

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏ではインフレ抑制のため早期利上げ観測高まる、英国の回復感はまだ弱い～

1. ユーロ圏

(1) 景気動向

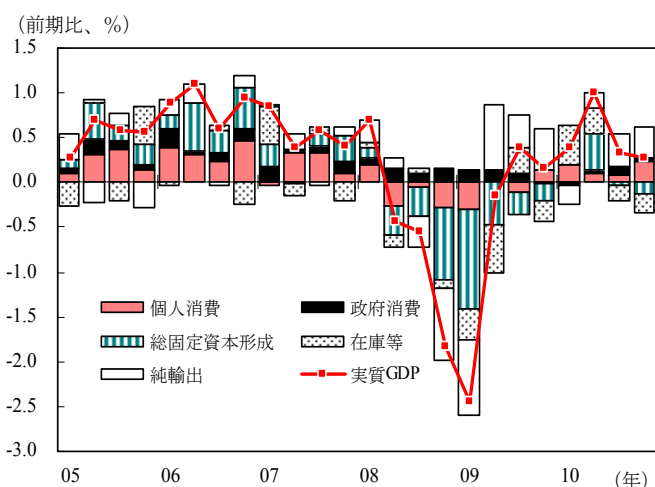
2010 年第 4 四半期も堅調に成長

ユーロ圏の実質 GDP 成長率は 2010 年第 4 四半期も前期比 0.3%と、第 3 四半期と同様に堅調に推移した。需要項目別にみると、輸出が同+1.8%と好調を続け、純輸出では同 0.4%ポイント成長に寄与した。個人消費も同+0.4%増加し、寒波にもかかわらず 5 期連続のプラス寄与となった（第 1 図）。2010 年年間では前年比 1.7%の成長を遂げ、周縁国がソブリン問題で低迷するなか、ドイツやフランスなど好調な主要国に支えられた。年間ではユーロ安とドイツ製造業の好調ぶりを受けて純輸出が同 0.9%ポイントと最大の成長要因となり、在庫が同 0.4%ポイントと続いた。

域内格差は引き続き鮮明

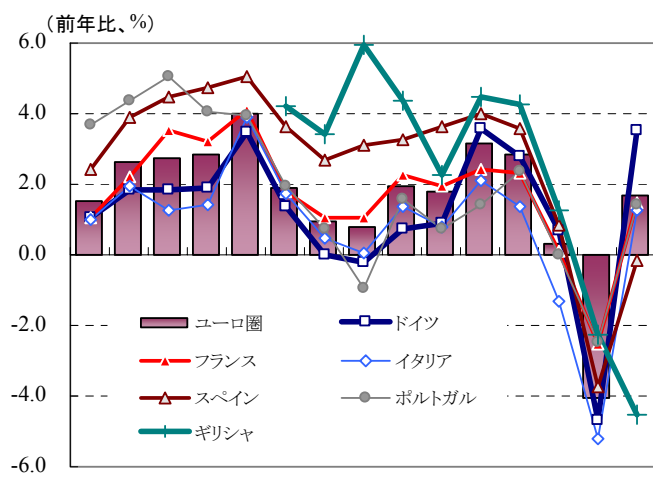
ただし、ユーロ圏の域内格差は引き続き鮮明であり、そうした状況は今年も続くとみられる。昨年内外需ともに好調であったドイツが、年間で前年比 3.5%の成長を遂げたのに対し、同年中に財政緊縮を開始したスペインは同▲0.1%とプラス成長を回復できず、ギリシャは個人消費など内需の低迷から同▲4.5%まで落ち込んだ（第 2 図）。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と内訳



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：ユーロ圏各国の実質 GDP 成長率

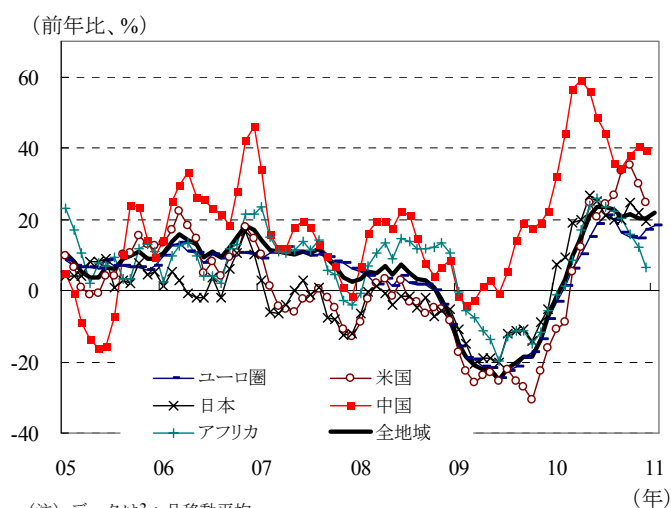


(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

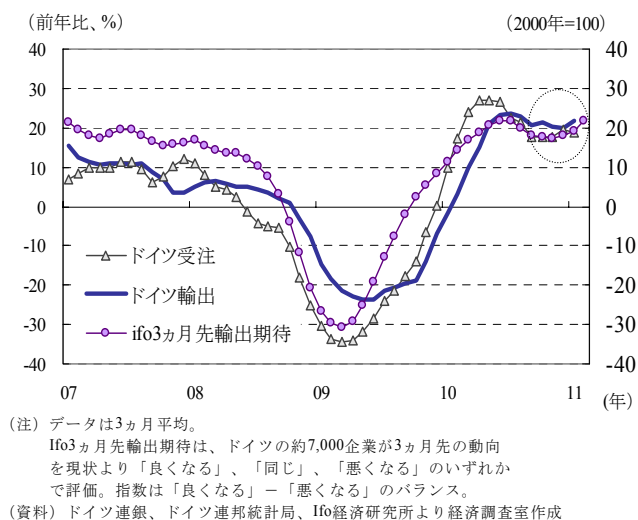
輸出はアジア向けを中心に堅調続く

ユーロ圏の足元の月次指標をみると、企業部門では輸出がドイツを中心に順調で、前年比約+20%のペースで増加が続いている（第3図）。ドイツ以外にも、フランスやイタリアが中国などのアジア向けを中心に伸びており、今後の輸出も主要国がユーロ圏全体を牽引する見込みである。

第3図：ドイツ地域別輸出



第4図：ドイツの輸出動向



自動車は対策効果剥落一巡も、小売全体では頭打ち

一方で家計部門をみると、自動車販売は対策効果の剥落が一巡し、ドイツやフランスでは約1年ぶりに前年比プラスに転じている。その他の国でもイタリアやスペインでマイナス幅が縮小しつつある。しかし、自動車を除く小売売上は伸びが頭打ちとなっている（第5図）。また、今年から本格化する各国の財政緊縮策の影響を考慮すると、今後の個人消費は力強さを欠く展開が予想される。

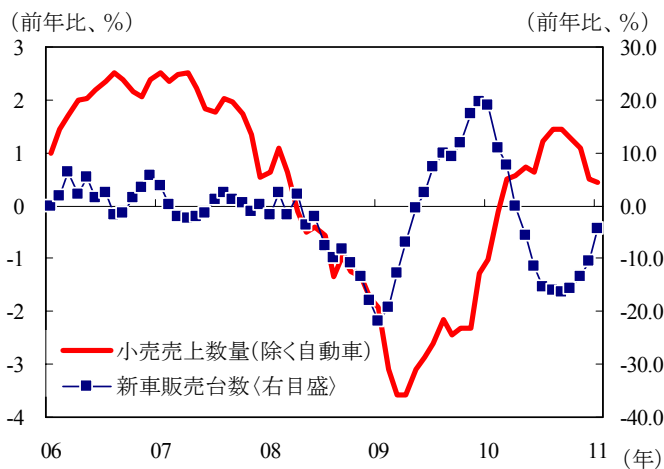
失業率は上昇一服の兆し

雇用環境は悪化によりやく歯止めがかかってきた。ユーロ圏全体の失業率は足元9.8%に低下し、ピーク（10.1%）から小幅ながら改善が窺える（第6図）。また、不動産バブルの崩壊により悪化が続いていたスペインやアイルランドでも、足元では失業率の上昇が一服しており、背景には住宅市場の調整の進展もあるとみられる。

賃金の伸びは引き続き弱い

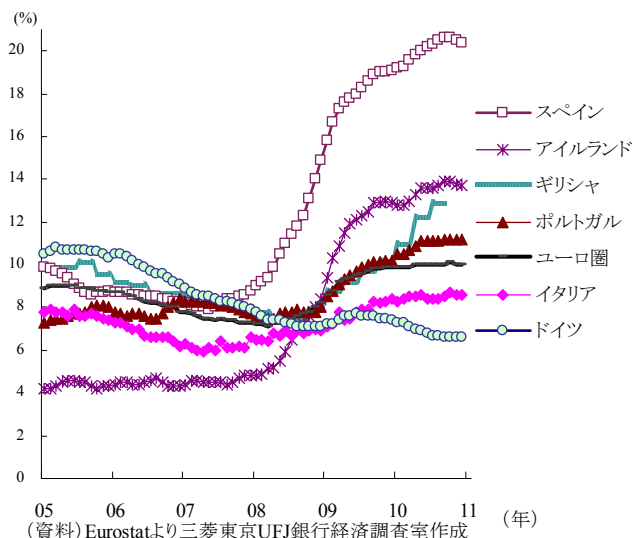
雇用環境には改善の兆しが窺えるものの、賃金の伸びは引き続き弱い。ドイツでは実体経済の好調を受けて労働組合側が強気な賃金交渉を進めているが、一方で各国で実施される財政緊縮策には公務員の昇給凍結やボーナス削減等が含まれるため、それが今後の賃金上昇の足かせになる虞もある。

第5図：ユーロ圏の新車販売と小売売上



(注) データは3ヵ月移動平均。
 (資料) Eurostat、ACEAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ユーロ圏失業率

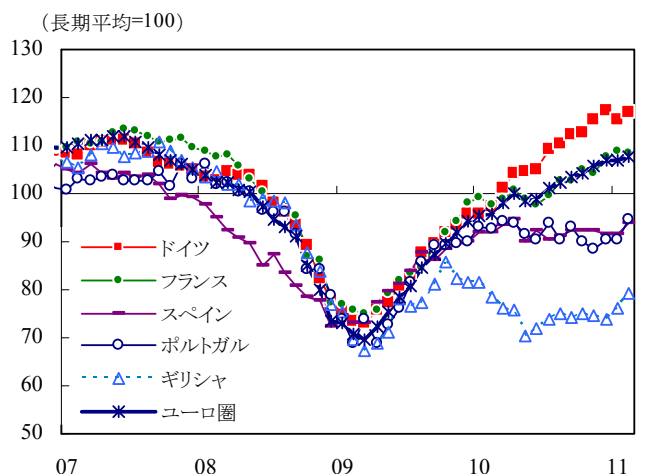


(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

企業景況感は明るい
 が、早期利上げ
 観測、本邦大地震
 の影響も

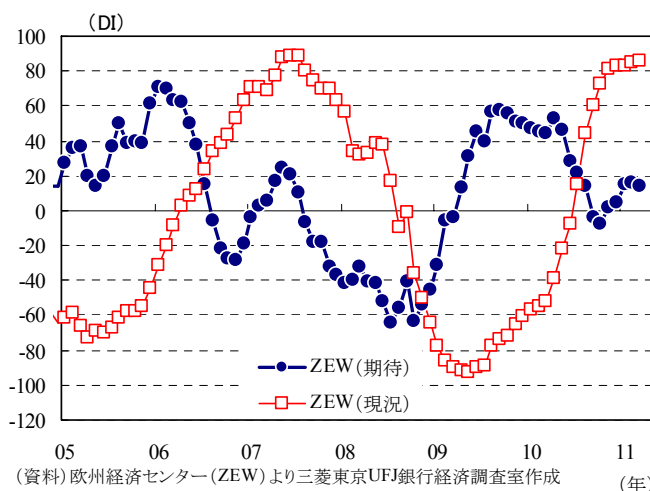
欧州委員会の総合景況感指数をみると、各国とも企業の景況感の改善が窺える(第7図)。しかし、3月15日に発表されたドイツのZEW景況感指数をみると、現況に対する評価値は好調な一方で、先行きに対する期待値が14.1(←2月15.7)と、5ヵ月ぶりの低下となった(第8図)。この期待値は、3月3日のECB理事会前の集計では22.6、ECB理事会後から3月11日の東北地方太平洋沖地震までは12.6、同地震後は9.1であったことも明らかにされた。ECBの早期利上げ観測、さらには日本の大地震が世界経済に与える悪影響を懸念する動きが出始めている。

第7図：欧州委員会総合景況感指数



(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8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

(2) 欧州ソブリン問題

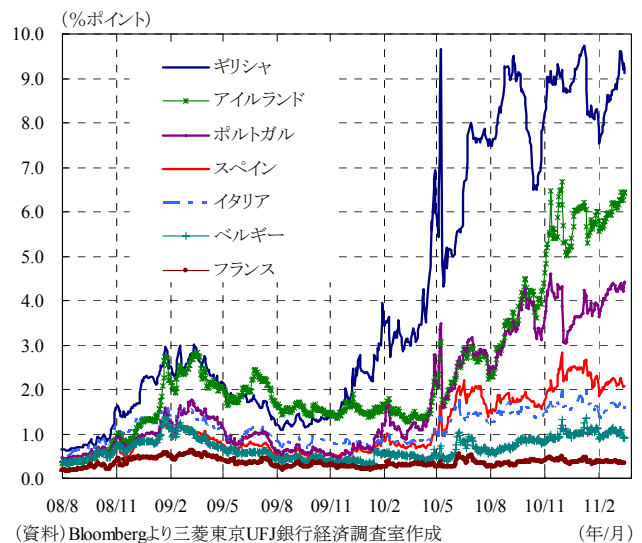
ユーロ安定に向けた動き進む

欧州ソブリン問題では、国毎に様々な問題が続くなか、ユーロ安定に向けた動きも進んでいる。3月11日に行われたユーロ圏臨時首脳会議では、欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）の貸出可能額の引き上げや、ギリシャ向け融資の条件緩和などで合意した。これらは当初、早くても3月24-25日のEUサミットで合意に至るとみられていたため、ポジティブサプライズとなった。目新しい内容は少なかったものの、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの対独ソブリンスプレッド（国債10年物の利回り差）は会議以降、幾分低下している（第9図）。

第1表：3月11日臨時首脳会議での合意事項

第9図：周縁国の対ドイツソブリンスプレッド

<ul style="list-style-type: none"> 欧州金融安定化ファシリティ（EFSF）の貸出可能額。 ⇒現行の2,500億ユーロから全額の4,400億ユーロに増強。
<ul style="list-style-type: none"> ギリシャ向け融資は金利を100bp引き下げ国際通貨基金（IMF）と同水準に。融資期間を3年⇒7年半に延長。
<ul style="list-style-type: none"> 欧州安定化メカニズム（ESM）による発行市場での債券購入を可能に。
<ul style="list-style-type: none"> ESMの実質的な融資規模は5,000億ユーロ。



ギリシャはさらに格下げ

国別にみると、ギリシャでは3月7日に格付け会社ムーディーズが、同国の財政再建の困難性を背景に、ソブリン格付けを従来のBa1から3段階引き下げてB1、見通しは「ネガティブ」とした。他の2つの格付け会社のBB+よりは低い格付けとなったが、既に投機的水準にあった格付けからのさらなる引き下げであること、また、ECBが昨年5月以降、適格担保として受け入れる国債の格付け基準を排除していることなどから、市場への影響は限定的であった。

アイルランドは14年ぶりの政権交代

アイルランドでは、2月25日に実施された総選挙で与党が大敗し、14年ぶりの政権交代が実現した。新政権の課題の1つに、EUからの融資金利の引き下げがあるが、11日のユーロ圏首脳会議では同引き下げは認められず、今後の再交渉の行方が注目される。

ポルトガルも格下げ

ポルトガルでは、景気低迷による歳入不足から政府が追加の財政緊縮策の導入を発表した。同国でも3月15日にムーディーズがソブリン格付け

金融支援要請か

を A3 に 2 段階引き下げ、弱い経済見通しや、財政赤字削減計画の実効性の低さ、銀行の資本増強の必要性を指摘した。ポルトガルがギリシャとアイルランドに続いて金融支援を要請する可能性は依然根強いとみられる。

スペインでは格下げも、他の 3 カ国とは差

スペインでも、ムーディーズが 3 月 10 日に金融再建コスト増による政府の資金調達環境の悪化から、同国ソブリン債格付けを Aa1 から Aa2 に引き下げ、見通しも「ネガティブ」とした。スペインはこの先 5、8、10 月と 200 億ユーロ単位の国債償還を控えているため、引き続き注意を要する。ただしムーディーズは格下げ時に、EFSF 支援が必要な状況ではないともコメントしており、ソブリンスプレッドや CDS などをもみても、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルとの違いは歴然としている(第 9 図)。

第 2 表: 国別問題点と今後のチェックポイント

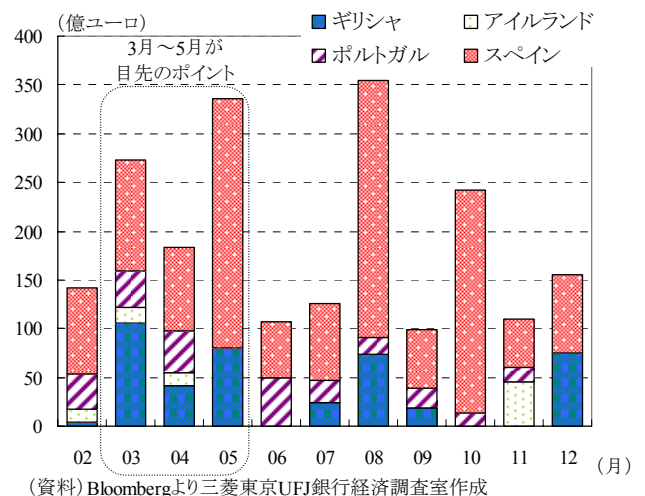
国	問題点	現状	今後のチェックポイント	金融支援要請
ギリシャ	財政再建の困難性	引き続き厳しい。	中期的な債務リストラ(国債買戻し議論の決着等)、財政再建計画の未達成、政治リスク。	○ (2010年5月)
アイルランド	銀行リスク、政情不安	2月25日に解散総選挙を実施⇒14年ぶりの政権交代。	新政権の支援条件再交渉の要求内容(銀行優先債投資家の損失負担、EU融資金利引き下げ等)、銀行資本注入額の上振れ。	○ (2010年11月)
ポルトガル	政局混乱、構造的な低成長	国債利回りは7%台の過去最高。追加の支出削減策、改革策を発表。支援要請の可能性有るが、影響は限定的。	流通債金利水準と国債リファイナンス動向、低い財政再建の遂行能力、EU/IMFへ金融支援要請。	可能性有り
スペイン	不動産バブル崩壊、不良債権問題	ストレステストとカハへの資本注入実施へ。⇒市場信託回復を目指す。	貯蓄銀行(カハ) Tier1増強における資本自己調達の進展と政府による資本注入額、流通債金利水準と国債リファイナンス動向。	-
イタリア	政治混迷	引き続き混迷。不信任案再提出も。	政権交代の有無。	-

第 10 図: 周縁国のソブリン格付け

	S&P	ムーディーズ	フィッチ
スペイン	AA ↓ (4/28)	Aa2 ↓ (3/10)	AA+ ↓ (5/28)
アイルランド	A- ↓ (2/2)	Baa1 ↓ (12/17)	BBB+ (12/9)
ポルトガル	A- ↓ (11/30)	A3 ↓ (3/15)	A+ ↓ (12/23)
イタリア	A+	Aa2	AA-
ギリシャ	BB+ ↓ (12/2)	B1 ↓ (3/7)	BB+ ↓ (1/14)

(注) 矢印は見直し。括弧内の日付は格付け効力発生日。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図: 2011 年国債償還スケジュール



(3) 物価と金融政策

インフレ率はエネルギー価格の上昇から ECB 目標を上回る

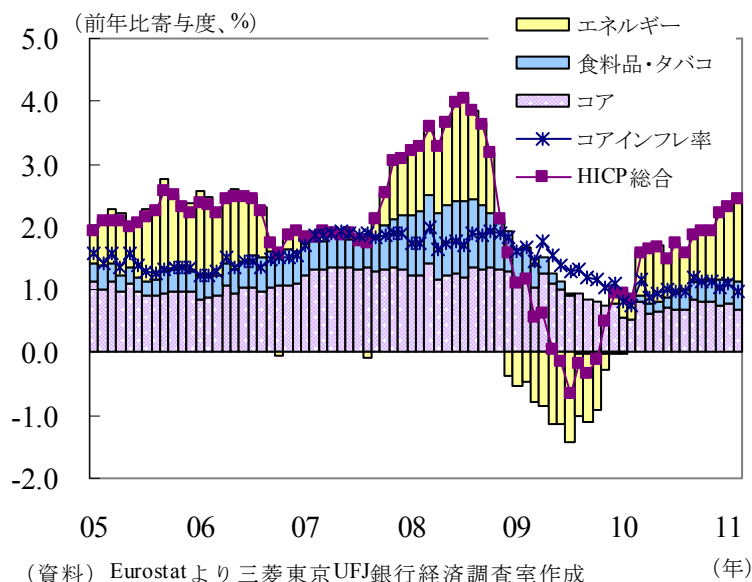
ECB はインフレリスクを強く警戒、早期利上げを示唆

ユーロ圏の 2011 年 2 月の消費者物価上昇率は前年比 2.4%と、前月の同 2.3%から加速し、ECB の掲げる 2%未満の目標を上回る状況が続いている。エネルギーなど商品価格の上昇が主因であり、エネルギー・食料品除くコアインフレ率は 1.0%で安定推移している（第 12 図）。

ECB は 3 月 3 日の定例政策理事会で、政策金利の据え置きを決定するも、インフレに対する強い警戒を表明した。インフレ抑制のため、早ければ来月にも利上げに踏み切る可能性が出てきた。また、インフレ圧力は当面継続する見通しであり、インフレ抑制の予防的措置のため、ECB が年内にもう一度利上げを実施する公算もある。

今回の利上げは実体経済の底堅さを反映して実施するものではない。北アフリカ・中東情勢などを受けて足元で物価上昇が急加速するなかで、価格転嫁や賃上げなどの二次的波及を防止するという予防的な目的が主体である。従って、東北地方太平洋沖地震などのグローバル経済への影響を見極めるために様子見スタンスを 1、2 ヶ月間続ける可能性もあるが、物価上昇に歯止めがかからない限り、基本的に ECB の早期利上げ方針は変わらないとみられる。

第 12 図：ユーロ圏消費者物価



利上げはインフレ抑制のファインチューニング

今回の利上げは物価上昇抑制に向けた金融政策のファインチューニングという意味合いが強いため、財政デフレや周縁国ソブリンリスクが残存していることを勘案すると、本格的な利上げ局面入りではないと思わ

ECB は二面戦略で 対応

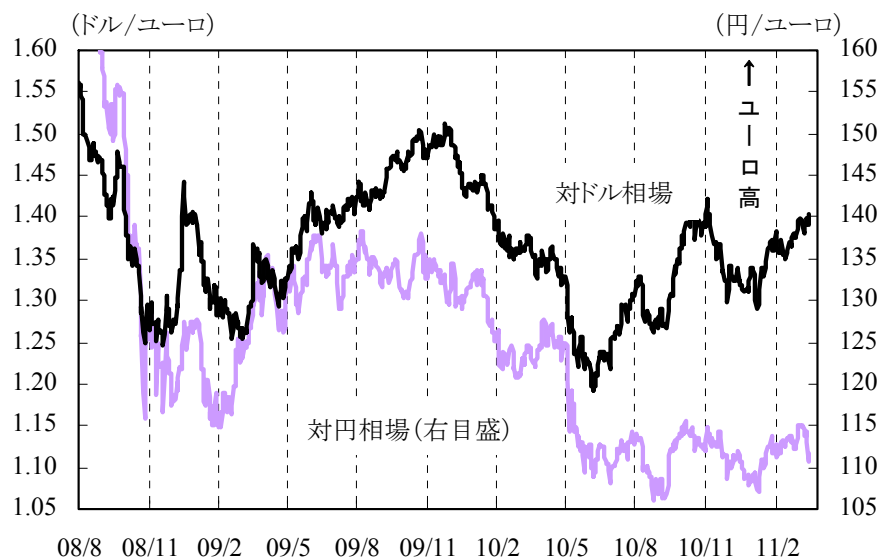
れる。また、ECB はユーロ圏全体の経済を慎重に見極めながら期間3ヵ月の資金を無制限に供給するオペを継続し、欧州周縁国の金融機関の資金繰りを支えるスタンスも維持している。当面は、インフレ期待の抑制と、域内金融問題という相反する課題に対応する二面戦略（予防的利上げ+潤沢な資金供給）で対応するとみられる。

(4) ユーロ為替相場

ECB の早期利上げ 観測に伴いユーロ は上昇

ユーロ為替相場は、2011年入り直後、欧州の財政懸念から1ユーロ＝1.30ドルを一旦割ったが、周縁国各国が1月の国債入札を無難に乗り切ったことや、金利先高感が台頭したことなどをを受けて、2月初には同1.38ドルまで上昇した。その後、エジプトの混乱を背景にした地政学リスクや欧州の財政不安から再びユーロが売られたものの、ECBの早期利上げ観測を背景に3月以降は1.40ドル近辺に上昇している。今後は、ECBの早期利上げ観測が押し上げ要因となる一方で、周縁国の国債入札など不安材料も残っており、ユーロ相場は方向感の定まりにくい展開が予想される。

第13図：ユーロ為替相場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年/月)

2. 英国

(1) 景気動向

緩やかな回復が続く

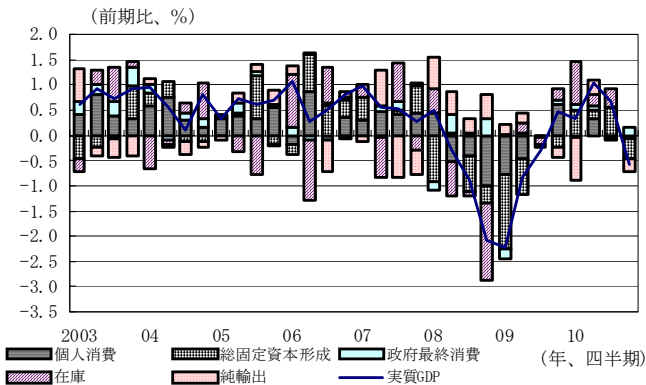
英国経済は引き続き上向いているものの、回復感は弱い。昨年第4四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.6%と5四半期ぶりのマイナス成長となった(第14図)。総固定資本形成、純輸出、個人消費が全体の成長率を押し下げている。11月下旬から12月にかけての大雪、低温といった悪天候が影響した。1月に付加価値税率引き上げを控え、12月には駆け込み需要が期待されたが、結果的には不発に終わっている。ただし、天候要因で低成長にとどまった反動から、今年1-3月期の成長率は嵩上げされるであろう。

1月の小売売上は高い伸び

1月の小売売上数量は、前年比+5.3%と前月のマイナス成長から一転、高い成長率を示した(第15図)。前月の悪天候による落ち込みの反動や店頭価格の引き上げを遅らせた小売店があったことなどが高い成長率につながったとみられる。失業率は2月も4.5%と9ヵ月連続で同水準にとどまった。失業保険申請者数は、2ヵ月ぶりに減少した。

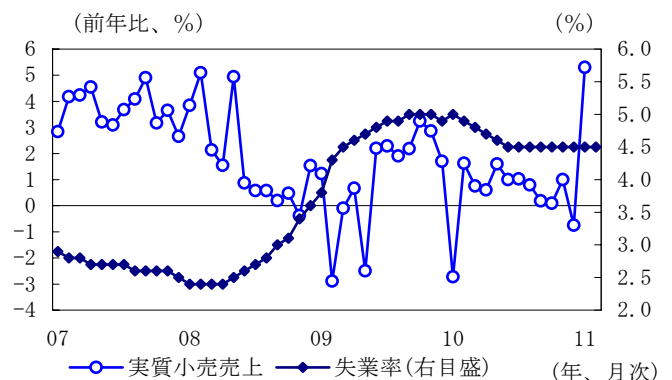
雇用改善の動きは止まったまま

第14図：実質GDP成長率



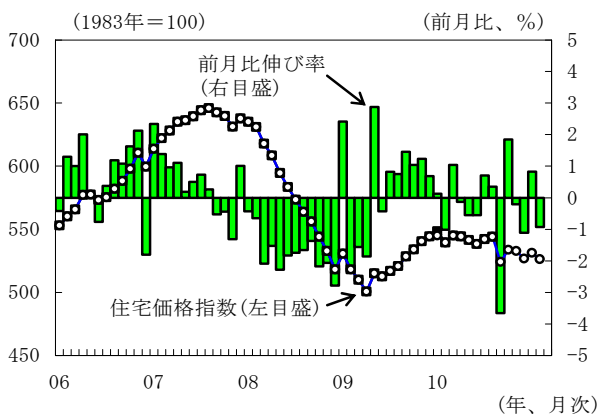
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：失業率と実質小売売上



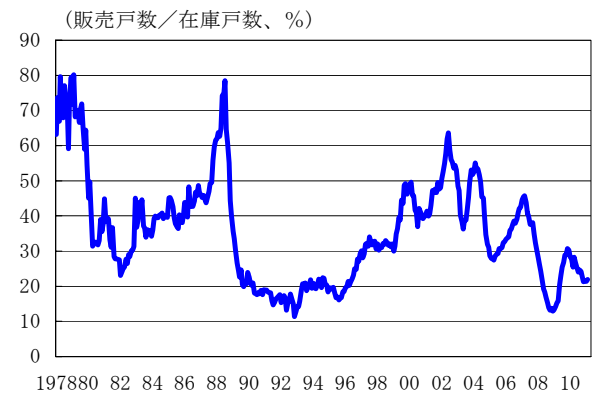
(資料)National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：住宅の価格の動向



(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17図：住宅販売在庫比率



(資料)RICSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年、月次)

**住宅需要が弱く、
住宅価格は弱含み**

2月のハリファックス住宅価格指数は、前月比▲0.9%と2ヵ月ぶりに前月比マイナスの伸びとなった(第16図)。RICS住宅販売在庫比率をみると、今年2月で21.9%と低い水準にあり、住宅販売の勢いは弱い(第17図)。需要が弱いことなどから、住宅価格は当面弱含みで推移するであろう。

**企業景況感は製造業とサービス業で
明暗**

企業の景況感を、購買担当者指数でみると、製造業は2月も前月と同水準の61.5と高い水準を示した(第18図)。製造業は輸出を起点に生産が好調であることが背景にある。一方、サービス業は2月に52.6と前月から1.9ポイント低下した。個人消費の弱さが影響しているとみられる。

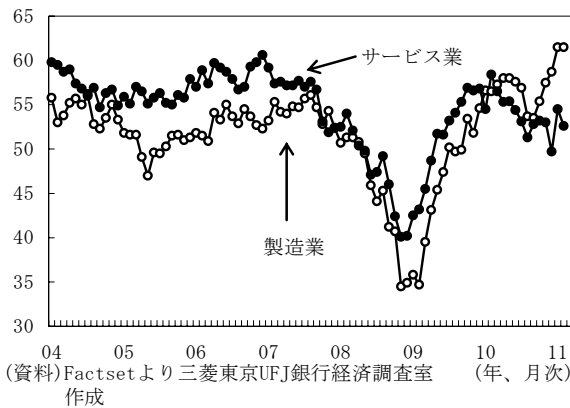
**鉱工業生産は増加
傾向**

鉱工業生産は増加傾向にある。1月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%と3ヵ月連続して前月水準を上回った(第19図)。耐久消費財が前月比+3.5%と高い伸びを示したほか、資本財も同+1.3%と6ヵ月連続してプラスの伸びを示した。

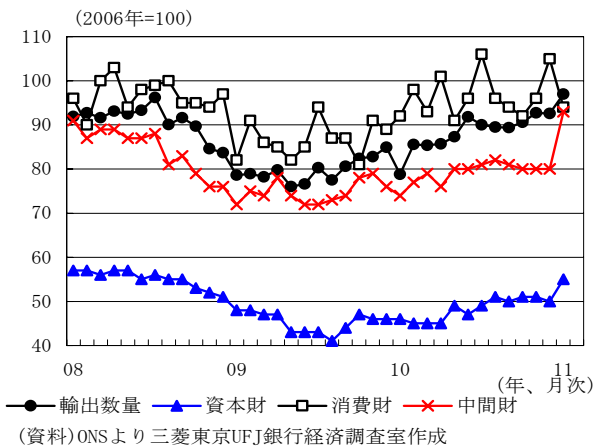
**輸出は回復傾向が
鮮明**

輸出については、回復傾向が鮮明である。1月の輸出数量指数は前月比+4.8%と堅調に推移した(第20図)。特に、中間財と資本財は、それぞれ前月比+16.3%、同+10.0%と2桁の伸びとなった。対ユーロでのポンド安が輸出促進に寄与している(第21図)。

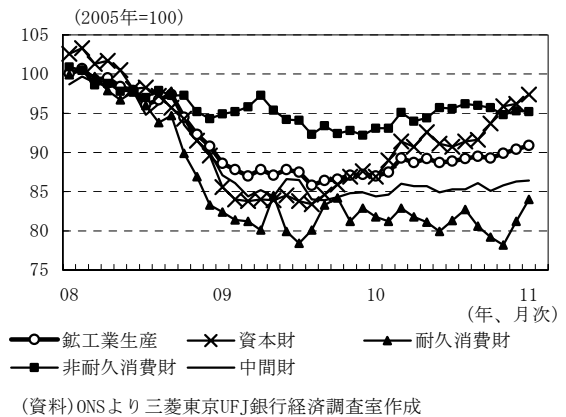
第18図：購買担当者指数の動向



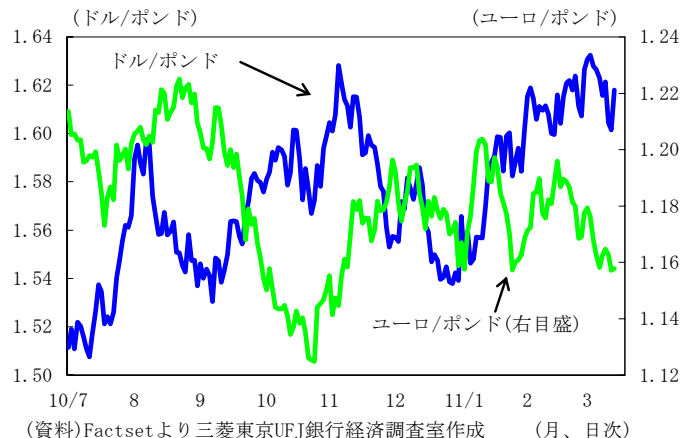
第20図：輸出数量指数の動向



第19図：鉱工業生産の動向



第21図：ポンド為替レートの推移



(2) 物価及び金融政策の動向

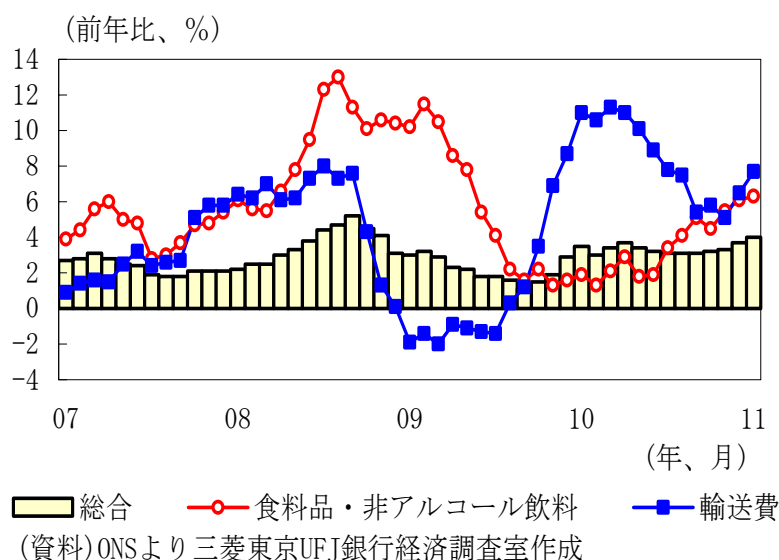
1月のCPI上昇率は前年比4.0%

1月の消費者物価上昇率は前年比4.0%と前月より0.3%ポイント上昇した(第22図)。輸送費が前年比7.7%、食料品・非アルコール飲料が同6.3%上昇したことが、全体の伸び率を押し上げた。2月15日に発表されたイングランド銀行(BOE)のインフレーションレポートによれば、消費者物価上昇率は、当面、前年比4~5%の高い水準で推移するとされている。

BOEは、現在の金融政策を維持

こうしたなか、3月10日のBOEの金融政策委員会では、現状の金融政策が維持された。市場では、早ければ5月の利上げが予想されている。しかし、昨年10-12月の実質GDP成長率は天候要因を除いても前期比0%程度であったことを踏まえると、景気の回復力はそれほど強くない。BOEの利上げは、今年第3四半期となろう。

第22図：消費者物価上昇率



照会先：経済調査室 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せよう、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、弊行ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。