

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏の実体経済は好調も、ソブリン問題が再燃、英国第 4 四半期の経済指標は弱含み～

1. ユーロ圏

(1) 景気動向

第 3 四半期も堅調に成長

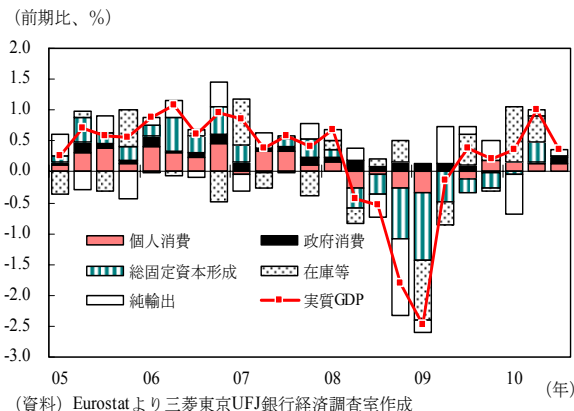
ユーロ圏の実体経済は、底堅く推移しつつも、域内格差が引き続き鮮明になっている。欧州ソブリン問題はアイルランドが金融支援を要請するなど再燃し、CDS は急上昇した。

ユーロ圏の第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.4%と、概ね底堅い結果となった。需要項目別には、純輸出や個人消費、政府消費がそれぞれ同 0.1%pt ずつプラスに寄与した（第 1 図）。

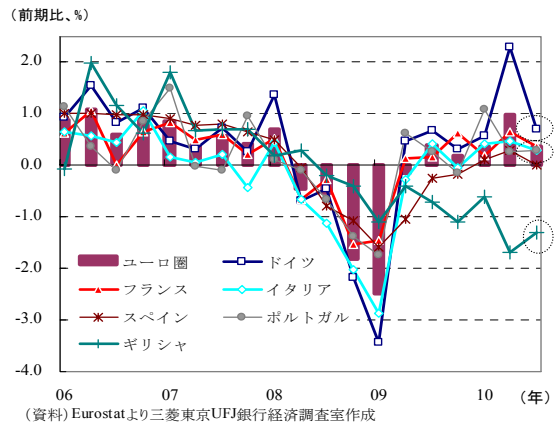
域内格差は①ドイツ、②フランス・イタリア、③ギリシャなどの 3 階層

一方、域内格差は引き続き鮮明である。第 3 四半期の実質 GDP 成長率を国別にみると、全体を牽引するドイツは前期比 0.7%と堅調に成長し、フランス・イタリアはそれぞれ同 0.4%、同 0.3%とユーロ圏平均並みの成長となった。一方、周縁国の不振は続いている。ギリシャは同▲1.3%と 9 四半期連続のマイナスとなった。スペイン（前期比横ばい）も 7 月からの付加価値税（日本の消費税に相当）引き上げなど財政緊縮策の影響が早くもあらわれ、ゼロ成長に陥った（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



個人消費はようやく持ち直しの兆しも、来年は財政緊縮策により伸び悩み

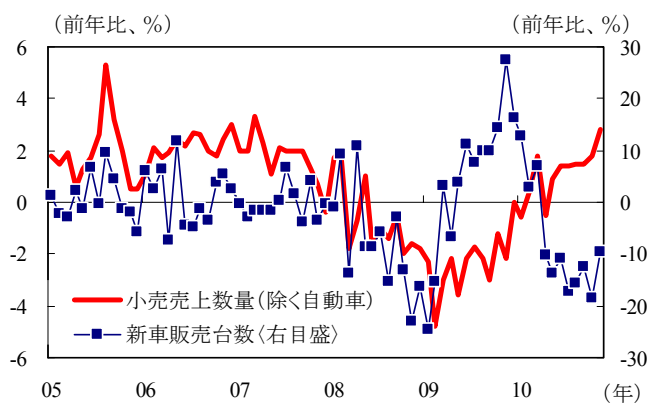
月次指標をみると、低調が続いていた家計部門では、個人消費はようやく持ち直しの兆しがみられる。ユーロ圏各国の自動車販売台数は、対策効果の剥落から、前年比大幅マイナスが続いていたが、11月は同▲9.8%と、7ヵ月続いた二桁減から脱却した。自動車を除く小売売上も、小幅ながら前年比プラスが続いている（第3図）。2011年は各国で財政緊縮策が実施されることから、足元で改善しつつある個人消費も、伸び悩みが懸念される。

失業率はドイツを除き高止まり続き、来年以降も改善は限定的

雇用は回復が遅れており、10月の失業率はユーロ圏全体で10.1%と高止まりしている。国別にみると、ドイツでは低下傾向が続く一方で、住宅価格が大きく下落したアイルランドとスペインでは、失業率の上昇には直近まで歯止めがかかっていない。住宅市場の崩壊に伴い建設業を中心に雇用が大きく減少したためとみられる。

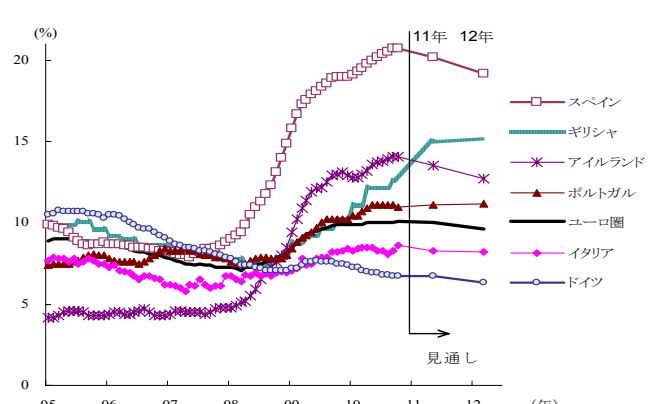
11月末に発表された欧州委員会（EC）による失業率見通しでは、今後の不動産バブルの調整や、輸出増に牽引される経済成長を見込んでも、アイルランドで2010年の平均13.7%の後、11年に13.5%、12年に12.7%、スペインでは2010年の20.1%から、11年に20.2%、12年に19.2%と、わずかな改善しか見込まれていない（第4図）。

第3図：ユーロ圏小売売上と新車販売



(資料) Eurostat、ACEAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ユーロ圏各国の失業率

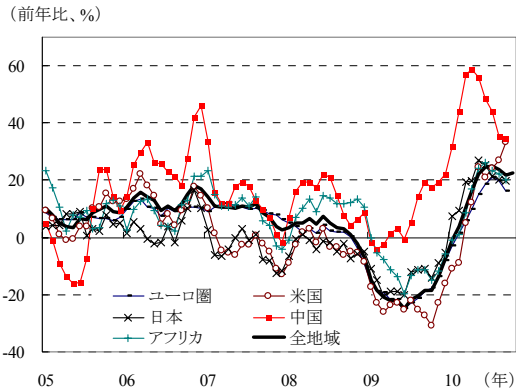


(資料) Eurostat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

受注・輸出は減速しつつも、増加傾向が続く見込み

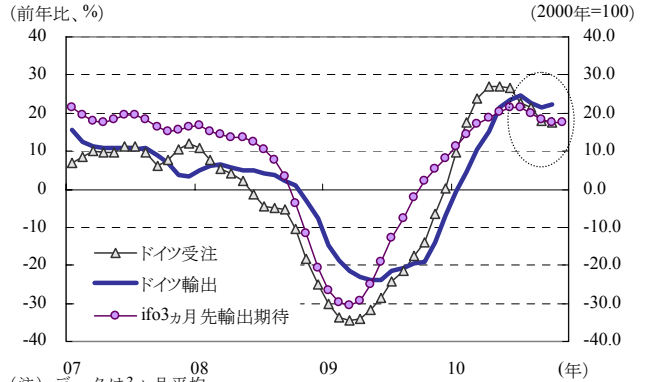
一方、企業部門は底堅さを維持している。ドイツの10月の製造業受注は、前年比+14.2%と、概ね底堅く推移している。また輸出は、第3四半期入り後、急増していた中国向けを中心に減速傾向が鮮明になっているものの、Ifoの輸出期待指数が示唆するように、今後も緩やかな増加傾向が続くとみられる（第6図）。

第5図：ドイツ地域別輸出の推移



(注) データは3ヵ月移動平均。
(資料) ドイツ連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ドイツの受注・輸出と先行き期待



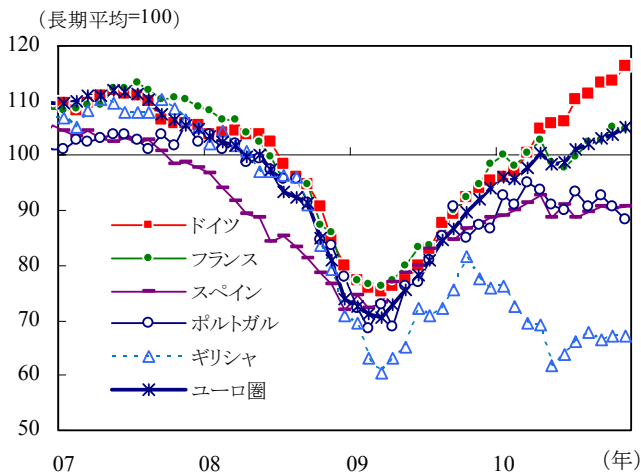
(注) データは3ヵ月平均。
Ifo3ヵ月先輸出期待は、ドイツの約7,000企業が3ヵ月先の動向を現状より「良くなる」、「同じ」、「悪くなる」のいずれかで評価。指数は「良くなる」-「悪くなる」のバランス。
(資料) ドイツ連銀、ドイツ連邦統計局、Ifo経済研究所より経済調査室作成

景況感は改善続くが、先行きには不透明感も

企業の景況感をみると、ユーロ圏全体の指数は長期平均を示す100を上回っており、好調を続けている（第7図）。ただし、ドイツ、フランスなどが好調な一方で、ギリシャは9月以降は横ばい傾向にとどまっている。スペインやポルトガルでも上昇はみられない。

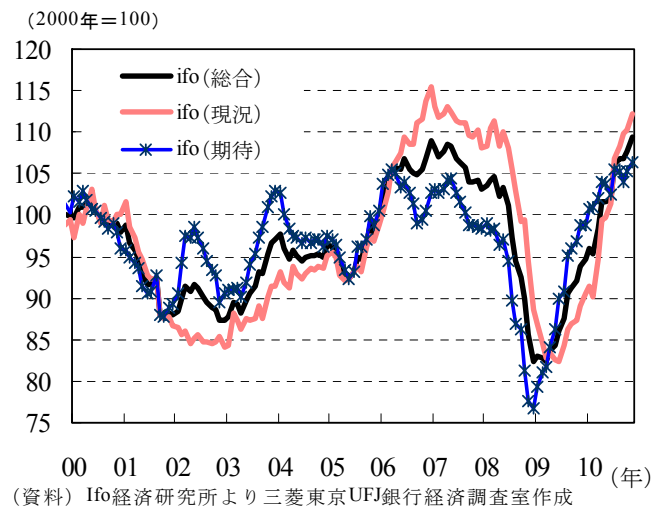
また、ドイツでもIfo景況感指数をみると、総合では11月は109.3と約4年ぶりの高水準にあるが、先行き期待はやや勢いを失っている。来年以降実施される財政緊縮により、現在はマインドの良好な主要国でも、先行きには不透明感が示されている（第8図）。

第7図：ユーロ圏総合景況感指数



(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：ドイツ Ifo 景況感指数



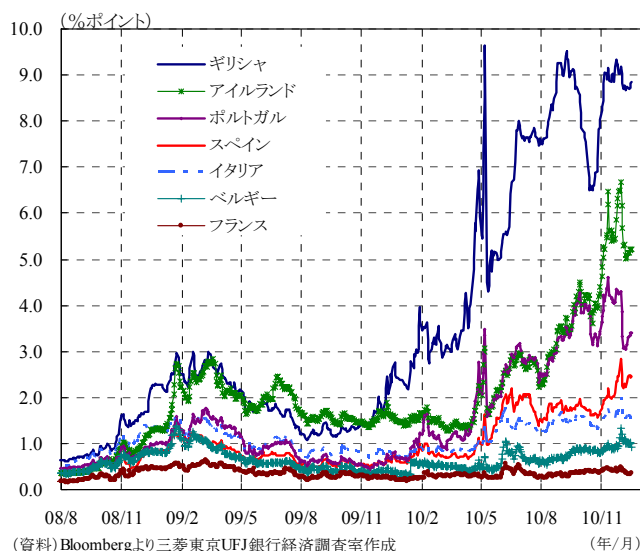
(資料) Ifo経済研究所より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 欧州ソブリン問題

欧州ソブリン問題 が再燃

欧州ソブリン問題は、アイルランドが金融支援を要請するなど再燃し、各国の対独ソブリンスプレッドは軒並み急拡大となった。

第9図：周縁国の対独ソブリンスプレッド



各国の信用不安の要因は、ギリシャでは財政再建の困難性、アイルランドでは金融セクターの再建コスト、ポルトガルでは政局混乱、及び構造的な低成長、スペインでは不良債権問題、などと国別に異なる(第1表)。

第1表：国別問題点整理

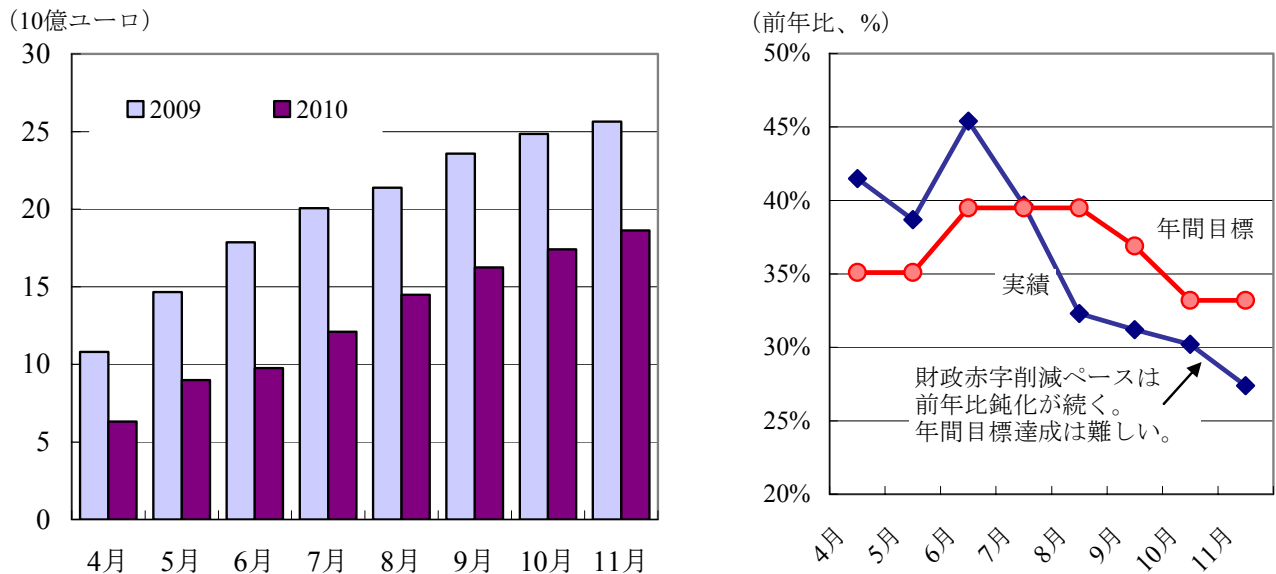
国	問題点	金融支援要請
ギリシャ	財政再建の困難性	○ (2010年5月)
アイルランド	銀行リスク、政情不安	○ (2010年11月)
ポルトガル	政局混乱、構造的な低成長	可能性有り
スペイン	不動産バブル崩壊、不良債権問題	—
イタリア	政治混乱(但し、他の周縁国に比べて安定、不信任投票も小差で信認)	—
ベルギー	財政懸念、政局不安(6月に解散総選挙を実施したが、新政権は未発足)	—
フランス	年金改革を進めたサルコジ政権に対する国民の猛反発	—
ドイツ	好調な経済指標とは反対に、メルケル政権の支持率は急低下	—

ギリシャの財政再 建の困難性が改め て浮き彫りに

欧州ソブリン問題の発端となったギリシャでは、財政緊縮策を実施しており、12月10日に発表された2010年1月-11月期の財政赤字は約186億ユーロと、前年比▲27.4%減少した(第10図)。ただし、年間目標に掲げている同▲33.2%の減少に対しては未達である。徴税の強

化により12月も歳入が増える見込みではあるが、政府は既に、年間目標達成は困難と認めている。来年度に向けて追加の削減策導入も発表されており、ギリシャの財政再建の困難性が改めて浮き彫りとなった。

第10図：ギリシャ2010年財政赤字金額と年間目標対比の推移



(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

アイルランドは金融支援を要請

11月28日に金融支援の要請に至ったアイルランドに関しては、欧州決済機関のLCHクリアネットが、11月10日～25日に同国国債を取引する際に必要な証拠金率を45%まで引き上げたことが、ソブリン危機を増幅した(注1)。その後、焦点となっていた2011年度予算案が次々と可決され、対独ソブリンスプレッドが縮小したため、証拠金率は30%に引き下げられている。

(注1) LCHクリアネットでは、当該国債の利回りとAAA格付け国債利回りとの差が拡大し、450bp以上、500bp以上、…にて数日以上推移した場合、証拠金率が15%ずつ引き上げられる。

対独ソブリンスプレッドは縮小も、リファイナンス懸念、政治リスクを睨み、予断許さない状況続く

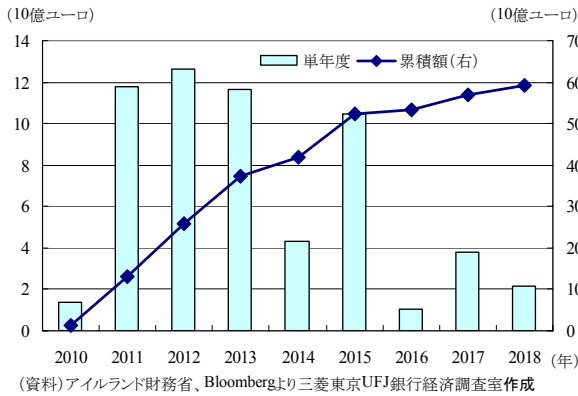
しかし、国債利回りやCDSこそ低下したものの、2011年前半に控える国債償還に伴うリファイナンス懸念に加え、年明け以降の解散総選挙のリスクを睨み、予断を許さない状況が続いている。

こうしたなか、格付け機関のフィッチはアイルランドのソブリン格付けを従来のA+から3段階引き下げ、BBB+とした。ただし、見通しは「安定的」と置き、さらなる格下げの可能性は今のところ含まれていない(第2表)。

ポルトガル、スペインもリファイナンスリスクが残る

このほか、ポルトガルとスペインも2011年上半期に大型償還を控えている。特にポルトガルは対外政府債務も大きく、リファイナンス・リスクが懸念される(第12、13図)。

第 11 図：アイルランドの銀行債償還スケジュール
(=残高維持のための必要資金)

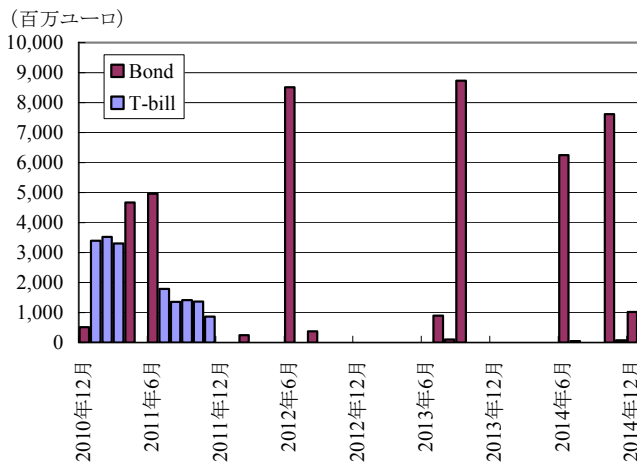


第 2 表：欧州周縁国のソブリン格付け

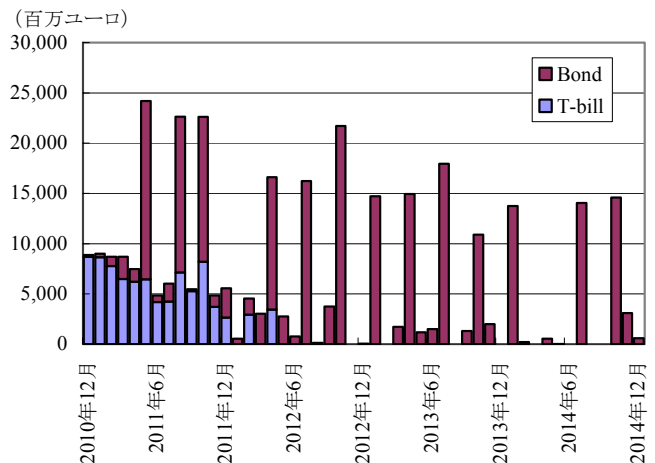
	S&P	ムーディーズ	フィッチ
スペイン	AA ↓ (4/28)	Aa1 ↓ (12/15)	AA+
アイルランド	A ↓ (11/23)	Aa2 ↓ (7/19)	BBB+ (12/9)
ポルトガル	A- ↓ (4/27)	A1 (7/13)	AA- ↓ (3/24)
イタリア	A+ (4/28)	Aa2	AA-
ギリシャ	BB+ ↓ (4/27)	Ba1	BBB- ↓
ベルギー	AA+ ↓ (12/14)	Aa1	AA+

(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 12 図：ポルトガル国債償還スケジュール



第 13 図：スペイン国債償還スケジュール



イタリアでは内閣不信任は免れるも、今後の政局運営では困難が予想される

イタリアでは、政局が混迷しており、12月14日には内閣不信任の採決が行われた。ベルルスコーニ首相は信認 314、不信任 311、棄権 5 の小差で不信任は免れたが、不信任投票の多さは今後の政局運営の困難さを予兆している。ただし、銀行リスクや不良債権問題を抱えていないイタリアは、他の周縁国と比べると安定しているといえよう。

ベルギーでは政局不透明感から格下げ方向

ベルギーでは政府債務残高が GDP 比で 100% 近辺に達するなどの財政懸念に加えて、6 月に実施した解散総選挙後の新政権が 2010 年末となった今でも発足していない。ベルギーのオランダ語圏、フランス語圏の分裂は今に始まった話ではなく新政権の発足に月日を要することは常であるが、さすがに半年は長い。こうした財政不安や政局の不透明性から、格付け会社の S&P は 12 月 14 日に、同国のソブリン格付け見通しを現在の「AA+安定的」から「同ネガティブ」に引き下げ、今後、新政権発足に向けた顕著な進捗、あるいは発足後の効果的な政策が認められない場合は格下げを行う方向で検討中、と発表した。

ユーログループは ESM の創設で合意

10 月に開催された欧州連合の首脳会議では財政難に陥ったユーロ加盟国を支援する常設制度(欧州安定メカニズム/ESM)の創設を決定したが、続く 11 月にはユーロ圏の財務相会合(ユーログループ)でも合意された。

集団行動条項(CAC)も盛り込まれる

ESM は 2013 年から運用の開始が予定され、民間の投資家にも負担が求められる。また、2013 年 7 月以降にユーロ圏で発行される新発国債にはすべて集団行動条項(Collective Action Clause/CAC)が適用されることが決められた。CAC とは、債券発行の際に発行体と投資家の間で交わされる条件で、発行者が危機に陥った際、一定の割合以上の投資家の合意で債券の返済条件を変更することができる。従来はエマージング諸国が外貨建債券を発行する際に付与されることが多かったが、ESM では、先進国の自国通貨建て国債に付与されるため、ユーロ圏の国債は「債務リストラの可能性あり」と投資家に認識されることになろう。ギリシャ危機以降構築された欧州金融安定ファシリティ(EFSF、総額 4,400 億ユーロ、期限 2013 年 6 月)と、この 2013 年以降の ESM などの備えにより、投資家の懸念をどこまで払拭できるかが焦点である。

3. 物価と金融政策

インフレ率はエネルギー価格の上昇から加速

ユーロ圏の 11 月の消費者物価上昇率(HICP、前年比)は 1.9% 上昇した。エネルギー価格の上昇が押し上げ要因であり、エネルギーや食料品を除くコアインフレ率は 1.0% 強で推移している。

政策金利は 19 ヶ月連続で据え置き

欧州中央銀行(ECB)は、12 月 2 日の定例政策理事会で、「現在の政策金利は引き続き適切」として 19 ヶ月連続で過去最低の 1.0% に据え置く決定をした。また、危機対応で導入していた無制限流動性供給を、2011 年の 3 月いっぱいまで続けることを発表し、出口戦略はひとまず先送りとなった。欧州ソブリン問題が再燃するなかで開催された理事会であり、国債購入枠の拡大など追加措置の発表が期待されるなか、トリシェ総裁は国債の購入は「今後も継続する」と言及するにとどめたが、実際に

ECBによるポルトガル国債などの購入が確認されると、当日のCDSなどのソブリン指標は低下した。

また、ECBは四半期毎のスタッフマクロ経済予測を公表し、第3四半期も好調な輸出に加えて内需が拡大したことから、2010年の成長率見通しを上方修正した。2011年は、各国で本格化される財政緊縮策による下押し圧力を睨み、減速する見通しとなった。その後、2012年は内需の緩やかな回復なども見込まれることから再び加速する見込みである（第3表）。

第3表：ECBスタッフマクロ経済予測

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
今回	1.6-1.8 ↑	0.7-2.1	0.6-2.8	1.5-1.7	1.3-2.3 ↑	0.7-2.3
2010.12.2発表	(1.7)	(1.4)	(1.7)	(1.6)	(1.8)	(1.5)
前回	1.4-1.8 ↑	0.5-2.2 ↑	-	1.5-1.7 ↑	1.2-2.2 ↑	-
2010.9.2発表	(1.6)	(1.4)	-	(1.6)	(1.7)	-
前々回	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)	-

(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

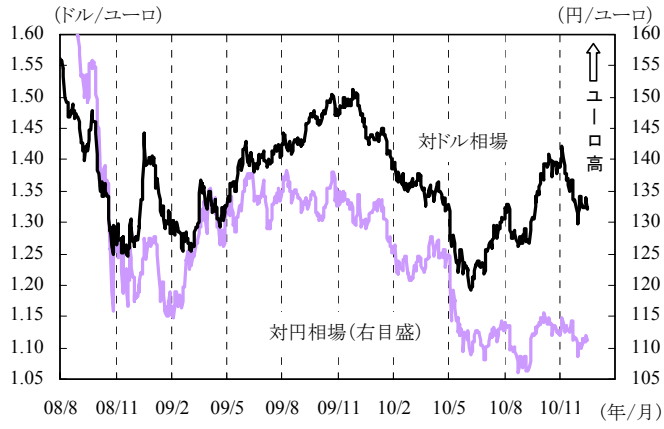
4. ユーロ為替相場と欧州株価

ユーロ相場は米国QE2後は反落も、ECB理事会を受け小反発

ユーロ為替相場は、ソブリン問題緊迫時のユーロ安から反発し、11月上旬までは急速にユーロ高が進行した。一時的に小康状態にあった欧州ソブリン問題に加え、米国の追加緩和（QE2）を見込んだドル売りが背景となり、1ドル=1.40台と、約9ヵ月ぶりの水準に上昇した。その後、米国QE2後の材料出尽くし感による米国金利の上昇や、周縁国のソブリン問題の再燃から、ユーロ相場は急落し、同1.30ドルを割った。しかし、先述のECB理事会での出口戦略先送りや、ECBによる国債購入の継続が確認されたことなどからユーロは小幅ながら上昇し、足元では同1.32ドル近辺で推移している（第14図）。12月半ばのEUサミットが今年最後の注目材料であろう。

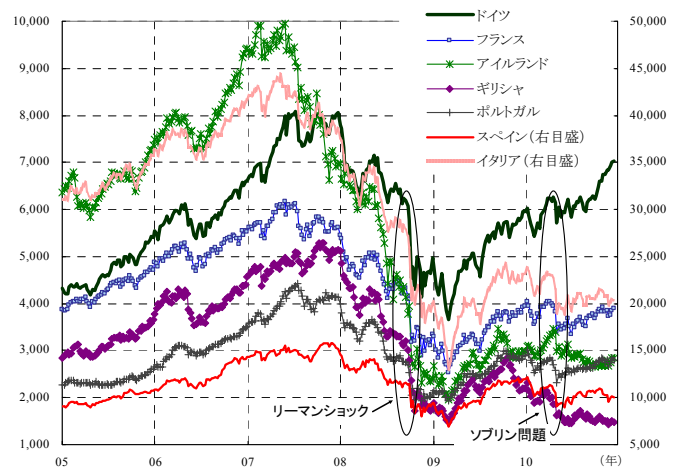
欧州株価は、リーマンショック後に各国そろって下落し、昨年3月以降は緩やかな上昇傾向を辿っていたが、ソブリン問題の勃発後は動きが二極化している。ドイツのDAX指数は足元7,000に達し、リーマンショック前の水準を超えて上昇している。一方で、ギリシャのアテネ総合指数は足元まで底ばい傾向が続いている（第15図）。

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

第 15 図：欧州株価



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 英国

(1) 景気動向

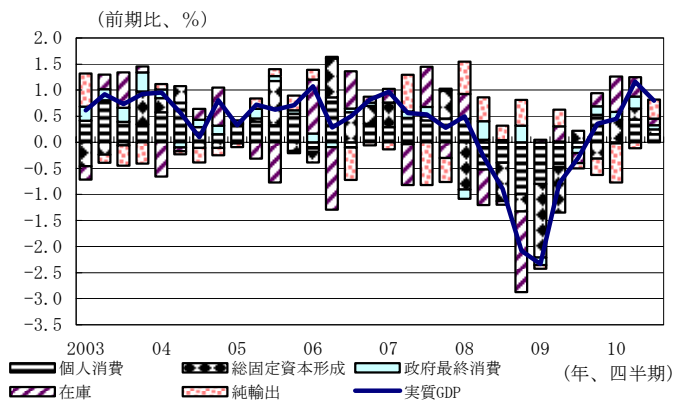
第3四半期も高めの成長率が続く

英国経済は引き続き、緩やかな回復傾向にある。第3四半期の実質GDP成長率は前期比0.8%と第2四半期に続き、高い伸びを示した(第16図)。個人消費や在庫は、伸び率が鈍化しながらも、プラスに寄与した。個人消費等の伸び率低下により、輸入の伸びが大きく鈍化する一方、輸出が堅調に推移したことから、純輸出は増加し、全体の成長率を押し上げた。第4四半期については、プラス成長は維持するものの、2四半期連続して市場予想を上回る高い伸びを示したことから、減速は免れない。

住宅価格は11月に前月比▲0.1%

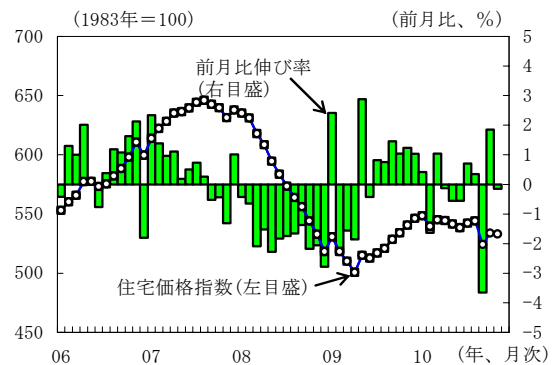
住宅価格についてみると、11月のハリファックス住宅価格指数は前月比▲0.1%と2ヵ月ぶりに前月水準を下回った(第17図)。住宅指数の水準は、今年の1月をピークに、低下傾向にある。不動産仲介業者への売り手および買い手からの照会状況をみると、いずれも照会状況は減ったとする割合が多くなっているが、特に新規買い手からの照会が減ったとする割合が多くなっている(第18図)。需要が弱くなっており、当面、住宅価格は弱含みで推移するとみられる。

第16図：実質GDP成長率



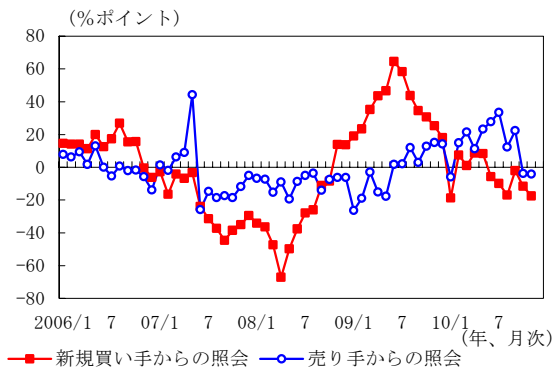
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：住宅価格の動向



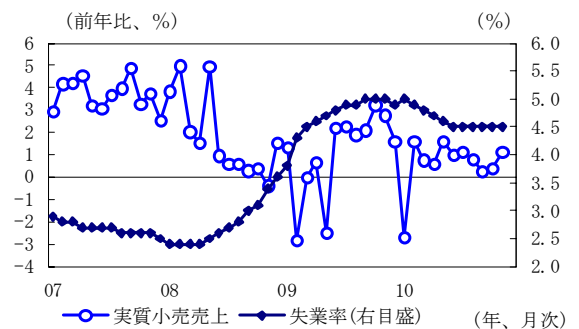
(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図：住宅の需給



(注)増えたとする割合-減ったとする割合
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：失業率と実質小売売上



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

雇用の改善は足踏み

雇用情勢についてみると、失業率は11月まで6ヵ月連続して、4.5%と改善に歯止めがかかった状態が続いている（第19図）。一方、実質小売売上は、11月に前年比+1.1%と4ヵ月ぶりに高い伸びを示した。衣料品や非専門店での売上が加速した。低温等気候要因が影響したとみられる。

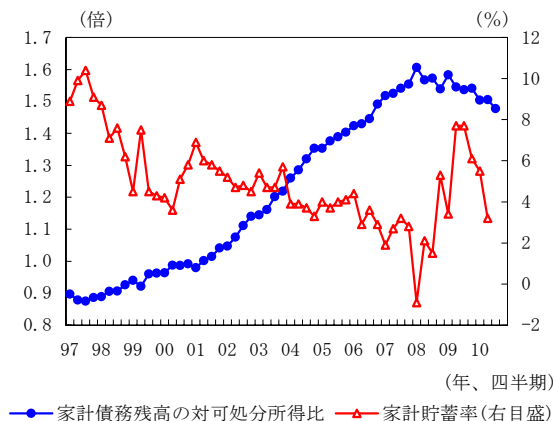
家計の貯蓄率は低下

家計の貯蓄率は、雇用の改善傾向に合わせ、低下している。今年第2四半期には、3.2%まで低下した（第20図）。2008年秋のグローバル金融危機後、貯蓄率は上昇し、昨年第3四半期には7.7%に達したが、その後、雇用情勢の改善にあわせる形で貯蓄率は低下している。一方、家計部門のバランスシート調整も進んできた。家計部門の債務残高の対可処分所得比をみると、グローバル金融危機前の2008年第1四半期には1.61倍であったが、今年第3四半期には1.48倍まで低下した。しかし、消費者信頼感指数をみると悪化している（第21図）。ほぼ全ての項目が悪化傾向にあり、消費者マインドが改善する兆しはみられない。家計のバランスシート調整が進んでいるとはいえ、まだ、債務の負担は重く、さらに雇用の改善に歯止めがかかっている上、財政緊縮に伴う付加価値税率引き上げ等が迫っている状況では、消費者マインドの回復は難しく、個人消費の本格回復には時間がかかるであろう。

家計のバランスシート調整も進む

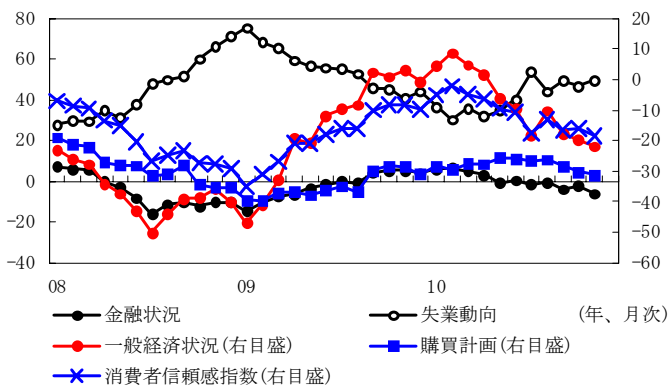
消費者マインドは悪化

第20図：家計貯蓄率と債務残高の動向



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図：消費者信頼感指数の推移

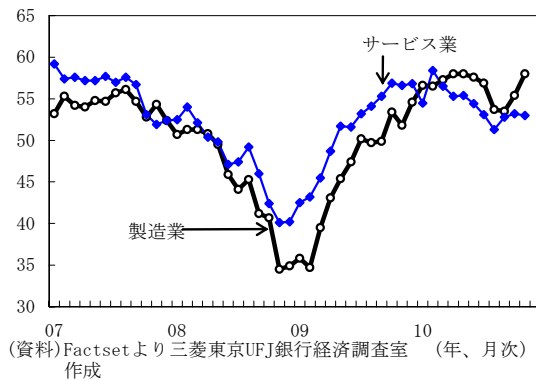


(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

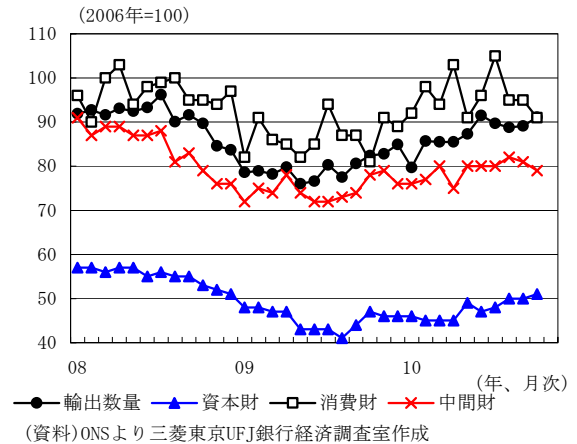
購買担当者指数は製造業で上昇

企業の景況感について購買担当者指数をみると、サービス業は11月が53.0と業況の拡大及び縮小を分ける50を上回っているものの、7月以降、横ばい圏内の動きを示している（第22図）。個人消費回復の足取りの重さが影響しているとみられる。一方、製造業については、10、11月と上昇している。10月の輸出が資本財の増加により、3ヵ月ぶりに増加に転じたことなどが影響したとみられる（第23図）。

第 22 図：購買担当者指数



第 23 図：輸出数量指数の推移



(2) 物価及び金融政策の動向

11 月の CPI 上昇率は前年比 3.3%

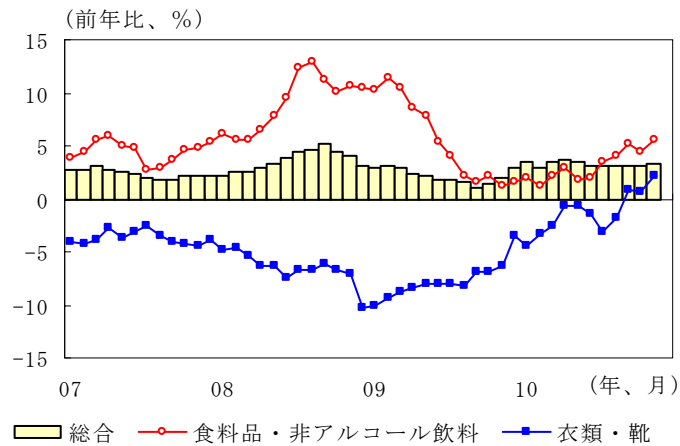
11 月の消費者物価上昇率は前年比 3.3%と前月より 0.1%ポイント上昇した(第 24 図)。食料品・非アルコール飲料が前年比 5.5%、衣料品・靴が同 2.1%上昇し、全体の伸び率を押し上げた。食料品・非アルコール飲料では、果物の上昇幅が大きい。また、衣料品・靴では、衣料品の上昇率が高かった。衣料品・靴価格の上昇は、原油価格上昇に伴う輸送費の上昇や、主要生産地であるアジアでの賃金上昇などが価格に転嫁されたことにより、上昇している可能性がある。

BOE は、現在の金融政策を維持

イングランド銀行(BOE)は、12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。まだ、議事録が公表されていないため、詳細は不明だが、前月同様、セントンス委員が 25bp の利上げを主張する一方、ポーゼン委員が 500 億ポンドの資産買取枠の拡大を主張したとみられる。

11月に公表されたインフレーションレポートでは、2011年中は付加価値税率の引き上げや企業の利幅拡大の動きが進むことなどから、インフレ率はターゲットとする 2%を上回る水準で推移するものの、2012年になると、2%近辺の水準に収束するとしている。ただし、前提となる実質 GDP 成長率は 2011年 2.4%、2012年 2.8%と、市場の平均的な見方よりも高くなっている。そのため、実際に成長率が BOE の見通しを下回れば、インフレ圧力は弱まることから、インフレ率が BOE の見通しを下回る可能性も十分にあると考えられる。

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

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