

西欧経済の見通し

～ユーロ圏は債務問題拡大から緩やかな景気後退へ、英国は 2012 年にかけて低成長が続く～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

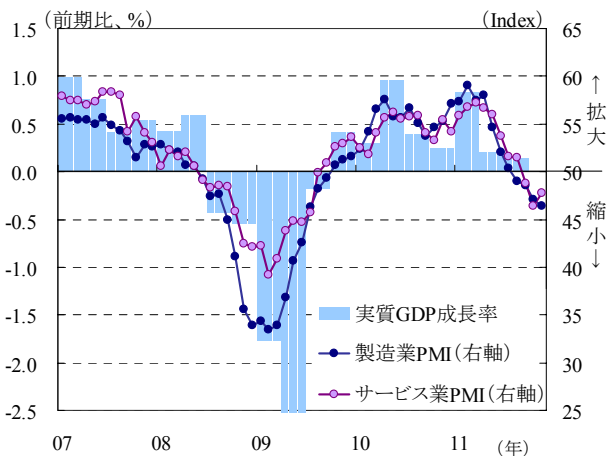
債務問題拡大を背景に夏前から景気失速

今春まで堅調だったユーロ圏景気は、債務問題の拡大を背景に夏前から失速し、足元でも低迷を続けている。第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.2%と、前期（同 0.2%）に続いて低調な伸びにとどまった。ドイツ（同 0.5%）やフランス（同 0.4%）が前期から一旦反発したものの、スペイン（同 0.0%）やポルトガル（同▲0.4%）などの欧州周縁国が成長を押し下げた。製造業やサービス業の業況を表す購買担当者指数（PMI）は、ユーロ圏が第 4 四半期にも小幅なマイナス成長に陥ることを示唆している（第 1 図）。

足元まで対独ソブリンスプレッドは高止まり

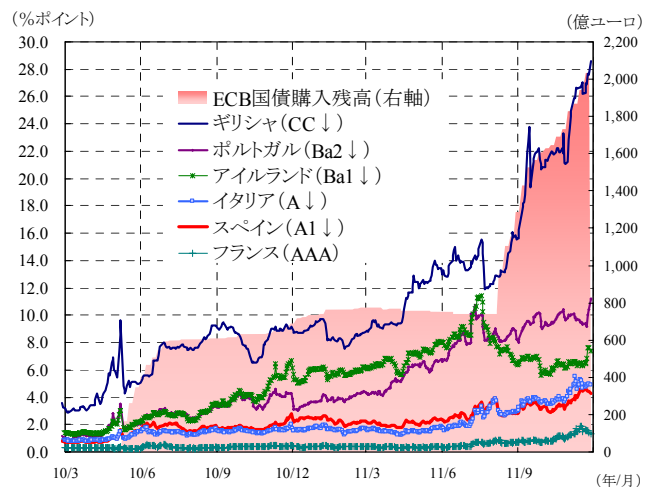
債務問題拡大を受けて、10 月 26 日の EU/ユーロ圏首脳会議は「包括戦略」に合意し、11 月に入るとイタリアとギリシャで経済政策に精通した専門家を首相とする新政権が誕生した。しかし、ユーロ圏各国の対独ソブリンスプレッド（国債 10 年物利回りの対独格差）は足元まで高止まりを続けており、金融市場の混乱は全く収まっていない（第 2 図）。

第 1 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率と PMI



(資料) Eurostat、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：対独ソブリンスプレッド



(注) ()内は格付け、大手3社の中で最も低いもの。矢印はネガティブ見通し。アイルランドのみ2011年10月12日以降、9年金利のスプレッド。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2012 年前半にかけて緩やかな景気後退へ

今後のユーロ圏景気は、各国の大幅な財政緊縮やそれに伴う企業・消費者センチメントの悪化により一段と下押しされるとみられる。また、自己資本比率引き上げに向けた欧州銀行の資産圧縮が、さらなる下振れリスクとして懸念される。ユーロ圏景気は、2012 年前半にかけて緩やかな景気後退を余儀なくされよう。同年後半には輸出底打ちに伴い景気の下げ止まりが期待されるが、依然として下振れリスクの残る不安定な景気展開となろう。通年の実質 GDP 成長率は 2011 年の 1.6%から 2012 年は 0.1%まで落ち込むと予想される（第 3 図）。

① 各国の財政緊縮

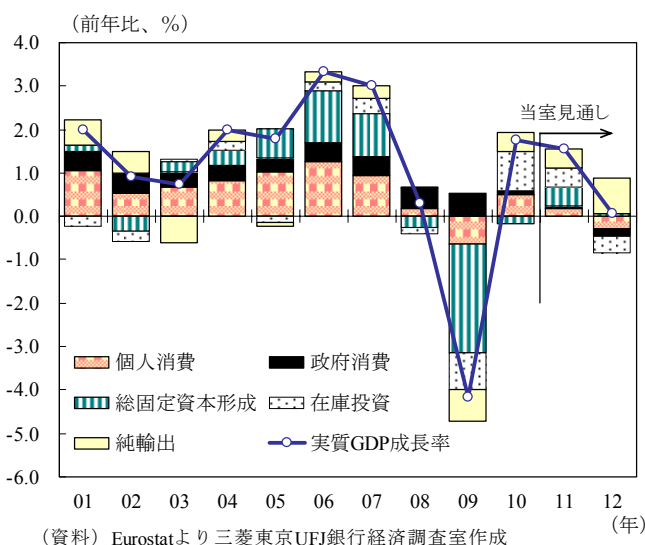
夏場以降、各国の財政緊縮の動きに拍車

債務問題の拡大に伴い、夏場以降、各国で財政緊縮の動きに拍車がかかっている。イタリアは 8 月に閣議決定した 480 億ユーロの財政緊縮策を 9 月にかけて拡充し、最終的に 598 億ユーロ（2011 年～2014 年）とした。11 月 13 日に任命されたモンティ新首相（兼財務相）は、さらなる追加策の検討を表明している。また、フランスは、足元で対独ソブリンスプレッドがじわじわと拡大するなか、トリプル A の格付けを堅持することを主眼に、11 月 7 日に 646 億ユーロ（2011 年～2016 年）の財政緊縮策を発表した。

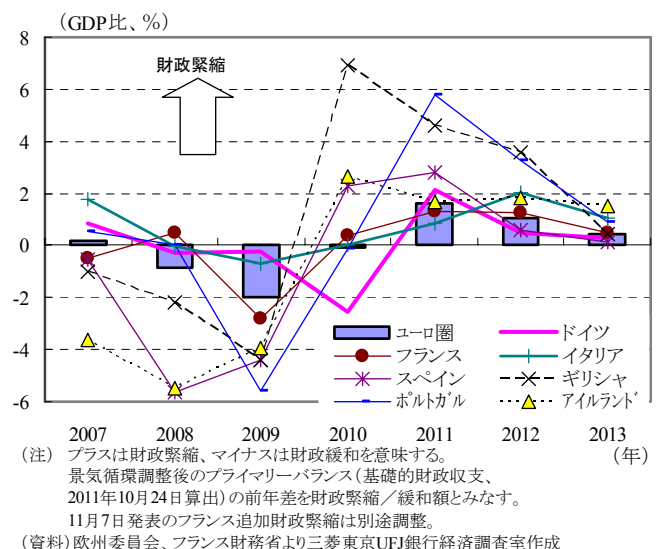
2012 年の財政緊縮は GDP 比 1.1%

欧州委員会のデータベースによると、GDP 比でみた財政緊縮規模は、ユーロ圏全体で 2011 年は 2.0%、2012 年も 1.1%と見込まれている（第 4 図）。2012 年の個別国をみると、ギリシャとポルトガルが共に 3%を超え、イタリアとフランスもそれぞれ 2.0%、1.2%とかなりの規模である。

第 3 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の見通し



第 4 図：ユーロ圏各国の財政緊縮 (GDP 比)



② 欧州銀行の資本増強

欧州主要行の自己
資本比率基準を引
き上げへ

10月26日に発表されたEUの「包括戦略」では、欧州銀行の資本増強方針が示された。これは欧州主要70行について、保有国債の価格を再評価したうえで、狭義の中核的自己資本比率（コア Tier1 比率）の基準を5%から9%に引き上げるもので（期限は2012年6月末）、EBA（欧州銀行監督機構）の暫定的な試算では資本不足額は1,064億ユーロであった（第1表）。

各行はリスクアセ
ット削減を予定

問題は、基準達成のために増資を表明したのがイタリアの1行にとどまり、他行が利益積み上げとリスクアセット削減のみを掲げていることだ。リスクアセット削減は主に部門売却や欧州域外の資産圧縮によるとみられるが、域内の新規貸出抑制のおそれもある。なお、自力で基準を達成できない場合は公的資金が注入される予定だが、その場合は株式希薄化に伴い銀行株下落が懸念される。

貸出姿勢の一層の
厳格化の懸念も

欧州銀行の貸出姿勢は、すでに10月上旬時点から周縁国向け与信残高の大きい仏銀を中心に厳格化が始まっている（第5図）。背景には銀行の流動性ポジション悪化などがある。また、そもそもリーマンショック以降の不良債権処理は、米銀と邦銀で目処がついている一方、欧州銀行の進捗率は5割弱にとどまっている（当方試算）。欧州銀行のリスクアセット圧縮は、道半ばの不良債権処理とあいまって貸出姿勢の一層の厳格化につながり、生産や設備投資の下押し要因になると懸念される。

第1表：欧州銀行の自己資本不足額

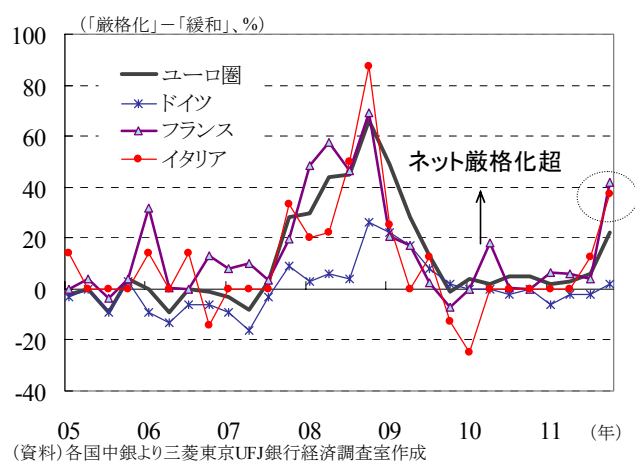
(単位:100万ユーロ)

国名	自己資本不足額	国債再評価に 起因	コアTier1比率の 引き上げに起因
ギリシャ(6行)	30,000	n.a.	n.a.
スペイン(5行)	26,161	6,290	19,871
イタリア(5行)	14,771	9,491	5,280
フランス(4行)	8,844	3,550	5,294
ポルトガル(4行)	7,804	4,432	3,372
ドイツ(13行)	5,184	7,687	-2,503
ベルギー(2行)	4,143	5,634	-1,491
キプロス(2行)	3,587	3,085	502
オーストリア(3行)	2,938	224	2,714
スウェーデン(4行)	1,359	4	1,355
ノルウェー(1行)	1,312	0	1,312
スロベニア(2行)	297	20	277
デンマーク(4行)	47	35	12
フィンランド(1行)	0	3	-3
英国(4行)	0	0	0
ハンガリー(1行)	0	43	-43
アイルランド(3行)	0	25	-25
ルクセンブルク(1行)	0	0	0
マルタ(1行)	0	0	0
オランダ(4行)	0	99	-99
合計(70行)	106,447	n.a.	n.a.

(注)ギリシャの数値は、現行のEU/IMFによるギリシャ支援計画における公的資金注入枠の金額。EBAによる自己資本不足額の試算値を超過している。

(資料)EBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：欧州銀行の貸出姿勢



③ 生産、設備投資

鉱工業生産は来年にかけて一段と減速へ

設備稼働率はピークアウト。設備投資は2012年にかけて落ち込む

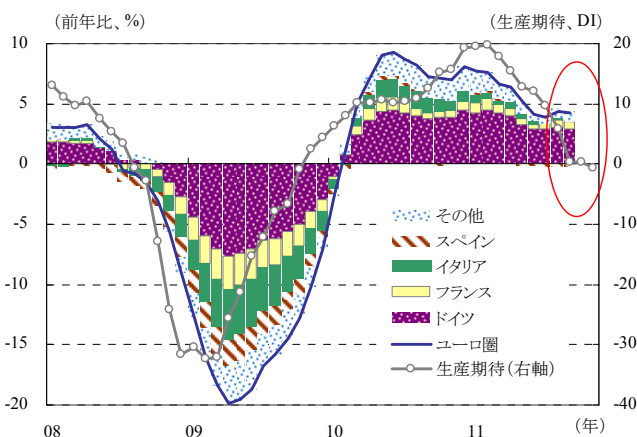
ユーロ圏の鉱工業生産は、2011年初め頃から緩やかに減速している。前年比伸び率の国別寄与度をみると、主力のドイツは足元まで比較的堅調に推移しているが、イタリアやその他（独仏伊スペイン以外の国々）の寄与度縮小がやや大きく、債務問題が影響していることが示唆されている（第6図）。

今後の鉱工業生産については、追加の財政緊縮や欧州銀行の貸出姿勢厳格化などに伴い、来年にかけて一段の減速が予想される。実際、欧州委員会の製造業サーベイにおける「先行きの生産期待 DI」をみると、夏場以降、足元にかけて急ピッチで悪化している。

設備投資にも期待できない。ユーロ圏全体や域内各国の設備稼働率は2011年第2四半期にピークを迎え、以降は低下傾向に転じている。足元の設備稼働率の水準は、ドイツでは依然として長期平均の水準を維持しているが、ユーロ圏全体では同水準をすでに割り込んだ。今後、追加財政緊縮や銀行貸出姿勢の厳格化により生産が減速することを勘案すると、2012年にかけて設備投資も落ち込むと見ざるを得ない。

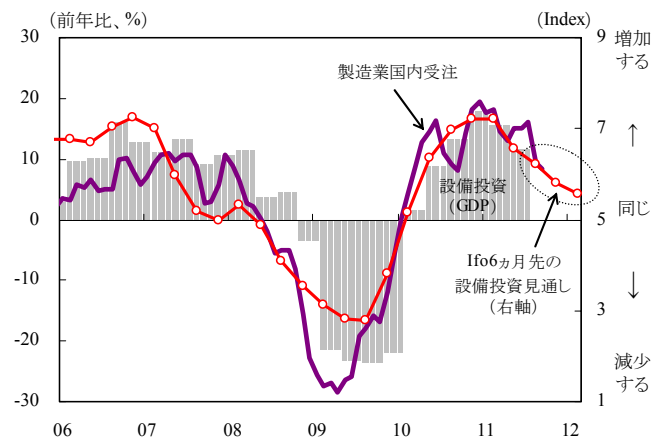
そうした傾向は、設備投資がこれまで好調に推移してきたドイツにもあてはまる。同国の設備投資と関連の高い製造業国内受注は、足元にかけて伸びが鈍化している（第7図）。また、IFO 経済研究所が発表している「6ヵ月先の設備投資見通し指数」（図中では6ヵ月間先行させた）をみても、少なくとも来年初めにかけて、ドイツの設備投資が減速基調をたどることが示唆されている。

第6図：ユーロ圏の鉱工業生産と先行き期待



(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7図：ドイツの設備投資動向



(注) 見通しは6ヵ月先に、増加する(9)、同じ(5)、減少する(1)との回答を指数化したもの。
(資料) ドイツ連銀統計、Ifo経済研究所より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

④ 個人消費

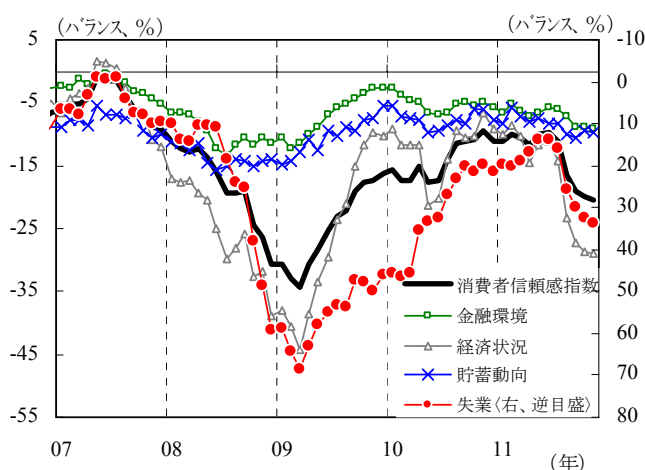
消費者マインドは
財政緊縮への懸念
を反映

ドイツ企業は雇用
の絞り込みへ

個人消費も先行きは落ち込みが予想される。すでに、ユーロ圏の消費者マインドに、債務問題に伴う財政緊縮への懸念が色濃く表れているからだ。実際、今後12ヵ月間に関する消費者信頼感、この夏場から落ち込みが続いている。内訳をみると、特に経済状況や雇用環境の見通しが悪化している（第8図）。

ユーロ圏各国の中でドイツは例外的に雇用の拡大傾向が続いており、いずれは個人消費に火が付くとの見方もあったが、それも期待外れに終わりそうだ。昨年からの企業収益（総営業余剰）の伸びが大きく鈍化するなかで、足元で労働分配率に上振れがみられ、今後、企業が雇用を絞り込むと予想されるからである（第9図）。実際、ドイツの失業率（国内基準）は、2011年9月に6.9%と東西ドイツ統一以来の最低水準を更新したが、10月には7.0%と約2年ぶりに悪化した。ドイツの労働市場の改善傾向にブレーキがかかり始めた兆しではないかとみられる。

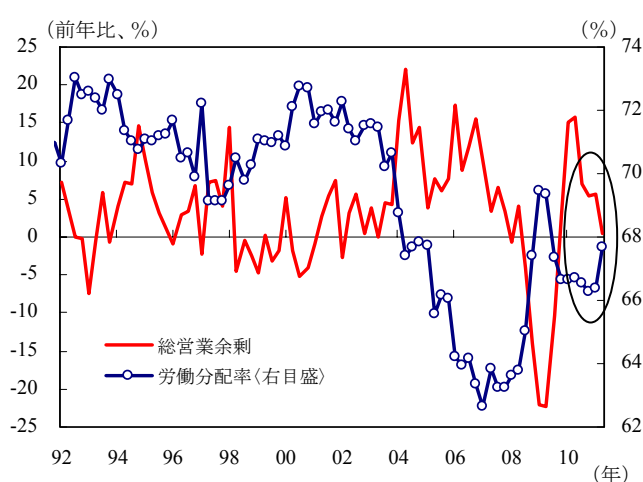
第8図：ユーロ圏の消費者信頼感と内訳



(注) いずれも今後12ヵ月間の見通し

(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：ドイツの労働分配率と企業収益



(資料) ドイツ連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

⑤ 輸出

輸出の伸びは2012
年後半に底打ちへ

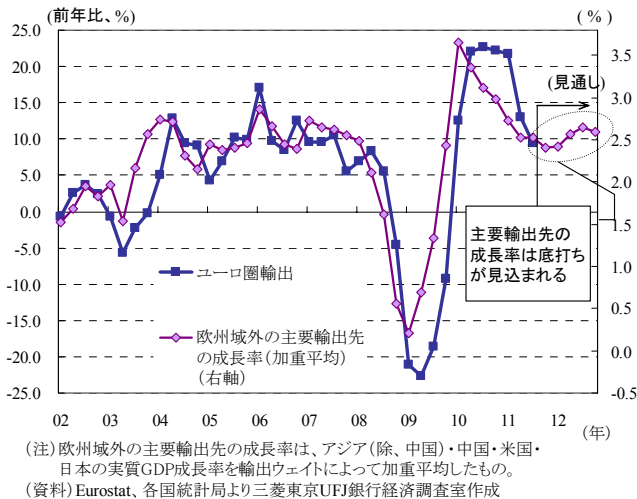
以上のように、設備投資や個人消費といった内需については2012年に一段と厳しい状況を迎えるとみられるが、外需については、いくぶん状況が異なりそうだ。

ユーロ圏の輸出は、2010年半ば～2011年初めに前年比+20%超で拡大するなど非常に好調であった（第10図）。直近9月はベース効果の剥落もあり同+10%弱まで伸びが鈍化したが、ユーロの実質実効相場は2010年初めから安値圏での推移が続いており、依然として輸出に有利な為替

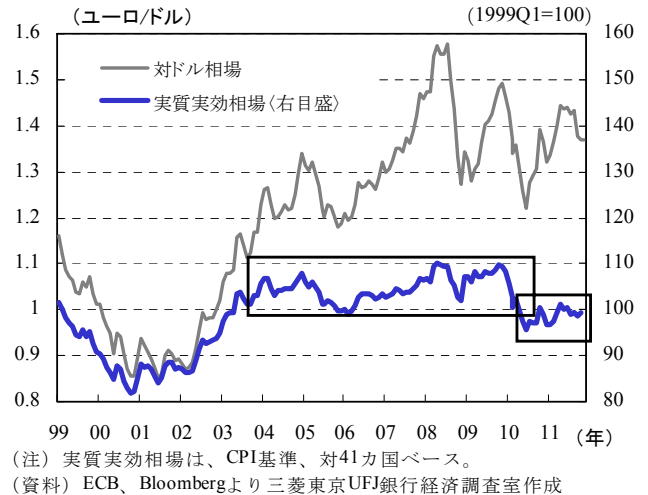
環境にあるといえる（第11図）。

2012年後半になると、米国や中国など主要輸出先の景気に底打ちが見込まれている。そうしたなかでユーロ圏の輸出も、為替安の効果もあいまって底打ちが見込めそうである。

第10図：ユーロ圏の輸出動向



第11図：ユーロの実質実効相場



(3) 欧州債務問題の諸断面

① 欧州発グローバル金融危機のリスク

欧州発グローバル金融危機は何とか回避

欧州債務問題は、今やユーロ圏のみならず世界経済の下振れ要因となっている。信用リスクを表すCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の5年物を見ると、ギリシャは足元7,000bpを超えており、今後5年間にデフォルト(債務不履行)に至る可能性がほぼ織り込まれた形だ。現在最も懸念されているのは、ギリシャのデフォルトではなく、その影響が波及してイタリアやスペインまでもが債務危機に陥り、欧州発のグローバル金融危機が生じるリスクである。ただ、結論を先取りすると、そのリスクは何とか回避できるのではないかとみている

ユーロ圏首脳は10月26日に「包括戦略」に合意

まず、10月26日に開催されたEU/ユーロ圏首脳会議が「包括戦略」に合意し、(a)民間保有のギリシャ国債の減免率引き上げ、(b)欧州金融安定ファシリティ(EFSF)の実質的な規模拡大、(c)欧州銀行の資本増強、などを発表した。これらはそれぞれ、(a)はギリシャのデフォルト回避、(b)はイタリアやスペインの国債買い支え、(c)は国債相場急落時の銀行の耐久力向上、を目的としている。今後、11月末のユーロ圏とEUの財務大臣会議や12月9日のEU首脳会議などを経て、年内に具体化される方向である(第2表)。

ギリシャはデフォルト回避に向けて新政権が発足

ギリシャのデフォルトのイタリア等への波及は限定的

また、ギリシャは来年3月、5月、8月に大口の国債償還を控え（第12図）、デフォルト回避に向けたギリギリの努力を続けている。11月11日には欧州中銀（ECB）のパパデモス前副総裁が新首相に就任し、「包括戦略」に盛り込まれた財政緊縮策の履行を目的とした連立政権が発足した。

今後、「包括戦略」の施策(a)が不発に終わりギリシャがデフォルトに至る可能性は残っているが、仮にその場合でもイタリアやスペインへの波及は限定的であり、グローバル金融危機に発展することは避けられるのではないかとみている。「包括戦略」の施策(b)や(c)の実現が期待されることもあるが、何よりもイタリアやスペインは、基本的な経済・財政の安定性がギリシャよりもはるかに良好であるからである。

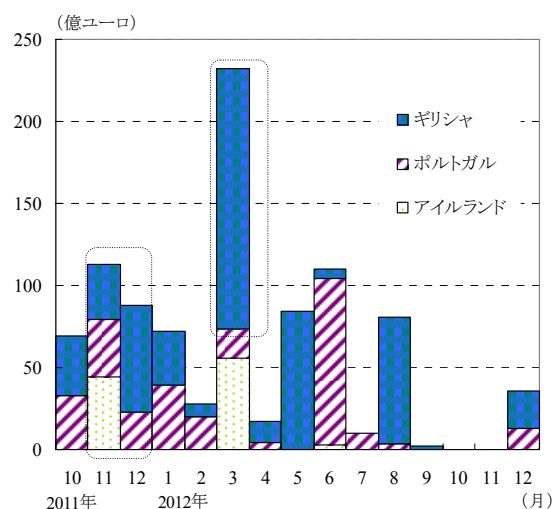
次項では、11月に入って国債が売り込まれ、10年債利回りが危険水域と言われる7%をたびたび上回り、スペインよりも危険とされるイタリアについて、その実情をギリシャと比較しつつまとめてみた。

第2表：欧州債務問題の主要日程

日程	予定	ポイント
11/29-30	ユーロ圏・EU財務大臣会議	「包括戦略」の具体策を協議
11月末 ～12月上旬	EBA(欧州銀行監督機構)	欧州銀行の必要増資額を発表
12/08	ECB理事会	四半期見直し発表。追加利下げの可能性も
12/09	EU首脳会議	「包括戦略」の具体策を協議
12月中	ギリシャ、月内に計65億ユーロの国債償還	
2012/1/12	ECB理事会	追加利下げの見直し
1/17	ムーディーズによるフランス国債格付け見直し期限	格付け見直しをネガティブに引き下げるリスクあり
3月中	ギリシャ、3月20日に144億ユーロの国債償還	第2次金融支援が必要。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109億ユーロの長期国債を発行再開する予定だった

(資料) 欧州委員会、ECB、Bloomberg、報道資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：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

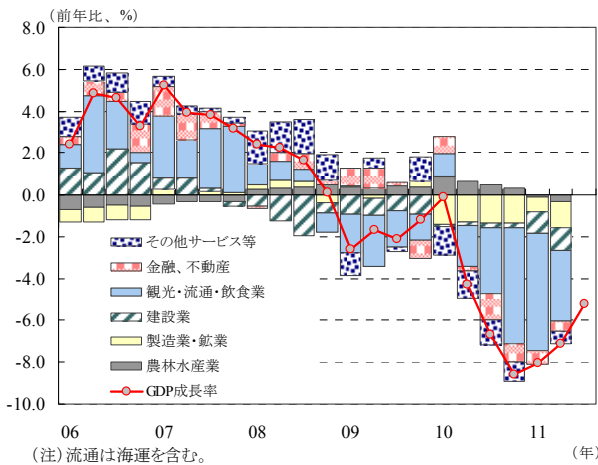
② ギリシャと大きく異なるイタリア経済・財政

イタリア経済は規模が大きく、懐が深い

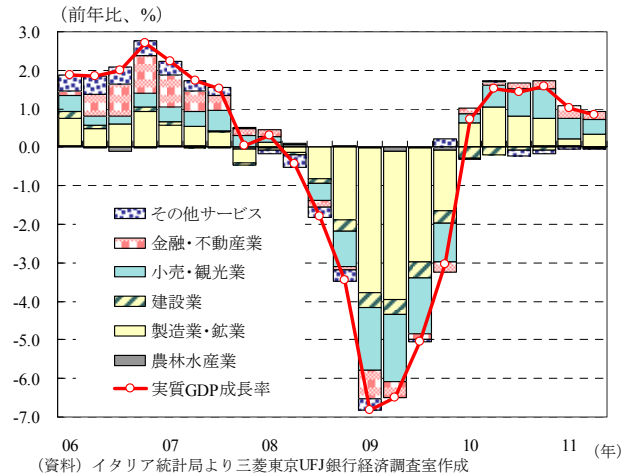
イタリアの経済規模はドイツ・フランスに次いでユーロ圏17カ国の第3位（シェア17%）である。他の欧州周縁国より産業に多様性があり“懐の深い”経済と言える。

例えば、ギリシャの場合、債務問題に伴うデモやストなどの混乱もあって主要産業である観光・流通・飲食業が大きく落ち込み、それが2010年からの大幅なマイナス成長の主因となっている（第13図）。一方、イタリアでは2008～09年のグローバル金融危機時を除くと、製造業や小売・観光業などが小幅ながら常にプラス成長に寄与している（第14図）。

第13図：ギリシャ産業別 GDP



第14図：イタリア産業別 GDP

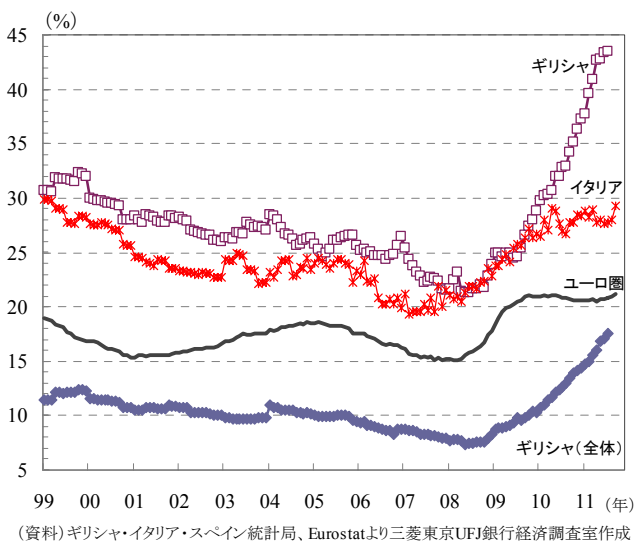


雇用環境や労働コストもイタリアはギリシャより良好

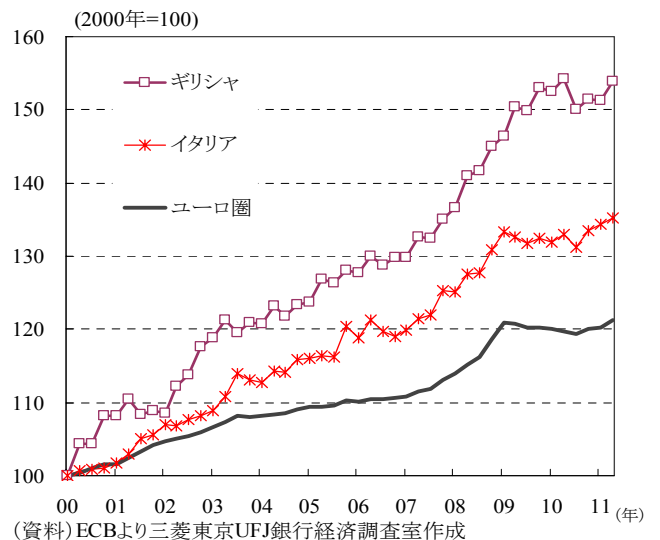
雇用環境や労働コストをみても、イタリアの状況はギリシャより良好である。ギリシャでは若年層（25歳未満）の失業率が2010年初めより急激に上昇し、足元では44%に達するなど深刻な問題になっている。一方のイタリアは足元29%と高めではあるが、ここ2年間はほぼ横ばい圏内で推移している（第15図）。ギリシャは雇用対策として職業訓練の強化やパートタイム制度の普及等を進めているが、効果が現れるまでには数年間かかるとみられる。

また、単位労働コストをみると、ギリシャは2000年初めから足元にかけて1.5倍強になったが、イタリアは1.3倍強にとどまっている。ユーロ圏平均（1.2倍）からみればイタリアは決して低くはないが、ギリシャとの格差は明らかである（第16図）。

第15図：若年層（25歳未満）の失業率



第16図：単位労働コスト



イタリアの政府債務残高は大きいですが、近年の増加は小幅

プライマリーバランスは黒字基調

2013年の財政均衡達成が目標

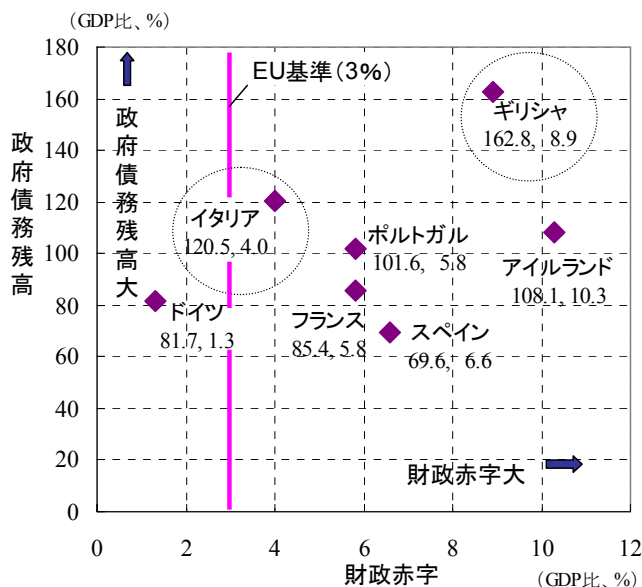
政府債務「発散」は回避可能な見込み

イタリアの財政面をみると、財政赤字(2011年見込み)はGDP比4.0%と、EUの共通基準である「3%以内」にかなり近い(第17図)。政府債務残高(同)はGDP比120%と高めであるが、リーマンショック以降の増加幅は約13%ポイントと、他の欧州周縁国(20~30%ポイント)よりも小幅にとどまった点が特筆できる(第18図)。その背景には、①グローバル金融危機時にサブプライム問題で深刻な打撃を受けた金融機関が少なかった、②プライマリーバランス(基礎的財政収支)がドイツと並んで黒字基調、などが挙げられる。加えて、政府債務の海外保有比率が43%と、独仏や他の欧州周縁国と比較して最も低いことも財政の安定要因として指摘できる(第19図)。

イタリアは前述のように、2011年~2014年に総額598億ユーロの財政緊縮を行う計画であり、2013年には(EU基準の3%以内でなく)財政均衡を達成することを目指している。選挙を経ずに新首相に任命されたモンティ氏については、政治的リーダーシップは未知数であるものの、次回選挙に当選するか否かが政策決定に影響しないため、痛みを伴う財政再建を断行可能と評価されている。

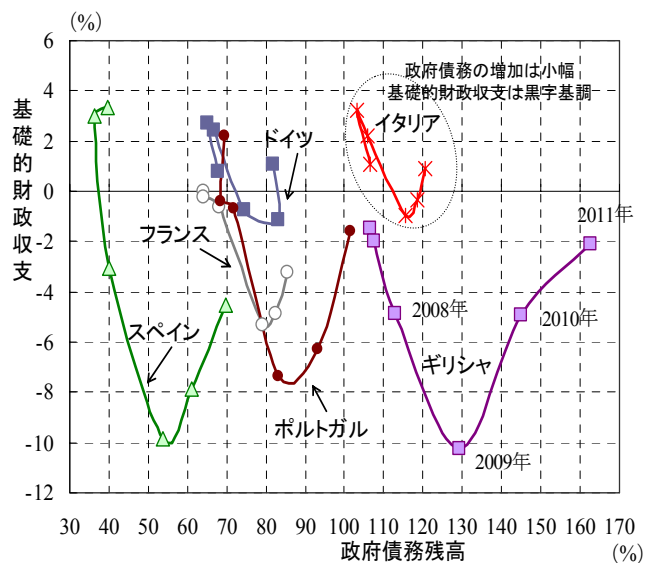
以上のように、イタリア財政は少なくともギリシャとは一線を画す。今後の政府債務残高については、財務省のベースライン・シナリオでは2014年にかけてGDP比112%台まで減少するとされている。イタリア中銀の試算によると、金利2.5%ポイント上昇(長期金利7~8%台)、成長率0%というリスクシナリオの場合でも、政府債務残高は同120%台で横這いとなり「発散」は免れる見込みである。

第17図：財政赤字と政府債務残高(2011年見込)



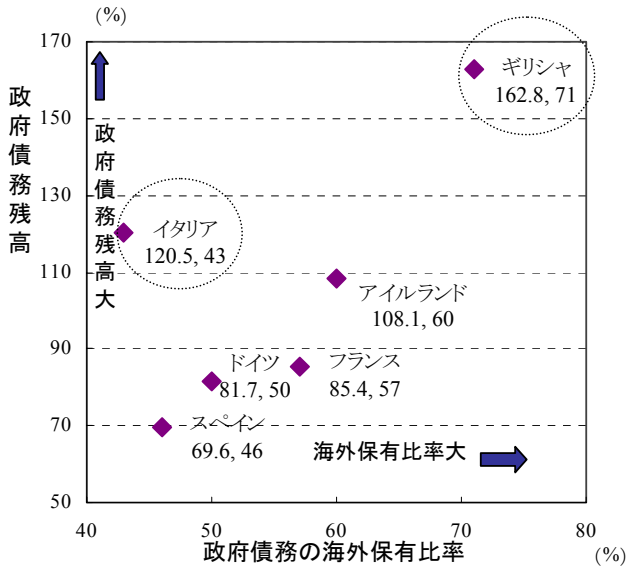
(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図：基礎的財政収支と政府債務残高の推移



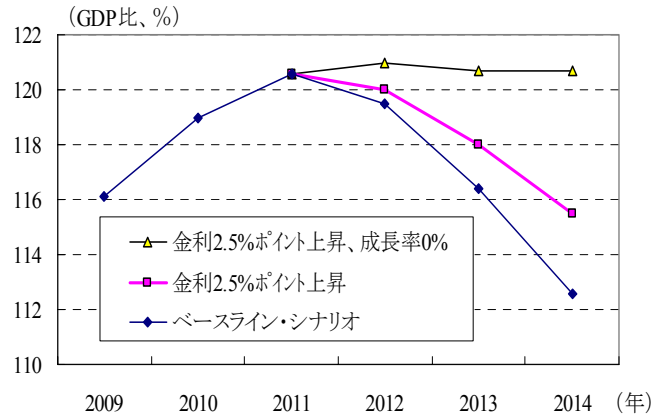
(注) データは2006年~2011年。2011年は欧州委員会見通し。
(資料) Eurostat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：政府債務の海外保有比率と政府債務残高



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 20 図：イタリアの政府債務残高の見通し



(注) ベースライン・シナリオの金利、成長率の想定は以下のとおり。

	2011	2012	2013	2014
長期金利(10年)	5.0%	5.3%	5.7%	6.0%
実質GDP成長率	0.7%	0.6%	0.9%	1.2%

(資料) イタリア財務相・中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価と金融政策

消費者物価は 2012 年後半に ECB 目標 (2%未満) 内に

ECB は 11 月 3 日に 利下げを決定、早期の追加利下げも

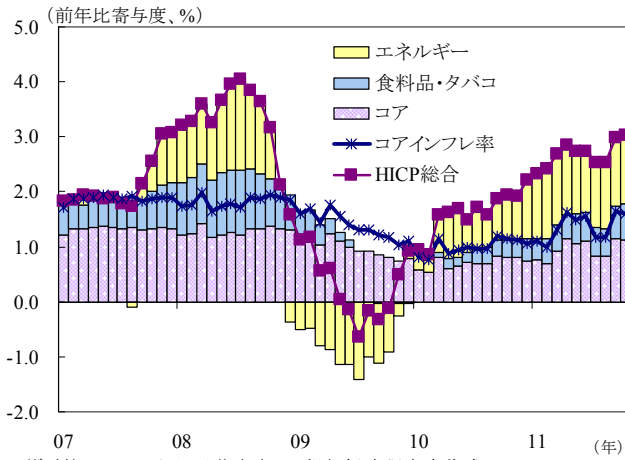
ECB が今後、周縁国の「最後の貸し手」となる可能性も

直近 10 月のユーロ圏の消費者物価上昇率 (HICP) は前年比 3.0%と、ECB の目標である同 2%未満を大幅に上回った (第 21 図)。エネルギーや食料品価格の上振れが主因であり、2012 年前半にかけても 2%を上回る水準で推移するとみられる。ただし、同年後半には、エネルギーや食料品価格のベース効果が剥落するとみられるうえ、景気停滞に伴いデフレ圧力が強まることから、2%以下まで低下すると見込まれる。

こうしたなか、ECB は 11 月 3 日の定例理事会において、景気の下振れリスクに配慮して政策金利 (レポ金利) を 25bp 引き下げ、1.25%とした。11 月初めに就任したばかりのドラギ新総裁の下での利下げ決定は、金融市場ではサプライズとなったものの、ユーロ圏景気の減速傾向が鮮明となるなか適切な判断であったと言える。今後も早期に追加利下げに踏み切る公算が大きい。

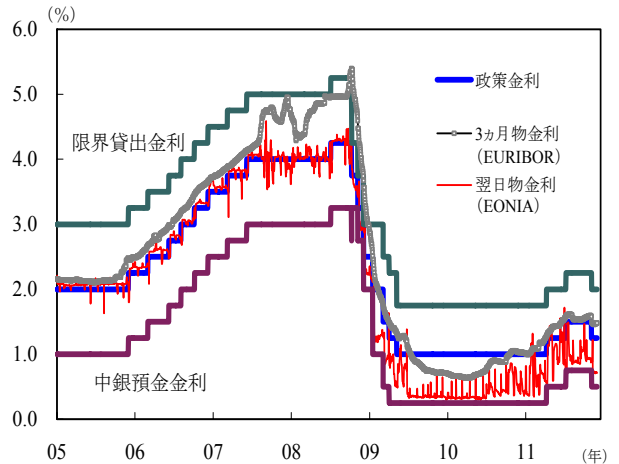
10 月 26 日の EU/ユーロ圏首脳会議で「包括戦略」に合意した後も、本稿冒頭でみたように周縁国国債利回りの高止まりが続くなかで、フランスやイタリアなどは ECB の積極的な関与を要望している。具体的には (2011 年 8 月に開始した) イタリア・スペイン国債購入のペースを引き上げたり、何らかの形で EFSF に融資したりすることで、周縁国の「最後の貸し手」になることが期待されている。これに対して ECB は難色を示しているが、国債利回りの不用意な上振れを回避するため、最終的には積極的な関与に踏み切らざるを得ないのではないかと予想される。

第 21 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

第 22 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

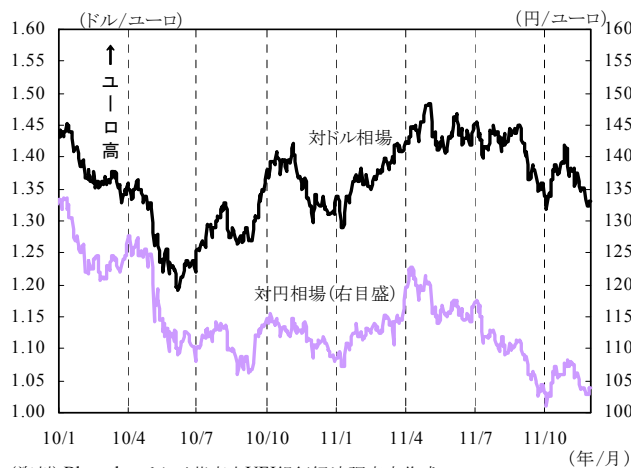
(5) 為替相場

景気悪化、ECB 追加利下げから、ユーロは当面下落基調

ユーロ相場は、10月26日のEU/ユーロ圏首脳会議で欧州債務問題への対応が進むとの期待から、10月下旬に一時1ユーロ=1.41ドル台まで上昇した。しかし、11月に入り、ギリシャのパパンドレウ首相（当時）の国民投票方針を巡る混乱、ECBによる利下げ、イタリアのベルルスコーニ首相（当時）の辞任に伴う政局不安などを受けて、同1.35ドル前後まで下落した。

この先、上述のように、ユーロ圏の景気悪化が一段と鮮明になること、ECBの追加利下げが予想されることなどを踏まえると、ユーロは下落基調で推移する公算が大きい。

第 23 図：ユーロ為替相場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状

第3四半期の成長率は前期比0.5%だが、景気に勢いはない

英国経済は弱い動きを続けている。英国では、財政緊縮、バランスシート調整が景気回復の重しとなっている。今年7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と4四半期ぶりの高い伸びを示した(第24図)。しかし、個人消費や総固定資本形成はマイナス成長となり、内需は低迷したままである。一方で、意図せざる在庫の積み上げが進み、在庫等が成長率を押し上げた。また、財サービス輸出も前期比マイナスの伸びとなり、欧州周縁国のソブリン債務問題の拡大に起因するユーロ圏景気減速の影響が英国の輸出にも影響を与え始めている。

(2) 今後の見通し

財政緊縮は来年にかけて景気抑制

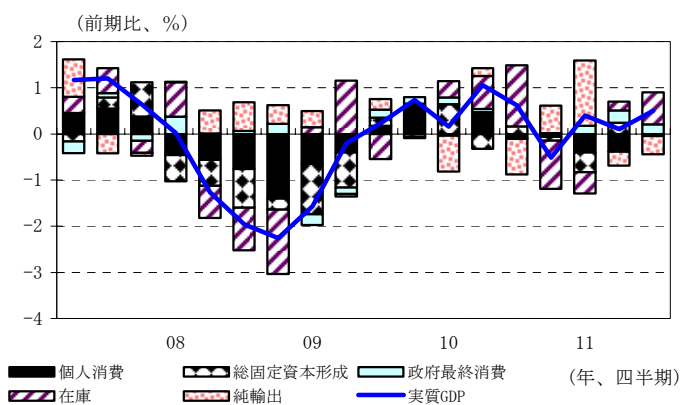
今後の英国経済の動向を見通す際に、考慮すべき要因の1つとして、財政緊縮があげられよう。英国政府は財政赤字の目標値を対GDP比で2011年7.5%、2012年5.5%としている(第25図)。英国の財政赤字の水準は2010年で対GDP比10.2%とドイツの3.3%、フランスの7.0%を上回っている。2014年に3%を下回ることを計画しているが、発射台が高い分、英国の2011年、2012年の財政赤字削減幅はドイツ、フランスよりも大きくなっており、実体経済に与える影響も大きくなると予想される。

昨年6月に策定された緊急予算では多くの緊縮策が2011年度から実施されたが、それが1年を通して影響を及ぼすのは2012年からであり、さらに投資控除の控除率引き下げなど2012年度から実施される施策もあることから、来年にかけて財政緊縮の動きは強まる見込みである。

家計のバランスシート調整は進行中

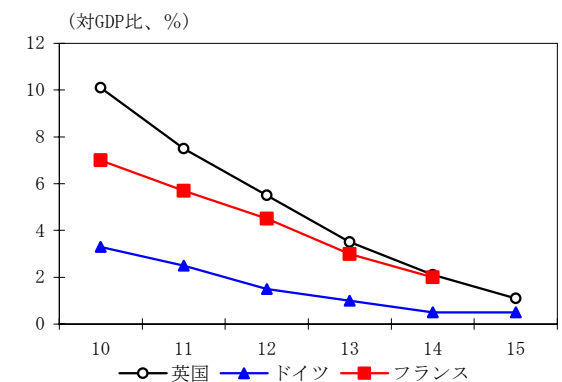
また、英国では2008年のグローバル金融危機前まで、住宅価格が大きく上昇し、合わせて家計の債務残高も急増した。住宅価格は現状2007年のピーク時から約20%低い水準で横ばい圏内の動きを続けている(第26

第24図：実質GDP成長率(前期比)



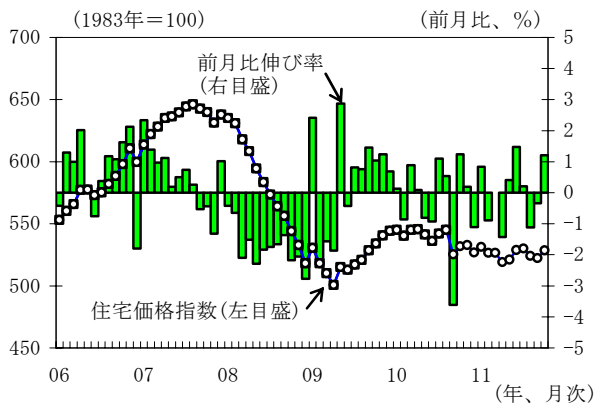
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：財政赤字の動向



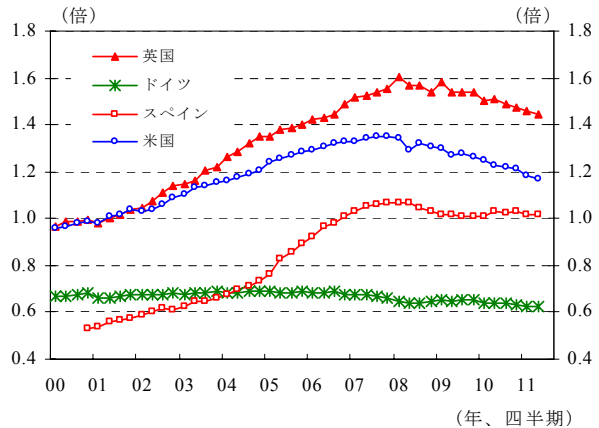
(資料)英国財務省、ECより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第26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27図：家計のバランスシート調整



(注)家計債務残高÷家計可処分所得

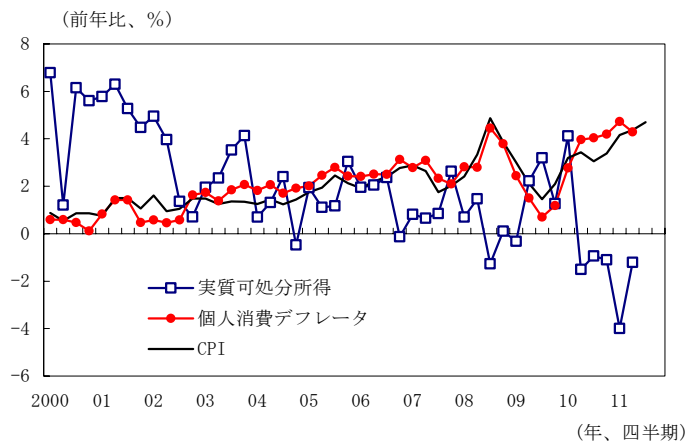
(資料)各国統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図)。家計の可処分所得に対し債務残高が何倍あるかをみると、今年第2半期で1.45倍とピークの1.61倍から低下しているものの、同様に住宅バブルが高騰していたスペイン、米国と比べると高い水準にある(第27図)。今回の住宅高騰が本格的に始まる前の2002年以前は1.0倍程度であったことを踏まえると、家計のバランスシート調整は、当面続きそうである。

インフレ率の低下はプラス材料

これら財政緊縮、家計のバランスシート調整は家計消費や企業の設備投資の抑制要因となるが、来年に入ると、インフレ率が低下し始め、実質可処分所得の上昇が見込めることはプラス材料である。インフレ率は足元、9月に前年比5.2%まで上昇している(第28図)。しかし、これは、前年よりも燃料価格が上昇したことや、電気ガス料金が大幅に引き上げられた影響が一時的に現れたものであり、来年になると、年末にかけてイングランド銀行がターゲットとする2%程度へと低下していく見込みである。そのため、消費者物価指数とほぼ平行に動く個人消費デフレーターも上昇率が低下し、2010年4-6月期以降、前年比マイナスの伸びが続く家計の実質可

第28図：インフレ率・実質可処分所得の動向



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

処分所得もプラスの伸びに転じると思われる。これは個人消費を下支えするものと考えられる。

ロンドン五輪も景気押し上げ

また、2012年7月下旬から8月中旬にかけて、ロンドンでオリンピックが開催される。それに伴う、インフラ整備や個人消費の増加を期待できる。オリンピック関連の経済効果は年間のGDPを0.1~0.2%ポイント押し上げるとの試算もあり、景気の押し上げに寄与することになる。

輸出は減少傾向、鉱工業生産は横ばい推移

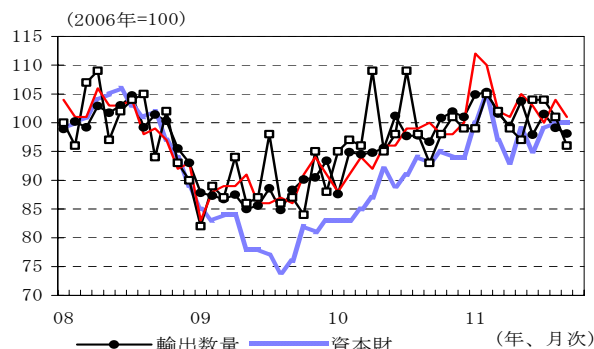
企業部門についてみると、輸出が頭打ちから減少傾向に転じ始めた(第29図)。最大の輸出先であるユーロ圏景気減速の影響が現れ始めたものといえよう。鉱工業生産はほぼ横ばい推移を続けている。資本財は緩やかな増加傾向を維持しているが、耐久消費財や非耐久消費財は減少し始めている(第30図)。国内消費が弱い影響もあろうが、ユーロ圏景気減速の影響も出てきたとみられる。来年にかけてユーロ圏景気の一層の減速が見込まれることから、輸出及び生産は、弱含みの展開になろう

2011年0.8%、2012年0.5%成長

これらを踏まえると、2011年の実質GDP成長率は前年比0.8%、2012年は0.5%と低い水準で推移するとみられる。

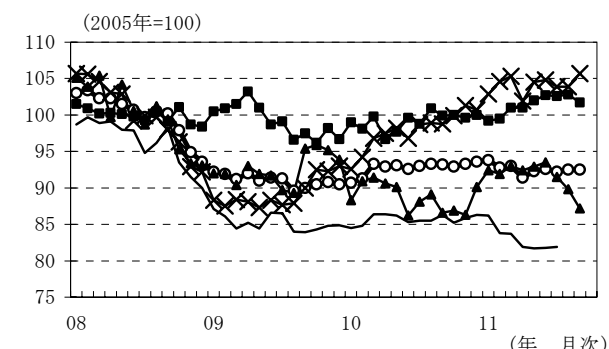
金融政策については、経済成長率が低いものにとどまることから来年末まで政策金利は現在の水準を維持するとみられる。しかし、景気が低迷し、銀行貸出に回復の兆しがみられない場合、もう一段の量的緩和が実施されるとみられる。

第29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30図：鉱工業生産の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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	12,168	1.8	1.6	0.1	1.6	2.7	1.9	▲ 574	▲ 657	▲ 455
ドイツ	3,387	3.6	3.0	0.6	1.1	2.4	1.8	1,760	1,803	1,756
フランス	2,563	1.4	1.6	0.4	1.5	2.1	1.5	▲ 531	▲ 520	▲ 482
イタリア	2,055	1.3	0.7	▲ 0.2	1.5	2.5	1.8	▲ 720	▲ 895	▲ 726
英国	2,247	1.8	0.8	0.5	3.3	4.5	2.7	▲ 568	▲ 278	▲ 262

(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	2.6	3.2	2.0	4.5	3.4	2.5
実質GDP	1.8	1.6	0.1	1.8	0.8	0.5
<内需寄与度>	1.3	1.1	▲ 0.8	2.6	▲ 0.4	0.8
<外需寄与度>	0.5	0.5	0.8	▲ 0.8	1.2	▲ 0.2
個人消費	0.9	0.3	▲ 0.5	1.1	▲ 0.9	0.4
政府消費	0.4	0.3	▲ 0.8	1.5	1.7	▲ 0.1
総固定資本形成	▲ 0.9	2.4	0.3	2.6	▲ 1.3	1.7
在庫投資	596	947	637	32	27	77
純輸出	1,429	1,814	2,535	▲ 337	▲ 169	▲ 192

- (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。