

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏景気は堅調、ソブリンリスクは高まる、
英国経済は緩慢な動きが続く～

1. ユーロ圏

(1) 概要

足元の景気は概ね
堅調

ユーロ圏経済は、2011 年第 1 四半期は内・外需ともに好調であり、実質 GDP 成長率は前期比 0.8%と前期の伸びを大きく上回った（第 1 図）。その後、足元までの月次指標をみると、企業部門・家計部門ともに好不調まちまちな動きがみられるものの、全体としては概ね堅調を維持している。

ソブリンリスクは
悪化

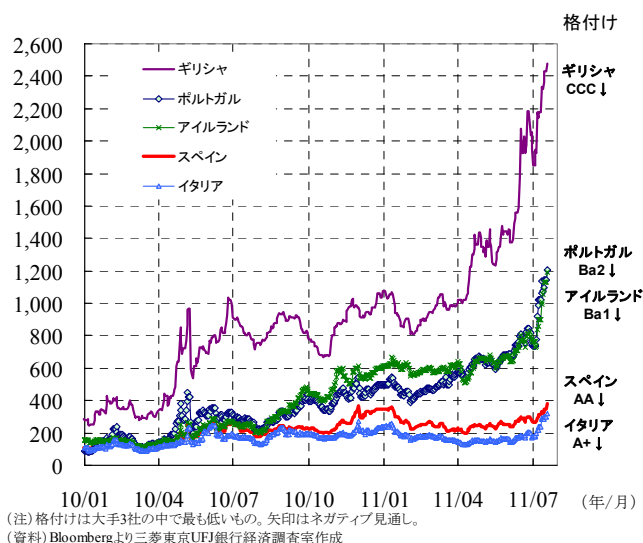
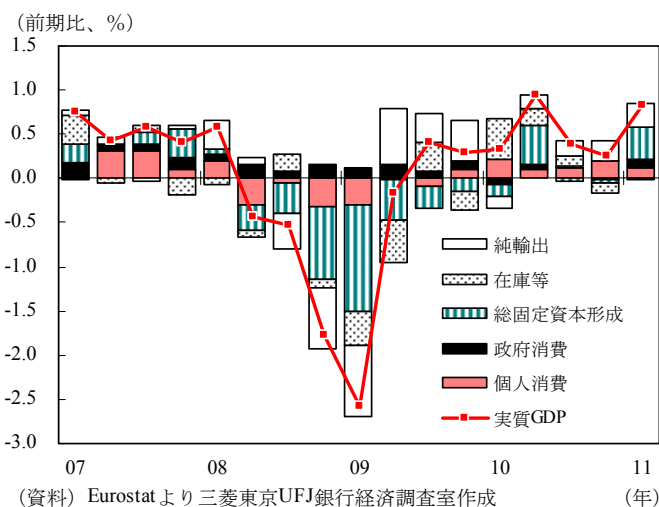
周縁国のソブリンリスクは一段と悪化している（第 2 図）。ギリシャ向けの第 2 次支援パッケージの調整が難航するなか、市場はイタリアにまで目を向け始めた。ただし、イタリアでは与野党が協力して財政緊縮法案の議会採決日程を早めるなど素早い対応がみられ、市場はギリシャ、ポルトガル、アイルランドの 3 カ国とは異なる評価を下している。

ECB はインフレ警
戒から 2 度目の利
上げ

他方、ユーロ圏のインフレ率が依然として高水準を続けていることから、欧州中央銀行（ECB）は 7 月 7 日に 2 度目の利上げを発表した。

第 1 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の需要項目別内訳

第 2 図：周縁国の CDS（5 年物）

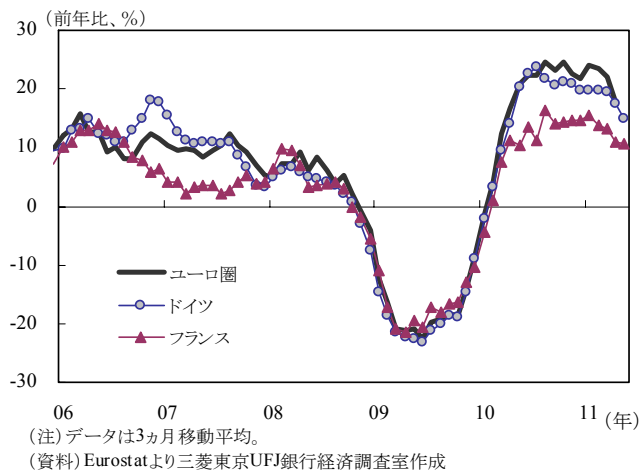


(2) 景気動向

企業部門ではドイツを中心に設備投資が回復へ

ユーロ圏の足元の指標をみると、企業部門では、ドイツやフランスといった主要国にて輸出の伸びに幾分減速の兆しがみえる（第3図）。これまで牽引役であった中国や米国向け輸出の伸びが鈍化したことが背景にある。その一方で、設備投資の回復基調は強まりつつある。特にドイツでは設備投資の先行指標である、製造業の資本財国内受注の伸びが順調に高まっている（第4図）。これまでの輸出拡大が、設備投資に波及し始めたことが窺える。

第3図：ユーロ圏各国の輸出



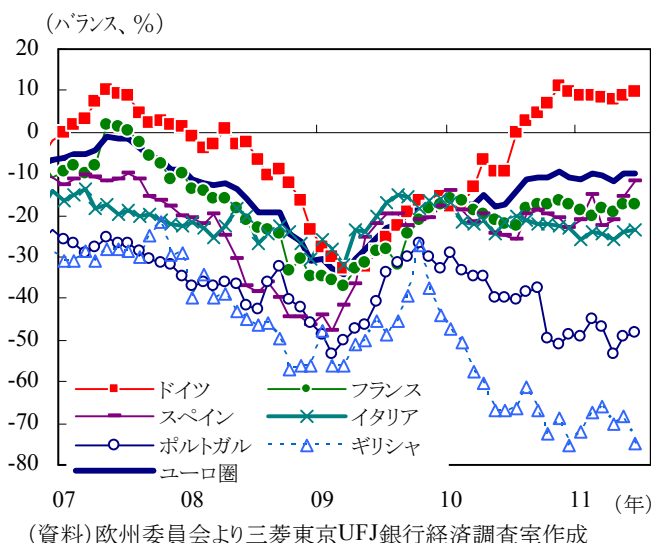
第4図：ドイツの設備投資と資本財国内受注



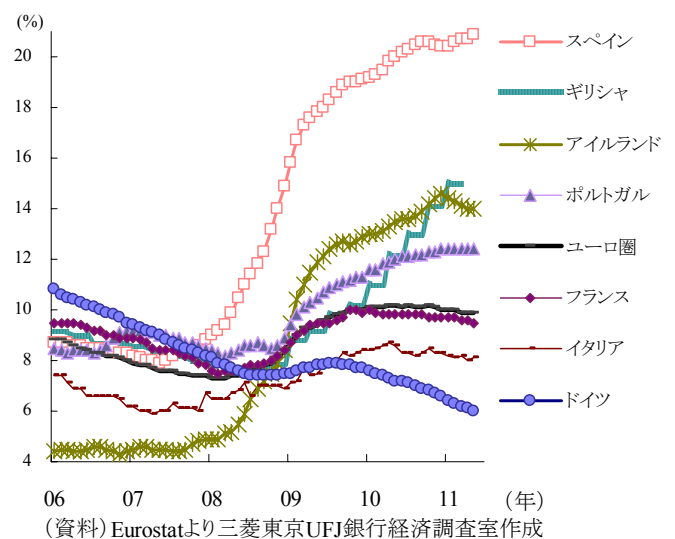
家計部門は引き続き主要国が牽引

家計部門をみると、ユーロ圏の5月の小売売上高は前年比▲1.9%（4月同+0.8%）と、弱い結果となった。ただし、消費者信頼感はドイツ・フランスなどのコア国を中心に緩やかな改善が続いており、また、コア国の失業率も引き続き低下傾向にある（第5、6図）。ユーロ圏の家計部門は今後も主要国が牽引しながら堅調に推移することが見込まれる。

第5図：ユーロ圏各国の消費者信頼感指数



第6図：ユーロ圏の失業率



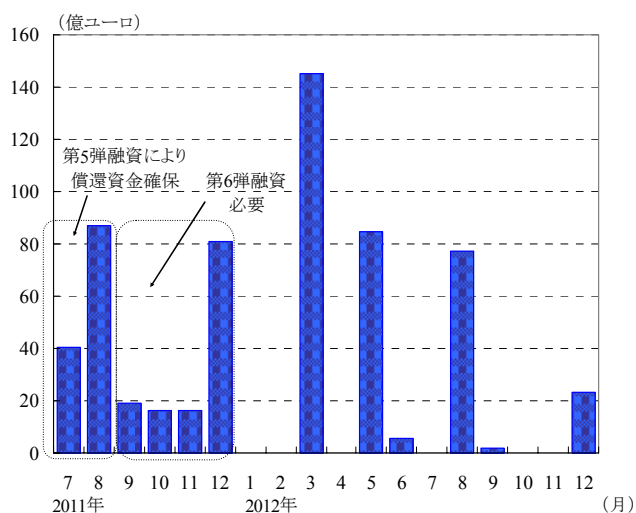
ただし、リスク要因として、周縁国の景気下振れの可能性が挙げられる。後述のように、周縁国は信用リスクの悪化や弱い経済見通しなどから相次いで格下げされており、各国とも財政緊縮を一段と強めざるを得ない状況にある。そうしたなか、前掲第5、6図にみられるように、ギリシャやポルトガルなど欧州周縁国では消費者マインドが低迷しており、失業率も上昇が続いている。ユーロ圏景気はこれらの弱材料を抱えつつも、主要国に牽引されて堅調を維持しているといえる。

(3) 欧州ソブリン問題

周縁国のソブリン問題は緊張高まる

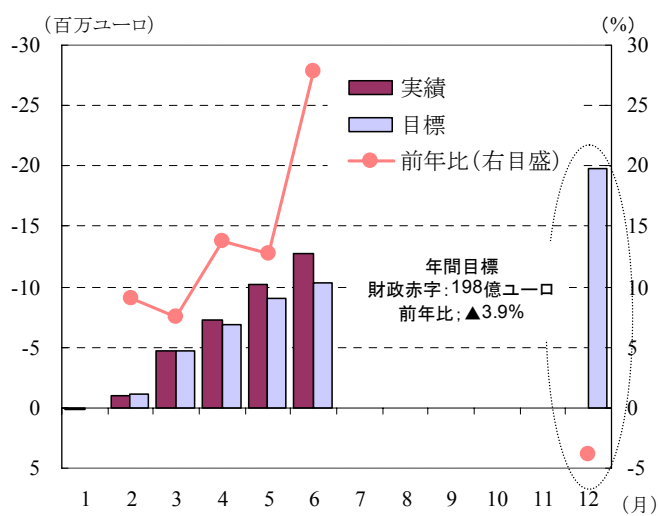
欧州周縁国では金融市場の緊張が高まっている。ギリシャでは財務交代などの内閣改造を経て、6月末に財政緊縮案が可決され EU・IMFからの第5弾融資（120億ユーロ、昨年5月に合意した第1次支援パッケージ1,100億ユーロの一部）が実行された。これにより、7-8月の国債償還の資金繰り懸念は解消されたが（第7図）、同国向けの第2次救済支援パッケージは未だまとまっていない。欧州当局者間の意見の相違が背景にあり、第6弾融資が必要となる9月までにまとまるかが焦点となっている。ドイツやオランダは、第2次支援パッケージの前提として「民間の関与」を求めており、その方式を巡り議論が続いている。従来有力であった、ギリシャ国債を民間銀行が自発的にロールオーバーするという案は、選択的デフォルトとみなされる可能性が高いことから候補としては後退した。足元では、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の資金を活用して流通市場でギリシャ国債を時価で購入する案（→民間銀行等で損失が発生する）などが浮上している。

第7図：ギリシャ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

第8図：ギリシャ財政収支（2011年）
（1月から当該月までの累積値）



(資料) ギリシャ財務相より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ギリシャは財政赤字目標の達成に暗雲

ギリシャ財務相が11日に発表した2011年上半期の財政報告では、1-6月期の財政赤字は128億ユーロ（前年比+28%）であり、同期の目標である103億ユーロまで削減することができなかった（第8図）。政府は景気が見通しよりも弱いことや税制の変更により歳入が一時的に減少したことを今回の目標未達の理由に挙げているが、年間目標においている財政赤字195億ユーロ、前年比▲3.9%の達成には、早くも暗雲がかかり始めた。

ポルトガル、アイルランドは投機的水準に格下げ

ポルトガルとアイルランドについては、格付け会社ムーディーズがそれぞれのソブリン格付けを投機的水準（7月5日ポルトガル：Ba2、12日アイルランド：Ba1）に引き下げた。理由としては、どちらもEU・IMFからの金融支援が終わる2013年までに、自力で資金調達できないリスクが高まっていることがあげられている。これは、追加の金融支援を受ける必要があり、その際に民間の投資家が負担を強いられるリスクがあることを意味しているとの主張である。格下げを受けてECBは、ポルトガル国債について、資金供給オペにおいて受け入れる適格担保の最低格付け基準を免除することを決定した。アイルランドについては、既に3月に同様の措置を決定しているため、両国の銀行が急遽資金繰りに苦しむことはない。

早すぎる格下げに格付け会社への批判が相次ぐ

ただしポルトガルについては、政府が財政再建にコミットしたばかりであり、このタイミングでの投機的水準への格下げは早すぎるとの批判が同国政府のみならず、トリシェ ECB 総裁や欧州委員、ドイツの政府高官などから相次いでいる。アイルランドについても、同国政府の財政再建に対する強いコミットと順調な進捗はムーディーズ自身も評価しており、ポルトガル同様に、投資不適格とするには時期尚早感が残る。欧州委員会も、アイルランドの進捗調査の結果を待たずに格下げを行う体制は理解不能と、格付け会社を批判した。

イタリアにも市場は注目

金融市場ではイタリアに対する懸念も高まった。財政緊縮策を推進している財務相と首相との対立から、同国の財政再建が遅れるとの観測をきっかけに、8日以降、銀行株を中心に株価が急落（第9図）、国債10年物の利回りは5%超に上昇し、CDSは300bp近辺とユーロ導入以来最悪の水準となっている。国債利回りが5%を超えたことを受けて、ドイツの政府高官などから国債の代わりに「ユーロ共通債」を発行する必要性すら指摘されている。

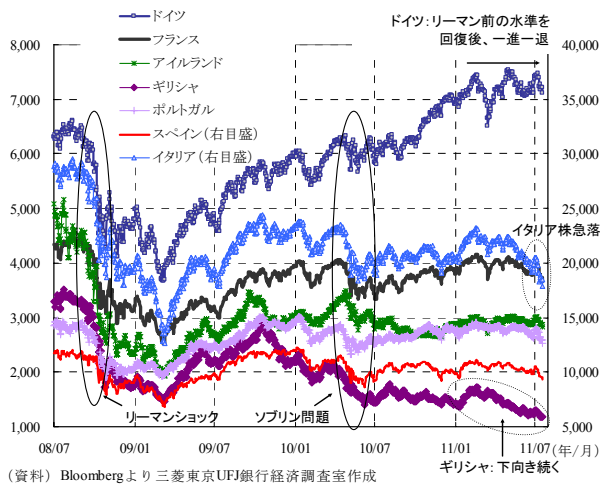
ただし、確かにイタリアの政府債務残高はGDP比119%とギリシャについて高いが、財政赤字が同4.6%にとどまる点が他の周縁国とは大きく異なる（第10図）。また、ベルルスコーニ首相と与党に対する支持率は

高いとはいえないが（第1表）、市場の混乱を受けて、与野党は協力して追加の財政緊縮策導入に向けた議会採決の日程を早めるなど素早い対応をみせた。イタリアの経済規模はユーロ圏で3番目に大きく、万が一「飛び火」した場合のダメージは甚大であるが、今回の株安、利回り上昇は、ギリシャへの第2次支援の決定が遅れて不透明感が強まるなかで、市場が過剰反応した結果のように思われる。

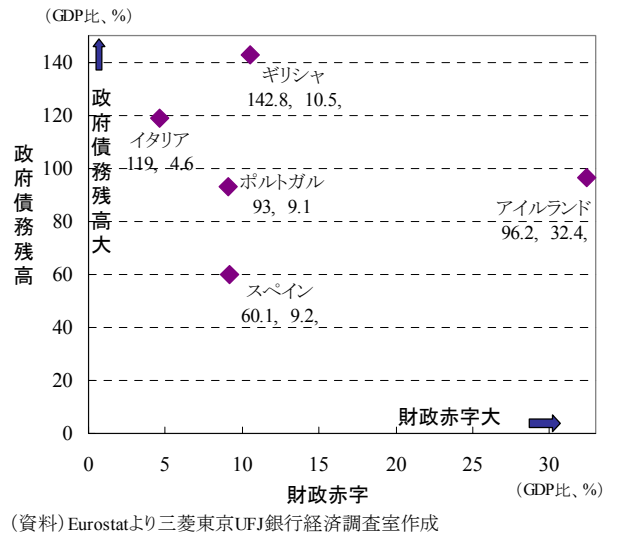
ストレステストの結果、金融システムの不安感は払拭されず

欧州銀行監督機構（EBA）は15日にEUストレステストの結果を公表した。合格基準であるコア Tier1 比率が5%を下回ったのは、スペイン、ギリシャ、オーストリアから計8行、資本不足額は約25億ユーロとされた。この結果を市場は、一旦は想定ほど悪くなかったと受け止めたが、その後、ギリシャ国債のデフォルトが想定されていないなど査定の甘さが認識され、10年物国債利回りはギリシャで18%超、スペイン、イタリアでもユーロ導入以来の最高に上昇した。今回のテストによって欧州の金融システムに対する不安感が払拭されたとは言い難い。

第9図：欧州株価



第10図：財政赤字と政府債務残高（2010年）



第1表：周縁国の政権支持率

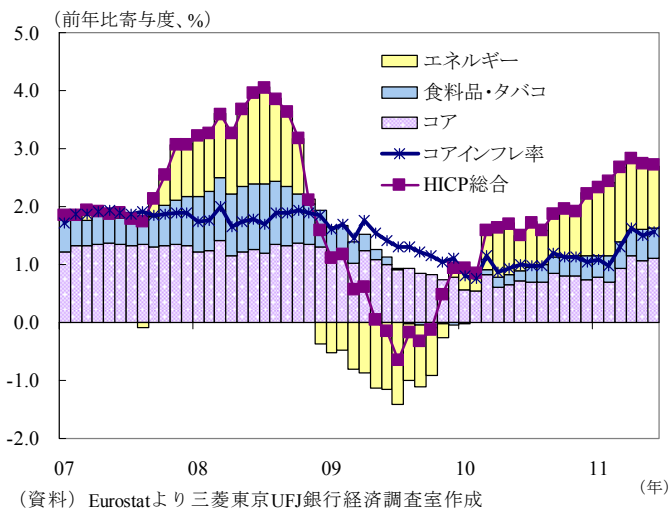
国	野党	与党	実施時期
ギリシャ	新民主主義党 21.0%	PASOK 20.1%	(6月20-21日実施、内閣改造後)
ポルトガル	社会民主党 39.0%	社会党 28.0%	(6月5日の総選挙投票率)
スペイン	国民党 45.9%	社会労働党 32.1%	(6月1-2日実施、地元紙世論調査)
イタリア	中道左派 42.5%	中道右派 39.0%	(6月15日、地元紙世論調査)

(4) 物価と金融政策

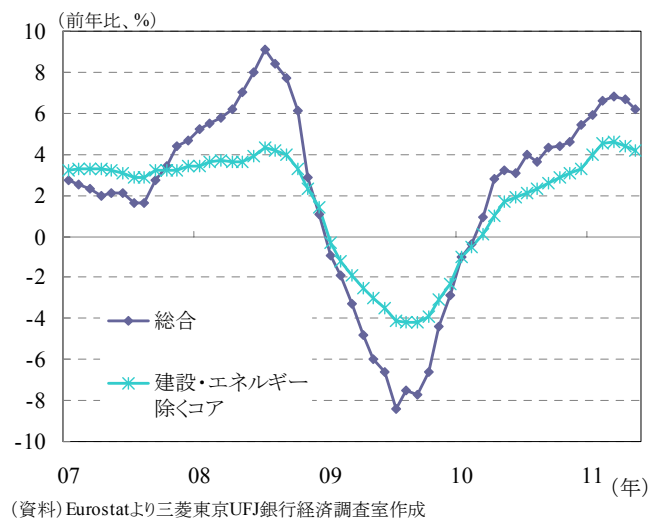
インフレ率は高水準続く

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、6月は前年比2.7%と前月から横ばいとなったものの、ECBが目標とする同2%未満を7ヵ月連続で超えている（第11図）。また生産者物価指数も総合で前年比6.2%、エネルギー・建設を除くコア指数でも同4.2%と、依然として高い伸びが続いている（第12図）。先行きに関してECBは、インフレ率が向こう数ヵ月は高止まりする公算が大きいとみている。

第11図：ユーロ圏消費者物価



第12図：生産者物価指数



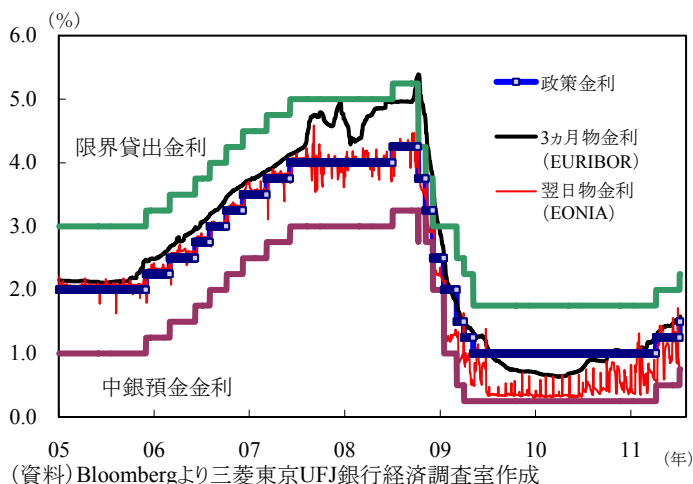
ECBは2度目の利上げを実施

ECBは7月7日の定例理事会で政策金利を25bp引き上げ、1.50%とすることを決定した（第13図）。決定は全会一致で、利上げは金融危機以降初めて実施した4月に続いて2度目となる。トリシェ総裁は先月の理事会において、インフレに対する「強い警戒」を表明し事実上の利上げ予告を行っており、その後も同様の発言を繰り返していたため、市場は今回の利上げをほぼ完全に織り込んでいた。

先行きは慎重に

一方で、今回の利上げのタイミングについては、トリシェ総裁は明言は避けた。ユーロ圏経済を牽引する好調なドイツも先行き減速が見込まれることや、周縁国でソブリン問題と低成長が続くことを考慮すると、先行きは慎重にならざるを得ない。会見では、現在のECBの金融政策スタンスは引き続き緩和的と述べたほか、インフレリスクを注視する考えを示し、追加利上げに含みを残したが、それ以上の発言はなかった。また、トリシェ総裁は今年10月に8年の任期を終えて退任する。ドラギ新総裁の下での運営スタンスは不透明であるが、いずれにせよECBは引き続き、物価動向と周縁国情勢を両睨みしながら、慎重に追加利上げの時期を探ることになる。

第 13 図：ユーロ圏主要金利の推移

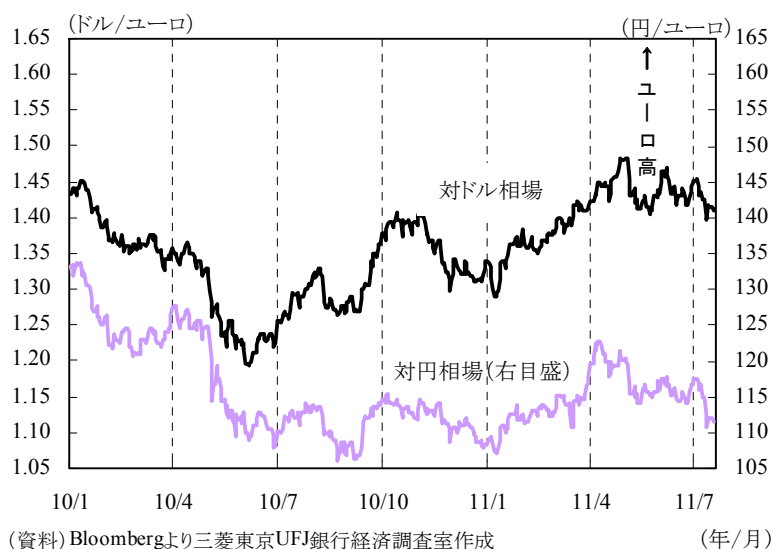


(5) ユーロ為替相場

追加利上げ後、市場の材料はソブリン問題

ユーロ為替相場は、ECBによる追加利上げが意識されるなか、7月初旬にかけて1ユーロ=1.45ドルまで上昇した。しかし理事会の直前に発表されたムーディーズによるポルトガルの格下げを受けて下落した。その後もイタリアへの波及懸念により市場が混乱し、加えてアイルランドも投機的水準に格下げされたため、12日には約4ヵ月ぶりに1.40ドルを割った。7月初旬にかけてはECBによる利上げ観測がユーロ相場を押し上げていたが、2度の利上げを終えて次回の利上げタイミングが不透明なため、市場が欧州ソブリン問題に反応しやすくなったとみられる。当面、ユーロ相場は軟調な展開が予想される。

第 14 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

消費者信頼感指数は再び低下

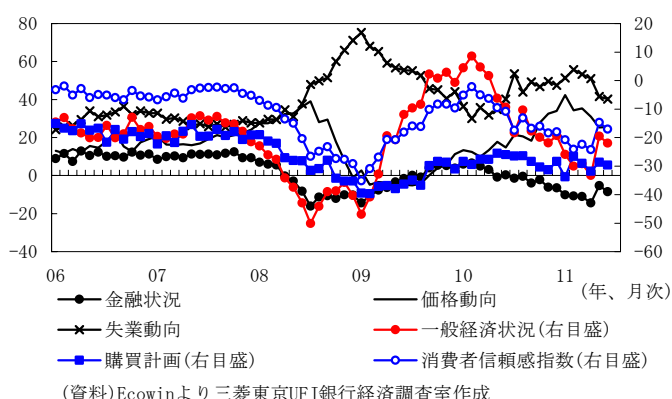
実質小売売上は低迷

雇用情勢は不芳

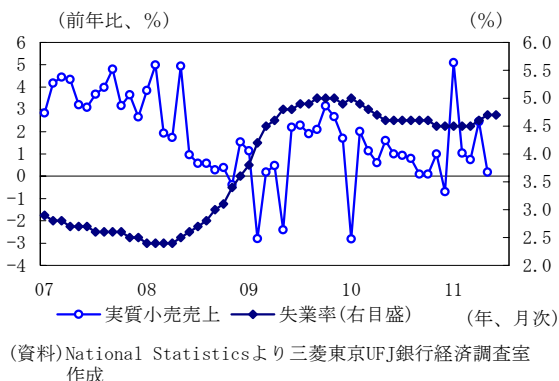
英国経済は引き続き回復傾向にあるものの、その勢いは弱く、力強さに欠けている。特に、景気の牽引役となるべき個人消費に勢いがみられない。消費者マインドを示す消費者信頼感指数をみると、昨年初めをピークに低下傾向にある（第15図）。5月には一時上昇するも、6月には再び小幅ながら低下している。5月の上昇は、一般経済情勢の見方の改善や失業への懸念が薄らいだことによる。しかし、購買計画は低迷したままであり、消費の増加にはつながりそうにない。

実際に5月の実質小売売上は前年比+0.2%と4月の同+2.4%から伸び率が低下した（第16図）。4月は前年よりもイースター休暇が後ずれしたことやロイヤルウェディングなどで盛り返したが、5月には、そうした要因が剥落した。雇用情勢も芳しくない。失業率は6月も4.7%と、前月と同水準にとどまったものの、失業者数は5月より約2.5万人増加している。また、消費に勢いのない理由として、名目賃金の伸び率から消費者物価上

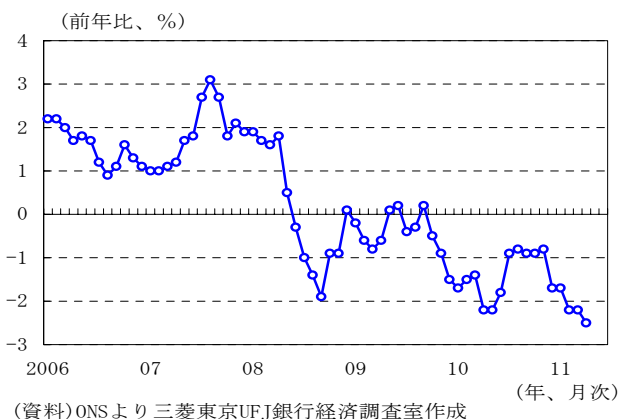
第15図：消費者信頼感指数



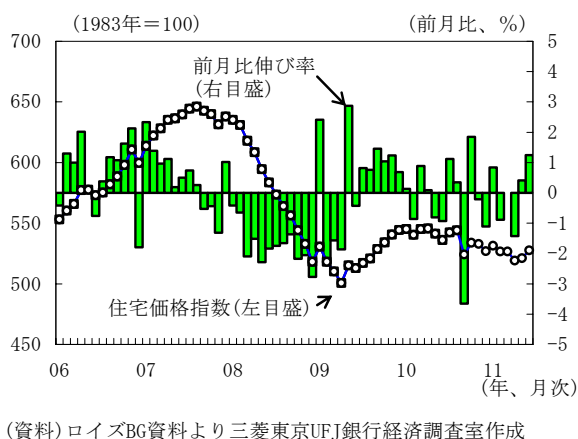
第16図：失業率と実質小売売上



第17図：実質賃金の動向



第18図：住宅価格の動向



昇率を差し引いた実質賃金伸び率のマイナス幅が拡大していることもあげられる（第17図）。実質賃金の減少により、家計が厳しい状況に置かれていることがわかる。

住宅価格は2ヵ月連続して上昇

住宅価格は6月に前月比+1.2%と2ヵ月連続して前月水準を上回った。低金利等が住宅需要にプラスに影響しているとみられる（第18図）。しかし、賃金上昇率が低迷していることや財政緊縮に伴う増税や社会保障給付の削減のほか、インフレ率の高止まりなど、住宅市場を巡る環境は厳しいことから、住宅需要の先行きについては慎重に見ておく必要がある。

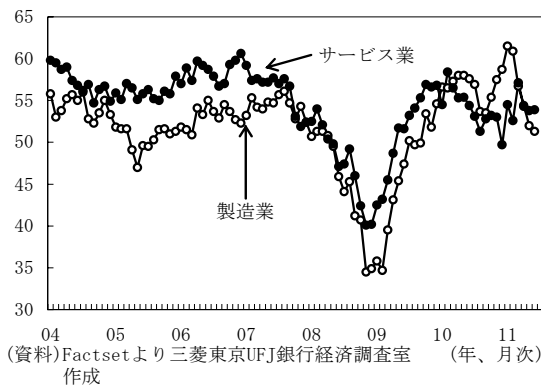
企業の景況感は悪化傾向

企業部門では、景況感が悪化傾向にある。購買担当者指数をみると、製造業は今年1月をピークに、サービス業は3月をピークにいずれも低下傾向にある（第19図）。特に製造業は6月に51.3と、景況感の改善と悪化の境目である50近辺まで低下した。サービス業は同月に53.9と3ヵ月ぶりに前月よりも上昇したものの、上昇幅は0.1ポイントとわずかなものにとどまっている。企業景況感は景気の先行指標であり、英国経済の成長スピードの鈍化が懸念される。

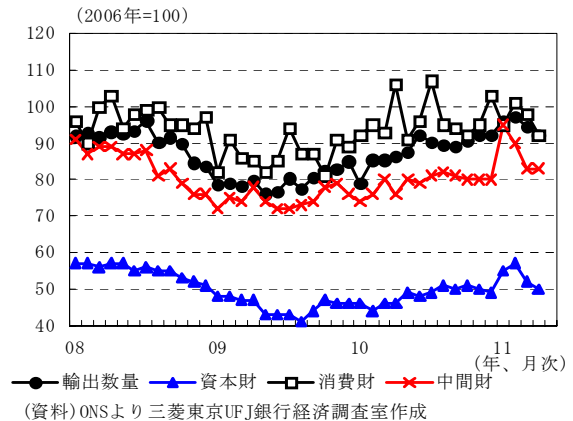
輸出数量は増加傾向

これまでのポンド安効果やユーロ圏の緩やかな景気回復に合わせ、英国の輸出は増加傾向にある。4月の輸出数量指数はロイヤルウェディングにより営業日数が少ないという一時的要因で前月比▲2.4%とマイナスの伸びとなったものの、基調は増加傾向にある（第20図）。実際に鉱工業生産は4月に前月より落ち込んだものの、5月には再び増加しており、輸出数量も同月には増加に転じている可能性が高いと思われる。

第19図：購買担当者指数の動向



第20図：輸出数量指数の動向

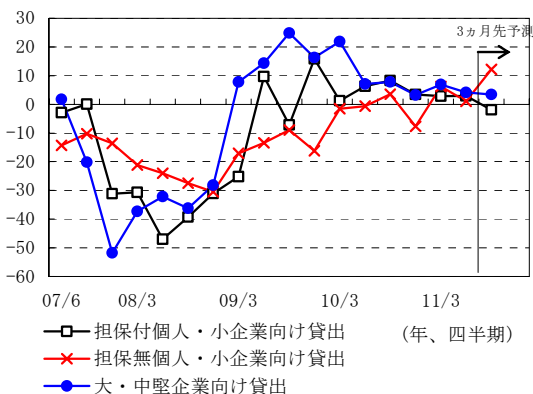


(2) 金融の動向

銀行の貸出姿勢はやや引き締め

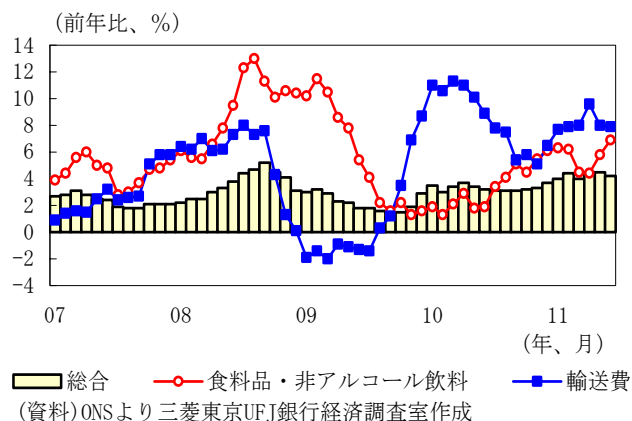
銀行の貸出姿勢をみると、担保付個人・小企業向け貸出を除いて、今年4-6月期に貸出姿勢を緩和したとする割合が前期より低下した（第21図）。3ヵ月先の見通しについては、担保無個人・小企業向け貸出を除いて、緩和する割合が低下する見込みである。全般的に経済見通しの悪化やリスク選好度の低下が貸出姿勢を慎重にさせている。英国経済の回復の足取りが

第 21 図：銀行貸出の動向



(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

第 22 図：消費者物価指数の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

遅いこと、それに伴う将来の与信費用の増加懸念が銀行の貸出姿勢に影響を与えている可能性がある。今後、さらに銀行の貸出姿勢が引き締められる可能性が高い点には留意する必要があるだろう。

(3) 物価及び金融政策の動向

6 月の CPI 上昇率は前年比 4.2%

6 月の消費者物価上昇率は前年比 4.2%と前月より 0.3%ポイント下落した(第 22 図)。食料品価格が前年比+6.9%へと加速したほか、輸送費は前年比+7.9%とほぼ前月と同水準にとどまったものの、ゲームやおもちゃ、テレビなどの AV 製品の価格が安売りなどにより下落した結果、全体の消費者物価上昇率は低下した。これは、生活必需品以外のものについては、大きく値下げしないと売れなくなっていることを示しており、家計の消費意欲が後退していることを意味している。英国の実体経済の弱さが鮮明になってきたといえよう。

BOE は当面、現在の金融政策を維持

7 月 7 日の金融政策委員会では現状の金融政策が維持された。利上げは早くても今年第 4 四半期になるという見方を維持するが、実体経済の弱さに加え、今後のインフレ率の動向次第では、さらに利上げが遅れる可能性が出てきたと考えられる。

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。