

経済マンスリー [西欧]

～欧州の経済指標は一段と悪化、さらなる利下げは不可避～

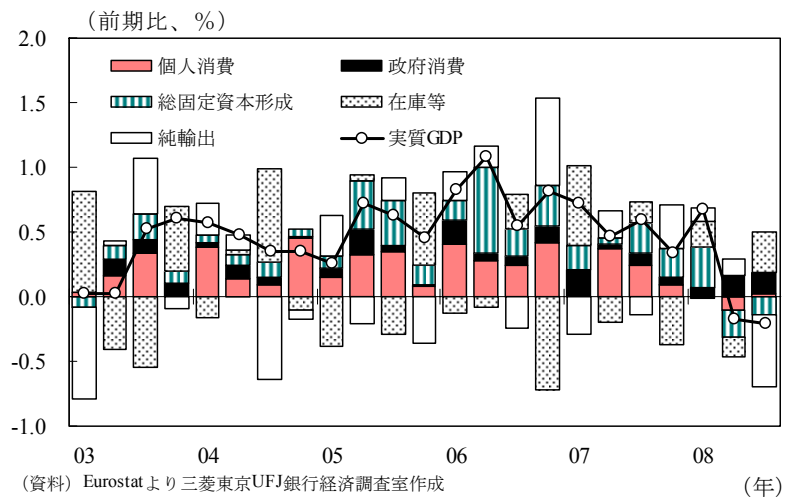
1. ユーロ圏

(1) 景気動向

景気後退の主因は、
外需の大幅悪化と
投資の減少

ユーロ圏経済は一段と後退色を強めている。第3四半期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比▲0.2%と、2 四半期連続のマイナス成長となった。需要項目別にみると、最大の成長押し下げ要因は、外需（純輸出）の大幅な悪化であった（寄与度は▲0.5%ポイント）。主要輸出先である英国、米国の景気悪化や7月までのユーロ高の影響で、輸出の伸びが前期比+0.4%にとどまる一方、輸入は+1.7%と大幅に加速したためだ。加えて、個人消費が夏場にかけてのインフレ高進による実質購買力の低下やマインド悪化のため前期比横這いにとどまったほか（第2四半期は同▲0.2%）、設備・建設投資も前期比▲0.6%と、第2四半期の同▲0.9%に続いて景気の下押し要因となった。金融市場混乱や内外の需要減退をうけて企業が設備投資を抑制したほか、スペインなどでの住宅投資の落ち込みが響いたものとみられる。

第1図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度



グローバル金融危機の影響をうけて、記録的な落ち込みを示す経済指標

さらに、9月中旬から深刻化したグローバル金融危機の影響により、足元の経済指標は記録的な落ち込みを示している。10月のユーロ圏鉱工業生産は、2カ月連続の前月比マイナスにより、前年比▲5.3%と約15年振りの大幅下落となった。国別にみると、国内の住宅・建設部門の調整により景気悪化が続くスペインやアイルランドに加え、足元では輸出依存度の高いドイツやイタリアの失速が目立つ。ユーロ圏経済の牽引役であるドイツの製造業新規受注は、海外受注主導で急激に悪化しており、9月の前月比▲8.3%に続き10月も▲6.1%と大幅な減少を示した。世界的な投資サイクルのピークアウトとロシア・中東欧などの新興市場の需要鈍化をうけて、ドイツの強みである資本財の受注や輸出期待は急速に悪化している（第2図）。こうした急激な内外の需要減退をうけて、企業マインドも急速に冷え込んでいる。ユーロ圏GDPとの相関が高い12月の購買担当者指数（PMI）も、製造業が1.1ポイント低下の34.5、サービス業が0.5ポイント低下の42.0といずれも過去最低水準を更新し、第4四半期の成長率が大きく下振れる可能性を示唆している（第3図）。

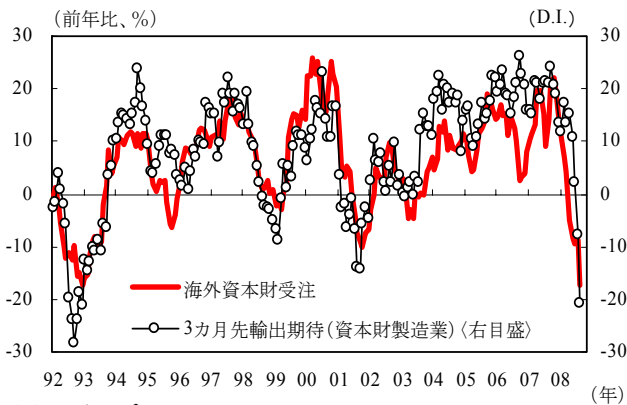
失業率も来年春頃にかけて上昇加速の恐れ

雇用調整の難しさを反映して、3月の7.2%から10月の7.7%へと小幅な上昇にとどまってきたユーロ圏の失業率も、来年春頃にかけて上昇ペースが速まる可能性が高い。各種サーベイによると企業の雇用意欲は急速に減退しており（第4図）、足元では失業率の低下が続くドイツも含め、大幅な減産や人員削減計画の発表が相次いでいる。

雇用不安の高まりが、消費の先行きにも陰を落とす

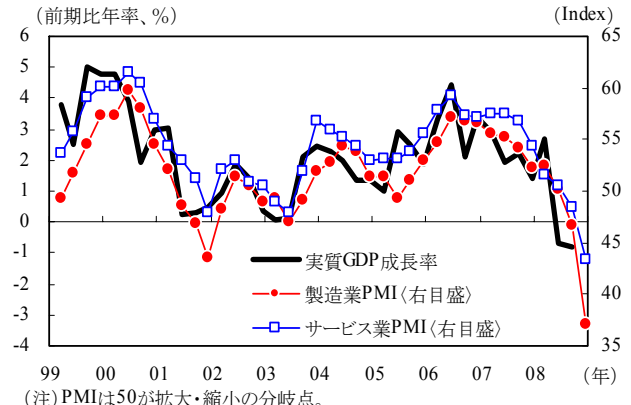
雇用の先行き不透明感は、インフレの影響を脱しつつあった個人消費の先行きに、新たな陰を落としていく。失業率の水準は過去に比べるとまだ低いものの、失業懸念の急速な高まりが、消費者マインドを冷え込ませており（第5図）、小売売上や自動車販売は足元で水準を大きく切り下げている（第6図）。

第2図：ドイツ資本財の海外受注と輸出期待



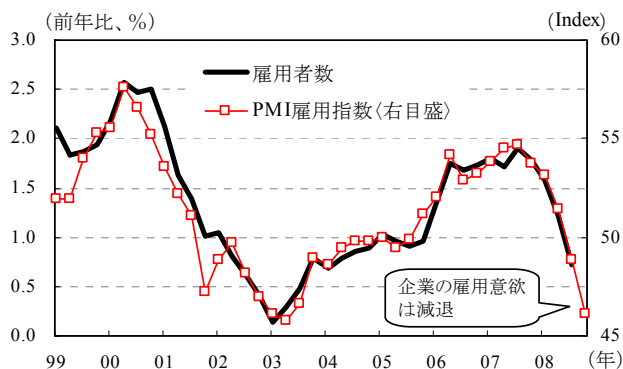
(注) 受注データは3カ月移動平均。
(資料) Ifo経済研究所、ドイツ連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ユーロ圏 PMI と実質 GDP 成長率



(注) PMIは50が拡大・縮小の分岐点。
(資料) Eurostat、ロイターより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

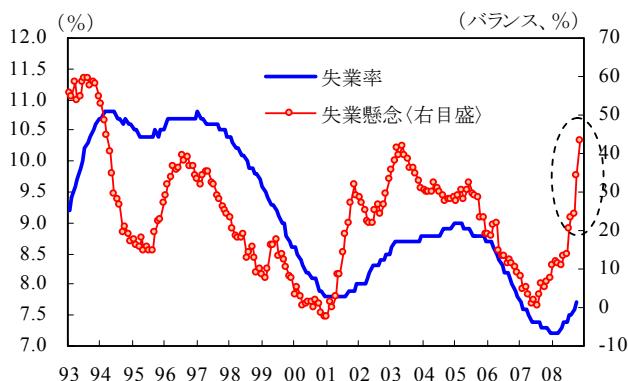
第4図：ユーロ圏の雇用者数と PMI 雇用指数



(注)2008年4QのPMI雇用指数は10-11月の平均値。

(資料)ロイター、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

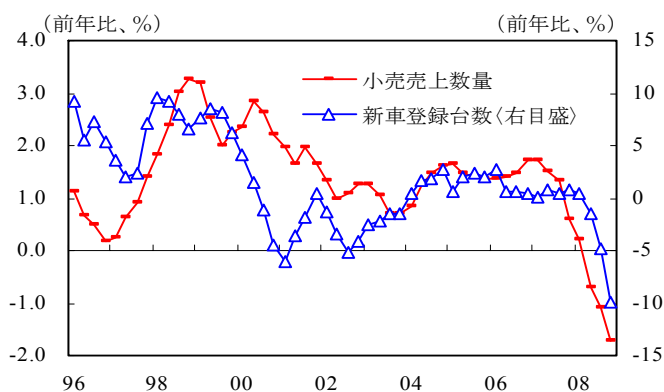
第5図：ユーロ圏の失業率と消費者の失業懸念



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年)

第6図：ユーロ圏の小売売上と新車登録台数



(注) データは3四半期移動平均。2008年4Qは10月のみ。

(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) EU 及び各国政府の景気対策

EU 首脳会議は総額 2000 億ユーロの景気対策を承認

12月11～12日に開催された欧州連合(EU)の首脳会議は、欧州委員会が11月に提案した総額2000億ユーロ(加盟国GDP比1.5%)の景気刺激策を全会一致で承認した。金融危機に伴う景気後退の深刻化を防ぐため、各国及びEUレベルで失業者への給付の増額や付加価値税率引き下げ、中小企業の資金繰り支援、環境対応の投資促進などを行うもので、うち300億ユーロ(同0.3%)をEU財政から拠出し、残りの1700億ユーロ(同1.2%)は各国財政による施策に委ねられる。

主要国が相次いで景気対策を発表

これをうけて、各国からは相次いで景気対策が打ち出されているが、規模的にも内容的にも力強い景気浮揚効果は期待しにくい。

フランスのサルコジ大統領は12月4日、2009～2010年の2年間で260億ユーロ(GDP比1.4%)の景気対策を発表し、加盟国に同様の施策を呼びかけた。11月に公表済みの雇用対策や200億ユーロの政府系ファンド創設に続くもので、交通・エネルギー分野の公共投資計画の前倒しや自動車産業、住宅市場の挺入れ策が柱となっている。また、スペインでも11

月 28 日、新たに 108 億 5 千万ユーロ（GDP 比 1%強）の景気対策が閣議決定された。サパテロ政権が 4 月以降に導入した一連の景気対策の第 4 弾にあたり、地方公共事業や自動車等の個別産業支援に分配される予定だ。これらの政策には一定の景気下支え効果が期待されるものの、両国の 2009 年の財政赤字は EU の上限である GDP 比 3%を超える見込みであり、追加的な財政措置の余地はほとんど残されていない。一方、イタリア政府も 11 月 28 日、今後 5 年間で 800 億ユーロ（GDP 比 5%）の景気対策を決めたが、2009 年中の新規支出拡大は、低所得家庭への特別給付金や失業補償の拡充など 63 億ユーロ（GDP 比 0.4%）にとどまる。政府債務残高が GDP 比 100%超に達するイタリアの場合、財政出動の余地は限られており、残りは EU 資金の活用による公共事業などが中心となる見込みだ。

大国ドイツに期待が集まるが、政府は追加措置に慎重

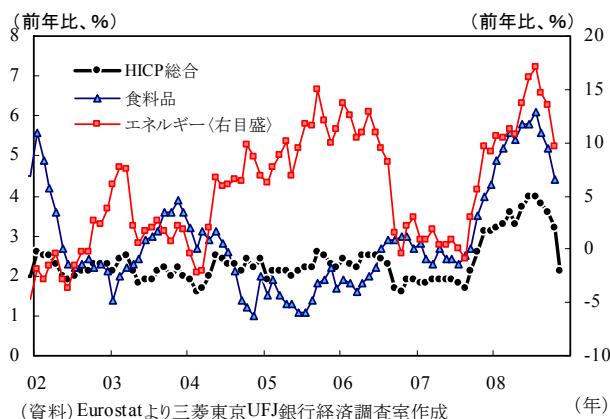
そうしたなか、EU最大の経済規模を持ち、財政面でも余裕のあるドイツに期待が集まっているが、ドイツ政府は 11 月 5 日発表した 500 億ユーロの景気対策（総額では GDP 比 2%相当だが、いわゆる真水部分は 2 年間で 120 億ユーロ、GDP 比 0.5%にとどまる）の効果を見極めるとして、英仏政府や与野党議員から要求の出ている所得税減税や付加価値税率の一律引き下げには慎重な姿勢を崩していない。

(3) 物価動向

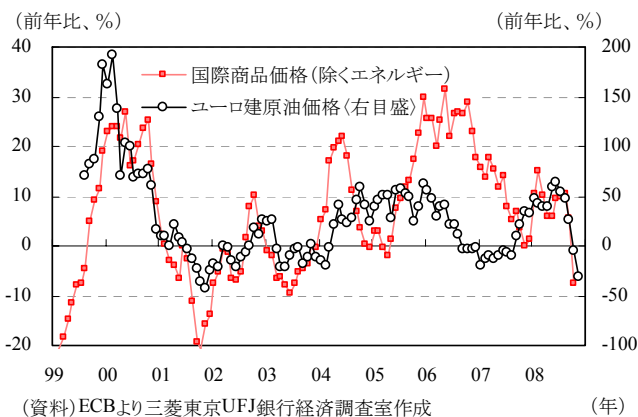
原油価格下落などからインフレ率は急速に低下

原油価格の大幅下落や農産物価格の落ち着きをうけて、インフレ率は急速に低下している。消費者物価上昇率(HICP)の 11 月速報値は前年比 2.1%と、10 月の 3.2%から大幅に低下し、ECB の物価安定の目安である 2%にあと一步と迫った(第 7 図)。ユーロ圏の賃金が米国や英国に比べると下方硬直的であることを踏まえると、HCIP の 4 割を占めるサービス価格の上昇率は 2%台半ばで下げ渋る可能性が高いものの、原油を初めとする国際商品価格の下落が今後も総合インフレ率の押し下げに働くものとみられる(第 8 図)。

第 7 図：ユーロ圏の消費者物価（HICP）



第 8 図：ユーロ圏建て原油価格と国際商品価格



(4) 金融政策

ECB は 12 月に 75bp の追加利下げを実施

今後の追加利下げには慎重な意見も

景気後退の深刻化をうけて、ECB は追加利下げを余儀なくされる公算

欧州中央銀行（ECB）は、12月4日の定例理事会で75bpの利下げを決定し、政策金利を2.5%とした。トリシェ ECB 総裁は、利下げの理由として、金融危機の実体経済への波及とインフレ圧力の緩和を挙げ、同日発表された ECB スタッフの経済見通し（3カ月ごとに公表）でも、2010年までの経済成長率とインフレ率の見通しが大幅に下方修正された（第1表）。

もともと、今次局面での利下げは、2カ月弱の間に累計175bpと異例のペースで進められたことから、ECB理事会内では追加利下げに慎重な意見も強まっているようだ。トリシェ総裁は、追加利下げを示唆した11月の会見とは異なり、今後の政策について明言することを避けており、他の理事会メンバーからも市場の大幅利下げ期待を牽制する発言が相次いでいる。過度の金融緩和が次のバブルの温床となることへの警戒もあり、ECBとしては、これまでの利下げや大量の流動性供給、EU及び各国政府の金融支援策や景気対策の効果を見極めたい意向とみられる。

しかしながら、ユーロ圏の景気後退は一段と深まっており、貿易・金融面で一体化が進む中東欧との間で、経済・金融危機が連鎖的に深刻化するリスクも孕んでいる。利下げペースはこれまでより緩やかになるだろうが、ECBはいずれ過去最低の1%台への利下げを余儀なくされる公算が大きい。

第1表：ECB スタッフ経済見通し（前回との比較）

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)		
	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
今回	0.8-1.2	▲1.0-0.0	0.5-1.5	3.2-3.4	1.1-1.7	1.5-2.1
2008.12.4発表	(1.0)↓	(▲0.5)↓	(1.0)	(3.3)↓	(1.4)↓	(1.8)
前回	1.1-1.7	0.6-1.8		3.4-3.6	1.8-3.0	
2008.9.4発表	(1.4)	(1.2)		(3.5)	(2.6)	

(注) 括弧内は見通しレンジの中央値。

(資料) ECB/ESCB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

(5) 為替相場

ドル買戻しの動きが一巡し、急速なユーロ安は一服

ユーロ対ドル相場は、グローバル金融危機の深刻化を背景に、割高感のあったユーロからドルへの資金回帰が続いたこと、米国に比べてユーロ圏の方が相対的に利下げ余地が大きいことなどから急速に下落し、11月中旬には約2年半ぶりの安値である1.23ドル台を付けた。しかし、その後は、①各国政府・中銀の政策対応をうけて金融市場が落ち着きを取り戻し、ドル買戻しの動きが一巡したこと、②米FRBが実質ゼロ金利政策に踏み切る一方、ECB高官の発言などからユーロ圏の大幅利下げ期待が後退したこと、③FRBのバランスシート悪化や「双子の赤字」拡大といった米国の潜在的なリスクへ市場の関心が移ったこと、などをうけてユーロ高・ドル安方向に転じ、ユーロは再び1.40ドル台へ上昇している。

(山口 綾子、武南 奈緒美)

2. 英国

(1) プレバジェットレポートの概要

英国政府は景気刺激策を示したものの、将来の負担増も示されており、効果は限定的

2009年度の財政運営方針を示すプレバジェットレポートが11月24日に公表された。そこには経済情勢の急速な悪化に対処すべく、様々な経済対策が盛り込まれた(第2表)。ただし、景気刺激策がある一方で、その財政負担を穴埋めするための将来の増税等、国民負担の増加策が含まれている。これは、財政規律を維持する姿勢を政府が示したという点で評価できるが、将来の負担増が見込まれるなかでは、景気刺激策の効果が限定的なものにとどまる可能性がある。

主な景気刺激策としては、2008年12月1日から2009年12月31日まで付加価値税(VAT)率を17.5%から15.0%へ引き下げることや、環境関連投資の繰り上げ実施、子供手当や年金支給額の増額などである。一方で、2010年4月からの高所得層の所得控除額の縮小、2011年4月からの最高所得税率や国民保険料の引き上げ等である。VAT税率については、

第2表：英国プレバジェットレポートで示された主な施策

1. 2008年12月1日～2009年12月31日の間、付加価値税(VAT)率を17.5%から15.0%へ引き下げ。
2. 低炭素化関連投資及びそれに関連した雇用を創出する投資として2010年度実施予定の30億ポンドの支出を2008年度、2009年度に繰り上げ実施。
3. 2010年4月以降、所得が10万ポンドを上回る個人の所得控除額を縮小、さらに、2011年4月以降、所得が15万ポンド以上の個人の所得税率を40%から45%へ引き上げ。
4. 2011年4月から国民保険料率を0.5%ポイント引き上げ。
5. VATの減税分を補完するために、2009年12月よりたばこ税、アルコール税を引き上げる。また、今夏のピーク時より1リットル当たり20ペンス以上、燃料価格が低下した場合、燃料税を1リットル当たり2ペンス増額する。
6. 2008年5月に公表された個人所得控除額の拡大について、さらに130ポンドを上乗せして計600ポンドを恒久的に追加控除する。
7. 子供手当の増額実施時期を4月から1月へ前倒し。年金支給額の増額のほか、1回限りで全ての年金受給者に対し60ポンドを支給。
8. 返済困難に陥った住宅ローン保有者について、延滞してから、少なくとも3ヶ月間は、貸手は抵当権を行使しない。
9. 失業者が新しい仕事を見つけるのを支援するため、13億ポンドを支出。
10. 資金繰りが困難に陥っている中小企業を支援するための施策として、新しい、中小企業金融スキームや中小の輸出業者を支援するための10億ポンドの保証を提供。
11. 一時的に資金繰りがつかず、歳入庁への納税の遅れた企業に対し、それらが支払い可能なスケジュールでの納税を認める。
12. 損失を計上した企業のさらなる税負担の軽減策や自動車や航空税、そして中小企業向け法人税率引き上げの延期を含む予定されている多くの税制改革の修正の実施。

(資料)英国財務省「Pre-Budget Report」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2010年1月1日以降、どうなるのかは明示されていないが、再び17.5%に戻されるとの見方がなされている。

景気刺激策の効果についてみると、まず、子供手当や年金支給額の引き上げは、直接の所得の増加につながることから、今後決まる引き上げ額によっては、消費への波及効果を期待できる面もある。しかし、VAT税率の引き下げは、既に消費不振のなかで多くの小売店が大幅な値下げを実施していること、食料品や衣料品にはそもそもVATがかからないこと、さらに、英国家計の債務負担は重いうえ、耐久消費財等高額品が動く住宅購入は住宅価格が下落するなか、低調であること等を踏まえると、その効果を期待することは難しい。

そもそも、景気が後退し、雇用情勢も悪化するなかで、将来の負担増が示されれば、消費者は消費を控え、できるだけ、貯蓄を増やそうとするであろう。今回のプレバジェットレポートで示された景気刺激策による景気浮揚を期待することは、難しいといえよう。

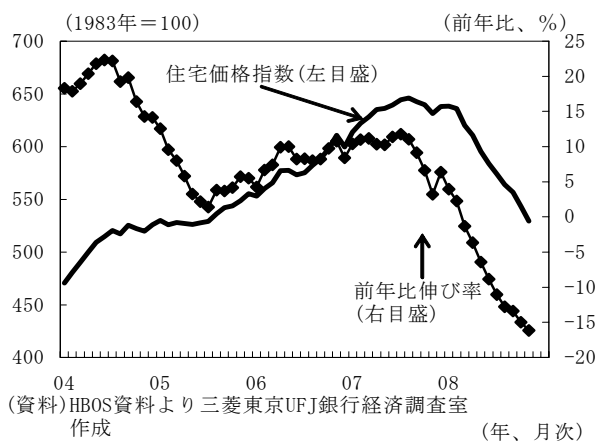
(2) 景気動向

英国景気は悪化

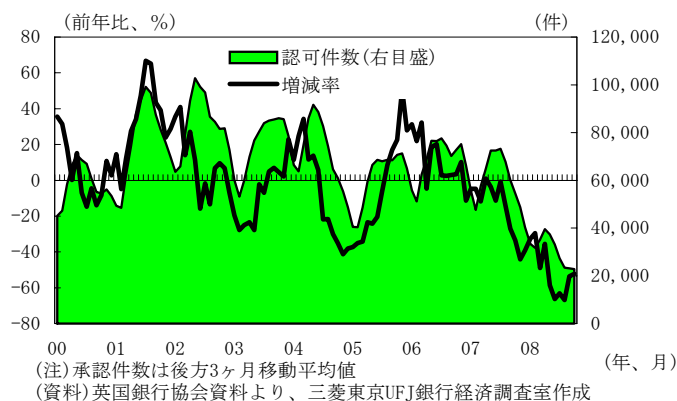
住宅価格の減速幅は拡大

英国景気は、引き続き、悪化している。11月のハリファックス住宅価格指数は、前年比▲16.2%と今年3月に前年水準を下回って以降、マイナス幅の拡大が続いている(第9図)。住宅ローンの承認件数も前年を50%超下回る状態が続いている(第10図)。金融機関の貸出姿勢が、依然、厳しいほか、住宅価格の下落が続いているなかでは、需要も低迷している。実際に、不動産業者が持つ在庫戸数に対する販売戸数の比率をみても、低い水準にあり、需要自体が弱いことを示している(第11図)。また、雇用情勢も悪化しており、失業率は3.0%に達したほか、失業者数も100万人を早晚上回る勢いで増加している(第12図)。失業率も失業者数も90年代前半の景気後退期に比べれば、低い水準にあるが、急激に上昇及び増加

第9図：英国住宅価格推移



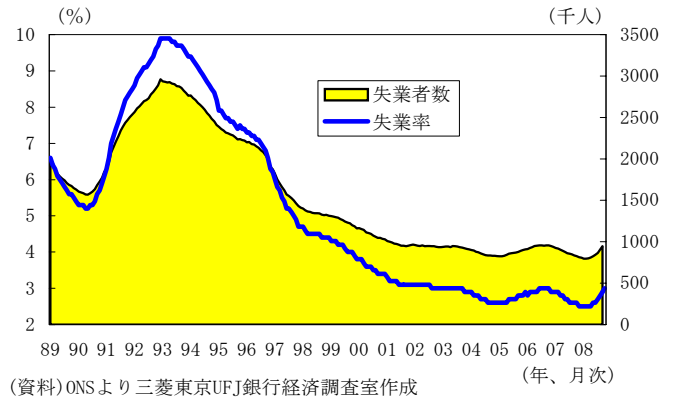
第10図：住宅ローン承認件数の動向



第 11 図：住宅販売/在庫比率



第 12 図：雇用情勢



**小売売上は低迷、
消費者マインドは
悪化**

している。こうした状況下では、将来の雇用などへの不安から、住宅購入意欲は低下するほか、個人消費も低迷する。実際に 10 月の実質小売売上は前年比+2.0%と低迷しているほか、消費者マインドを示す消費者信頼感指数も低下している。個人消費については底打ちの兆しは全くみられない。

企業部門についても、購買担当者指数をみると、低下が続いている。特に、11 月には統計開始以来の最低値となった(第 14 図)。また、10 月の鉱工業生産指数は、前年比▲5.2%と 91 年以来の低い伸び率となった(第 15 図)。自動車を含む耐久消費財の生産が最も大きな落ち込みをみせているが、資本財、非耐久消費財、中間財といった全ての財の生産が前年水準を下回っている。

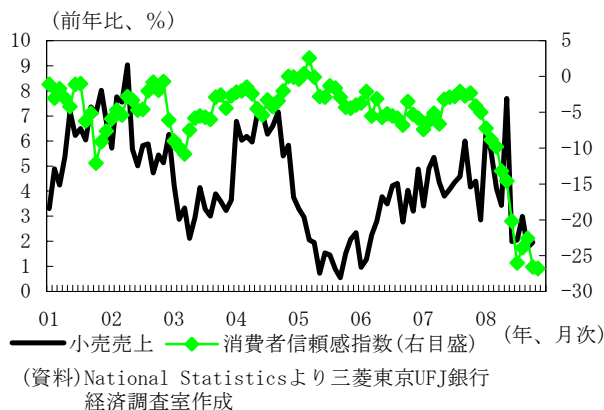
個人、企業共に、回復の兆しはみられず、状況は、むしろ、悪化している。今回の景気後退は、長期化する可能性が高まっている。

(3) 物価と金融政策

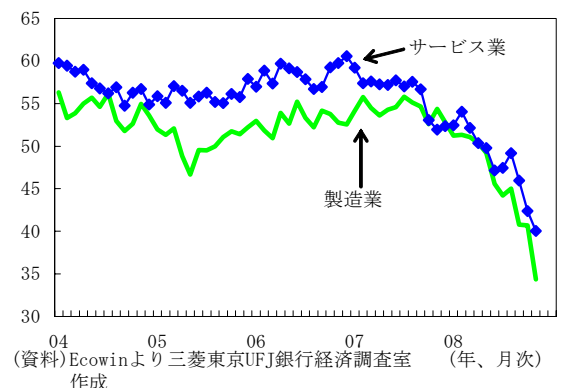
**消費者物価上昇率
は低下**

11 月の消費者物価上昇率は前年比 4.1%と前月の同 4.5%から下落した(第 16 図)。電気・ガス等の公共料金は大幅引き上げの影響で前年比 38.1%と高い伸びを示したものの、ガソリン代等燃料費を含む個人輸送機

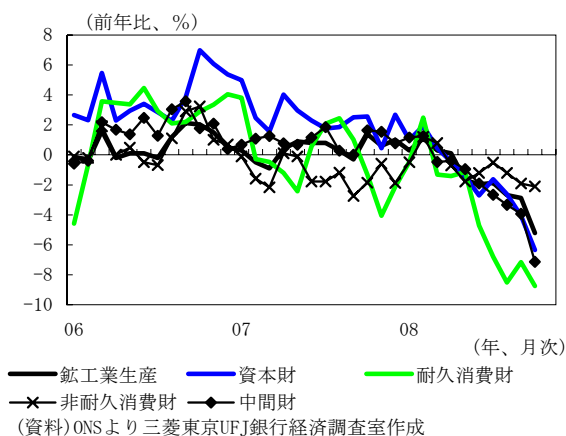
第 13 図：小売売上及び消費者信頼感指数の動向



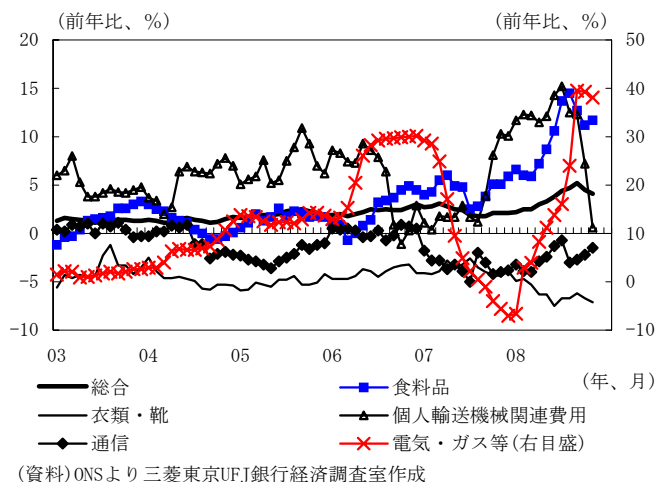
第 14 図：購買担当者指数



第 15 図：鉱工業生産指数



第 16 図：消費者物価上昇率



械関連費用が、原油価格急落の影響で前年比 0.6%と前月の同 7.2%から大きく低下し、全体の上昇率を押し下げた。

イングランド銀行は、100bp の利下げを実施

こうしたなか、イングランド銀行 (BOE) は 12 月 4 日に 100bp の利下げを実施し、政策金利であるレポ金利の水準を 1951 年 11 月以来となる 2.00%とした。BOE は、2009 年には燃料価格や食料品価格の下落に加え、VAT 税率の引き下げがインフレ率を押し下げるとしている。また、11 月に公表されたインフレレポートでは、中期的には、インフレ率は目標値である 2.0%を下回るリスクが指摘されている。インフレ圧力の低下に加え、足元の景気が急速に悪化していることを踏まえると、もう一段の利下げは避けられないであろう。

2009 年第 1 四半期中に最低 50bp の利下げ

2009 年第 1 四半期中に最低 50bp の利下げがあるとみるが、市場は既に 100bp の利下げも織り込み始めており、今後、景気状況によってはゼロ金利も視野に入ってくるであろう。

(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。