

# 西欧経済の見通し

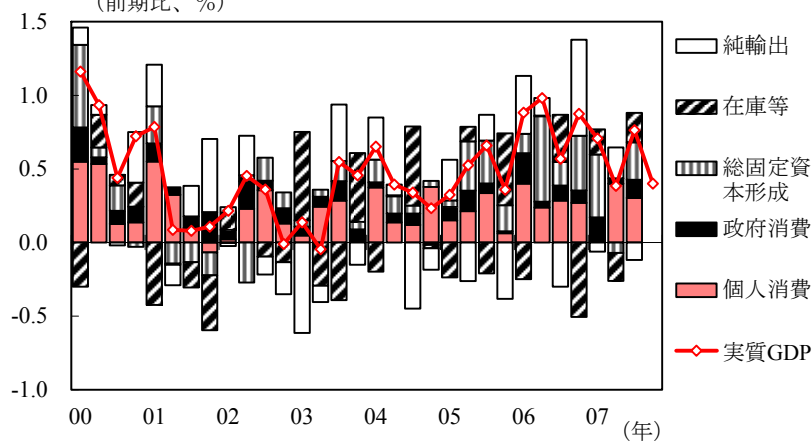
～ユーロ圏景気は減速の兆しが強まり、ECB は年央に小幅利下げ。  
英国景気の回復は年後半、ただし、足取りはゆるやか～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気の現状

ユーロ圏の昨年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.4%（前年比 2.3%）と第 3 四半期の同 0.8%（同 2.7%）から減速した（第 1 図）。内訳は未公表であるが、加速するインフレにより個人消費が低迷したことと、ユーロ高やサブプライム問題を発端とする米国・グローバル経済の減速により外需が伸び悩んだことが主因であろう。総固定資本形成は機械設備投資を中心として、第 3 四半期に引続き底堅く推移したと見られる。2007 年通年の成長率は 2.6%程度となり、2006 年の 2.9%に引続き、潜在成長率を上回る成長を確保した。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度  
(前期比、%)

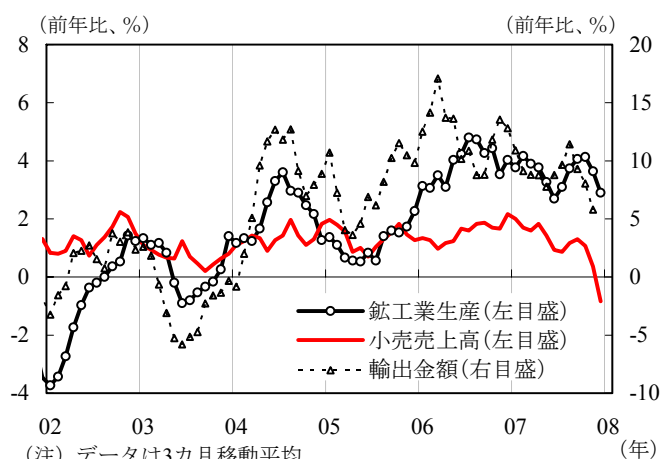


各国別にみると、ドイツの第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.3%（前年比 1.8%）と第 3 四半期の同 0.7%（同 2.5%）から減速した。内訳は未公表で

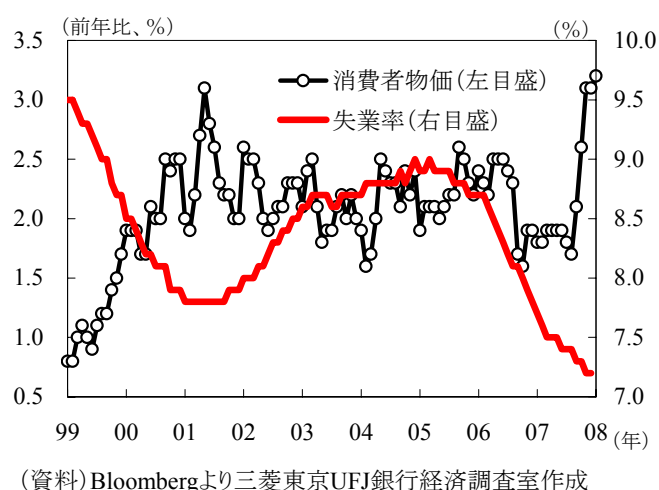
あるが、機械設備投資や純輸出は堅調に推移した一方、インフレ率の高まりや消費者マインドの悪化により個人消費が伸び悩んだことが、減速の主因であろう。フランスも、前期比0.3%（前年比2.1%）と第3四半期の同0.8%（同2.2%）から減速した。住宅投資や政府投資支出が反発したものの、第3四半期に高い伸びを示した個人消費が減速したことが要因となった。イタリアは未公表だが、月次指標からみると、個人消費や輸出が大幅に減速したとみられる。

月次の指標を見ると、12月の鉱工業生産は前月比▲0.2%（前年比+1.3%）となり、11月の同▲0.4%（同+3.1%）に引続き前月の水準を下回った。国別にみると、11月に前月比マイナスの伸びを示したドイツ・フランスは、前月比+0.7%と回復したものの、イタリアは前月比▲0.5%となり4ヵ月連続して前月割れとなった。輸出は、12月に前月比▲2.5%（前年比+0.1%）と、11月の同▲0.7%（同+4.3%）に続き、2ヵ月連続の減少となった。ユーロ相場は11月に対ドルで1.4946ドル=1ユーロの最高値を記録しており、徐々に輸出競争力の低下が表面化してきたことに加え、サブプライム問題を発端とした米国をはじめとする海外経済の減速が影響していると考えられる。小売売上高は12月に前月比▲0.1%となり、3ヶ月連続して前月実績を割り込んだ。ドイツの小売売上高が、前月比▲0.1%と、10月から3ヶ月連続マイナスとなり大きく落ち込んだことが主因となった。金融・資本市場の混乱に加えて、加速する物価上昇に伴う家計の購買力低下が、家計の購買意欲を減退させている。一方、12月の失業率は前月同様7.2%となり、引続き統計開始以来の最低水準で推移している。

第2図：鉱工業生産・輸出・小売



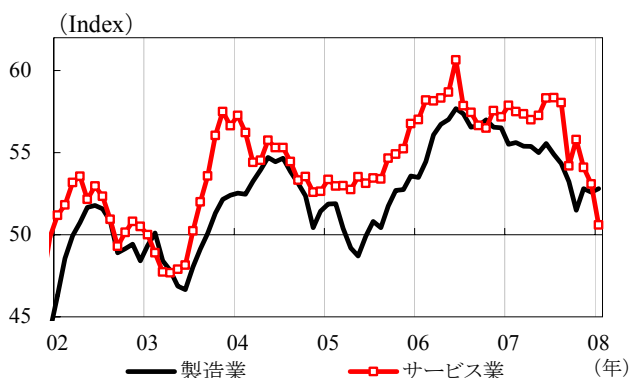
第3図：失業率と消費者物価指数



ユーロ圏景気は2007年第3四半期までは堅調に推移したが、第4四半期に入ると、サブプライム問題による金融・資本市場の混乱がいよいよユーロ圏の実体経済へ波及してきた感が強い。景気に対する不透明感は、昨夏以降の主要な企業・消費者サーベイに顕著に現れている。実質GDP成長率との相関が高い、欧

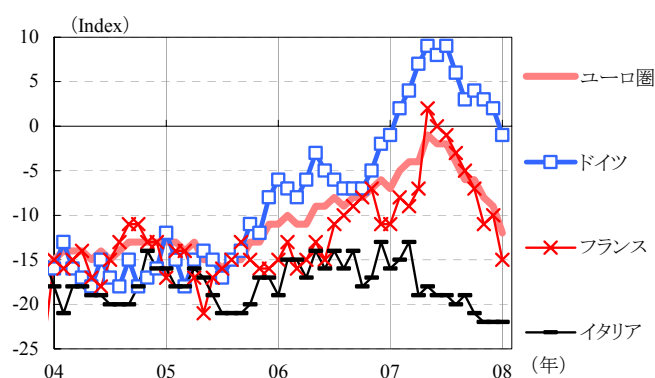
州委員会の総合景況感指数は、昨年半ばから低下しており、1月には前月の104.0ポイントから101.7ポイントへと急落している。企業部門のマインド指標である購買担当者景気指数（PMI）をみると、サブプライム問題が表面化した昨年半ば頃から製造業・サービス業ともに急速に悪化した（第4図）。中でもサービス業はサブプライム・ローン関連の巨額損失を計上している金融業を含んでいるため、マインドの悪化が著しく、1月には拡大・縮小の分岐点である50に肉薄する50.6ポイントまで落ち込んだ。同様に家計部門のマインド指標をみると、欧州委員会の消費者信頼感指数はユーロ圏・主要3カ国ともに昨夏をピークに低下に転じ、ドイツ以外は2000年以降の長期平均を下回る水準まで悪化している（第5図）。

第4図：購買担当者景気指数（PMI）



(注) 指数は50を上回ると拡大、50を下回ると縮小していることを示す。  
(資料) Reutersより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：各国消費者景況感指数



(注) 2000年から2008年1月の長期平均  
ユーロ圏▲9.3、独▲7.6、仏▲12.7、伊▲13.1  
(資料) 欧州委員会データより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 今後の見通し

### ① 景気動向

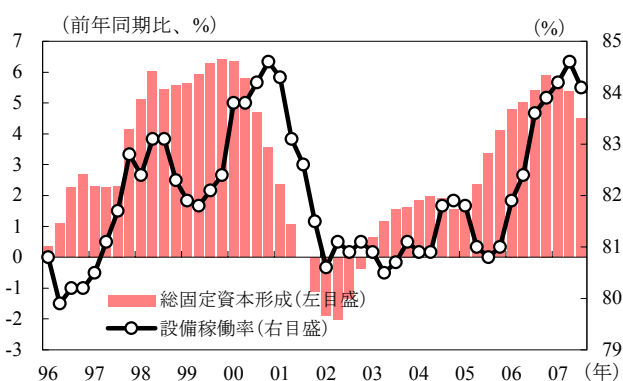
2008年前半のユーロ圏経済は、長期化するサブプライム問題による金融・資本市場の混乱や外需の減速、加速するインフレ、ユーロ高などの影響で、成長率は更に鈍化しよう。年後半に入ると、金融・資本市場の混乱はある程度沈静化し、利下げや景気対策の効果から米国景気も持ち直すとみられており、外需の寄与度も高まろう。加えて、ECBは2007年第2四半期に予防的利下げに踏み切る見込みであり、下げ幅は小さいものの、マインド面でのプラスの効果がある程度期待できる。消費者物価については、年初に独VAT引上げのベース効果が剥落し、原油価格の前年比伸び率も徐々に収束してくるとみられることから、年末にかけてECBの物価安定の目安である2.0%内に着地する見込みである。物価上昇が一段落した際には、個人消費は良好な雇用・所得環境に支えられて緩やかに回復してくるとみられる。2008年通年のインフレ率は2.2%を見込む。2008年は第1、第2四半期を底として、年後半にかけて成長率は回復、通年の

実質 GDP 成長率は 1.7%程度となる見込みである。

### <需要項目別の見通し>

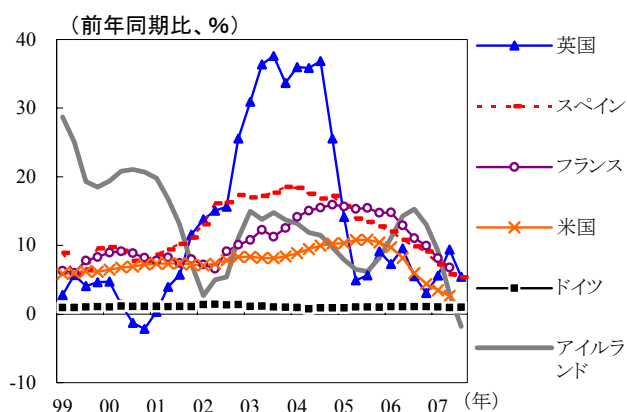
需要項目別にみると、**設備投資**は、2005 年以降総じて高い伸びを示し、ユーロ圏の経済成長を牽引してきた（第 6 図）。設備稼働率は 2007 年第 4 四半期にユーロ圏で 84.2%、ドイツで 87.4%と、依然として 1992 年からの長期平均（ユーロ圏：81.6%、ドイツ：83.8%）を上回る水準にある。ただし、中期的な設備投資循環をみると、2002 年を底とした上昇局面は 2006 年第 4 四半期から 2007 年第 1 四半期頃をピークに下降局面に入っている。建設投資は、域内最大の市場であるドイツが中期的な回復局面に入っているものの、過去住宅ブームが見られたフランスやスペイン、アイルランドなどの国については住宅市場の調整が建設投資を押し下げる恐れがある（第 7 図）。

第 6 図：総固定資本形成と設備稼働率



(注) 設備稼働率は3ヶ月移動平均  
(資料) Eurostat、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 7 図：住宅価格比較

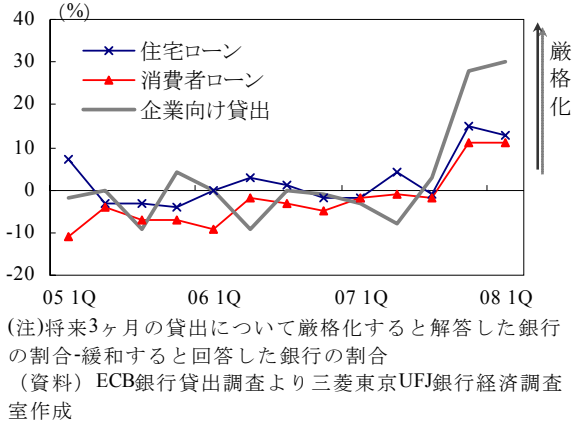


(資料) Factset, Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

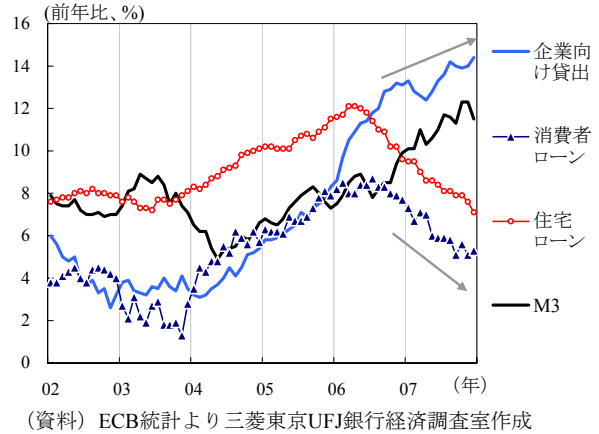
更に、設備・建設投資の下押し要因として懸念されるのが、サブプライム問題を発端とした銀行の貸出態度厳格化の動きである。1月の欧州中央銀行 (ECB) による銀行貸出調査によると、サブプライム・ローン問題を発端として銀行の貸出姿勢は大幅に厳格化されるとの結果が出ている（第 8 図）。中でも、短期より長期、運転資金より設備資金に対する基準が引き締めるとの回答が多くみられた。今のところユーロ圏のマネー統計は堅調な拡大を示している。12月のマネーサプライ (M3) の伸びは前年比 11.5% (11月は同 12.3%で過去最高の伸び) と 12ヶ月連続して2桁の伸びをみせた。消費者ローン・住宅ローンについては 2006 年半ばから伸び率が低下しているものの、サブプライム問題に起因する貸出基準の厳格化が、急激な貸出の伸びの低下には繋がっていないようだ（第 9 図）。しかし今後、金融・資本市場の混乱が長期化し、金融機関のサブプライム関連の追加損失が更に発生するような際には、資金調達面から建設・設備投資

は抑制される恐れがあるといえよう。

第8図：ECB銀行貸出調査（2008年1月）

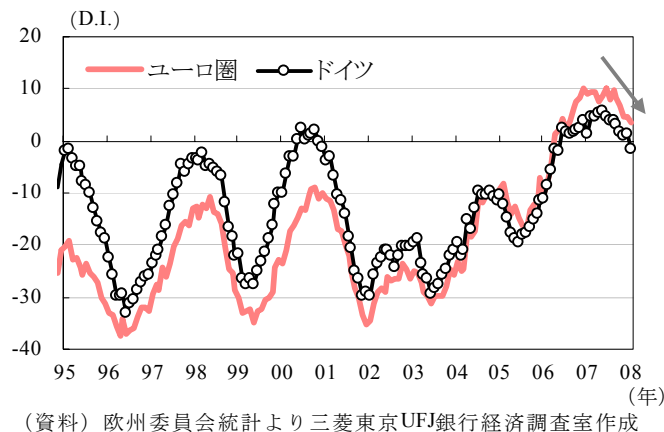


第9図：マネーサプライ（M3）伸び率



**輸出**は、主要輸出先である米国・英国の景気減速により、伸びの鈍化は避けられまい。これまで輸出の高い伸びを牽引してきたロシアや中東欧、アジア向けについても先進国景気の減速に連動してある程度足踏みすることは避けられそうになく、米国・英国向けの減速を完全にカバーし、輸出全体を押し上げる効果は期待できないだろう。加えて米欧金利差は拡大していることから、当面はユーロ高水準が続く見込みであり、輸出を押し下げるであろう。実際に、ユーロ圏やドイツの輸出受注 D.I.は昨年末にかけて低下しており、今後一段の減速は避けられまい（第10図）。輸出にとっては、グローバル景気の減速、ユーロ高と厳しい一年となろう。

第10図：ユーロ圏・ドイツの輸出・輸出受注サーベイ



**個人消費**は、金融・資本市場の混乱の深刻化・長期化に加えて、高まるインフレが家計の購買力を低下させていることから、消費者マインドは著しく低下



しており、年前半は伸び悩む見込みである。年後半に入ると、原油高の一服や景気減速に伴う需給逼迫の緩和により物価上昇が徐々に鈍化すると見込まれることから、家計の購買力の回復により個人消費の緩やかな持ち直しが期待できよう。

### <主要国の見通し>

**ドイツ**経済は世界的な景気減速やユーロ高、減価償却制度の変更、過去の利上げ効果の蓄積から、純輸出・設備投資が減速する見込み。雇用・所得環境の改善により持ち直しが期待される個人消費も、年前半は、加速するインフレや金融・資本市場の混乱による消費者マインドの悪化が影響し、伸び悩むとみられる。年後半には、米国景気の回復や、物価上昇が徐々に減速してくることから、個人消費・純輸出は持ち直しを見せよう。**フランス**は、住宅市場の調整が、建設投資の伸び悩みや、個人消費へ逆資産効果をもたらすことが最大のリスク要因である。ただしサルコジ政権の景気刺激策の効果や、域内では比較的堅調に推移している個人消費が、景気を下支えしよう。**イタリア**は、ユーロ高やインフレ加速から輸出・個人消費が減速する見込みであり、引続き域内では低めの成長が続こう。1月24日に前法務大臣の汚職疑惑に伴う辞任をきっかけとして、連立与党が分裂し、上院でプロディ政権の不信任案が可決された。4月に総選挙が行われることとなったが、野党の反対により選挙法（現行では完全比例代表制、現在の少数政党乱立の原因と言われている）の改正が実現しないまま選挙戦に突入するため、総選挙後も不安定な政権運営が続く可能性がある。

### ② 物価動向と金融政策

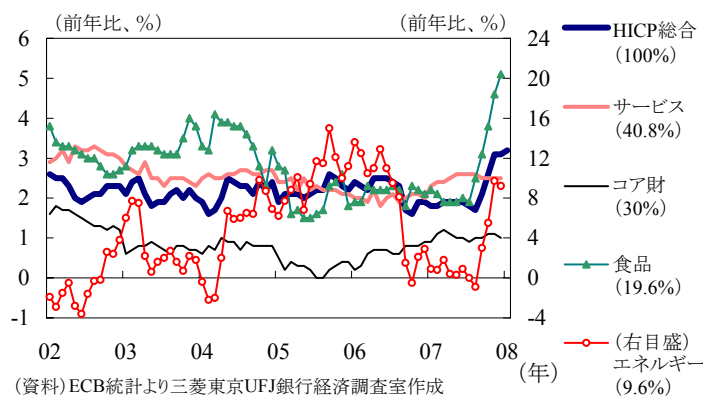
1月の消費者物価上昇率（HICP）は前年比3.2%となり、昨年11月から3ヶ月連続して前年比3.0%を上回った（第9図）。詳細は未発表だが、前月同様、エネルギー価格・食料品価格の高騰が影響しているとみられる。原油や食料品の価格は当面高止まりすると見られており、消費者物価上昇率は、年前半までは欧州中央銀行（ECB）の物価安定の目安である2.0%を超えて推移しよう。年後半に入ると物価上昇ペースは徐々に減速し、2008年通年では前年比2.2%程度となる見込みである。

金融政策については、ECBは2月7日の定例理事会で、8ヶ月連続して政策金利を4.0%に据え置くことに決定した。理事会後に出された声明文では、引き続き金融政策の最優先課題を物価安定においており、「（コア財や賃金の上昇といった）二次的影響、中期的な物価安定に対する上振れリスクの顕在化を阻止すると約束する」と言明した。事実、ドイツではIG Metall（鉄鋼業界）やVer di（公務員労働組合）など大規模な労働組合が大幅な賃上げ要求を行っており、ECBは「賃金交渉の行方に特段の注意（particular attention）を払う」とした。

一方景気認識については、前月同様「ファンダメンタルズは依然堅調」としながらも、声明文内に「景気見通しに対する不透明感が異常に高く（unusually high）」という新しい文言が加えられた。また1月までは記載されていた「米国経済の減速を力強い新興国経済の成長持続が緩和する」といった表現が削除されており、ユーロ圏の景気認識は若干下方修正されたといえよう。ECBは昨年12月の景気見通しにおいて、2008年の実質GDP成長率を2.0%へ下方修正した（前回2007年9月見通しでは2.3%）。次回のECBスタッフによる見通しは3月に行われる予定であり、成長率が更に下方修正されるような場合には、利下げの選択肢が現実味を帯びてくるであろう。

このようにユーロ圏の景気減速が鮮明となる中で、当室は金融政策の見通しを「現行の4.00%に据え置き」から「第2四半期に25bpの予防的利下げを行う」へ変更する。ただし、消費者物価上昇率は当面ECBの物価安定の目安である2.0%を超えて推移するとみられることから、大幅な利下げは困難であり、25bpの利下げ後は政策金利を3.75%へ据え置くと予想する。

第9図：消費者物価上昇率（HICP）



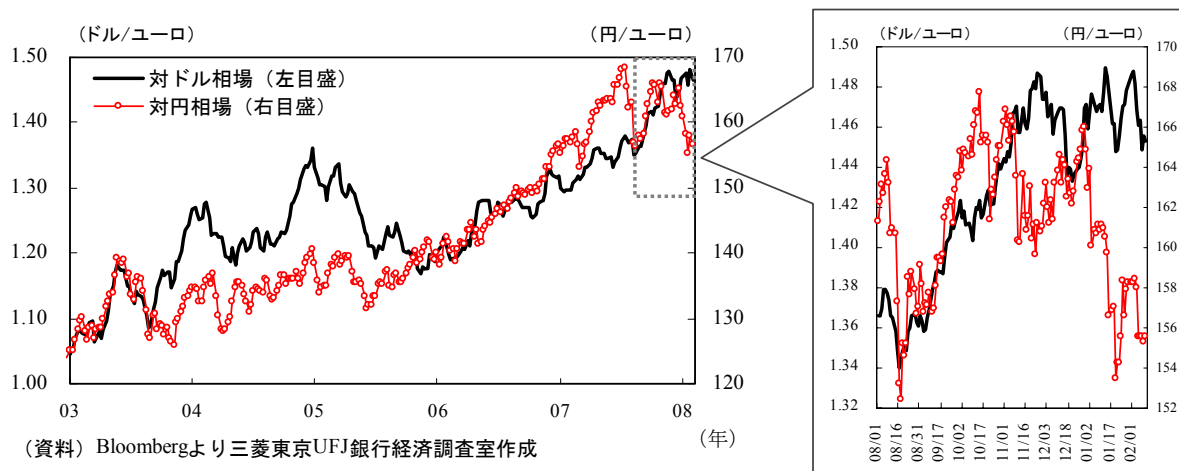
### ③ ユーロ為替相場

ユーロ相場は、昨年8月に欧州でのサブプライム・ローン問題の顕在化をうけて急落した。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、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。その後は、米国景気減速懸念の強まりや米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げにより、上昇に転じ、11月23日には対ドルで1.4946ドルの最高値をつけた。しかし年末に向けて強い米国経済指標の発表や持ち高調整のため、再度1.43ドル台へ下落した。2008年に入るとFRBの追加利下げ期待の高まりと、それに伴う米欧政策金利の逆転を睨んでユーロ高が進展、1月15日には1.4923ドルと最高値に迫った。その後も、1月22日、1月30日にFRBが計125bpの追加利下げを実施したことを背景に、高値圏で推移していたが、2月初めの米国経済指標が

市場予想を大幅に上回ったことや、ユーロ圏の景気減速懸念が高まったことを背景に若干下落し、2月14日時点で1.46ドル台近辺にて推移している。

対円相場は、10月半ばに167円台まで上昇したが、欧州株式市場の軟調や欧州金融機関の損失懸念の高まりにより、11月下旬に再度160円を割り込んだ。その後年末にかけて再上昇したが、円ドル相場が円高に振れる中でユーロ安に転じた。2月14日時点で158円台にて推移中である。

第10図：対ドル・対円為替相場の推移



## 2. 英国

### (1) 景気の現状

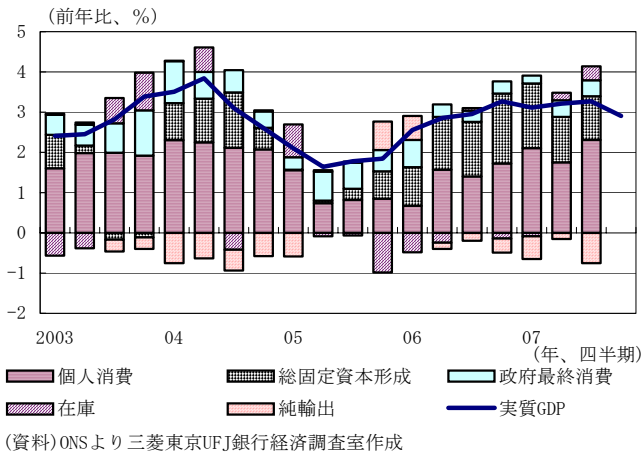
英国の2007年第4四半期の実質GDP成長率は前年比2.9%と、第3四半期の同3.3%より低下したものの、底堅さを示した(第11図)。また、需要項目別の内訳が公表されていないため、詳細は不明だが、引き続き、個人消費と設備投資などの内需項目が成長率の押し上げに寄与したものとみられる。懸念された米国サブプライム住宅ローン問題のマクロ経済への影響は、GDP統計では顕在化しなかったが、景況感指数や12月分の一部の経済指標には、現れており、先行きの下振れ要因として、注視する必要がある。

12月の鉱工業生産は、前年比+0.7%と3ヶ月連続で前年水準を上回った(第12図)。財別にみると、中間財、資本財が生産全体の伸びを押し上げた。また、個人部門についてみると、景気の遅行指標である失業率は、12月時点で2.5%と低水準にあり、雇用情勢は良好である(第3図)。しかし、小売売上数量は、12月に前年比+2.7%と前月の同+4.2%から大きく低下した。クリスマス商戦の不振が反映されている。家庭用品店、衣料品・靴店などの専門店の売上数量は加速したが、非専門店の伸び率が大きく鈍化した。また、食料品店の伸び率も低下している。個人消費については、銀行の貸出姿勢の厳格化や、住宅価格の頭打

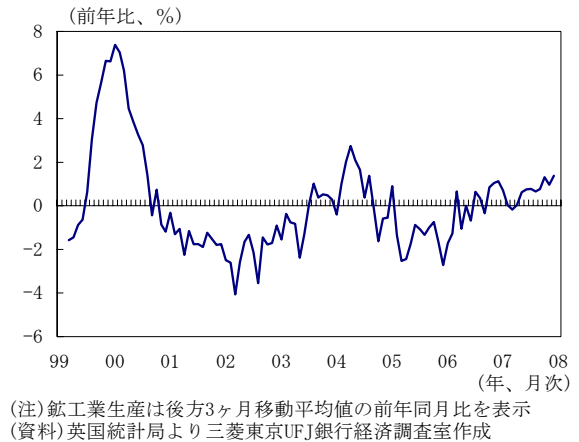


ちなどの影響が現れてきたと考えられる。

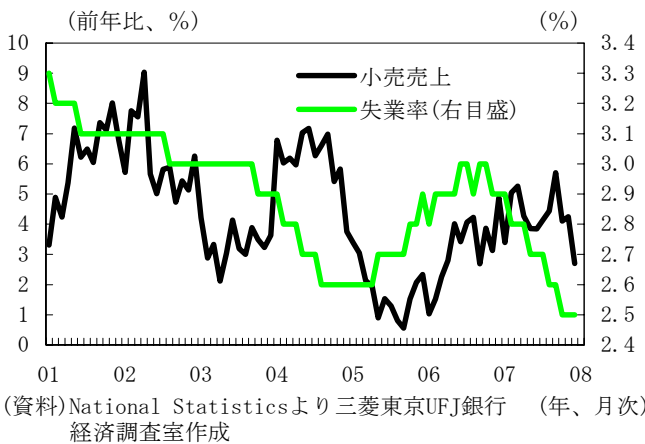
第 11 図：実質 GDP 成長率



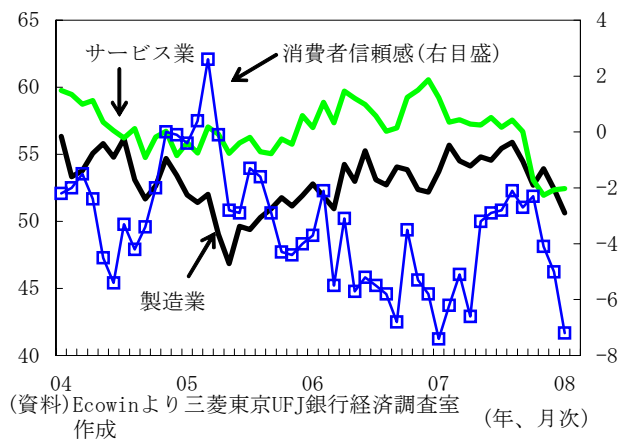
第 12 図：鉱工業生産指数



第 13 図：雇用及び個人消費の動向



第 14 図：PMI 信頼感及び消費者信頼感指数

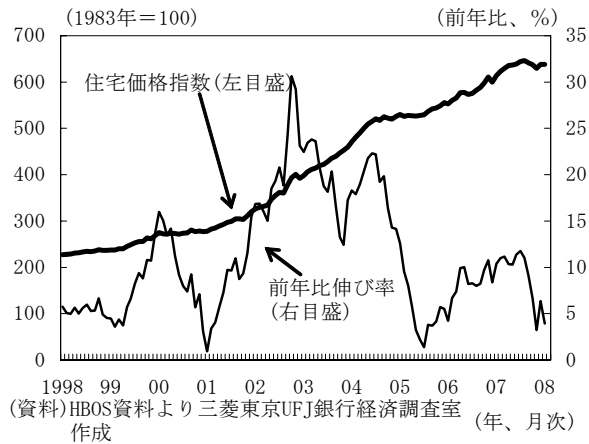


企業の景況感を示す PMI 信頼感指数をみると、製造業、サービス業、いずれも昨年 9 月から低下傾向にあるが、サービス業については、12 月、1 月と 2 ヶ月連続して若干上昇した (第 14 図)。一方、消費者マインドを表す消費者信頼感指数を見ると、3 ヶ月連続して、大きく下落している。消費者マインドや小売売上の動向などを踏まえると、サービス業の景況感については、この先、慎重に見ておく必要があるだろう。企業の景況感及び消費者信頼感指数の動きを踏まえると、少なくとも年央までは、景気減速が続くとみられる。

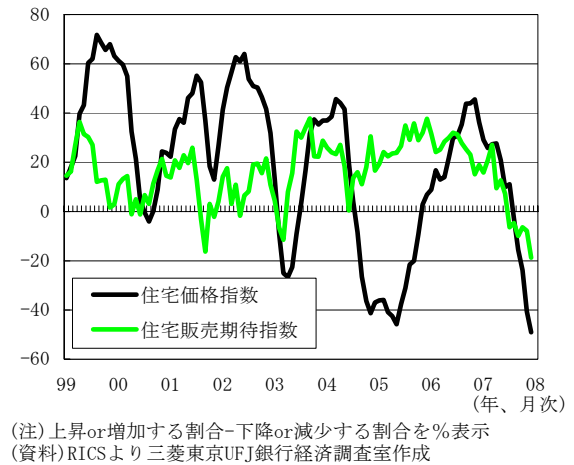
住宅価格についてみると、昨年 7 月をピークに伸び率は鈍化したものの、11 月以降、一進一退の状況となっている (第 15 図)。ただし、これをもって住宅価格の伸び率が底を打つと考えるのは早計であろう。RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors) の住宅市場調査によると、住宅価格は下落しているとする

割合が2005年5月以来の水準にあるほか、住宅販売についても、今後減少するとみる割合が多い（第16図）。住宅価格については、今後弱含みの展開となろう。

第15図：住宅価格の動向



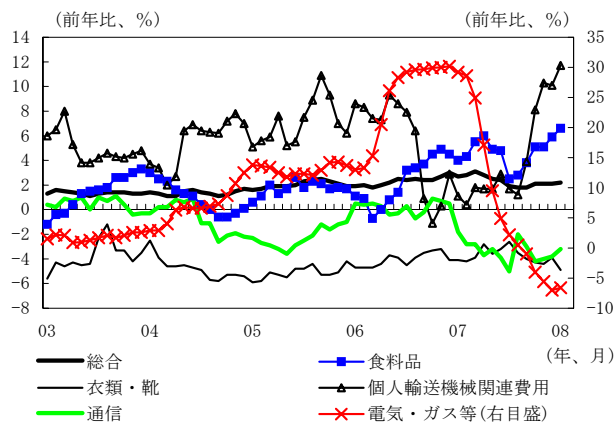
第16図：RICS住宅指数



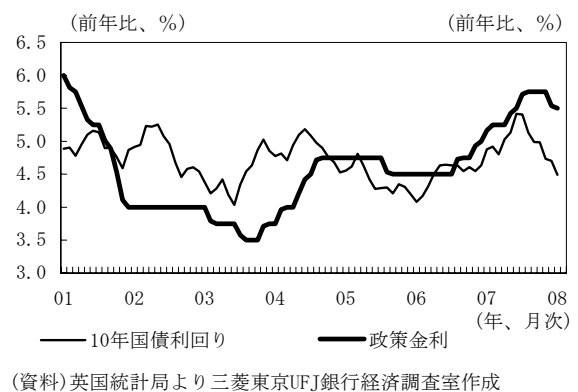
## (2) 物価及び金融政策の動向

消費者物価上昇率は、10月から12月まで3ヶ月連続で前年比2.1%であったが、1月には同2.2%へ上昇した（第7図）。ガソリン価格を含む個人輸送機械関連費用や食料品価格は引き続き上昇し、物価全体を押し上げた。また、1月より電気・ガス料金が引き上げられた結果、これまで物価の安定に寄与してきた電気料金やガス料金のマイナス幅が縮小に転じている。2月以降、電気ガス料金の物価上昇率のマイナス幅はさらに縮小、もしくはプラスに転じるとみられる。電気ガス料金の引き上げは、幅広い商品、サービス価格の上昇につながる可能性があり、今後、英国においてもインフレ圧力は強まっていくとみられる。

第17図：消費者物価動向



第18図：長短金利動向



こうしたなか、2月7日の金融政策委員会（MPC）では、昨年12月に続き、25bpの利下げが決定された（第18図）。足元の景気鈍化を配慮したものである。今後、消費者物価上昇率の加速が見込まれる中では、さらに景気が鈍化した場合、金融政策の運営が難しくなることも予想される。

### （3）今後の見通し

今年の英国景気は、上半期は減速するものの、年後半から緩やかながらも拡大に転じるとみる。米国サブプライム住宅ローン問題により、金融機関のリスク許容力が低下しており、個人及び企業向けの貸出に影響が出ている。また、住宅価格上昇率の鈍化は、資産効果を弱める。このため、これまで景気のけん引役を担ってきた個人消費や設備投資の鈍化は免れないであろう。こうしたなか、BOEは第2四半期に再度25bpの利下げを行うであろう。その結果、年後半以降、利下げ効果や米国経済を中心にグローバル経済が緩やかに復調していくことから、英国景気も、足取りはゆるやかながらも、徐々に回復基調に復するとみられる。2008年の実質GDP成長率は1.8%となろう。

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2006年 (億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2006年 (実績)	2007年 (見通し)	2008年 (見通し)	2006年 (実績)	2007年 (見通し)	2008年 (見通し)	2006年 (実績)	2007年 (見通し)	2008年 (見通し)
ユーロ圏(13カ国)	105,742	2.9	2.6	1.7	2.2	2.2	2.2	▲ 77	197	▲ 334
ドイツ	28,967	3.1	2.5	1.8	1.8	2.2	2.2	1,467	2,240	2,088
フランス	22,480	2.2	1.9	1.7	1.9	1.7	2.0	▲ 289	▲ 398	▲ 596
イタリア	18,509	1.9	1.8	1.4	2.2	2.1	2.4	▲ 477	▲ 539	▲ 659
英 国	23,735	2.9	3.1	1.8	2.3	2.3	2.3	▲ 926	▲ 1,532	▲ 1,268

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏(13カ国)			英 国		
	2006年 (実績)	2007年 (見通し)	2008年 (見通し)	2006年 (実績)	2007年 (見通し)	2008年 (見通し)
名目GDP	4.8	4.9	4.0	5.3	6.7	4.6
実質GDP	2.9	2.6	1.7	2.9	3.1	1.8
<内需寄与度>	2.7	2.2	1.7	2.9	3.7	1.9
<外需寄与度>	0.2	0.4	▲ 0.1	0.0	▲ 0.6	0.0
個人消費	1.9	1.5	1.5	2.1	3.2	1.9
政府消費	1.9	2.0	1.5	1.9	1.7	1.8
総固定資本形成	5.2	5.0	3.1	7.9	6.3	2.4
在庫投資	213	163	91	28	48	36
純輸出	944	1,245	1,203	▲ 362	▲ 430	▲ 433

- (注) 1. ユーロ圏は2007年にスロベニアが参加し13カ国。2008年からキプロス・マルタが参加し15カ国。  
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。  
 3. 在庫投資、純輸出は実質値（ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2002年価格：億ポンド）。  
 経常収支は名目値（億ドル）。  
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率（HICP）。

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。