

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏ではインフレ抑制のため予防的利上げ、英国では弱い指標が散見～

1. ユーロ圏

(1) 概要

2010 年は輸出主導により堅調に成長

域内格差は鮮明

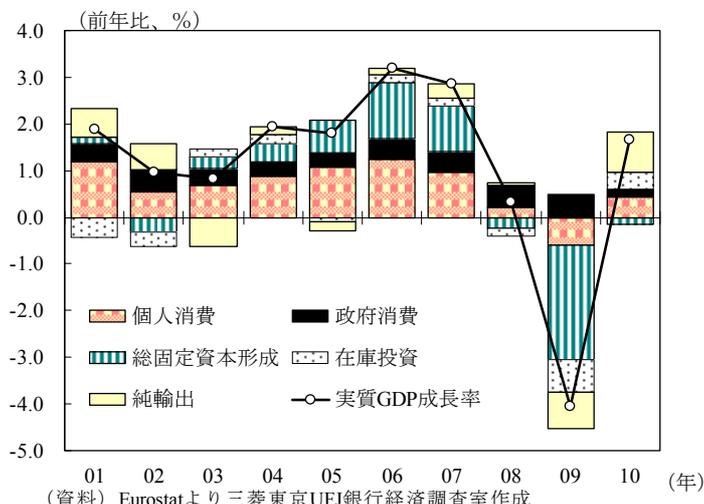
ECB はインフレ抑制のため予防的利上げを実施

ユーロ圏は、輸出主導により 2010 年に実質 GDP 成長率 1.7%の成長を遂げた（第 1 図）。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。ただし、ユーロ圏の域内格差が鮮明に表れ、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%成長したのに対し、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）。

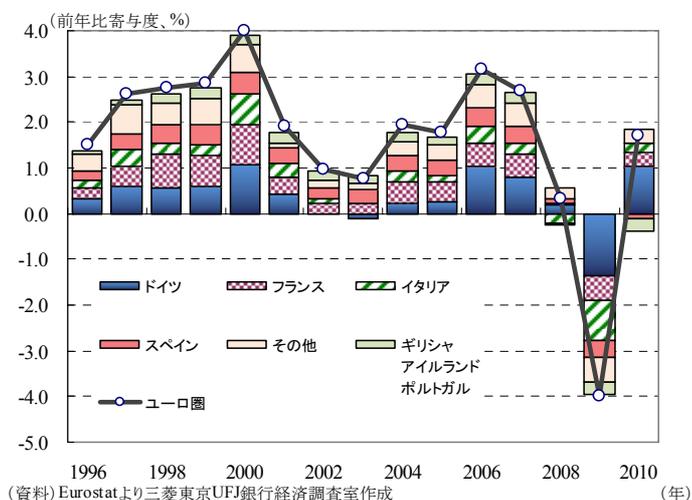
構造的な低成長を背景に、今年もマイナス成長が見込まれるポルトガルでは、財政緊縮案が国内議会で否決され、ソクラテス首相は辞任。ギリシャ、アイルランドに続き、EU・IMF へ金融支援を要請した。

こうした周縁国の不安材料を抱えながらも、足元で物価が急上昇したことを受けて、欧州中央銀行（ECB）はさらなるインフレ期待や二次的影響を回避するため、金融危機以来初めてとなる政策金利の引き上げを決定した。

第 1 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の需要項目別内訳



第 2 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の国別内訳



(2) 景気動向

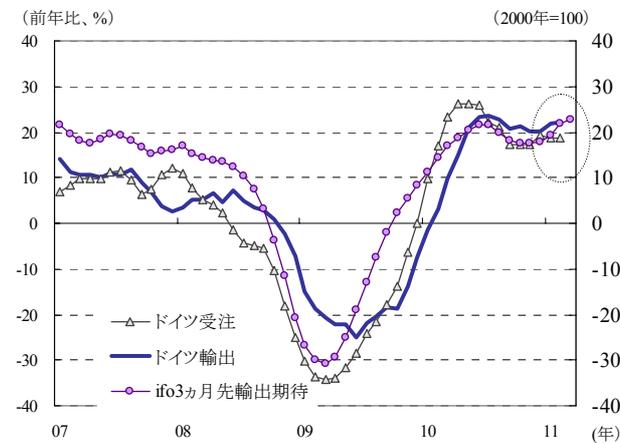
輸出はアジア向け
を中心に堅調続く

2011年1QGDPは
成長加速に期待

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%のペースで増加を続けている。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、今後も主要国がユーロ圏全体を牽引する見込みである。輸出の先行指標である製造業受注指数も、好調が続いている（第3図）。

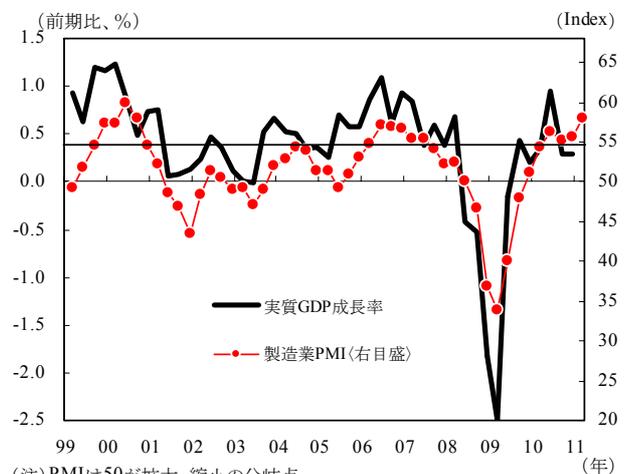
ユーロ圏全体の購買担当者指数（PMI）をみても、第1四半期は平均57.9と業況の拡大・縮小の境目である50を大幅に上回った。第1四半期の実質GDP成長率も、昨年（2010年）の第4四半期から加速が期待される（第4図）。

第3図：ドイツの輸出動向



(注) データは3ヵ月平均。
Ifo3ヵ月先輸出期待は、ドイツの約7,000企業が3ヵ月先の動向を現状より「良くなる」、「同じ」、「悪くなる」のいずれかで評価。指数は「良くなる」－「悪くなる」のバランス。
(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

第4図：ユーロ圏購買担当者指数



(注) PMIは50が拡大・縮小の分岐点。
(従来は55を超えると利上げ、50を下回ると利下げの傾向あり。50下回ると成長率もマイナスになりやすい。)
(資料) Eurostat、Markitより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

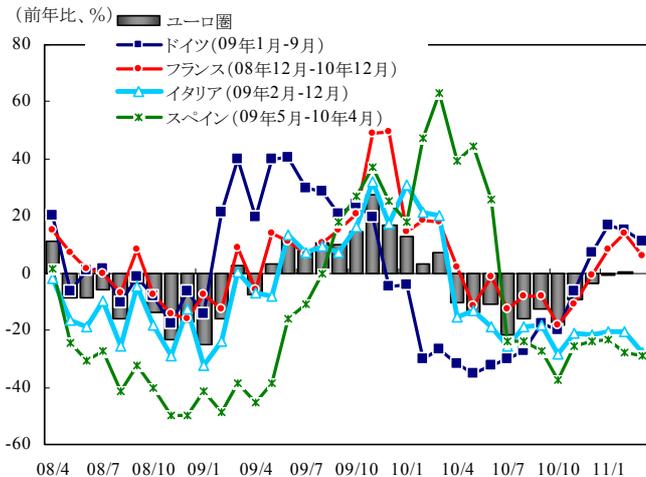
消費動向は総じて
弱い

一方で家計部門をみると、自動車販売は対策効果剥落の一巡後にプラスに転じたものの、ドイツやフランスでは既に伸びが鈍化しており、力強い成長は期待しにくい。イタリアやスペインでは、プラスに転じる前に、マイナス幅が拡大した（第5図）。自動車を除く小売売上も伸びが頭打ちとなっており、足元の消費動向は総じて弱い。

雇用環境は改善の兆しも、二極化

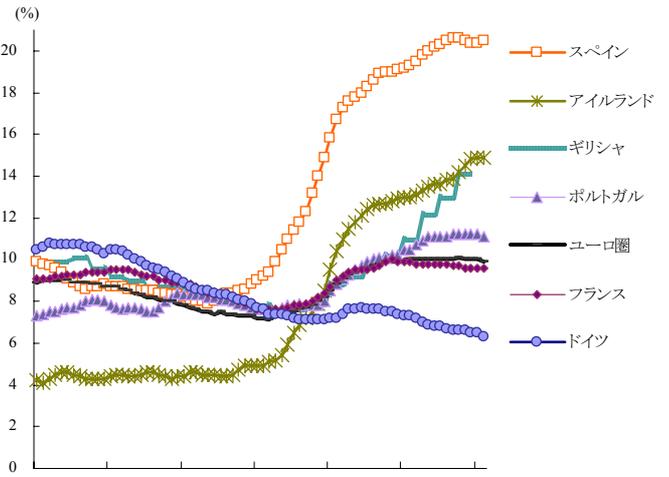
ユーロ圏の雇用環境は、全体としては悪化に歯止めがかかっている。ユーロ圏の失業率は足元9.9%に低下し、ピーク（10.1%）から小幅ながら改善した（第6図）。ただし、失業率の動向も二極化が続いており、ドイツやフランスで低下が続く一方で、一時は改善の兆しが窺えたスペインやアイルランドは再び上昇した。欧州ソブリン問題の発端となったギリシャでも、公務員の削減などの財政緊縮策や、国内経済の混乱などから上昇が続いている。

第5図：ユーロ圏の新車販売



(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

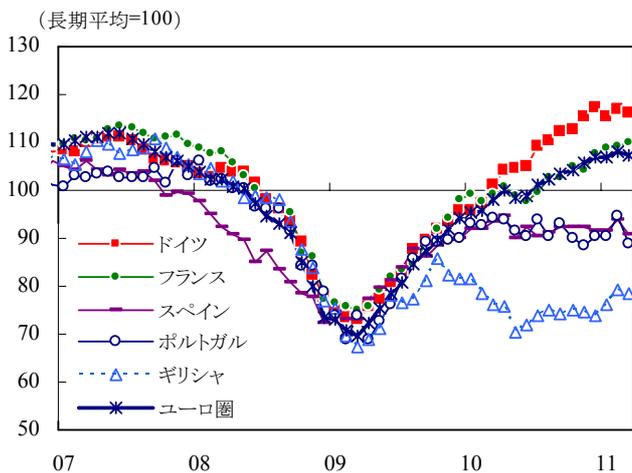


(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

企業景況感は、
 ECBの利上げ、東
 日本大震災の影響
 から不透明感

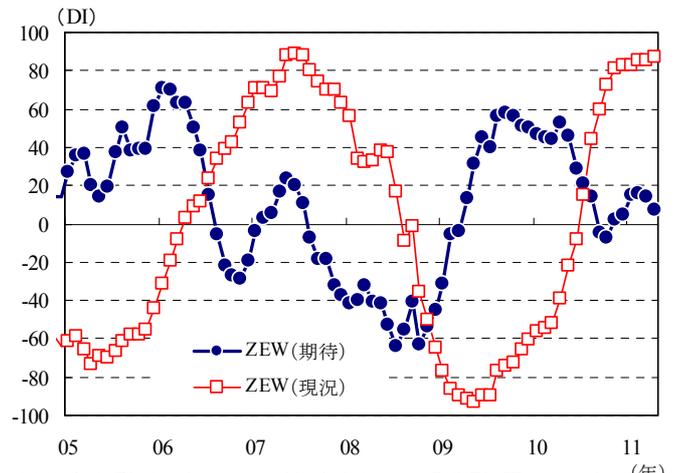
欧州委員会の総合景況感指数をみると、先行き不透明感から各国とも頭打ちとなっている(第7図)。4月のドイツのZEW景況感指数をみても、現況に対する評価値は上昇が続いた一方で、先行きに対する期待値が2ヵ月連続の低下となった(第8図)。ECBの利上げや、東日本大震災の影響に対する警戒感が表れている。

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 (年)

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 (年)

(3) 欧州ソブリン問題

ポルトガルが信用不安拡大で金融支援を要請

欧州ソブリン問題では、ポルトガルが信用不安の拡大により EU・IMF に金融支援を要請した。ポルトガルでは 3 月下旬に与党の提案した財政緊縮案が議会で否決され、これによりソクラテス首相は辞意を表明した。この混乱を受けて格付け会社 S&P は同国のソブリン格付けを BBB- に引き下げ、見通しもネガティブとした。

今回の金融支援要請は、既に辞意を表明しているソクラテス首相が、6 月 5 日の総選挙まで暫定政権を運営しているなかで行なわれた。4 月と 6 月に国債の大量償還を控えるなかで、国債利回りが 8% 台後半に跳ね上がり、リファイナンス懸念が拡大する一途となったことから、支援要請以外の選択肢がなくなったためである。今後のポルトガルの財政運営は、EU の管理下で行なわれることになる。

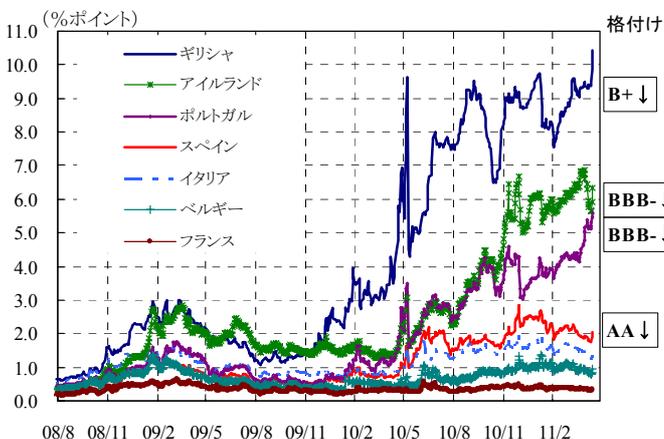
ポルトガル支援は EFSF の枠組の中でカバーできる見込み

支援の規模や形式などの詳細は今後詰められるが、「支援金額は約 800 億ユーロの見通し」と欧州委員が明らかにした。これは、現在の欧州金融安定ファシリティ (EFSF) の枠組の中で十分カバーできるものである。また同国の経済規模はユーロ圏の 2% 未満と小さいため、金融支援を受けても、ユーロ圏全体への悪影響は限定的とみられる。スペインなど他の周縁国へのさらなる波及リスクも今のところ小さい。実際、ドイツとのソブリンスプレッド (10 年物国債の利回り格差) をみると、ポルトガルの支援要請以降もスペインやイタリアは縮小基調にあり、市場がこれらの国をポルトガルと峻別していることが窺える。

他の周縁国への波及リスクは限定的

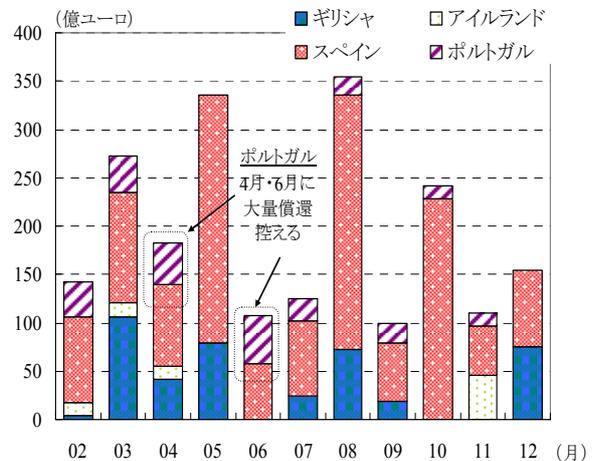
EU 財務相会合では、ポルトガルの財政再建策・構造改革案を 5 月中旬までにまとめる方針で合意した。6 月の総選挙を前に、同国の与野党含む超党派が同案に合意することを条件に、早ければ 5 月中にも第 1 弾の融資が実施される見込みである。

第 9 図：周縁国の対ドイツソブリンスプレッド



(注) 格付けは大手3社の中で最も低いもの。矢印はネガティブ見通し。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：2011 年国債償還スケジュール



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ギリシャは追加の 財政緊縮策を発表

一方で、ギリシャ政府は4月15日に、追加の財政赤字削減策を発表した。760億ユーロ相当の財政緊縮策と国有資産売却を追加で実施することになり、2010年にGDP比約10%が見込まれる財政赤字を2014年にEUの基準である同3%未満、15年には同1%に引き下げる。積極的な目標ではあるが、実効性に懸念が残ることや、将来的な債務再編の可能性が再び注目されてきたことなどから、不透明感が拭えない。同日のギリシャ国債10年物利回りは13%を超え、ドイツとのスプレッドも10%ポイント以上に拡大して過去最大となった。

アイルランドは弱い 財務力と経済見 通しを受けて格下 げ

また、同日、格付け会社ムーディーズはアイルランドのソブリン格付けを2段階引き下げ、Baa3（BBB-に相当）とした。政府の財務力の低下や、弱い経済見通しが背景。アイルランドの国債10年物利回りも10%近くまで上昇した。

第1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。 4月15日に追加の赤字削減策を発表。	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8%台後半の過去最高。 財政緊縮案が国内で否決、首相辞意。 支援を要請も、他国への波及は限定的。	金融支援の条件、流通債金利水準と国債リファイナンス動向。	○ (2011年4月)
スペイン	不動産バブル崩壊 不良債権問題	ストレステストと貯蓄銀行(カハ)への 資本注入実施へ。 ⇒市場信認回復を目指す。	貯蓄銀行(カハ)Tier1増強における資本自己調達と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。	-

(4) 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

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、エネルギー価格などの上昇を背景に足元2.7%に加速し、ECBが目標とする2%未満を4ヵ月連続で上回っている(第11図)。また、生産者物価指数も総合で前年比6.6%、エネルギー・建設を除くコア指数でも同4.5%まで上昇しており、物価の上昇に歯止めがかかっていない。

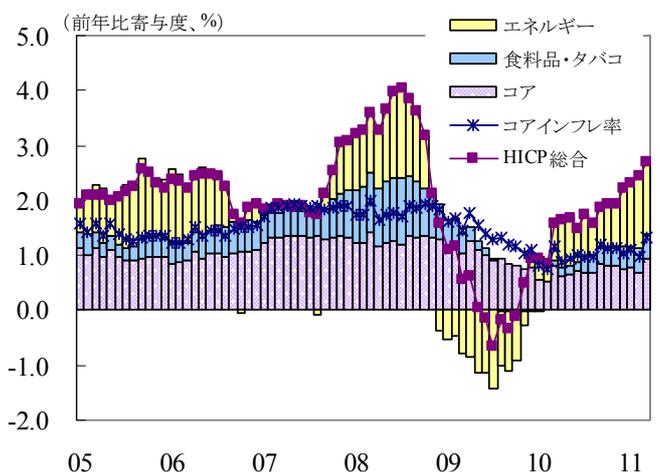
ECBは4月7日の定例理事会で政策金利を過去最低の1.00%から25bp引き上げ、1.25%とした。決定は全会一致。政策金利の変更は、2008年のリーマンショックを受けた利下げ局面で2009年5月に1.00%に引き下

ECB はインフレ抑制のため予防的利上げ

げられて以来、約2年ぶり。トリシェ総裁は前回（3月）の記者会見において、インフレに対する「強い警戒（strong vigilance）」を表明。この「強い警戒」は過去の利上げ実施前月に使用していたキーワードであり、さらに、4月に利上げ実施の「可能性がある」とも具体的に言及するなど、事実上の利上げ予告を行っていた。以降、東日本大震災の影響も考慮されたが、ユーロ圏の物価動向に変化はなかったため、予告通りの利上げとなった。

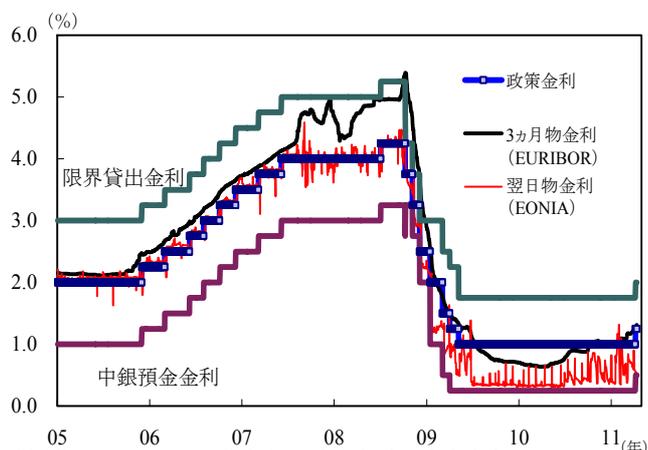
トリシェ総裁は今回、追加利上げに含みを残しつつも、連続的な利上げサイクルの開始ではないことを強調した。景気の先行き不透明感やソブリン問題が燻り続けることなども勘案すると、次回の利上げは年内ではあるが、通常の利上げペース（3ヵ月毎）には沿わないと予想される。

第11図：ユーロ圏消費者物価



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第12図：ユーロ圏主要金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ECBは、前回の理事会で期間3ヵ月の資金を無制限に供給するオペを継続するなど、欧州周縁国の金融機関の資金繰りを支えるスタンスを維持している。今回の記者会見でトリシェ総裁は、理事会前日に金融支援要請を行ったポルトガルに対し、ECBとしても支援要請を「促した」ことを明かした。

一方で、スペインについては「正しい方向に進んでいる」と述べており、今のところ他の周縁国への波及リスクは限定的とみているととれる。国債購入措置の継続など、具体的な方針には今回触れなかったものの、インフレ期待の抑制と域内財政金融問題という相反する課題に引き続き対応していくとみられる。

ECB はインフレリスクとソブリン問題の双方に対応する政策運営に

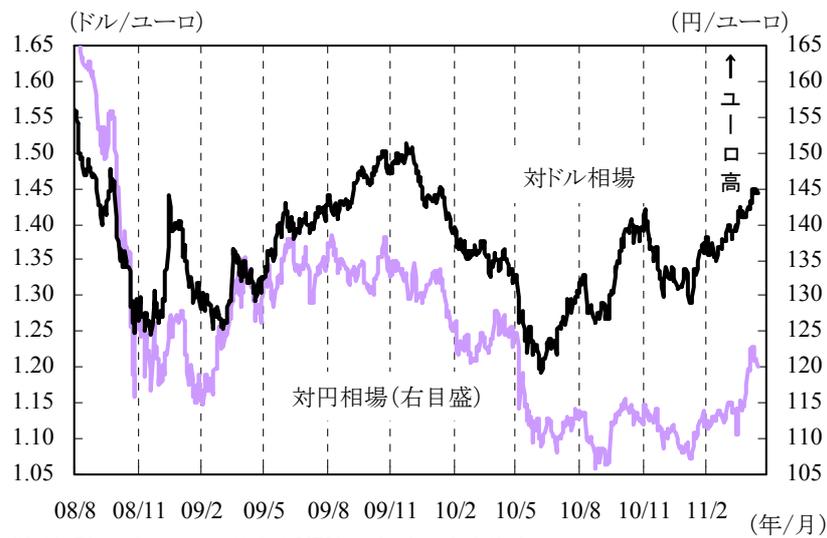
低迷の続く周縁国とそのソブリン問題に直面するユーロ圏だが、一部で懸念されたほどデフレ要因にならず、需給ギャップはさほど拡大しなかった。それゆえに、ECB はドイツなどのコア国が牽引する景気拡大の中で利上げに踏み切ることが可能だったといえる。ポルトガルが EU・IMF に金融支援を要請した後は、国債利回りが低下するなどマーケットにも落ち着きがみられる。今後は、好調なドイツ経済とそれに伴うインフレリスクと同時に、ユーロ圏内の構造問題を引き続き抱えながらの景気展開となることが想定される。こうした難しい局面に対して ECB は、「予防的利上げ+潤沢な資金供給」という二面戦略で政策運営を行うことになろう。

(5) ユーロ為替相場

ECB の利上げ観測に伴いユーロは上昇

ユーロ為替相場は、2011 年入り後、欧州の財政懸念や中東情勢の激化に伴う混乱から 1 ユーロ=1.30 ドルを一旦割ったが、ECB の早期利上げ観測を背景に、3 月以降は同 1.40 ドル近辺に上昇した。4 月の ECB 理事会に向けて、同 1.40 ドルを超えて上昇した後も、さらなる利上げ観測からユーロ買いが続いている。今後は、ECB の追加利上げ観測が押し上げ要因となる一方で、周縁国の国債入札や財政緊縮策の進捗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



2. 英国

(1) 景気動向

景気回復の勢いは弱い

昨年第4Qの実質GDP成長率は前期比▲0.5%

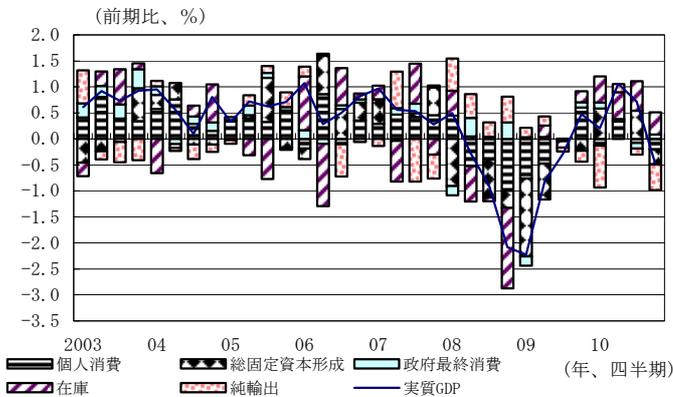
失業率は4.5%のまま

英国経済は引き続き回復傾向にあるものの、その勢いは弱く、力強さに欠けている。3月29日に発表されたGDP統計の確定値をみると、昨年第4四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%と改定値から0.1%ポイントマイナス幅が縮小した(第14図)。総固定資本形成の前期比の落ち込み幅が0.7%ポイント縮小したことや在庫投資の上方修正が実質GDP成長率のマイナス幅縮小に寄与した。

英国の国立経済社会研究所(NIESR)は、今年第1四半期の実質GDP成長率を前期比0.7%とする予測結果を発表した。産業部門別では民間サービス部門と公的サービス部門がそれぞれ前期比+0.9%増加し、全体の成長率の押し上げに寄与する形となっている。

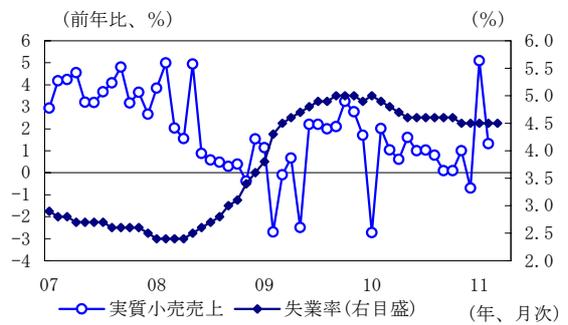
家計部門についてみると、3月の失業率は5ヵ月連続して4.5%にとどまった(第15図)。雇用情勢改善の動きは止まったままである。実質小売売上の動きをみると、2月には前年比+1.3%と1月の同+5.1%から低下した。1月には12月の悪天候の反動増により高い伸び率となったが、2月にはそ

第14図：実質GDP成長率



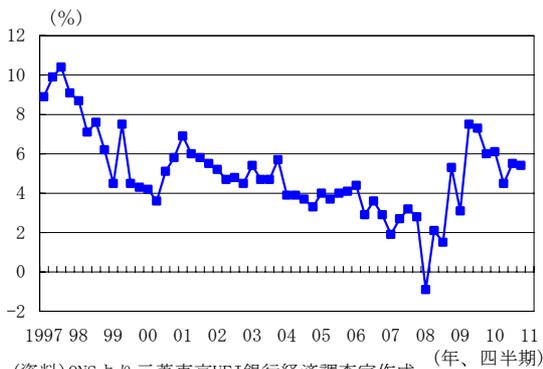
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：失業率と実質小売売上



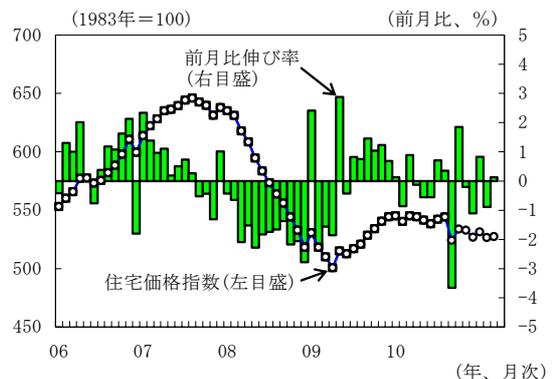
(資料)National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：家計貯蓄率の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：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

家計部門の貯蓄率は高止まり

うした効果が剥落している。個人消費回復の足取りは鈍いといえよう。

昨年第4四半期の家計部門の貯蓄率は5.4%と第3四半期の5.5%から0.1%ポイント低下したものの、過去10年の期間で見れば高い水準にある(第16図)。家計のバランスシート調整は進行中であり、依然、家計の消費意欲が盛り上がる気配はない。

住宅価格は弱含み

3月のハリファックス住宅価格指数は、前月比+0.1%と2ヵ月ぶりに前月比プラスの伸びとなった(第17図)。ただし、住宅価格が上昇傾向に転じたとまではいえず、依然、弱含みの展開が続くとみられる。

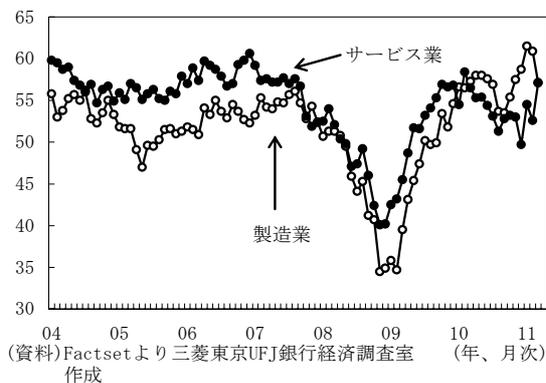
景況感からみた企業の業況は拡大

企業の景況感を、購買担当者指数でみると、3月には製造業、サービス業、いずれも57.1となった(第18図)。製造業が前月比3.8ポイント低下する一方、サービス業は4.5ポイント上昇した。業況の拡大、縮小の境目となる50を上回っていることから、いずれも業況は拡大していると判断する割合が高いものの、サービス業については、3月の上昇幅が大きいことから、4月の反落リスクを注視する必要がある。

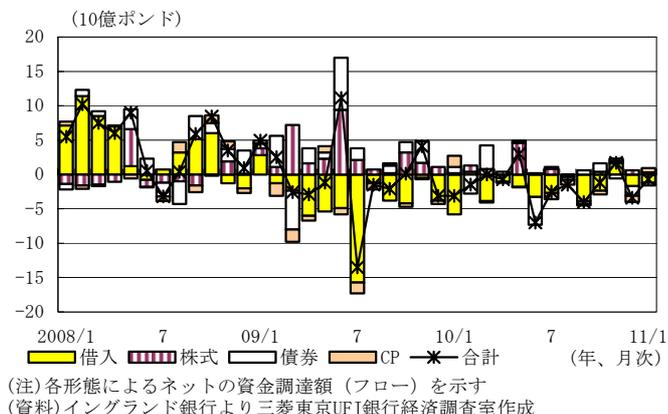
企業の資金調達の動きは弱い

一方、企業の資金調達の動きは弱い。2009年から続く企業の債務削減の動きは、現在も続いている。株式による資金調達は、やや持ち直しつつあるものの、銀行借入や債券、CPなどは調達よりも返済が多い傾向にある(第19図)。景気が本格回復に至っておらず、大型の設備投資に踏み切る企業が少なくなどが影響しているとみられる。

第18図：購買担当者指数の動向



第19図：企業の資金調達動向



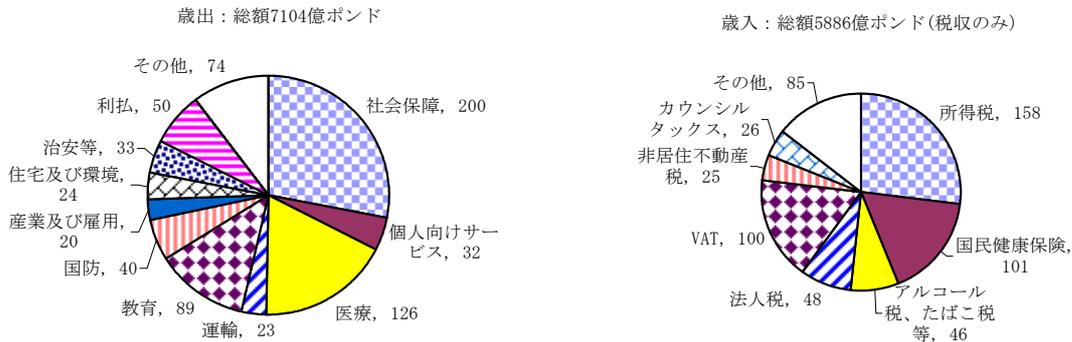
(2) 財政の動向

政府が2011年度予算を発表

3月24日に英国政府の2011年度予算が発表された。歳出総額は7,104億ポンドと前年比2.3%増、歳入総額は5,886億ポンドと前年比7.3%増となっている(第20図)。歳出面では、年金等の社会保障費や医療費が大きい。この2つで全歳出の46%程度を占めている。歳入面では、所得税、国民医療税、付加価値税の割合が大きくなっている。

今回発表された2011年度予算自体は、2011年度について、財政赤字を

第 20 図：英国 2011 年度予算案



(注)単位は10億ポンド
(資料)英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2011 年度は 39.5 億ポンドの財政赤字削減

拡大させる構造となっている。燃料税の引き下げや住宅の初回購入者向け補助金の充実などで、1 千万ポンドほど財政赤字を拡大させることになる(第 2 表)。しかし、昨年 10 月の中期歳出計画、昨年 6 月の緊急予算、及び 2010 年度予算以前に今年度実施が措置された増税等の施策により、結果的には、2011 年度は 39.5 億ポンドの財政赤字削減が図られることになる。

経済成長率の見方は足元慎重、先行き楽観

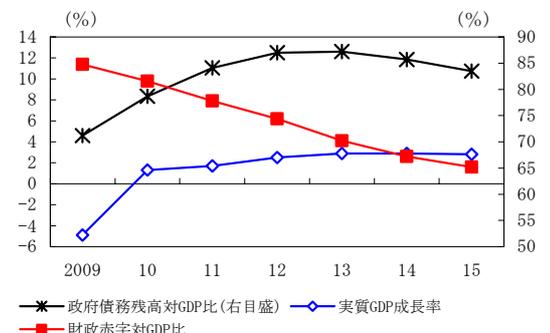
財政赤字については、対 GDP 比が 2011 年度 7.9%と 2010 年度の 9.8%から低下する。そして、2014 年度には 2.6%と 3%未満に達する予定となっている(第 21 図)。政府債務残高の対 GDP 比は、2013 年度にかけて 87.2%まで上昇するが、その後、緩やかに低下していく。前提となる実質 GDP 成長率をみると、2011 年 1.7%、2012 年 2.5%と、昨年 6 月の緊急予算時と比べると、それぞれ 0.6%ポイント、0.3%ポイント引き下げられており、慎重な見方をしているといえよう。しかし、2014、2015 年は、上方修正され 3%近い成長を示すことから、先行きは楽観的であり、財政赤字削減目標の達成には疑問が残る。

第 2 表：英国の財政赤字削減額

	(百万ポンド)				
	2011	2012	2013	2014	2015
2011年度予算	▲10	▲265	25	▲115	335
中期歳出計画 (2010年10月)	895	3,710	8,635	10,300	9,460
緊急予算 (2010年6月)	▲6,135	▲5,130	▲755	770	4,140
それ以前に措置された施策	9,200	11,825	15,155	16,040	17,230
合計	3,950	10,140	23,060	26,995	31,165

(注)▲は財政赤字削減要因(歳入増、歳出減)、▲は財政赤字拡大要因(歳入減、歳出増)を示す
(資料)英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 21 図：財政赤字等の推移



(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

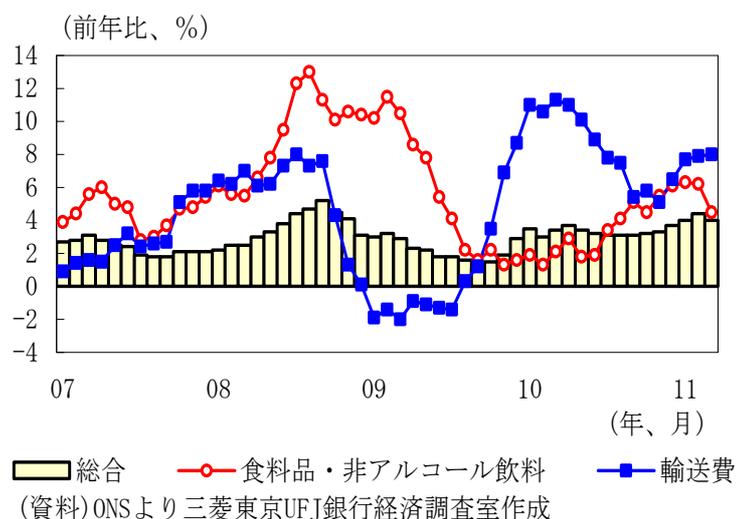
3月のCPI上昇率は前年比4.0%へ低下

3月の消費者物価上昇率は前年比4.0%と前月より0.4%ポイント低下した(第22図)。輸送費が前年比8.0%と原油価格の高騰を反映して加速したものの、食料品・非アルコール飲料が同4.5%と前月の同6.2%から、大きく低下したことが、全体の伸び率を押し下げた。統計局の発表によれば、スーパー等での食料品の値下げが影響したようである。個人消費の弱さを裏付けるものといえる。

BOEは、現在の金融政策を維持

こうしたなか、4月7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。ECBが利上げに踏み切ったこともあり、早ければ5月の利上げが観測されているが、インフレ率が低下し、実体経済の弱さがあらためて認識されていることから、引き続き第3四半期に利上げの可能性が高いと予想する。

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、弊行ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。