

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏景気に足踏み感、英国では悪天候により 1-3 月期成長率が減速の可能性も～

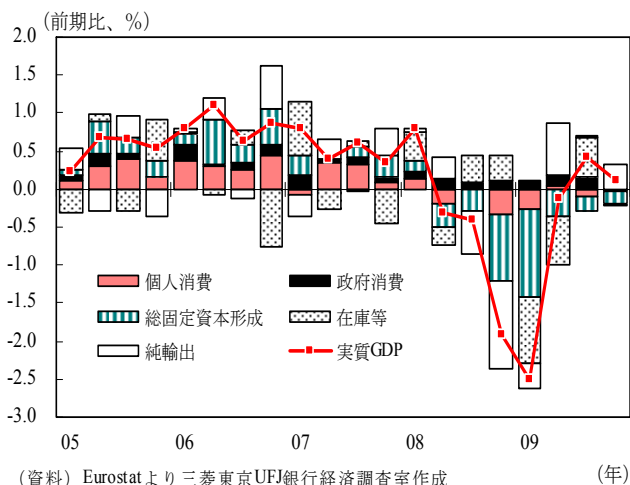
1. ユーロ圏

(1) 景気動向

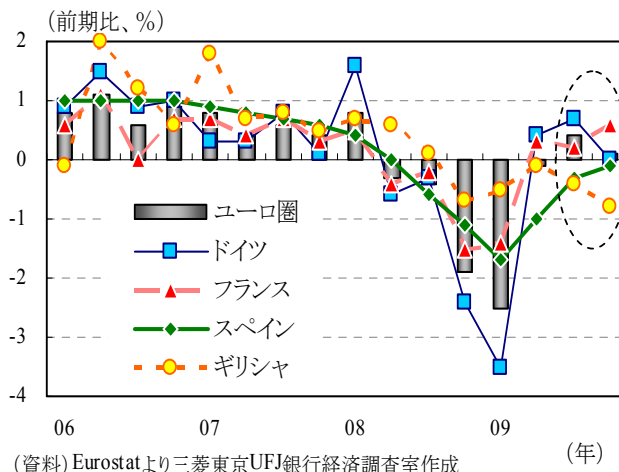
昨年末は、内需の
落ち込みにより景
気回復ペースが鈍
化

ユーロ圏の昨年第 4 四半期の実質 GDP 成長率（改定値）は、速報値と同じ前期比 0.1%にとどまり、第 3 四半期の同 0.4%から大きく鈍化したことが確認された。需要項目別にみると、輸出が前期比+1.7%と、前期の同+2.9%に続いて高めの伸びを維持する一方、輸入の伸びは同+0.8%へ大幅に減速したことから、外需（純輸出）が唯一、成長の押し上げ要因となった。しかし、ドイツでの自動車買換え奨励策（廃車奨励金）終了の影響などから個人消費が前期比横這いにとどまったほか、設備・建設投資からなる総固定資本形成も同▲0.8%と前期（同▲0.9%）並みのマイナスが続き、政府消費も同▲0.1%と小幅ながらマイナスに転じるなど、内需は総じて低調であった（第 1 図）。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



第 2 図：各国の実質 GDP 成長率



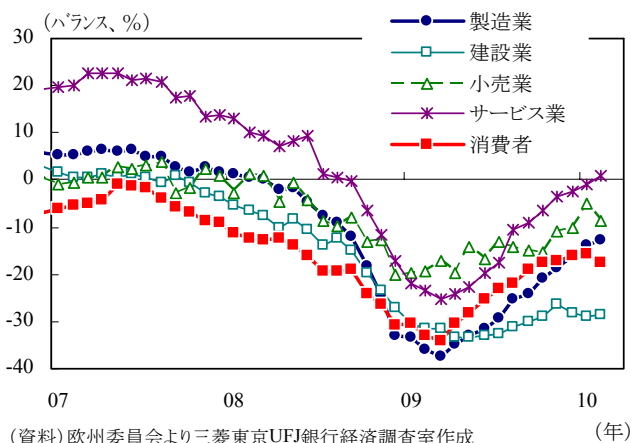
コア国と周縁国の景気格差が広がる

主要国の第4四半期実質GDPをみると、景気対策の規模や対外競争力の格差を反映して、国ごとの回復過程の違いが鮮明になっている(第2図)。フランスでは、廃車奨励金減額前の駆け込み需要で自動車販売が盛り上がったことから、個人消費が成長を牽引し、全体でも前期比+0.6%と前期の同+0.2%から加速した。年明け後は、廃車奨励金をはじめとする景気対策の規模が縮小するものの、削減ペースは緩やかなものにとどまることから、今後も相対的に安定した景気展開が予想される。ドイツは、昨年第2、第3四半期に急ピッチの回復を示した後、第4四半期は前期比横這いにとどまった。内訳をみると、自動車販売の反動減により景気回復の勢いが削がれたものの(個人消費は前期比▲0.9%)、景気回復の起点となる輸出は前期比+3.0%と好調を維持している。先行きについては、雇用や設備の調整圧力が残るものの、新興国向け輸出拡大や年初からの減税が下支えになるため、景気腰折れは回避されよう。他方、イタリアは、輸出の伸び悩み(前期比+0.1%)や設備・建設投資の縮小(同▲1.0%)から、前期比▲0.3%とマイナス成長に転じ、財政問題に揺れる南欧諸国も、スペインが同▲0.1%、ポルトガルが同▲0.2%(第2、第3四半期のプラス成長からマイナスに転落)、ギリシャが同▲0.8%(前期の同▲0.5%からマイナス幅が拡大)と、回復が遅れている。

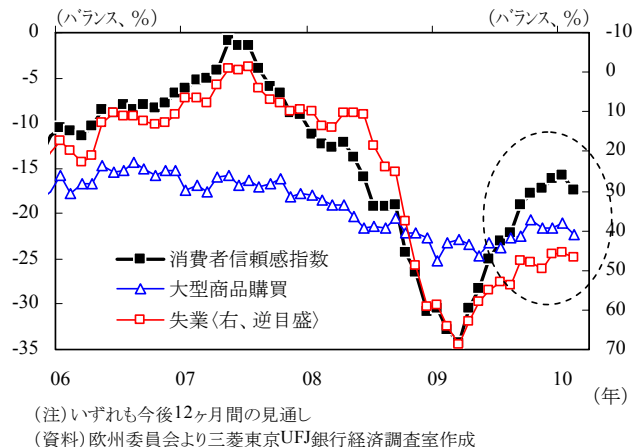
年明け後も、内需を中心に足踏み傾向が続く

年明け後の経済指標も、景気対策効果の剥落や寒波・大雪の影響から、内需を中心に足踏み傾向が続いている。ユーロ圏の企業景況感を示す購買担当者指数(PMI)の総合指数は、サービス業の2カ月連続の悪化を反映して、1月に53.7と12月の54.2から悪化し、2月も1月から横這いとなった。欧州委員会が発表した2月のユーロ圏総合景況指数も95.9と、前月の96.0から小幅ながら11カ月ぶりの悪化を示しており、寒波で客足が遠のいた小売業の信頼感が大きく落ち込んだほか、消費者信頼感が約1年ぶりに悪化に転じた(第3図)。消費者信頼感の内訳では、「一般的な経済動向」や「家計の財務状況」の見通しが悪化したほか、失業率が9.9%

第3図：ユーロ圏の企業・消費者信頼感



第4図：ユーロ圏の消費者信頼感の内訳



と2桁に迫るなか、「失業」の改善期待も頭打ちとなった。また、実際の消費動向との相関が高い「大型商品購買」の見通しは、昨年11月から悪化傾向にあり、消費低迷の長期化を示唆している（第4図）。

**消費関連の指標は
総じて低迷**

実体経済の指標も、昨年9月に廃車奨励金の申請が打ち切られたドイツの新車販売台数が、本年2月には同▲29.8%まで落ち込み、需要先食いの反動が鮮明になった。1月のユーロ圏小売売上数量も、前月比▲0.3%、前年比▲1.3%にとどまるなど、消費関連の指標は総じて低迷している。

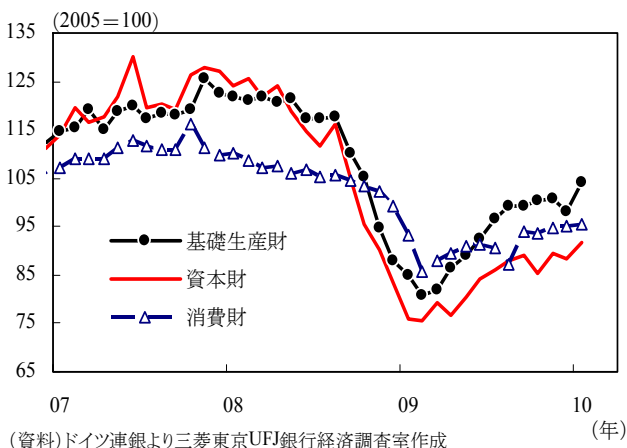
**外需の恩恵が見込
める製造業は、回
復基調を維持**

一方、世界景気の回復やユーロ安の効果で外需の恩恵が見込める製造業は、内需低迷のなかでも辛うじて回復基調を維持している。1月の鉱工業生産は、ドイツ、フランス、イタリアの3カ国が、年末の落ち込みの反動から揃って前月比プラスに転じ、ユーロ圏全体でも前月比+1.7%の高い伸びとなった。先行性のあるドイツの製造業新規受注をみると、消費低迷を反映して消費財が伸び悩んでいるものの、基礎生産財（原材料・中間財）や資本財の受注は引き続き堅調である（第5図）。危機前の水準をまだ大きく下回るものの、全体として緩やかな回復の動きは続いているといえる。

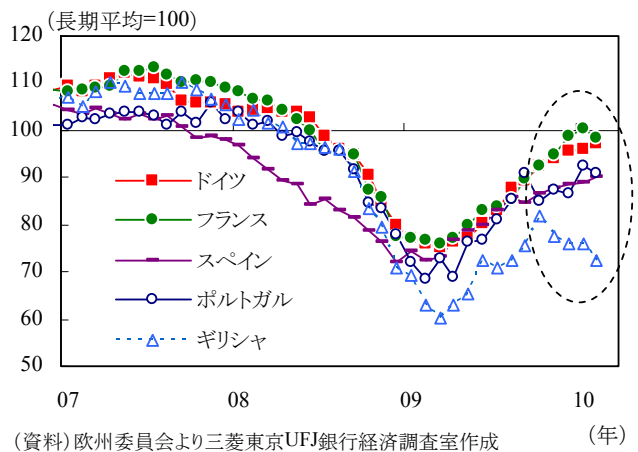
**ギリシャ危機の他
の南欧諸国への波
及は、現時点では
限定的**

なお、ギリシャ財政危機の影響をみると、各種増税や公務員手当・賞与引き下げといった政府の財政赤字削減策に対するデモやストライキが相次ぐギリシャでは、景況感が急速に悪化している（第6図）。ギリシャ中銀や欧州委員会は、2010年のギリシャの実質GDP成長率が、政府見通しの▲0.3%を下回り、▲2%強まで落ち込むとの見方を示している。ポルトガルやスペインなど他の南欧諸国への波及については、現時点では限定的だが、各国とも市場の信頼回復のため財政緊縮策の強化を迫られており、先行き景気への悪影響が顕在化してくる可能性に留意する必要がある。

第5図：ドイツ製造業新規受注（財別）



第6図：ユーロ圏各国の総合景況感指数



(2) ギリシャ財政問題と EU 統合の新展開

ギリシャ政府の追加財政再建策発表をうけて、緊急時の支援に向けた動きが進展

財政危機に直面するギリシャ政府は、EU の勧告に従い 3 月 3 日に総額 48 億ユーロ（GDP 比 2%相当）の追加財政再建策を発表した。付加価値税などの増税に加え、公務員賞与削減や年金凍結などの歳出削減も盛り込まれた緊縮策に対し、EU 及び各国首脳から揃って支持が表明された。

こうしたギリシャ政府の積極的な対応をうけて、3 月 15 日のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）、16 日の EU 財務相理事会では、ギリシャが金融市場での資金調達に行き詰った場合に備えた支援策の技術的枠組みが合意された。過去の不適切な財政運営によって危機の陥ったギリシャの救済については、ユーロ参加国に対する救済を禁止した EU 基本条約に抵触するリスクがあるほか、財政規律や通貨の信認を重視するドイツなど国内世論の反発も根強いことから、「現時点では支援策は不要」だとし、具体的な支援の方法や時期、金額などは明らかにされなかったものの、4~5 月のギリシャ国債の大量償還（約 200 億ユーロ）を控え、緊急時の金融支援に向けた準備は整いつつある模様だ。

ギリシャ国内では、政府の緊縮策に対するデモやストライキが頻発するなど、財政再建計画の実効性には不透明感が残るものの、ギリシャ国債利回りの対独スプレッドは 1 月下旬のピーク 400bp から足元 300bp 近辺まで低下し、金融市場の信用不安も一時に比べ緩和している。

そうしたなか、欧州では、ギリシャ危機後を見据えた危機の再発防止策の導入や EU 統合の深化を目指す新たな動きも本格化している。

中長期的課題として「欧州通貨基金」構想が浮上

まず、危機の再発防止とユーロの信認維持に向けた中長期的課題として、欧州の有力エコノミストやドイツのショイブレ財務相が提唱して注目を集めているのが「欧州通貨基金（EMF）」設立構想である。ギリシャ財政危機を契機に、ユーロの財政規律である「安定成長協定」の機能不全と構造的な限界（通貨・金融政策は統合したが税制・財政政策は各国に残され、ユーロ参加国に対する救済制度を持たない）が露呈したことを踏まえ、「最後の貸し手」機能を持つ欧州版 IMF を創設し、欧州独自のセーフティネットを構築するのが構想の狙いだ。

なお、エコノミスト案とショイブレ財務相案を比較すると、前者が「秩序あるデフォルト」（国家破綻時の処理手続の明確化）による危機の連鎖防止に主眼を置く一方、後者は安定成長協定の制裁措置強化と（国家破綻の可能性は排除しないものの）加盟国のデフォルト回避のための支援を柱とするなど内容に隔たりがあるほか（第 1 表）、誰がどのように資金を出資するのか、EU 基本条約の改正は必要か、モラルハザードによる財政規律緩和をどう防止するか、など課題も多い。欧州委員会が 6 月末を目途に具体的提案をまとめる方針であり、構想実現には数年以上を要するとみられるが、成功すれば欧州統合とユーロにとって大きな転換点になるだろう。

**主要国首脳の要請
をうけ、欧州委員
会は CDS 取引規
制を検討**

一方、ギリシャ財政危機に際し、ヘッジファンドなどの投機的な売買が市場の混乱を煽ったとして、国債のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引を規制しようとの動きも強まっている。ドイツ、フランスなど主要国の首脳が、欧州の国債の原資産とする CDS の取引慣行や影響の調査を基に、①最低保有期間の設定、②投機的取引の禁止、③ヘッジ目的でない CDS 購入の禁止、④欧州の決済機関への決済集中や管理機関への報告義務化、などの措置を導入するよう要請したのをうけ、欧州委員会は夏頃を目途に規制案をまとめる方針を明らかにしている。

**欧州委員会は、EU
の新成長戦略
「Europe2020」の
素案を発表**

また3月3日には、兼ねてから欧州委員会が策定中であった今後10年間のEUの新成長戦略「Europe2020」が発表された。経済金融危機の教訓を踏まえ、EUレベルで連携して経済構造改革を実施し、持続的経済成長と雇用創出を目指すものであり、3つの優先課題と5つの数値目標、これらを達成するための7つの旗艦イニシアティブ（テーマ別施策）で構成されている（第2表）。本件は、3月下旬のEU首脳会議での審議を経て、6月のEU首脳会議で承認される見込みであり、10月以降に各国が構造改革計画を提出、以後2年ごとに実施状況の報告・審査が行われる予定だ。

なお、前回の「リスボン戦略」が目標未達に終わった反省から、新戦略では、欧州理事会（EU首脳会議）が主導して各国ごとの実施状況を監視、勧告する制度が新たに採用されたが、加盟各国の抵抗により制裁措置の導入は見送られたことから、実効性を疑問視する声も聞かれる。

第1表：欧州通貨基金（EMF）構想の概要

<エコノミスト案>

- ① 財政規律違反国が資金を拠出
- ② 各国は出資の範囲内で資金の引き出しが可能
- ③ 出資額超の引き出しは、厳格な条件と監視の下で実施
- ④ 融資条件を履行しない国には、新規融資（債務保証）やEU補助金の支給を停止
- ⑤ デフォルトした国債を、ヘアカットを付けた上で EMF 債と交換
- ⑥ 協力を拒む国に対して、リスボン条約第7条に基づきEU加盟国としての権利を停止

<ショイブレ独財務相案>

- ① 厳格な条件と懲罰的対価を付した上で、緊急流動性支援を実施
- ② 当該国を除くユーログループの全会一致で支援を決定
- ③ ユーログループでの議決権停止、EU補助金停止などの制裁措置を導入
- ④ 財政再建と競争力回復が見込めない場合、最終手段としてユーロから離脱させる（EU加盟国であることは可能）

（資料）CEPS Policy Brief、Financial Times 等より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：新成長戦略「Europe2020」の概要

<3つの優先課題>

- ① スマートな成長：知識と技術革新に基づく経済発展
- ② 持続可能な成長：より資源効率がよく、環境配慮型で競争力のある経済の促進
- ③ 包括的な成長：社会的・地域的つながりを生む高雇用経済の促進

<5つの数値目標>

- ① 就業率（20～64歳）を69%から75%へ
- ② 研究開発投資をGDP比1.9%から3%へ
- ③ 気象変動・エネルギー関連の目標達成（CO2排出量20～30%削減など3つ）
- ④ 中等教育離脱者の割合を15%から10%以下へ、大卒者の割合（30～34歳）を31%から40%以上へ
- ⑤ 貧困層を25%（2000万人）削減

（資料）欧州委員会「Europe2020」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価と金融政策

インフレ率は低位安定

ユーロ圏消費者物価（HICP）は、2月も同+0.9%と低位安定が続いている。内訳をみると、エネルギー価格が昨年12月から前年比上昇に転じてインフレ率の押し上げ要因に転じる一方、エネルギーを除く工業製品価格やサービス価格の伸び率は、内需の弱さを反映して緩やかな低下基調が続いている。

ECB は非標準的措置の段階的解除を継続

欧州中央銀行（ECB）は、3月4日開催の定例政策理事会において、3カ月物資金供給オペの入札方式を「固定金利・金額無制限」から危機前の「変動金利入札」に戻すなど、金融危機対応で導入された流動性供給策の一部解除を決定した。もっとも、危機前からの主要な資金供給手段である週次オペと危機後に導入した1カ月物オペの無制限供給は「少なくとも10月12月まで続ける」と予想より長めに期限を設定したほか、昨年6月に実施された1年物長期オペの満期に合わせて7日間の微調整オペを導入するなど、長期オペの縮小に伴う市中銀行の資金繰りへの影響を最小限にとどめるための配慮も示された。

政策金利は10カ月連続で据え置き

一方、同時に発表されたECBスタッフの経済予測（3カ月ごとに改訂）は前回12月時点から大きな変更はなく、景気は緩やかな拡大にとどまり、2011年にかけて物価の低位安定が続くとの見通しが維持された（第3表）。そうした景気・物価判断を踏まえると、「現在の政策金利は引き続き適切」だとして、主要政策金利であるリファイナンス金利は、10カ月連続で過去最低の1.0%に据え置かれた。

第3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(%)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
今回 2010.3.4発表	▲4.0	0.4-1.2 (0.8)	0.5-2.5 (1.5)↑	0.3	0.8-1.6 (1.2)↓	0.9-2.1 (1.5)↑
前回 2009.12.3発表	▲4.1-▲3.9 (▲4.0)	0.1-1.5 (0.8)	0.2-2.2 (1.2)	0.3-0.3 (0.3)	0.9-1.7 (1.3)	0.8-2.0 (1.4)

(注)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) ユーロ為替相場

ユーロ相場はギリシャ救済観測の高まりなどから反発

ユーロ対ドル相場は、ギリシャ財政危機や南欧諸国のソブリンリスク懸念を背景に、1ユーロ=1.34ドル台前半まで下落したが、3月3日のギリシャ政府による追加財政赤字削減策の発表をうけて、EU または他の加盟国による救済観測が高まったことなどから下げ止まり、1.37ドル台へ小幅反発している。また、3月初旬に一時120円割れを示現した対円相場も、足元124円近辺で推移している。

2. 英国

(1) 景気動向

第1四半期は悪天候で減速する可能性も

昨年第4四半期に景気後退から脱した英国経済は、1、2月の悪天候の影響で、今年第1四半期には減速する可能性が出てきた。英国では、昨年12月半ばから1月半ば頃にかけて大雪となり、それ以降も、低温、長雨と続いた。

実質小売売上は3ヶ月連続で減速

既に、家計部門の動向についてみると実質小売売上は、1月に前年比+0.9%と、3ヶ月連続で減速傾向が鮮明になっている(第7図)。前月比では2ヶ月連続のマイナス成長となっている。低温の影響で衣料品店の販売は前年比+6.7%と高めの伸びを示した一方、消費者が外出を控えたことなどから、ガソリンや軽油の販売が前年比▲20.5%と大きく減少したため、全体の伸び率は低いものにとどまった。

2月の住宅価格は8ヶ月ぶりに前月比低下

また、悪天候は住宅価格にも影響を及ぼしている。2月のハリファックス住宅価格指数は前年比+4.2%と前月よりやや加速したものの、前月比では、昨年6月以来、8ヶ月ぶりにマイナスの伸びとなった(第8図)。悪天候により、住宅売買の取引が減少したことが影響したほか、売り物件が増え始めたことも前月より下落した一因とみられる。このため、悪天候要因が剥落した後も、従来より住宅価格の上昇の仕方が鈍るという見方が出ている。

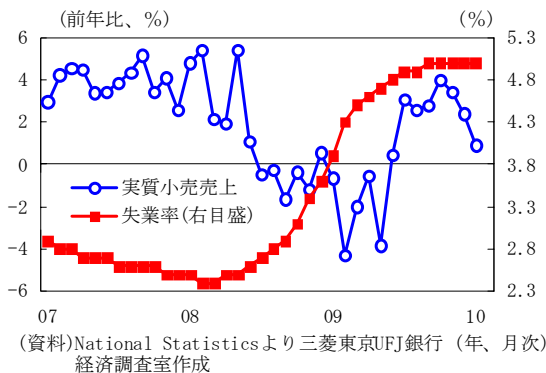
失業率は高水準

雇用情勢をみると失業保険申請者ベースの失業率は、1月に5.0%と5ヶ月連続して同水準となった。しかし、11、12月と連続して減少していた失業者数が1月には3ヶ月ぶりに増加に転じるなど、不安定な動きをしている。雇用の回復の遅れは、個人消費の本格的な回復を遅らせることになろう。

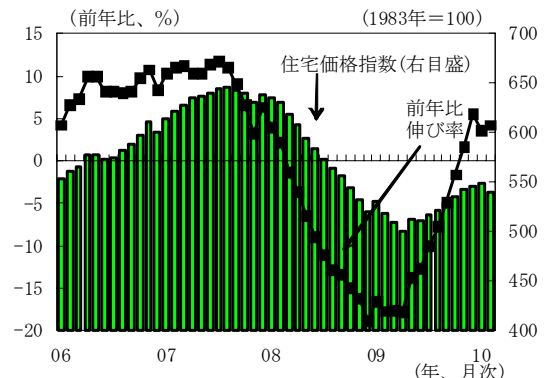
1月の輸出は前月比マイナス

企業部門について、輸出をみると、昨年9月以降、輸出数量は回復傾向にあったが、1月には前月比▲8.0%と5ヶ月ぶりに減少した(第9図)。

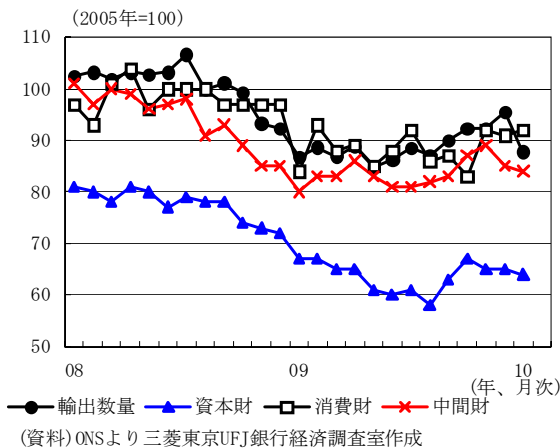
第7図：失業率及び小売売上



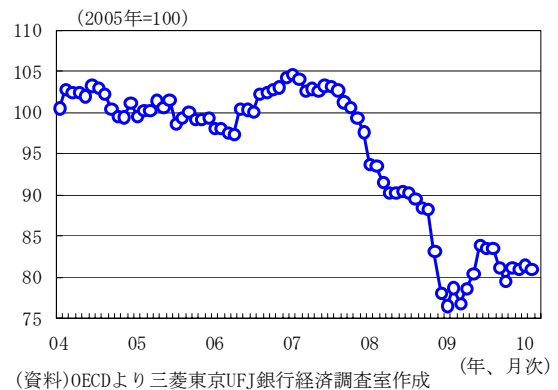
第8図：住宅価格の動向



第9図：輸出数量指数推移



第10図：実質実効為替レートの動向



大雪で物流が止まった等の影響が考えられる。ただし、実質実効為替レートは依然低い水準にあり、2月以降の輸出の持ち直しを期待できる状況にある（第10図）。

(2) 金融機関の貸出動向

企業向け貸出は不芳

資金需要は弱い

長期金利が、短期金利の利下げ効果を相殺

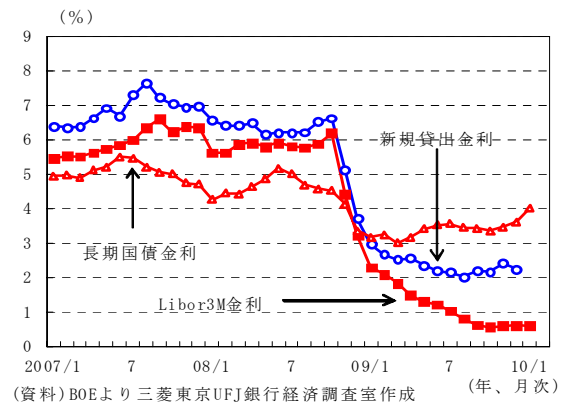
銀行貸出については、依然、回復の兆しはみられない。企業向け貸出のネットフロー額の動向をみると、昨年2月以降、11月のみ若干プラスとなった以外はマイナス、つまり、新たに貸し出された額よりも返済された額の方が大きい状況にある（第11図）。設備の稼働率が低く、設備資金需要が出てこないことのほか、景気回復の足取りが緩やかなことから、運転資金需要も弱いことなどが影響しているとみられる。

また、銀行貸出金利が短期金利ほど下がっていない。Libor3ヶ月金利は政策金利の引き下げにより、2008年10月の6.18%から足元、0.6%程度まで低下してきているものの、貸出金利は2008年10月の6.61%から足元、2.2%までしか低下していない（第12図）。これは、財政赤字拡大に対す

第11図：企業向け貸出動向（ネットフロー）



第12図：銀行貸出金利及び調達金利



る懸念などから、長期金利の低下が限定的なものにとどまっていることが影響している。こうした状況下では、利下げの効果が貸出金利に十分に反映されず、利下げが実体経済に及ぼす影響は小さくなる。

(3) 物価と金利動向

1月の消費者物価 上昇率は3.5%へ と上昇

1月の英国の消費者物価上昇率は、前年比3.5%と前月から0.6%ポイント上昇した(第13図)。前年の原油価格が低かったベース効果によりガソリン関連費用の上昇幅が大きくなったことやポンド安による輸入物価の上昇、及び付加価値税率の15%から17.5%への引き上げが主因である。ただし、需給ギャップがあることから、インフレ圧力が強まっているわけではなく、当面、イングランド銀行がターゲットとする2%を上回る水準で推移するものの、年後半には減速に転じるとみられる。

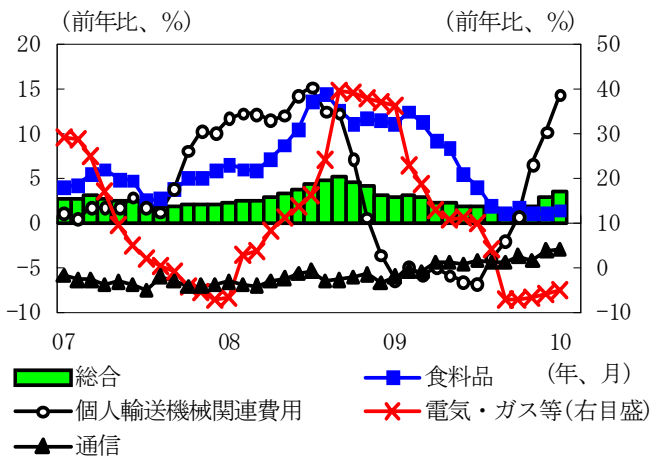
BOEは当面、現在の 金融政策を維持

イングランド銀行は3月4日の金融政策委員会(MPC)で現状の金融政策を維持することを決めた。BOEは金融緩和の効果を見極めるため、当面、現在の政策を維持するとみられる。

英国国債とドイツ 国債の利回り差は じりじりと拡大

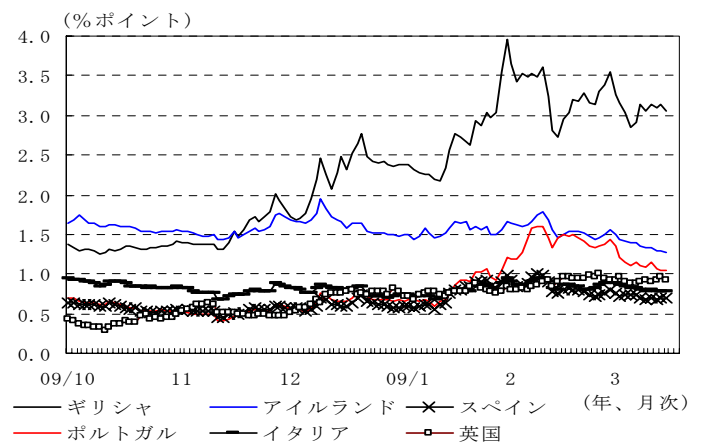
長期金利については、前述したように低下幅が限定的なものにとどまっているが、英国10年国債とドイツ10年国債の利回り差をみると、じりじりと上昇していることがわかる(第14図)。ギリシャは3%ポイント程度で安定して推移しているほか、アイルランドやポルトガルは明確に低下傾向にある。スペインやイタリアも足元、低下傾向にある。英国のスプレッドはスペインやイタリアを上回っている。ソブリンリスクが注目されるなか、英国は今年も対GDP比で12%を上回るとされる巨額の財政赤字を計上する見込みであるほか、6月までに実施される総選挙の結果が不透明であり、中期的な財政政策に対する市場の信頼感が弱くなっていることなどが影響しているとみられる。

第13図：消費者物価指数の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：ドイツ国債とのスプレッド



(注)各国10年国債とドイツ10年国債の利回り差を表示
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：経済調査室 中村 明（総括） akira_nakamura@mufg.jp
武南 奈緒美（ユーロ圏） naomi_takenami@mufg.jp
本多 克幸（英国） yoshiyuki.honda@uk.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。