

# 経済マンスリー [西欧]

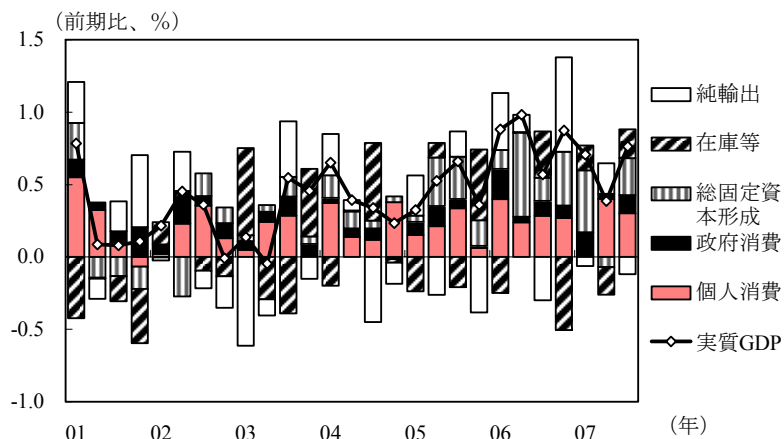
～ユーロ圏はインフレ懸念高まるが金利据え置き、英国は来月利下げへ～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気動向

ユーロ圏の第 3 四半期の実質 GDP 成長率（確報値）は、前期比 0.8%（年率換算 3.1%）と、改定値から 0.1%ポイント上方修正された。総固定資本形成が、前期比+1.2%と、改定値の同+0.9%から上方修正されたことが主因である。国別にみると、ドイツは、建設投資の反動増と個人消費の回復により前期比 0.7%（前年比 2.5%）と伸びが加速した。フランスは底堅い個人消費に牽引され、前期比 0.7%（前年比 2.1%）と安定した成長を示した。イタリアは第 2 四半期に落ち込んだ機械設備・建設投資が持ち直したことにより、前期比 0.4%（前年比 1.9%）と伸びが加速した。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と需要項目別内訳



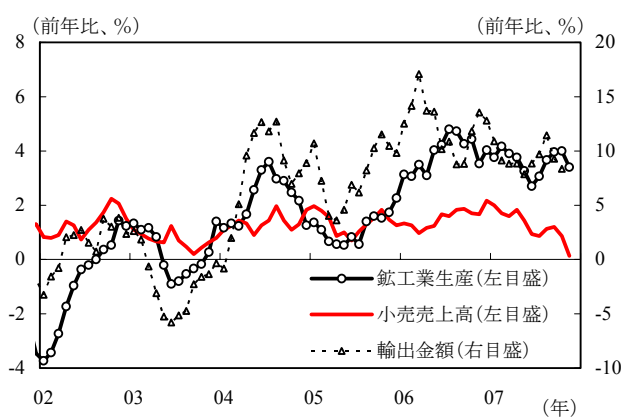
(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ユーロ圏景気は、2007 年第 3 四半期までは堅調に推移したといえるが、第 4 四半期は金融・資本市場の混乱やユーロ高・原油高の影響を受けて減速する公

算が高い。既に消費者・企業マインド指標には、景気減速の兆しが窺える。景気先行性の強いドイツの指標をみると、先行き6ヵ月の期待を表すIfo期待指数が、2005年9月以来の低水準まで低下したほか、ZEW指数も2007年6月をピークに7ヵ月連続で低下し、統計開始以来の最低水準まで落ち込んでいる。また、12月のユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）は、製造業で52.6、サービス業で53.1と拡大・縮小の分岐点である50近辺まで低下している。ユーロ圏の消費者景況感も同様に、2007年6月をピークとして低下トレンドにある。ユーロ高や原油高、高まるインフレ懸念、出口の見えないサブプライム・ローン問題など、景気の減速リスクは高まっているといえよう。

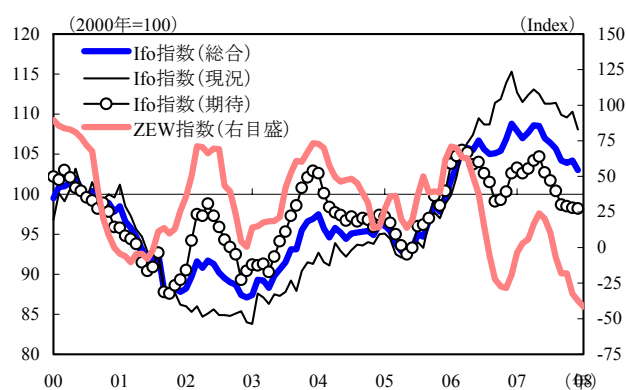
月次の指標をみると、11月の鉱工業生産は前年比+2.7%（前月比▲0.5%）と、10月の前年比+4.1%（前月比+0.5%）から減速した。ドイツ・フランス・イタリアの主要3カ国が全て前月比マイナスになり、特にイタリアは3ヵ月連続で前月比マイナスの伸びとなった。輸出は、10月も前年比+10.6%（9月は同+9.6%）と底堅い伸びを示しているが、高値圏で推移するユーロ相場などの影響で、前月比でみた伸び率は徐々に鈍化している。11月の小売売上高は、前月比▲0.5%（前年比▲1.4%）と、10月の前月比▲0.7%（前年比+0.4%）に引き続き減速した。原油・食料品高により加速する物価上昇が、消費者の購買力を押し下げているとみられる。特に、消費者物価上昇率が2ヵ月連続で3%を越えるなど、物価上昇圧力の強まるドイツでは、11月の小売売上高の伸びが前月比▲1.3%（前年比▲3.2%）と大きく落ち込む結果となった。一方、11月のユーロ圏全体の失業率は、2ヵ月連続で7.2%となり、引き続き統計開始以来の最低水準で推移している。

第2図：鉱工業生産、小売売上高、輸出



(注) データは3ヵ月移動平均  
(資料) Bloombergデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ドイツ企業景況感指数

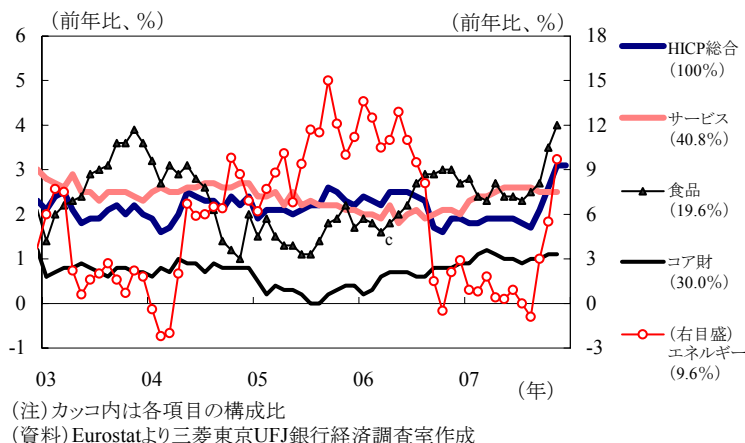


(注) Ifo期待指数とZEW指数は6ヵ月先までの期待を表す  
(資料) Ifo経済研究所、ZEW経済研究所より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

他方、12月の消費者物価上昇率（HICP）速報値は3.1%と、前月に引き続き欧州中央銀行（ECB）が物価安定の目安としている2.0%を大きく上回った。内

訳は未公表であるが、過去最高値を更新し続ける原油価格や食料品価格の高騰が要因とみられる。原油や食料品価格は当面高止まりする見込みであり、今年半ばにかけて消費者物価上昇率（HICP）は、ECB の物価安定の目安 2.0%を大きく超えた水準で推移するであろう。

第4図：消費者物価上昇率（HICP）



## (2) 金融政策

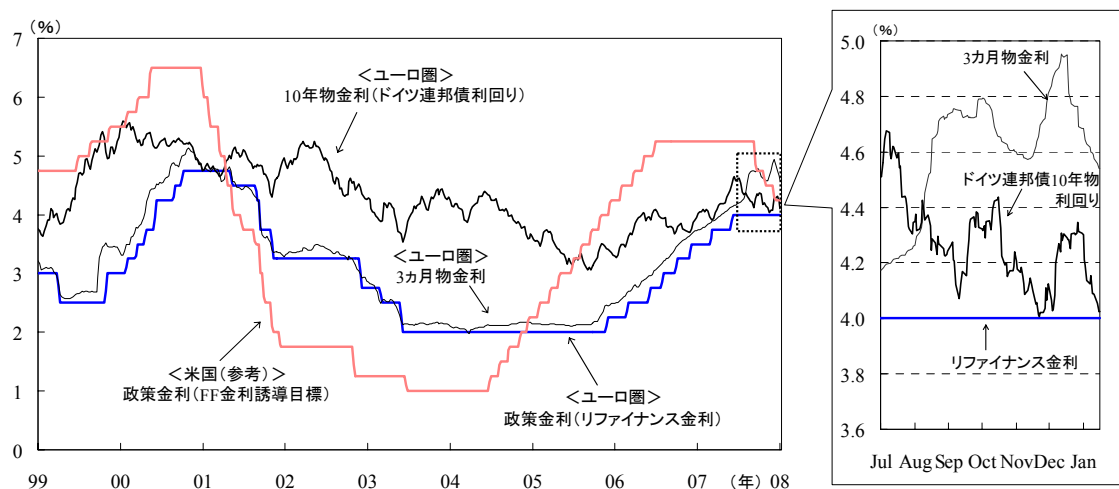
ECB は、1月10日の定例理事会で、7ヵ月連続で政策金利を4.0%に据え置くことを決定した。理事会の後に発表された声明文では、高まるインフレ圧力に対して「先制的な行動 (act pre-emptively) を行う用意があり、(物価上昇の) 二次的影響や、中期的な物価安定に対する上振れリスクが具現化しないようにする」との新たな文言が加えられた。これは、消費者物価上昇率が2ヵ月連続で3%を越える中、コア財や賃金の上昇といった二次的影響の顕在化を、ECB が強く懸念していることを表すものである。理事会後の記者会見でトリシェ総裁は、金融政策のスタンスについての質問に対して「われわれは中立 (neutral) ではない」と答え、ECB は依然として引締めバイアスを維持していることを示した。加えて、トリシェ総裁は「議論は3つではなく、2つの選択肢の是非について議論した」と述べ、今回の理事会では利上げか据置きの可能性について検討し、利下げの選択肢は議論されなかったことを示唆した。

一方、景気認識については、前月までとほぼ同じ内容となった。ユーロ圏のファンダメンタルズは堅調としながらも、サブプライム・ローン問題による金融市場のリスク再評価の動きが、实体经济に与える影響は不透明であり、景気は下振れリスクを抱えた状態と評した。

短期金融市場の動きを見ると、昨年末にかけて非常に不安定な動きを示した。12月中旬には欧州金融機関の巨額損失計上の観測や、年末に向けた資金繰り懸念から、3ヵ月物金利 (Euribor) が4.9%台へ急上昇した。ECB は、12月8日に短期金融市場の流動性不足から生じた調達金利の高騰に対する措置として、米

連邦準備制度理事会（FRB）やイングランド銀行（BOE）など5中銀と協調して資金供給を行うことを発表した。更に12月18日には市中銀行に対して過去最大となる約3,500億ユーロもの臨時の資金供給を行った結果、3ヶ月物金利は足元で4.5%台半ばまで低下しており、一応の落ち着きは取り戻している。しかし、欧州金融機関の損失計上に対する懸念は根強く、2007年通期決算の発表が相次ぐ1月下旬から3月上旬頃までは不安定な状態が続くとみられる。

第5図：ユーロ圏の主要金利の動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ECBは12月の経済見通しの中で、昨今の原油・食料品価格高騰による物価上昇をうけて、2008年の消費者物価上昇率を2.5%に大きく上方修正した。ECBは加速する物価の上振れリスクと、金融・資本市場の混乱やユーロ高、原油高により高まる景気の下振れリスクとの間で、利上げにも利下げにも動きにくい状況にあり、基本的に政策金利を現行の4.0%に据え置くものとみられる。

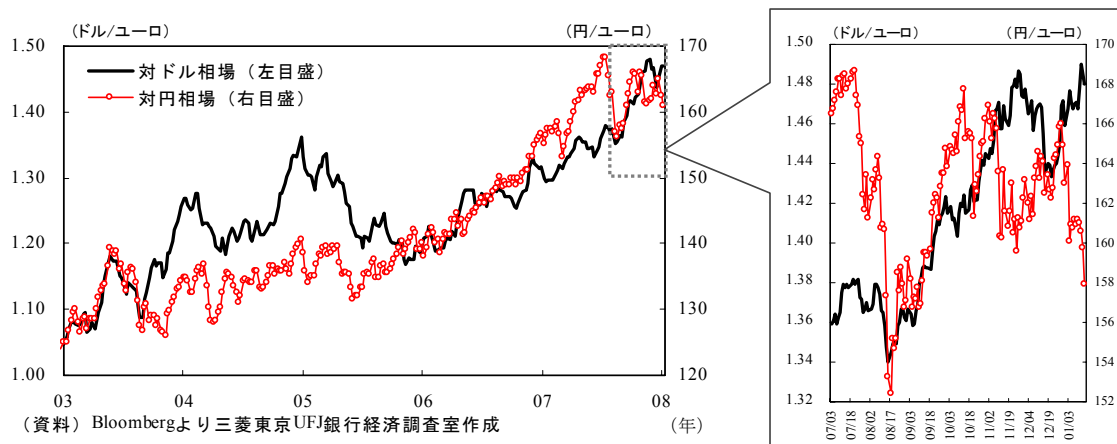
### (3) 為替相場

ユーロ為替相場は、ユーロ圏景気の堅調持続や金利先高感から2007年7月まではユーロ高が進み、対ドルで1.38ドル台半ば、対円で169円台にて推移していたが、8月に入ると、サブプライム・ローン問題の顕在化をうけて、一時対ドルで1.34ドル台、対円で151円台へ下落した。その後、対ドル相場は米国景気減速懸念の強まりや米連邦準備制度理事会（FRB）の3度に渡る利下げにより、上昇に転じ、11月23日には1ユーロ=1.4968ドルの最高値を記録した。12月中旬になると、予想を上回る米国経済指標の発表や年末に向けたポジション調整によりドルが対主要通貨で上昇した結果、対ドル相場は1.43ドル台まで低下した。1月に入ると、米国追加利下げ期待の高まりから上昇し、1月15日時点で1.48ドル台後半にて推移している。

一方、対円相場は、10月中旬に167円台まで再上昇したが、欧米株式市況や、

サブプライム・ローン問題に伴う欧米金融機関の損失懸念の高まりなどに左右され、11月23日には159円台まで低下した。その後、年末にかけて166円台まで上昇したが、年始に円が対ドルで強含んだ流れにつられて160円台前半まで低下した。1月15日時点で、160円台で推移している。

第6図：ユーロの対ドル、対円為替相場の推移



## 2. 英国

### (1) 景気動向

英国の経済指標についてみると、全体的には強弱まだら模様の様相を呈しているが、強い材料も一時的なものである可能性が高く、この先の景気動向には注意が必要であろう。

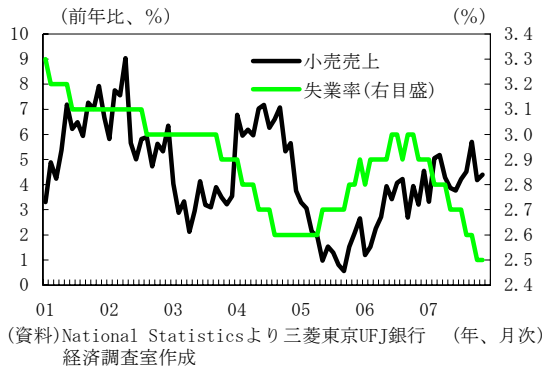
11月の小売売上数量指数は、前年比+4.4%と前月の同+4.2%からやや加速した(第7図)。非専門店や家庭用品専門店の売上がそれぞれ前年比+7.4%、同+6.8%となり、全体の伸び率を押し上げた。しかし、今月9日に公表された衣料品を中心とする大手スーパーの10-12月期の売上が前年比▲2.2%となったほか、英国小売連盟が公表している既存店ベースの小売売上も12月には前年比+0.3%と2006年3月以来の低い伸びにとどまったうえ、クリスマス商戦の売上としても2004年以来の低い伸びとなった。小売売上は弱基調にあるとみるべきであろう。

雇用については、11月の失業率が2.5%と依然、低水準にあり、雇用情勢は良好である。しかし、雇用は景気の遅行指標であり、今後景気動向に応じて、悪化する可能性が高い。

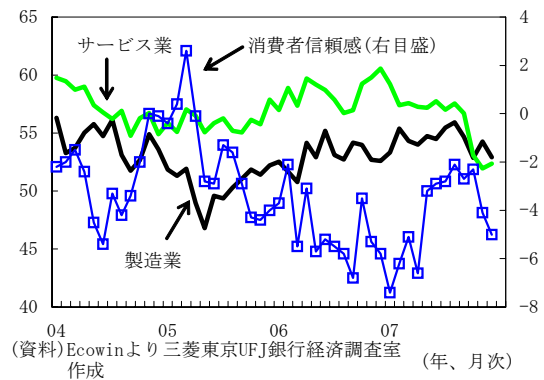
消費者信頼感指数については12月も、前月より0.9ポイント低下し▲5と、2ヶ月連続で悪化した(第8図)。11、12月の消費者マインドの悪化幅は大きく、個人消費の先行きには注視する必要がある。



第7図：消費・雇用指標



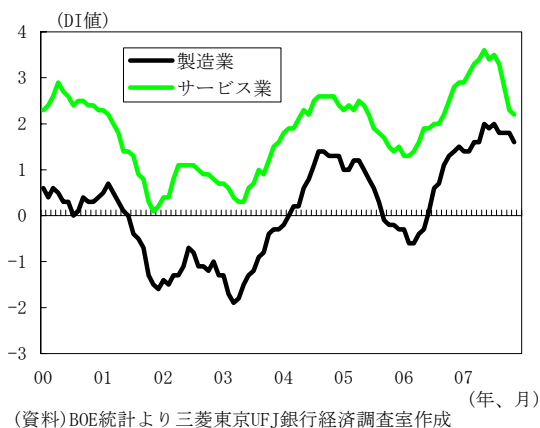
第8図：企業景況感・消費者信頼感



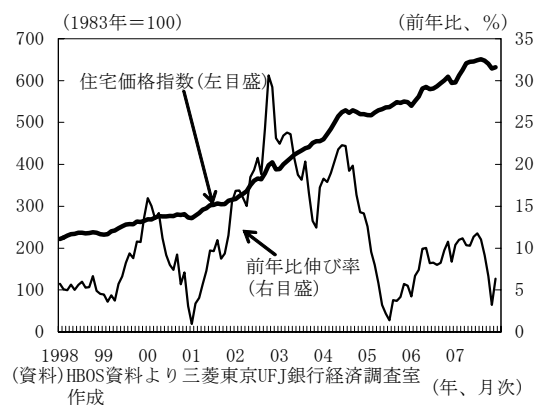
企業活動に関しても、PMI 景況感指数は、製造業、サービス業ともに低下傾向にあり、今後鈍化していく可能性が強まっている。また、企業の設備投資意欲調査をみると、主力のサービス業において4ヶ月連続でDI値が低下したほか、製造業においても11月には再びDIが低下に転じており、企業の設備投資意欲は弱まっている(第9図)。

英国の住宅価格は12月に前年比+6.4%と4ヶ月ぶりに反転上昇した(第10図)。前月比でも、11月まで3ヶ月連続して下落していたが、4ヶ月ぶりに上昇に転じた。ただし、これをもって住宅価格が加速に転じることは、ほとんど期待できない。実際に、銀行の貸出姿勢は、住宅ローンを含め全般的に一層厳格化しており、住宅ローンの承認件数は前年水準を大きく下回っている。こうしたことから、住宅価格については、当面減速傾向が続くであろう。

第9図：投資意欲



第10図：住宅価格動向



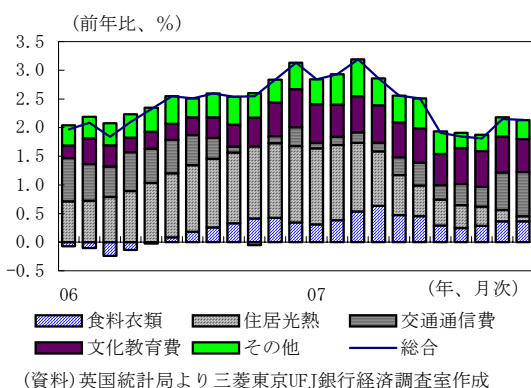
## (2) 物価と金融政策

11月の消費者物価上昇率は前年比2.1%と前月と同水準にとどまった(第11図)。世界的な穀物価格の上昇を受けた食料品価格や原油高に伴うガソリン価

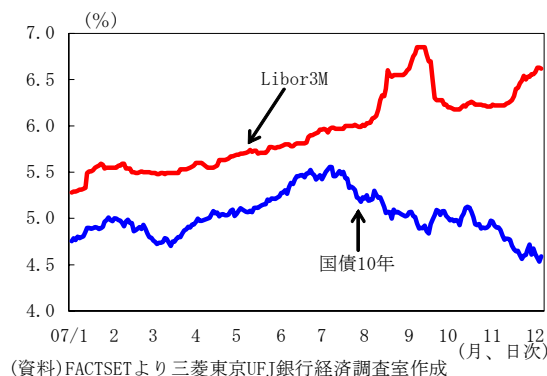
格の上昇が全体の上昇率を押し上げている。2.1%は、イングランド銀行（BOE）がターゲットとする 2.0%を 0.1%ポイント上回る水準にすぎないが、食料品価格やガソリン価格の上昇圧力は、当面、続くとみられることから、BOE もインフレに対して警戒せざるをえない状況にあるといえよう。

こうしたなか、BOE は 10 日の金融政策委員会で政策金利であるレポ金利の据え置きを決めた。直前に大手スーパーの 10-12 月期の売上減少が公表され、マーケットの利下げ期待は高まっていたが、12 月の住宅価格が上昇したことやインフレ圧力が残っていることなどから利下げを見送ったとみられる。また、12 月に FRB や ECB など 5 カ国の中銀が、国際協調による緊急流動性対策を発表したが、その対策の効果を見極めたいという思惑があったとも考えられる。ただし、マクロ経済の減速トレンドが変化したわけではなく、過度の景気減速を回避するために、2 月の金融政策委員会では 25bp の利下げが実施されるであろう。

第 11 図：消費者物価上昇率推移



第 12 図：主要金利推移



照会先：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail:koji\_sakuma@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います。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。