

# 経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏は景気減速が鮮明に、英国も景気の一段の減速を示す経済指標が相次ぐ～

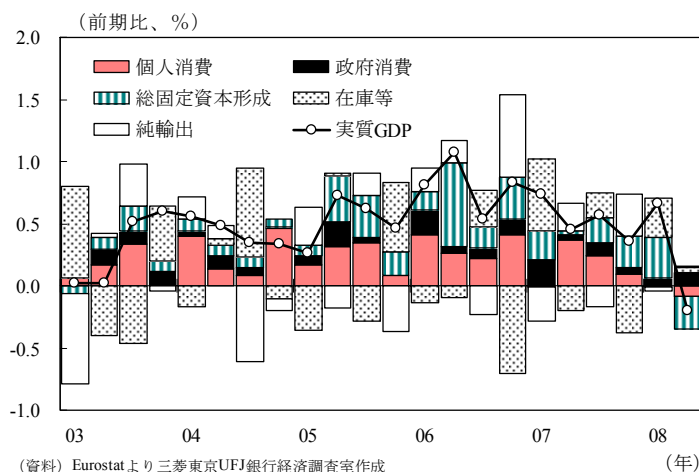
## 1. ユーロ圏

### (1) 景気動向

第 2 四半期実質 GDP は、内需の落ち込みと輸出の伸び悩みにより前期比マイナス成長

ユーロ圏景気の減速は一段と鮮明になった。第 2 四半期実質 GDP 成長率は、前期比▲0.2%（年率換算▲0.8%）と、95 年の現行統計が開始されて以来、初めてのマイナス成長を記録した。需要項目別にみると、個人消費が前期比▲0.2%と低迷を続けたことに加え、設備・建設投資からなる総固定資本形成が同▲1.5%と大幅な減少に転じ、成長率の押し下げ要因になった（第 1 図）。投資の落ち込みの背景は、第 1 四半期に暖冬のため建設工事が前倒しされた反動もあるが、スペイン・アイルランド・フランスなどで住宅市場調整の下押し圧力が強まったほか、原材料コストの急騰や企業マインドの悪化をうけて、牽引役のドイツの設備投資にブレーキがかかった影響が大きい。さらに、ユーロ高と世界景気減速の影響で頼みの輸出も前期比▲0.4%と頭打ちになったことから、内需の落ち込みを補うことはできなかった。

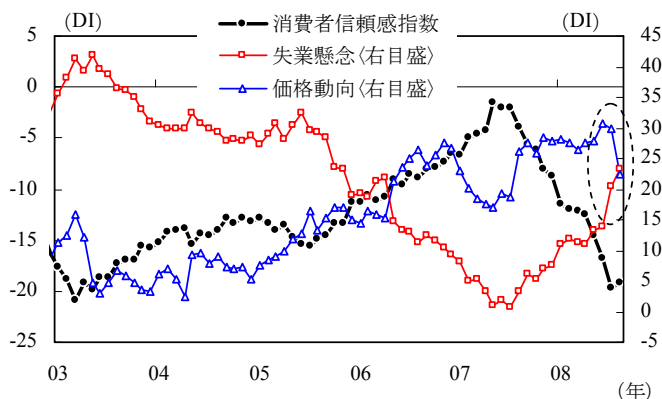
第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



個人消費は第3四半期入り後も低迷～雇用不安がマインド改善の障害に

足元の月次指標によると、個人消費は第3四半期も不振が続いている。食料品の落ち込みに加え、家電・家具など家庭用品の販売も低迷しており、7月の小売売上数量は前年比▲2.8%と、6月の同▲3.2%に続き大幅なマイナスとなった。消費者信頼感指数は、原油価格が下落した8月も前月の▲20から▲19へと1ポイントの改善にとどまり、依然として5年振りの低水準にある。指数の内訳をみると、消費者のインフレ懸念は緩和したものの、景気減速に伴い失業率が上昇に転じるなか、雇用不安が急速に強まっている（第2図）。

第2図：ユーロ圏の消費者信頼感調査の内訳



(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

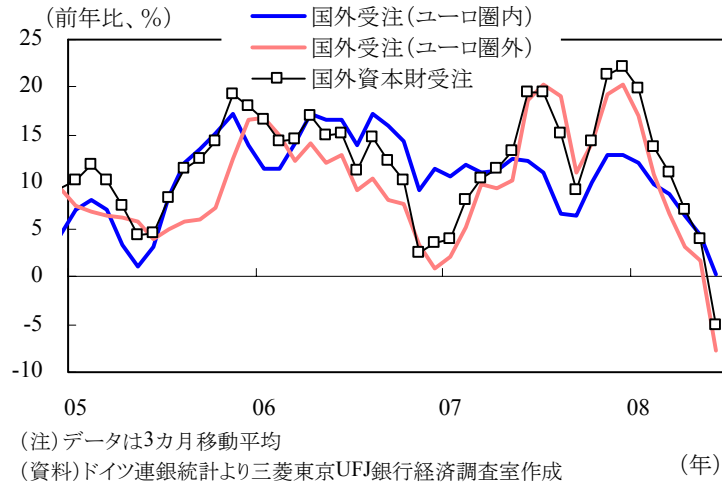
企業マインドは原油・ユーロ相場が下落に転じた8月も小幅改善にとどまる

他方、企業部門についても、7年半ば以降の原油・ユーロ相場下落の効果が浸透するには、まだ時間がかかるようだ。企業景況感を示す8月の購買担当者指数（PMI）は、製造業が47.4から47.6、サービス業が48.3から48.5へと小幅改善したものの、3カ月連続で拡大・縮小の分かれ目を表す50を下回っている。国別にみると、これまで相対的に底堅さを維持してきたドイツでも、先行き懸念が急速に強まっており、8月のドイツIfo企業景況感指数は7月の97.5から94.8へと、期待指数主導で大幅な低下を示した。

ドイツ景況悪化の背景は、新興国の成長鈍化に伴う資本財需要の減退

ドイツの景況悪化の背景には、長引く消費低迷に加え、ユーロ高と世界景気減速をうけた外需の減退がある。製造業新規受注は昨年末から8カ月連続で減少し、3月以降は鉱工業生産も頭打ちが鮮明になった。受注の落ち込みを主導しているのは、地域別でみるとユーロ圏域外向け、財別にみると資本財の国外受注である（第3図）。先進国経済減速の波及や世界的なインフレ加速の影響により中東欧・アジア等の新興国経済の成長が鈍化したことが、ドイツの強みであるこれら地域向けの資本財輸出の減速につながったものとみられる。

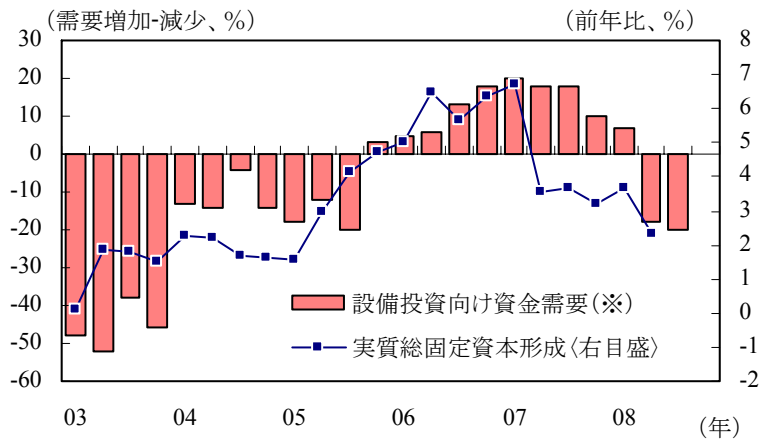
第3図：ドイツ製造業新規受注の推移



企業の資金需要減退により、企業向け銀行貸出も鈍化へ

金融関連の統計にも、欧州中央銀行（ECB）による金融引き締めや景気減速の影響が表れてきた。銀行貸出の伸びは、8月も前年比+9.4%と水準はまだ高いものの、ここ2カ月で鈍化ペースが速まっている。家計向け貸出が前年比+4.1%と落ち着いてきたことに加え、非金融企業向け貸出も4月の同+14.9%をピークに8月の同+13.2%まで3カ月連続の鈍化となった。また、欧州中央銀行（ECB）が7月に実施した銀行貸出調査によると、3カ月前に比べて企業の資金需要が減ったと回答した銀行から増えたと回答した銀行を引いた割合は▲16%と、4月の前回調査時(▲17%)から低迷が続いている。これを資金用途別にみると、M&A・事業リストラ資金に次いで設備投資資金の落ち込みが大きく、足元の設備投資の減速を裏付けている（第4図）。

第4図：ユーロ圏企業の資金需要と投資の推移



(注) ※は資金需要が増加したと回答した銀行から減少したと回答した銀行を引いた割合。  
(資料) ECB銀行貸出調査、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

信用収縮が一段と強まる兆候はみられないが、金融市場の緊張は継続

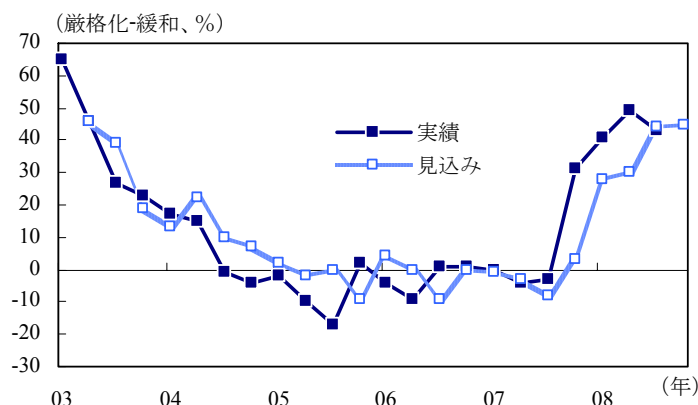
今後は実体経済悪化やECBの適格担保厳格化の影響も

金融機関のサブプライム関連の巨額損失計上は峠を越したとみられるが、金融市場の緊張は継続している。上述の7月のECB銀行貸出調査によると、企業向け貸出基準は4月時点から小幅緩和し、信用収縮が一段と強まる兆候はみられなかったものの、先行きについては引き続き厳格化が予想されている(第5図)。今後は、実体経済の悪化に伴う延滞・貸倒の増加が予想されることに加え、9月4日に発表されたECBの適格担保基準厳格化<sup>(注)</sup>が銀行の資金繰りや調達コストに与える影響にも留意する必要がある。

(注) ECBは9月4日、金融機関がECBから資金供給を受ける際に差し出す適格担保の基準を見直し、①流動性が低く、市場で値が付かない資産担保証券(ABS)や無担保金融債のヘアカット(担保価値を評価する際の割引率)の引き上げ、②適格担保の範囲の厳格化(ユーロ建て以外の裏付け資産を為替ヘッジしたABSや、当該金融機関が20%以上の流動性支援を行っているABSを適格担保から除外)、③ABSについて四半期ごとの格付け見直しを義務化、を2009年2月から実施すると発表した。

今回の決定は、サブプライム問題に端を発した金融市場の混乱後、金融機関からの受入担保の中に資産担保証券(ABS)や無担保金融債が急増していることを踏まえ、ECBのバランスシート保全とリスク管理の健全化を目的とするものだが、他の中銀に比べて担保基準の緩いECBの資金供給への依存を深めていた一部の銀行にとっては、資金繰りの悪化や調達コストの上昇につながる可能性があるとみられている。

第5図：ユーロ圏の銀行貸出基準(2008年7月調査)



(注) 厳格化したと回答した銀行から緩和したと回答した銀行を引いたネットの割合。  
(資料) ECB銀行貸出調査より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 物価動向

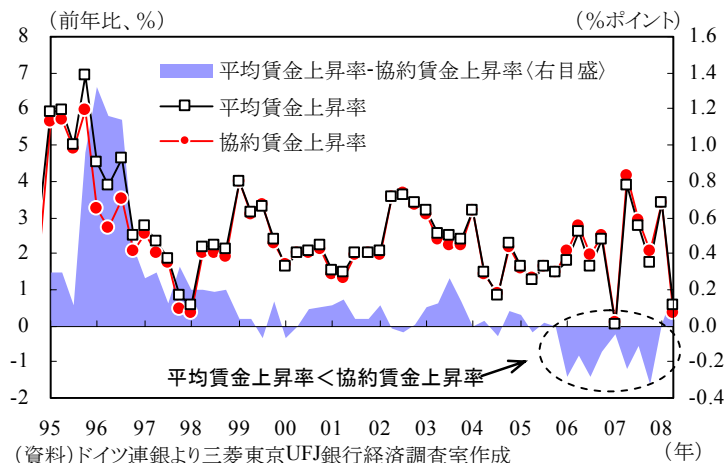
8月のインフレ率は原油価格下落をうけ3.8%へ低下

失業率低下が続くドイツでは、IGメタルが大幅賃上げを要求

ユーロ圏の8月の消費者物価上昇率（HICP、速報値）は前年比3.8%となり、ユーロ導入以来の最高水準であった7月の同4.0%から小幅低下した（第7図）。内訳は未発表だが、7月半ば以降の原油価格の下落をうけて、エネルギー価格の伸びが大幅に鈍化したためだとみられる。今般の原油高が昨年秋から加速したことを踏まえると、前年比でみたエネルギー価格のインフレ率押し上げ効果は今後急速に剥落してこよう。

一方で、景気減速が賃金面からのインフレ圧力の緩和につながる兆しは、まだ表れていない。失業率の低下を背景に高率の賃上げ妥結が相次ぐドイツでは、金属産業労組（IGメタル）が10月の賃金交渉で、16年ぶりの高率となる7~8%の賃上げを要求する方針を打ち出しており、昨年の4.1%（要求は6.5%）を上回る高率の賃上げで妥結する可能性が高まってきた。近年では、産業別団体協約からの離脱を可能にする「開放条項」の利用が広がり、企業レベルでの柔軟性が増していることから、平均賃金と協約賃金の相関は従来に比べ弱まっている（第6図）。また、ドイツでの賃上げ要求の高まりは、過去数年の賃金抑制と労働分配率低下の反動ともいえ、所得の伸びが消費の回復につながるの労組の主張も強ち否定はできない。とはいえ、これまでユーロ圏のインフレ抑制のアンカーであったドイツ賃金の上昇リスクは、エネルギー・食料品高の二次的影響を警戒するECBにとって、引き続き大きな懸念要因になるとみられる。

第6図：ドイツの時間当たり賃金上昇率（製造業）



## (3) 金融政策

ECBは7月の利上げ後、中立スタンスを維持

ECBは9月4日の政策理事会で、8月に続き政策金利を4.25%に据え置いた。トリシェ ECB 総裁は理事会後の記者会見で、先月同様に「バイアスはない」と述べ、中立スタンスを維持していることを示唆した。

注目された ECB スタッフの経済見通し（3カ月ごとに発表）は、第2



スタッフ経済見通しは、成長率下方修正の一方、インフレ率は上方修正

四半期のマイナス成長をうけて、成長率見通しが前回から下方修正された。トリシェ総裁の発言も、ECBの景気判断が一段と慎重になったことをうかがわせる内容であった。一方で、原油価格の前提の引き上げや足元の賃金上昇圧力の高まりを反映して、インフレ率見通しも2008年、2009年ともに上方修正された。会見冒頭の声明文も、賃金上昇と生産性の伸び低下をうけた単位労働コストの急上昇に懸念を示すなど、賃金インフレリスクに対する強い警戒が維持された。

ECBは、景気下振れリスクが高まるなかでも、しばらくは金利据え置きを余儀なくされるとみられる。利下げに踏み切るのは、年明け後にインフレ率の低下が明確になるのを待ってからとなる。

第1表：ECBスタッフのマクロ経済見通し（9月4日発表）

	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 2008.9.4発表	2.6	1.1-1.7 (1.4) ↓	0.6-1.8 (1.2) ↓	2.1	3.4-3.6 (3.5) ↑	1.8-3.0 (2.6) ↑
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)

(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

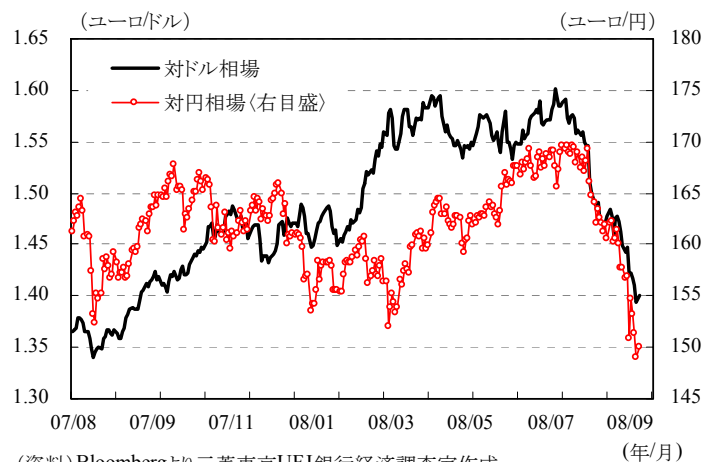
(4) 為替相場

ユーロ圏景気減速や原油価格下落に伴うドル買戻しからユーロが急落

ユーロ対ドル相場は、7月中旬に1ユーロ=1.6040ドルの過去最高値をつけた後、下落に転じた。ユーロ圏景気の減速懸念が強まる一方、国際商品市況の調整局面入りなどをうけてドル買い戻しの動きが強まったことから、ユーロは急落しており、足元1.40ドル近辺で推移している。

一方、対円相場も、7月中旬に1ユーロ=169円91円をつけて過去最高値を更新した後、一時147円台まで急落し、弱含みで推移している。

第7図：ユーロ為替相場の推移



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(山口 綾子、武南 奈緒美)

## 2. 英国

### (1) 景気動向

4-6 月期実質 GDP 成長率は前年比 1.4%

英国景気は減速している。今年4-6月期の実質GDP成長率は前年比1.4%と1-3月期の同2.3%より大きく低下した(第8図)。これまで景気のけん引役を担ってきた個人消費の勢いが衰えたほか、設備投資を含む総固定資本形成は前年比マイナスの伸びとなり、全体の成長率を押し下げた。

雇用情勢は悪化傾向にあり、個人消費は減速

個人消費については、7月の小売売上数量指数をみても、前年比+2.0%と低水準にとどまっている(第9図)。住宅販売の低迷などで、家庭用品店の売上が不振である。また、失業率は7月には2.7%へと上昇した。過去と比べれば、低い水準にあるが、雇用情勢が確実に悪化していることを示しており、今後、個人消費のさらなる押し下げ要因となる可能性があるため、注視する必要がある。

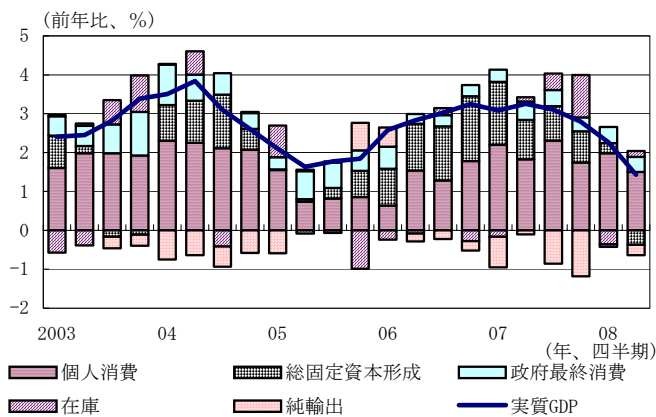
住宅価格の下落幅は拡大

さらに住宅価格についても下落幅が拡大している。ハリファックス住宅価格指数をみると、8月には前年比▲12.8%と7月に続き2桁の落ち込みを示した(第10図)。住宅販売業者が住宅価格や住宅販売についてどうみているかを示すRICS指数は、住宅価格については3ヶ月連続し、マイナス幅が縮小したが、水準は依然低く、当面下落が続くであろう(第11図)。販売についてもマイナスであり、住宅販売回復の兆しはみられない。

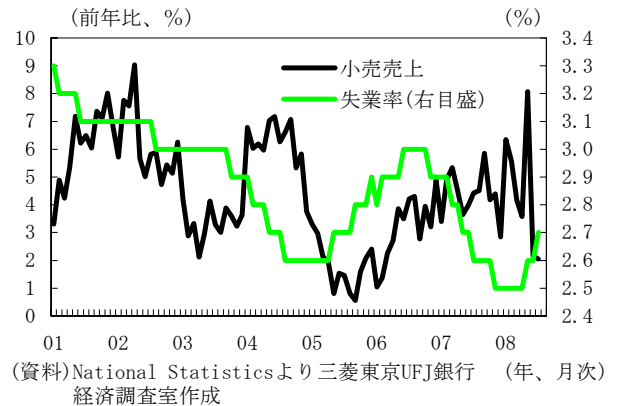
企業部門は低迷

企業部門は、引き続き低迷している。購買担当者指数については、製造業、サービス業、いずれも下落傾向にあるが、特に製造業の落ち込みが著しい(第12図)。企業の景況感が悪化していることから、総固定資本形成が前年水準を下回ったことにみられるように、設備投資意欲は低下している(第13図)。

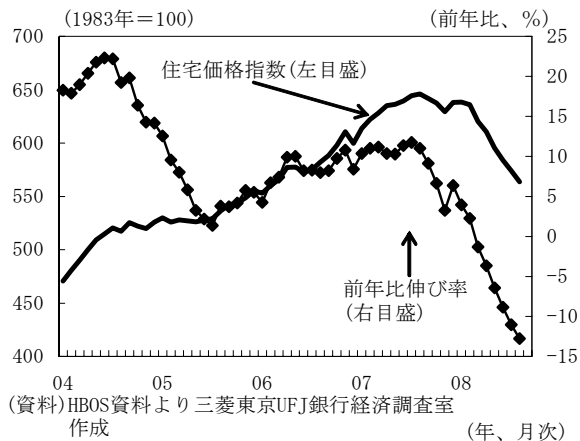
第8図：実質 GDP 成長率需要項目別寄与度



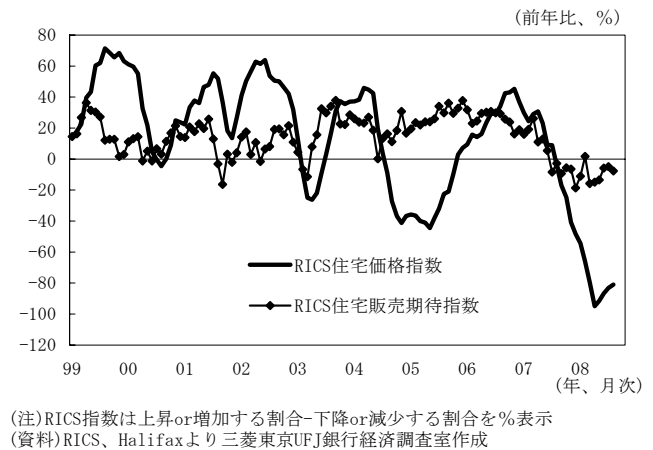
第9図：小売売上及び失業率の動向



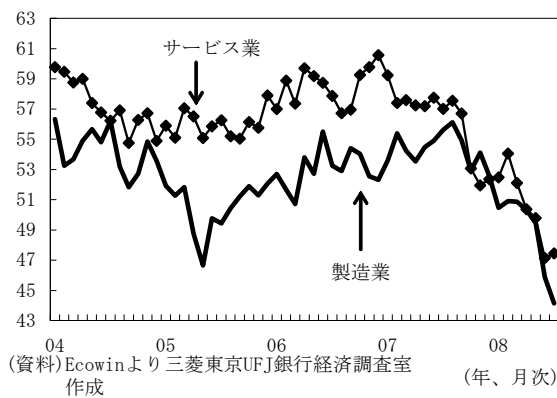
第10図：住宅価格の動向



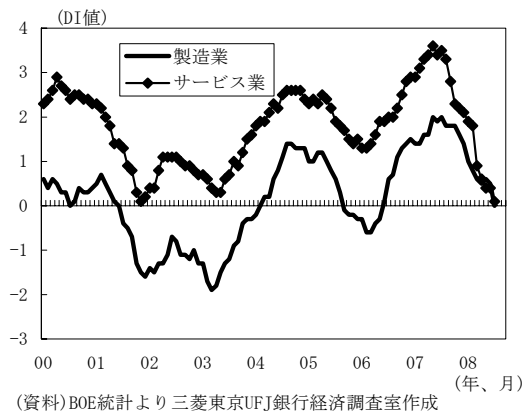
第11図：RICS住宅指数



第12図：購買担当者指数



第13図：企業の設備投資意欲



## (2) 物価と金融政策

7月の消費者物価上昇率は原油価格の上昇や公共料金の引き上げの影響で4.4%へと上昇

7月に消費者物価上昇率は前年比4.4%と前月の同3.8%からさらに加速した(第14図)。食品のほか、ガソリンや軽油価格を含む個人輸送機械関連費用、さらには電気・ガスなどの公共料金が大きく上昇している。ガソリンや軽油価格については、原油価格が7月をピークに下落していることから、8月以降、インフレ率の押し下げ要因になるとみられるが、一方で、電気・ガス料金は大きく引き上げられており、当面、消費者物価上昇率は4%を上回る水準で推移する見込みである。

賃金などへのインフレの二次的影響はみられず

また、英国では、ドイツなどの大陸諸国と比べ、雇用制度が柔軟であり、インフレの二次的な波及はみられなかったが、ここに来て、失業率が上昇し始めるなど、雇用情勢に悪化の兆しが見え始めており、賃金上昇率は減速している(第15図)。

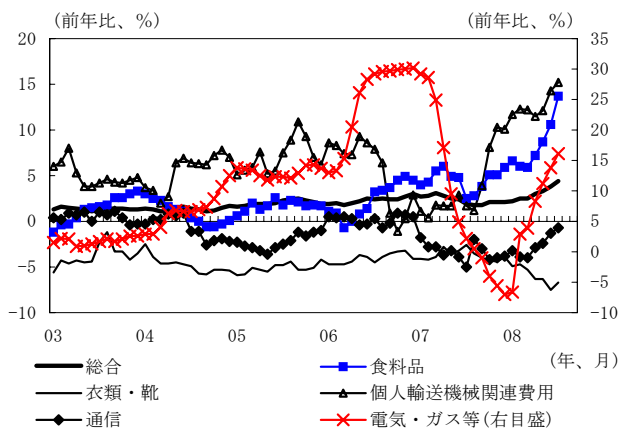
こうしたなか、イングランド銀行(BOE)は、9月4日の金融政策委員会で、市場の予想通り、政策金利の据置を決定した。BOEがターゲットとする2%を大きく上回る水準までインフレ率が上昇する一方、景気が減速するなかでは、利上げ、利下げ、いずれにも踏み切れなかったとみられる。



イングランド銀行は、政策金利を当面据え置くが、来年1-3月期には利下げへ

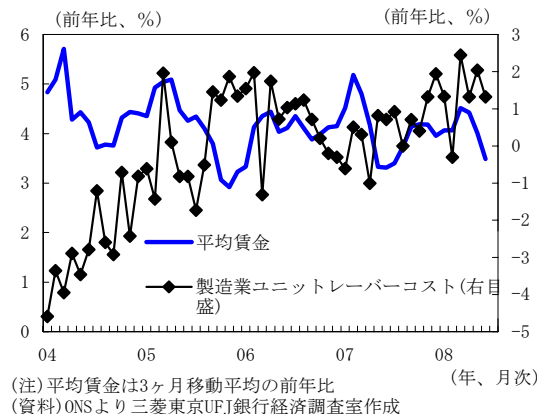
ただし、足下、景気の一段の減速を示す経済指標が相次いでおり、市場では年内の利下げを見込む向きが増えている。今後については、原油価格が7月のピークを打ち、以降、下落しており、その影響がインフレ率に明確に現れる来年1-3月期に利下げが行われるであろう。

第14図：消費者物価上昇率



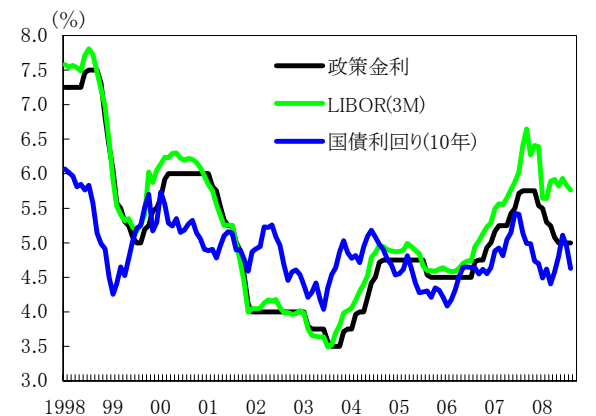
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：賃金・ユニットレーバークストの動向



(注)平均賃金は3ヶ月移動平均の前年比  
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14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

(ロンドン駐在 本多 克幸)

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。