

経済マンスリー [西欧]

～ECB はインフレ期待抑制のため利上げを実施、BOE は景気減速に配慮し金利据え置き～

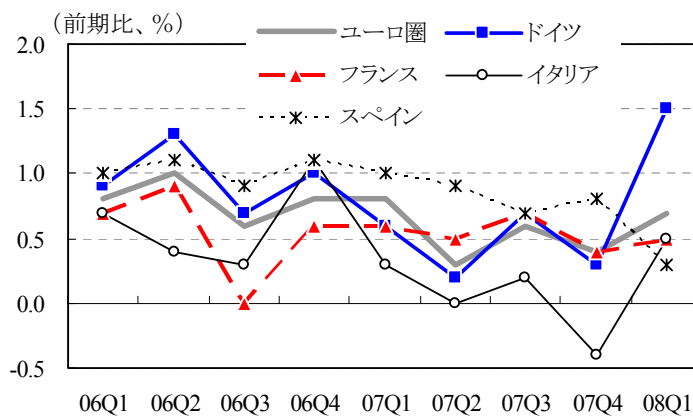
1. ユーロ圏

(1) 景気動向

もっぱらドイツに牽引された第 1 四半期の成長加速

ユーロ圏の第 1 四半期実質 GDP 成長率（確報値）は前期比 0.7%と、改定値の同 0.8%から小幅下方改定された。これは主に、フランスの実績が前期比 0.5%から同 0.4%へ下方修正されたことを反映したものとみられ、第 1 四半期の成長加速がもっぱらドイツの高成長に牽引されたものであることが一段と鮮明になった（第 1 図）。

第 1 図：ユーロ圏主要国の実質 GDP 成長率の推移



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 四半期は、個人消費主導で減速傾向が強まる

第 2 四半期の月次指標をみると、ユーロ圏景気は個人消費を中心に減速傾向を強めている。小売売上数量は、2月から3カ月連続で前月比マイナスとなった後、5月は同+1.2%と持ち直したものの、4～5月平均で均せば第 1 四半期の水準を 0.7% 下回っている。インフレ加速による実質購買力の低下や景気・雇用の先行き不透明感、住宅市場調整の広がりなどから、消費者マインドも足元著しく冷え込んでいる（第 2 図）。

失業率の低下は足踏みし、雇用の伸びも鈍化

また、2003年から続いてきた雇用情勢の改善も、年明け後は足踏みしている。住宅・建設部門の調整が進むスペイン・アイルランド、景気低迷が続くイタリアの失業率は、昨年後半からすでに上昇に転じており、ユーロ圏全体の失業率も、昨年12月以降は7.2%で横這いが続いている。サーベイによると、企業の雇用意欲はドイツも含めて慎重化しており、雇用拡大ペースは先行き一段と鈍化する可能性が高い（第3図）。

輸出は新興国向けを中心に底堅いが、ユーロ高の影響も

一方、輸出は、中東欧の新規EU加盟国やロシア・中近東などの資源国向けを中心に、相対的に底堅く推移しているものの、伸び率は昨年までに比べ鈍化している。米国・英国など先進国の需要低迷に加え、過去2年余り続いたユーロ高の影響が徐々に顕在化してきたものとみられる（第4図）。

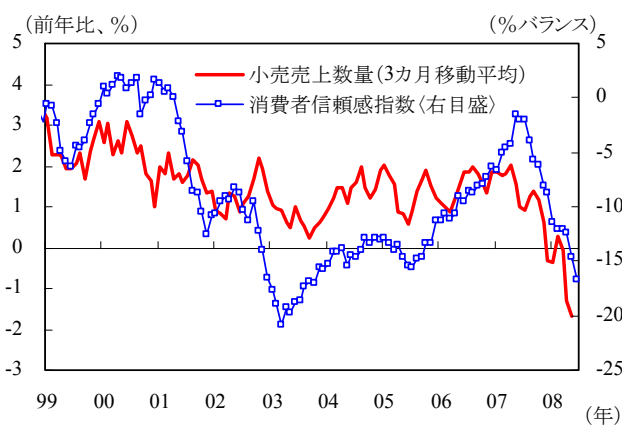
主要国の5月鉱工業生産は大幅縮小

消費の低迷と輸出の鈍化は、生産・受注動向にも鮮明に表れてきた。5月の鉱工業生産は、ドイツが前月比▲2.4%、フランスが同▲2.6%、イタリアが同▲1.4%と、消費財を中心に大きく落ち込み、ユーロ圏全体でも同▲1.9%となった。製造業受注をみると、これまで相対的に堅調だったドイツでも、6カ月連続の前月比減少とピークアウトが鮮明になっており、生産調整圧力が強まってくる公算が大きい（第5図）。

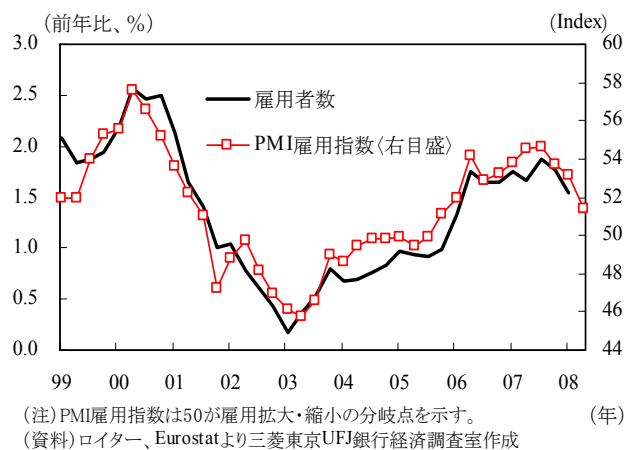
景況感悪化をうけて景気下振れ懸念が強まる

ユーロ高、原油高、金利上昇といった逆風をうけて、内需の低迷と外需の鈍化が鮮明になるなか、企業マインドを表す6月の購買担当者指数（PMI）は、製造業・サービス業ともに拡大・縮小の分かれ目である50を割り込み、景気下振れリスクに対する懸念が強まっている（第6図）。

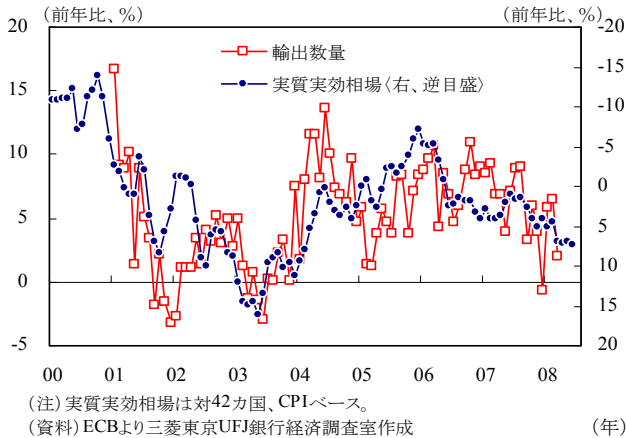
第2図：消費者マインドと小売売上の推移



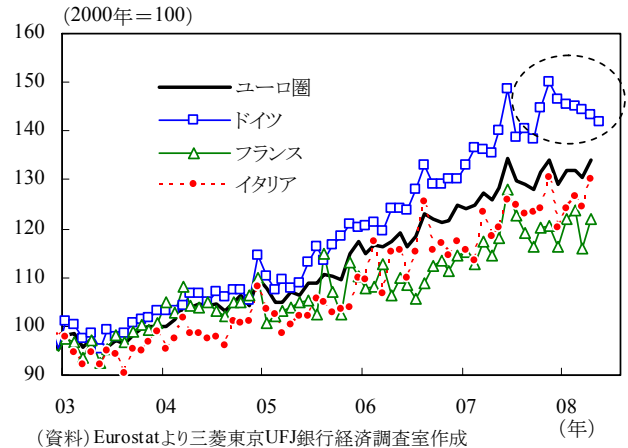
第3図：企業の雇用意欲と雇用者数の推移



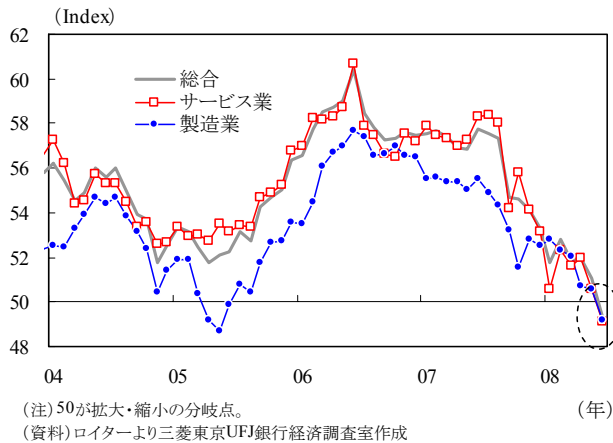
第4図：実質実効相場と輸出動向



第5図：製造業受注の推移



第6図：購買担当者指数 (PMI) の推移



(2) 物価動向

インフレ率はユーロ導入以来の高水準

ユーロ圏の6月の消費者物価上昇率(HICP、速報値)は前年比4.0%と、5月の同3.7%から加速し、ユーロ導入以来の最高水準を更新した(第7図)。主因は、新興国の景気拡大を背景としたグローバルな需要逼迫や投機資金の流入によるエネルギー・食料品価格の高騰だが、ここに来て輸送や宿泊・飲食店など、サービス価格の一部にインフレ率上昇の兆しもみえる。

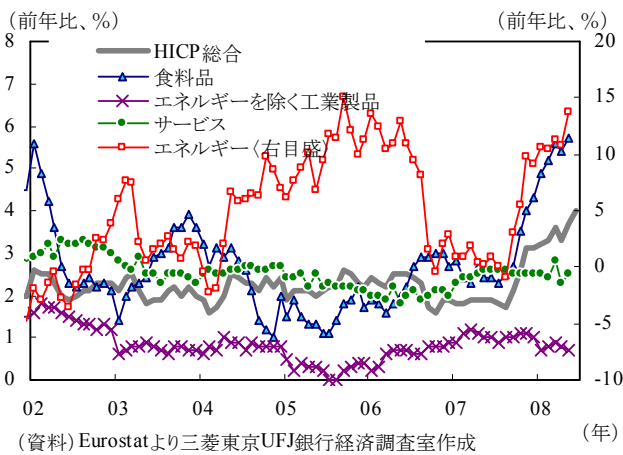
長期化する原油高のインフレ圧力

過去の原油高局面と比較すると、2000年にかけての原油高が一時的なショックだったのに対し、今回は、原油高による輸入物価、生産者物価の押し上げが数年間に渡り長期化している点が特徴的である(第8図)。当時とは異なり、ユーロ高の効果が原油価格や輸入物価全般の上昇をある程度減殺しているものの、5月の生産者物価は前年比+7.1%と、1990年の統計開始以来の高い伸びとなった。

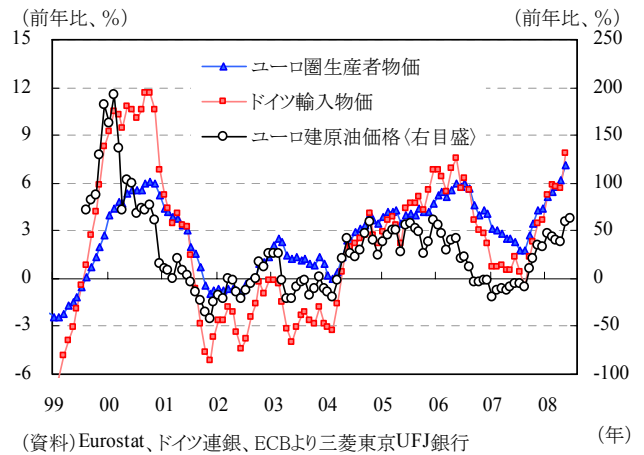
**懸念される賃金上
振れリスク**

ユーロ圏の時間当たり労働コストは、これまでの雇用情勢の改善をうけた賃金上昇により、2008年第1四半期に前年比+3.3%まで高まった（第9図）。欧州中央銀行（ECB）は、物価連動型の賃金制度が残るスペイン、ベルギー、ルクセンブルク、キプロスなどで、賃金と物価のスパイラル的な上昇が起こるリスクを警戒している。なかでもスペインは、第1四半期の労働コストの伸びが前年比+5.7%に加速しており、経済規模が相対的に大きく、物価連動賃金制度の適用範囲も68%と広いことから、ユーロ圏全体への影響が大きい。

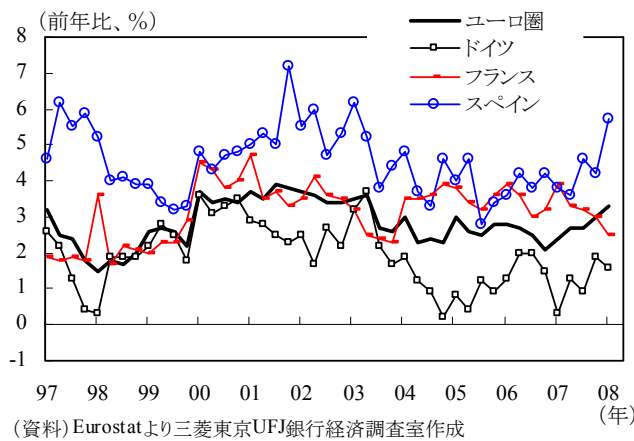
第7図：消費者物価（HICP）の推移



第8図：原油価格と輸入・生産者物価の推移



第9図：時間当たり労働コストの推移



(3) 金融政策

ECBは7月に金利を25bp引き上げ4.25%へ

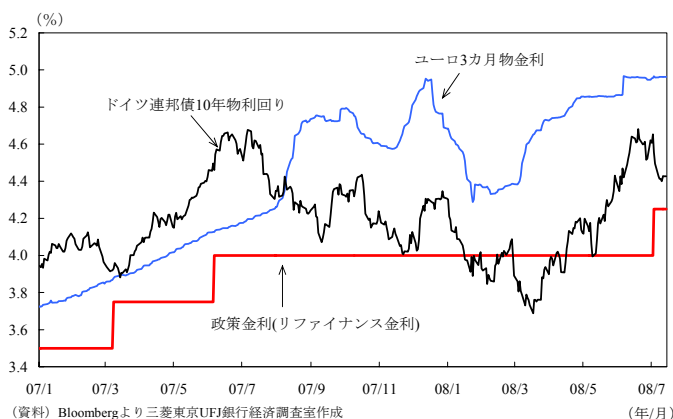
欧州中央銀行（ECB）は7月3日開催の定例政策理事会で、13カ月ぶりに利上げを決定し、政策金利を4.25%とした。トリシェ ECB 総裁が6月に事実上予告していたことから、今回の利上げは市場に完全に織り込まれており、注目はもっぱら理事会後の記者会見に集まっていた。トリシェ

総裁は、利上げの目的は原油・食料品高の二次的影響を阻止することだと述べ、インフレ期待抑制にむけた強い決意を示す一方、今後の金融政策については「バイアスは持っていない」として、ECB が様子見スタンスに戻ったことを示唆した。先行き複数回の利上げを織り込んで急騰していた中長期債利回りは、追加利上げ期待の剥落に加え、信用懸念の再燃や株価の急落をうけて安全資産である国債への選好が強まったこともあり、低下傾向に転じている（第10図）。

政策金利は当面据え置きを予想

今後については、当室では政策金利は当面現状の4.25%で据え置かれる公算が大きいとみる。短期的には物価の予想以上の上振れにより、ECB が追加利上げを余儀なくされるリスクも否定はできないが、①今後は域内の景気減速や雇用悪化をうけて内生的なインフレ圧力が緩和する見込みであること、②大幅な利上げは減速局面に入ったユーロ圏景気を過度に冷やすリスクがあることに加え、③米国との金利差拡大によりユーロ高・ドル安が加速し、輸出競争力の低下のみならず、ドル建て取引される国際商品価格の高騰（さらなるインフレ圧力）にもつながる恐れがあること、などが主な理由である。

第10図：ユーロ圏の主要金利の推移



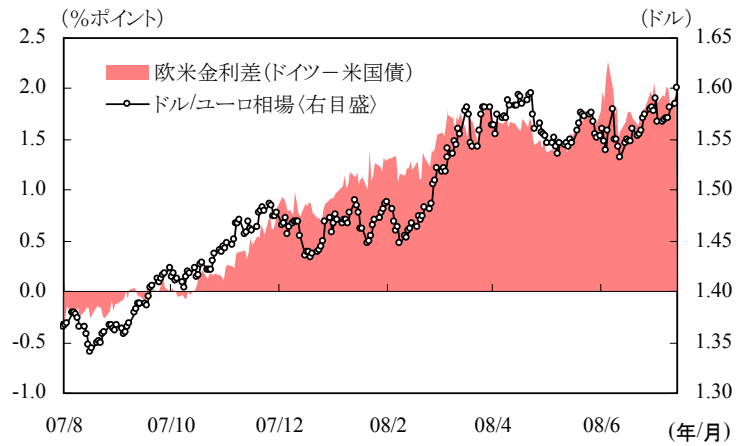
(4) 為替相場

欧米金利差拡大や信用懸念再燃をうけてユーロ強含み

ユーロ対ドル相場は、引き続き欧米金利差を反映した相場展開が続いている。5月中旬にかけては、サブプライム問題を発端とする金融危機が最悪期を過ぎたとの見方やインフレ懸念の高まりからFRBの追加利下げ期待が後退したため、一時1ユーロ=1.53ドル台へ下落したものの、6月初旬のトリシェECB総裁の利上げ示唆発言をうけて上昇に転じ、再び1.59ドル台にのせた。7月3日のECB利上げ決定後は、総裁記者会見で追加利上げに言及が無かったことからユーロが反落する局面もあったが、足元は米国で信用懸念が再び高まっていることから、7月15日の海外市場で1.6040ドルを示現し、4月下旬に付けた過去最高値

(1.6020 ドル) を更新している。

第 11 図：欧米金利差（2 年物国債利回り）とドル/ユーロ相場の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 英国

(1) 景気動向

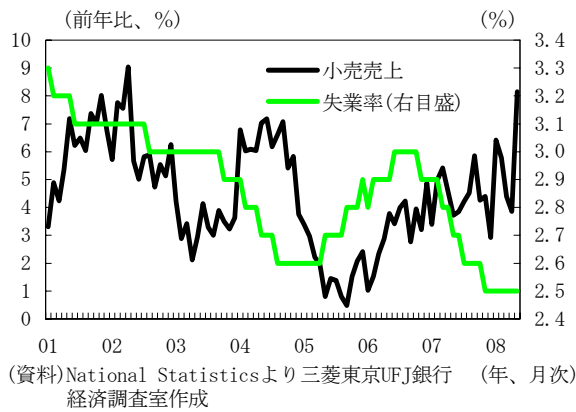
個人消費は足元底堅いが先行きは弱含み

英国の景気動向について、まず、個人消費をみると、5月の小売売上は、前年比+8.1%と高い伸びを示した(第12図)。ただし、5月中旬の気温が高く、衣料品や飲食料品が大きく伸びたためであり、決して個人消費が回復傾向に転じたわけではない。消費者マインドを示す消費者信頼感指数は、6月まで低下しているが、特に、一般経済情勢の見通しと資金繰りを示す金融状況の見方が悪化している(第13図)。これは、インフレ率上昇及びそれに伴う実質購買力の低下が影響していると考えられる。また、失業率は2.5%と低い水準にあるが、失業者数は緩やかながらも増加しており、雇用情勢についても楽観できる状況ではない。これらを踏まえれば、今後の個人消費は弱含みで推移するとみておくべきであろう。

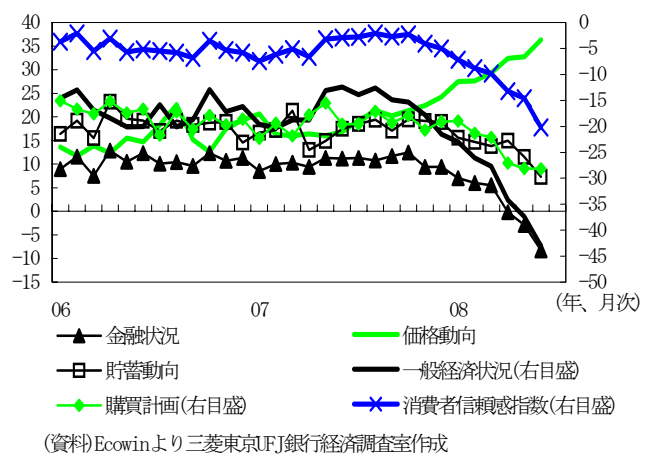
鉱工業生産では、耐久消費財が不振

企業部門に目を転じると、やはり、弱い動きが目立つ。鉱工業生産指数の動向をみると、5月には前年比▲1.6%と8ヶ月ぶりに前年水準を下回った(第14図)。特に耐久消費財と非耐久消費財が大きく前年水準を下回っている。これは、国内消費においても住宅市場の調整などで耐久消費財の購入が控えられているほか、ユーロ圏における個人消費の不振などが影響していると考えられる。

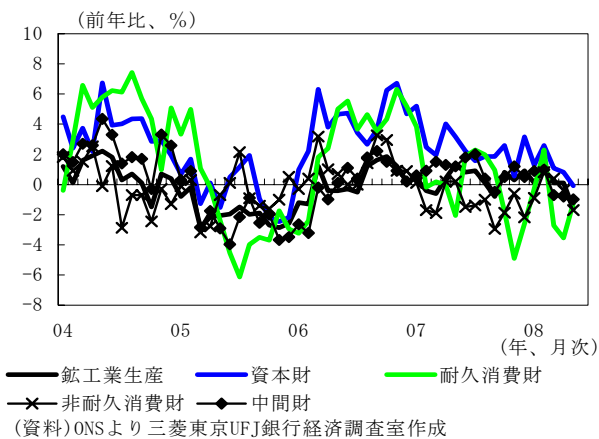
第12図：小売売上・雇用動向



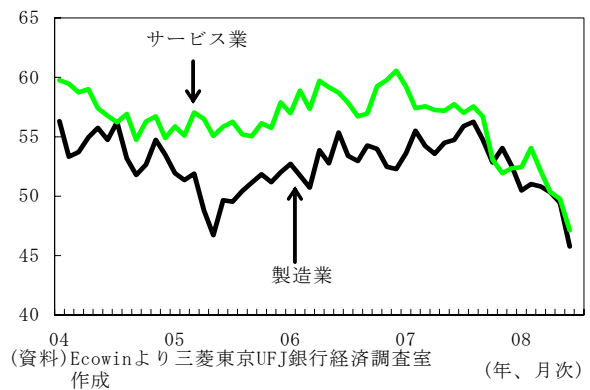
第13図：消費者信頼感指数動向



第14図：鉱工業生産指数の動向



第15図：PMI 信頼感指数



企業の景況感は悪化が続く

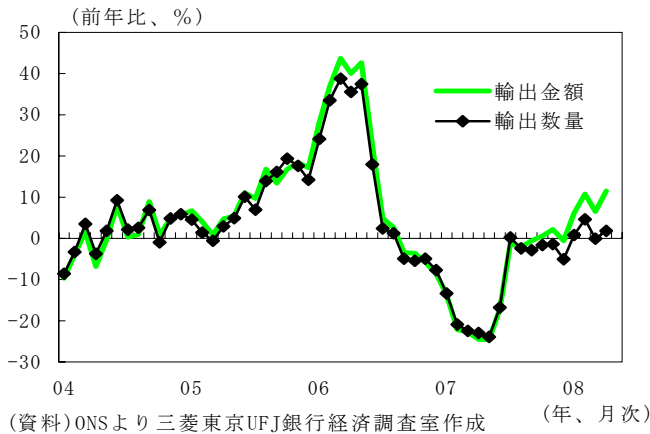
企業の景況感も悪化が続いている。PMI 信頼感指数をみると、サービス業、製造業いずれも悪化している。特に足下の悪化度合いが大きく、インフレ率及び経済情勢の先行き等について企業担当者の見方が慎重になっているとみられる。

輸出は、ポンド安効果で、金額ベースは伸びるが、数量ベースは不振

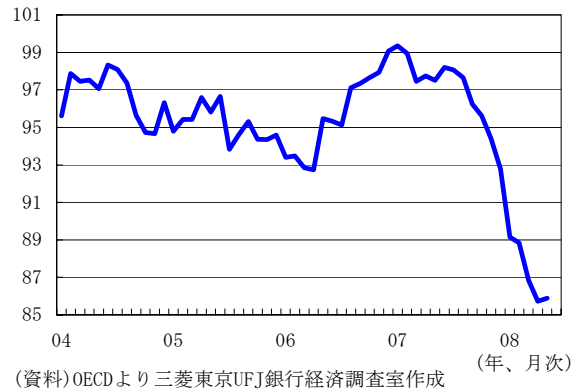
4月の輸出は、金額ベースでは前年比+11.5%と高い伸びを示しているが、数量ベースでは同+1.8%にとどまっている(第16図)。ポンド安により、金額ベースが伸びたわけであるが、実質実効為替レートをみると、ポンド安は進み、英国の対外競争力は強まっていることから、数量ベースで輸出が伸びてもおかしくない状況にある(第17図)。

数量ベースの輸出が伸びない理由は、英国の地域別の輸出シェアにあると考えられる。英国の輸出先としては、ユーロ圏が全体の51.7%を占める(第18図)。一方、ポーランドやチェコ、スロバキアといった成長率の高い地域向けの輸出シェアはわずかなものとどまっている。ユーロ圏では、インフレ率の上昇に伴う購買力低下などにより、個人消費が不振であり、その結果、英国の数量ベースの輸出は伸びず、ひいては、耐久消費財や非耐久消費財の生産低迷につながっているといえよう。

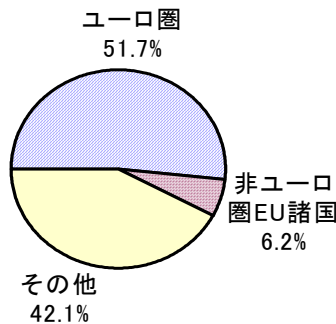
第16図：輸出動向



第17図：実質実効為替レート

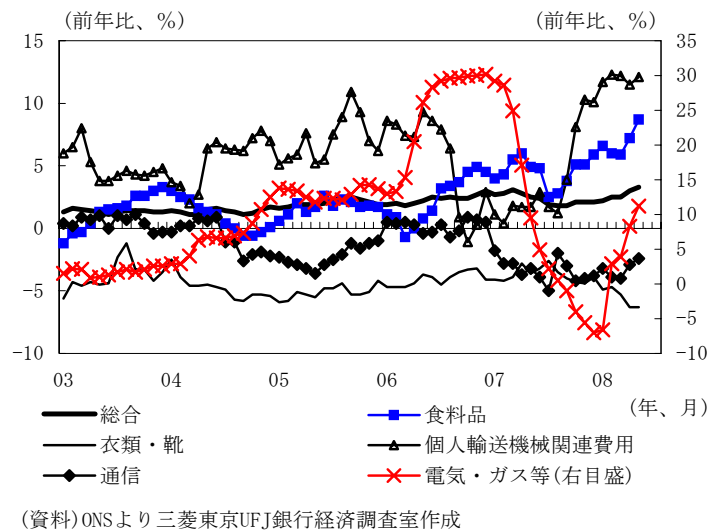


第18図：地域別輸出シェア



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：消費者物価上昇率



(2) 物価と金融政策

消費者物価上昇率は加速

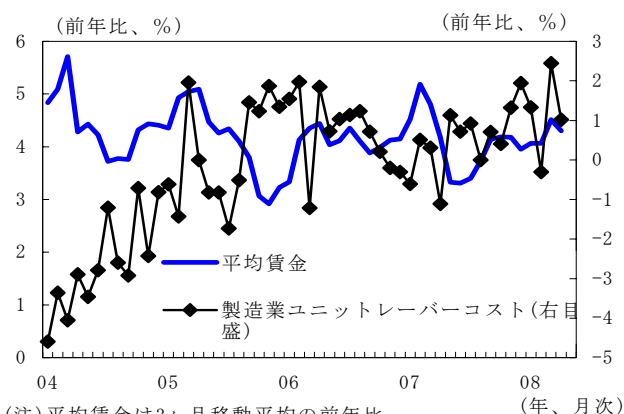
5月の消費者物価上昇率は前年比3.3%と前月の同3.0%からさらに加速した(第19図)。ガソリンや軽油価格を含む個人輸送機械関連費用が前年比+12.1%、電気・ガス等の公共料金が同+11.2%と、足下の原油価格急上昇の影響を受けやすい品目が加速した。原油価格は2月に1バレル100ドルを上回ると、4月1日から7月1日までの3ヶ月間で約40%上昇した。また、食料品も穀物価格の上昇などにより、前年比+8.7%と高い伸びを示している。ただし、ドイツなどのように、インフレ率の上昇に伴い大幅な賃上げを求める動きは、英国ではみられない。実際に平均賃金やユニットレーバークストの動向をみると、今のところ、落ち着いた動きを示している(第20図)。

イングランド銀行は、政策金利を当面据置

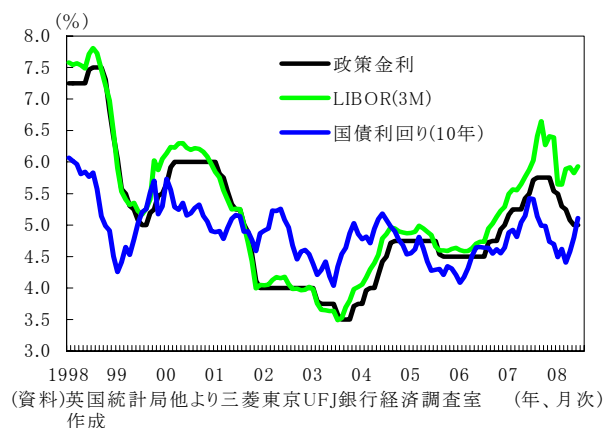
こうしたなか、イングランド銀行(BOE)は、7月10日の金融政策委員会において、政策金利であるレポ金利の据置を決めた。足下の景気が減速傾向にある一方、消費者物価上昇率がターゲットとする2%を大きく上

回る状況にある。先月 17 日に、BOE が政府に宛てた書簡の中で、キング 総裁は、「金融政策委員会は、成長減速と物価上昇の間で、困難な舵取りを迫られている。」と述べている。消費者物価上昇率の加速、景気減速という状況下では、BOE は、当面、政策金利を据え置かざるをえないであろう。

第 20 図：賃金関連資料の動向



第 15 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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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。