

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏は深まるソブリン問題のなか利上げ予告、英国の実体経済は弱い動きが続く～

1. ユーロ圏

(1) 概要

2011 年第 1 四半期
は好調

域内格差は依然大
きい

ECB はインフレ警
戒から 7 月の追加
利上げを予告

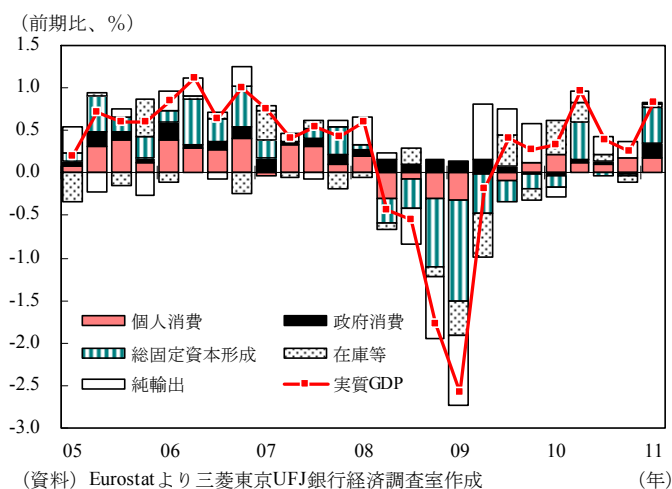
ユーロ圏は強いドイツに牽引され、第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.8%と好調であった。昨年第 4 四半期の悪天候による低迷からの反動もあり、設備投資や個人消費などの内需が成長に寄与した（第 1 図）。ただし、域内格差は依然として大きく、ポルトガルが同▲0.6%と 2 期連続のマイナスとなったほか、ギリシャは大きく落ち込んだ前期から同 0.2%とわずかに戻すに過ぎなかった（第 1 表）。

周縁国のソブリンリスクは総じて悪化している。特にギリシャについては EU/IMF が追加金融支援の方針を発表したが、その前提となる同国の追加財政緊縮策の実現性を巡る不透明感などから緊張が続いている。

周縁国のソブリン問題が深まる一方で、ユーロ圏のインフレ率は依然として高水準が続いている。欧州中央銀行（ECB）はインフレに対する「強い警戒」を表明し、7 月の追加利上げを事実上予告した。

第 1 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の需要項目別内訳

第 1 表：国別ユーロ圏実質 GDP 成長率



	2010/1Q	2Q	3Q	4Q	2011/1Q	(前年比)
ユーロ圏	0.4	1.0	0.4	0.3	0.8	2.5
ドイツ	0.5	2.1	0.8	0.4	1.5	4.9
フランス	0.2	0.5	0.4	0.3	1.0	2.2
イタリア	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1	1.0
スペイン	0.1	0.3	▲0.0	0.2	0.2	0.8
ポルトガル	0.9	0.4	0.3	▲0.6	▲0.6	▲0.6
ギリシャ	▲1.9	▲1.3	▲1.6	▲2.8	0.2	▲5.5

(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

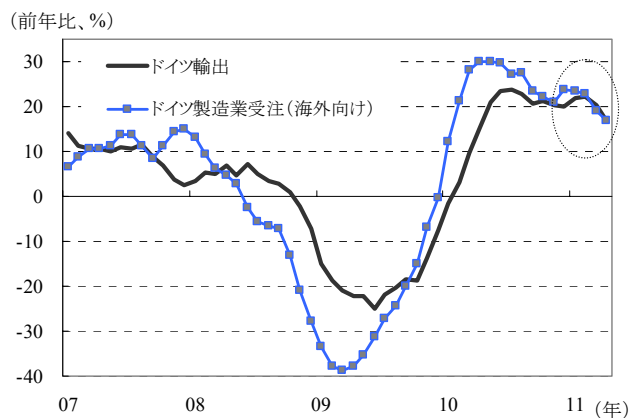
(2) 景気動向

輸出は伸びが鈍化

昨年のユーロ安効果も徐々に剥落

ユーロ圏の足元の月次指標をみると、好調が続いていた企業部門に、第2四半期以降、減速の兆しが窺える。ユーロ圏の牽引役であるドイツの輸出は、4月が前年比+13%と伸びは若干鈍化した。また、その先行指標である製造業の海外受注も4月は同+14%と、今年初めまで続いていた+20%超から伸び率が鈍化している（第2図）。昨年のユーロ安の効果も剥落しつつあるためとみられる。

第2図：ドイツの輸出動向



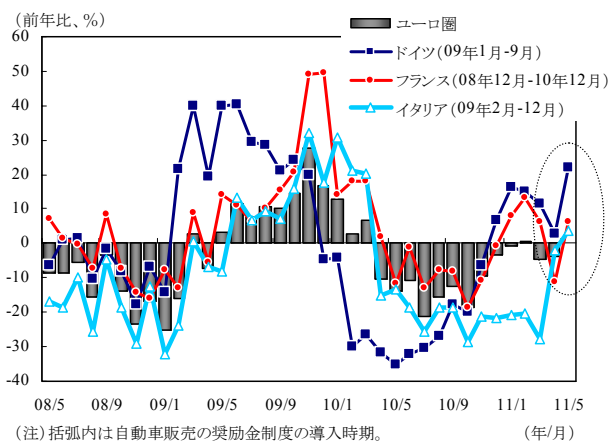
(注) データは3ヵ月後方移動平均。
(資料) ドイツ連銀、ドイツ連邦統計局より経済調査室作成

自動車販売は足元で高い伸び

消費は想定よりもやや堅調に推移する可能性も

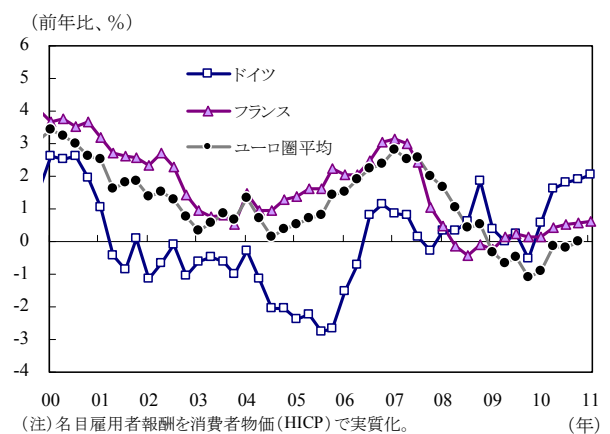
一方で家計部門をみると、消費が従来の想定よりもやや堅調に推移する可能性が出てきた。自動車販売は対策効果の影響一巡後に伸び悩んでいたが、足元5月はドイツが前年比+22%、フランスが同+6.2%と軒並み高い伸びを示した（第3図）。また、雇用の拡大につれて所得環境（第4図）は主要国を中心に改善が続いている。主要国は、輸出主導の景気回復の第1段階から、消費拡大も伴った第2段階にシフトしつつあるといえる。こうしたなか、今後輸出がある程度減速するとしても、全体の成長率は若干の鈍化にとどまり、総じて堅調を維持することとなる。

第3図：ユーロ圏各国の自動車販売



(注) 括弧内は自動車販売の奨励金制度の導入時期。
(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4図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



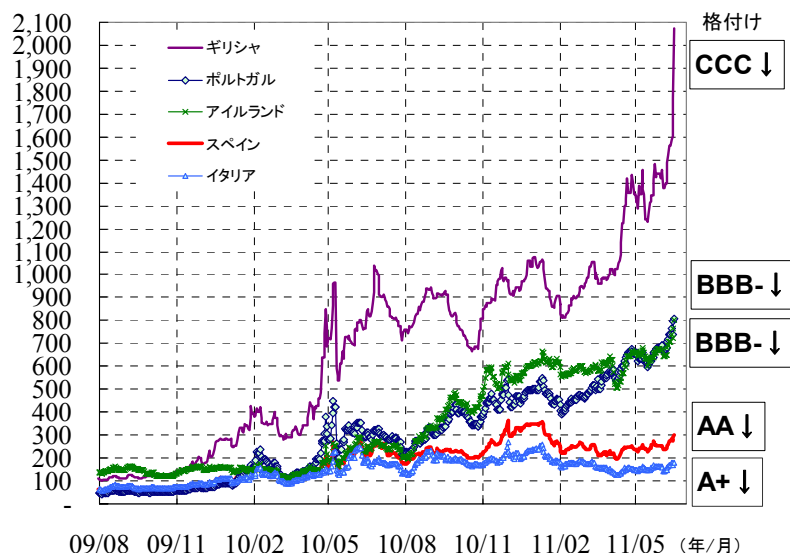
(注) 名目雇用者報酬を消費者物価(HICP)で実質化。
(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 欧州ソブリン問題

周縁国のソブリン
リスクは総じて悪
化

欧州周縁国のソブリンリスクは総じて悪化している（第5図）。特にギリシャについては、追加の金融支援や債務負担の軽減策を巡り不安が募っている。EU/IMFは6月3日、ギリシャに対して追加の金融支援を行う方針を発表したが、その前提となる同国の追加財政緊縮策（公務員削減、公的資産の売却加速を含む）の実現性を巡り、不透明感が拭えない。6月15日にはギリシャ国民が財政緊縮に反対する大規模なデモを実施したほか、同国首相は内閣改造を行い、議会に信認投票の実施を求めると表明した。政局の混乱に伴い、追加財政緊縮策が議会で成立しなければ、ギリシャの財政再建は困難を極める。

第5図：周縁国のCDS



(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

ギリシャの追加金
融支援や債務負担
の軽減策を巡り不
透明感続く

ギリシャの金融支援に反発する各国の国内事情への配慮もあり、EU/IMFはギリシャ国債を保有する民間投資家にも何らかの負担を求めている。現在、国債償還時に自発的にロールオーバーに応じてもらう案（「ウィーン・イニシアティブ」方式）が模索されており、ECBもこれに同調している。ECBは昨年5月以来、ギリシャ国債については資金供給オペの適格担保条件のうち格付け基準を撤廃した上に、別途、同国国債の購入も行っている。このため、ギリシャ国債がデフォルトとみなされることに伴い自らのバランスシートが大きく傷むことを、ECBは強く懸念しているとみられる。また、フランスもECBと同様、「ウィーン・イニシアティブ」方式を支持している。

ギリシャの対応決定は7月に後ずれ

一方でドイツは、民間投資家が保有する 2012-14 年満期のギリシャ国債を 7 年延長した新しい国債と交換するスキームを主張しているが、これはデフォルトと認定されるおそれ大きい。

この先、19~20 日にユーロ圏財務相会合、23~24 日に EU 首脳会議の開催が控えている。当初はこれらの会合を経て 6 月中にはギリシャ支援策の全般が固まる予定であったが、足元では各国間の調整の難しさが改めて浮き彫りとなっており、結論は 7 月 11 日の財務相会合まで先送りされることになった。こうした不透明感からギリシャの CDS は 2,000bp 超と、ユーロ導入以来最悪の水準となっている。

第 2 表：目先の主要日程

6月中旬 →7月に後ずれ?	ギリシャ政府、追加財政再建策法案を議決 並行してEU/IMFサイドの追加金融支援策が具体化
6/14	非公式ユーロ圏財務相会合（各国間の調整難航）
6/17	独仏首脳会談（両国の意見の不一致解消できるか？）
6/19・20	ユーロ圏財務相会合
6/23・24	EU首脳会議
7月上旬	ギリシャ向け第5次引出分の融資実行 （120億ユーロ～）
7/07	ECB政策委員会（25bp利上げ見通し）
7/11	ユーロ圏財務相会合 （ギリシャ向け追加金融支援の決定）
8/20	ギリシャ国債大口償還（元本66億ユーロ）

ポルトガルでは 6 月 5 日に解散総選挙が実施され、事前予想通り、野党の社会民主党が勝利した。来週にも発足する新政権のもとで、財政再建と構造改革に取り組む。2 年にわたる深刻な不況と過去最悪の失業率を覚悟の上で、2013 年からの金融市場復帰を目指す。

スペイン、イタリアでも政局混迷

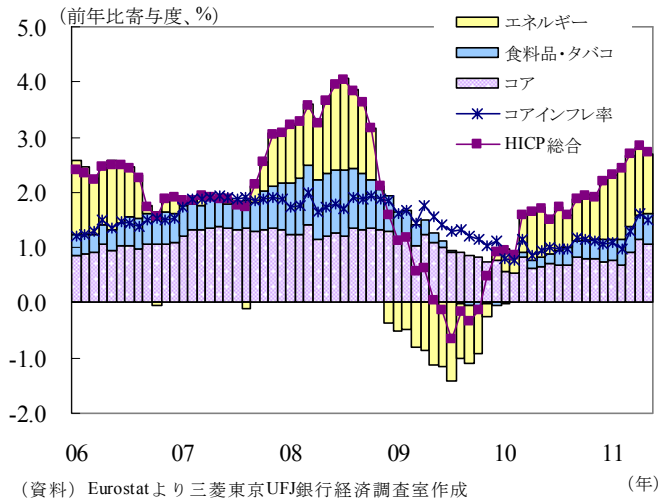
一方、スペインで開催された地方選挙では与党が大敗したほか、イタリアでも国民投票や地方選挙で現政権に対する厳しい見方があらわれ、これらの国の政局はやや混迷している。イタリアの格付け見通しも、長年据え置かれた「安定」から「弱含み」に引き下げられている。

(4) 物価と金融政策

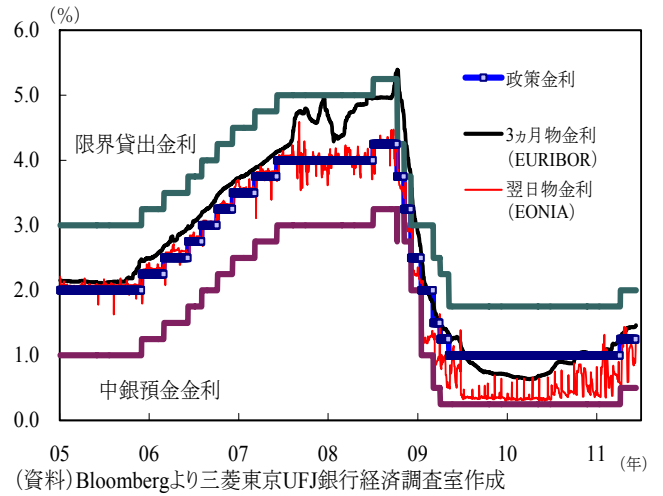
インフレ率は高水準続く

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、5 月は前年比 2.7%と前月から若干鈍化したものの、ECB が目標とする同 2%未満を 6 カ月連続で超えている（第 6 図）。また、生産者物価指数も総合で前年比 6.7%、エネルギー・建設を除くコア指数でも同 4.4%と、依然として高い伸びが続いている。

第6図：ユーロ圏消費者物価



第7図：ユーロ圏主要金利の推移



ECB は 7 月の追加
利上げを予告

ECB は 6 月の定例理事会で政策金利を 1.25% に据え置いたものの、物価安定に対するリスクは上向いているとして、インフレに対する「強い警戒 (strong vigilance)」を表明した。「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、7 月の追加利上げを事実上予告したといえる。実施された場合、4 月の利上げに続いて 2 回目となり、政策金利は現行の 1.25% から 1.50% に引き上げられる見通しである。

7 月以降は、物価動
向、周縁国情勢を両
睨みした慎重な政
策運営に

同日に発表された ECB スタッフの経済予測 (第 3 表) では、2011 年のインフレ率の見通しが引き上げられた一方で、12 年は前年比 1.7% と ECB 目標内 (2% 未満) に据え置かれた。ECB 自身が 2012 年にかけて物価が安定すると想定していることから、今回予告された利上げは予防的なもので、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とみられる。7 月の利上げ以降は、物価動向と周縁国情勢を両睨みしながら、さらなる追加利上げの時期を慎重に探る展開になろう。

第 3 表：ECB スタッフマクロ経済予測

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
今回 2011.6.9発表	1.7	1.5-2.3 ↑ (1.9)	0.6-2.8 ↓ (1.7)	1.6	2.5-2.7 ↑ (2.6)	1.1-2.3 (1.7)
前回 2011.3.3発表	1.7	1.3-2.1 ↑ (1.7)	0.8-2.8 ↑ (1.8)	1.6	2.0-2.6 ↑ (2.3)	1.0-2.4 ↑ (1.7)
前々回 2010.12.2発表	1.6-1.8 ↑ (1.7)	0.7-2.1 (1.4)	0.6-2.8 (1.7)	1.5-1.7 (1.6)	1.3-2.3 ↑ (1.8)	0.7-2.3 (1.5)

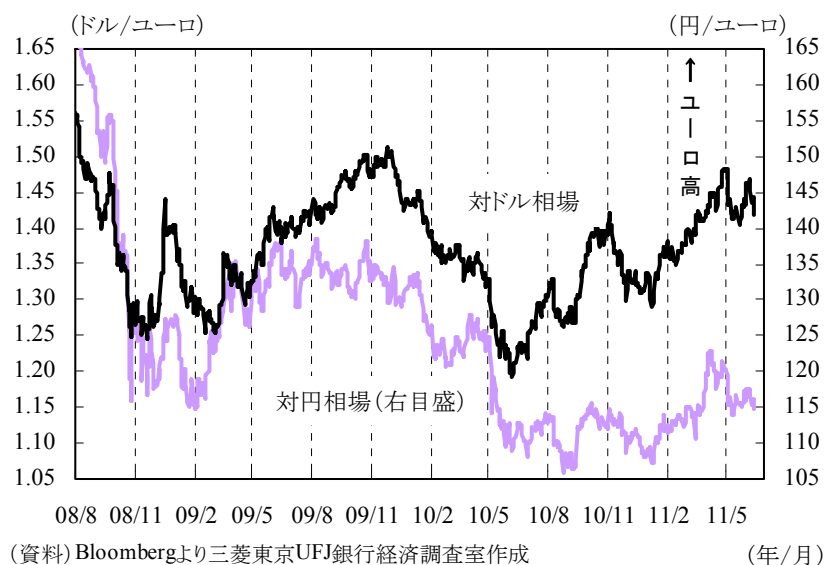
(注) 括弧内は見通しレンジの中央値。矢印は前回比上方修正を表す。
(資料) ECB スタッフ・マクロ経済見通しより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) ユーロ為替相場

ECB の利上げ観測と周縁国情勢の間で乱高下

ユーロ為替相場は、ECB による追加利上げ観測を背景に、5 月初旬には一時 1 ユーロ=1.48 ドルまで上昇した。しかし、5 月の ECB 理事会を受けて早期の追加利上げ観測が後退したことをきっかけに下落傾向に転じた。その後はギリシャの債務問題など欧州の周縁国情勢に注目が集まり続落した。6 月入り後は、9 日の ECB 理事会にて継続的な利上げ観測が後退したことや、直近のギリシャの混乱を受けて、足元同 1.41 ドルまで低下している。今後も、ECB の追加利上げ観測と周縁国の不安材料との間で、乱高下しやすい展開が想定される。

第 8 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3Q以降、実質GDPは横ばい圏内の動き

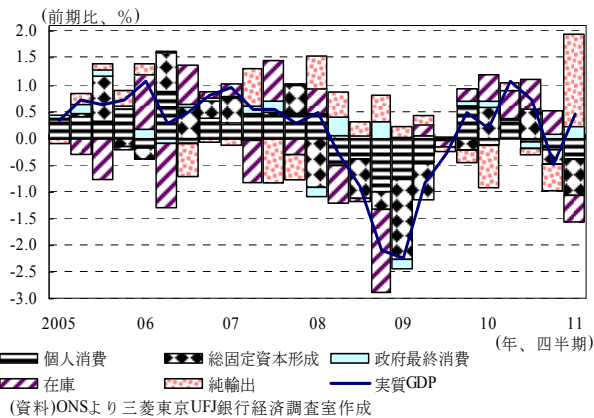
外需と政府消費が牽引

失業率は4.6%のまま

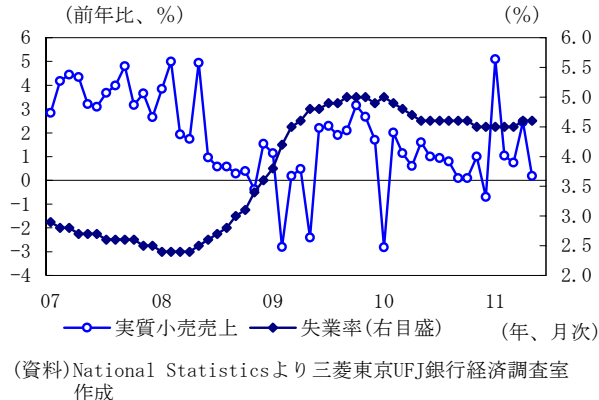
英国経済は引き続き回復傾向にあるものの、その勢いは弱く、力強さに欠けている。今年第1四半期の実質GDP成長率は前期比0.5%と昨年第4四半期の同▲0.5%から反発したものの、昨年第3四半期以降、実質GDPの水準としては横ばい圏内の動きにとどまっている（第9図）。個人消費や総固定資本形成が前期比マイナスの伸びを示したように、内需は弱く、内需主導の景気回復への道のりは遠い。一方、外需と政府最終消費支出が成長率を押し上げた。輸出が、ユーロ圏景気が堅調であったことなどから前期比+3.7%と増加したことに加え、輸入も、内需が不振であったため同▲2.3%と減少した。政府最終消費支出の増加については、4月から始まる新財政年度では厳しい財政緊縮が図られることから、第1四半期に駆け込み的に支出を増加させたという見方がある。

家計部門についてみると、5月の失業率は4月と同水準の4.6%であった（第10図）。雇用情勢に改善の兆しはみられない。実質小売上の動きをみると、5月には前年比+0.2%と4月の同+2.4%から伸びが鈍化した。

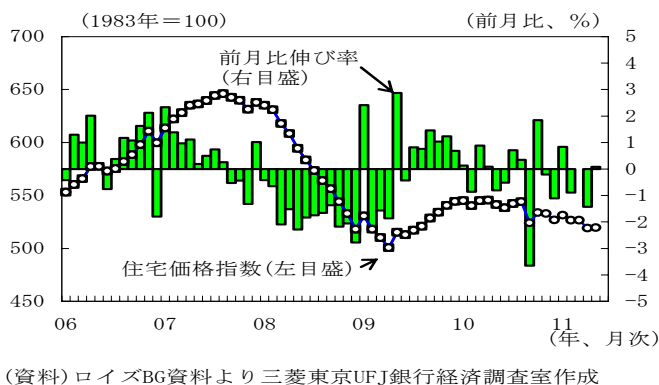
第9図：実質GDP成長率



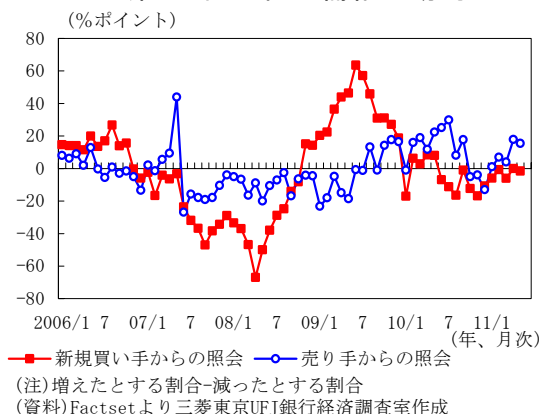
第10図：失業率と実質小売上



第11図：住宅価格の動向



第12図：住宅需給の動向



4月の押し上げの主因はロイヤルウェディングや好天候といった一時的なものであり、個人消費の足取りは依然弱いことがうかがえる。

住宅価格は低下傾向

住宅価格も一進一退しつつも、総じて低下傾向にある。5月のハリファックス住宅価格指数は、前月比+0.1%と2ヵ月ぶりに前月水準を上回ったものの、昨年12月と比較すると1.4%低い水準にとどまっている（第11図）。住宅の需給について、不動産業者への売り手及び買い手からの照会件数をみると、売り手からの照会件数が増えたとする割合が高くなる一方、買い手からの照会件数については、増えたとする割合と減少したとする割合が拮抗している（第12図）。売り手が多くなっていることを意味しており、当面、住宅価格は弱含みの展開が見込まれる。

売り手が多く、住宅価格は弱含み

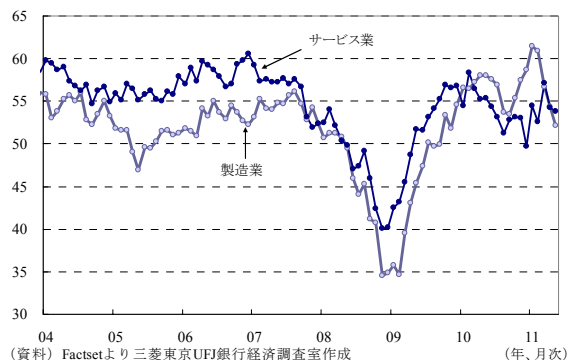
企業の景況感は悪化傾向

企業の景況感については、先行き、やや不透明感が出てきた。購買担当者指数をみると、製造業は2月以降、4ヵ月連続して低下しているほか、サービス業も2ヵ月連続して低下している（第13図）。いずれも足元ではまず拡大及び縮小の分岐点である50を上回っており、製造業は5月に52.1、サービス業は53.8であったものの、50割れも視野に入りつつある。

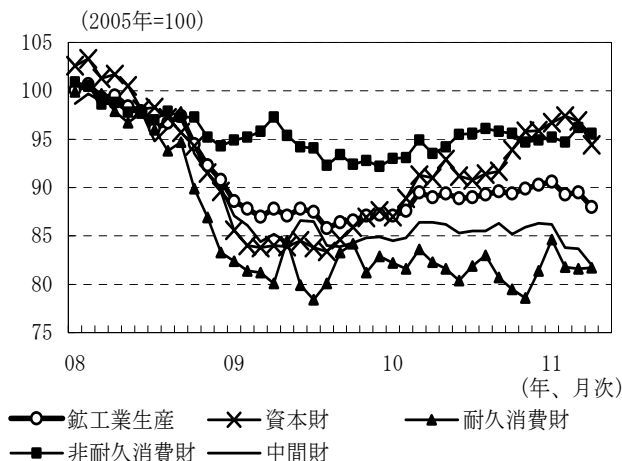
鉱工業生産には陰りも

鉱工業生産指数は、今年1月をピークに低下傾向にある（第14図）。資本財と中間財の落ち込みが大きくなっている。数量ベースの輸出も勢いが衰えてきており、これまで企業部門を牽引してきた生産にもやや陰りが見え始めている。

第13図：購買担当者指数の動向



第14図：鉱工業生産の動向



(2) 金融の動向

銀行貸出は低迷

銀行貸出は、低迷が続いている。イングランド銀行（BOE）の貸出統計によれば、企業向け貸出は2月に前年比▲4.0%となり、2009年1月以降、マイナスの伸びが続いている（第15図）。個人向け貸出についても、住宅ローンを含む担保付貸出は同月に前年比+0.9%、消費者向けローン等の無担保貸出は同+2.4%と低い伸びにとどまっている。

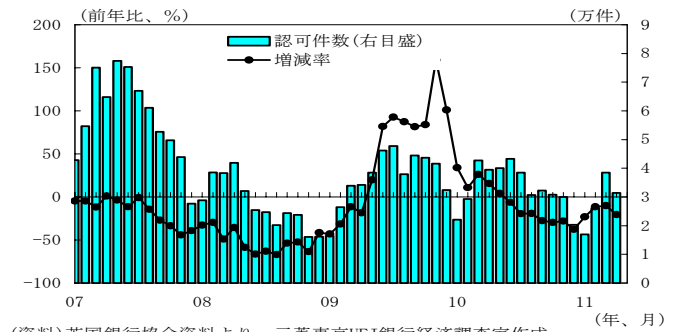
住宅ローンの承認件数をみても、今年4月には前年比▲20.4%と大きく

第15図：銀行貸出の動向



(注)3ヵ月平均値の前年同期比
(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：住宅ローン承認件数



(資料)英国銀行協会資料より、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

減少しており、個人向け貸出も、今後、大きく伸びる見込みはない(第16図)。当面、銀行貸出は低迷が続くとみられる。

(3) 物価及び金融政策の動向

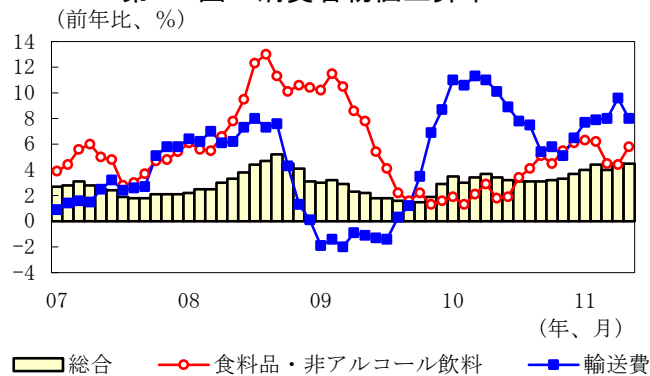
5月のCPI上昇率は前年比4.5%

5月の消費者物価上昇率は前年比4.5%と前月と同水準であった(第17図)。輸送費が前年比8.0%と前月の9.6%から低下した。主に、4月のイースターホリデーに伴う航空運賃引き上げの影響が剥落したことによる。一方、食料品及び非アルコール飲料価格が前年比+5.8%と前月の+4.4%から上昇した。果物や世界的に供給が不足気味のラム肉を中心とする肉類価格の上昇が食料品価格を押し上げている。付加価値税率引き上げの影響を除いたベースでも前年比+3.0%となっている。当面、英国のインフレ率は4~5%の高い水準で推移する見込みである。

BOEは、現在の金融政策を維持

6月9日の金融政策委員会では現状の金融政策が維持された。インフレ率は、BOEがターゲットとする2.0%を大きく上回っているものの、实体经济の動きが弱いことから、今、利上げを行えば中期的にインフレ率はターゲットを下回るリスクがあるとBOEはみている。利上げは、早くても今年第4四半期となる。

第17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 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。