

西欧経済の見通し

～ユーロ圏は年末にかけて減速へ、英国も低めの成長が続く見込み～

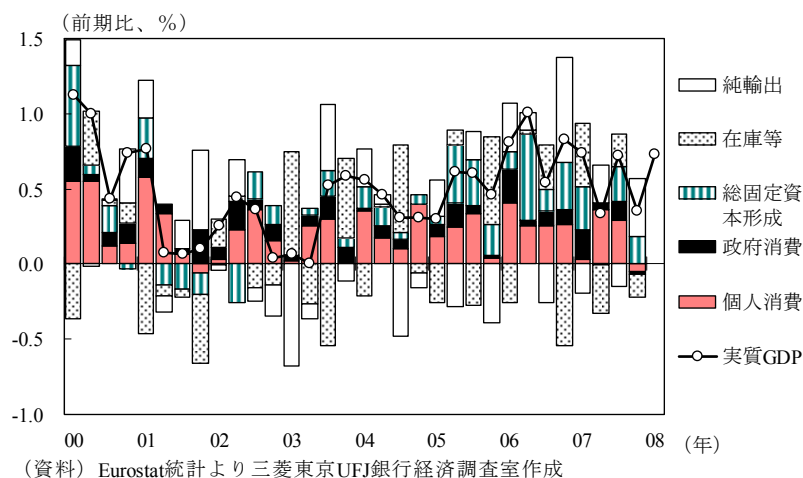
1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏^(注)の第1四半期の実質GDP成長率は前期比0.7%（年率換算3%相当）となり、昨年第4四半期の同0.4%（同1.4%）を大きく上回った。前期比で見ると、これまで高成長が続いたスペインの成長率が、住宅市場調整の下押しにより0.8%から0.3%へ減速したのに代わり、ドイツとフランスの成長率がそれぞれ0.3%から1.5%へ、0.3%から0.6%へと大幅に加速して、ユーロ圏景気拡大の牽引役となった。イタリアは、統計改定のため昨年第4四半期以降の実績がまだ発表されていないが、月次指標の落ち込みから判断して、2四半期連続の前期比マイナス成長となった可能性が高い。

(注) ユーロ圏は、本年1月にキプロスとマルタが加わり15カ国に拡大した。5月には、欧州委員会（EUの行政執行機関）がスロバキアの2009年1月のユーロ導入を勧告しており、7月のEU財務相理事会で承認されれば、ユーロ圏は2009年から16カ国となる。

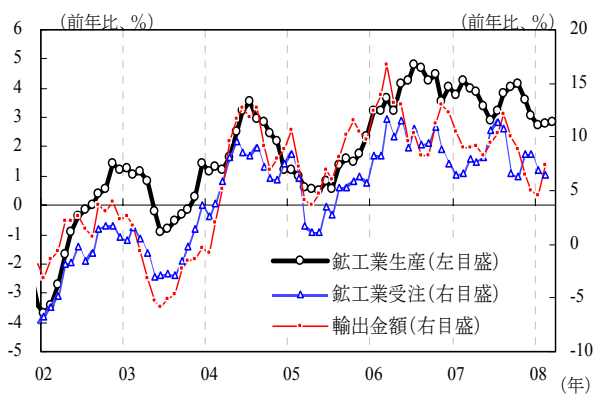
第1図：ユーロ圏の実質GDP成長率と需要項目別寄与度



ユーロ圏 GDP の内訳は 6 月 3 日に発表される予定だが、前期の落ち込みの反動で個人消費がプラスに転じたほか、設備投資も堅調な伸びを維持した公算が大きい。一方で、輸出は底堅く推移したものの、ユーロ高の影響と内需の持ち直しをうけて輸入の伸びが加速したことから、純輸出の成長への寄与は縮小したものとみられる。また、暖冬による建設投資の上振れなど、一時的要因によって押し上げられた部分もあり、2006 年後半からの緩やかな減速基調は足元まで続いていると考えられる。

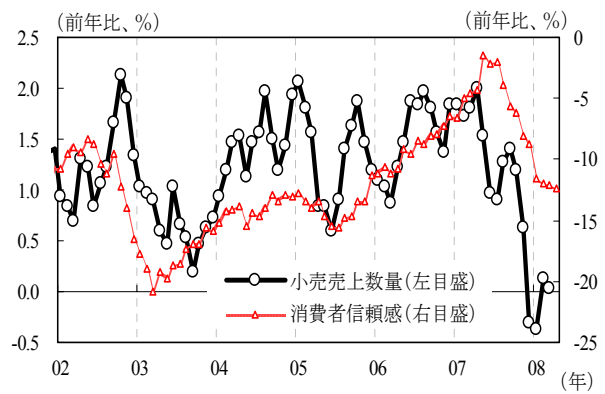
さらに、足元では、先行き一段と減速が進むことを示唆する指標が増えている。鉱工業生産は、年明け後の輸出の持ち直しを反映して 1 月に前月比+0.7%の伸びを示した後は減速に転じ、3 月に前期比▲0.2%と 4 カ月ぶりの減少を示した。企業景況感を表す 4 月の購買担当者指数 (PMI) は、サブプライム関連の巨額損失を計上した金融業を含むサービス業が、前月の 51.6 から 52.0 へと幾分持ち直したものの、製造業は新規受注の悪化をうけて 52.0 から 50.7 へと低下し、生産拡大・縮小の分かれ目である 50 に迫った。国別では、スペイン、イタリアなどの指標に減速傾向が強まる一方、堅調だったドイツでも、生産・受注の軟化や企業マインドの悪化など減速の兆しが出てきた。他方、小売売上数量は、昨年末にかけて急減速した後、1、2 月は若干持ち直したものの、3 月は前月比▲0.4%、前年比▲1.6%と低調であった。金融・資本市場混乱やインフレ加速に伴うマインドの悪化が、消費者の買い控えにつながっているものとみられる。

第 2 図：ユーロ圏の輸出・生産・受注動向



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

第 3 図：小売売上と消費者マインド



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

(2) 今後の見通し

<概要>

景気の先行きについては、インフレ高進による個人消費の低迷に加え、金融・資本市場混乱に伴う資金調達環境や企業マインドの悪化による設備投資の減速などから、年末にかけて減速基調を辿るとみられる。これまでのユーロ高の影響がラグを伴って顕在化するほか、米国を起点とする世界経済の減速をうけて、外需の成長への寄与も縮小しよう。一方、インフレ率は、原油高と食料品価格高騰をうけて秋口まで高止まりするとみられる。欧州中央銀行（ECB）は、インフレ沈静化の兆しを確認するまで政策金利を据え置くとみられ、当面は利下げによる景気挺入れも期待し難い。以上から、ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、2006 年の 2.6%から 2008 年は 1.7%へ低下するとみられる。2009 年は、インフレ率低下やグローバル経済の回復をうけて、年末にかけて緩やかに持ち直すものの、通年の成長率は 2008 年を下回る 1.4%と予想される。

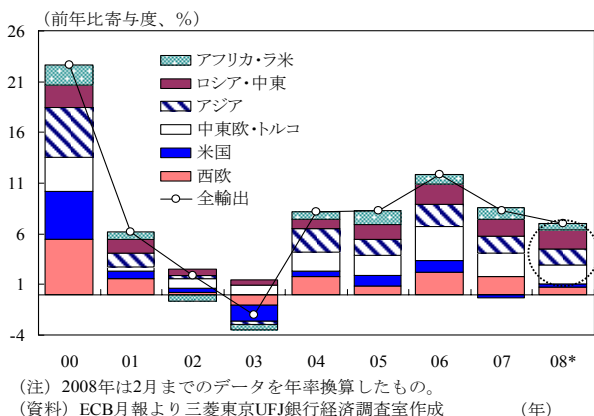
見通しのリスク要因としては、さらなるユーロ高や域外景気下振れ、原油・食料品価格の持続などが挙げられるが、ユーロ圏経済は、過去に比べると外生的ショックに対する耐性を強めており、米国のような急減速は避けられる見込みだ。①欧州統合の拡大・深化や新興国・資源国との貿易拡大といった中期的な景気拡大要因に加え、②良好な域内のファンダメンタルズ（失業率は歴史的低水準、中核のドイツに住宅ブームや過剰債務が存在せず）、③フランス、スペインの景気刺激策（財政状況改善により財政出動の余地あり）、などが景気の下支えとなるためだ。

<詳細>

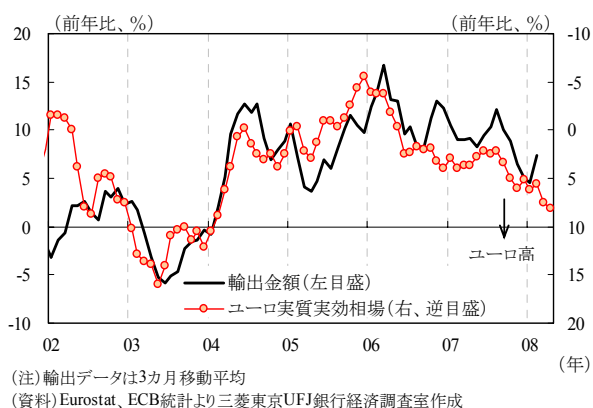
① 需要項目別の見通し

輸出は、昨年末にかけて減速したものの、年明け後は再び伸びが加速し、底堅く推移している。中東欧・アジアなどの新興国、ロシア・中東などの資源国向けの輸出の好調が、米国を初めとする先進国向けの減速を補ってきたためだ（第 4 図）。もっとも、足元堅調な新興国経済も、今後は先進国の景気減速をうけて足踏み感が強まるとみられる。また、ユーロ相場は 4 月に対ドルで過去最高値を更新しており、ユーロ高の輸出抑制効果が今後ラグを伴って顕在化してこよう（第 5 図）。欧州委員会の企業サーベイや購買担当者指数（PMI）の輸出受注判断も、足元で急速に悪化しており、輸出は 2009 年にかけて減速傾向を辿ると予想される。なお、2008 年後半には、利下げや減税の効果から米国経済の持ち直しが期待されるが、住宅市場調整や金融・家計のバランスシート調整の下押しにより本格回復にはつながらず、ユーロ圏の外需への寄与も限定的なものにとどまる可能性が大きい。

第4図：ユーロ圏輸出拡大への地域別寄与度



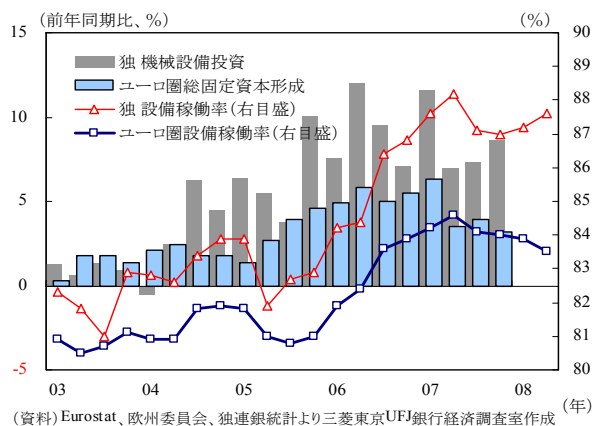
第5図：ユーロ圏域外輸出と実効為替相場



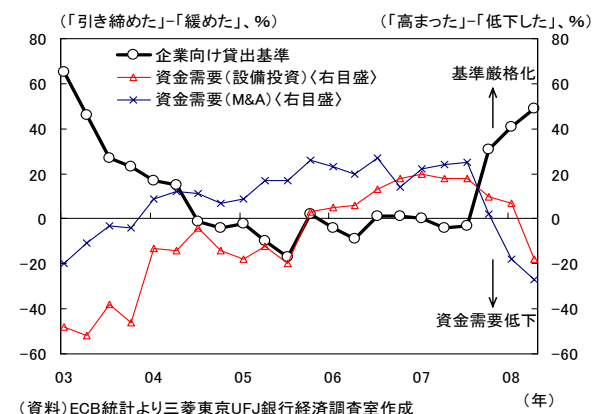
設備・建設投資は、ドイツを中心とする製造業の好調や一部の国の住宅ブームを反映して成長の牽引役となってきた。しかし、米サブプライム問題による先行き不透明感や原材料コスト高による利益率低下などから企業マインドは慎重化しており、今後は内外需の鈍化を反映して生産も伸び悩むとみられることから、設備投資は減速に向かうと予想される。建設投資も、住宅ブームが終わったスペイン、アイルランド、フランスなどを中心に減速傾向が続く見込みだ。

なお、ユーロ圏の製造業設備稼働率は、昨年4月にピークを付けた後も、ドイツを中心に高水準を維持していることから、投資の減速ペースは緩やかなものにとどまるとみられる。ただし、金融・資本市場混乱に伴う資金調達環境の悪化が投資の下押し要因になるリスクには注意が必要である。ECBが3か月ごとに実施する銀行貸出調査(直近は4月調査)によると、企業に対する融資基準が大幅に引き締められる一方で、企業の資金需要も急速に減退している(第7図)。非金融法人向け銀行貸出残高は、3月も前年比+15.0%と増勢が続くが、起債による調達が困難になった企業が過去に締結したクレジットラインを利用して銀行借入に切り替える動きなどに押し上げられている可能性が高い。こうした動きが一巡した後は、貸出の伸びも鈍化してくるとみられる。

第6図：ユーロ圏・ドイツの設備投資

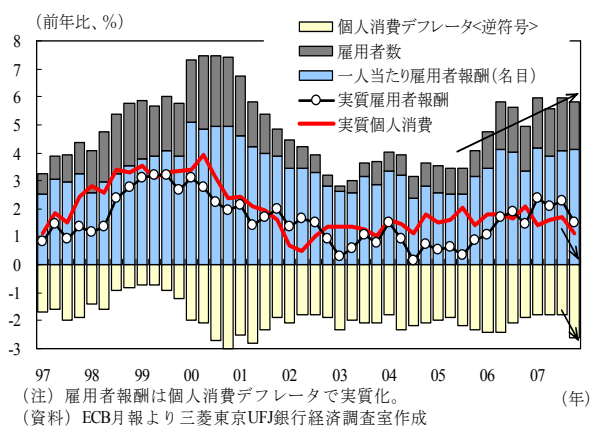


第7図：ECB 銀行貸出調査 (2008年4月)

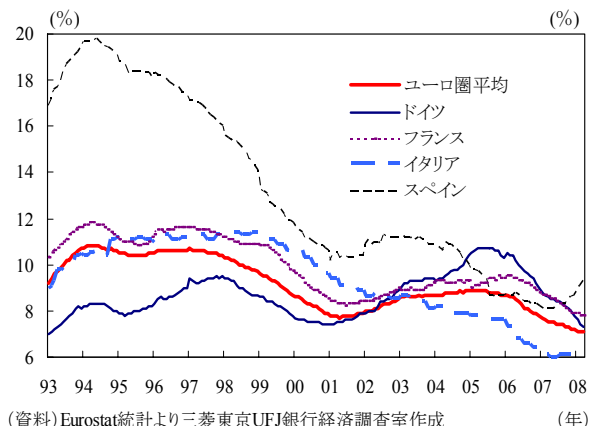


個人消費は、金融・資本市場混乱をうけた消費者マインドの悪化に加え、エネルギー、食料品価格の上昇による家計の購買力低下により伸び悩んでいる（第8図）。もっとも、建設業のリストラが進むスペインを除けば、ユーロ圏各国の失業率は足元まだ低下を続けており、いずれも歴史的低水準にある。インフレ率の低下が予想される2009年には、所得の伸びに沿って消費も緩やかな回復に向かうと予想される。

第8図：ユーロ圏の消費と雇用者報酬



第9図：ユーロ圏各国の失業率



② 主要国の見通し

ドイツの第1四半期のGDP成長率は、前期比1.5%と20年振りの高成長となった。連邦統計庁によると、暖冬による建設投資の好調や前期に落ち込んだ個人消費の反動増が寄与したものとみられ、外需は前期比横這いにとどまったようだ。先行きについては、これまでのユーロ高や世界景気減速の影響などからドイツ経済も減速に向かうと予想される。雇用・所得の拡大をうけて持ち直しが期待される個人消費も、金融・資本市場混乱やインフレ高進によるマインドの悪化により伸び悩むとみられる。世界景気回復やインフレ沈静化をうけて成長が加速するのは2009年後半以降となろう。

フランスの第1四半期の実質GDP成長率は、前期比0.6%と昨年第4四半期の0.3%を上回った。個人消費と住宅投資は減速したものの、輸出の回復と企業投資の高い伸びが成長を支えた。フランス経済は今後、外需の鈍化やインフレ高進、金融状況タイト化をうけて緩やかに減速するものの、家計の購買力強化を目的としたサルコジ政権の各種減税の効果などから相対的に底堅く推移する見込みだ。一方で、2009年については、減税効果の一巡や住宅市場の調整長期化などから回復が遅れるリスクがある。

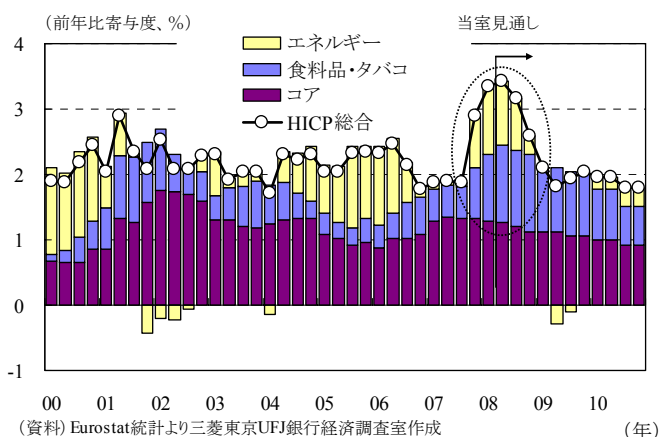
イタリアでは、4月の総選挙で野党連合が勝利し、5月にベルルスコーニ氏を首班とする中道右派連立政権が成立した。新首相は、減税や年金支給増額を公約しているが、早期の財源確保は困難とみられており、ナポリのゴミ問題やアリ

タリア航空の再建等の課題を抱え、難しい政権運営を迫られている。景気については、ユーロ高、インフレ高進、設備稼働率低下、金融状況タイト化などから今後も低成長が続くと予想される。2009年はインフレ率低下により個人消費の回復が見込まれるが、輸出や設備投資の戻りは鈍く、引き続きユーロ圏平均を下回る成長にとどまるとみられる。

③ 物価と金融政策

ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP、前年比）は、エネルギー・食料品価格上昇のため3月に3.6%と99年のユーロ導入以来の最高水準を記録し、4月も3.3%へ小幅低下するにとどまった。生産者物価が3月に前年比+5.7%へ加速するなど、川上からのインフレ圧力も強まっており、インフレ率は当面、ECBが物価安定の目安とする2%を大きく上回って推移するとみられる。年末にかけては、原油高の一服や景気減速に伴うコア物価の落ち着きが予想されることから、インフレ率も徐々に低下するとみられ、2009年は2%前後での推移が続こう。

第10図：消費者物価（HICP）の推移と見通し



金融政策については、ECBは5月8日の定例理事会で、11カ月連続で政策金利を4.0%に据え置くことを決定した。理事会後のトリシェ総裁の記者会見によるとECBの様子見スタンスは前月から変わらず、今回の決定も「全会一致」であった。2月に発表した当室見通しでは6月の利下げを予想していたが、原油・食料品価格上昇の継続をうけてECBが物価上振れリスクに警戒を強めていることから、早期利下げの可能性は後退したとみられる。

一方、ECBは「金融市場の混乱が、従来想定されていた以上の悪影響を实体经济へ及ぼすかもしれないリスクがある」として、景気下振れリスクに対する配慮も示している。金融市場の混乱に対しては、利下げではなくオペによる潤沢な流動性供給や米連邦制度理事会（FRB）との通貨スワップ協定を通じたドル資金供給の拡大で対応するとのECBの方針は従来から不変だが、年末にかけ

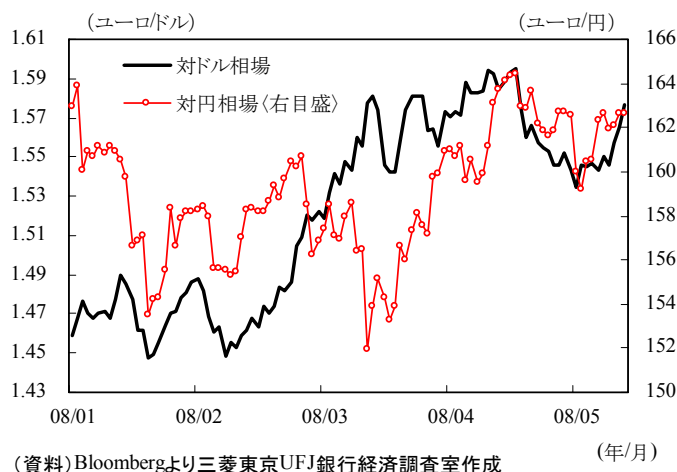
てインフレ率が徐々に低下する一方、これまでのユーロ高や世界景気減速、資金調達環境の悪化などから景気に減速感が強まってくれば、小幅利下げに踏み切る可能性は十分にある。

④ ユーロ為替相場

ユーロ対ドル相場は年明け後、金融市場混乱の深刻化と米国景気後退懸念をうけて、FRBの大幅利下げ期待が高まるなか、米欧政策金利の縮小・逆転を睨んだユーロ高が進展し、4月23日には1ユーロ=1.6020ドルの過去最高値を付けた。その後は米国の追加利下げ期待の後退や株価の持ち直しをうけてドルが買い戻されたことから、ユーロは一時1.53ドル台へ下落したが、5月中旬以降に発表された堅調なドイツ指標を受けて強含み、足元1.58ドル近辺で推移している。先行きについては、米国経済が利下げや減税の効果から徐々に持ち直す一方、ユーロ景気の減速が徐々に鮮明になってくるとみられることから、ユーロ相場は緩やかな下落傾向に転じる可能性が高い。米国の利上げが視野に入ってくる2009年後半には一段とユーロ安が進むとみられる。

一方、ユーロ対円相場は、円ドル相場が3年半ばにかけて大きく円高に振れる中で、昨年末に付けた1ユーロ=166円台から152円台へユーロ安が進んだ。その後はそれまでの急激な円高の揺り戻しにより164円台へ上昇し、足元162円近辺で推移している。

第11図：ユーロ為替相場の推移



2. 英国

(1) 景気の現状

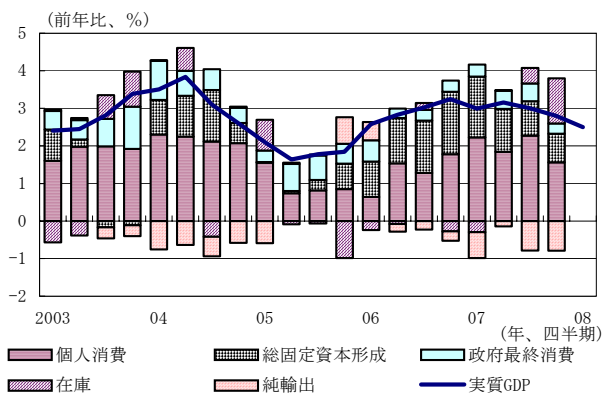
英国の2008年第1四半期の実質GDP成長率は前年比2.5%と、昨年第4四半期の同2.8%より低下した(第1図)。3期連続の減速である。まだ、需要項目別の内訳が公表されていないため、詳細は不明だが、金融機関の貸出姿勢の厳格化や米国及びユーロ圏の景気減速などを受けて、企業の設備投資が不振であっ

た可能性が高い。一方で、個人消費は、スーパーにおける値引き販売の効果などにより、底堅く推移したとみられる。ただし、消費者信頼感指数は悪化しており、個人消費の先行きには注意する必要があるだろう。

金融機関の貸出姿勢をみると、個人向け貸出は昨年12月に、企業向け貸出は昨年9月に、急激に引き締められていることがわかる（第1表）。米国サブプライムローン問題に起因する世界的な金融市場の混乱や関連した損失の計上により、金融機関のリスク許容力が弱まったことが背景にある。イングランド銀行（BOE）のFinancial Stability Reportでは、金融市場が混乱した状況は改善しつつあるとされたが、まだ、先行き明るい展望が開ける状況ではない。金融機関の貸出姿勢については当面、引き締められた状況が続くであろう。

金融市場の混乱に伴う銀行の資金調達コストの上昇及びリスク許容力の低下により、住宅ローン金利は高止まりしている。主力の2年固定金利をみると、2年国債利回りとのスプレッドが大きく拡大していることがわかる（第2図）。これは、利下げが行われても、住宅ローン金利には反映されないことを意味し、住宅ローン保有者に利下げのメリットが及ばないほか、住宅市場も活性化しないことになる。その結果、住宅価格の低下は、当面続くこととなる（第3図）。

第1図：実質GDP成長率



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：金融機関の貸出姿勢

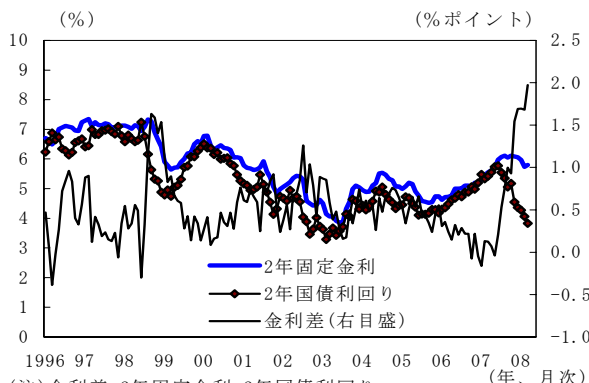
(単位：%ポイント)

	個人向け貸出姿勢		法人向け貸出姿勢
	担保付	無担保	
07年6月	-2.9	-14.3	1.8
9月	0.1	-10.2	-20.2
12月	-31.2	-13.6	-51.8
08年3月	-30.7	-21.1	-37.3
6月(見込み)	-42.5	-13.7	-30.7

(注) マイナス幅が大きいほど、貸出姿勢を引き締めたことを意味する。大きく変化したところは変化が小さいとしたところの2倍のウェイトにしている。

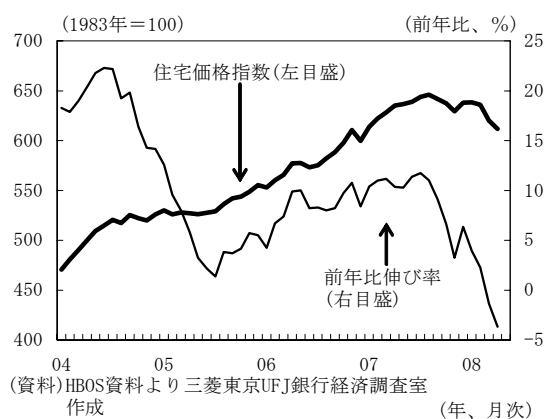
(資料)BOE「Credit Conditions Survey」

第2図：2年固定住宅ローン金利の動向



(注)金利差=2年固定金利-2年国債利回り
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：住宅価格の動向

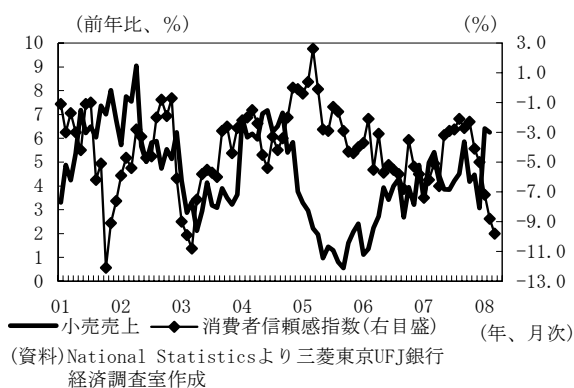


(資料)HBOS資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

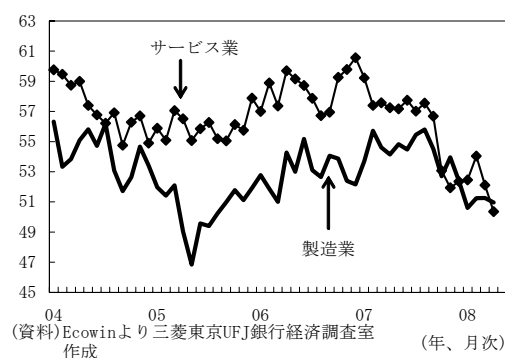
住宅価格が前年水準を下回り、逆資産効果による個人消費への悪影響が懸念されるが、小売売上数量指数の推移をみると、1月以降、堅調に推移している（第4図）。スーパーにおける値下げ販売などが売上数量増加に寄与したためである。ただし、消費者信頼感指数をみると、消費者マインドは大きく悪化しており、個人消費については、弱含みで推移するとみておくべきであろう。

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、製造業については、年初から横ばい推移となっており、景況感の悪化に歯止めがかかった形になっている（第5図）。対ユーロでのポンド安が影響したと考えられる。一方、サービス業については、主要銀行が米国サブプライムローン関連の多額の損失を計上したことなどから、景況感の悪化が続いている。また、銀行の貸出姿勢が厳格化したことや、世界的に景気減速が進んでいることなどから、企業の設備投資意欲も低下している（第6図）。

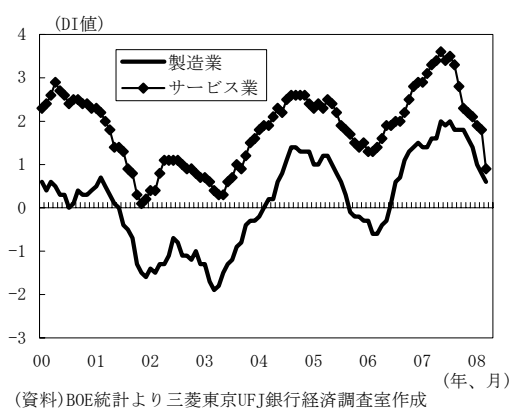
第4図：小売売上・消費者信頼感指数



第5図：企業景況感指数



第6図：企業の投資マインド



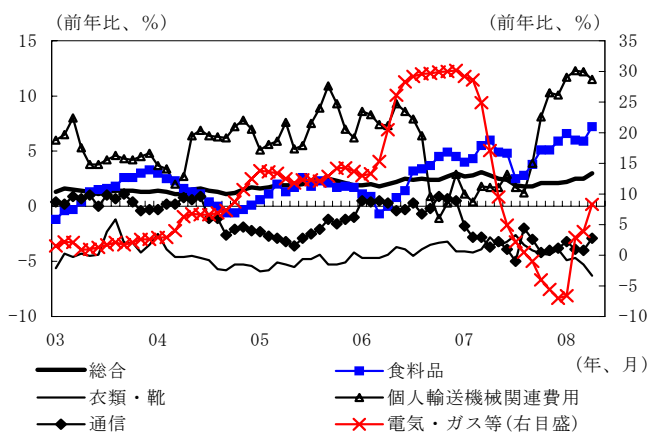
(2) 物価及び金融政策の動向

4月の消費者物価上昇率は、前年比3.0%と前月より0.5%ポイント上昇した（第7図）。食料品が前年比+7.2%と加速したほか、1月に大幅に値上げされた

電気ガス料金が前年比+8.3%まで上昇した。通信費の下落幅も縮小している。ガソリン価格などを含む個人輸送機械費用については、上昇率がやや低下した。しかし、原油価格が1バレル120ドルを上回る水準まで上昇していることから、反転上昇する可能性がある。穀物価格についても、今後の天候等によっては、さらに上昇することが考えられる。こうしたことから、消費者物価上昇率は当面、強含みで推移するとみられる。

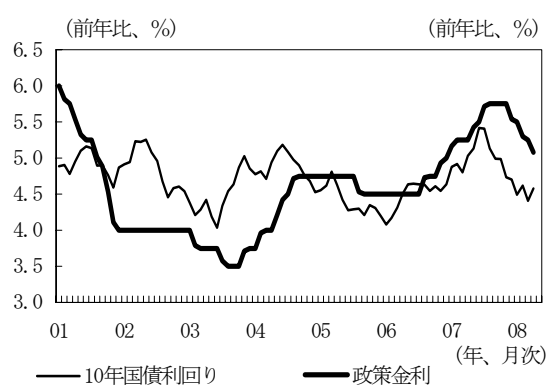
こうしたなか、5月8日の金融政策委員会（MPC）では、政策金利であるレポ金利が据え置かれた（第8図）。足元の消費者マインドの急激な悪化、住宅価格の下落等、景気の先行き不透明感が高まるなか、イングランド銀行の金融政策の運営は難しいものとなろう。

第7図：消費者物価動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：長短金利動向



(資料)英国統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 今後の見通し

2008年の英国景気は、総じて低い成長にとどまる見通しである。米国サブプライム住宅ローン問題に関連する多額の損失計上及び金融市場の混乱は、英国金融機関の貸出姿勢を厳格化させ、個人消費や設備投資に影響を与える結果、今後の英国景気回復の足取りを鈍いものにするであろう。2008年の実質GDP成長率は、1.4%にとどまろう。

2009年についても、年央頃まで、住宅価格の調整が続くと見込まれることから、逆資産効果などにより、個人消費の勢いは弱い。また、企業活動も低迷することから、設備投資の動きも鈍い。ただし、年後半には、米国をはじめとするグローバル景気が緩やかながら回復に転じるため、英国景気も回復に向かうであろう。しかし、実質GDP成長率は、潜在成長率を下回る水準にとどまることから、景気回復感は乏しいものになる。

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2007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)		
		2007年 (実績)	2008年 (見通し)	2009年 (見通し)	2007年 (実績)	2008年 (見通し)	2009年 (見通し)	2007年 (実績)	2008年 (見通し)	2009年 (見通し)
ユーロ圏(15カ国)	120,394	2.6	1.7	1.4	2.1	3.1	2.0	362	68	19
ドイツ	33,174	2.6	2.0	1.4	2.3	2.9	1.8	2,535	2,519	2,364
フランス	25,557	2.1	1.8	1.6	1.6	3.0	2.0	▲ 307	▲ 434	▲ 448
イタリア	21,016	1.6	0.6	1.0	2.1	3.0	2.3	▲ 512	▲ 578	▲ 546
英国	27,667	3.0	1.4	1.6	2.3	2.8	2.0	▲ 1,157	▲ 962	▲ 1,056

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏 (15カ国)			英国		
	2007年 (実績)	2008年 (見通し)	2009年 (見通し)	2007年 (実績)	2008年 (見通し)	2009年 (見通し)
名目GDP	4.8	4.3	3.6	6.2	4.8	4.1
実質GDP	2.6	1.7	1.4	3.0	1.4	1.6
<内需寄与度>	2.2	1.5	1.4	3.6	1.4	1.8
<外需寄与度>	0.4	0.2	0.0	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.2
個人消費	1.5	1.1	1.2	3.0	1.4	1.9
政府消費	2.2	1.3	1.6	1.6	1.1	1.4
総固定資本形成	4.1	2.8	1.7	6.1	2.3	2.8
在庫投資	207	184	196	64	51	48
純輸出	1,164	1,330	1,330	▲ 430	▲ 434	▲ 465

- (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せよう、宜しく願い申し上げます。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、弊社ホームページ <http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。