

# 経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向を維持、英国の本格的な財政赤字削減は 2011 年度から～

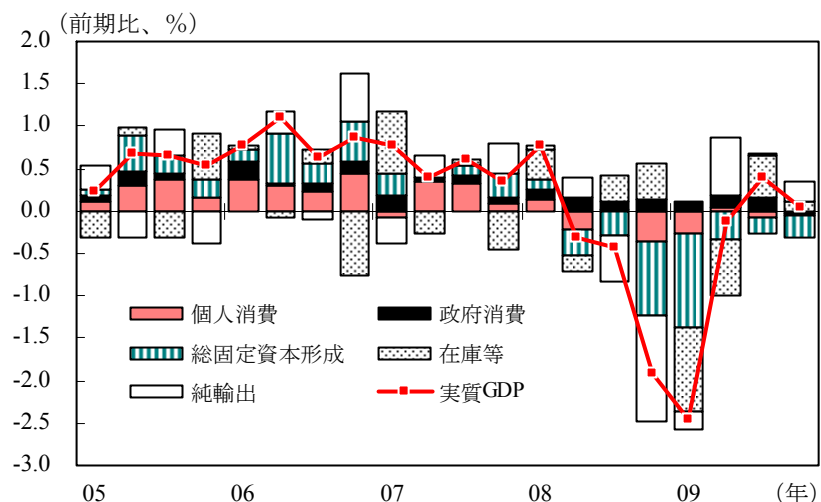
## 1. ユーロ圏

### (1) 景気動向

2009 年 4Q の GDP 成長率は前期比横ばいへ下方修正

ユーロ圏の昨年第 4 四半期の実質 GDP 成長率（確報値）は前期比横ばいと、改定値のプラス成長（同+0.1%）から下方修正された。需要項目別にみると、設備・建設投資からなる総固定資本形成が同▲1.3%と、改定値（同▲0.8%）から下方修正され、最大の下押し要因となったほか、個人消費や政府消費も、前期からほぼ横ばいとどまるなど、内需の弱さがあらためて確認された。一方、純輸出（輸出 - 輸入）の成長率の寄与度は 0.3%ポイントへと高まり、輸出頼みの様相がますます鮮明になった（第 1 図）。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



(資料) Eurostat統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2010年1Qの経済指標は、まだら模様

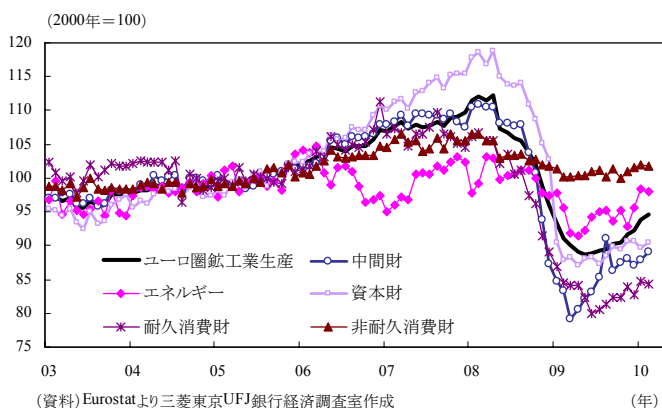
### 企業部門は外需を支えに回復基調維持

2010年入り後の月次指標は、引き続きまだら模様となっており、全体としては低調の域を脱していない。

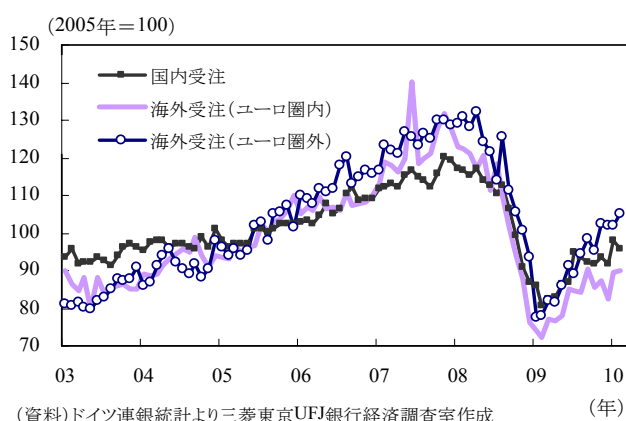
まず、企業部門をみると、2月のユーロ圏鉱工業生産は、前月比+0.9%と1月の同+1.6%に続き2ヵ月連続でプラスとなった。内訳をみると、中間財や資本財などが前月から上昇し、全体を押し上げた（第2図）。厳冬の悪影響や1月の高い伸びの反動が懸念されたが、緩やかな拡大基調は維持した。

また、生産の先行指標である1月のユーロ圏鉱工業受注は、フランス・イタリアでの自動車の反動減などから3ヵ月ぶりの前月比マイナスとなったものの、牽引役であるドイツの受注は、ユーロ圏以外の堅調な需要に支えられて回復傾向を維持している（第3図）。

第2図：ユーロ圏鉱工業生産



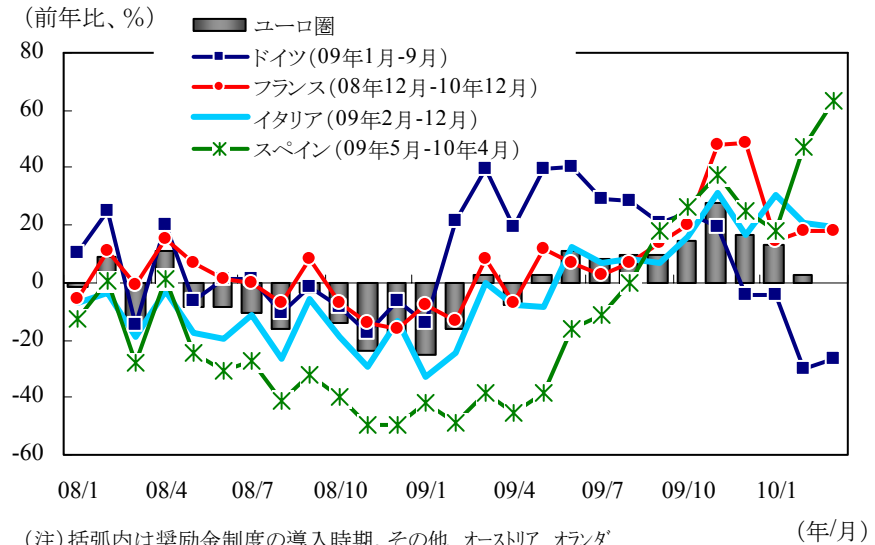
第3図：ドイツの製造業受注



### 家計部門は天候要因や景気対策効果剥落により低調

一方、家計部門は、厳冬・大雪の影響や景気対策効果の剥落などから低調に推移している。2月のユーロ圏小売上数量は、前月比▲0.6%と2ヵ月連続でマイナスとなった。また、自動車販売台数も、インセンティブ終了を控えたスペインこそ駆け込み需要で堅調だが、昨年未までにインセンティブ期間が終了、あるいは縮小したドイツ・フランス・イタリアなどの国々では、足元減速に転じており、昨年のような消費の牽引役は期待できない（第4図）。

第4図：自動車販売台数の推移

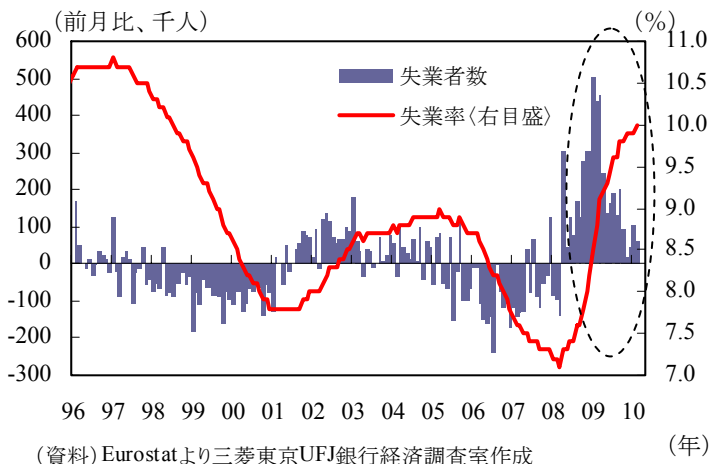


(注) 括弧内は奨励金制度の導入時期。その他、オーストリア、オランダ、ルクセンブルク、ポルトガル、キプロス、スロバキア、ギリシャなども導入。  
 (資料) ACEAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

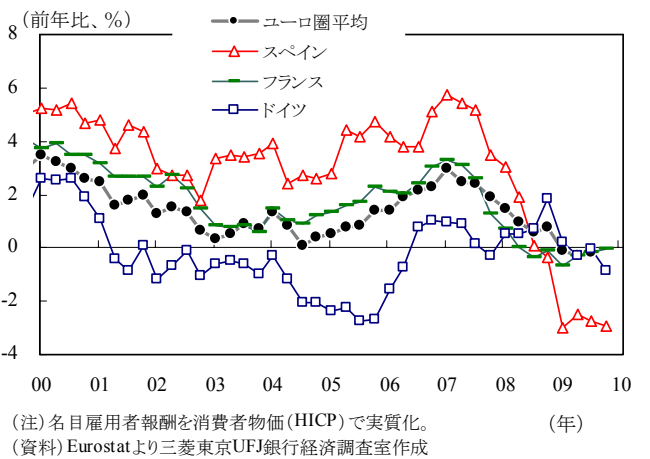
失業率はユーロ創設以来の最高水準

消費の源泉である雇用所得環境をみると、2月のユーロ圏失業率が、99年のユーロ創設以来、最悪の水準となる10.0%に達したほか、実質ベースの雇用者報酬も、ドイツ・スペインなどで前年の水準を大きく割り込んでいる。失業者数の前月比増加ペースが大きく鈍化するなど、雇用悪化に歯止めがかかる兆しも一部に伺えるが、家計部門を取り巻く環境は依然として厳しい(第5図、第6図)。

第5図：ユーロ圏失業率と失業者数



第6図：実質雇用者報酬



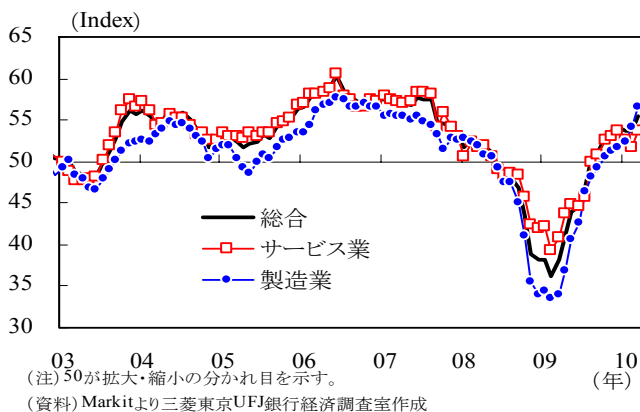
### 3月の景況感は国別にも業種別にも改善

しかし、3月に入って、天候の回復やユーロ安の進行を背景に企業の景況感が改善に転じる等、変化の兆しが現れている点は見逃せない。

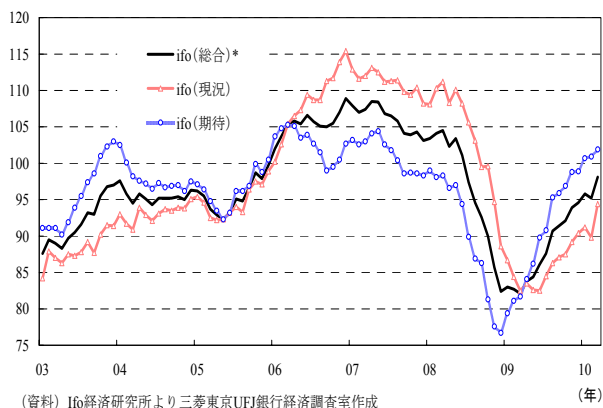
ユーロ圏の3月の購買担当者指数（PMI）は、製造業が56.6、サービス業が54.1へとともに上昇し、両者を合成した総合指数も55.9と大幅上昇を示した。その結果、四半期ベースでも2010年第1四半期は、2007年第3四半期以来10四半期ぶりの高さとなった（第7図）。

各国の企業景況感も3月は総じて改善を示しており、ドイツ Ifo 景況感指数は、98.1と2月の95.2から大幅に改善し、2008年6月以来の高水準となった。内訳をみると、現況指数が98.1と前月の95.2から大幅に上昇したほか、期待指数も101.9と2007年6月以来の高水準を記録している（第8図）。また、業種別でも、ユーロ下落による輸出押し上げが期待される製造業だけでなく、小売業や建設業の景況感が天候回復を受けて改善に転じている点も、プラス材料と言えよう。

第7図：ユーロ圏 PMI



第8図：ドイツ Ifo 企業景況感指数



## (2) ギリシャ財政問題とその影響

支援策の実効性懸念からソブリンスプレッドは拡大、フィッチはギリシャをBBB-へ格下げ

ユーロ圏首脳は3月25日、ギリシャが市場での資金調達に行き詰まった場合の「最終手段」として、ユーロ圏諸国がIMFと協調して金融支援を行うことで基本合意したと発表した。ただし、貸出期間や金額、金利などの具体的条件が発表されなかったことから、支援策の実効性に対する懸念は払拭されず、ギリシャ国債10年物利回りは4月初旬にかけて7.5%近辺へ急騰し、ドイツ国債利回りとのスプレッドも一時、ユーロ導入後の最高水準となる400bp台へ拡大した（第9図）。また、4月9日には格付け会社のフィッチがギリシャのソブリン格付けの引き下げを発表し（BBB+から投資適格債の最低となるBBB-へ2段階引き下げ、格付け見通しもさらなる引き下げの可能性を示唆するネガティブ）、大量のギリシャ国債を保有するギリシャの地場銀行の信用不安も広がった。

第9図：ギリシャ国債利回りの対独スプレッド



ECB は適格担保条件の緩和継続を発表

そうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は8日の政策理事会で、当初2011年1月から予定していた資金供給オペの適格担保基準の再引き上げ（現状のBBB-格以上を金融危機前と同じA-格以上に戻す）を延期することを決定した。主要格付け会社3社のうち2社のソブリン格付けがA格を下回ったギリシャに配慮し、「特定国のために担保用件に関する計画を変更する意図はない」としていた従来の方針を事実上転換したものとみられる。

ユーロ圏諸国はギリシャ支援条件で合意

また、11日にはユーロ圏16カ国の財務相が異例の電話会議を行い、ギリシャに対する金融支援の条件で合意した（支援総額は、ユーロ圏諸国による二国間融資300億ユーロとIMFのスタนด์バイ融資150億ユーロの計450億ユーロ、貸出金利は3年固定金利で5%程度）。これにより、4~5月の約200億ユーロの国債償還に伴う借り換えを含め、ギリシャ政府の年内の資金繰りには一応の目途がついたことから、ギリシャ国債利回りの対独スプレッドは、一旦は約350bpまで縮小した。しかし、中長期的な視点に立てば、厳しい緊縮政策によるギリシャの財政再建計画の実効性には依然として不透明感が残る。

コア国に比べて南欧の景気回復が大幅に遅れ、域内格差拡大のおそれ

こうしたギリシャ問題の実体経済への影響についてみると、企業・消費者マインドの著しい悪化や生産の急激な落ち込みといった直接的な影響は、これまでのところギリシャ1国にとどまっている。しかし、ギリシャ問題をきっかけに、ポルトガルやスペインなどの南欧諸国も財政再建の前倒しを迫られており、住宅バブル崩壊後の調整やユーロ導入後の競争力低下に加え、コア国に先駆けた財政引き締め強化も、今後景気の下押し要因になってくるとみられる。一方で、外需主導の回復過程にあるドイツなどのコア国は、皮肉にもギリシャ危機によるユーロ安の

進行が、輸出競争力の向上を通じて景気回復の追い風になる見込みだ。コア国に比べて南欧諸国の景気回復が大幅に遅れ、域内経済格差がさらに拡大するリスクに留意する必要がある。

### (3) 物価と金融政策

インフレ率は加速するも、エネルギーを除くコアでは低下基調

ユーロ圏消費者物価上昇率(HICP、前年比)の3月速報値は+1.5%と、2月の+0.9%から加速した。国別にみると、ドイツが+1.2%、フランスが+1.7%(ともにEU基準)といずれもエネルギー価格の上昇を受けて2月から伸びが加速した。ユーロ圏全体の内訳は未発表だが、エネルギーや食料品を除くコアインフレ率(2月は+0.8%)は、内需低迷や賃金の安定を受けて低下トレンドが続いているとみられる。

政策金利は11ヵ月連続で据え置き

ECBは、4月8日開催の定例政策理事会において、政策金利を「現在の政策金利は引き続き適切」として11ヵ月連続で過去最低の1.0%に据え置くことを決定した。

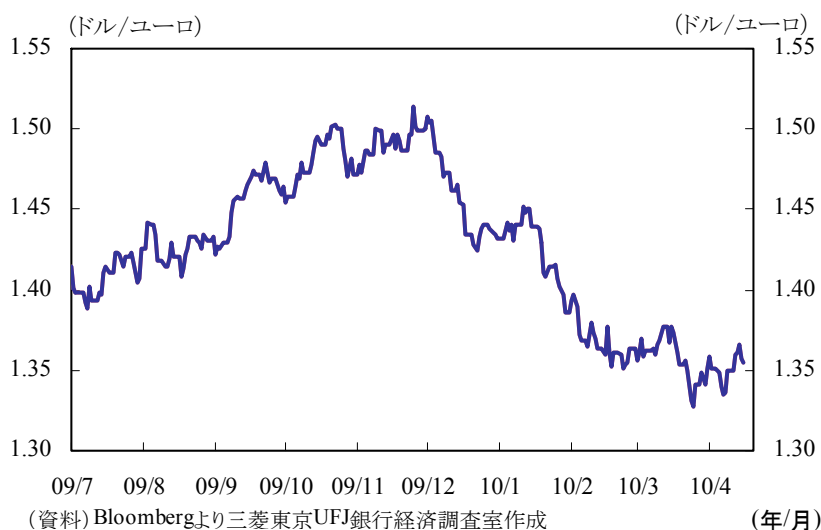
その後の記者会見でトリシェ総裁は、①資金供給オペの適格担保基準を(当初の予定を越えて)2010年末以降もBBB-格以上とすること、②同時にリスク管理強化のためBBB+~BBB-の範囲の民間資産に対し、格付け等に応じた段階的なヘアカット(担保の掛け目の引下げ;現状は一律5%)を導入すること(詳細は次回7月に発表予定)③ユーロで発行された外貨建て債券(含む米ドル、英ポンド、日本円)、銀行の非上場債、劣後債は2011年1月以降、適格担保から除外すること(危機対応の一時的措置を終了)、などを発表した。トリシェ総裁は「ギリシャはデフォルトに陥らない」と明言する一方、今回決定した適格担保基準緩和の延長がギリシャ一国に対する措置ではないことを繰り返したが、ギリシャ支援の意図があることは明らかである。

#### (4) ユーロ為替相場

ギリシャ支援策発表を受けて 1 ユーロ=1.32 ドル台から 1.36 ドル台へ上昇

ユーロ対ドル相場は、昨年 11 月末以降、ギリシャ財政危機と南欧諸国のソブリンリスク懸念を背景に下落傾向を巡り、3 月下旬に 1 ユーロ=1.32 ドル台後半をつけた後、ユーロ圏 16 カ国の首脳が 3 月 25 日にギリシャ支援策に基本合意したことを受け、下げ止まった。その後は、支援策の実行性に対する懸念やギリシャ銀行の資金繰り不安などから、4 月初旬にかけて 1 ユーロ=1.33 ドル台へ再度低下したが、4 月 11 日にギリシャ支援の具体策が発表されたことにより、ギリシャのデフォルト懸念がひとまず後退したことから 1 ユーロ=1.36 ドル近辺まで回復した(第 10 図)。

第 10 図：ユーロ対ドルの為替相場の推移



## 2. 英国

### (1) 景気動向

第4四半期の実質  
GDP 成長率は  
0.4%

英国経済は緩やかな回復が続いている。昨年第4四半期の実質GDP成長率が改訂され、速報値の前期比0.3%から同0.4%へ上方修正された(第11図)。在庫調整の進展により、在庫削減幅が縮小したほか、政府最終消費支出や個人消費が全体の成長率を押し上げている。

実質小売売上は1  
月の減速の反動で  
2月に加速

家計部門をみると、2月の実質小売売上は前年比+3.5%と前月の▲0.8%から大きく増加した(第12図)。非食料品の非専門店、衣料品販売店及び家庭用品店の売上が大きく伸びた。1月に悪天候で落ち込んだ反動が2月の伸びの一因であるとみられることから、このまま実質小売売上が加速するとみるのは早計であろう。2月の失業保険申請者ベースの失業率は4.9%と6ヵ月ぶりに低下した。公共部門の雇用が増加したほか、非正規雇用者が増加したことによるもので、雇用が本格的に回復するには、まだ、時間がかかるであろう。

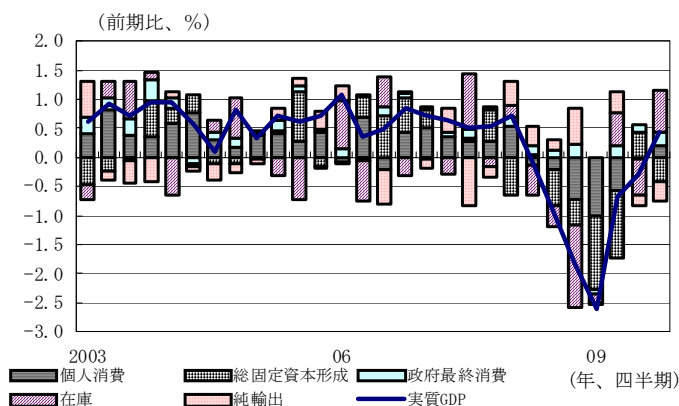
サービス業の景況  
感改善が一服

企業部門に目を転じると、サービス業の景況感改善が一服してきた。サービス業の購買担当者指数をみると、3月には56.5と2月の58.4から低下した(第13図)。昨年11月以降、サービス業の購買担当者指数は一進一退の状況にある。雇用情勢の改善が遅れており、個人消費が本格回復に至っていないため、サービス業の景況感改善が停滞していると考えられる。

鉱工業生産は底ば  
い

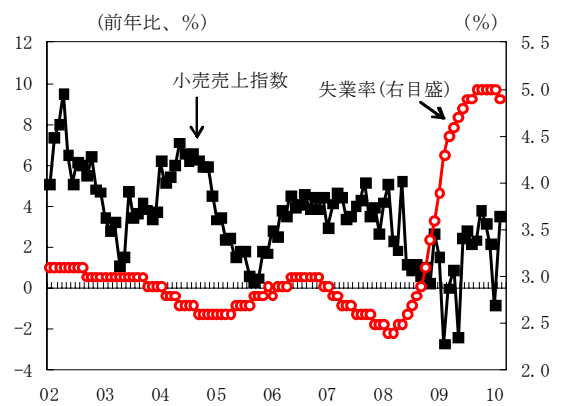
鉱工業生産についてみると、昨年9月に底を打ったものの、低い水準での推移が続いている(第14図)。財別にみると、資本財は回復傾向にあるものの、耐久及び非耐久消費財、中間財の生産が低迷している。国内需要、及び主要輸出先であるユーロ圏景気の回復の足取りが重いため、鉱工業生産の水準上昇には至っていない。

第11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

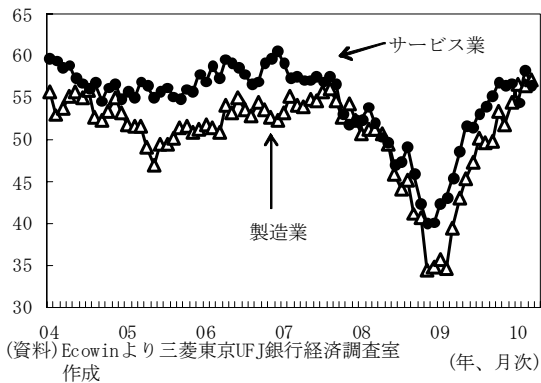
第12図：失業率及び小売売上



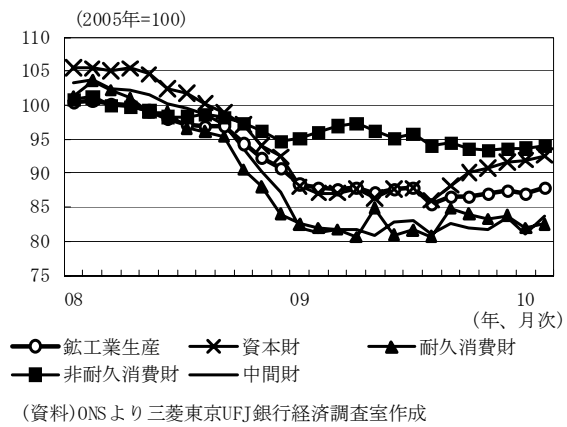
(資料)Ecwinより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



第13図：PMI指数



第14図：鉱工業生産指数



(2) 2010年度予算

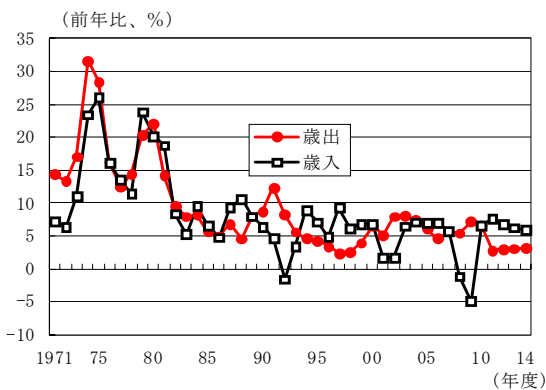
2010年度予算は  
中立型

財政赤字の対  
GDP比は今後低  
下

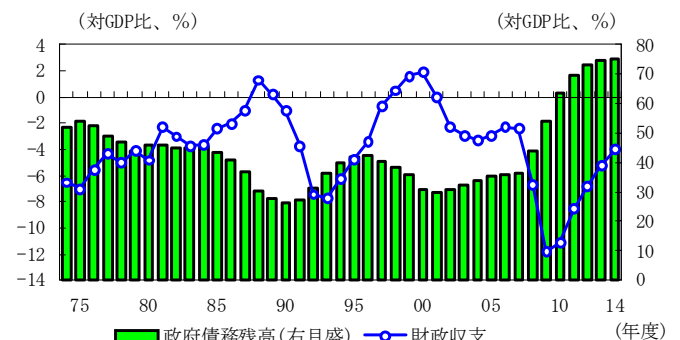
前提となる経済成  
長率は2011年度  
以降、楽観的

3月24日、英国の2010年度予算が発表された。歳出が前年度比+6.5%、歳入は同+6.6%と、ほぼ同じ伸びとなる中立型の予算といえよう(第15図)。ただし、2011年度以降は、歳入の伸びが歳出の伸びを上回る緊縮型の予算が想定されている。財政赤字の推移をみると、2009年度に、対GDP比11.8%まで悪化した後、2010年度は同11.1%と高水準が続くものの、2011年度からは低下し、2014年度には4.0%まで低下する見通しとなっている(第16図)。一方、政府債務残高は上昇が続く見込みである。2009年度末の対GDP比54.1%から、2014年度末には同74.9%へと上昇する見通しである。ただし、この財政赤字予測の前提となっている経済予測をみると、2010年度の実質GDP成長率は1~1.25%、2011年度は3.0~3.25%、2012年度は3.25~3.75%と2011年度以降の成長率がかなり高く楽観的なものとなっている。そのため、市場では、その実現性について懐疑的な見方も出ている。

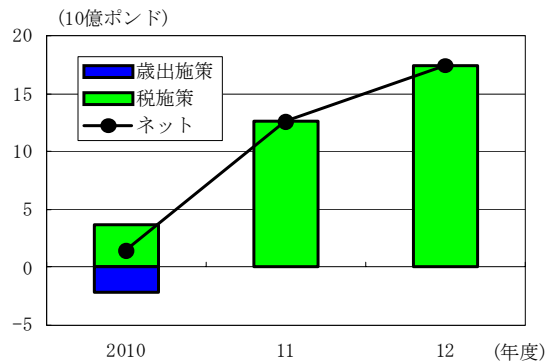
第15図：歳出入の増減率



第16図：財政収支と政府債務残高



第 17 図：新規歳出及び税施策の効果



(注) 歳入増がプラス、歳出増はマイナスを示す  
 (資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

新規施策の動向をみても、2010 年度は交通関連投資や大学支援金などによる歳出増加があるものの、15 万ポンド以上の個人所得にはこれまでより 10%ポイント高い 50%の所得税率が適用されるなどの増収策が採られている。その結果、歳入から歳出を差し引いたネットでは、2010 年度も増収になっている（第 17 図）。なお、2011 年度以降は、新たな歳出を伴う施策は実施されず、国民保険税率の引き上げ、高額所得者の年金負担の税軽減措置の縮小などによる増収策が実施され、本格的に財政再建に向けた動きがとられることになる。

### (3) 5 月 6 日に総選挙実施が決定

5 月 6 日に下院総選挙を実施

現状、保守党、労働党いずれも安定過半数の確保は難しい

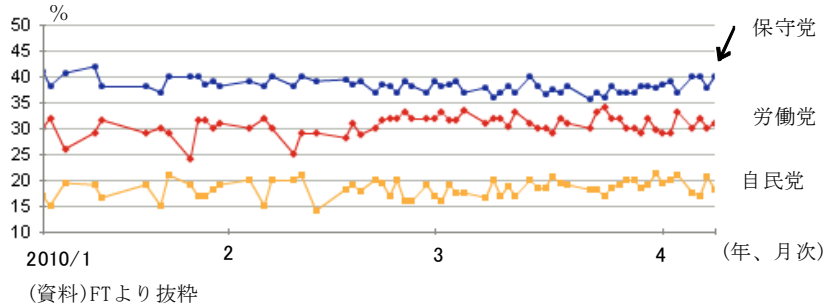
財政赤字削減に関し労働党と保守党間の政策に大差なし

下院総選挙の 5 月 6 日実施が決定された。現在の政党別支持率をみると、4 月 8 日現在で保守党が 40%、労働党が 31%、自民党が 18%となっている（第 18 図）。3 月 24 日には、保守党と労働党の支持率の差は 2%ポイントまで縮まったものの、足元では 9%ポイントまで拡大している。一応、保守党優位の状況が続いているものの、選挙区の区割りからすると、議席数には支持率ほどの差は出ず、保守党がかろうじて過半数維持、あるいは保守党、労働党いずれも過半数を獲得できないという見方が強まっている。

ここでは、各党の経済政策、とりわけ、財政赤字の削減に向けた取り組みについて概観する。まず、労働党については、財政赤字削減は経済が回復した後としており、2010 年度予算で示されたとおり、本格的な財政赤字削減は 2011 年度以降としている。また、具体的な施策としては、非効率な歳出削減と所得の上位 5%への増税によるとしている。

一方、保守党は政権発足後 50 日以内に緊急予算を策定し、財政赤字削減に取り組むことを掲げている。トリプル A のソブリン格付を維持し、市場の信認を得ることを重視しているわけである。具体的な施策については、高所得層への増税と無駄な歳出の削減ということで労働党の施策

第 18 図：政党支持率の推移



第 1 表：各党の財政赤字削減に向けた施策

	労働党	保守党	自民党
基本スタンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経済の回復が重要。財政赤字削減は経済が回復した後</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財政赤字削減には早期に取組。トリプルAの格付を維持し、低金利を持続することが英国経済にとって重要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自民政権樹立後、全政党の代表、イングランド銀行総裁、FSAのCEOからなる財政安定化評議会を設立し、財政赤字削減のスケジュール及び規模を決める。ただし、具体的な歳出削減策や増税策などはここでは決めない</li> </ul>
具体策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2014年度までに財政赤字を2009年度比半減</li> <li>・主な財政赤字削減策は、非効率な歳出の削減と上位5%の高所得者への増税。場合によっては、付加価値税率の引き上げも視野に</li> <li>・歳出削減は、事務処理部門の削減、市場価格での調達 of 徹底、不動産費用の削減等、政府全体の仕事の見直しにより実施</li> <li>・教育、国民医療サービス(NHS)、警察に関する支出は維持</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・内閣発足後、50日以内に財政赤字削減のための緊急予算を策定。2010年度中に60億ポンドの無駄な歳出を削減</li> <li>・2011年の公務給与の引き上げ凍結、年金支給開始年齢の引き上げ、5万ポンド以上の所得がある世帯への税額控除縮小、下位3分の1の所得層、障害を持つ子供がいる世帯向けを除いた子供信託基金の支出を削減等の歳出削減策を実施</li> <li>・独立した予算管理局を設立し、政府債務に関する監査を実施。政府は財政公約の実施状況に関して予算管理局に説明</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・6月末までに緊急予算を策定するとともに、暫定的な歳出評価を実施。子供信託基金の廃止、税選付の制限などの施策を実施</li> <li>・包括的な歳出の評価を2010年までに実施し、歳出を見直す</li> <li>・今後2年間、公務員の給与の増加幅を最大400ポンドに設定。</li> <li>・リテールバンキング部門が投資銀行のリスクから遮断されるまで、銀行への追加課税を実施</li> <li>・トライデント核ミサイルの補充を中止するなど、国防政策全般を見直し、国防費削減を図るほか、公的部門の年金制度改革の実施</li> </ul>

(資料)各党マニフェスト、HP、FTより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

と大差ない。また、保守党の主張する 2010 年度の歳出削減幅は、60 億ポンドということで、対 GDP 比で 11.1%とされる財政赤字を 0.3%ポイント程度改善するにすぎず、実質的に大きな影響を与えるものではない。

こうしてみると、労働党と保守党の掲げる財政赤字削減プランには大きな違いのないことがわかる。

自民党は具体的数値を示さず

第 3 党の自民党の財政赤字削減策については、公務員給与の引き上げ幅に上限を設けることや、新たな銀行課税、国防費削減、年金制度改革を掲げているものの、具体的な数値については示されていない。

本格的財政赤字削減は 2011 年から

現状、どういう形の政権の枠組みになるか不明だが、いずれにしても本格的な財政赤字削減は 2011 年度からになりそうである。

照会先：経済調査室 中村 明（総括）akira\_nakamura@mufg.jp  
大幸 雅代（ユーロ圏）masayo\_taiko@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、弊行ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。