

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏経済は周縁国の不安材料も顕在化、英国経済は緩やかな回復が続く～

1. ユーロ圏

(1) 景気動向

2010 年第 1 四半期の GDP 成長率は前期比+0.2%

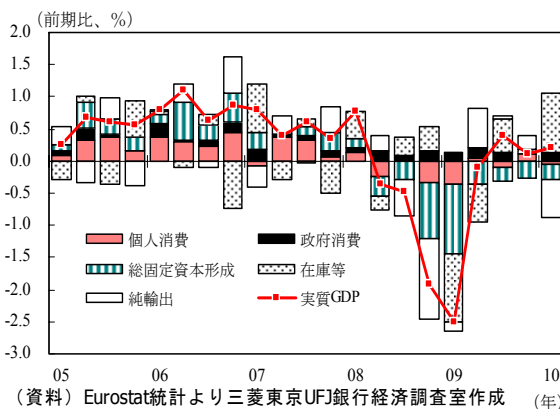
ユーロ圏経済は、ギリシャのソブリン危機に端を発した金融市場の緊張から、幾分落ち着きを取り戻しつつある。ただし、スペイン貯蓄銀行の経営悪化懸念や、中東欧の債務問題、各国の政治リスクなどギリシャ以外の不安材料が顕在化し、依然として不透明感が燻り続けている。

ユーロ圏の 2010 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.2%と速報値から不変であった。需要項目別にみると、在庫投資が大幅に増加し最大のプラス寄与となったほか、輸出はユーロ圏にも支えられ、同+2.5%と堅調な増加を続けた。一方、輸入は前期比+4.0%と前期（同+1.2%）から大幅に増加し、輸出の増加ペースを上回ったため、純輸出（輸出-輸入）はマイナスの寄与となった。また、個人消費は同▲0.1%と再び減少に転じ、基調の弱さを示している（第 1 図）。

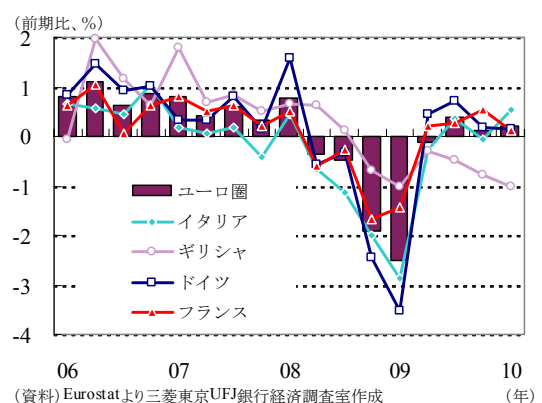
ギリシャは引き続きマイナス成長

一方で、渦中のギリシャの成長率は前期比▲1.0%（速報値は同▲0.8%）と下方修正され、ユーロ圏内で最大の落ち込みを記録した。内訳をみると、財政緊縮により政府消費が同▲9.4%と大きく減少し、全体を下押しした（第 2 図）。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



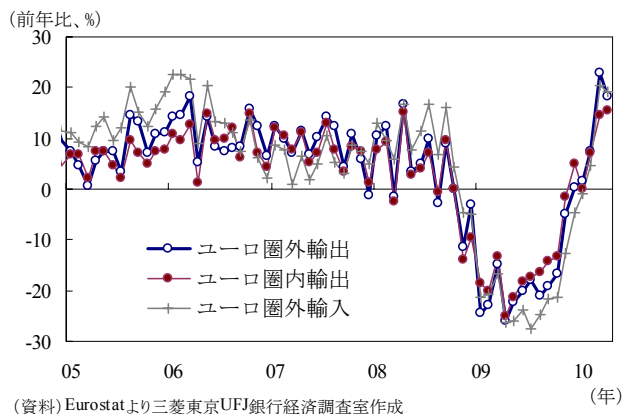
第 2 図：各国の実質 GDP 成長率



**ユーロ安を背景に、
今後の輸出は底堅く
推移**

一方、輸出は回復基調で推移している。4月のユーロ圏外輸出は前年比+18.1%と前月（同+22.7%）から増加のペースは減速したものの、大幅なプラスが続いている。また、輸入も同+19.3%と堅調な増加となった（第3図）。輸出の伸びの鈍化は一時的とみられ、ユーロ相場は足元で下げ止まりの動きも見られるものの、これまでのユーロ下落の累積的な効果から、輸出は今後も底堅く推移する見込みである。

第3図：ユーロ圏輸出入の推移

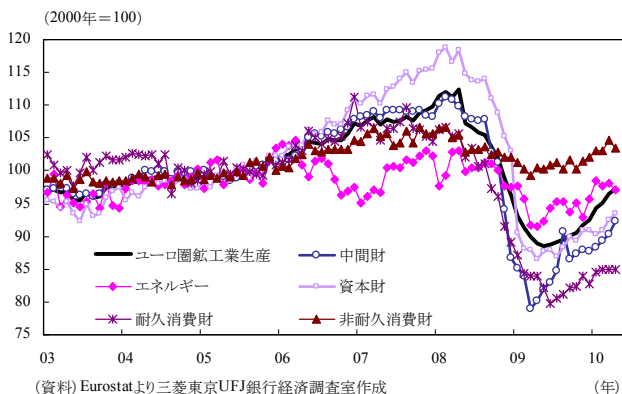


**生産・受注はとも
に回復基調を維持**

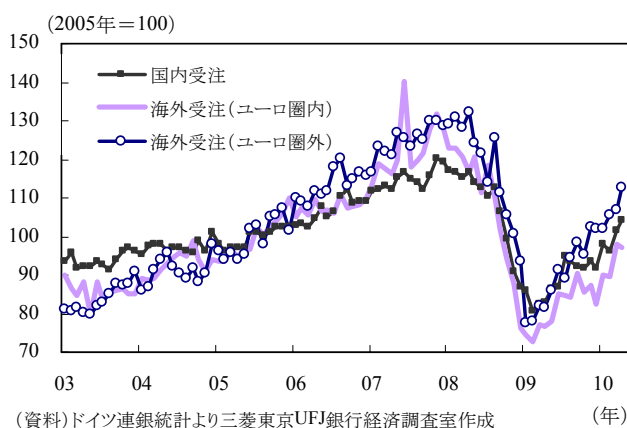
また、4月のユーロ圏鉱工業生産は、前月比+0.8%と増加が続いている。内訳をみると、中間財や資本財などの増加が持続し、全体を押し上げた。ただし、耐久消費財・非耐久消費財はともに小幅ながら反落し、個人消費低迷を反映した姿となっている（第4図）。

生産の先行指標である3月のユーロ圏の製造業受注も同+5.2%と2ヵ月連続の増加となった。ユーロ圏の牽引役であるドイツの受注も、国内と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5図）。

第4図：ユーロ圏鉱工業生産



第5図：ドイツの製造業受注



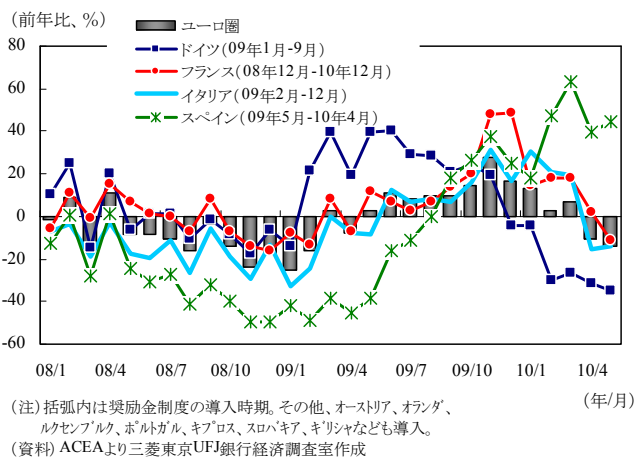
自動車販売は対策効果剥落を受けてマイナスが続く

一方、ユーロ圏の5月の自動車販売台数は前年比▲13.8%と、約1年ぶりの減少に転じた4月に続き、マイナスとなった。国別にみても、ドイツ・フランス・イタリアなどの主要国が二桁のマイナスを示しており、奨励金制度の終了に伴う効果の剥落や、欧州経済の先行き不透明感の高まりを反映したものとみられる（第6図）。今後も各国で財政緊縮の動きが続くため、個人消費の低迷は長期化する見込みである。

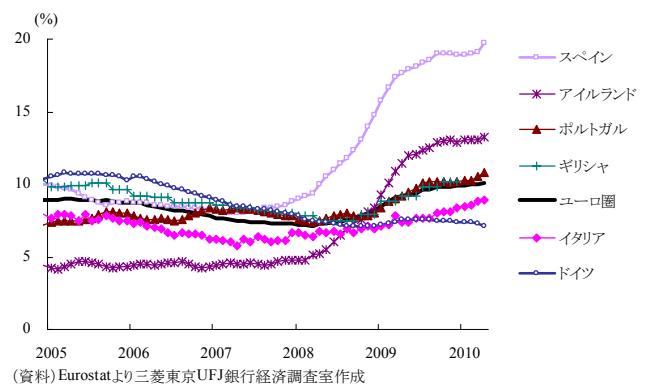
失業率はドイツを除き高水準が継続

加えて、消費の源泉である雇用の回復は遅れている。失業率は、ドイツは全体を大きく下回り緩やかに低下を続けているが、ユーロ圏全体では10.2%と11年ぶりの二桁台となっており、とりわけスペインは20%近辺へ一段上昇している（第7図）

第6図：自動車販売台数の推移



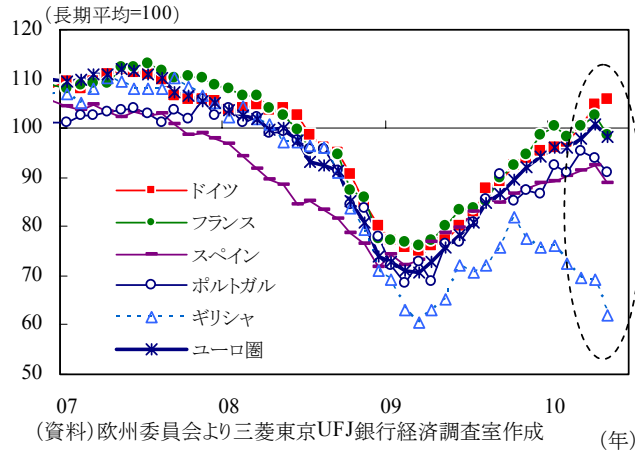
第7図：ユーロ圏失業率の推移



先行き不透明感がマインドの重し

企業の景況感はユーロ安による堅調な輸出を背景に底堅く推移していたが、5月以降、一部で低下に転じている。総合景況感指数が100を超え回復が鮮明であったユーロ圏全体とドイツ、フランスなどの主要国だが、ドイツを除き再び100を下回る水準へ低下した（第8図）。また、6月のドイツ ZEW 景気期待指数は28.7と、5月（45.8）から大きく悪化した。同指数の低下は2ヵ月連続で、欧州ソブリン問題やスペイン金融システムに対する懸念、財政緊縮による政府消費の減少など、先行きに対する多くの不透明感がマインドの重しとなっている。

第 8 図：ユーロ圏総合景況感指数



(2) 欧州ソブリン問題

ギリシャに加え、スペイン、ベルギー、中東欧などでも不安材料が顕在化

5月にギリシャを発端とする欧州ソブリン問題が急速に悪化したが、ギリシャは19日の国債大量償還を無事乗り切り、また21日には四半期ごとの財政赤字削減の進捗は順調との報告書を発表した。以降はギリシャ自体に新たな悪材料は無いが、6月14日には格付け会社ムーディーズが同国ソブリン債を投資不適格級へ格下げした。背景として、緊急支援を受ける条件となった財政緊縮の結果、先行きの経済悪化リスクが高まることが指摘された(第1表)。一方で、同国のパンドレウ首相はIMFの国際会議にて、「例え任期が1年で終わることになっても、ユーロ圏の各国との約束を果たすよう、最大限努める」と発言し、各国代表から拍手喝采を浴びた。財政赤字削減の実効性に対する懸念は完全には拭えないものの、ギリシャの債務削減に対する信頼性は、今のところ維持されている。また、14日-17日にはアテネにて欧州委員会・IMF・ECBの代表団がギリシャの財政緊縮状況の中間調査を行い、赤字削減は概ね順調に進捗していると報告した。

こうしたなか、ギリシャ以外の国でソブリン問題に関する不安要素が目立ち始めている。6月4日にはハンガリー(ユーロ非加盟国)の財政赤字深刻化懸念が浮上し、ユーロ相場は対ドルで大幅に下落し、1.20を割り込んだ。ただし、ギリシャの政府債務残高のGDP対比率が115.1%であるのに対し、ハンガリーは2010年末の見通しでも同80%を下回っている。また、ハンガリー政府は2008年秋の金融危機時以降、既に資金支援を受けているものの、過去2回分の支給については辞退しており資金繰りに窮している状況にはない。このように、財政赤字のファイナンスに関してハンガリーがギリシャとは異なることは明らかのため、ハンガリーに対する過度に悲観的な見方は沈静化している。

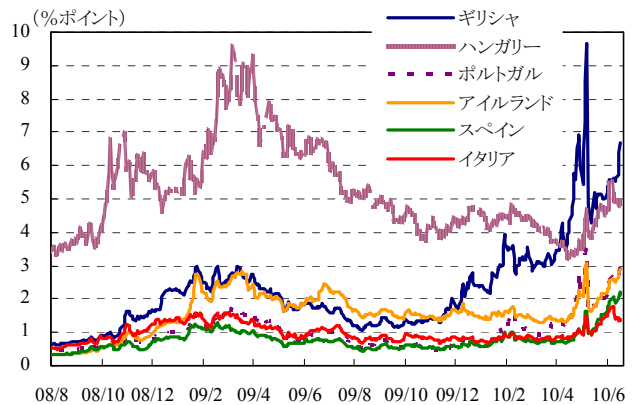
第1表：周縁国のソブリン格付け

	ムーディーズ	S&P	フィッチ
スペイン	Aaa	AA ↓	AA+
アイルランド	Aa1 ↓	AA ↓	AA-
ポルトガル	Aa2 ↓	A- ↓	AA ↓
イタリア	Aa2	A+	AA-
ギリシャ	Ba1	BB+ ↓	BBB- ↓

(注) 矢印は見通し。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：周縁国の対独ソブリンスプレッド



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年/月)

一方、スペインではCajaと呼ばれる貯蓄銀行の経営悪化に伴い、金融システムへの懸念が拡大している。財政緊縮により成長鈍化が予想されることを主因に国債が格下げされたため、同国の対独ソブリンスプレッドは引き続き拡大した。また、その他の周縁国もスプレッドの小幅拡大が続いている（第9図）。

ベルギーでは6月13日に総選挙が開催され、オランダ語圏の新フランドル同盟（N-VA）が第1党となった。ベルギーでは、通常ある党が単独で政権を握ることができず、複数の政党の連立政権となるため、今後成立する政権の枠組が注目される。同国は7月からEUの議長国に就任するが、内閣の組閣に相当の時間を要し、新政権の発足はEU議長就任時に間に合わない。ベルギーの政治動向はEU全体に影響を与える可能性が高いため、注意を要する。

(3) 物価と金融政策

インフレ率は加速するも、エネルギー・食料品を除くコアでは低下基調

ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP、前年比）は、エネルギー価格の上昇を主因に5月が+1.6%と、4月の+1.5%から上昇し、一方エネルギーや食料品を除くコアインフレ率は+0.9%と、低下トレンドが続いている。

政策金利は13ヵ月連続で据え置き

ECBは、6月10日の定例理事会で、「現在の政策金利は引き続き適切」として13ヵ月連続で過去最低の1.0%での据え置きを決定した。今回の会合は、5月10日に国債購入プログラムを発表した後の最初の会合であったため注目されたが、今後も購入を継続するとはしたが、その時期や規模の詳細は明らかにされなかった。

一方で、トリシェ総裁は「ユーロは非常に信頼できる通貨」や「ユーロは一つ、ECBは一つ、理事会は一つ」など、ユーロの強さとユーロに対する思いを力強く語り、市場もこれを好感した。10日以降は、ユーロ

相場は売られすぎとの見方も加わり、小幅ながら上昇傾向で推移している。

また、同時に発表された ECB スタッフの経済予測 (3 ヶ月ごとに改訂) では、2010 年の実質 GDP 成長率は海外経済の回復を受けて短期的に成長が加速するとの見方から、前回 (3 月) の見通しより小幅上方修正された。一方で、2011 年は内需低迷が長期化することが予想されるため、下方修正となった。物価の見通しは、足元の上昇を反映して 2010 年は上方修正され、2011 年はほぼ前回通りの見通しとなった (第 2 表)。

第 2 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 (%)	
	2010年	2011年	2010年	2011年
今回	0.7-1.3	0.2-2.2	1.4-1.6	1.0-2.2
2010.6.10発表	(1.0) ↑	(1.2) ↓	(1.5) ↑	(1.6) ↑
前回	0.4-1.2	0.5-2.5	0.8-1.6	0.9-2.1
2010.3.4発表	(0.8)	(1.5)	(1.2)	(1.5)

(注) 括弧内は見通しレンジの中央値。

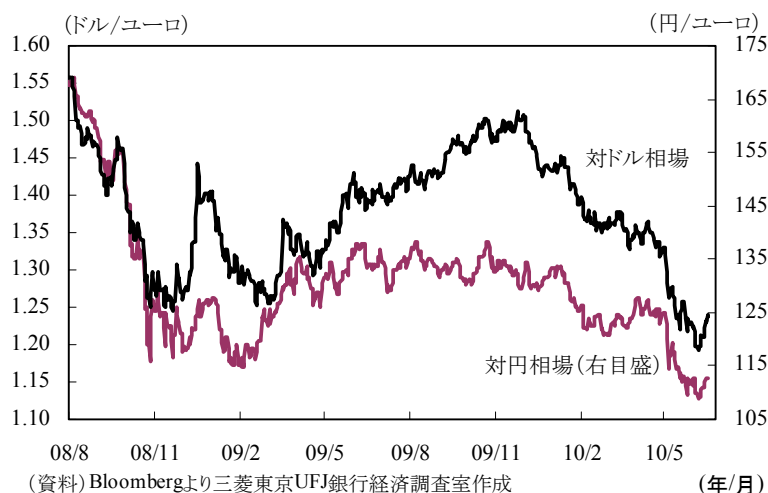
(資料) ECBスタッフ・マクロ経済見通しより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) ユーロ為替相場

ユーロ相場はトリシェ総裁発言後、買戻しの動き

ユーロ為替相場は、4 月以降はギリシャ支援を巡り、支援策の発表に伴い一時的に上昇するものの、実効性懸念から再び下落というサイクルを繰り返し、投資家の不安心理を反映した動きとなっている。ハンガリーの財政懸念が報道された 6 月 4 日以降は 1 ユーロ=1.20 ドルを割り込んだが、6 月 10 日のトリシェ総裁のユーロの強さを強調する発言を受けて上昇に転じ、株価の堅調な推移にも支えられ買戻しの動きが続いている。また、そもそもユーロは過大評価されており、現在の相場水準は適切との見方も多く、1 ユーロ 1.21~1.23 の小幅のレンジで推移している。

第 10 図 : ユーロ対ドル為替相場の推移



2. 英国

(1) 景気動向

第1四半期の実質
GDP 成長率は
0.3%

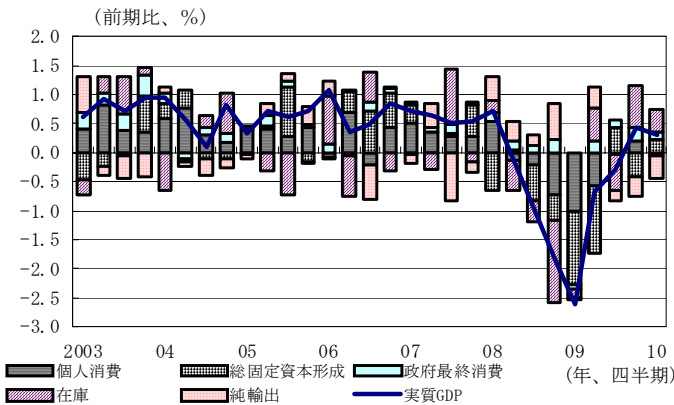
失業率は低下する
も雇用の本格回復
に至らず

消費者マインドは
悪化

英国経済は緩やかな回復が続いている。第1四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.3%と前期の同 0.4%からやや減速した（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、設備投資を含む総固定資本形成が全体の成長率を押し上げている。

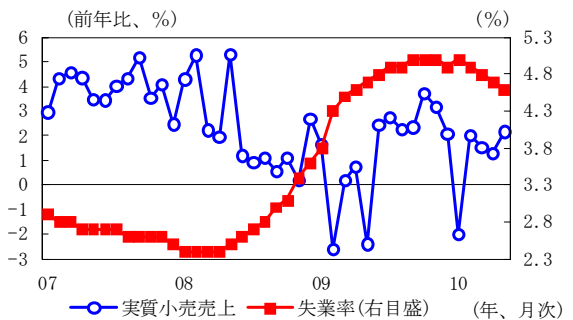
家計部門についてみると、失業率は低下傾向にあるものの、常用雇用者数は減少が続いており、雇用情勢が改善に転じたとみるのは早計であろう（第12図）。実質小売売上は、5月に前年比+2.2%と4月より0.9%ポイント上昇した。非食料品売上が好調であったことによるが、水準は直近ピークの昨年10月より低く、回復傾向が持続するか注視する必要がある。これまで改善してきた消費者マインドもここに来て悪化している。消費者信頼感指数は、3、4月と2ヵ月連続して低下した（第13図）。一般経済状況の見方と貯蓄状況が悪化している。南欧のソブリンリスクの問題や、連立政権による財政緊縮策の実施が一般経済状況の見方を悪化させていると考えられる。消費者マインドの悪化は、個人消費の本格回復をさらに遅らせることにつながりかねない。

第11図：実質 GDP 成長率



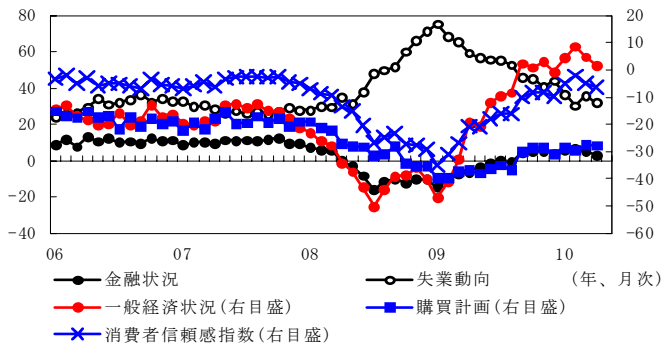
(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：失業率及び小売売上



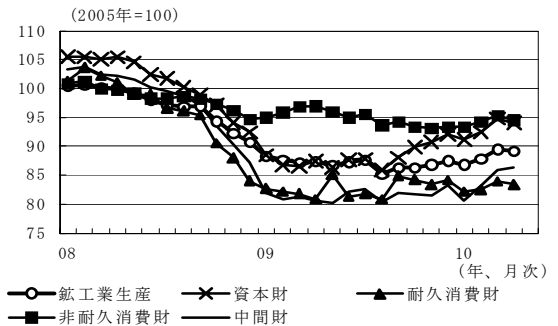
(資料) National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：消費者信頼感指数



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：鉱工業生産指数



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

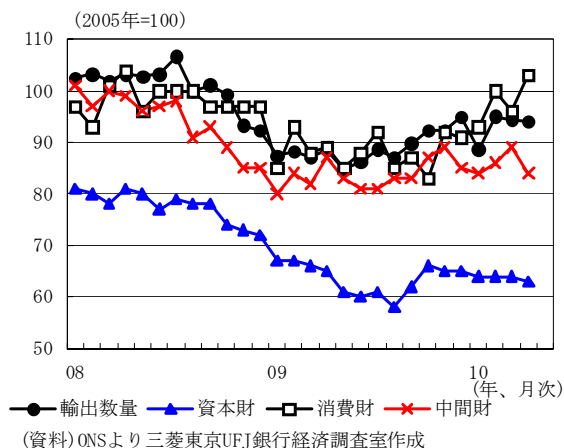
鉱工業生産は低下

企業部門を見ると、鉱工業生産は、4月に前月比▲0.3%と3ヵ月ぶりに前月水準を下回った(第14図)。ただし、アイスランドにおける火山噴火の影響により物流がストップしたことなどによるもので、依然、横ばい推移の範囲内にあるとみられる。輸出については、4月に前月比▲0.5%と2ヵ月連続で前月水準を下回った(第15図)。消費財は増加したものの、中間財は減少した。鉱工業生産同様、火山噴火が影響している。輸出については、これまで緩やかに増加してきたが、頭打ち傾向が鮮明になってきた。企業の景況感について購買担当者指数をみると、これまで上昇していた製造業が横ばい推移となってきたほか、サービス業も2月のピークより低い水準で推移している(第16図)。ただし、水準は2007年上半期並であり、景況感自体は悪くない。

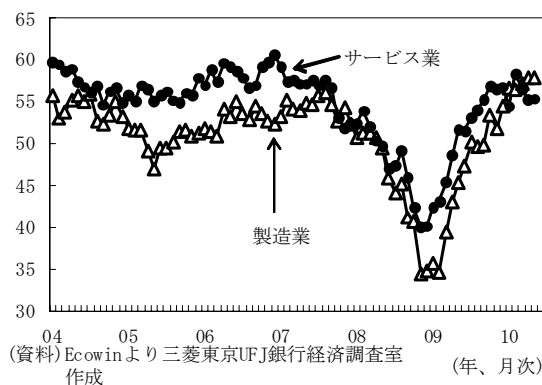
輸出も頭打ち

景況感の改善も一服

第15図：輸出数量指数の動向



第16図：購買担当者指数



(2) OBR がプレバジェット予測を発表

OBR の最新予測 で成長率見通しが 低下

5月17日に財務省に設立された予算責任局(Office for Budget Responsibility, OBR)は、6月14日に最新の経済財政見通しを発表した。予算責任局は、財政政策の策定にあたり、経済や財政収支等に関する見通しの提供を担うとされている。最新の見通しの内容をみると、経済見通し及び財政収支については、足元の動向を踏まえ見直し、新政権の施策は織り込まず、前労働党政権時代の財政政策が実施されることを前提としている。その結果、2011年以降の実質GDP成長率が3月の前政権による予算発表時のものを下回る一方、財政赤字は、やや縮小するものとなっている(第3表)。

22日発表の緊急予算で踏み込んだ財政緊縮策を提示か

22日に緊急予算が発表されるが、経済成長率の見通しが下方修正されており、財政再建を重視する現政権は踏み込んだ歳出削減策等を提示するとみられる。

第3表：プレバジェット予測の概要

		2009 (概算値)	2010 (見通し)	2011 (見通し)	2012 (見通し)	2013 (見通し)	2014 (見通し)
実質GDP成長率 (前年比、%)	6月	▲3.70	2.10	2.60	2.90	2.70	2.60
	3月	▲3.75	2.00	3.00	3.25	3.25	3.25
財政収支 (対GDP比、%)	6月	▲11.1	▲10.5	▲8.3	▲6.6	▲5.0	▲3.9
	3月	▲11.8	▲11.1	▲8.5	▲6.8	▲5.2	▲4.0

(資料)OBRより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価及び金融政策の動向

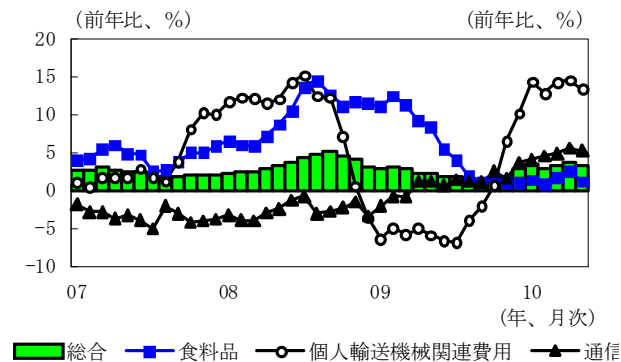
5月のCPI上昇率は はやや低下

5月の消費者物価上昇率は前年比3.4%と4月より0.3%ポイント低下した(第17図)。食料品価格の上昇率が低下したほか、ガソリン価格等を含む個人輸送機械関連費用の上昇率が低下したことが主因である。ただし、イングランド銀行(BOE)がターゲットとする2.0%を上回る状況が依然続いている。

BOEは当面、現在の 金融政策を維持 へ

BOEは6月10日の金融政策委員会で、現状の金融政策を維持することを決めた。今後、政府は本格的に財政赤字削減策を実施することから財政面でのデフレ圧力が強まってくるとみられる。また、足元の消費者物価上昇率については、昨年よりも原油価格が上昇したベース効果やポンド安に伴う輸入物価上昇の影響が大きく、需要増加によるインフレ圧力の上昇が生じているわけではない。消費者物価上昇率は、今後、緩やかに低下していくことから、当面、BOEは現状の金融政策を維持すると考えられる。

第17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

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、弊社ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。