

# 西欧経済の見通し

～ユーロ圏は 2009 年前半にかけて景気後退が深刻化、  
英国も急速に景気が悪化、2009 年はマイナス成長～

## 1. ユーロ圏

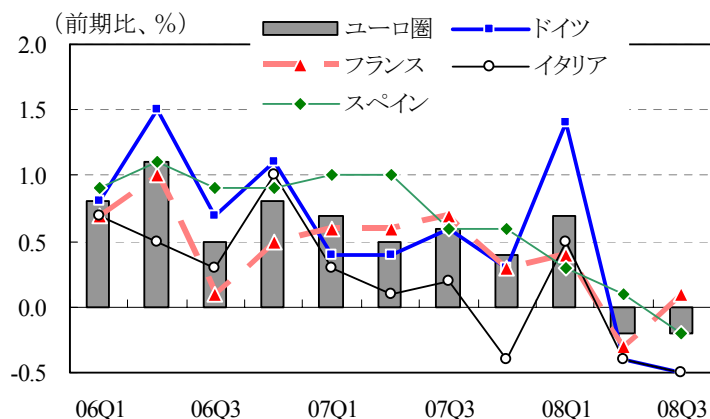
### (1) 景気の現状

実質 GDP は 2 四半  
期連続でマイナス  
成長を記録

ユーロ圏経済は、金融市場混乱の広がりや世界経済の減速をうけて急速に悪化し、事実上、景気後退局面に入った。第 3 四半期の実質 GDP 成長率（速報値）は、第 2 四半期と同じ前期比▲0.2%となり（年率換算では▲0.7%から▲0.8%へと小幅悪化）、99 年のユーロ導入以来初めて 2 四半期連続のマイナス成長を記録した。

国別にみると、ドイツとイタリアは、ともに前期比▲0.4%から同▲0.5%へとマイナス幅が拡大しており、スペインも▲0.2%と約 15 年振りにマイナス成長となった。その他、フランスは前期比▲0.3%から同+0.1%へと持ち直して辛うじて景気後退を免れたものの、オランダは第 2 四半期に続いて前期比横這いにとどまり、残りの小国はいずれも前期から成長率を鈍化させた。

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

**外需の落ち込みと設備・建設投資の低迷が景気悪化の主因に**

需要項目別の内訳は12月4日に発表される予定だが、景気悪化の主因は、7月まで続いたユーロ高や、米国を始めとする世界景気の減速の影響による外需の落ち込みである。一方、個人消費は、エネルギー・食料品価格の上昇の一服をうけて、小幅ながら3四半期振りに増加に転じた模様だ。その他、政府消費は引き続きプラスの伸びが見込まれるものの、設備・建設投資については、企業マインドの慎重化や資金調達環境の悪化などから低迷を続けた公算が大きい。

**内外の需要減退をうけて、生産は急速な落ち込み**

月次指標をみると、9月の鉱工業生産は、前月比▲1.6%、前年比▲2.4%と急速な落ち込みを示している。耐久消費財や中間財の減少幅が拡大したほか、エネルギーや資本財も含めた全項目が前年の水準を下回った。域外向け輸出は、米国、英国、日本などの先進国向けが減少基調に転じたほか、ロシア・中東欧などの新興国向けの伸びも鈍化してきた。消費も、小売売上数量が9月まで低迷を続けている（第2図）。

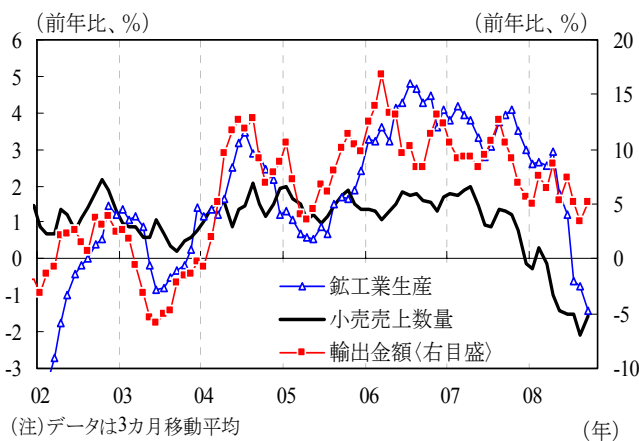
**金融危機が広がるなか、企業・消費者マインドが大幅に悪化**

9月中旬の米投資銀行破綻をきっかけとして、欧州にも金融危機が波及し、企業・家計のマインドは更に下押しされた模様だ。10月以降の指標はまだ出揃っていないものの、欧州委員会発表の10月のユーロ圏総合景況感指数は、前月比7.1ポイント低下の80.4と、15年振りの低水準となった。経済成長率との相関が高いユーロ圏購買担当者指数（PMI）も、10月には製造業が45.0から41.1へ、サービス業が48.4から45.8へと大幅に低下し、第4四半期にかけて一段の落ち込みを示唆している（第3図）。

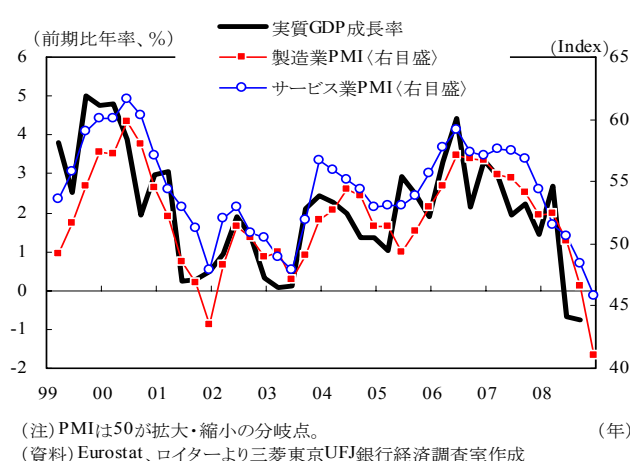
**ECBは10月の緊急利下げに続き、11月にも追加利下げを実施**

そうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は、10月8日に他の欧米中銀と協調して50bpの緊急利下げを実施したのに続き、11月6日の定例理事会でも50bpの追加利下げを実施し（政策金利は現状3.25%）、金融危機の拡大と景気後退の深刻化に歯止めをかけるべく、金融緩和を続ける姿勢を鮮明にしている。

第2図：ユーロ圏の輸出・生産・小売動向



第3図：ユーロ圏 PMI と実質 GDP 成長率



## (2) 今後の見通し

2009 年前半にかけて景気後退が深刻化し、通年の成長率もマイナスへ

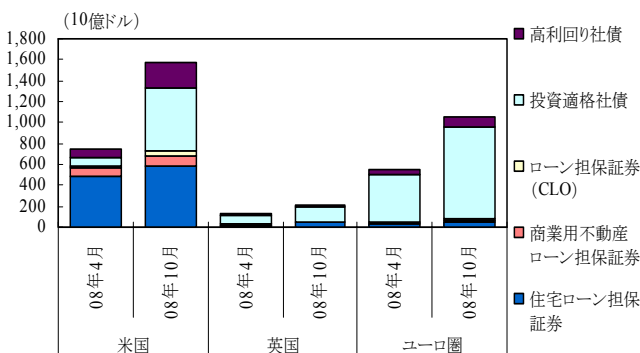
ユーロ圏経済は、2009 年前半にかけて景気後退が一段と深刻化するとみられる。グローバル金融危機の拡大をうけた信用収縮が消費や投資を下押しするほか、新興国も含めた世界景気の減速により外需の下支えも期待できない。これまで景気下押し要因となってきた原油価格・ユーロ相場下落や ECB による大幅利下げ、各国政府の景気対策などは下支え効果としてある程度期待できるものの、景気後退を回避するまでには至らない。金融資本市場の安定化や世界景気の回復をうけて、ユーロ圏景気が上向くのは、早くても 2009 年末頃からとなろう。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、2007 年の 2.6% に対し、2008 年は 1.0% まで低下すると見込まれ、2009 年には▲0.8% と大幅なマイナス成長を余儀なくされる見通しである。

### ① 強まる信用収縮の懸念

政府・中銀の金融対策は拡充されたが、金融不安は当面熾り続ける見込み

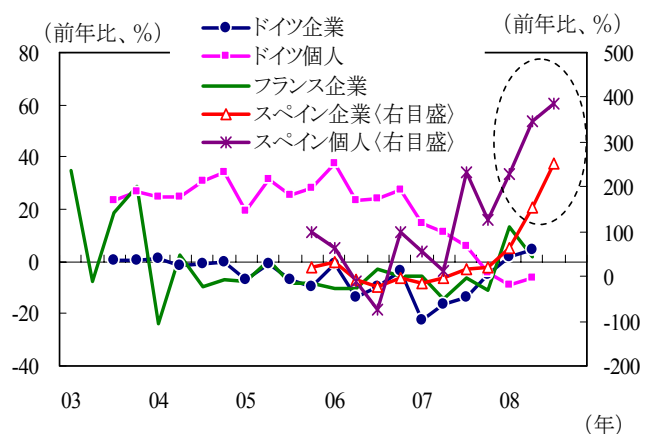
9 月中旬の米投資銀行の破綻をきっかけとして、欧州にも銀行間貸出市場の麻痺や株価急落などの混乱が広がり、資金繰り難に陥った金融機関の救済が相次いだ。ECB による大幅利下げや流動性供給策の拡充、公的資金の注入や債務保証を柱とする各国政府の包括的銀行救済策の発表・実施をうけて、金融市場は幾分落ち着きを取り戻したものの、正常化までには時間を要する。イングランド銀行 (BOE) の推計によれば、欧米金融機関の損失はサブプライム以外の住宅ローンや商業用不動産を裏付けとする証券化商品、社債等へも急速に拡大しており (第 4 図)、景気悪化が進むスペインでは個人破産や企業倒産が急増するなど、不良債権の増大のリスクも顕在化してきた (第 5 図)。各国政府の対策を積み上げると、資本注入はユーロ圏 GDP 比 2.3% の規模になる、銀行の資本不足を解消して信用拡大につなげるのに十分とはいえず、金融不安は当面熾り続けるとみられる。

第 4 図：欧米市場の金融商品の時価評価損



(注) 米国CLO (07年5月以降) を除き、07年1月以降の推定時価評価損失額。ユーロ圏の不動産ローン担保証券は、ドイツ、アイルランド、オランダ、ポルトガル、スペインの合計。英国とユーロ圏は4/22、10/20付けの為替レートで米ドルに換算。  
(資料) BOE, Financial Stability Report, Oct 2008より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図：各国の企業倒産・個人破産件数



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

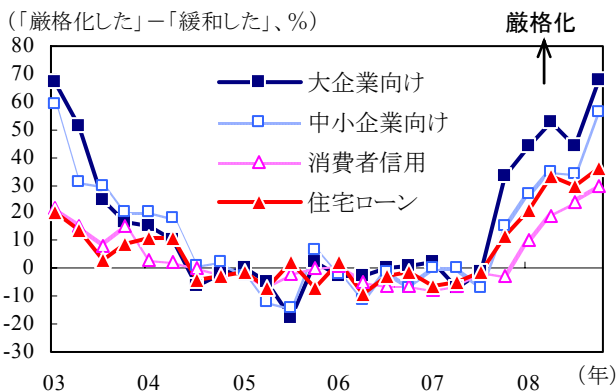
**金融危機の実体経済への影響が顕在化するの、むしろこれから**

9月中旬以降のグローバル金融危機の実体経済への影響が顕在化してくるのは、むしろこれからであろう。ECBの銀行貸出調査（直近は10月）によると、ユーロ圏の銀行は3ヵ月前に比べて貸出基準を大幅に厳格化しており、金利マージン引き上げなどの貸出条件の厳格化も進んでいる（第6図、第7図）。実際の貸出は9月までのところ緩やかな鈍化にとどまっているが、景気停滞が長引けば、企業収益や財務内容の悪化をうけた銀行の信用引き締めが景気をさらに下押しし、負の連鎖に陥ることが懸念される。

**危機前の住宅・信用バブルの過熱度や、銀行部門の脆弱性の違いが、各国の調整過程に影響**

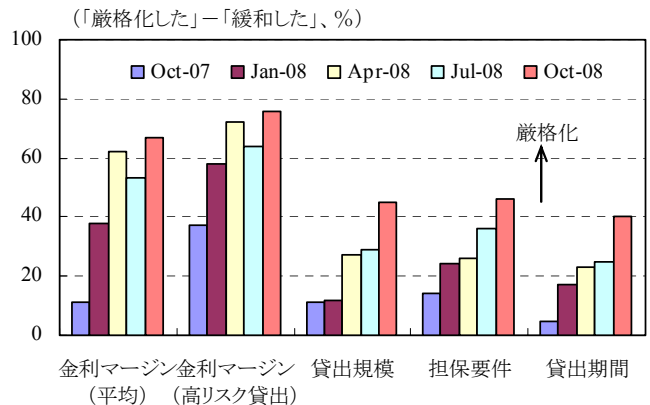
金融危機による実体経済への波及の大きさは、危機発生前の住宅・信用バブルの過熱度の違いによっても左右される。ユーロ圏内では、アイルランドやスペインが大幅な調整リスクを抱える一方、ドイツやポルトガルは調整圧力が比較的軽微にとどまるなど、域内の景気格差が広がる要因となる可能性がある（第8図）。他方、各国の金融制度の違いによる面はあるものの、欧州の一部の国は、銀行のレバレッジ比率や市場性資金への依存度が高まるなどの構造的な脆弱性を孕んでおり、これら的是正にはかなりの時間がかかるとみられる（第9図）。

第6図：ユーロ圏の銀行貸出基準の変化



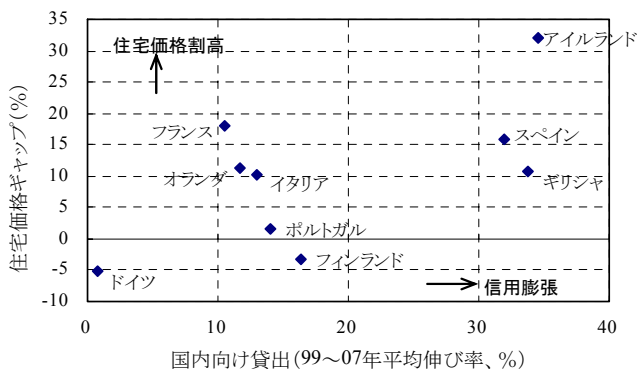
(資料) ECB銀行貸出調査より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：ユーロ圏の銀行貸出条件（企業向け）



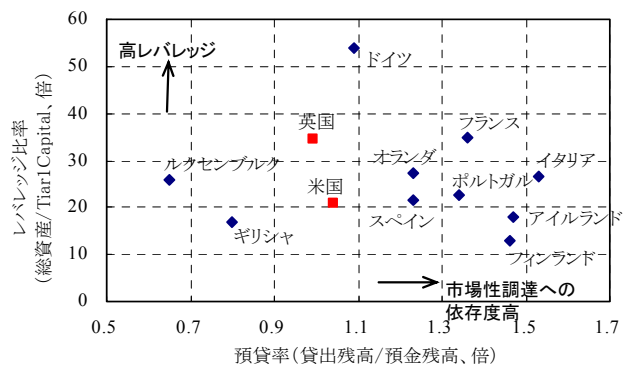
(資料) ECB銀行貸出調査より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：危機前の住宅・信用バブルの過熱度



(注) 住宅価格ギャップは、IMFが試算した適正水準からの乖離率。  
(資料) IMF、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：銀行のレバレッジ比率と預貸率



(注) レバレッジ比率はバンカー誌"TOP1000 World Bank"の各国上位3行の加重平均。  
(資料) The Banker、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ② 新興国への金融危機の連鎖

新興国向け貿易・投資拡大の好循環が、金融危機の波及により逆転

昨年までの景気拡大局面では、ロシア・中東欧などの新興国向けの貿易・投資の拡大が、ドイツをはじめとするユーロ圏経済の成長に大きく貢献してきた（第1表）。中東欧諸国との間では、EU拡大を背景に貿易面のみならず金融面での一体化も進んでおり、欧州新興国向け与信残高を国籍別にみると、西欧の銀行が圧倒的なシェアを占める（第10図）

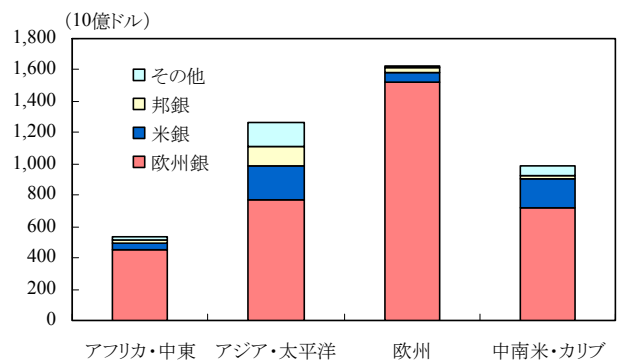
しかし、10月以降、欧米先進国の金融危機と信用収縮が欧州の小国や新興国の一部にも波及したことで、これまでの好循環は逆転しつつある。直接投資の流入や対外借入を梃子に高成長を続けてきた新興国経済は、外資の引き揚げをうけて急速な成長鈍化に向かうとみられる一方、これらの国の景気減速は、①輸出先としての新興国の需要減退、②多国籍化したユーロ圏企業の海外売上や企業収益の悪化、③同地域へ積極展開しているユーロ圏の銀行の与信コスト増加、などを通じてユーロ圏経済にも跳ね返るため、先進国と新興国の双方に連鎖的な景気悪化をもたらす可能性が高い。

第1表：ユーロ圏の欧州新興国向け輸出

	全輸出			中東欧・ロシア・トルコ向け輸出			
	10億€	前年比増加率	GDP比	10億€	前年比増加率	全輸出に占める割合	GDP比
99	813.7		12.7%	106.9		13.1%	1.7%
00	997.9	23%	14.8%	138.7	29.8%	13.9%	2.1%
01	1,059.2	6%	15.0%	149.6	7.8%	14.1%	2.1%
02	1,078.5	2%	14.8%	162.5	8.6%	15.1%	2.2%
03	1,056.6	-2%	14.1%	174.7	7.5%	16.5%	2.3%
04	1,144.4	8%	14.7%	201.6	15.4%	17.6%	2.6%
05	1,238.3	8%	15.3%	231.6	14.9%	18.7%	2.9%
06	1,384.9	12%	16.3%	283.8	22.5%	20.5%	3.3%
07	1,502.5	8%	16.8%	328.1	15.6%	21.8%	3.7%

(資料) ECB月報より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：BIS報告銀行の新興国向け与信残高



(注) BIS報告銀行による2008年6月末時点の残高(最終リスクベース)  
(資料) BIS国際与信統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ③ 各国の財政状況と景気対策

財政政策の自由度はかつてより増したが、財政出動の余地は大きくない

景気後退の深刻化を回避するため、各国政府は財政出動を含む景気対策による梃入れに踏み出している。フランス、スペインに続いて、ドイツが大型景気対策を発表しており、EUレベルでも自動車産業などの産業支援策が発表される予定だ（第2表）。各国財政の改善に加え、かつては景気減速下で財政引き締めを強いられるなど、景気循環を増幅させるとの批判が高かったEUの「安定成長協定」も2005年に運用が弾力化され、かつてに比べれば財政政策の自由度は高まっている。

しかし、ドイツの対策も所謂「真水」部分は経済規模に比して小さく、財政赤字と政府債務の削減が遅れているイタリア、フランスは、裁量的な財政出動の余地がさらに乏しい（第11図）。足元でのソブリン・スプレッドの拡大は、財政規律の緩和や域内経済格差への懸念を反映したも

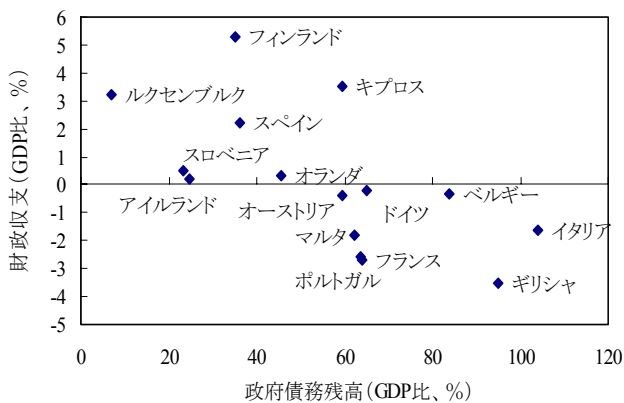
のとみられ、将来的には、景気挺入れの代償として、財政問題がユーロの信認低下につながるリスクにも留意しておく必要がある（第12図）。

第2表 ユーロ圏各国とEUの景気対策

EU	欧州委員会が、①欧州投資銀行(EIB)による中小企業への融資、②エコカーや省エネ住宅等の技術促進、③税制等による省エネ製品・サービスの需要喚起、④貿易協定締結による輸出機会創出、の枠組みを承認。欧州投資銀行(EIB)を通じて自動車産業へ最大400億€の低利融資を検討中。
ドイツ	2012年までの4年間で総額500億€の景気対策を閣議決定。ただし、10月に発表済みの雇用保険料引き下げ等と合わせ、“真水”は09-10年の2年間で120億€(GDP比0.5%)程度。 内容は、①減価償却率引き上げ、②新車購入時の自動車税免除、③政府系金融機関による低利融資、④暖房効率向上のための建物改修に対する税控除、⑤交通インフラ整備、⑥操業短縮への手当支給など。
フランス	①政府系投資ファンド設立による企業救済(報道によると1000億€、GDP比5%) ②2009年末までの新規投資に関する事業所税(地方税)の免除(11億€) ③企業の研究開発費用(30%を法人税から税額控除)に関する税控除の即時還付 ④金融機関との間にとって中小企業の資金調達を支援する仲介機関を創設 ⑤政府補助金(2.5億€)を用いた10万人の雇用創出(夏の計画から4万人積み増し)
イタリア	2011年までの3年間で総額800億€(GDP比5.2%)の景気対策を実施する方針。EU資金を活用した環境、研究・開発分野への投資や交通インフラ投資が中心だが、企業向け減税、家計向け補助金等も盛り込まれる見通し。
スペイン	①失業者の住宅ローン返済を一部延期 ②住宅購入支援と代替エネルギー産業等の雇用創出への支援(09~10年に1.7億€)

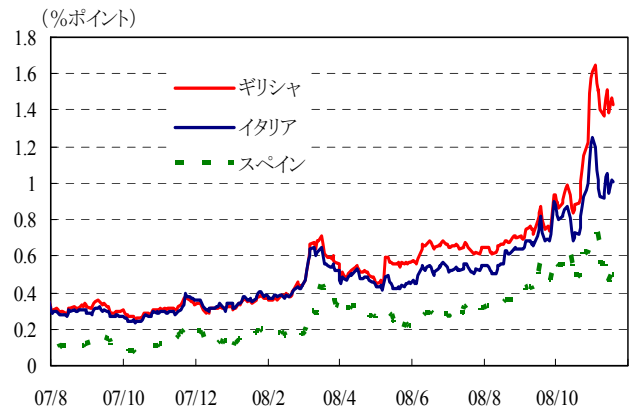
(資料)各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：各国の財政状況（2007年）



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：各国国債とドイツ国債の利回り格差



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年)

#### ④ 部門別の動向

設備投資は今後一段の調整へ、輸出も減速基調が継続

企業部門をみると、アイルランド、スペイン、フランスなどで建設・不動産不況が深刻化しているほか、ドイツでも自動車産業を中心に生産調整の動きが広がっている。設備稼働率はまだ長期平均レベルを維持しているものの、急速な需要減退と在庫調整圧力の高まりから、先行きは大幅な低下が予想される。加えて、単位労働コスト上昇に伴う企業収益の悪化や資金調達環境の悪化も続くことから、設備投資は来年前半にかけて一段と抑制されよう。輸出については、7月以降のユーロ相場の大幅下落が半年～1年程度のラグを伴って対外競争力の回復につながる事が期待されるが、主要輸出先である米国、英国の景気悪化に加え、新興国の成長鈍化もあり、来年半ば頃までは減速基調が続くとみられる。

家計部門については、8～9月に底入れの兆しを見せていた消費者マインドが、10月に再び大きく悪化している。失業率は、これまでの構造改

雇用悪化や住宅価格下落の逆資産効果などから、消費は足踏み

革の効果などから、過去の景気下降局面に比べると緩やかな上昇にとどまっているが（3月の7.2%を底に9月の7.5%まで上昇）、10月まで失業率の低下が続いたドイツでも、操業短縮や雇用削減の発表が相次ぐなど、雇用調整が本格化する兆しが表れている。個人消費は、インフレ率の急速な低下に伴って下げ止まる見込みだが、雇用悪化による消費者マインドの冷え込みなどから、足踏み傾向が続くとみられる。また、アイルランドに続いて、スペイン、フランスでも住宅価格が下落に転じており、これらの国では逆資産効果が消費の下押し要因となろう。

### ⑤ 物価と金融政策

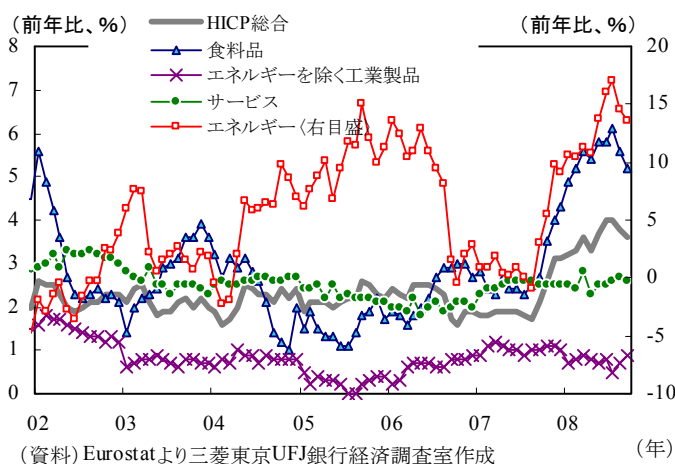
インフレ率は2009年半ばには2%近辺へ

ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP、前年比）は、エネルギー・食料品価格上昇の一服をうけて、7月の4.0%をピークに10月の3.2%まで低下した（第13図）。原油価格が調整局面入りしたことに加え、懸念されたドイツ金属産業労組（IGメタル）の賃金交渉が、労組の当初要求8%に対して実質3%強のコスト増と穏当な内容で妥結するなど、コスト面からのインフレ圧力は後退しており、今後は景気後退に伴う需要減退も見込まれる。2009年にかけて原油価格の低位安定が続くとこの当室見通しを前提とすれば、インフレ率は従来想定されたよりも早く、2009年半ば頃にはECBが物価安定の目安とする2%近辺へ低下するとみられる。

ECBは金融緩和を継続～金利は2%を下回る水準へ

金融政策についてみると、トリシェECB総裁は、11月6日の利下げ実施後の記者会見で、当日の利下げ幅を上回る75bp利下げも検討したことを明らかにしたほか、12月の次回会合での追加利下げの可能性も排除しないと述べるなど、金融緩和継続の姿勢を明確にしている。景気後退深刻化のリスクが高まるなか、ECBがインフレ抑制から景気下支えへと完全に軸足を移したことを踏まえると、政策金利はユーロ導入後の最低水準である2%を下回る水準まで引き下げられる公算が大きい。

第13図：ユーロ圏の消費者物価の推移



## ⑥ ユーロ為替相場

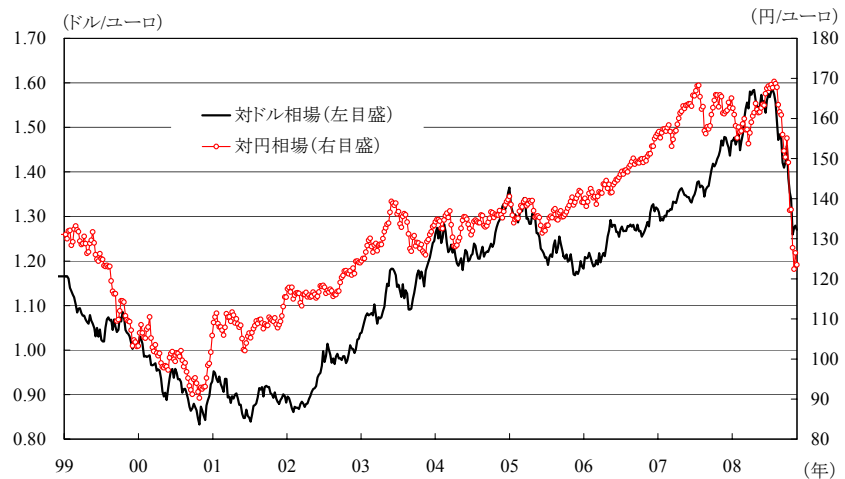
2009年にかけてユーロ安傾向が継続、年後半から底固めへ

中期的には、金融危機がEU統合の深化を後押しするかがポイントに

ユーロ対ドル相場は、7月中旬に1ユーロ=1.6ドル台の過去最高値を付けた後に急落し、足元1.25ドル近辺で推移している。金融市場混乱を受けた投資家のリスク回避姿勢の高まりによりドルへの資金回帰が続いていること、米国に比べユーロ圏の方が利下げ余地が大きいこと、などから当面はユーロ安傾向が続くと見られる。金融市場の安定化と世界経済の回復が視野に入る2009年後半からは、投資先多様化の動きが再開するなかで、ユーロ相場も底固めに入るとみられる。

なお、11月14-15日にはワシントンでG20緊急金融サミットが開催され、各国首脳の間でグローバル金融危機への対応が協議された。直接相場に影響を与える材料には乏しかったものの、新興国も含め、危機後の新たな金融秩序の構築を目指す動きが加速しており、欧州からもブラウン英首相（ユーロ不参加）やサルコジ仏首相などの積極的な発言が伝えられている。今回の金融危機においては、EUの“政治統合なき経済統合”の限界が露呈する一方で、北欧諸国やポーランドなどが市場の信認を確保するためにユーロ導入を急ぐ動きも出てきた。より中期的な観点からは、EUが今後、求心力を高めて域内統合を深化させることができるかも、ユーロ相場の方向性を決めるポイントになってこよう。一方で、米国が金融・住宅市場の正常化と財政規律の回復に手間取るようなら、大幅な“双子の赤字”のファイナンスが困難となり、基軸通貨としてのドルの地位低下に拍車がかかる可能性も否定できない。

第14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) 景気及び金融市場の動向

金融資本市場は小康状態に

9 月半ばからのグローバルな金融危機への対策として、英国政府は 10 月 8 日に銀行支援策を発表した。その後、今年末を期限とする大手銀行の資本増強を支援するため、13 日には大手銀行のうち 3 行に対し、公的資金による資本注入の実施が公表された。こうした一連の施策の効果により、株価は下げ止まったほか、短期金融市場では、依然流動性は不足しているものの、小康状態を保っている（第 15、16 図）。

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 0.3%にとどまる

しかし、実体経済は急速に悪化している。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比▲0.5%、前年比 0.3%にとどまった（第 17 図）。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、最大の需要項目である個人消費が大きく落ち込んだ可能性が高い。そのほかにも、設備投資を含む総固定資本形成が不振であったとみられる。

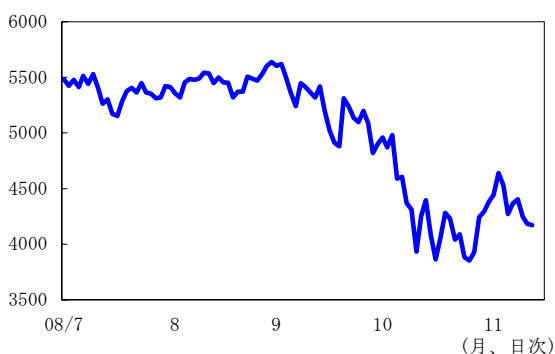
住宅価格は前年比 2 桁の下落が続く

また、住宅価格の下落に歯止めがかからない。HBOS が公表している住宅価格指数の推移をみると、10 月には前年比▲15.0%と、マイナス幅の拡大が続いている（第 18 図）。イングランド銀行（BOE）による利下げ効果が期待される場所であるが、現下の逼迫した金融環境を踏まえると、これまで引き締められてきた金融機関の貸出姿勢が緩和される可能性は小さく貸出金利の引き下げは限定的なものにとどまるであろう（第 1 表）。そのため、住宅価格についても底値がみえず、自律的に住宅需要が出てくる水準まで下落し続ける可能性が高い。

消費者マインドは悪化

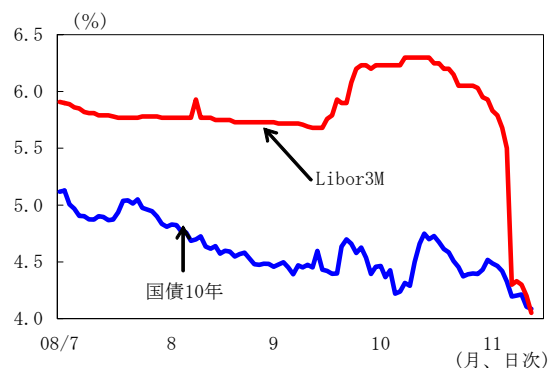
消費者心理は大幅に悪化している。10 月の消費者信頼感指数は再び下落した（第 19 図）。これまでは、経済状況の見方の悪化やインフレに対する懸念の高まりが消費者マインドを悪化させてきたが、10 月の指数の低下は、購買計画や貯蓄動向の低下が指数を押し下げたという点で異なる。これらは、個人消費に直結する項目であり、今後の個人消費の動向が懸念される。

第 15 図： FTSE100 株価指数推移



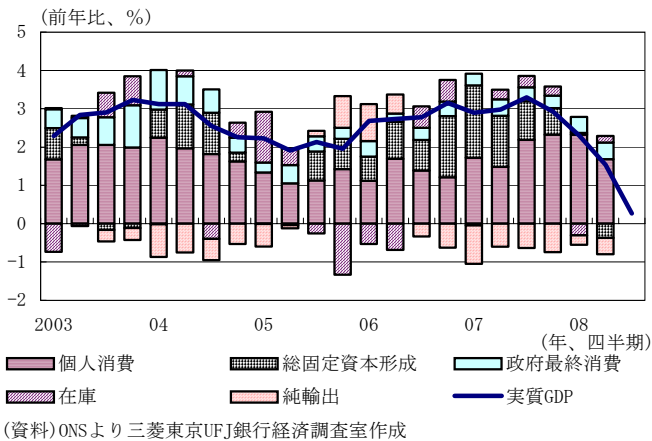
(資料)FACTSETより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 図： 短期及び長期金利の動向

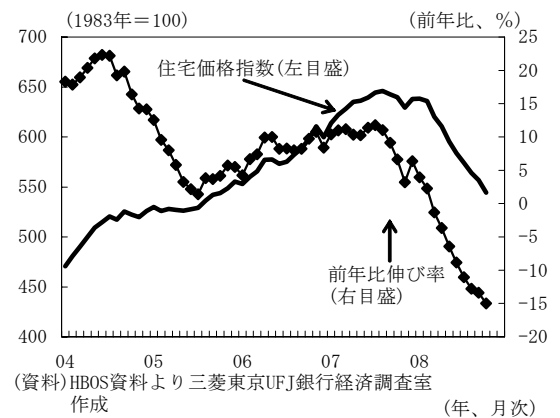


(資料)FACTSETより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 17 図：実質 GDP 成長率推移



第 18 図：住宅価格の動向



第 1 表：金融機関の貸出姿勢

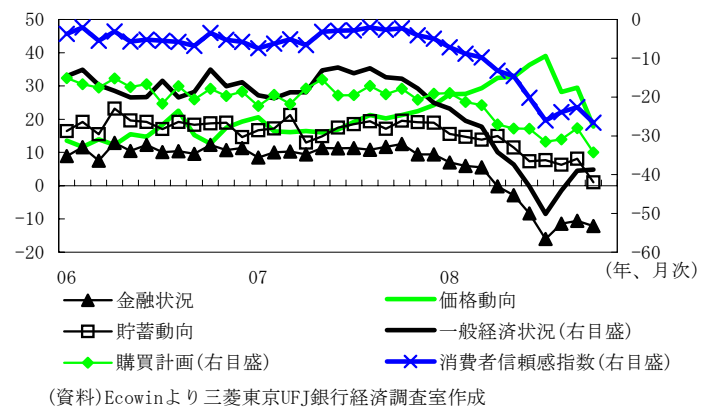
(単位：%ポイント)

	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	-47.0	-24.0	-32.1
9月	-39.3	-27.5	-36.2
12月(見込み)	-16.8	-32	-8.8

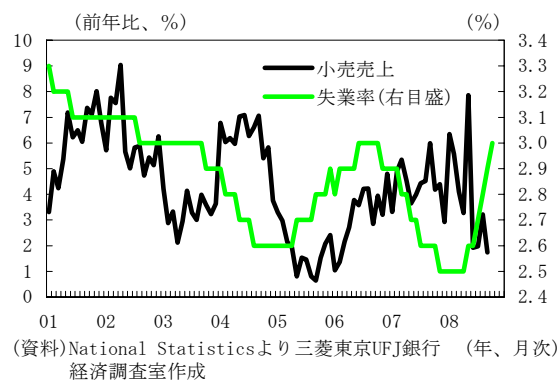
(注)マイナス幅が大きいほど、貸出姿勢を引き締めたことを意味する。大きく変化したところは変化が小さいとしたところの2倍のウェイトにしている。

(資料)BOE「Credit Conditions Survey」

第 19 図：消費者信頼感指数



第 20 図；小売売上及び失業率の動向



雇用情勢は悪化、  
小売売上も不振

低価格志向を強める  
消費者

今後、懸念されるのは、雇用情勢の急速な悪化である。10月の失業率は3.0%と4ヶ月連続で上昇した(第20図)。失業者数が増加していることからすると、失業率の上昇傾向は継続し、一段と加速する可能性がある。こうしたなかで、実質小売売上も大きく減速している。9月には前年比+1.7%まで減速している。消費者は価格志向を強めており、より安い商品を求める傾向が強まっている。

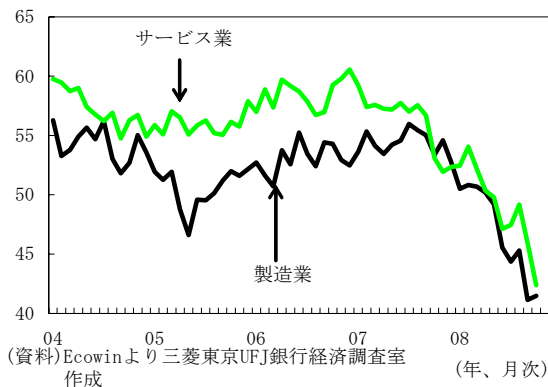
## 企業部門は低迷

企業部門も低迷している。購買担当者指数は、ほぼ失速状態にある（第21図）。製造業、サービス業ともに個人消費等の需要減速の影響が現れており、鉱工業生産については、5ヶ月連続して、全ての財の生産が前年水準を下回るなど、不振を極めている（第22図）。特に、自動車を中心とする耐久消費財は、自動車販売の不振を受けて、前年比のマイナス幅が大きくなっている。

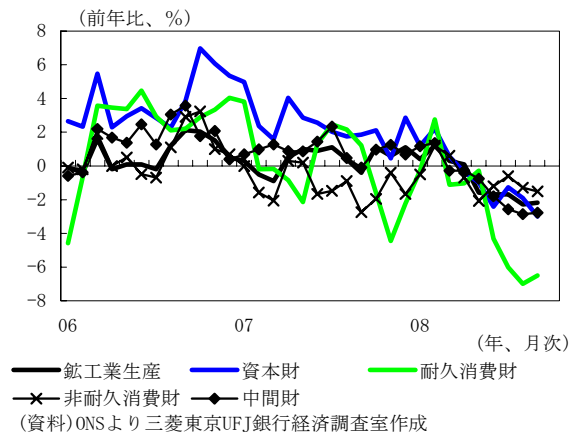
## 特に、耐久消費財の生産が不振

こうした状況下、企業の設備投資意欲は後退している。製造業、サービス業、いずれも設備投資を減らすという割合が高くなっており、設備投資についても、厳しい状況が続くとみられる（第23図）。

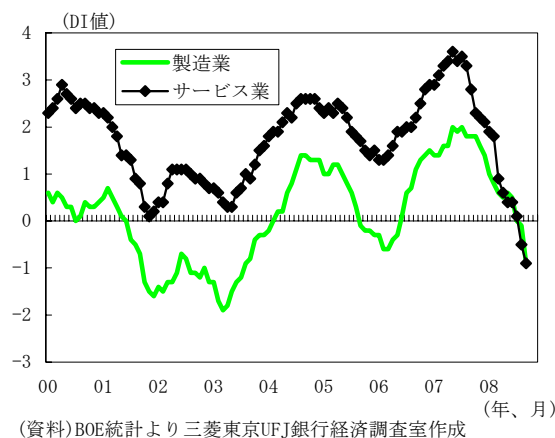
第21図：購買担当者指数



第22図：鉱工業生産指数



第23図：設備投資意欲



## (2) 物価と金融政策

### 10月の消費者物価上昇率はガソリン価格の低下で4.5%へと低下

10月の消費者物価上昇率は前年比4.5%と前月の同5.2%から大きく低下した（第24図）。電気・ガス料金等の公共料金は大幅引き上げの影響で前年比39.3%と高止まったが、原油価格の下落に伴うガソリン価格の大幅な値下げにより、個人輸送機械関連費用の上昇率が大きく鈍化したため、全体の消費者物価上昇率は低下した。11月に入り、原油価格はさらに下

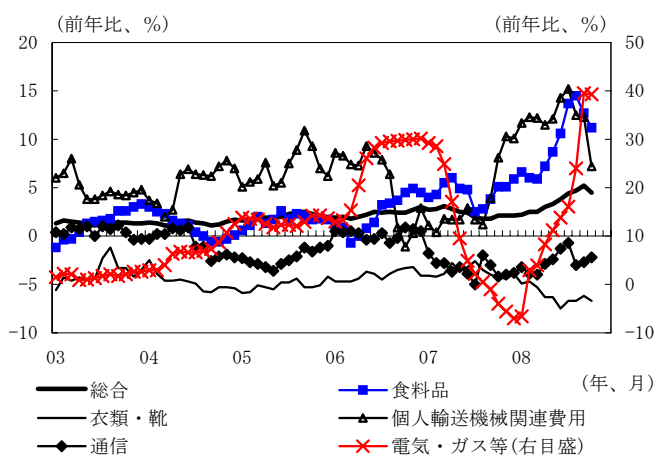
BOE は 11 月の MPC で 150bp の利下げを実施

来年半ばにかけて、さらに 150bp の利下げを実施

落していることから、消費者物価上昇率は、当面、弱含みで推移するであろう。

イングランド銀行（BOE）は、11月6日に、事前の市場の予想を上回る150bpの利下げを実施した。BOEは、インフレリスクは確実に低下しているとしていることから、需要の減少に伴うデフレを警戒し始めたといえよう。政策金利の引き下げに伴い、短期金利も低下したが、3ヶ月物のインターバンク金利と政策金利の差は依然100bpあり、短期金融市場の機能が正常化したわけではない。また、短期金融市場の流動性は、依然、不足している。英国景気の悪化が当面続くことからBOEは来年半ばにかけてさらに総計150bpの利下げを実施する見通しである。

第24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

### (3) 今後の見通し

2009 年はマイナス成長の見込み

英国経済は2009年にかけて低迷するとみる。今年7-9月期の実質GDP成長率は前期比で既にマイナスとなったが、2009年は年平均でマイナス成長が予想される。

英国政府は、現在、財政支出を使った経済対策を策定中である。英国政府は労働党が政権についた97年以降、財政赤字の拡大や、政府債務残高の増加を防ぐための財政運営ルールを策定し、それに沿った財政政策を実施してきた(第2表)。しかし、最近の金融危機の拡大、急速な景気の悪化に対処するために、ダーリング財務相は、これまでの財政運営ルールを抜本的に改革し、減税や財政支出の拡大を実施する方針を発表した。

財政出動により、英国経済はどの程度回復するかということが焦点となるが、英国経済の構造が財政支出による乗数効果を期待しにくい構造にあることに留意しておく必要がある。まず、所得税の減税により、個人消費の浮揚を図ろうとしても、個人の債務負担が主要先進国で最も重い英国では、雇用環境の悪化などもあり、減税分が債務の返済に回る可能性が高

第2表：英国政府の財政運営ルール

Golden Rule	・ 政府の借入は投資資金のみを対象に行い、その他の経常支出のために借入を行うことはできない。
	・ 政府は、経常的な歳出入の収支がゼロあるいは黒字となるように予算を策定。
Sustainable investment rule	・ 政府部門の純債務残高の対GDP比率が安定的に規律ある水準を維持するように予算を策定する。
	・ 純債務残高の対GDP比率は40%以下の水準を維持する。

(注) これらは、1回の景気循環において平均値として実現できればよいとされている

2009 年はマイナス成長の見込み

い。また、財政支出を拡大しても、英国では外国企業が多く活動しており、現下の情勢を踏まえれば、その所得は、英国内で再投資等に回るよりは配当等で母国企業に流出することが十分に考えられる。

英国経済の回復シナリオを見出せず

英国経済の回復には、金融部門の復活が不可欠であるが、現在のグローバルな金融危機が収束するには時間がかかるとみられる。また、景気悪化とともに、金融機関の不良債権は増加することは確実であり、それも金融部門の回復を遅らせることになるだろう。

今回の景気後退から英国が抜け出すには相当な時間がかかるとみられる。2008年、2009年の実質GDP成長率は、それぞれ0.8%、▲1.8%を予想する。英国経済の回復は2010年以降となろう。

(ロンドン駐在 本多 克幸)

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)	121,220	2.6	1.0	▲ 0.8	2.1	3.4	1.9	362	▲ 257	▲ 188
ドイツ	33,174	2.6	1.3	▲ 0.9	2.3	2.9	1.8	2,485	2,485	2,018
フランス	25,898	2.1	0.9	▲ 0.5	1.6	3.3	1.5	▲ 312	▲ 509	▲ 448
イタリア	21,016	1.4	▲ 0.4	▲ 1.1	2.1	3.5	2.0	▲ 512	▲ 631	▲ 473
英 国	27,709	3.0	0.8	▲ 1.8	2.3	3.7	2.7	▲ 1,052	▲ 740	▲ 703

(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	5.0	3.2	1.2	6.2	5.5	0.8
実質GDP	2.6	1.0	▲ 0.8	3.0	0.8	▲ 1.8
<内需寄与度>	2.3	0.7	▲ 0.5	3.8	0.6	▲ 2.2
<外需寄与度>	0.3	0.2	▲ 0.3	▲ 0.7	0.2	0.4
個人消費	1.6	0.3	0.3	3.0	1.8	▲ 2.2
政府消費	2.3	1.6	1.7	0.4	0.4	0.1
総固定資本形成	4.2	1.3	▲ 4.0	7.1	▲ 3.2	▲ 4.2
在庫投資	166	149	59	80	38	23
純輸出	1,129	1,312	1,065	▲ 404	▲ 385	▲ 333

- (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。2009年からスロバキアが参加し16カ国となる予定。  
 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。