響については、政府は2011年度の実質GDP成長率を、0.3%ポイント押し下げるとしているものの、2012年度以降はこうした施策をとらない場合と比べて、成長率は同じか、若干上回るとしている。しかし、実際には、財政支出削減の直接的な影響のほかに、既に中小企業の借入姿勢に影響を与えているほか、消費者心理に与える影響も相当程度見込まれ、景気の下押し圧力となることは免れないであろう。

(3) インフレ率及び金融政策の動向

10月のインフレ率は前年比3.2%

10月の消費者物価上昇率は前年比3.2%と、大方の予想を上回り前月から0.1%ポイント加速した(第39図)。ガソリンやディーゼルなどの燃料価格が上昇したことが主因である。先行きについては、ロシアでの旱魃による小麦価格の上昇が食料品価格に反映される可能性、アジアでの洪水被害により綿の価格が高騰し、衣類価格が上げられる可能性もある。さらには、来年初めには付加価値税率引き上げの影響もあり、インフレ率は当面高い水準で推移することが予想される。

第 39 図：消費者物価上昇率



11 月の MPC では、現在の金融政策を維持。

11月4日のBOEにおける金融政策委員会（MPC）では、現状の金融政策が維持され、前日のFRBによる追加緩和に追随することはなかった。インフレ率は、BOEがターゲットとする2%を上回っているうえ、第3四半期の実質GDP成長率が高かった一方、企業の景況感や消費者心理に現れているように、景気の先行き不透明感も強かったためと考えられる。

#### (4) 今後の見通し

実質GDP成長率は2010年1.7%、2011年1.5%の見込み。

第3四半期の実質GDP成長率は前期比0.8%と高い伸びを示したが、建設投資の高い伸びが牽引したことや足元の景気状況を踏まえると、第4四半期の減速は免れない。その結果、2010年の実質GDP成長率は、前年比1.7%となる。

2011年については、財政緊縮策の影響が本格化することなどから、国内需要の回復も限定的なものにとどまる。実質GDP成長率は前年比1.5%と緩やかな回復にとどまるであろう。

金融政策については、2011年以降、財政緊縮等によるデフレ圧力の拡大が鮮明になってくれば、さらなる量的緩和も視野に入ってくるであろう。政策金利については、2011年末まで現在の水準が維持されるものとみられる。

(ロンドン駐在 本多 克幸)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2009 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)
ユーロ圏16カ国	12,517	▲ 4.0	1.5	1.1	0.3	1.5	1.4	▲ 784	▲ 110	▲ 12
ドイツ	3,353	▲ 4.9	3.3	1.8	0.2	1.1	1.0	1,633	1,922	1,830
フランス	2,676	▲ 2.2	1.5	1.4	0.1	1.6	1.5	▲ 513	▲ 485	▲ 463
イタリア	2,118	▲ 4.8	0.9	0.8	0.8	1.6	1.4	▲ 672	▲ 585	▲ 511
英国	2,184	▲ 5.0	1.7	1.5	2.2	3.1	2.7	▲ 276	▲ 458	▲ 429

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏16カ国			英国		
	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)
名目GDP	▲ 3.0	2.3	1.9	▲ 3.6	4.9	4.4
実質GDP	▲ 4.0	1.5	1.1	▲ 5.0	1.7	1.5
<内需寄与度>	▲ 3.3	1.0	▲ 0.5	▲ 5.7	2.9	1.9
<外需寄与度>	▲ 0.8	0.5	1.6	0.7	▲ 1.2	▲ 0.4
個人消費	▲ 1.0	0.2	▲ 0.9	▲ 3.3	1.1	1.6
政府消費	2.3	0.7	▲ 1.0	1.0	2.3	1.3
総固定資本形成	▲ 10.8	▲ 0.6	1.5	▲ 15.1	2.5	2.1
在庫投資	▲ 426	277	267	▲ 143	15	50
純輸出	552	911	2,056	▲ 299	▲ 454	▲ 509

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタが参加し15カ国、2009年にスロバキアが参加し16カ国。  
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。  
 3. 在庫投資、純輸出は実質値（ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2003年価格：億ポンド）。  
 経常収支は名目値（億ドル）。  
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率（HICP）。

照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL:03-3240-3204

E-mail: koji\_sakuma@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。