

経済マンスリー [西欧]

～ECB はインフレ期待抑制のため小幅利上げへ、
英国は物価・景気両睨みで金利据え置き～

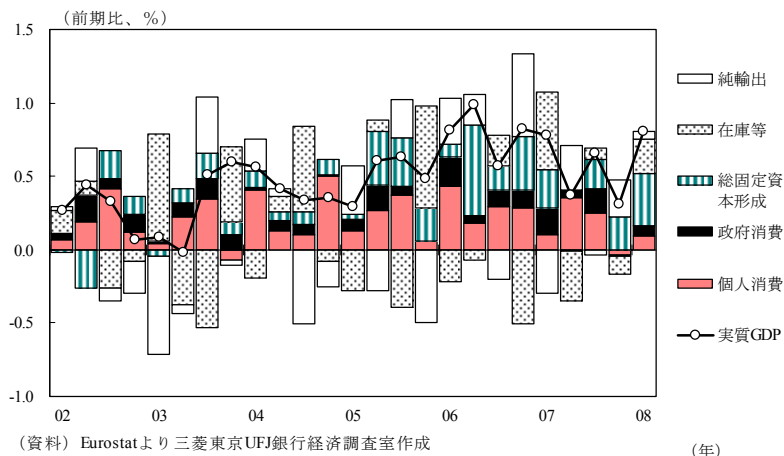
1. ユーロ圏

(1) 景気動向

ユーロ圏の第 1 四半期実質 GDP 成長率（改定値）は、速報段階の前期比 0.7% から同 0.8% へ上方改定された（第 1 図）。暖冬や例年より前倒しとなったイースター休暇の影響により、一時的に嵩上げされた面はあるものの、金融・資本市場混乱や原油高、ユーロ高による逆風が強まるなかでも底堅さを維持したことが確認された。

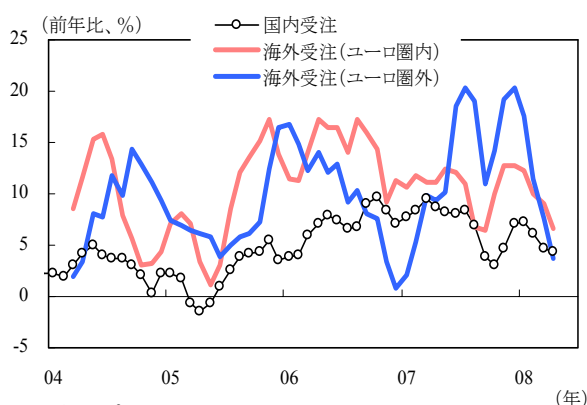
第 1 四半期の GDP を需要項目別に見ると、設備・建設投資からなる総固定資本形成が前期比+1.0%から同+1.6%へ加速し、引き続き成長の牽引役となった。一方で、輸出は堅調を維持したものの、内需の持ち直しを反映して輸入が伸びを高めたことから、純輸出の成長への寄与度は前期を下回った。また、個人消費は前期比+0.2%と昨年第 4 四半期（同▲0.1%）からは持ち直したものの、過去数年のトレンドに比べると弱めの伸びにとどまっている。

第 1 図：実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度

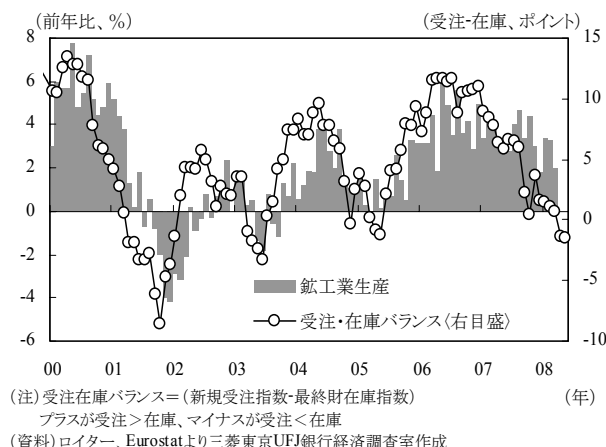


第1四半期は予想以上の底堅さをみせたユーロ圏景気だが、足元の月次指標は減速傾向を徐々に強めている。鉱工業生産は、ユーロ圏全体では直近3月も前年比+2.0%と拡大基調を維持しているが、スペイン、イタリアがすでに前年水準を割り込んでいるほか、相対的に堅調なドイツも3月、4月と2カ月連続で前月比マイナスを記録し、ピークアウトが鮮明になった。ユーロ圏景気を牽引してきたドイツ製造業の新規受注は、ユーロ圏外の海外受注を中心に急速に減速しており、昨年後半からのユーロ高の加速や米国をはじめとするグローバル景気減速の影響がいよいよ波及してきたことがうかがわれる（第2図）。購買担当者指数（PMI）などの企業サーベイの内訳をみても、国ごとの格差は残るものの、総じて新規受注が落ち込む一方、在庫水準が切り上がっており、在庫調整圧力が高まってきたことを示唆している（第3図）。

第2図：ドイツ製造業新規受注の内訳

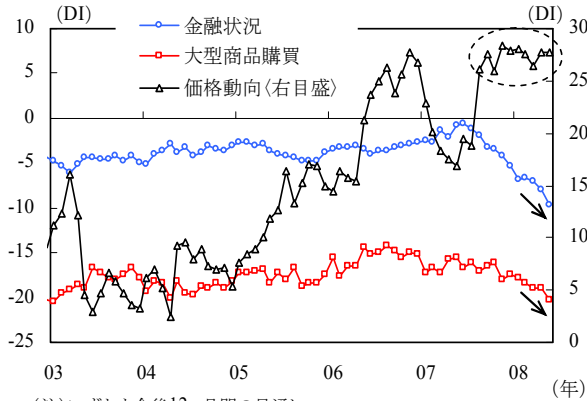


第3図：ユーロ圏の生産と受注・在庫バランス



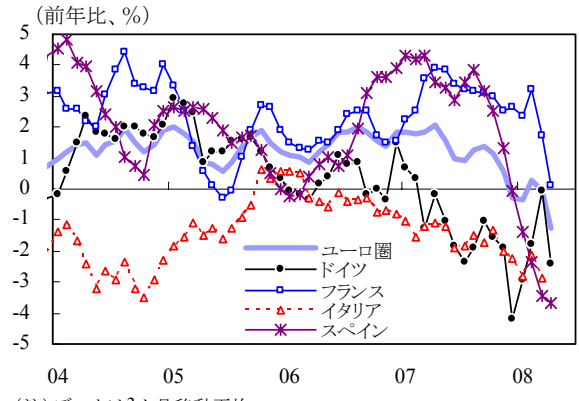
一方、消費についてみると、ユーロ圏の4月の小売売上数量は、前月比▲0.6%、前年比▲2.9%に落ち込み、前月比では3カ月連続、前年比でも2カ月連続のマイナスとなった。金融状況のタイト化やインフレ高進による購買力低下をうけて消費者の購買意欲は一段と悪化している（第4図）。国ごとにみると、低迷が続くドイツ、イタリアに加え、これまで堅調だったスペイン、フランスも、住宅市場の調整や雇用情勢軟化をうけて消費の減速が鮮明になってきた（第5図）。

第4図：消費者信頼感指数の内訳



(注) いずれも今後12ヶ月間の見通し
(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：小売売上数量の推移

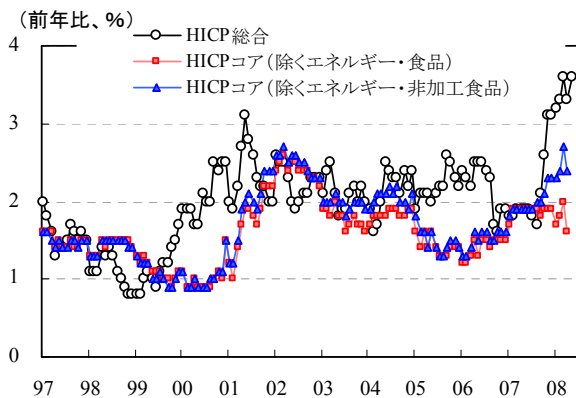


(注) データは3カ月移動平均
(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

(2) 物価動向

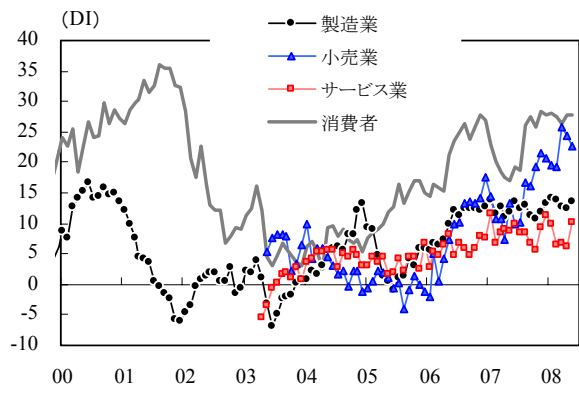
ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP）は、エネルギー・食料品価格高騰をうけて上昇しており、5月速報値も前年比3.5%と、ユーロ導入以来の最高水準であった3月に並んだ。輸入物価の上昇はユーロ高によりある程度抑制されるものの、原油価格が1バレル=140ドルに迫るなかで、総合インフレ率は当面高止まりが予想される。また、コア物価についてみると、EUの統計局であるユーロスタットが発表する「エネルギーと食品を除くコアインフレ率」は、直近4月も前年比1.6%にとどまっているのに対し、ECBが注目する「エネルギーと非加工食品を除くコアインフレ率（前者との違いは加工食品が含まれること）」は前年比2.4%へ上昇している（第6図）。原油高の二次的影響でインフレが加速した2001年頃と比較すると、サービスや工業製品（エネルギーを除く）価格への波及が今のところ抑えられているのに対し、パン・シリアルや乳製品などの加工食品価格の高騰が目立つ。こうした生活必需品の価格上昇が消費者や小売業者のインフレ期待を押し上げている可能性があり、注意が必要である（第7図）。

第6図：消費者物価（HICP）の推移



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第7図：企業・消費者のインフレ期待



(注) 今後12カ月の物価の見通し
(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

(3) 金融政策

欧州中央銀行（ECB）は6月5日開催の定例政策理事会で、政策金利を12カ月連続で4.0%に据え置くことを決定した。金利据え置き自体は事前の予想通りの結果であったが、理事会直後の記者会見でトリシェ総裁が「理事会は高度の警戒（heightened alertness）状態にある」と述べ、早ければ7月にも小幅利上げを実施する可能性があることを示唆したことから、市場金利は急騰している（第8図）。

理事会後の声明文によると、ECBがインフレ警戒を高めた理由として、①原油・食品価格高騰の持続をうけて物価上振れリスクが高まったこと、②マネーや信用の伸びが引き続き高く、金融市場混乱による信用収縮の兆候が表れていないこと、③ユーロ圏経済のファンダメンタルズは健全であり、今後も緩やかながら成長が続く見込みであること——が挙げられている。同時に発表されたECB及び各国中銀スタッフによる経済見通し（3カ月ごとに発表）も、2009年の成長率が1.5%と、緩やかな成長持続の見通しが維持されたのに対し、2009年のインフレ率見通しは2.4%と、ECBが物価安定の目安とする2%を大きく上回る水準へ引き上げられた（数値はいずれも予想レンジの中央値；第1表）。今後、金融市場混乱の再燃や景気指標の急激な悪化、原油価格の急落といった異変が生じない限り、物価安定を最優先目標とするECBは7月3日の理事会で25bpの利上げを実施する公算が大きい。

一方で、利上げ局面が長期化する可能性は低く、25bpの利上げ実施後は年内様子見が続くものと予想される。理由は、①予想される利上げは、中長期的なインフレ期待の上昇を抑え、原油高の二次的影響による賃金・物価のスパイラル的な上昇を防ぐという警告的な意味合いが強いこと、②大幅な利上げは減速局面に入った景気を過度に冷やす恐れがあり、③ユーロ高・ドル安を加速させるリスクもあること、などである。

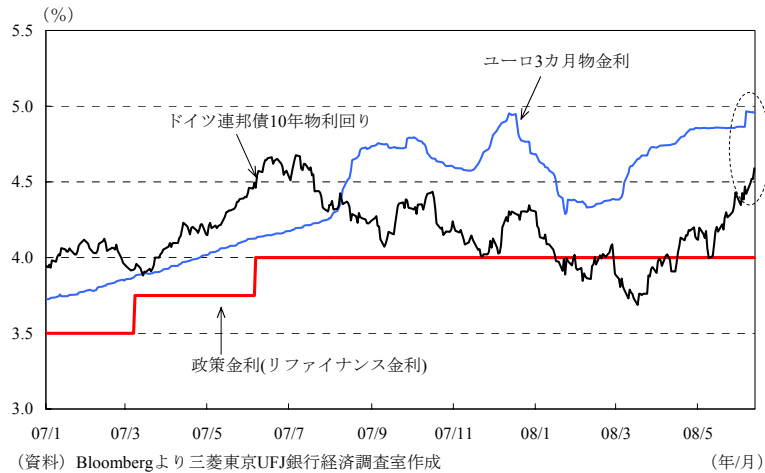
第1表：ECBと各国中銀スタッフの経済見通し

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)		
	2007年	2008年	2009年	2007年	2008年	2009年
今回 2008.6.5発表	2.7	1.5-2.1 (1.8)	1.0-2.0 (1.5) ↓	2.1	3.2-3.6 (3.4)	1.8-3.0 (2.4) ↑
前回 2008.3.6発表	2.6	1.3-2.1 (1.7)	1.3-2.3 (1.8)	2.1	2.6-3.2 (2.9)	1.5-2.7 (2.1)

(注)2007年は実績、2008年以降は見通し。括弧内は見通しレンジの中央値。

(資料)ECB/Eurosystemスタッフ・マクロ経済見通しより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：ユーロ圏の主要金利の推移

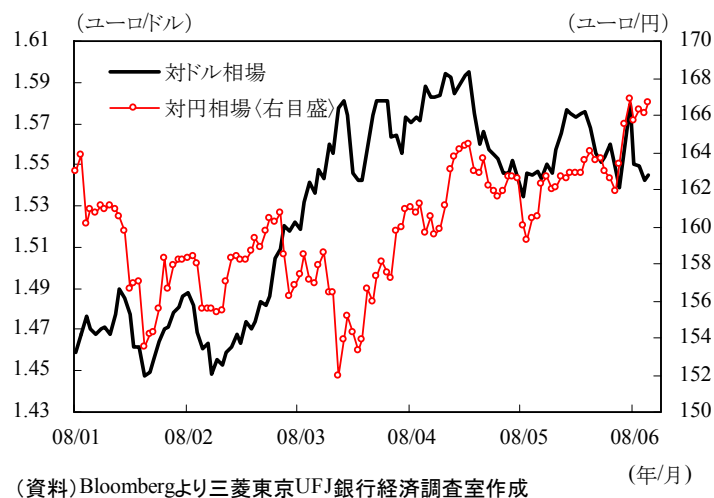


(4) 為替相場

ユーロの対ドル相場は、5月中旬に発表されたドイツの第1四半期実質GDP成長率や5月Ifo企業景況感指数などの強めの経済指標をうけて、1ユーロ=1.58ドル台へ上昇したが、その後、インフレ懸念の台頭や米国経済に対する過度に悲観的な見方の修正からドル金利が上昇すると、外為市場でもドル買戻しの動きが強まり、ユーロは1.54ドルへ下落した。6月初旬には、早期利上げを示唆するトリシェECB総裁の発言や米国失業率の大幅上昇をうけ、欧米金利差拡大観測からユーロが急伸して1.58ドル台を回復したものの、米国当局者によるドル安牽制、インフレ警戒発言が相次いだことから、再び1.54ドル台に急落するなど、値動きの荒い展開が続いている。

一方、対円相場は、3月中旬につけた1ユーロ=151円台を底に上昇傾向を辿っており、ECBの利上げ観測が高まるなか、足元166円台で推移している。

第9図：ユーロの対ドル、対円為替相場の推移



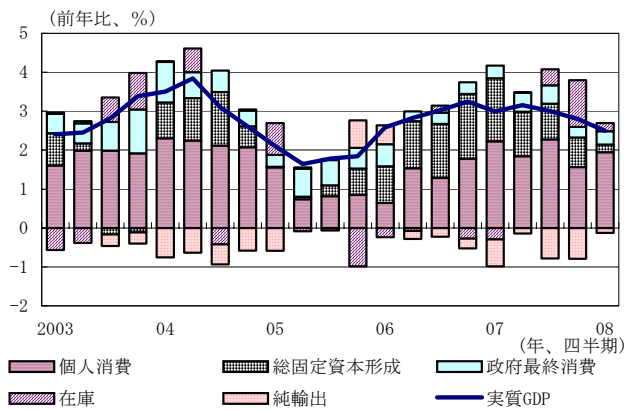
2. 英国

(1) 景気動向

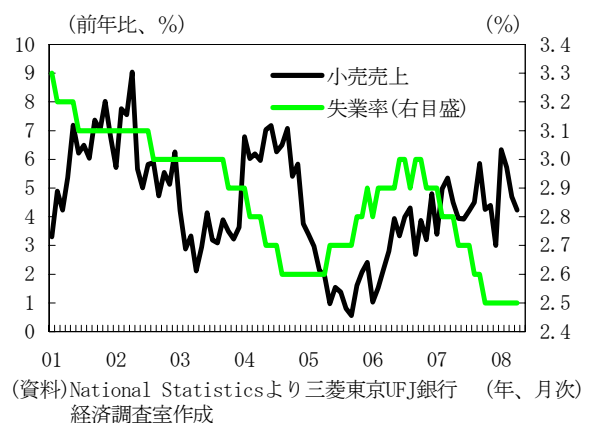
2008年1-3月期の実質GDP成長率は、前年比2.5%、前期比0.4%と、いずれも10-12月期から低下しており、英国景気は依然、減速傾向にある(第10図)。需要項目別にみると、個人消費が前年比+2.4%から同+3.0%へ加速したほか、ポンド安を映じて輸出の伸びが上昇する一方、輸入の伸びは設備投資の減速などに伴い低下したため、外需の寄与度のマイナス幅が縮小した。他方、設備投資を含む総固定資本形成は前年比+4.1%から同+1.1%へと大きく減速したのに加え、前期に成長率を押し上げた在庫の寄与度が低下した。

個人消費については、小売売上数量指数をみると、4月には前年比+4.2%と一進一退ながらも底堅い動きを示しているものの、今後は減速していく可能性が高い(第11図)。確かに、失業率は2.5%と歴史的な低水準にあり、雇用情勢は良好である。しかし、消費の源泉となる雇用者報酬を実質ベースでみると、伸び率は鈍化している(第12図)。昨年10-12月期を除けば、07年1-3月期以降、雇用者数の伸びは低い水準にとどまっている。ほぼ完全雇用に近い状態である訳だが、そうしたなかで、1人当りの実質雇用者報酬の伸び率鈍化はインフレ率の上昇に伴うものであり、注視しなければならない。消費者信頼感指数の内訳をみても消費者のインフレ懸念は増していることから、今後、個人消費に悪影響を及ぼす可能性が高まっていると考えられる(第13図)。

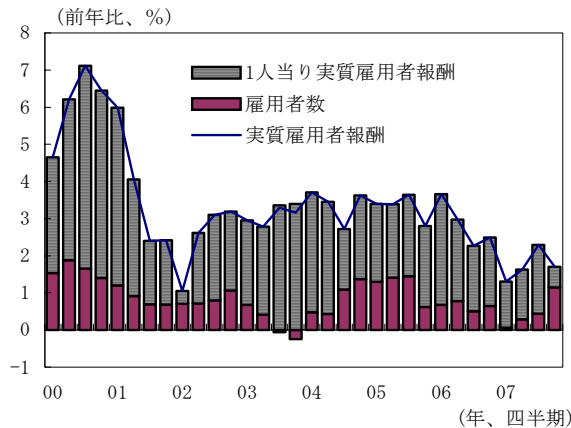
第10図：実質GDP成長率



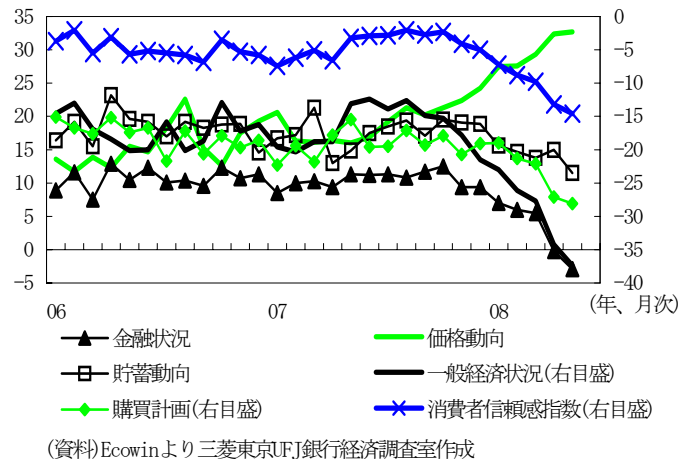
第11図：小売売上、雇用動向



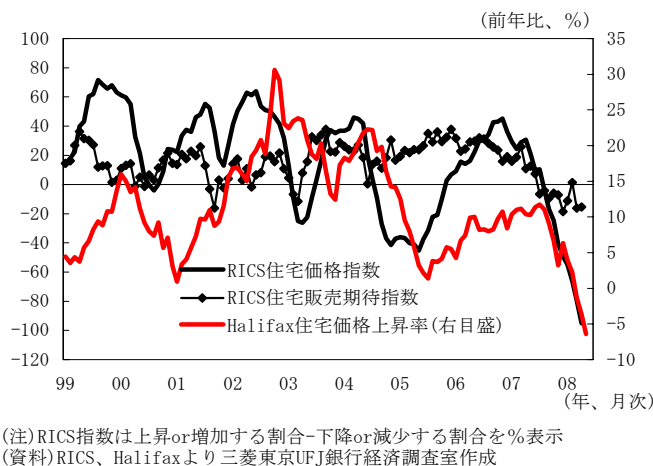
第12図：実質雇用者報酬の動向



第13図：消費者信頼感指数の内訳



第14図：住宅価格の推移



住宅価格については、依然、下落が続いている（第14図）。5月のハリファックス住宅価格指数は前年比▲6.4%と3ヶ月連続でマイナスの伸びを示した。王立鑑定士協会（RICS）の調査では、住宅販売戸数については、今後も減少するという見方が多いほか、住宅価格についても、下落が続くとする見方の割合が上昇しており、当面、住宅価格の下落は続くであろう。逆資産効果による個人消費への影響も懸念される。

（2）物価と金融政策

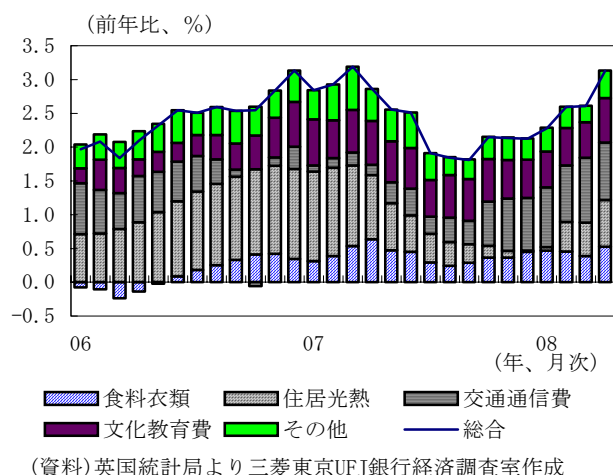
4月の消費者物価上昇率は前年比3.0%と3月の同2.5%から大きく上昇した（第15図）。電気・ガス料金の値上げが浸透してきた住居光熱費や、急速に上昇しているガソリン代を含む交通通信費が消費者物価全体を押し上げている。また、食料品価格高を反映した食料衣類、学費の値上げ等のあった文化教育費の寄与度も拡大している。

こうしたなか、6月5日に行われたイングランド銀行（BOE）の金融政策委員

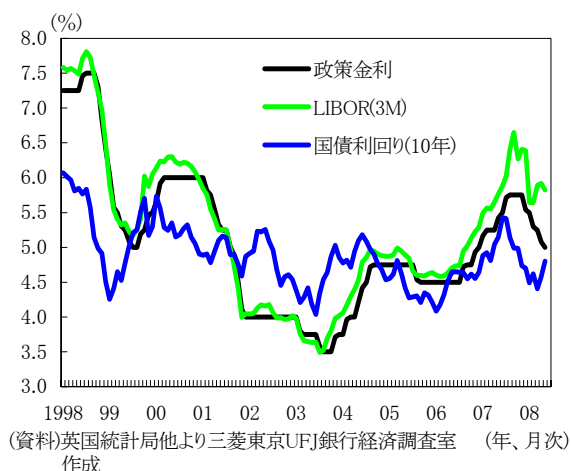
会（MPC）は、政策金利であるレポ金利を 5.00%のまま据え置いた（第 16 図）。

景気が減速傾向にあり、住宅価格も下落するなか、金融政策による景気のサポートも期待されるが、消費者物価が大幅に上昇している状況の下で、利下げに踏み切ることが容易でない。足元の原油価格上昇を踏まえれば、さらなるインフレ率上昇の可能性も十分にあり、ターゲットとする 2%へとインフレ率を低下させなければならない BOE は高いインフレ率への懸念を強めていると考えられる。早ければ、来月にも ECB による利上げの可能性が高まるなか、BOE が金利を据え置けば、対ユーロでのポンド安、それに伴う輸入インフレの加速という事態も憂慮される。BOE は、インフレ上昇圧力と景気動向を睨みながら、難しい金融政策の運営を迫られている。

第 15 図：消費者物価上昇率推移



第 16 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すよう、宜しくお願ひ申し上げます。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。