

# 経済マンスリー [西欧]

～債務問題は依然難局、景気の先行き不透明感強まる～

## 1. ユーロ圏

### (1) 概要

ユーロ圏経済は減速傾向を強める

ユーロ圏経済は、欧州債務問題の影響を色濃く受け、減速傾向を強めている。信用リスクの代表的指標である CDS（クレジットデフォルトスワップ）は、ギリシャでは9月半ばから5,000bp超で推移しており、つれて他の欧州周縁国でも概ね高止まりしている（第1図）。そうしたなか、ユーロ圏の9月の総合 PMI（購買担当者指数）は49.2と、経済活動の拡大・縮小の境目である50を約2年ぶりに割り込んだ。ドイツやフランスの製造業 PMI も足元で一段と落ち込んでいる（第2図）。

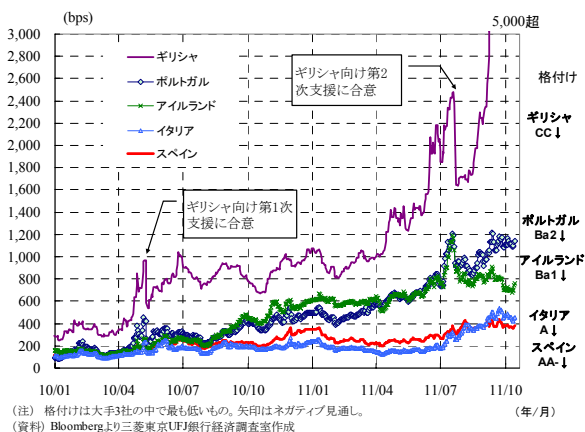
債務問題は依然難局が続く

欧州債務問題については、EU/IMF のギリシャ向け第6弾融資の実施がほぼ固まるなど一部に明るい話題もあるが、全体として依然難局が続いている。銀行への公的資本注入や欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の実質的な規模拡大、そしてギリシャ向け金融支援の抜本的見直しが焦点であるが、これらは議論が始まったばかりである。

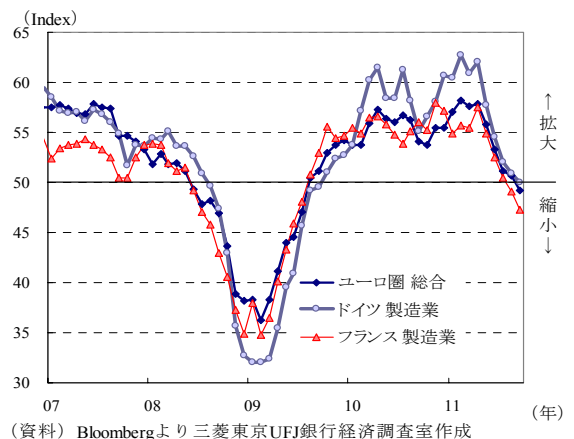
ECB は債務問題への対応を強化

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は10月6日の定例理事会において、政策金利を据え置く一方、長期の資金供給オペの実施やカバードボンドの買い取り再開を決定し、債務問題への対応を強化した。

第1図：欧州周縁国の CDS



第2図：ユーロ圏の PMI（購買担当者指数）



## (2) 欧州債務問題

ギリシャの2011年の財政赤字は当初の目標を超過へ

ギリシャ向け第6弾融資は実行へ

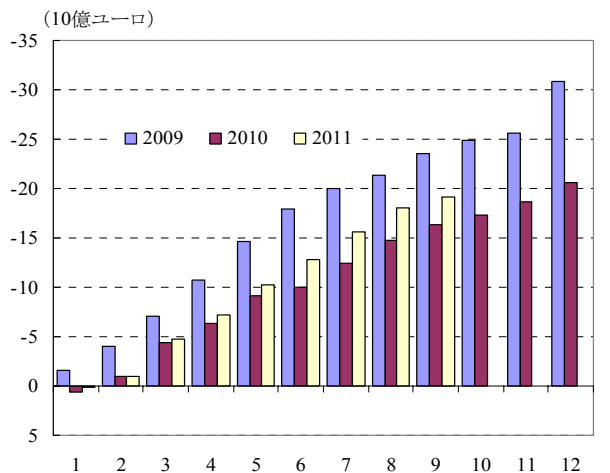
財政再建の道程は引き続き険しい

ギリシャでは、財政再建の難しさが浮き彫りになっている。10月2日に発表された2012年予算案では、2011年の実質GDP成長率の見通しが従来の▲3.8%から▲5.5%へ下方修正された。つれて財政収支の対GDP比率の見通しも従来の2011年▲7.6%、2012年▲6.5%から、それぞれ▲8.5%、▲6.8%に修正された。月次で発表されている中央政府ベースの財政収支をみても、2011年1-9月期は192億ユーロ（前年比+15%）の赤字となり（第3図）、通年の目標値198億ユーロ（同▲3.9%）の達成はほぼ不可能となった<sup>1</sup>。

一方、資金繰り上11月半ばまでに必要であったEU/IMFによるギリシャ向け第6弾融資（80億ユーロ）については、10月11日に、11月初めにも実行される目途がほぼ立った。これは、ギリシャ政府が追加財政緊縮策（不動産税の導入、公務員リストラ、等）を閣議決定したことを、四半期毎に財政状況をレビューしているEU/ECB/IMFの調査団が前向きに評価したからである。

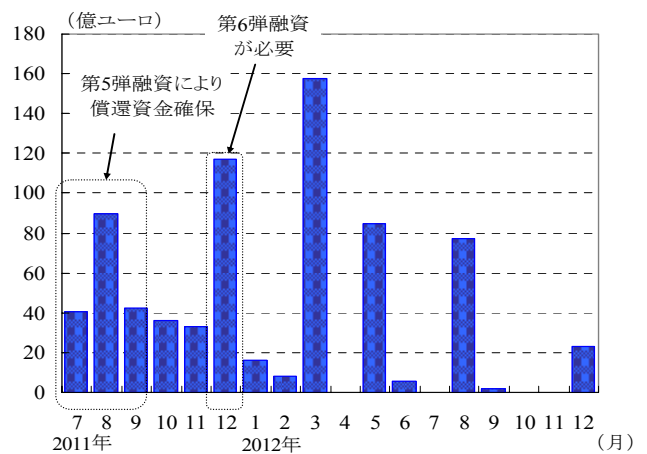
ただし、目先の資金繰り懸念は後退したものの、ギリシャの財政再建の道程は引き続き極めて険しい。EU/ECB/IMFの調査団は、ギリシャが2012年も4年連続でマイナス成長に陥ることや、財政再建プログラムの達成には2013-14年に追加緊縮策が必要であることを指摘している。また、ギリシャの財政赤字拡大を受けて、国債の元本削減率を7月21日発表の21%から50-60%まで引き上げる案が水面下で検討されているが、民間側の負担が増すことから、その実現性には疑問が残る。そうしたなか、10月19日には大規模ストライキが再び計画されているなど、乗り越えるべきハードルは依然として数多い。

第3図：ギリシャ財政収支



(資料)ギリシャ財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ギリシャ国債償還スケジュール



(注)データはT-bill含む。

(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> ギリシャ政府は10月12日、中央政府の財政赤字の2011年見込み値を226億ユーロ（前年比+9.4%）と発表した。

債務問題安定化に向けた取り組みは正念場

ユーロ圏各国による債務問題の安定化に向けた取り組みは、これからが正念場である。7月21日に発表された欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能拡充策（流通市場での国債購入、銀行への資本注入を目的とした政府向け融資、等を認めるもの）については、10月13日のスロバキア議会での批准をもち、ユーロ圏全17カ国での承認がようやく完了した。

課題は  
①EFSFの実質的な規模拡大、  
②銀行の資本増強

現在課題となっているのは、①EFSFの実質的な規模拡大、②域内の銀行の資本増強、である。①はイタリアとスペインの政府債務（合計約2.2兆ユーロ）をカバーすることを目的に、現行の融資枠（4,400億ユーロ）にレバレッジをかけ、実質的に2兆ドル程度に拡大するものである。目下、レバレッジをかける方法が種々検討されている。②は、周縁国国債から生じる損失に備えることを目的としており、10月12日には欧州委員会から、銀行の保有国債を保守的に再評価すると共に、自己資本比率の目標を引き上げる方針が発表された。23日に予定されるEU首脳会談に向けて詳細が詰められ、11月3-4日のG20サミット（フランス）にて報告される見込みである（第1表）。

第1表：欧州債務問題に係る今後の主要日程

日程	予定	ポイント
10/21	ユーロ圏財務大臣会議	金融システム安定化策の具体案（欧州銀行の資本増強など）を詰める。
10/23	EU首脳会議	当初予定の10月17-18日から延期。 欧州銀行の資本増強の詳細に合意。
11/3	ECB理事会	イタリア出身のドラギ新総裁の下での最初の理事会
11/3-4	G20サミット（フランス・カンヌ）	EU首脳会議等で合意される欧州金融システム安定化策を報告。
11/20	スペイン総選挙	政権交代（中道左派→中道右派）の可能性大
12月上旬	EU/IMF/ECB調査団、ギリシャ政府との協議を開始	ギリシャ向け第7弾融資（50億ユーロ）の実行可否を判断
12月中	ギリシャ、月内に計117億ユーロの国債償還	T-Billを除くと81億ユーロの償還
2012年1月	ギリシャ、第2次金融支援が必須に	第1次金融支援の資金繰り表では、2012年1-3月期にギリシャが109億ユーロを市場調達（長期国債を発行再開）する予定であった

### (3) 債務問題の景気への影響

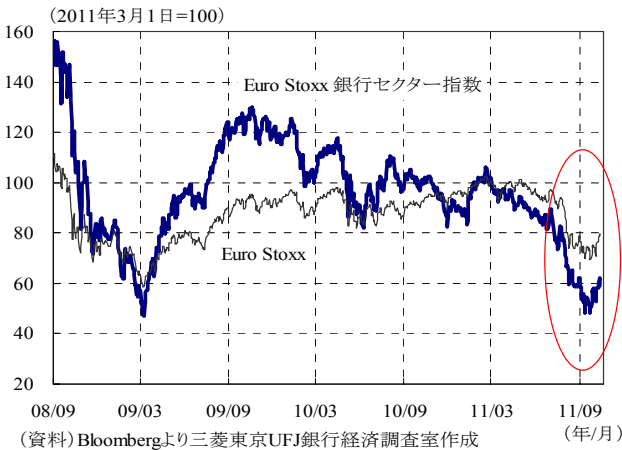
銀行の貸出抑制の  
可能性が懸念材料

債務問題の深刻化は、企業センチメントの悪化（前掲第2図）や株価の下落を通じてユーロ圏の景気に悪影響を及ぼしているが、加えて懸念されるのが、銀行の貸出抑制が生じる可能性である。実際、ユーロ圏の銀行セクターの株価をみると、イタリアやスペインのソブリンリスクが強く意識され始めた7月末頃から急落している（第5図）。

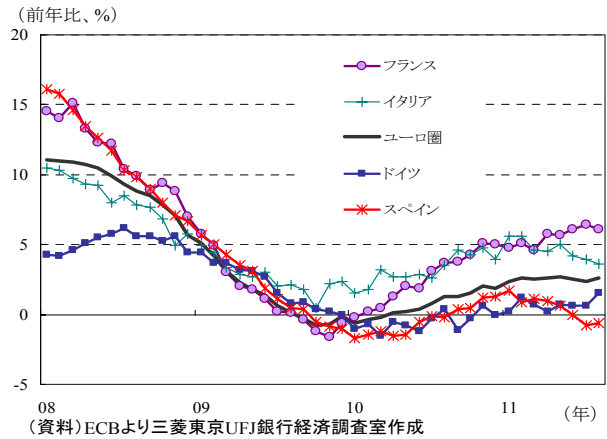
銀行の貸出基準は  
厳格化に転じる

民間向け銀行貸出の前年比伸び率は、直近8月までの統計をみる限り、ユーロ圏全体では横這いで推移している。イタリアやスペインの伸び鈍化を、ドイツとフランスが打ち消しているためだ（第6図）。しかし、9月5～27日に実施されたECBの銀行貸出調査（銀行の貸出担当者に対するアンケート調査）によると、過去1年半ほぼ横這いだった銀行の貸出基準が、大企業向け・中小企業向けともに厳格化に転じている（第7図）。その背景として、「景気見通し」や「産業・企業の見通し」の悪化と並んで、銀行の「資金調達へのアクセス」と「流動性ポジション」が厳しくなったことが挙げられている（第8図）。

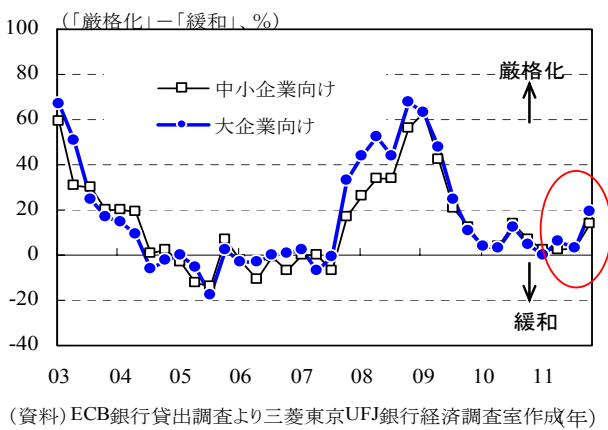
第5図：欧州株価



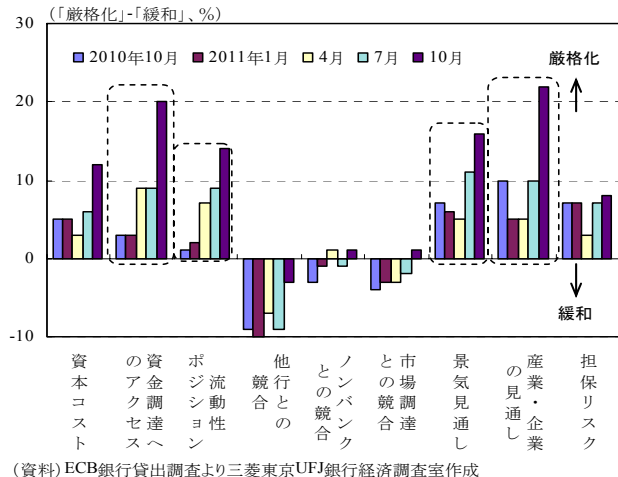
第6図：民間向け銀行貸出



第7図：企業向け貸出基準



第8図：企業向け貸出基準厳格化の要因



自己資本比率の目標引き上げに伴い、銀行が資産圧縮を進めるおそれ

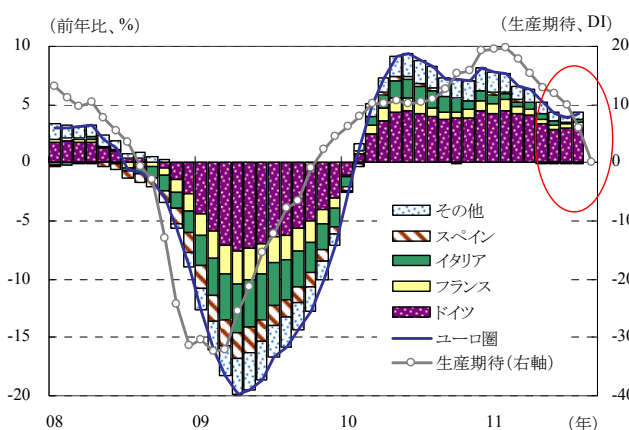
このように9月から銀行の貸出行動に変調が窺われるなかで、その傾向に拍車をかける可能性があるのが、前述のように欧州委員会が、域内銀行の保有国債を保守的に再評価すると共に、自己資本比率（コア Tier1 比率）の目標値を引き上げる方針を発表したことである。詳細は未定ながら、報道によると目標値は現行の5%から7~9%への引き上げが検討されている。その場合、域内大手90行の自己資本不足額は合計で1,000億~3,000億ユーロに上るとみられるが、これだけの規模の資本調達を自力で行うことは難しい。そのため各行は公的資金の注入を受けるか、資産圧縮を進めるか、を選択せざるを得なくなろう。後者が選択された場合、貸出が抑制され、さらなる株価下落や景気減速をもたらすという悪循環につながるおそれがある。

8月の生産は堅調だったが、今後は減速へ

なお、足元の生産動向をみると、直近8月の鉱工業生産は前年比+5.3%（←7月同+4.2%）と堅調だったが（第9図、チャートは3ヵ月移動平均）、これはイタリアやフランスが労働日数要因などから上振れしたため。製造業の生産期待DIは直近9月に0.2（←8月5.9）と、2009年10月以来の水準まで下落し、今後の生産減速を示唆している。これは、債務問題の深刻化によるセンチメント悪化を反映したものと思われる。

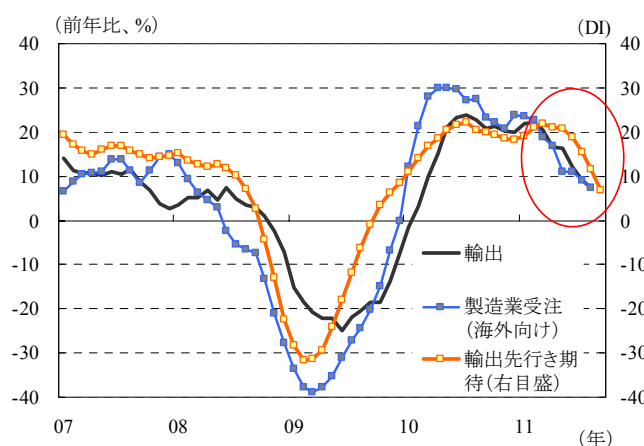
また、ユーロ圏経済を牽引してきたドイツの輸出をみると、伸び率は年初の前年比+20%台から足元では同+10%割れまで鈍化しており、先行指標（輸出先行き期待DI、海外向け製造業受注）もそうした傾向が続くことを示唆している（第10図）。これも、今後の生産減速につながると思われる。

第9図：鉱工業生産、製造業生産期待



(注) 鉱工業生産のデータは3ヵ月移動平均。生産期待はユーロ圏。  
(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：ドイツの輸出動向



(注) 輸出と受注は3ヵ月後方移動平均。  
(資料) ドイツ連銀、ドイツ連邦統計局、Ifö研究所より経済調査室作成

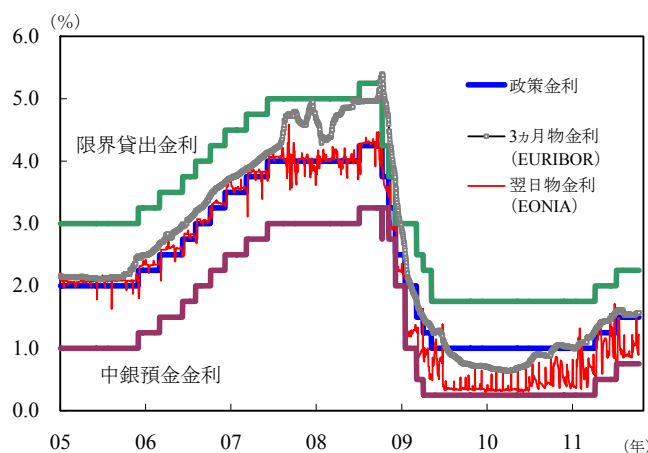


#### (4) ECB の危機対応

ECB、10月6日は  
利下げに踏み切ら  
ず

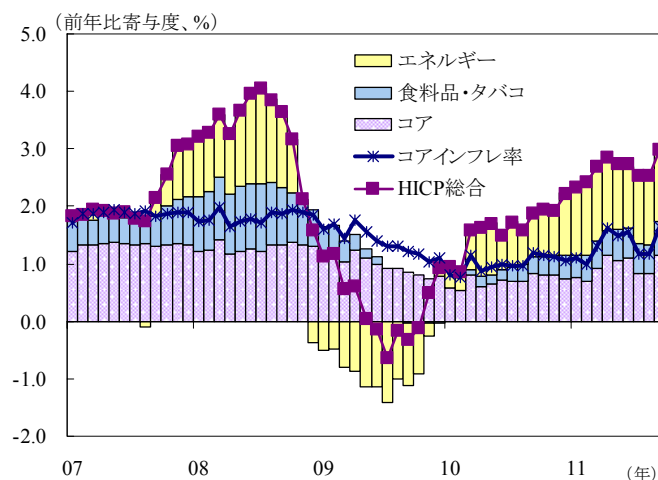
上述のようにユーロ圏景気の減速傾向が強まっているが、ECBは10月6日の定例理事会では利下げに踏み切らず、政策金利を1.50%に据え置いた(第11図)。9月末に発表された8月のユーロ圏マネーサプライ(M3)伸び率が前年比2.8%と前月(同2.1%)から加速したほか、9月の消費者物価上昇率(HICP)が同3.0%に上昇し、ECBの目標である同2%未満を大幅に上回ったことが大きかったとみられる(第12図)。物価安定を最大の責務と掲げるECBとしては、現時点での利下げの決断は難しかった模様だ。

第11図：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

第12図：ユーロ圏消費者物価指数



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ECBは期間1年の  
資金供給オペ、カ  
バードボンド購入  
再開など危機対応  
に注力

政策金利を据え置いた一方で、ECBは10月に期間12ヵ月、12月に同13ヵ月の資金供給オペを実施することを決定し、流動性を2013年初まで潤沢に供給する姿勢を明らかにした。また、400億ユーロのカバードボンドの買い取り再開を決定して、債務問題の対応を強化した。カバードボンドについては、ECBはグローバル金融危機後の2009年6月から1年間、600億ユーロ規模の買い入れを行った経緯がある。

ただし、ECB内には  
危機対応を巡る  
対立も

ECBはこれまでも、8月に期間6ヵ月の資金供給オペを再開したり、イタリアとスペインの国債購入を開始したりするなど、様々な危機対応策を実施してきた(第2表)。ただし、9月には、国債購入の是非を巡るECB内での対立から、ドイツ出身のシュタルク専務理事が任期途中で辞任を公表している。今般発表された危機対応策についても、その決議は全会一致ではなく「コンセンサス」と発表されており、一部に反対者がいたことが明らかになっている。

トリシェ総裁は  
ECB依存を牽制

また、トリシェ総裁は、ECBが何らかの形で資金供与することで欧州金融安定ファシリティー(EFSF)の実質的な規模を拡大する(=レバレッジをかける)ことに反対する姿勢を示した。そして、各国政府に既存の決定事項を実行し、それぞれが金融安定に最大限努めることを要請した。これは、危機対応において

年内利下げの可能性は否定できなくなってきた

ECB に依存しようとする昨今の論調を牽制する狙いがあると思われる。

トリシェ総裁は 10 月末に 8 年の任期を終えて退任し、11 月からはイタリア中央銀行総裁のドラギ氏が ECB 総裁に就任する。新総裁の政策手腕は不明であるが、今回の決定でもみられるように、ECB としては、今後も物価動向と周縁国情勢の双方に目配りする金融政策を踏襲しよう。ただし、欧州経済の先行きが極めて不透明であるなかで、新総裁が年内にも利下げに踏み切る可能性は否定できなくなってきたと思われる。

第 2 表 : ECB の危機対応

2010年5月	ギリシャ国債につき、資金供給オペの適格担保として受け入れる際の格付け基準を撤廃
	ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの国債購入を開始
2011年3月	アイルランド国債につき、格付け基準を撤廃
7月	ポルトガル国債につき、格付け基準を撤廃
8月	期間6カ月の資金供給オペを再開 イタリア、スペインの国債購入を開始
9月	欧州銀に対し、FRBと協働して、年末越えのドル資金供給を行う方針を発表
10月	期間12カ月、13カ月の資金供給オペを再開 カバードボンドの購入を再開

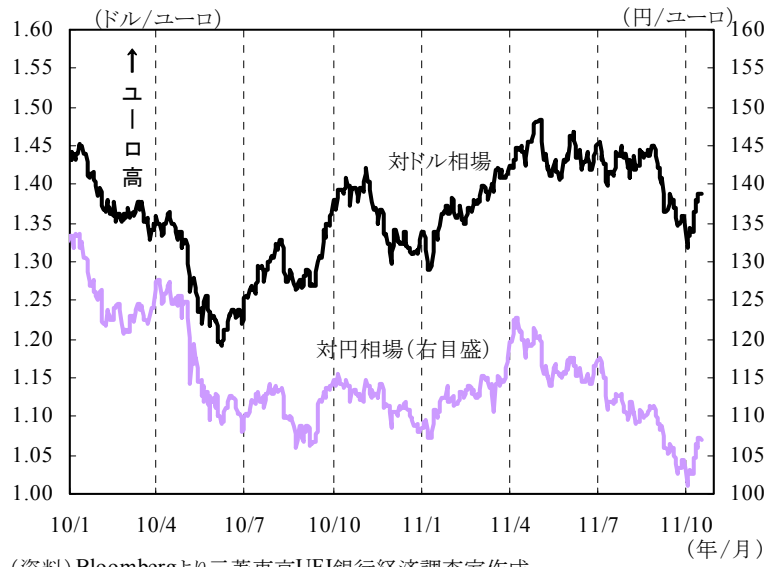
(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) ユーロ為替相場

ユーロ相場は急落後、危機対応の強化により足元反発

ユーロの対ドル相場はソブリン問題の深刻化とともに急落した。9 月上旬に 1 ユーロ=1.42 ドル台にあったユーロ相場は、一時 1.31 ドル台と今年 1 月以来、約 9 ヶ月ぶりの水準まで下落した (第 13 図)。また、対円では一時 100 円台に入り、2001 年 7 月以来、約 10 年ぶりの水準を記録した。ただし、足元では ECB による長期資金供給オペの再開など危機対応の強化や、債務問題の包括的解決策に向けた期待などがユーロの買い戻し材料となり、対ドルでは 1.38 ドル、対円では 107 円台に上昇している。

第13図：ユーロ為替相場（日次終値ベース）





## 2. 英国

### (1) 景気動向

景気の先行き不透明感が増す

2Qの実質GDP成長率は下方修正

純輸出はマイナスの寄与

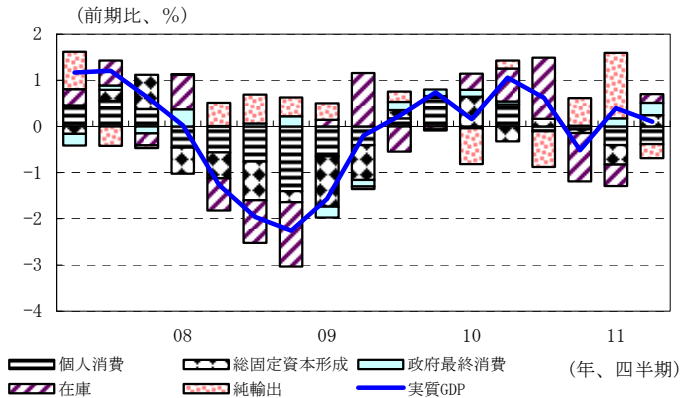
家計可処分所得は低迷

英国経済は引き続き回復局面にあるものの、回復のスピードは減速しつつあり、先行き不透明感が増している。

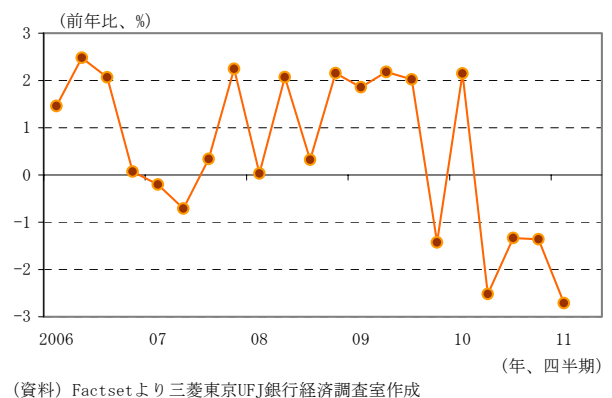
今年4-6月期の実質GDP成長率の確定値が発表されたが、改定値から0.1%ポイント低下し、前期比0.1%にとどまった(第14図)。ユーロ圏の景気が周縁国債務問題の拡大などにより減速するなか、財サービス輸出が前期比▲1.3%とマイナスの伸びに転じた結果、前期には最も成長に寄与した純輸出がマイナスの寄与となり、全体の成長率を押し下げた。また、個人消費が4期連続のマイナスの伸びとなった。一方、総固定資本形成は4-6月期にプラスの伸びを示したものの、1-3月期の大きな落ち込みの反動という面が強い。政府最終消費支出は加速したが、これは財政緊縮が本格的に実施される前の前期中に駆け込み的に契約した分の支払いがずれ込んだ影響等が出たものとみられる。

家計部門についてみると低迷が続いている。家計の可処分所得は前年水準を下回る状況にある(第15図)。高水準にあるインフレ率が家計の購

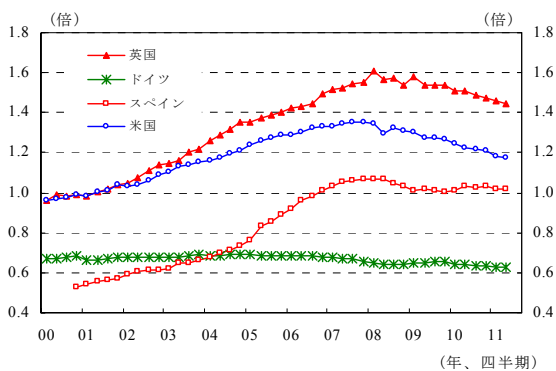
第14図：実質GDP成長率



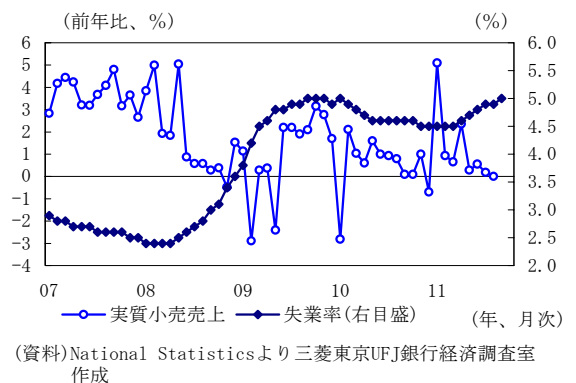
第15図：家計の実質可処分所得の推移



第16図：家計債務残高の可処分所得比率



第17図：失業率と実質小売上の動向



## 家計のバランスシート調整は続く

買力を低下させている。また、家計部門においては、2008年初め頃までの住宅価格の上昇に合わせ、債務残高を過剰に増加させたため、バランスシート調整の途上であり、消費を増やすことが難しい（第16図）。雇用情勢も悪化傾向が鮮明になってきた。9月の失業率は5.0%と前月から0.1%ポイント上昇した（第17図）。家計にとっては厳しい状況が続いており、個人消費の本格回復には時間がかかりそうである。

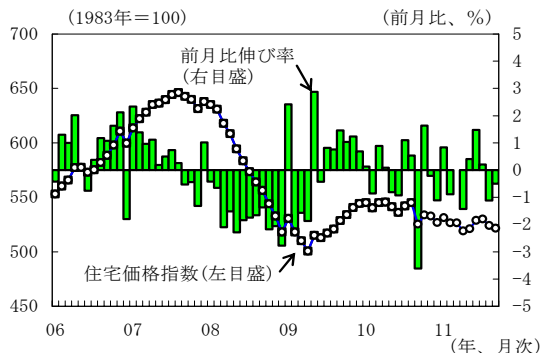
## 住宅価格は横ばい圏内の動きを続ける

住宅価格は横ばい圏内の動きを続けている。9月のハリファックス住宅価格指数は前月比▲0.5%と8月に続き前月水準を下回った（第18図）。ただし、7月までは3ヵ月連続でプラスの伸びを示していた。低金利が住宅需要の追い風になっている一方、高インフレ率等による実質可処分所得の減少は住宅需要を抑制している。住宅価格は当面上昇、低下を繰り返しつつ横ばい圏内の動きを続けるであろう。

## 製造業及び輸出受注が悪化

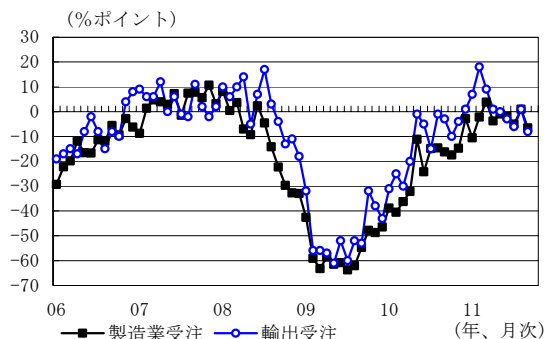
企業部門では、製造業及び輸出受注が悪化し始めた（第19図）。2009年の後半からいずれも回復傾向にあり、景気の牽引役を担ってきたが、足元では弱含みの展開となっている。鉱工業生産は全ての財について伸び悩んでいるほか、輸出についても横ばいから減少傾向を見せ始めている（第20、21図）。

第18図：住宅価格の動向



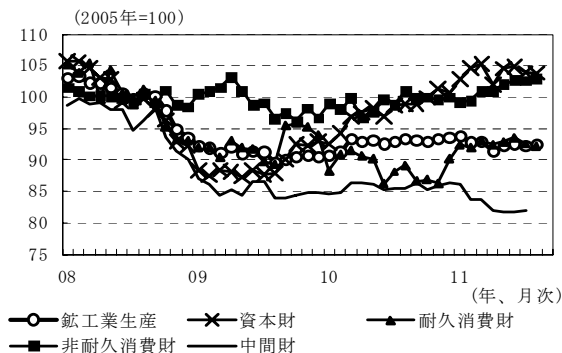
(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：製造業及び輸出受注の動向



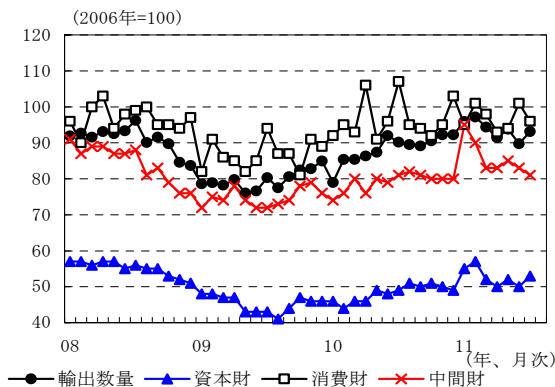
(資料)EC、OECDより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図：鉱工業生産指数の動向



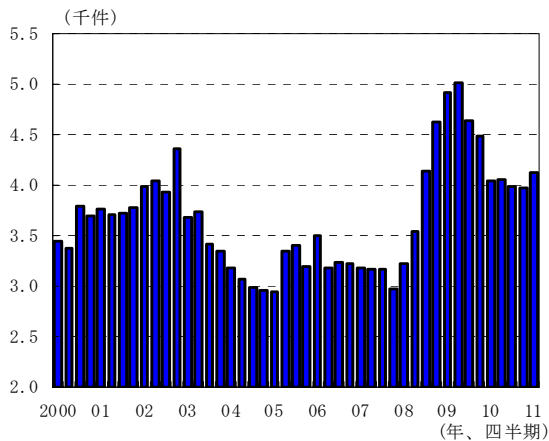
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図：輸出数量指数の動向



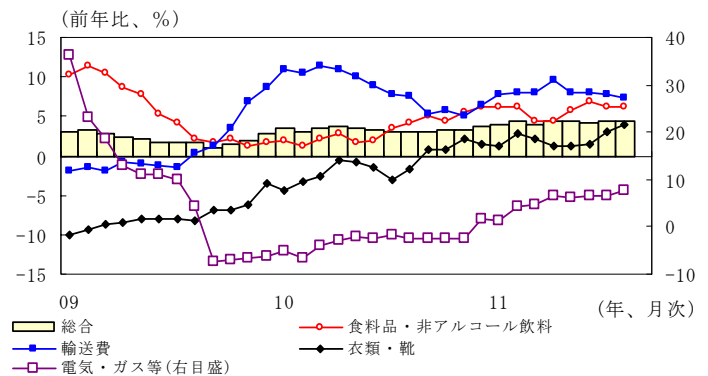
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第22図：企業倒産件数の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図：インフレ率の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 企業倒産件数は足元増加

英国の企業倒産件数は2008年秋のグローバル金融危機直後から急増したが、2009年第3四半期より減少し始め、2010年に入り4千件前後の水準で推移してきた(第22図)。そして、今年第1四半期には4,121件と2009年第4四半期以来の水準に増加した。現在の倒産件数はピークから減少したとはいえ、2000年以降でみれば、高水準にある。景気が減速傾向を示すなか、今後、倒産件数は増加していく可能性が高いと考えられる。

## (2) インフレ率及び金融政策

### インフレ率は高水準を維持

英国のインフレ率は、依然、高水準にある。7月には4.5%と前月より0.1%ポイント上昇した(第23図)。衣類・靴のほか、料金引き上げが実施された電気ガス代が上昇し、インフレ率全体を押し上げた。電気ガス料金引き上げの影響は8月以降、本格化してくるとみられ、インフレ率は当面高い水準で推移するであろう。

### BOEは国債買取枠を拡大

イングランド銀行(BOE)は10月6日の金融政策委員会(MPC)において、政策金利を0.5%に据え置く一方で、国債買取枠を2,000億ポンドから2,750億ポンドへと拡大した。4ヵ月で増加枠を使い切るであろうとしている。景気の回復速度が緩慢になり、中期的には余剰生産力が残り、インフレ率がターゲットとする2%を下回るリスクが出来てきたことを国債買取枠拡大の理由としてあげている。

### 国債買取枠拡大の効果は疑問

景気減速に対して、政府は財政緊縮を実施しており、財政面からの景気挺入れを期待できない中、量的緩和政策の拡大に向かったわけであるが、その効果については疑問が残る。金融機関に対して十分な流動性を供給することで、貸出を増やし、経済活動を活発にすることを狙ったものであるが、足元の状況では、そのメカニズムが働きにくくなっている。実際、銀行貸出は減少している。家計はバランスシート調整の途上にあるほか、低成長が続いていることから、企業が積極的に投資を行う環境になく、企

業の資金需要も弱い。

今回の国債買取枠拡大の効果を十分に見極める必要があるが、実際に効果が現れなければ、BOE ひいては英国政府は難しい局面を迎えるであろう。

照会先：経済調査室 大幸 雅代（ユーロ圏） [masayo\\_taiko@mufg.jp](mailto:masayo_taiko@mufg.jp)  
本多 克幸（英国） [yoshiyuki.honda@uk.mufg.jp](mailto: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。