

西欧経済の見通し

～ユーロ圏は格差を抱えつつ成長、英国は 2012 年にかけて緩やかな回復が続く～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏第 1 四半期は好調

域内格差は続く

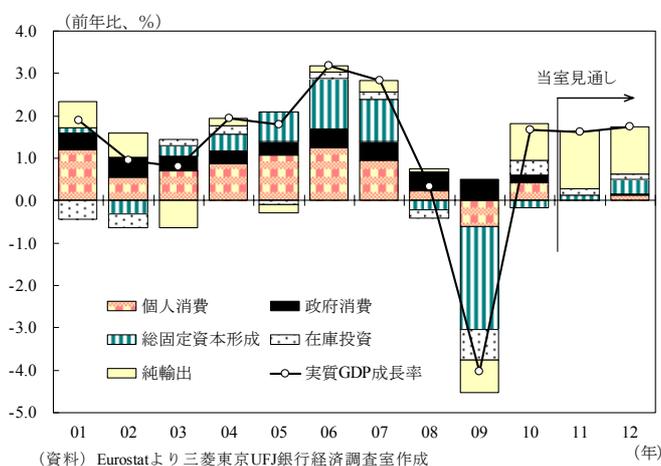
ユーロ圏経済は強いドイツに牽引され、第 1 四半期の実質 GDP 成長率が前期比 0.8%と好調であった。ただし、ドイツ（同 1.5%）やフランス（同 1.0%）の高成長の一方で、スペイン（同 0.3%）やイタリア（同 0.1%）が弱めの伸びにとどまったほか、ソブリン問題に苦しむポルトガルは同 ▲0.7%と 2 期連続のマイナスに陥った。ギリシャは同 0.8%のプラスを記録したものの、これは統計の見直しや前期の反動によるものであり、回復の兆しとは言い難い。域内格差は引き続き鮮明である（第 1 表）。

第 1 表：ユーロ圏実質 GDP 成長率

	(前期比、%)					(前年比)	
	2010/1Q	2Q	3Q	4Q	2011/1Q		
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	0.3	0.8	
ポルトガル	0.7	0.4	0.3	▲0.5	▲0.7	▲0.7	
ギリシャ	▲1.9	▲1.3	▲1.6	▲2.8	0.8	▲4.8	

(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 図：需要項目別実質 GDP 成長率と見通し



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

<概要>

域内格差を抱えたままの成長に

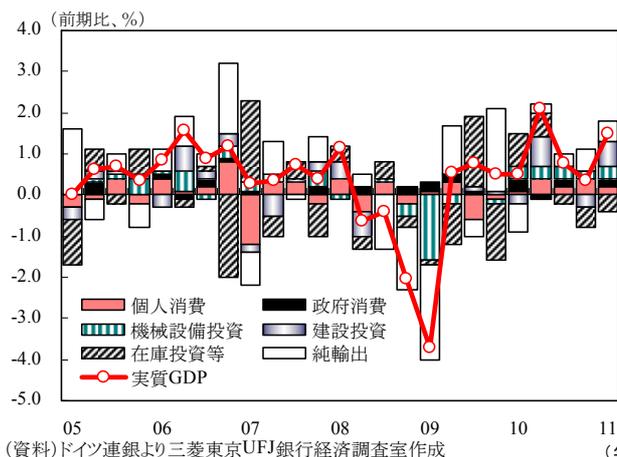
周縁国のソブリン問題と、実施を余儀なくされている財政赤字削減策などをふまえると、ユーロ圏内の域内格差は今後も続くと思われる。2011年はドイツなど主要国が引き続き全体を牽引するものの、前年ほどの高成長は難しいうえ、財政緊縮のため周縁国の回復が限定的なことから、全体としては若干減速する見込みである（第 1 図）。

<詳細>

足元のドイツ経済
は東西統一以来最
高レベルの活況

ユーロ圏全体の約3割の経済規模をドイツが占めることから、その牽引力がポイントとなる。ドイツ経済は現在、東西統一以来最高レベルの活況を呈している。今年第1四半期の実質GDP成長率の内訳をみると、純輸出の押し上げに加えて、投資や消費などの内需も成長に大きく寄与した（第2図）。しかし、問題はその持続性である。

第2図：ドイツ実質GDP成長率



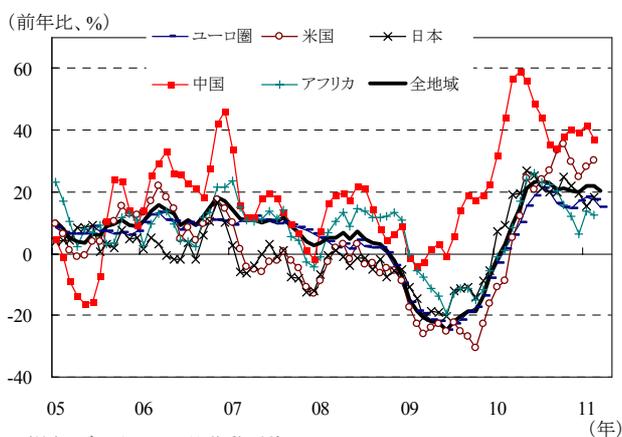
輸出の伸びはほぼ
横ばい

足元の月次指標をみると、ドイツの成長を主導してきた輸出は中国などのアジア向けを中心に増加が続いているが（第3図）、先行指標である製造業の海外受注は、ユーロ圏外向けを中心にピークアウトしている（第4図）。昨年春～秋のユーロ安による輸出のサポートが、徐々に剥落していることがあるとみられる。

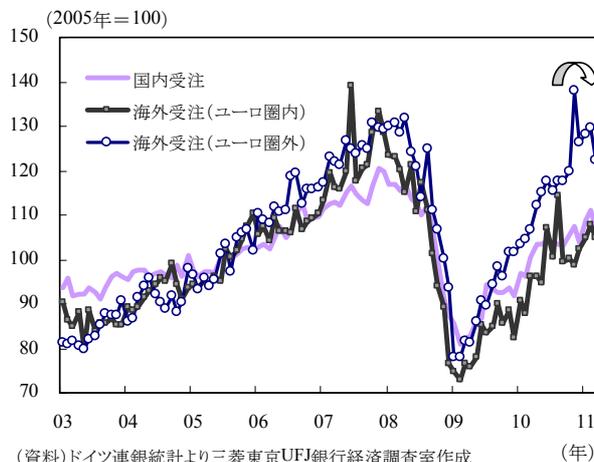
景況感はピークア
ウト

こうしたなか、ドイツ企業の景況感は、他のユーロ圏各国より高水準ながらも足元で頭打ちとなっている（第5図）。ドイツはユーロ圏内での相対的な牽引力を維持しつつも、その勢いはある程度弱まるとみられる。

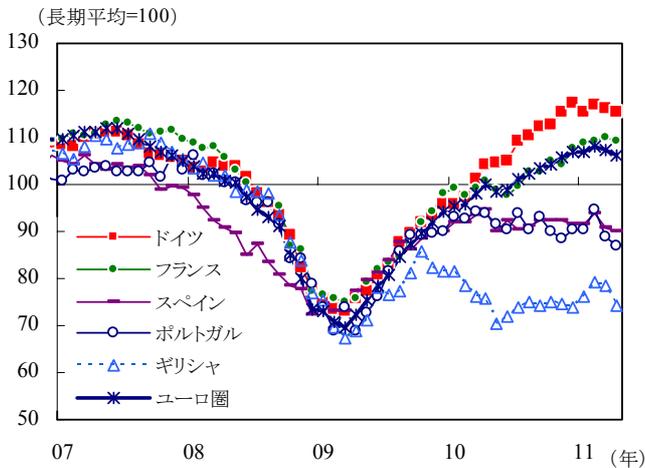
第3図：ドイツ地域別輸出



第4図：ドイツ製造業受注

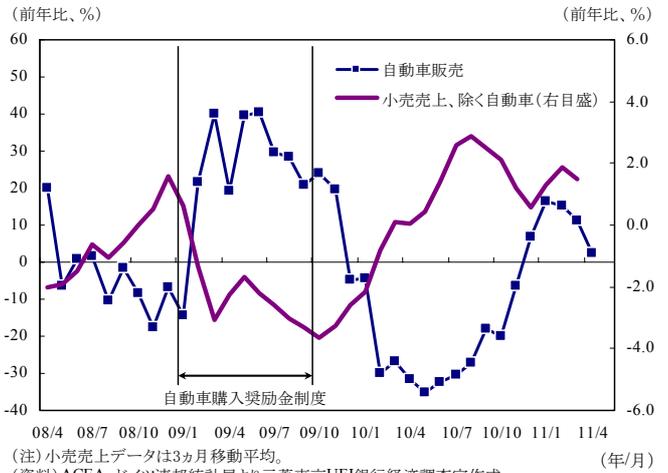


第5図：ユーロ圏企業の景況感



(資料)欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：自動車販売と小売売上



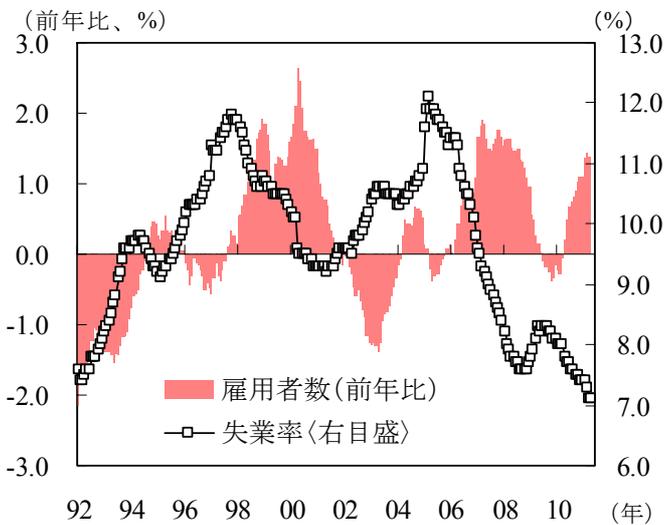
(注)小売売上データは3ヵ月移動平均。
(資料)ACEA、ドイツ連邦統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

個人消費は盛り上がり
に欠ける展開

消費関連に目を転じると、ドイツの自動車販売は購入奨励対策後の反動減の一巡後、一旦は反発したものの、足元ではほぼ伸びがゼロになっている（第6図）。自動車を除く小売業も伸びが頭打ちである。また、小売業の景況感は一進一退である。

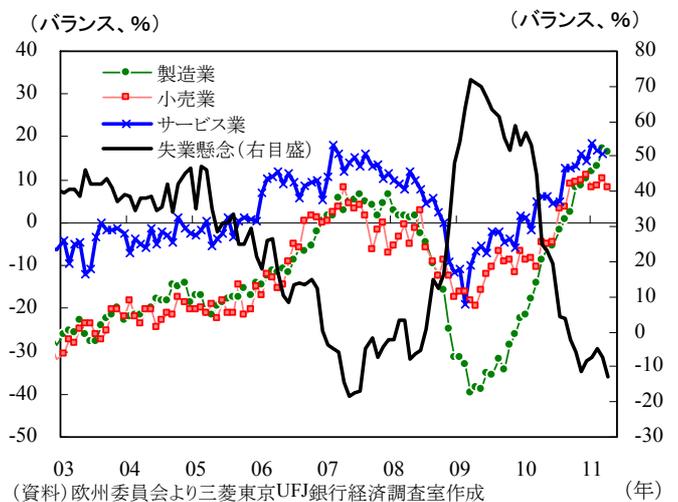
雇用情勢をみると、ドイツでは失業率の低下傾向が続くが、すでに東西ドイツ統合後の最低水準に達しており、今後の低下余地は限定的とみられる（第7図）。実際、消費者の失業懸念は低下しているものの、産業界の将来雇用サーベイは各業種で頭打ちとなっている（第8図）。個人消費は今後、やや盛り上がり欠ける展開が予想される。

第7図：ドイツの雇用情勢



(資料)ドイツ連邦銀行より三菱東京UFJ銀行調査室作成

第8図：ドイツの将来雇用サーベイと失業懸念

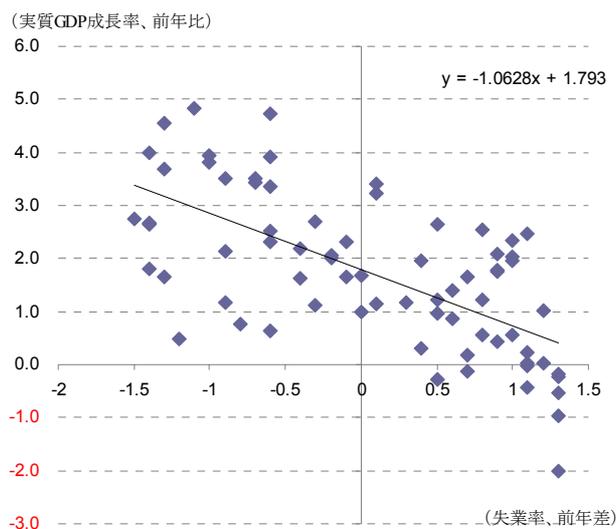


(資料)欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

潜在成長率と比べても、ドイツの高成長の持続は難しい

ちなみに、オウクンの法則を用いてドイツの潜在成長率を簡便に試算すると、東西統一以降の1990年代前半から直近を通してみれば1.4%程度と推計され、金融危機時の景気後退を除いた場合でも1.8%程度と推計できる（第9図）。いずれにしても、昨年の3.6%成長は潜在成長率をかなり上回るものであり、ドイツ経済が今後も堅調を維持するとしても、足元の高成長の持続は想定しにくい。

第9図：オウクンの法則からみたドイツの潜在成長率推計
（金融危機時の景気後退を除いたベース）



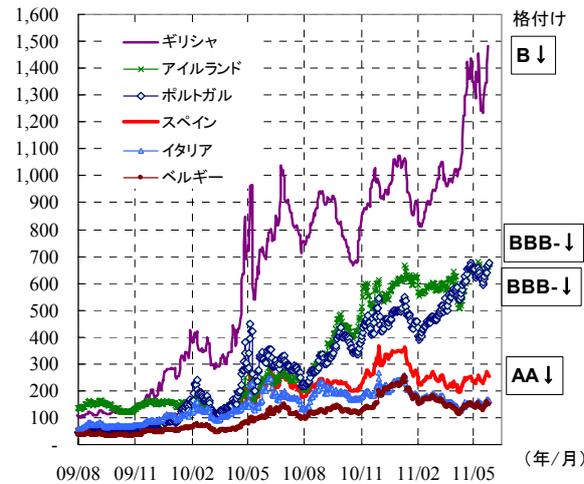
(資料)ドイツ連邦統計局、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) リスク要因: 欧州ソブリン問題

信用リスクは総じて悪化

4月頃からのギリシャ債務再編観測の高まりに伴い、周縁国各国の信用リスクは総じて悪化が続いている（第10図）。ポルトガルとアイルランドのCDSは、ギリシャの影響で高止まりが続いている。市場はスペイン・イタリアの2カ国をギリシャ・アイルランド・ポルトガルの3カ国とは峻別しているが、5月半ば以降、スペインの地方選挙における与党の大敗や、イタリアの格付け見通し引き下げを受けて、両国のCDSにも幾分上押し圧力がかかっている。信用危機が波及する可能性は低いものの、注意を要する状況である。

第 10 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

① 混迷するギリシャ情勢

市場では債務再編の観測も

ギリシャについては、10年物国債利回りが17%近辺に上昇するなか、市場では2012年以降に予定されている自力での長期国債発行計画は困難との見方が強まりつつある(第2表)。同国の債務再編がいずれは不可避とみる市場関係者も増え始めている。

ソフトな債務再編を探る動きも

そうしたなか5月16日にユーロ圏財務相会合のユンケル議長が、ギリシャ債務のリプロファイリング(債務の金利や元本を変更せず、投資家が自発的に返済期限延長に応じるソフトな債務再編)の可能性に言及した。これまでは、ドイツの政府高官のみから債務再編に関する発言が出ていたが、EUレベルでも相応に発言が出始めている。

ECBは明確に反対を示す

一方で、ギリシャ国債を大量に保有するECBはリプロファイリングに対して反対の立場を明確にしている。トリシェ総裁はいかなる債務再編においても、昨年以降格付け基準を撤廃しているギリシャ国債を、ECBオペの適格担保として認めない方針を示した。

四半期レビューと次回融資の実行判断に注目

5月23日、ギリシャ政府が2011年の財政健全化目標達成と追加金融支援の獲得に向け、60億ユーロ規模の新たな赤字削減措置を打ち出した。民営化の加速や公務員の一段の賃下げ、雇用削減が提案されている。しかし、野党は反対の姿勢を示しており、国内調整の難しさから同国のCDSは5月24日に1,500bp弱と過去最高を更新した。

今後については、6月の四半期レビューにおいて明らかになるギリシャの財政再建の進捗状況、およびそれをふまえた次回融資の実行可否の判断がまずは注目される。6月14-15日のユーロ圏/EU財務相会合や6月24日のEUサミットで何らかの対策が決定される見通しであるが、未だ具体的なイメージが見えず、不透明感が高まっている。

第2表:ギリシャの資金繰り計画

(単位: 10億ユーロ)

	2010年5月- 2013年2Q 合計	2010年			2011年				2012年				2013年
		5-6月	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
①政府財政赤字	58.1	3.7	7.1	3.9	5.4	6.8	7.2	2.9	3.7	3.9	5.1	2.1	3.1
②既存償還額(国債・T-bill)	171.1	11.4	4.1	5.4	16.1	13.9	16.0	13.3	22.2	14.7	16.3	12.3	9.8
③その他	9.0	0.0	0.0	1.5	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5
④必要資金額(①+②+③)	238.2	15.1	11.2	10.8	22.5	21.7	23.2	17.2	26.9	19.6	22.4	15.4	13.4
⑤国債発行額(⑥+⑦)	129.0	2.0	6.5	4.0	6.8	8.0	9.7	8.0	15.9	17.4	15.3	10.1	9.8
⑥短期国債	90.0	2.0	6.5	4.0	6.8	8.0	9.7	8.0	5.0	10.0	9.0	8.0	8.0
⑦長期国債	44.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.9	7.4	6.3	2.1	5.8
⑧ファイナンスギャップ (必要資金累計額、④-⑤)	109.2	13.1	4.7	7.0	15.7	13.7	13.5	9.2	11.0	2.2	7.1	5.3	3.6
⑨金融支援額(⑩+⑪)	110.0	20.0	9.0	9.0	15.0	12.0	8.0	5.0	10.0	6.0	6.0	2.0	6.0
⑩EU	80.0	14.5	6.5	0.0	17.5	8.7	5.8	3.6	7.3	4.4	4.4	1.5	4.4
⑪IMF	30.0	5.5	2.5	2.5	4.1	3.3	2.2	1.4	2.7	1.6	1.6	0.5	1.6

(資料) EUより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②ポルトガルの金融支援決定

ポルトガルは 780 億ユーロの金融支援を確保

4月上旬にEUとIMFに金融支援を要請したポルトガルは、780億ユーロ(EU:520億ユーロ、支援金利5.5%–6.0%/IMF:260億ユーロ、支援金利3.25%)の支援を確保した。懸念されたフィンランド政府の支持取り付けにも成功し、6月15日に控える約49億ユーロの国債大量償還までに第1弾融資が実行される見込みである。目先の資金繰りは一段落したものの、ギリシャ情勢が深刻化する中、CDSは改善には至っていない。

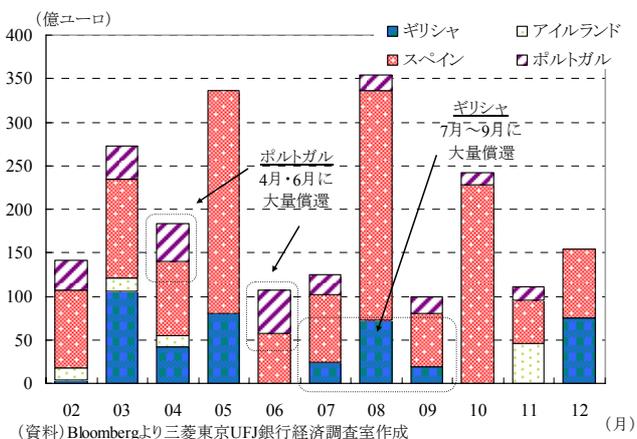
6月5日に解散総選挙が実施される予定であるが、新政権を担う可能性のある主要政党が財政再建・構造改革を支持しているため、総選挙自体は波乱材料にならない見込みである。

また、アイルランド向け支援など他の資金需要カバーと併せてEFSF(欧州金融安定化ファシリティ)の債券153億ユーロが7月にかけて発行される。年初に行われたギリシャ向け資金のEFSF債発行に需要が旺盛であったように、今回の消化も今のところは懸念されていない。

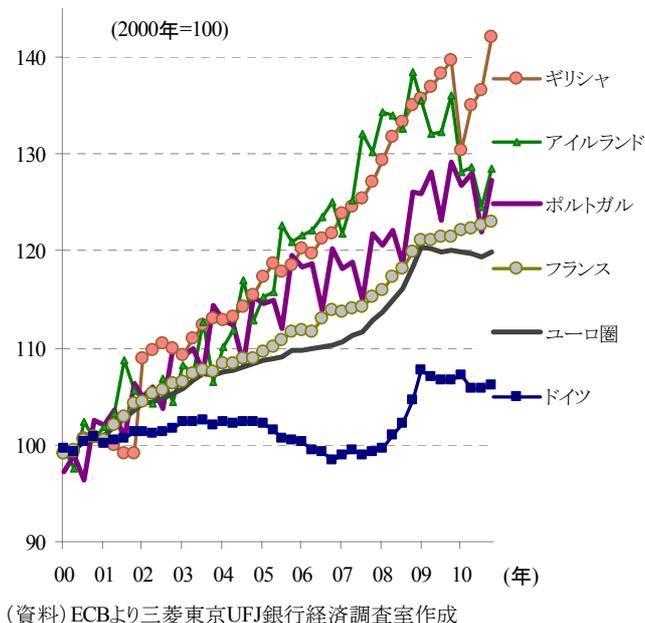
ただし、問題解決には抜本的な構造改革が必要

ただし、ポルトガルの根本的な問題は、競争力の弱さを背景とする構造的な低成長である。ユーロ導入以来の実質GDP平均成長率はユーロ圏内でも最低レベルにある。低賃金というポルトガルの強みも、単位労働コストがドイツやフランス以上に上昇するなかで失われつつある(第12図)。問題解決には抜本的な構造改革が必要となる。

第 11 図：2011 年国債償還スケジュール



第 12 図：ユーロ圏単位労働コスト



第 3 表：各国の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	2010年赤字削減目標の未達成が確定。⇒追加の緊縮策を発表。市場では債務再編の観測も。	追加の緊縮策の詳細、債務再編観測の行方、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	金融支援要請も、スペイン・イタリアへの波及リスクは限定的。6月5日に解散総選挙控える。	財政再建計画の進捗。新政権のスタンス。	○ (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。ドラギ伊中銀総裁がECB総裁へ。	政権交代の有無。ECB総裁としての手腕。	—

(4) 物価と金融政策

①物価

物価は ECB 目標を超えて上昇続く

4月の総合インフレ率は、商品価格の上昇を背景に前年比2.8%と、ECBの目標である2%未満を5ヵ月連続で上回っている(第13図)。エネルギーや食料品を除くコアインフレ率は同1.6%と前月(同1.3%)から加速しており、価格転嫁や賃上げなどの二次的波及を防止したいECBは、このコアインフレ率の上昇に注目しているとみられる。

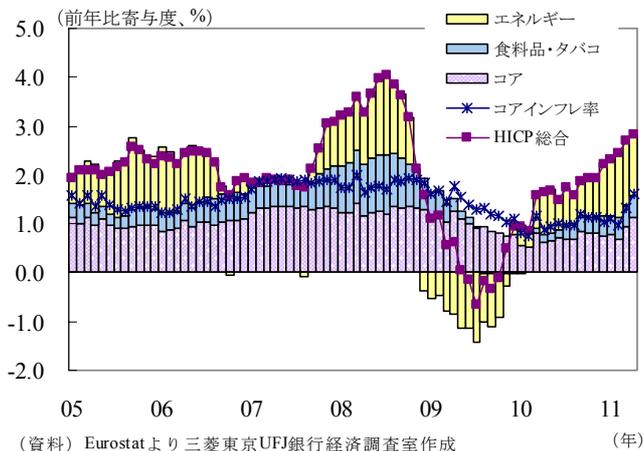
②金融政策

ECB はインフレ警戒から、年央に予防的な追加利上げへ

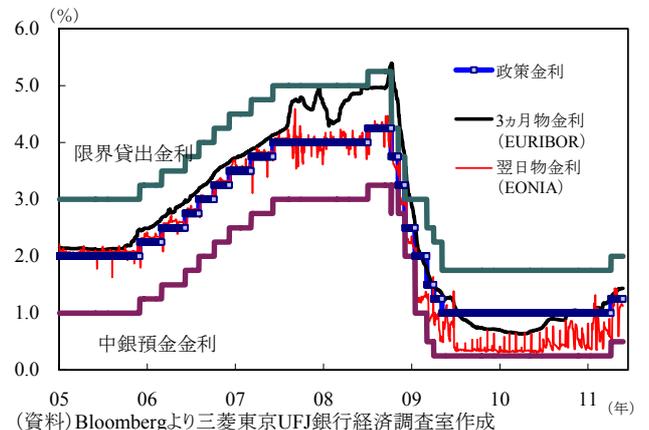
ECB は慎重な金融政策運営に

ECB は、インフレリスクに対する警戒から 4 月の理事会で政策金利を従来の 1.00%から 1.25%に引き上げたが、5 月 5 日の理事会では政策金利の据え置きを全会一致で決定した。理事会後の記者会見でトリシェ総裁は、翌月の利上げを示唆するキーワードである「強い警戒」は使用せず、「インフレリスクを注視」するとの表現にとどめた。足元のインフレ率加速に歯止めがかかっていない状況をふまえると、ECB が年央にもう一度追加利上げを実施する公算は大きい。ただし、それは 4 月と同様に、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とみられる。年央の追加利上げ以降、ECB は物価動向と周縁国情勢を両睨みしながら、慎重な金融政策運営を行うことになろう。

第 13 図：ユーロ圏の消費者物価指数



第 14 図：主要政策金利の推移



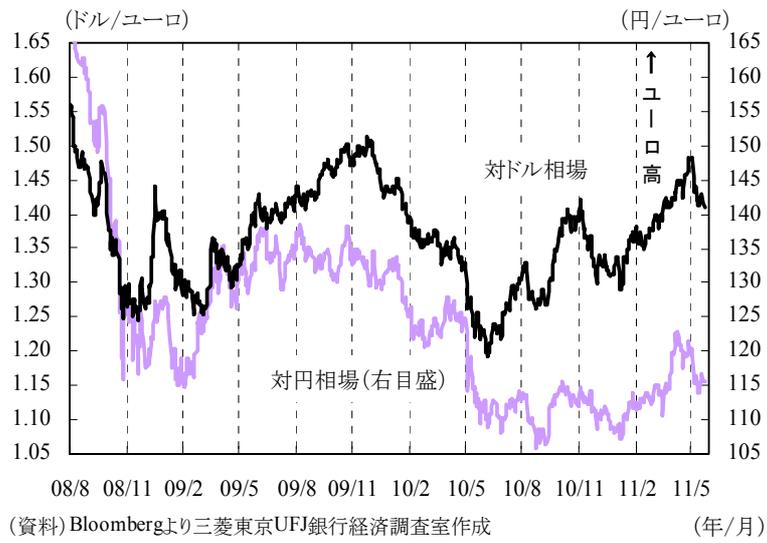
(5) ユーロ為替相場

ユーロ相場は年後半は次第に軟調に

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再編など欧州のソブリン問題に注目が集まり、足元では同 1.40 ドル近辺まで低下している。

今後は、ECB の追加利上げ観測と周縁国の不安材料との綱引きとなり、乱高下しやすい展開が想定される。また、年末にかけては米国 FRB の利上げ開始を視野に入れる市場参加者が増えるとみられ、ユーロは次第に軟調になろう。

第 15 図：ユーロ為替相場



(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状

第1四半期の成長率は前期比0.5%

英国の第1四半期の実質GDP成長率は、前期比0.5%と前期の同▲0.5%からプラス成長に転じた（第16図）。ただし、内容をみると、成長のほとんどが輸出の増加と輸入の減少によるものであった。輸出以外のプラス成長は、政府最終消費支出のみで、個人消費や総固定資本形成は2期連続のマイナス成長となったほか、在庫投資もマイナスの寄与となった。政府最終消費支出の増加は、4月からの新年度予算における歳出削減を前に、物件費などの支出を駆け込みで行ったためとみられている。

内需の弱さが顕著

昨年第4四半期に低温や大雪といった一時的な要因により個人消費や総固定資本形成が減少したため、今年第1四半期には反動増が期待されたが、不発に終わった。内需の弱さが顕著になったといえる。

①家計部門

消費者信頼感は悪化

家計部門についてみると、改善の動きが足踏みしていた雇用情勢が、足元、逆に悪化に転じた（第17図）。4月の失業率は4.6%と前月より0.1%ポイント上昇した。失業率の上昇は15ヵ月ぶりである。これまで雇用情勢の改善が個人消費の回復につながっていたが、雇用情勢が悪化し始めれば、個人消費の回復傾向に歯止めがかかる可能性がある。実質小売売上は4月に前年比+2.8%へと加速したものの、イースター休暇が今年は4月の後半にずれ込んだことや、ロイヤルウェディングで押し上げられた面が強く、この勢いの持続性は乏しいと考えられる（第18図）。

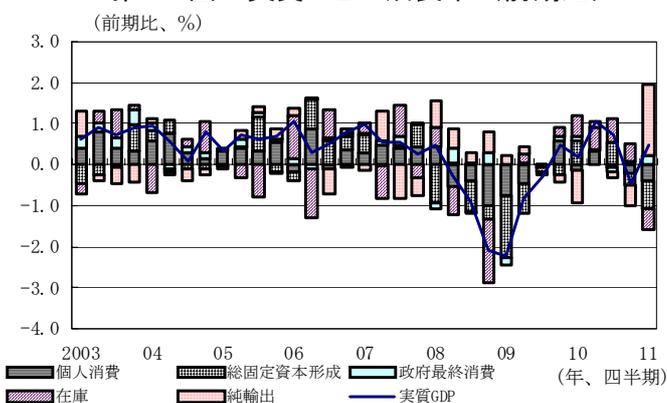
失業率は上昇

実質小売売上の加速は一時的

家計のバランスシート調整は進行

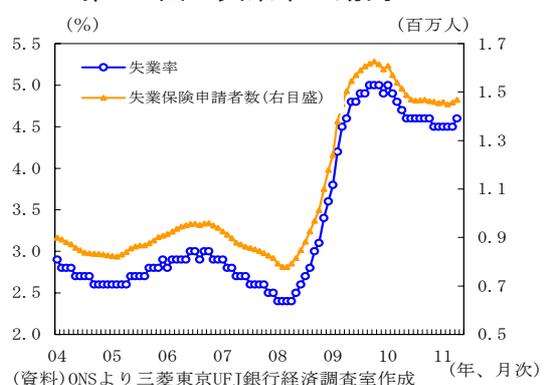
一方で、家計のバランスシート調整も進行中である。家計の債務残高の対可処分所得比は、今年第1四半期で1.45倍と着実に低下しているものの、水準自体は依然高い（第19図）。貯蓄率も昨年第4四半期に5.4%と

第16図：実質GDP成長率（前期比）



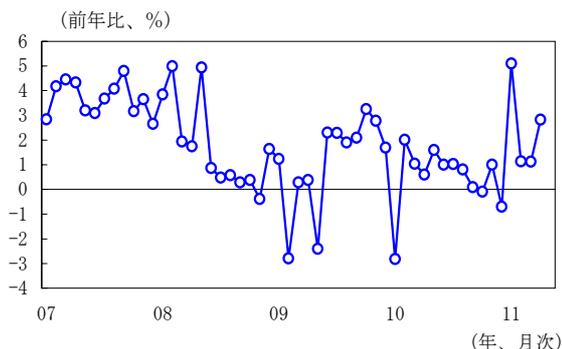
（資料）ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：失業率の動向



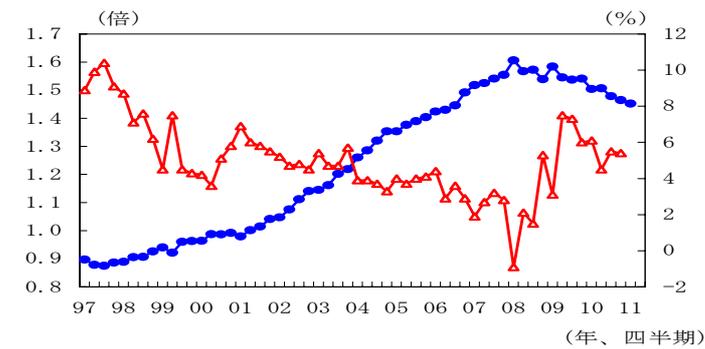
（資料）ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：実質小売上の動向



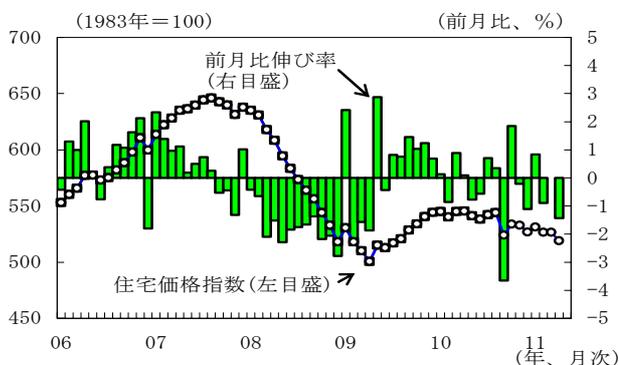
(資料)National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：家計のバランスシート調整と貯蓄率



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 20 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 21 図：住宅価格の年収倍率動向



(注)長期平均は、89年2Qから07年2Qまでの1サイクルの平均 (資料)ロイズBGより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ピークアウトした感はあるものの、2000年以降の平均値4.3%を上回っている。家計は引き続き、債務返済のために貯蓄のウェイトを高め、消費を控えていることがわかる。

住宅価格は低下傾向が鮮明に

住宅価格は低下傾向が鮮明になってきた。4月のハリファックス住宅価格指数の伸び率は前月比▲1.4%と、2ヵ月ぶりにマイナスの伸びを示した(第20図)。昨年12月から今年4月までの間に住宅価格は1.5%低下している。

住宅価格は2013年第1四半期までさらに約6%下落する見込み

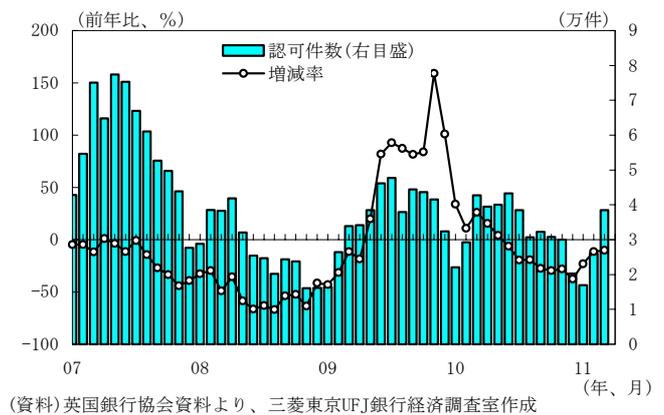
住宅価格がいつまでにどのくらい下落するかは、英国景気が本格的な個人消費主導の回復を始める時期を占う上で参考となる。それを住宅価格の年収倍率を用いて試算した。まず、直近の住宅価格の年収倍率のピークからその前のピークの1サイクルの平均値は3.94倍であった(第21図)。足元の住宅価格の下落ペース及び平均賃金の上昇率が続くものとして、今年第1四半期の4.46倍が3.94倍まで低下する時期を試算すると2013年の第1四半期という結果が得られた。その間の住宅価格の下落率は6.2%となった。非常に緩やかな下落が2013年まで続くことになるとみられる。

住宅の販売状況も芳しくない。在庫に対する販売戸数の比率をみると、

第22図：住宅販売／在庫比率



第23図：住宅ローン承認件数



住宅需要は弱く、
住宅価格は弱含み

依然低い水準にある。今年4月には23.1%と90年代半ば頃の水準にとどまっている(第22図)。また、住宅ローンの承認件数をみても、前年水準を下回る状況が続いている(第23図)。住宅需要はまだ弱く、住宅価格は当面、弱含みで推移するであろう。

②企業部門の動向

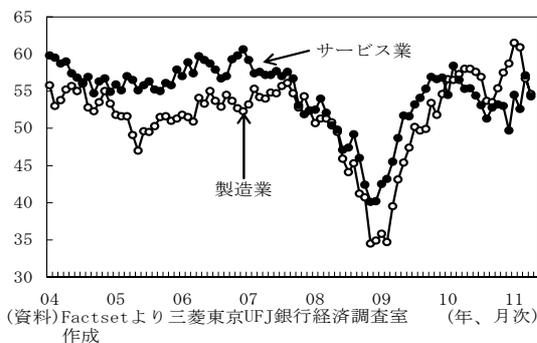
製造業の景況感は
急落

企業の景況感を購買担当者指数で見ると、製造業が3、4月と連続して大きく落ち込んでいる(第24図)。輸出の増加などにより、製造業の景況感は大きく改善してきたが、3月以降、反転している。水準が景気判断の分岐点とされる50を上回っている状況が続いているとはいえ、景気の先行指標であり、今後の動向には注意する必要がある。

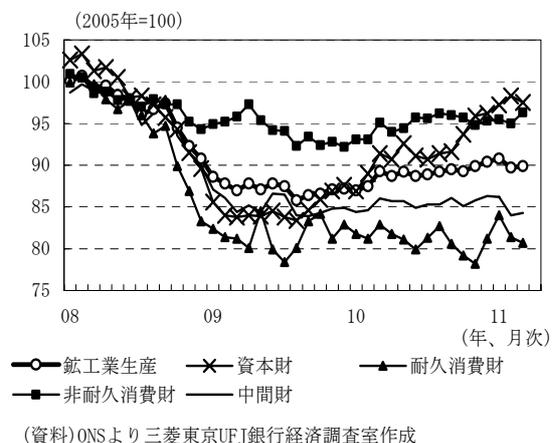
生産は緩やかな回復傾向

生産は一進一退ながらも、緩やかな回復傾向にある。3月の鉱工業生産は前月比+0.3%と2ヵ月ぶりに前月比プラスの伸びとなったものの、2月の落ち込みを取り戻すには至っていない。これまで全体の伸びを支えてきた資本財が3月には8ヵ月ぶりにマイナスの伸びを示しており、回復傾向にあった英国の鉱工業生産は踊り場を迎えた可能性が出てきた。

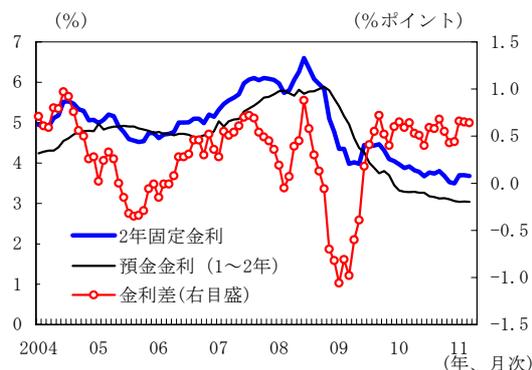
第24図：購買担当者指数



第25図：鉱工業生産

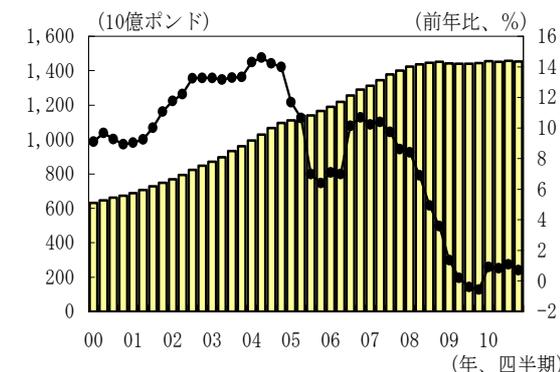


第26図：住宅ローンのスプレッド



(注) 金利差=2年固定住宅ローン金利-1~2年定期預金金利-政策金利
(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：個人向けの貸出動向



個人向け貸出残高 ● 前年比伸び率(右目盛)
(資料) BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③銀行貸出の動向

住宅ローン金利の スプレッドは高め

住宅ローンの承認件数が前年水準を下回っているなか、金融機関の住宅ローン金利とほぼ同期間の預金金利の差（スプレッド）は高めの水準にある（第26図）。英国の住宅ローンで最も利用される2年固定金利と1~2年の定期預金金利のスプレッドは、今年3月に0.64%ポイントであった。これは、住宅ブームであった2006年後半から2007年半ば頃の水準と同じである。ただし、現在は住宅需要が乏しく、住宅ローンの申込者も当時よりは少ないなかで、この水準のスプレッドであるということは、金融機関の金利設定が住宅ローンを積極的に増やす方向で行われていないことを示している。

個人向け貸出は低 迷が続く

実際、個人向け貸出は低迷している（第27図）。昨年第4四半期の個人向け貸出残高は前年比+0.7%と横ばい圏内の動きが続いている。金融機関が積極的に貸出を増やす金利設定を行っていないことからしても、貸出は当面低迷すると考えられる。

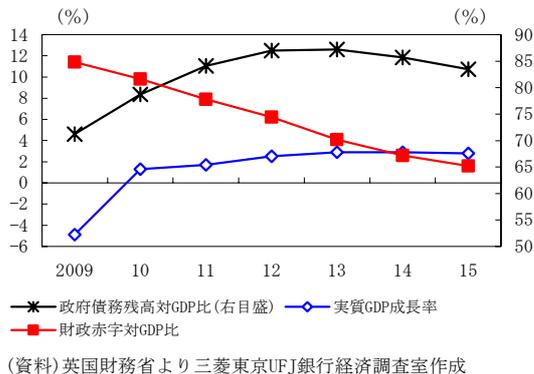
(2) 財政の動向

英国政府は財政赤字削減を本格化

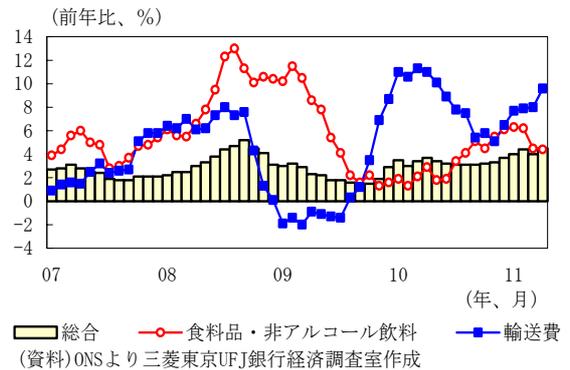
今年度より、英国政府は本格的に財政赤字の削減を始めた。3月に発表された2011年度予算書によれば、2010年に対GDP比で9.8%であった財政赤字を2011年には7.9%、そして、2014年には3%以下の2.6%へと低下させる計画である（第28図）。しかし、早くもその実現が難しくなりつつある。財政赤字削減計画の前提となっている実質GDP成長率をみると、2011年に1.7%、2012年2.5%となっている。実質GDPは昨年第3四半期以降、ほぼ横ばいに推移しているなど、足元の实体经济の動きが弱いことに加え、財政緊縮の動きが本格化してくることを踏まえると、2011年に1.7%成長を実現することは難しい。また、2012年の2.5%成長もかなり楽観的な見通しといえる。

英国政府の経済成長率見通しは楽観的

第 28 図：英国政府の財政赤字見通し



第 29 図：インフレ率の動向



追加の財政赤字削減が必要になる可能性

このため、見込み通りに税収の増加を図ることができなければ、追加の財政赤字削減策が必要になる可能性が出てきた。政府債務残高の対GDP比が将来のピーク時で90%を上回ることが視野に入ってくれば、英国財政への信認が揺らぐ可能性もある。

こうしたなか、現在のキャメロン政権は国民の反発を受けつつも、財政再建については、強い意思をもって、厳しい姿勢で取り組んでおり、果敢に財政赤字削減を進めることが期待できよう。

(3) インフレ率及び金融政策の動向

4月のインフレ率は4.5%

4月の消費者物価上昇率は前年比4.5%へと上昇した(第29図)。今年のイースター休暇が4月後半となったため、それに伴う航空運賃の上昇も4月にずれ込んだ結果、輸送費の上昇率が高まった。航空運賃以外のガソリン価格の上昇も続いているほか、食料品価格の上昇もインフレ率を押し上げた。

5月 MPC では金利据え置き

一方、5月5日の金融政策委員会(MPC)では、現状の金融政策が維持された。前月同様、9人の政策委員のうち、最もタカ派のセンタンス委員を含め3人の委員が利上げを主張した。

(4) 今後の見通し

今年の実質GDP成長率は1.4%。

2011年の英国経済は、回復傾向を持続するが、昨年第3四半期以降、実質GDPがほぼ横ばい推移にとどまるなど、足元の实体经济の動きが弱いこと、また、財政緊縮の動きが本格化することを踏まえると、高い成長率を期待するのは難しい。今年の実質GDP成長率は昨年より若干加速するものの、前年比1.4%にとどまろう。

BOEは性急な利上げを回避

2012年は、財政緊縮による下押し圧力が残る中、実質GDP成長率は1.8%となろう。

金融政策については、足元のインフレ率が、イングランド銀行(BOE)のターゲットである2.0%を大きく上回っているものの、性急に利上げに

利上げペースは従
来より緩やか

踏み切ることはないとみる。インフレ率がターゲットを1%ポイント以上上回ったときにBOE 総裁が財務大臣に提出するレターでは、性急な利上げは中期的にインフレ率をターゲット水準以下まで低下させるリスクがあるとしており、BOE が6、7月のMPCで利上げに踏み切る可能性は小さいと考えられる。実際に利上げに踏み切るのは、今年の第4四半期になろう。

それ以降も、景気回復の足取りが緩やかなことから、利上げのペースはこれまでよりも緩やかなものとなるだろう。

(ロンドン駐在 本多 克幸)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2010 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)
ユーロ圏	12,193	1.7	1.6	1.7	1.6	2.5	1.9	▲ 488	▲ 215	▲ 80
ドイツ	3,316	3.6	3.0	1.9	1.1	2.4	2.1	1,730	1,830	1,860
フランス	2,583	1.5	1.7	1.8	1.5	2.0	1.6	▲ 545	▲ 520	▲ 480
イタリア	2,055	1.2	1.1	1.2	1.5	2.4	2.2	▲ 728	▲ 653	▲ 585
英国	2,247	1.3	1.4	1.8	3.3	4.3	2.2	▲ 560	▲ 639	▲ 608

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)
名目GDP	2.5	2.9	3.3	4.1	4.3	3.3
実質GDP	1.7	1.6	1.7	1.3	1.4	1.8
<内需寄与度>	0.8	0.3	0.6	2.3	0.4	1.9
<外需寄与度>	0.9	1.3	1.1	▲ 1.0	1.1	▲ 0.2
個人消費	0.7	0.0	0.2	0.6	0.1	1.7
政府消費	0.7	▲ 0.0	0.2	0.8	0.9	0.7
総固定資本形成	▲ 0.8	0.5	1.7	3.0	▲ 2.6	3.6
在庫投資	▲ 158	▲ 35	60	4	70	83
純輸出	1,181	2,206	3,073	▲ 407	▲ 263	▲ 294

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタ、2009年にスロバキア、2011年にエストニアが参加し17カ国。
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
 3. 在庫投資、純輸出は実質値（ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2003年価格：億ポンド）。
 経常収支は名目値（億ドル）。
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率（HICP）。

照会先：経済調査室 (次長 伊達) TEL:03-3240-3204

E-mail: nobuo_date@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、弊社ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。