

# 経済マンスリー [西欧]

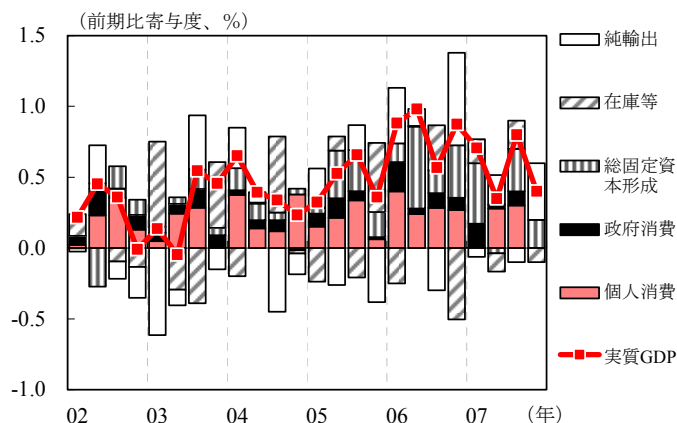
～ユーロ圏景気は減速が鮮明となる一方で、インフレ懸念は根強い  
英国景気は減速傾向が続く～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気動向

ユーロ圏の第 4 四半期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前期比 0.3%と第 3 四半期の同 0.7%から減速した（第 1 図）。金融市場混乱の長期化による消費者マインドの悪化に加えて、インフレ加速が家計の実質所得を押し下げており、個人消費が前期比▲0.1%（前期は同 0.5%）と減少した。一方、総固定資本形成の伸びは、第 3 四半期の前期比 1.2%に続き、同 0.8%と底堅く推移した。輸出の伸びは前期比 0.5%（前期は同 2.1%）と大きく減速したものの、輸入が同▲0.4%（前期は同 2.5%）と輸出を上回る落ち込みを見せたことから、外需の前期比寄与度は 0.4%となり、第 3 四半期と比べて 0.5%ポイント改善した。

第 1 図：実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度



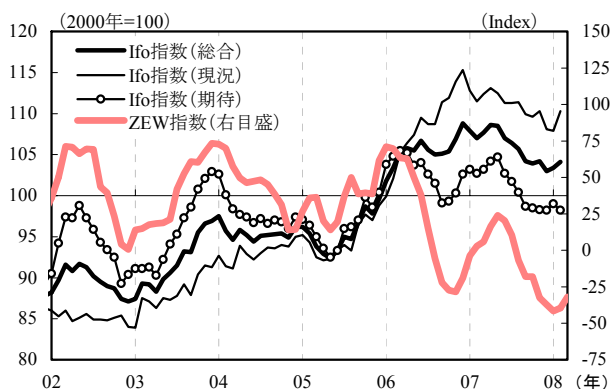
国別にみると、ドイツの第 4 四半期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.3%（年率）と前期の同 0.7%から減速した。ユーロ高の進行にもかかわらず純輸出は堅

調に推移したものの、加速するインフレや金融市場の混乱から来る消費者マインドの悪化が個人消費を押し下げた。フランスも前期比 0.3%と前期の同 0.8%から減速した。住宅投資や政府支出は反発したものの、前期に高い伸びを示した個人消費が減速したことが主因であった。イタリアは、第 4 四半期のデータは未公表ながら、既に公表された 2007 年の成長率や月次データから判断すると、第 4 四半期の成長率はサブプライム問題に伴うマインドの悪化やユーロ高、インフレの加速により大きく減速したとみられる。

昨年第 4 四半期以降、サブプライム問題によるクレジット市場混乱の影響が、次第にユーロ圏の実体経済に現れ始めている。

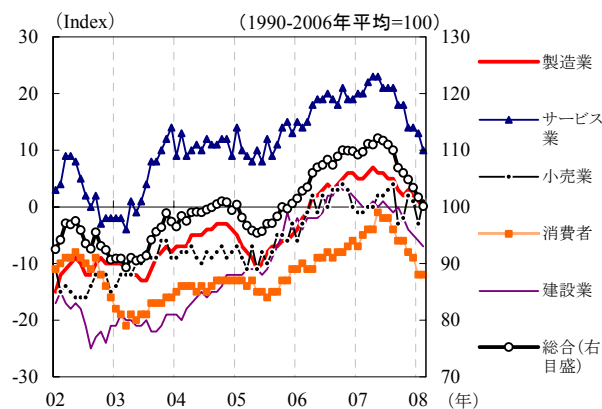
特にマインド面の悪化が鮮明である。景気先行性の高いドイツの企業マインド指標をみると、ZEW 指数は足元若干の反発をみせているが、水準は低い（第 2 図）。2 月の Ifo 指数は、現況指数が小売業・卸売業を中心に若干反発したものの、1 月に下げ止まったかにみられた先行き 6 ヶ月の期待指数が再度悪化に転じた。また 2 月の欧州委員会の企業景況感指数も小売業以外は悪化しており、マインドの悪化に歯止めがかからない。同様に、消費者景況感についても加速するインフレや金融市場の混乱などの要因で、約 2 年ぶりとなる低水準まで下がっている（第 3 図）。

第 2 図：ドイツ企業景況感



(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

第 3 図：ユーロ圏企業・消費者景況感



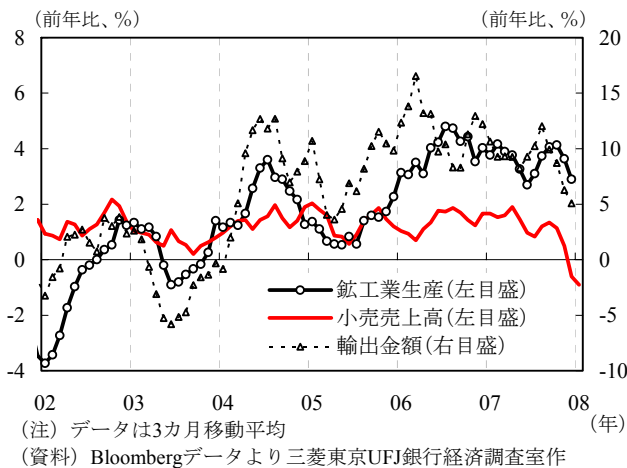
(資料)欧州委員会調査より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

月次の指標（第 4 図）をみると、12 月の鉱工業生産は 11 月の前月比▲0.4%に続き、同▲0.2%となり 2 ヶ月連続で前月の水準を割り込んだ。1 月の主要国の指標は、ドイツが前月比+1.3%、フランスが同+0.5%、イタリアが同+1.3%と反発しており、ユーロ圏全体の 1 月の鉱工業生産は前月比プラスの伸びを確保したとみられる。輸出は、12 月に前月比▲2.5%となり 2 ヶ月連続で減少した。域内最大の輸出大国であるドイツが前月比▲2.0%、フランスが同▲1.4%、イタリアが同▲7.3%といずれも前月の水準を下回った。ユーロ相場が最高値を更新し続けていることに加えて、米国をはじめとする海外景気の減速が鮮明となっ

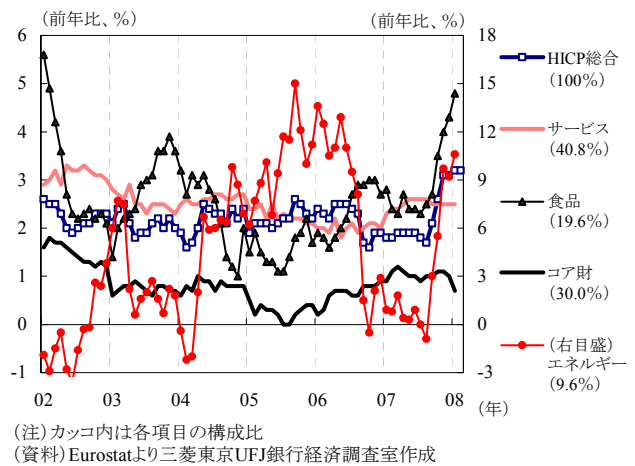
ており、輸出を取り巻く情勢は厳しいものとなっている。

一方、1月の小売売上高は、前月比+0.4%と4ヵ月ぶりにプラスに転じた。特にドイツでは、前月比+1.6%と昨年12月の同▲0.1%から大幅に増加した。また、1月のユーロ圏全体の失業率は12月に引続き7.1%となり、統計開始以来の最低水準を保っている。他方、2月の消費者物価上昇率（HICP）は、ユーロ導入後最も高い前年比3.2%まで加速し、欧州中央銀行（ECB）の物価安定の目安である2.0%を昨年9月から6ヵ月連続して上回った（第5図）。内訳は未公表であるものの、前月同様にエネルギー価格の上昇と食料品価格の高騰が原因とみられる。

第4図：鉱工業生産・小売売上高・輸出



第5図：消費者物価上昇率（HICP）



## (2) 金融政策

ECBは、3月6日の定例理事会にて、9ヵ月連続で政策金利を4.0%に据え置くことを全会一致で決定した。理事会後に発表された声明文やトリシェ総裁の記者会見では、物価の安定がECBの金融政策の「最優先課題」であるとの認識が何度も繰り返された。更に、声明文内に「二次的影響と中期的な物価安定に対する上振れリスクの顕現化を阻止すると強く約束する」と、前月の内容に「強く」という文言が追加された。ECBが昨今の原油・食料品価格の高騰が賃金・コア物価の上昇（二次的影響）へ波及することに対する懸念を強めていることが窺える内容となった。一方、景気認識については、前月同様、「ユーロ圏のファンダメンタルズは依然堅調」としながらも、金融市場の混乱や資源価格の高騰により「（景気の先行きに対する）不透明感が異常に高い」と述べ、引続き景気には下振れリスクがあるとした。

ECBは、記者会見と同時に3ヶ月毎のECBスタッフによる経済見通しを発表した（第7図）。見通しの中で、2008年の実質GDP成長率は、前回見通し時の前年比2.0%から同1.7%へ（▲0.3%ポイント）、2009年は前回の同2.1%から

同 1.8%へ（▲0.3%ポイント）下方修正された。一方、2008 年の消費者物価上昇率は、前回の前年比 2.5%から同 2.9%へ（+0.4%ポイント）、2009 年は前回の同 1.8%から同 2.1%へ（+0.3%ポイント）上方修正された。実質 GDP 成長率の下方修正は前回見通しと比較して、外需の減速が鮮明となったことや、資源価格の高騰、金融市場の混乱によるものとしている。一方、消費者物価上昇率の上方修正はエネルギー・食料品価格の高騰、賃金上昇懸念の高まりが要因となった。

ECB は景気の見通しを下方修正したものの、同時にインフレ率は上方修正しており、景気減速と加速するインフレの間で難しい政策運営を迫られる状況に変わりはない。今後の見通しについては、第 2 四半期に 25bp の予防的利下げを行い、その後は政策金利を 3.75%に据え置くというシナリオを維持したい。

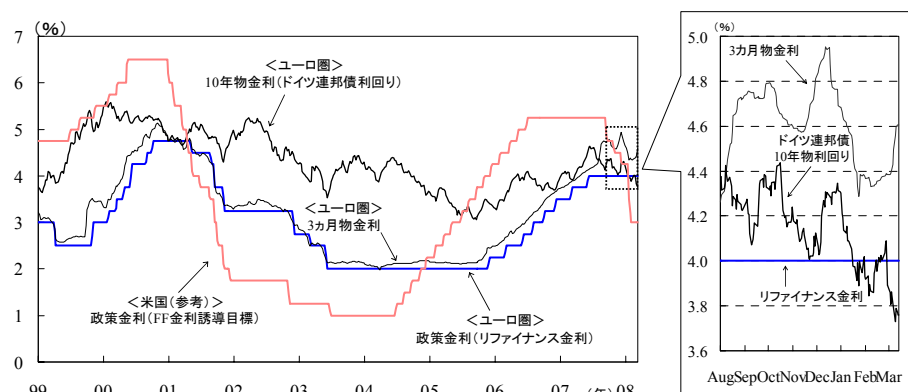
第 7 図：ECB スタッフによる景気見通し（2008 年 3 月）

(前年比、%)	2006年 実績	2007年 実績	2008年 見通し	2009年 見通し
実質GDP成長率	2.9	2.6	1.7 (▲0.3)	1.8 (▲0.3)
個人消費	1.9	1.6	1.4 (▲0.5)	1.7 (▲0.3)
政府消費支出	1.9	1.9	1.6 (±0.0)	1.5 (±0.0)
総固定資本形成	5.2	4.6	1.8 (▲0.6)	1.8 (▲0.5)
輸出	8.0	5.7	4.1 (▲1.0)	4.7 (▲0.8)
輸入	7.6	4.9	3.7 (▲1.3)	4.6 (▲0.7)
消費者物価上昇率(HICP)	2.2	2.1	2.9 (+0.9)	2.1 (▲0.3)

※数値はECB見通しの中央値、括弧内は前回見通し(2007.12)との差

短期金融市場の動きをみると、昨年末にかけて非常に不安定な動きを示した（第 8 図）。欧州金融機関の巨額損失計上の観測や年末に向けた流動性懸念の高まりから 3 ヶ月物金利（Euribor）が 4.9%台へ急騰した。ECB の先進各国中銀と協調した大規模な資金供給により、3 ヶ月物金利は 1 月中旬以降 4.3%台へ低下し、一応の落ち着きを取り戻していたが、3 月の ECB 理事会後の声明文発表やトリシェ総裁の記者会見がインフレ懸念を強く表明したものであったことをうけた利下げ観測の後退により、再度上昇した。3 月 10 日時点で 4.5%台半ばにて推移している。

第 8 図：ユーロ圏の主要金利の動向



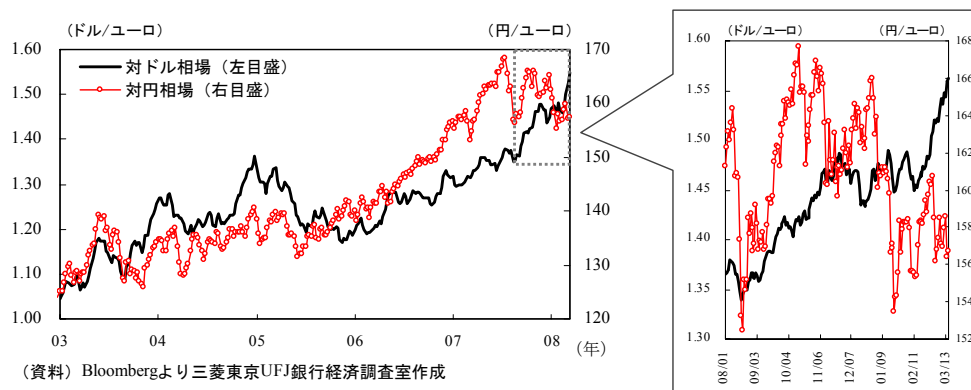
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 為替相場

ユーロ相場は、昨年7月下旬に対ドルで1.38ドル台、対円で168円台までユーロ高が進んでいたが、欧州でのサブプライム問題の顕在化を受けて、8月半ばにはそれぞれ1.33ドル台、152円台まで落ち込んだ。しかしその後は、米国景気減速懸念の高まりや米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げを受けて上昇に転じた。以降は、米欧景気の見通しに左右されるかたちで、上昇下落を続けてきた。しかし、2月下旬にFRBのバーナンキ議長が、FF金利の追加利下げを示唆したことに加えて、同時期に発表された独Ifo指数が反発したことにより対ドル相場は急上昇し、2月27日にはついに1ユーロ=1.5ドルの壁を突破した。更に、3月6日のECB理事会後の記者会見にてトリシェ総裁が強いインフレ懸念を表明したため早期利下げ観測が後退したことに加えて、7日に発表された弱い米国雇用統計を受けて、1ユーロ=1.5465ドルの最高値を記録した。その後も高値更新を続け、14日現在、1.56ドル前後で推移している。一方、対円相場は昨年10月半ばに167円台まで回復したが、しかし2008年に入ると対ドルで円高が進行したのにつられるかたちで、160円を割り込んだ。ユーロ相場は3月10日時点で、対ドルで1.53ドル台、対円で156円台にて推移している（第8図）。

このように1ユーロ=1.5ドルを突破するまで上昇したユーロ相場に対して、3月に入り各国首脳から懸念の声が相次いで聞かれ始めた。3月3日に開催されたユーロ圏財務相会合にて、各国首脳がユーロ高について懸念を表明したほか、ECBのトリシェ総裁も6日のECB理事会後の記者会見や10日に開催された主要国中央銀行総裁（G10）会議後の会見で、「為替相場の過度な変動を懸念している」と発言した。しかし、日増しに景気減速が鮮明となる米国と比較すると、ユーロ圏景気は底堅さを維持しており、インフレ懸念も根強いことから、米欧金利差の拡大によるユーロ高圧力は避けられそうにない。そのため、今後も暫くはユーロ高地合いが続くとみられる。

第8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

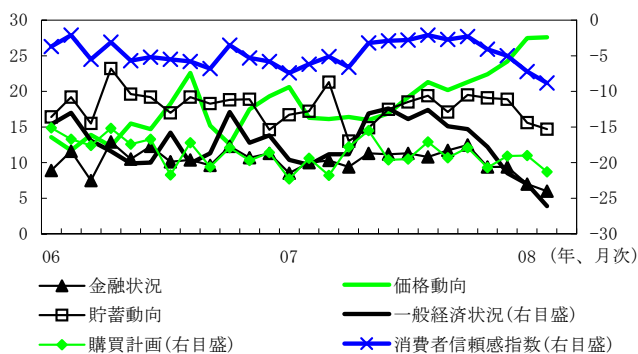
英国経済は減速傾向にあるものの、大きく失速するという状況には至っていない。

まず、個人部門についてみると、消費者マインドを示す消費者信頼感指数の悪化が続いている（第6図）。昨年11月以降、4ヶ月連続で低下した。ただし、個人消費の動向を示す小売売上をみると、1月には、前年比+5.6%と前月の同+2.8%から急上昇した（第7図）。07年1月の伸び率が低かったことの反動という面もあるが、依然、底堅く推移しており、マインド面ほど悪化していない。消費者信頼感指数を悪化させている要因をみると、大きく悪化しているのは、一般経済と物価の見通しである。マクロ経済状況の悪化や物価の上昇を今後見込む割合の増加幅が大きく、これが、主に全体の消費者信頼感指数を悪化させている。一方で、家計の資金繰りを示す金融状況の見方はやや悪化、そのほかの貯蓄動向や購買計画は底堅く推移している。英国小売売上の底堅い動きは、家計が購買計画を大きく下方修正していないことを反映したものといえよう。これらを踏まえると、雇用状況は良好ななか、個人消費は底堅く推移するという見方もできるが、住宅価格の動向が弱含みであることなどを考慮すれば、個人消費の先行きについては慎重にみるべきであろう。

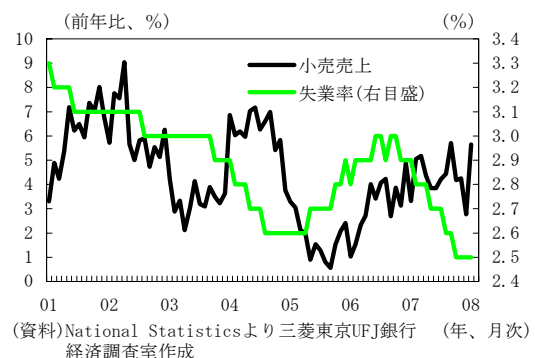
住宅価格については、2月に前年比+2.3%まで減速した（第8図）。金融機関における住宅ローンの承認件数をみると、1月には前年比▲32.6%と引き続き大きな落ち込みをみせている（第9図）。住宅価格については、引き続き、下ぶれリスクを警戒する必要がある。

企業の景況感について、PMI景況感指数をみると、製造業は2月に反転上昇したものの、水準は低い（第10図）。一方で、サービス業は12月以降、3ヶ月連続で上昇している。サービス業の景況感改善は、個人消費の底堅い動きを反映したものといえる。ただし、個人消費の今後の見通しからすると、サービス

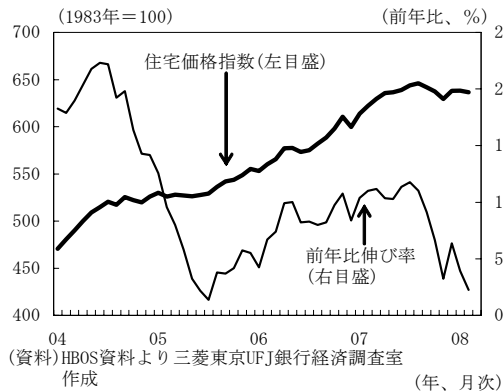
第6図：消費・雇用指標



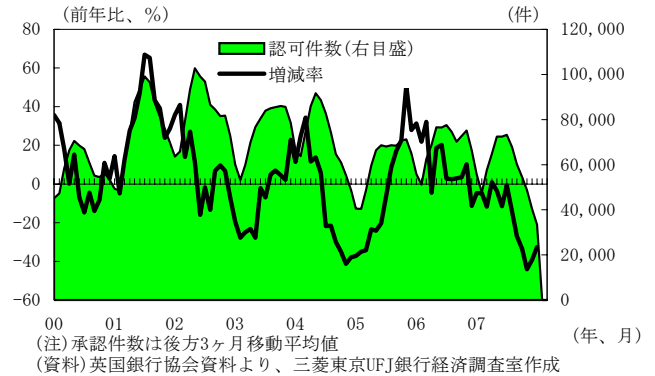
第7図：小売売上、雇用動向



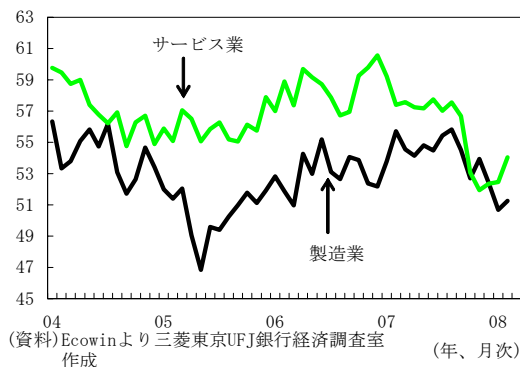
第 8 図：住宅価格の動向



第 9 図：住宅ローン承認件数動向



第 10 図：PMI 景況感指数



第 11 図：企業の投資意欲



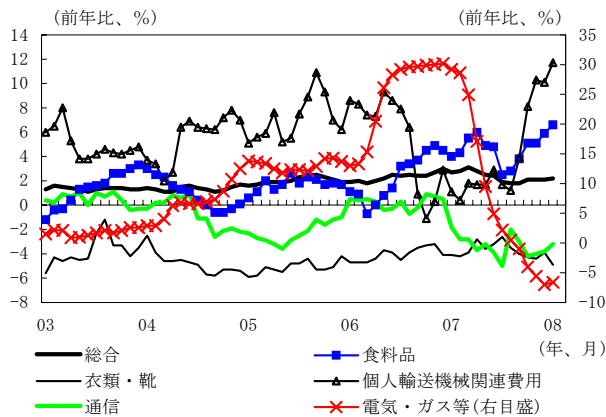
業の景況感の動きについても注視する必要がある。また、企業の設備投資意欲をみると、製造業、サービス業いずれも、悪化している（第 11 図）。銀行の企業に対する貸出姿勢の厳格化が影響していると考えられる。こうしたなかでは、金融市場の混乱が続く限り、当面、企業の設備投資の減速は続くと思われる。

## (2) 物価と金融政策

1 月の消費者物価上昇率は前年比 2.2%と前月より 0.1%ポイント加速した（第 12 図）。上昇率を最も押し上げたのは、個人輸送機械関連費用である。原油価格高を受けて、ガソリンや軽油といった燃料価格やエンジンオイルなどの潤滑油の価格が上昇した。その他、果物類の価格の下げ幅が縮小した食料品、セールにおける価格のディスカウント幅が前年より縮小した家具類なども物価上昇に寄与した。一方、これまでベース効果の剥落などにより物価抑制の役割を果たしてきた電気・ガス料金が 1 月に引き上げられ、今後、物価押し上げ方向に作用する可能性があることには留意する必要がある。

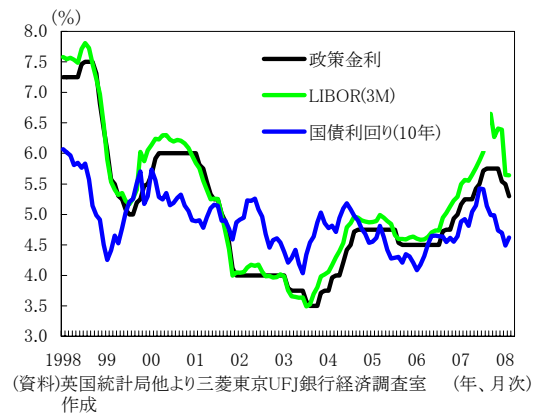
こうしたなか、3 月 6 日に行われたイングランド銀行の金融政策委員会では、政策金利であるレポ金利の据置を決めた（第 13 図）。2 月の住宅価格上昇率が

第12図：消費者物価上昇率推移



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：主要金利推移



(資料)英国統計局他より三菱東京UFJ銀行経済調査室 作成

鈍化したことから、利下げを見込む向きもあったが、結果的に政策金利の変更は見送られた。足元、インフレ圧力がさらに強まる兆しがみえるなか、住宅価格に続いて実体経済の悪化を示す指標が少なかったため、金利を据え置いたと考えられる。

今後については、景気の先行き鈍化を踏まえ、5月に25bpの利下げを行う見通しを引き続き維持したい。

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すよう、宜しく願い申し上げます。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。