

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏経済に後半減速の兆し、英国経済は景気の先行き懸念増す～

1. ユーロ圏

(1) 景気動向

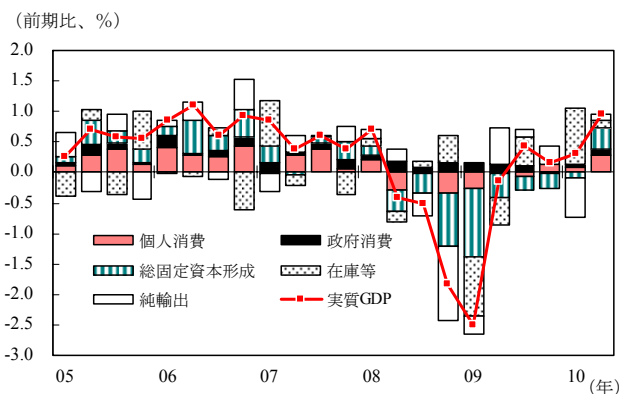
第 2 四半期のユーロ圏経済は想定以上の成長

ユーロ圏経済は、欧州ソブリン問題の緊張から幾分落ち着きを取り戻し、第 2 四半期は想定以上の成長を遂げた。2010 年第 2 四半期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比 1.0%を記録し、前期の同 0.3%から大きく加速した。需要項目別の内訳をみると、ユーロ圏を背景にした輸出が前期比 4.4%と大幅に増加し全体を押し上げたほか、設備投資などの総固定資本形成が 9 四半期ぶりに増加に転じ、プラスに寄与した。もっとも、総固定資本形成の増加には、第 1 四半期の厳冬により建設部門などが大きく落ち込んだ反動も含まれるとみられ、持続的な回復につながるか否かは疑問が残る。ただし、その他にも個人消費や政府支出などもプラスに寄与したため、第 2 四半期は内・外需ともに全般的に好調であったと言えよう（第 1 図）。また、欧州委員会（EC）や欧州中央銀行（ECB）などは、第 2 四半期の高成長を受けて、2010 年の経済見通しを相次いで上方修正した。

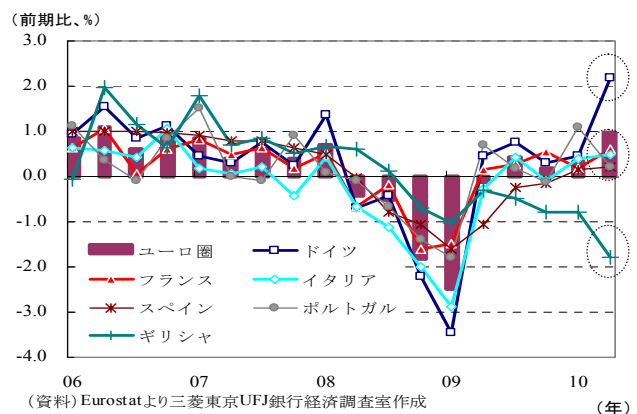
域内格差が鮮明

ユーロ圏全体では高成長となったものの、国別にみるとドイツが同 2.2%と東西統一以来最大の成長率を記録し全体を押し上げた一方で、ギリシャは同▲1.8%（改定値）と 7 四半期連続のマイナスとなり、域内格差が鮮明にあらわれた（第 2 図）。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と内訳



第 2 図：ユーロ圏各国の実質 GDP 成長率

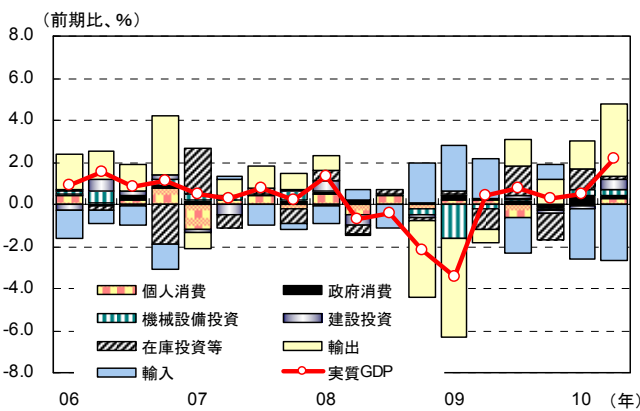


成長格差の背景

GDP 成長率格差の背景として、ドイツはユーロ安を背景とした輸出が大きく成長を押し上げたほか、総固定資本形成なども堅調であり、加えて個人消費や政府支出なども増加し、輸入を除くすべての需要項目がプラスに寄与した（第3図）。

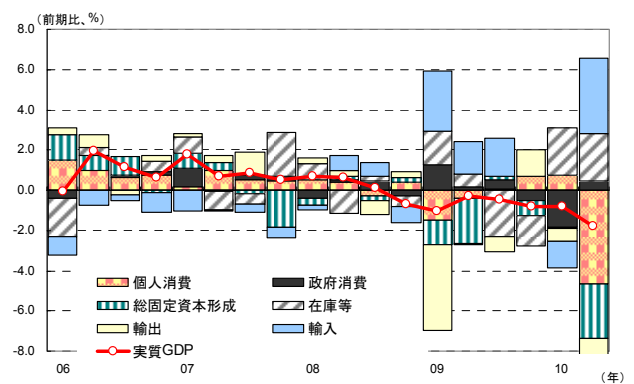
一方で、ギリシャの内訳をみると、プラスに寄与している項目は、輸入の減少や在庫など、内需の弱さを示す項目であり、個人消費や総固定資本形成は大幅なマイナス寄与、加えて輸出も減少が続いているなど、ドイツとは対照的に、内・外需両方の脆弱さが浮き彫りになった（第4図）。

第3図：ドイツ GDP の需要項目別内訳



(資料) ドイツ連邦統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ギリシャ GDP の需要項目別内訳

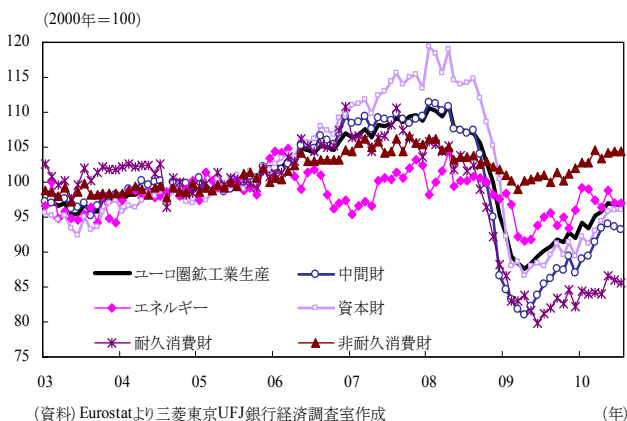


(資料) ギリシャ統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

好調が続いていた 企業部門の経済指 標も足元一部減速

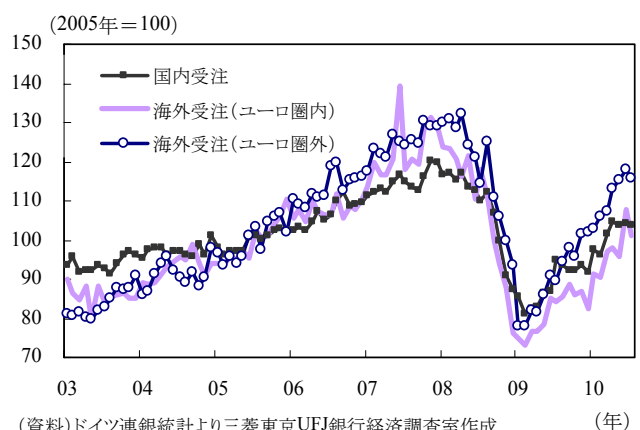
月次の経済指標をみると、第2四半期までは好調が続いていた企業部門の指標も、足元では一部に減速感が見られる。7月の鉱工業生産は前月比横ばいと、6月の同▲0.2%に続き低調となった。内訳をみると、資本財やエネルギー、耐久財などが減少した（第5図）。また、先行指標であるドイツの製造業受注は、7月は国内向けや輸出向けがともに減少し、年後半にかけての成長減速の兆候があらわれ始めている（第6図）。

第5図：ユーロ圏鉱工業生産



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ドイツの製造業受注

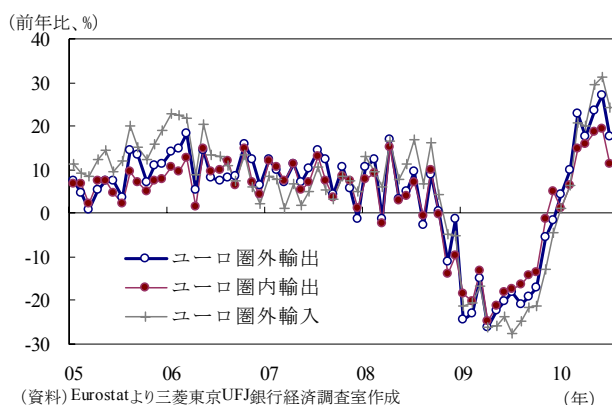


(資料) ドイツ連邦統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

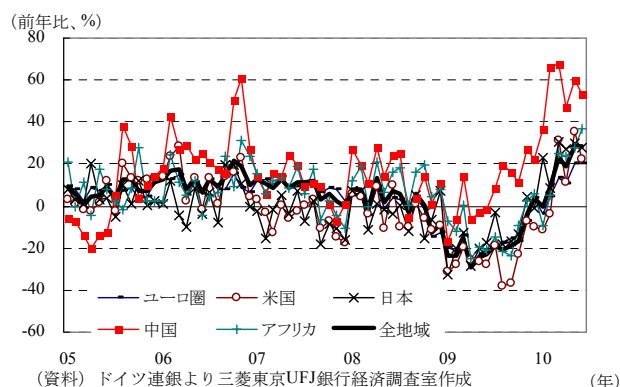
輸出も前月比減少

このように、生産や受注の減速感は、ユーロ安を背景に成長が続いていた輸出にも窺える。7月のユーロ圏の輸出は、圏外向けと圏内向けともに伸びが大幅に鈍化した。ドイツも、7月は前月比▲3.9%と3ヵ月ぶりに減少に転じている。地域別にみても、米国や中国向けなど、主要相手先への輸出が減少した。輸出は、第2四半期の成長を大幅に押し上げた項目であるため、輸出の減速は、来期以降の成長率に大きく影響が出る見込みである。

第7図：ユーロ圏輸出入



第8図：ドイツ地域別輸出の推移



自動車販売は5ヵ月連続の減少

加えて、家計部門も第3四半期入り後、引き続き低調な指標が発表されている。ユーロ圏の8月の自動車販売台数は前年比▲15.7%と、対策効果の剥落から、約1年ぶりの減少に転じた4月以降、5ヵ月連続でマイナスとなった。ただし、国別にみると、ドイツやイタリア、スペインなどは引き続き二桁のマイナスを示しているものの、減少幅は縮小しており奨励策終了に伴う反動減が一巡し始めた(第9図)。

失業率はドイツを除き高止まり

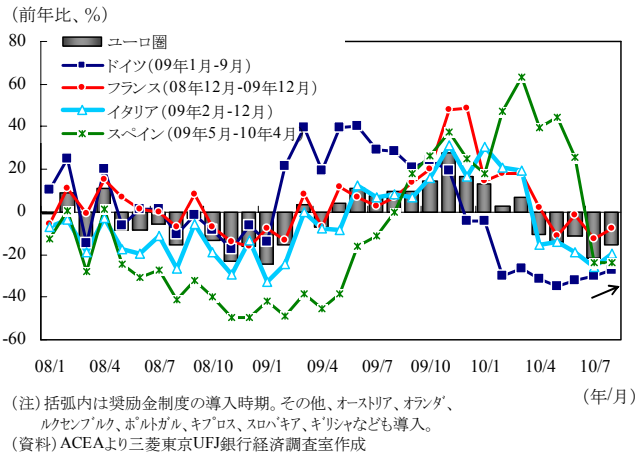
雇用も回復が遅れている。ユーロ圏全体の失業率は10.0%と高止まりが続き、特に住宅バブルの崩壊したスペインでは20%を越えて上昇が続き、アイルランドも同様に上昇した。一方で、ドイツは他国とは対照的に低下傾向が続いている(第10図)。

ドイツでは賃上げ要求、先行き波乱要因の可能性も

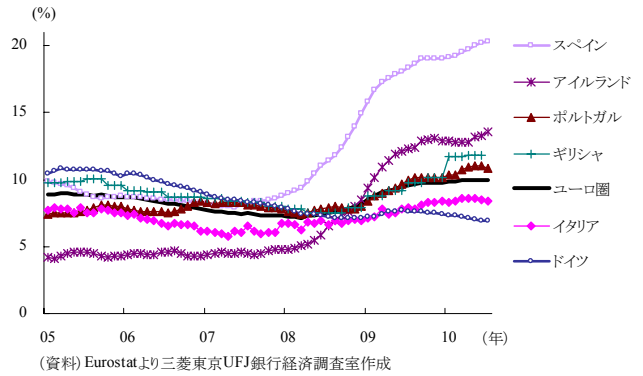
ただし、ドイツでは失業率の低下により、これまで抑制されていた賃上げスタンスが一気に強気に転じる様相となった。金属産業労組に続き、サービス部門、公共部門までを代表するドイツの労組が、年率4~6%の大幅賃上げを要求している。この要求が通れば、ドイツ賃上げの影響に南欧の付加価値税の引き上げによる影響が加わり、ユーロ圏の物価上昇率が押し上げられ、2011年にはECBの掲げる2%を超える可能性がある。

インフレ抑制という厳格な政策目標を追求する ECB にとって、マイナス成長を続ける周辺国との間で難しい舵取りを求められることになるため、先行きの波乱要因となる可能性もある。

第 9 図：自動車販売台数の推移



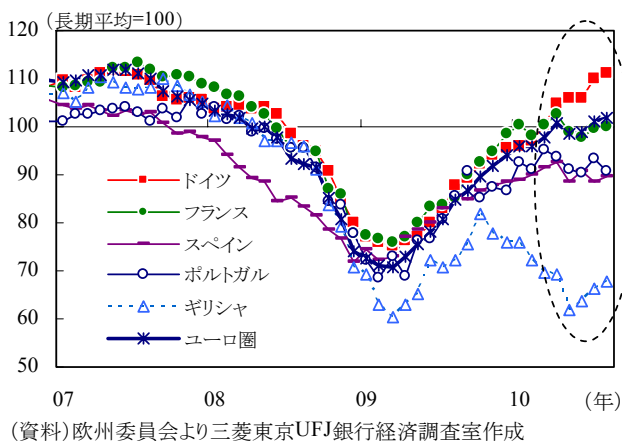
第 10 図：ユーロ圏各国の失業率



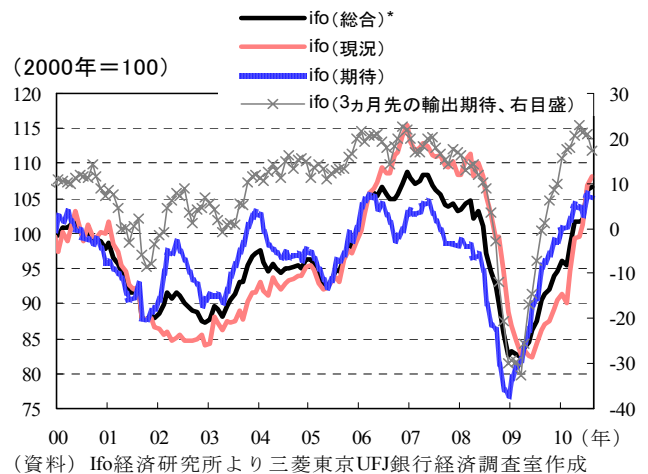
現状評価は改善続くが、先行き期待は低下傾向

景況感は、5-6月に欧州ソブリン問題の緊張から一時的に低下したが、欧州総合景況感指数では、ユーロ圏全体や、ドイツ、フランスなどは100を上回り再び回復基調にある。ギリシャも、5月の底打ち以降、3ヵ月連続で改善した（第11図）。ただし、現状に対する評価値が高水準にある一方で、先行きの期待指数は低下が続いている。ドイツのifo景況感指数をみると、現況評価値は108.2と約2年ぶりの高水準となったものの、6ヵ月先の期待指数や、3ヵ月先の輸出期待指数ともに低下傾向にある。一部の経済指標に減速感が見えることや、財政緊縮策による不透明感が、先行きに対するマインドの重しとなっている（第12図）。

第 11 図：ユーロ圏総合景況感指数



第 12 図：ドイツ Ifo 景況感指数



2. 欧州ソブリン問題の続き

ギリシャ上半期の
財政赤字削減実績
をもとに、第2弾
融資を実行

欧州ソブリン問題の発端であるギリシャにおいては、緊急支援の条件となった財政赤字削減策を遂行中である。2010年上半期の実績をもとに、第2弾の融資が予定通り9月13日にユーロ圏各国、14日にはIMFより実施された。ユーロ圏各国からは総額65億ユーロを、ドイツが約15億ユーロ、フランスが約11億ユーロなど、EUへの出資比率に応じて負担し、今回はギリシャ支援に拒否する姿勢を表明しているスロバキアを除く、残りの全14カ国が参加した（第1表）。スロバキアの支援参加拒否に対しては、ドイツなどが遺憾の意を示しており、支援にあたり域内で足並みの乱れも見えた。

第1表：ギリシャへの協調融資

(単位:億ユーロ)

	第1弾 (5月)	第2弾 (9月)	累計
ユーロ圏合計	145.00	65.00	210.00
ベルギー	-	7.59	7.59
ドイツ	44.28	14.96	59.24
アイルランド	-	3.47	3.47
スペイン	19.42	6.56	25.98
フランス	33.25	11.23	44.49
イタリア	29.22	9.87	39.09
キプロス	0.32	0.11	0.43
ルクセンブルグ	0.41	0.14	0.55
マルタ	0.15	0.05	0.20
オランダ	9.33	3.15	12.48
オーストリア	4.54	1.53	6.07
ポルトガル	4.09	1.38	5.48
スロベニア	-	1.03	1.03
フィンランド	-	3.92	3.92
IMF	55.00	25.00	80.00
総計	200.00	90.00	290.00

(資料) ギリシャ財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ギリシャ財政赤字
削減ペースは鈍化

こうしたなか、ギリシャは1-8月期の財政報告を発表し、当期の財政赤字は約145億ユーロ、前年同期比▲32.2%の減少となった。6月には年間約▲46%で進んでいた赤字削減ペースは、7月に同▲39.7%と年間目標である同▲39.5%をこらうじて上回るペースまで鈍化し、8月は今年に入り初めて年間目標を下回った（第2表）。また、昨年と今年の8月を単月で比較してみても、歳入は前年より減少し、歳出は増加。結果、財政赤字幅は7月から2ヵ月連続で拡大し、先行きに不安の残る結果となった。

しかし、既に第2弾融資の実行が決定されていたこともあり、8月分の報告発表日にはギリシャ株は財政懸念から下落したものの、以降、ユーロ圏全体としてソブリンのCDSや株式相場、ユーロ相場にネガティブな反応は見られていない。

同国の財務省資料では、削減ペース鈍化の背景には、利払いの増加（7-8月の2ヵ月で年間の約40%が集中）や、歳入が予定してたほど伸びなかったことをあげている。また、ギリシャ側では1-8月の財政赤字は前年同期比▲26.5%の削減を目標に掲げていたが、この目標は上回っていることから、年間を通しての目標達成は依然可能だとしている。とはいえ、9月以降の削減の順調な進捗を確認しない限り、ギリシャに対する懐疑的な見方は続くとみられ、いまだ予断を許さぬ状況が続く。

第2表：ギリシャ2010年1-8月期財政報告の概要

(単位:10億ユーロ)

	2009年	2010年	前年同期比	2009年	2010年	2010年	前年比
	1-8月	1-8月		年間実績	予算	予測	
	(A)	(B)	(C=B/A)	(D)	(E)	(F)	(G=F/D)
歳入	32.68	33.679	3.1%	50.509	57.56	58.382	15.6%
純収入	31.3	32.4	3.3%	48.5	53.7	55.1	13.7%
資本収入	1.3	1.3	▲1.9%	2.0	3.9	3.3	69.6%
歳出	54.1	48.0	▲11.2%	79.888	80.096	76.828	▲3.5%
一般歳出	37.1	32.6	▲12.0%	58.0	56.8	54.6	▲5.8%
利払い	10.0	10.7	6.6%	12.3	13.0	13.0	5.6%
資本支出	7.0	4.7	▲32.8%	9.6	10.3	9.2	▲4.0%
財政赤字 (1-8月)	21.382	14.493	▲32.2%	30.882	22.536	18.691	▲39.5%
参考 (1-7月)	20.020	12.100	▲39.7%				
(1-6月)	17.866	9.754	▲45.4%				

(資料) ギリシャ財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

8月単月比較 (単位:10億ユーロ)

	2009年8月	2010年8月
歳入	4.148	3.704
歳出	5.4	5.9
財政赤字	1.332	2.393

アイルランドでは金融支援コスト増大懸念が増す

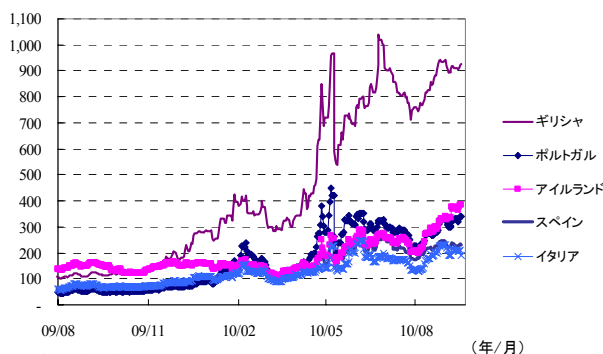
アイルランドでは、アングロ・アイリッシュ・バンクに対する追加支援が欧州委員会より暫定承認されて以降、CDSが上昇した。また、格付け会社S&Pは同国の金融セクター支援で見込まれるコスト増を背景に、ソブリン格付けを「AA-」に一段階引き下げた。金融支援コスト増大により、アイルランドは2010年の財政赤字が2009年の14.3%から20%近くに達する見込みとなり、銀行リスクが燻り続け、いまだ先行き不安感が拭えない。

第3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 ↓ (4/28)	AA+
アイルランド	Aa2 ↓	AA- ↓ (8/24)	AA-
ポルトガル	A1	A- ↓ (4/27)	AA- ↓
イタリア	Aa2	A+ (4/28)	AA-
ギリシャ	Ba1	BB+ ↓ (4/27)	BBB- ↓

(注) 矢印は見通し。括弧内の日付は格付け効力発生日。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：周縁国のCDS



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

フランス全土では
ストも実施

主要国でも、フランスでは政府が年金受給開始年齢の引き上げなどの年金改革を掲げているが、労働組合の反発は強く、9月7日にはフランス全土で抗議のストが実施され、200万人以上が参加した。ストを受け、サルコジ大統領は年金改革の堅持を改めて表明し、一部特例を認めると発表したものの、労働組合の理解は得られず、ストは再び実施される見込みとなっている。

不安材料は再び
現出

このように、欧州ソブリン問題には、再び不安材料が現出している。ユーロ圏各国では財政緊縮策を相次いで発表しており、特にドイツやフランスなどの緊縮策がスタートする2011年からその影響が本格的にあらわれると予想される。

3. 物価と金融政策

インフレ率はエネルギー価格の下落から低下

ユーロ圏の8月の消費者物価上昇率（HICP、前年比）は、1.6%と、7月の1.7%から低下した。エネルギー価格の下落が主因で、エネルギーや食料品を除くコアインフレ率は1.0%と安定している。

政策金利は16ヵ月
連続で据え置き

欧州中央銀行（ECB）は、9月2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16ヵ月連続で過去最低の1.0%での据え置きを決定した。同時に、四半期のスタッフマクロ経済予測を公表し、想定よりも堅調であった第2四半期と、一部第3四半期の経済指標を受けて、2010年と11年の実質GDP成長率見通しを上方修正した（第4表）。一方で、金融危機対応で実施している全額供給方式の資金供給オペなどの非伝統的政策を、今後も「必要な期間、少なくとも2011年1月まで」継続すると発表し、景気は想定以上の回復をしているものの、先行きに対する慎重な姿勢を見せた。

第4表：ECB マクロスタッフ見通し

	実質GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
	2010年	2011年	2010年	2011年
今回 2010.9.2発表	1.4-1.8 ↑ (1.6)	0.5-2.2 ↑ (1.4)	1.5-1.7 ↑ (1.6)	1.2-2.2 ↑ (1.7)
前回 2010.6.10発表	0.7-1.3 (1.0)	0.2-2.2 (1.2)	1.4-1.6 (1.5)	1.0-2.2 (1.6)
前々回 2010.3.4発表	0.4-1.2 (0.8)	0.5-2.5 (1.5)	0.8-1.6 (1.2)	0.9-2.1 (1.5)

(注) 括弧内は見通しレンジの中央値。矢印は前回比上方修正を表す。

(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

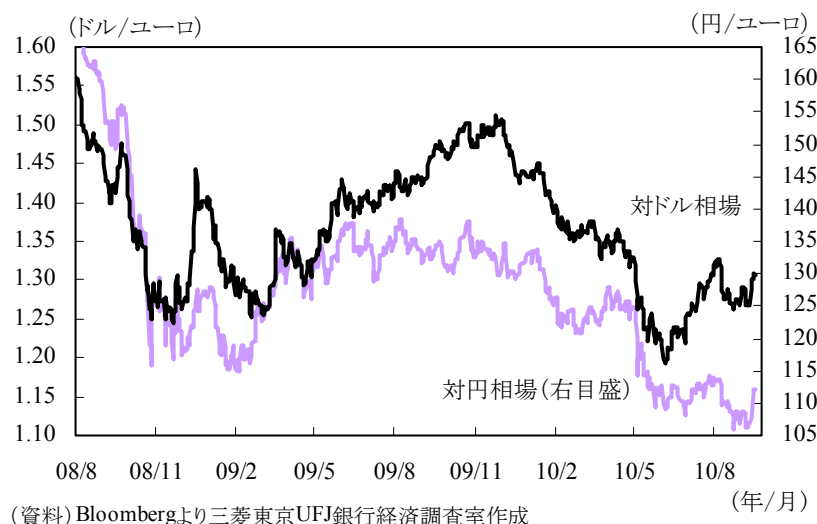
ユーロ相場は再びドル安傾向、1ユーロ=1.30ドル近辺で推移

ユーロ為替相場は、4月以降はギリシャ支援を巡り、支援策の発表やその実効性懸念から上昇と下落の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た。6月上旬に1ユーロ=1.20ドルを割り込んだが、7月入り後は徐々に上昇し、8月上旬は同1.30ドルを上回る約3ヵ月ぶりの水準まで上昇した。背景には、無難なストレステスト結果や欧州大手行の好決算もあるが、主には米国の景気回復の鈍化などによるドル安である。8月中旬以降は一部月次指標でのマイナスや、周縁国での懸念要因の現出などからユーロが売られ、再び同1.30ドルを下回ったが、足元では米国の追加緩和観測や、弱めの経済指標などを受けてドル安となり、同1.30ドル近辺で推移している。

ユーロ対円相場は日本政府・日銀の為替介入を受けて1ユーロ=112円台

また、ユーロ対円相場は、円高の進行により、1ユーロ=106円台までユーロは下落し、約9年ぶりの水準となった。ただし、9月15日に日本政府と日銀が約6年半ぶりの為替介入を実施したことを受けて、足元では112円台で推移している。

第14図：ユーロ対ドル為替相場の推移



2. 英国

(1) 景気動向

第2四半期の実質GDP成長率は高い伸び

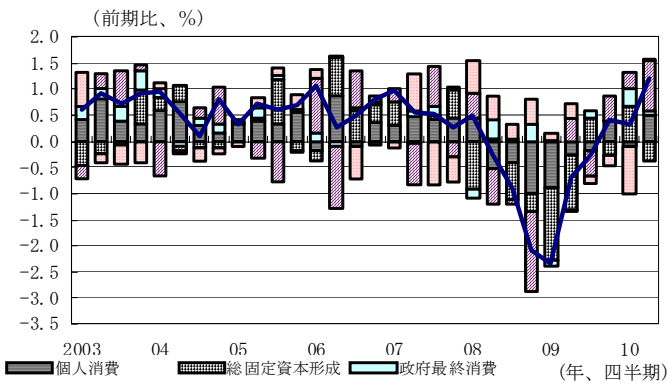
英国経済は引き続き、緩やかな回復傾向にある。第2四半期の実質GDP成長率は前期比1.2%と高い伸びを示した(第15図)。在庫投資が7四半期ぶりにプラスに転じ、全体の成長率押し上げに貢献した。また、個人消費も、気温が高めであったことなどから、衣料品などの購入が増えたこともあり、2期ぶりにプラスの伸びとなった。一方、設備投資を含む総固定資本形成が再びマイナスの伸びとなったほか、外需の寄与度は小さなものにとどまった。

消費者信頼感指数は低下傾向

消費者信頼感指数をみると、8月は失業に対する懸念がやや緩和したこともあり、上昇したものの、今年3月以降、低下傾向が続いている(第16図)。一般経済状況に対する見方が悪化しているほか、資金繰りを示す金融状況がやや悪化している。景気の先行き不透明感が消費者心理にも悪影響を及ぼし始めていることが窺える。

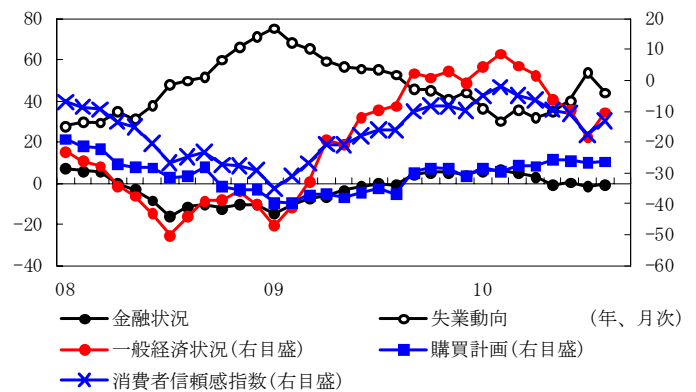
住宅価格の動向についてみると、ハリファックス住宅指数は、8月に前

第15図：実質GDP成長率



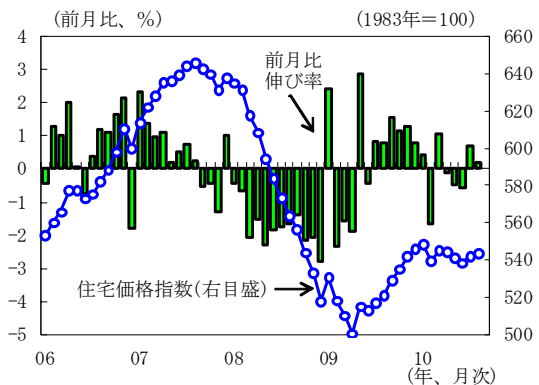
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：消費者信頼感指数の動向



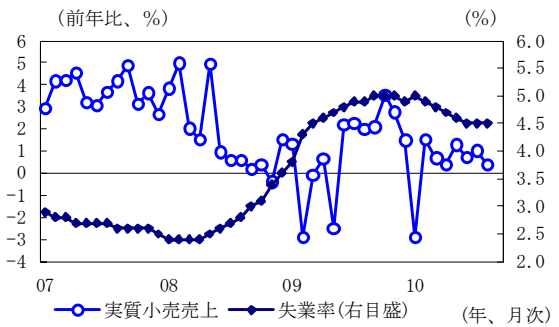
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：住宅価格の動向



(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図：小売売上と失業率



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

住宅価格は横ばい圏内の動き

失業率は下げ止まり

購買担当者指数は3ヵ月連続で低下

数量ベースの輸出は足踏み

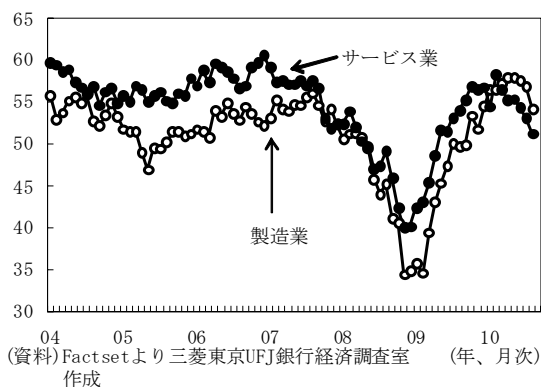
月比+0.2%と2ヵ月連続で上昇した(第17図)。しかし、4月から6月まで3ヵ月連続して下落したこともあり、依然、昨年末の水準を下回っている。今年に入り、横ばい圏内の動きが続いている。

実質小売売上は8月に前年比+0.4%と前月より減速した。依然、低い水準にとどまっている(第18図)。8月の失業率は4.5%と3ヵ月連続で同水準となった。雇用の改善に歯止めがかかっており、消費者心理、ひいては、個人消費への影響が懸念される。

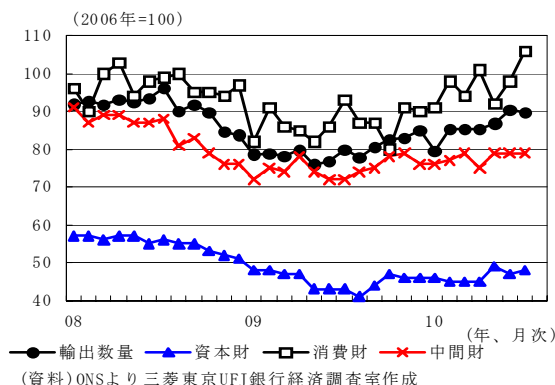
企業の景況感は、ピークアウト後、悪化している。購買担当者指数をみると、製造業、サービス業いずれも拡大縮小の分岐点である50を上回っているものの、8月まで3ヵ月連続で低下している(第19図)。特にサービス業は、8月に51.3と50の目前まで低下してきており、早晚、業況の縮小に向かう可能性が十分にある。購買担当者指数の低下がこのまま続けば、景気の先行き懸念が一層強まるであろう。

輸出も足踏み状態にある。7月の輸出数量は、前月比▲0.9%と4ヵ月ぶりに前月水準を下回った。水準は、さらに上昇していくという状況ではない(第20図)。実質実効為替レートをみると、やや上昇しているものの、依然低い水準にあることから、政府が期待するほど、ポンド安が生かされていないことがわかる(第21図)。

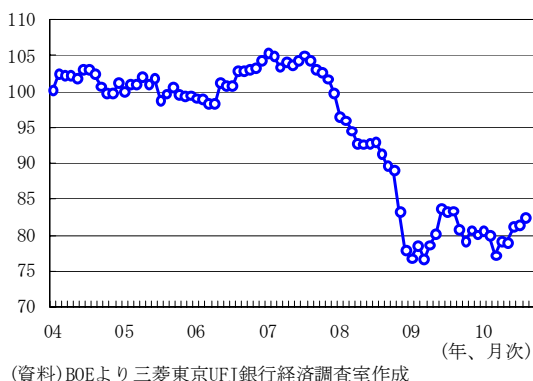
第19図：購買担当者指数



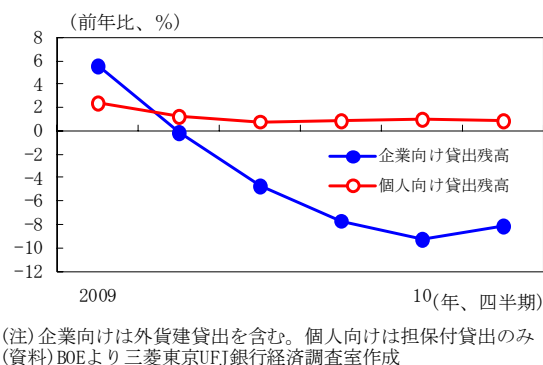
第20図：輸出の動向



第21図：名目実効為替レートの推移



第22図：企業向け貸出残高の推移



(2) 銀行貸出の動向

貸出は低迷

銀行貸出は低迷している。第2四半期の企業向け貸出残高は前年比▲8.2%と前期の同▲9.3%より減少率は縮小したものの、依然大きな落ち込みをみせている（第22図）。住宅ローンを中心とする担保付個人向け貸出も第2四半期には前年比+0.9%と低い伸びにとどまっている。

生産水準が低いなど、設備投資が盛り上がる環境でないほか、家計部門も過大な債務を減らすバランスシート調整の過程にあることなどから、銀行貸出が伸びていく状況にはない。

(3) 物価及び金融政策の動向

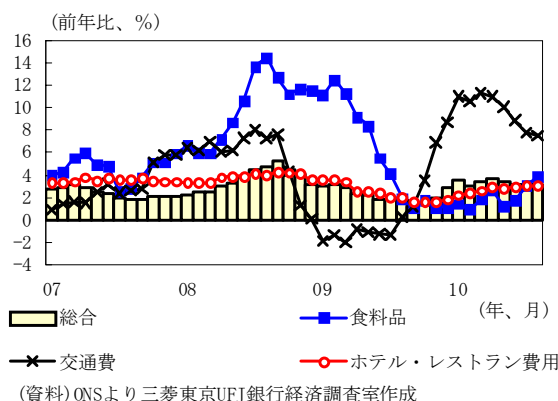
8月のCPI上昇率は前年比3.1%

8月の消費者物価上昇率は前年比3.1%と、7月と事前の市場予想を上回る結果となった（第23図）。交通費が前年比7.5%、食料品が前年比3.9%、ホテル・レストラン費用が前年比3.0%上昇したことが全体の上昇率を押し上げた。交通費では、航空運賃が前年比23.1%上昇したことが影響している。食料品は果物、野菜といった生鮮食料品価格の上昇により加速した。

BOEは、現在の金融政策を維持

イングランド銀行は、9月9日の金融政策委員会で、現状の金融政策の維持を決めた。大幅な量的緩和策を実施しているにもかかわらず、足元の景気回復の動きが弱く、銀行貸出も伸びていない。こうしたなか、金融政策委員会のウィール委員は議会公聴会で、経済が急速に減速した場合、景気をさらに刺激できるような、金融政策と財政政策の中間にあたるような政策を導入する必要があるとの発言をした。具体策は述べられなかったものの、景気が二番底に陥らないようにするための施策に関する発言として注目される。

第23図：消費者物価上昇率



照会先：経済調査室 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。