

西欧経済の見通し

～ユーロ圏経済は低成長と周縁国の財政危機に喘ぐ一方、英国経済も緩慢な回復～

1. ユーロ圏

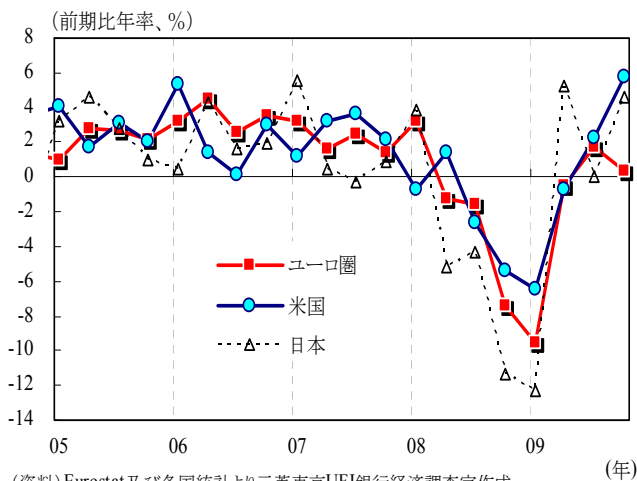
(1) 景気の現状

2 四半期連続のプラス成長ながら、回復ペースの鈍さが際立つ

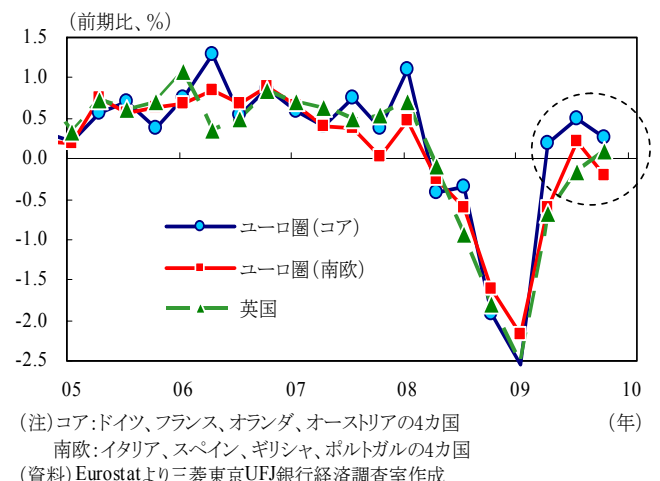
ユーロ圏経済は、各国政府による景気対策の効果や輸出の持ち直し、在庫調整の進展などから底入れしたものの、回復力は依然として弱い。

昨年第 4 四半期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比 0.1%と 2 四半期連続でプラス成長を確保したが、第 3 四半期の同 0.4%からは鈍化した。他の先進諸国と比較すると、米国（前期比年率 5.7%）や日本（同 4.6%）の成長率が年末にかけて加速したのに比べ、ユーロ圏は年率換算で 0.4%と回復ペースの鈍さが際立っている（第 1 図）。需要項目別の内訳は 3 月 4 日に発表される予定だが、前期と同様に輸出の回復と在庫減少幅の縮小が成長に寄与する一方、個人消費や設備・建設投資は低迷が続いたものと推測される。

第 1 図：日米欧の実質 GDP 成長率



第 2 図：ユーロ圏（コア・南欧）と英国の成長率



南欧諸国の景気停滞が鮮明化

また、国別にみると、バブル崩壊の後遺症や財政、経常収支の「双子の赤字」に苦しむ南欧諸国の景気停滞が鮮明化している（第2図）。第4四半期の成長率は、イタリアが前期比▲0.2%、スペインが同▲0.1%、ポルトガルが同横這いにとどまったほか、財政危機が深刻化しているギリシャは同▲0.8%と、前期の▲0.5%からさらに落ち込んだ。住宅バブル崩壊を経験したユーロ不参加の英国が、大幅な財政・金融緩和やポンド安の効果により緩やかながら持ち直しつつあるのとは対照的だ。

コア国の景気回復ペースも年末にかけて鈍化

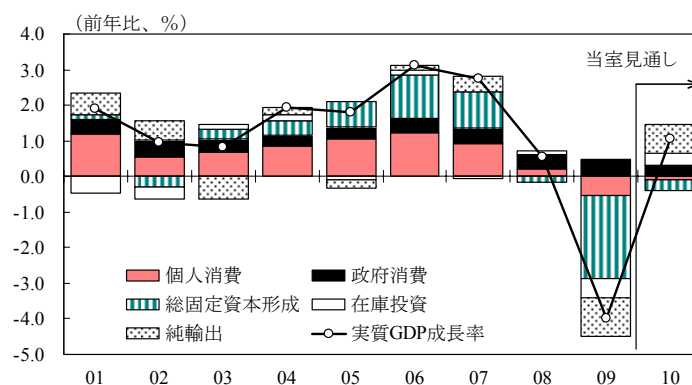
他方、コア国の景気は相対的に安定化しているものの、ユーロ圏最大の経済規模を占めるドイツは、自動車買換え支援策終了の影響などから前期比横這いにとどまり、第2、第3四半期（同+0.4%、+0.7%）の高成長から一転、減速となった。その他も、フランスが個人消費主導で前期比+0.6%と堅調だったのを除けば、年末にかけて成長が鈍化した国が多い。

(2) 今後の見通し ＜概要＞

2010年も他地域に比べ低成長が続く見込み

2010年のユーロ圏経済は、全体としては緩やかな回復基調が続くものの、他の主要地域に比べて低成長にとどまる見込みだ。2008年秋以降に導入された景気対策の規模は相対的に小さく、政策効果は2010年を通じて段階的に縮小していくとみられる。加えて、企業の過剰設備の調整や失業率の上昇、銀行のバランスシート調整の継続、周縁国の財政引き締めといった下押し要因が、内需主導の回復を困難にしている。頼みの外需も、主要輸出先の先進諸国や欧州新興国の景気が力強さに欠けることに加え、昨年末までのユーロ高の影響が残ることから、内需の弱さを補うには力不足であろう。銀行や企業部門の調整に目途がつき、自律的な回復が見込めるのは、早くても2010年半ば以降とみられる。ユーロ圏の実質GDP成長率は、2009年（実績）に▲4.0%と落ち込んだ後、2010年も1.1%へ僅かに上向くととどまろう（第3図）。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(注) 2009年の成長率は実績値、需要項目別内訳は当室見込み。

(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年)

<詳細>

① 自動車買換え支援策終了の影響

自動車買換え支援策の効果は息切れ

昨年の自動車販売を押し上げ、生産底入れの起点ともなった自動車買換え支援策（車齢の高い車を廃車にして環境対応車を購入すると補助金が支給される廃車奨励金制度）は、ドイツで昨年9月初めに予算枠消化のため申請受付が打ち切られたのに続き、昨年末から本年前半にかけて多くの国で終了または縮小される予定だ。新車販売台数（乗用車、登録ベース）は、昨年末からドイツで前年比マイナスに転じたほか、ユーロ圏全体でも伸び率が鈍化するなど、息切れし始めている（第4図）。

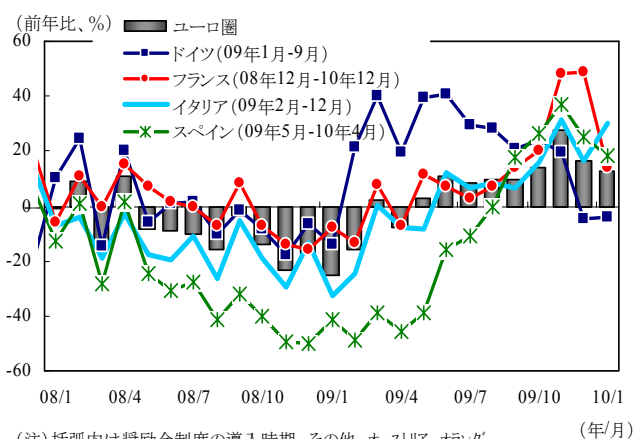
2010年の販売台数は、大幅な反動減に

足元の雇用・所得環境が厳しく、消費の基調が極めて弱いことを考慮すると、2009年の自動車販売の盛り上がりは需要の先食い過ぎに過ぎないとみられ、2010年の販売台数はかなりの反動減が予想される。各国の業界団体によると、2010年はドイツ・イタリアが2～3割減、フランスが1割減、スペイン・ベルギーが横這いなど、いずれも厳しい見通しが示されている。

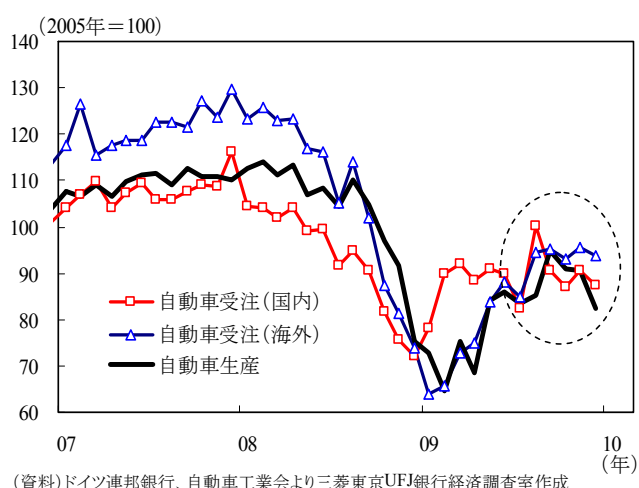
自動車産業の減速がブレーキとなり、生産回復ペース鈍化の見込み

自動車販売の失速をうけて、ドイツの自動車受注は国内向けを中心に減少に転じており、自動車生産も年末にかけて頭打ち傾向が鮮明になった（第5図）。アジア新興国をはじめとする域外需要が底堅いことから、生産の大幅な落ち込みから景気が二番底を付けるリスクは小さいものの、年前半については、自動車産業の減速がブレーキとなり、生産回復ペースの鈍化が避けられないものとみられる。

第4図：ユーロ圏主要国の新車販売台数



第5図：ドイツの自動車生産・受注動向



② 消費低迷は長期化、設備投資回復も年半ば以降に

長引く雇用調整を背景に、消費低迷が長期化

ユーロ圏の12月の小売売上数量（自動車販売を除く）は、前月比横這い、前年比▲1.6%にとどまった。個人消費減退の背景としては、エネルギー価格の上昇に加え、雇用の減少に歯止めが掛からず、実質所得の低迷が続いていることが挙げられる（第6図）。

12月の失業率は10.0%とユーロ圏誕生以来初めて2桁台に乗せており、今後も一段の上昇が予想される。米国に比べて賃金が下方硬直的で雇用調整のスピードが遅い欧州では、単位労働コストが高止まりしているためだ（第7図）。雇用回復の遅れは、雇用者所得の低迷や家計貯蓄率の上昇を通じて、引き続き消費の抑制要因になろう。

なお、2008年秋以降に急増した失業手当や操業短縮手当の支給は、年末にかけて減額や打ち切りを迎える。手厚い失業手当による所得下支え効果の剥落に加え（主要国の所得代替率は2年目まで6~7割だが、その後2~3割に低下）、時短により雇用を維持してきた企業が、操短手当終了を機に余剰人員の削減に踏み切るリスクにも留意する必要がある。

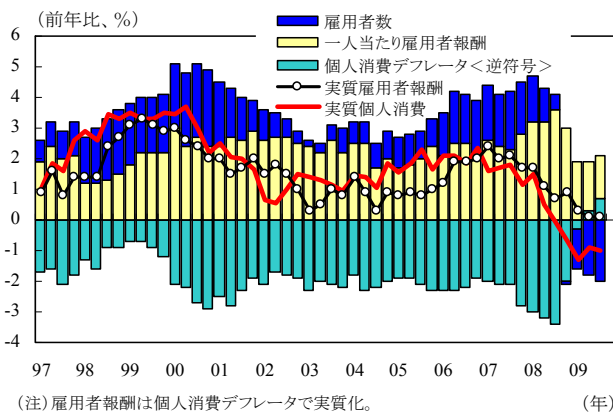
輸出の回復ペースは当面緩やか

他方、域外輸出についてみると、アジアや中東・アフリカ等の新興国向けの輸出は堅調だが、金融危機前の主要輸出先である米国、英国などの西欧諸国、ロシア・中東欧向けの輸出は回復が遅れている（第8図）。ユーロ相場は昨年末から下落に転じたものの、対外的な価格競争力を示す実質実効相場で見ると、依然として割高感が残っており、輸出は当面緩やかな回復ペースとどまると予想される。

設備投資の回復は年半ば以降に

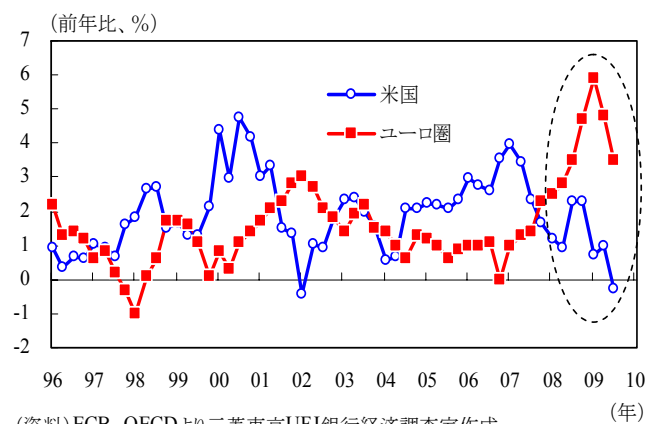
輸出・生産の回復ペースが鈍いなか、設備稼働率は歴史的低水準にとどまっており（長期平均の81.3%に対し、2010年第1四半期は72.4%）、企業の収益環境も厳しい。欧州委員会の調査によると、ユーロ圏製造業の2010年の設備投資計画は、2010年も実質ベースで前年比▲6%と引き続き慎重である（第9図）。過剰設備の整理に目途が付き、設備投資の回復が展望できるのは、早くても年半ば以降とみられる。

第6図：ユーロ圏の雇用者所得と個人消費



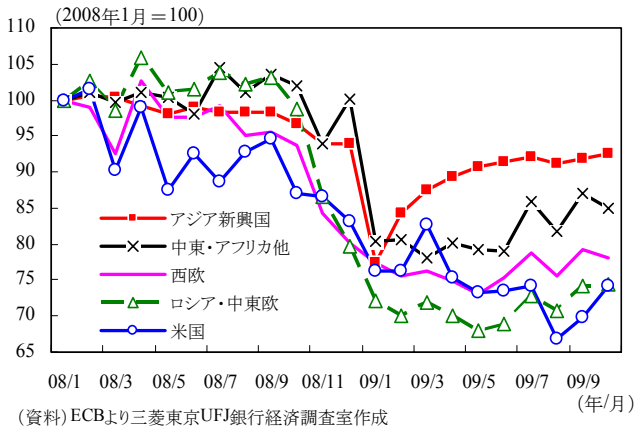
(注) 雇用者報酬は個人消費デフレーターで実質化。
(資料) ECB月報より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：ユーロ圏と米国の単位労働コスト

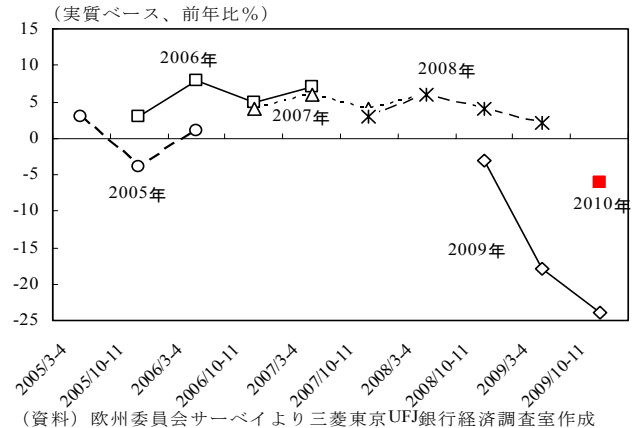


(資料) ECB、OECDより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：ユーロ圏域外輸出の推移



第9図：ユーロ圏製造業の設備投資計画



③ 銀行のバランスシート調整継続と貸出低迷

企業向け貸出の減少が継続

銀行貸出の動向をみると、家計向け貸出は住宅ローンを中心に下げ止まったものの、非金融企業向け貸出は12月も前年比▲2.3%と減少が続いている。貸出低迷の主因は、企業の設備投資やM&A向けの資金需要が落ち込んでいるためだが、不良債権の増加をうけてバランスシート調整を進める銀行が、融資の拡大に慎重なことも一因である。

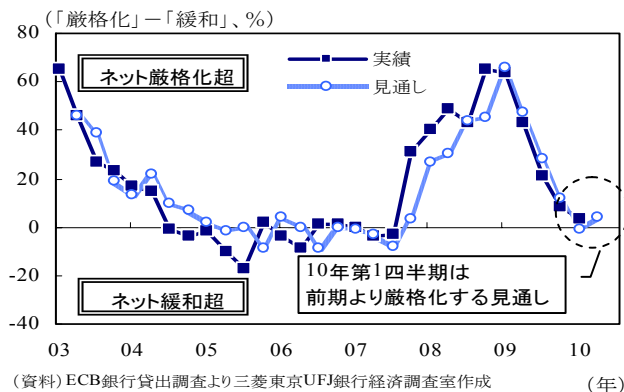
銀行は貸出基準緩和に慎重、中堅中小企業の融資拒絶も増加

欧州中央銀行（ECB）の銀行貸出調査によると、金融危機後の急激な貸出基準厳格化には歯止めが掛ったものの、依然として厳格化の割合が緩和を上回り続けている（第10図）。一方で、中堅中小企業の資金調達に関する調査によると、銀行融資を申請したものの断られたユーロ圏企業の割合は、昨年前半の12%から昨年後半は18%へ増加している。景気後退が長期化しているスペインやその他の周縁国で、一段と厳格化が進んでいるほか、従来は借入が比較的容易であったドイツ、イタリアでも融資を拒絶される割合が増加しているためだ（第11図）。

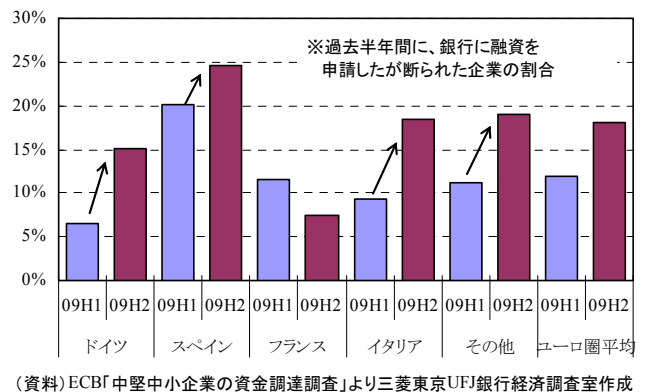
貸出抑制が景気回復を阻害する恐れ

先行き民間部門の資金需要が回復に向かう局面でも、銀行の貸出抑制が景気回復の阻害要因になる可能性が高い。

第10図：銀行の企業向け貸出基準



第11図：中堅中小企業の融資へのアクセス



④ 周縁国のソブリンリスクと欧州経済への影響

周縁国の緊縮財政は、当該国の景気回復を遅らせ、ユーロ圏全体の景気の下押し要因に

欧州連合（EU）諸国は、金融危機対応の財政緩和策の出口戦略を、遅くとも2011年に開始することで合意している。2010年については、ドイツが昨年秋に誕生した第2次メルケル政権の公約に沿って総額200億ユーロの減税や児童手当増額などを実施するものの、財政事情が厳しい他のユーロ圏諸国の多くは先行して財政引き締めへ転じる予定だ。各国がEUに提出した「安定成長プログラム」によると、2009年の財政赤字（対GDP比、%）が2桁台に達するギリシャ、スペインなどの南欧諸国やアイルランドは、2010年から2013年にかけて、年間GDP比2%内外の大幅な財政引き締めを計画している（第6表）。ユーロ圏全体でも2013年にかけて同1%弱の引き締めが続く見込みだ。景気の足取りが重いなかでの緊縮財政は、当該国の景気回復を遅らせるとともに、ユーロ圏全体の景気下押し要因になるとみられる。

第1表：ユーロ圏周縁国の安定成長プログラム（09年12月～10年1月提出）

		(単位:GDP比、%)					
		2009	2010	2011	2012	2013	2014
ギリシャ (2012年)	実質GDP成長率(%)	▲1.2	▲0.3	1.5	1.9	2.5	
	財政収支	▲12.7	▲8.7	▲5.6	▲2.8	▲2.0	
	構造的プライマリーバランス	▲6.6	▲2.6	0.7	3.2	3.1	
	財政スタンス		4.0	3.3	2.5	▲0.1	
	政府債務残高	113.4	120.4	120.6	117.7	113.4	
アイルランド (2014年)	実質GDP成長率(%)	▲7.9	▲1.3	3.3	4.5	4.3	
	財政収支	▲11.7	▲11.6	▲10.0	▲7.2	▲4.9	▲2.9
	構造的プライマリーバランス	▲7.2	▲6.5	▲5.1	▲3.0	▲1.3	0.4
	財政スタンス		0.7	1.4	2.1	1.7	
	政府債務残高	64.5	77.9	82.9	83.9	83.3	80.8
スペイン (2013年)	実質GDP成長率(%)	▲3.6	▲0.3	1.8	2.9	3.1	
	財政収支	▲11.4	▲9.8	▲7.5	▲5.3	▲3.0	
	構造的プライマリーバランス	▲8.1	▲5.9	▲3.5	▲1.7	0.1	
	財政スタンス		2.2	2.4	1.8	1.8	
	政府債務残高	55.2	65.9	71.9	74.3	74.1	
イタリア (2012年)	実質GDP成長率(%)	▲4.8	1.1	2.0	2.0		
	財政収支	▲5.3	▲5.0	▲3.9	▲2.7		
	構造的プライマリーバランス	1.8	1.9	2.6	3.5		
	財政スタンス		0.1	0.7	0.9	▲3.5	
	政府債務残高	115.1	116.9	116.5	114.6		

(注) 一般政府ベース。マイナス(▲)は財政赤字。括弧内の年は過剰財政赤字は正期限。
 構造的プライマリーバランスは、利払費と一時的措置を除く景気循環調整後の財政収支。
 財政スタンスは、構造的プライマリーバランスの前年差(プラスは引き締め、マイナスは緩和)。
 ポルトガル政府の計画は未発表。
 (資料) 欧州委員会ウェブサイトの各国「安定成長プログラム」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

高まる南欧諸国のソブリンリスクへの懸念

金融市場では、11月下旬のドバイ・ショックや12月初旬の大手格付け機関による格下げなどをきっかけに、急激な財政悪化に直面する南欧諸国のソブリンリスクへの懸念が高まっている。なかでも、昨年10月の政権交代後に財政赤字の大幅上方修正が明らかになったギリシャについては、債務不履行やユーロ離脱の可能性が喧伝され、国債利回りの対独スプレッドがリーマン・ショック後を上回る水準へ拡大している(第12図、第2表)。

EU首脳はギリシャ支援声明を発表するも、具体的救済策は明らかにされず

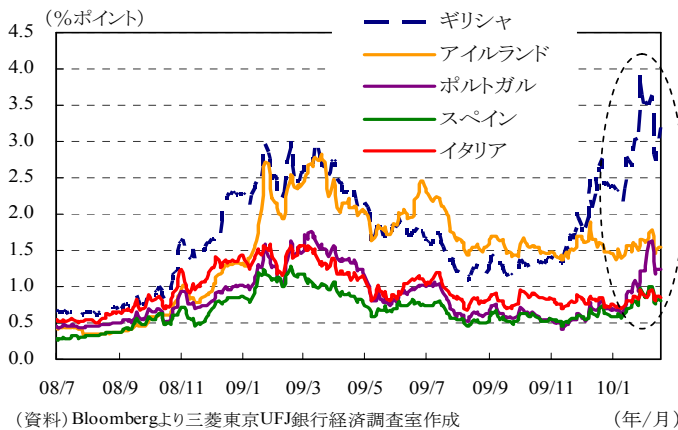
EUは、2月11日の臨時首脳会議において、財政危機に陥ったギリシャを支援する方針で基本合意し、ギリシャの自助努力(政府による財政再建計画の実施)を条件に、「ユーロ参加国は、ユーロ圏全体の金融安定を守るために、必要なら断固とした協調行動をとる」との声明を発表した。ただし、安易な救済によるギリシャの財政再建意欲低下の懸念や、

他国の救済への税金投入に対する国内の反発、ユーロ参加国に対する EU または他の加盟国による救済を原則禁止する EU 基本条約の規定への配慮などから、具体的な救済策は明らかにされず、市場の信頼を回復するには至っていない。

**EU監視下での財政
再建と構造改革が
求められるが、計画
の実効性に疑問**

2月16日開催のEU財務相理事会（ECOFIN）は、ギリシャが提出した財政再建計画（安定成長プログラム）を承認するとともに、「安定成長協定」に基づく手続きを一步進め、過剰財政赤字是正の「警告（Notice）」を発することを決めた。ギリシャ政府は今後、EUの厳しい監視下で、増税と歳出削減による財政再建と、賃金抑制や年金・健康保険制度改革などの構造改革を通じた競争力回復を進めることになるが、左派・労組の勢力が強いギリシャで国民の合意を得られるか、計画の実効性には疑問が残る。本年の国債発行予定額530億ユーロのうち約200億ユーロの借換が集中する4、5月を控え、まずは、3月16日までの提出が求められている2010年中の措置の実施計画や5月15日期限の四半期報告の中で、説得力のあるスケジュールや実施状況が示せるかが注目される（第3表）。

第12図：各国の10年物国債利回りの対独スプレッド



第2表：各国の長期債務格付け

	ムーディーズ	S&P	フィッチ
オーストリア	Aaa	AAA	AAA
フィンランド	Aaa	AAA	AAA
フランス	Aaa	AAA	AAA
ドイツ	Aaa	AAA	AAA
ルクセンブルク	Aaa	AAA	AAA
オランダ	Aaa	AAA	AAA
スペイン	Aaa	AA+ ↓	AA+
ベルギー	Aa1	AA+	AA+
アイルランド	Aa1 ↓	AA ↓	AA-
スロベニア	Aa2	AA	AA
ポルトガル	Aa2 ↓	A+ ↓	AA ↓
イタリア	Aa2	A+	AA-
キプロス	Aa3	A+	AA-
スロバキア	A1	A+	A+
マルタ	A1	A	A+
ギリシャ	A2 ↓	BBB+	BBB+ ↓
〈参考〉ハンガリー	Baa1 ↓	BB-	BB ↓
〈参考〉ラトビア	Baa3 ↓	BB	BB+ ↓

(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3表：2010年前半の欧州の政治日程

EU		安定成長協定		各国	
1月1日	スペイン議長国就任(～6月末)	1月19日	財務相理事会 (ギリシャ財政問題の検討)	2月3日	ギリシャ大統領選挙(間接選挙)～再選
2月10日	欧州委員会、新体制発足	2月3日	欧州委員会、ギリシャ財政計画への勧告	2月10日	ギリシャ公共セクター労組ストライキ
2月11日	臨時首脳会議～ギリシャ支援声明 (次期成長戦略「EU2020」、財政問題を検討)	2月15日	ユーロ圏財務相会合	2月24日	ギリシャ民間最大労組ストライキ
2月25日	欧州委員会、中間経済予測発表	2月16日	財務相理事会 (ギリシャ過剰赤字是正「警告」採択)	2月末まで	ギリシャ長期国債発行予定
3月25日	首脳会議 ～26日(「EU2020」の審議)	3月16日まで	ギリシャ2010年の是正措置実施日程を報告	3月3日	オランダ市議会選挙
6月17日	首脳会議 ～18日(「EU2020」の採択)	3月16日	財務相理事会	3月6日	アイスランド国民投票(英蘭預金者保護)
7月1日	ベルギー議長国就任(～12月末)	4月15日 ～17日	非公式財務相理事会	3月14日	フランス地方圏議会選挙
		5月15日まで	ギリシャ財政統計改革の法制化 ギリシャ初回四半期報告提出(以後3カ月ごと)	3月21日	フランス地方圏議会選挙
		6月8日	財務相理事会	4月11日	ハンガリー総選挙(第1回投票)
		6月16日まで	ギリシャ是正措置導入の期限 (是正措置が有効でない場合、制裁を検討)	4月25日	ハンガリー総選挙(第2回投票)
				4月25日	オーストリア大統領選挙
				5月9日	ドイツ州議会選挙
				4～5月	ギリシャ国債大量償還(約200億ユーロ)
				6月3日まで	英国下院総選挙
				6月12日	スロバキア総選挙
				6月	ハンガリー大統領選挙
				6月	チェコ総選挙

(資料) EUウェブサイト、各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**ギリシャの財政再
建計画履行と EU
の支援表明により
事態は沈静化へ**

**政策実行能力への
不信から、金融支援
が必要になる可能
性も**

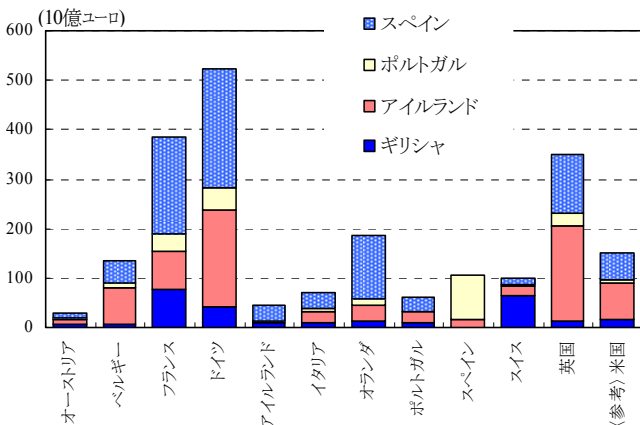
**ギリシャ破綻を放
置すれば、欧州発の
金融危機拡大につ
ながる恐れ**

今後については、海外景気の回復などを支えにギリシャ経済が景気後退を脱し、計画比やや遅れながらも財政赤字の削減が進んでいくと予想される。EU がギリシャに対する支援表明を続けることで、実際の金融支援は無しに、市場が徐々に落ち着きを取り戻すことも可能であろう。

もっとも、景気の下振れや国内の抵抗を受けた法案成立の遅れなどにより財政再建計画の見直しが相次ぎ、ギリシャ政府の政策実行能力に対する不信感が強まる可能性も否定はできない。その場合は、ギリシャ単独では市場の攻撃に耐えられず、赤字削減措置の強化などを条件に、コア国主導で EU がギリシャへの金融支援に踏み切ることになるろう。市場の混乱が長期化すれば、ECB の出口戦略を困難にするほか、周縁国の景気と財政のスパイラル的悪化を通じてコア国経済や金融システムにも悪影響を及ぼす恐れがあり、注意が必要である。

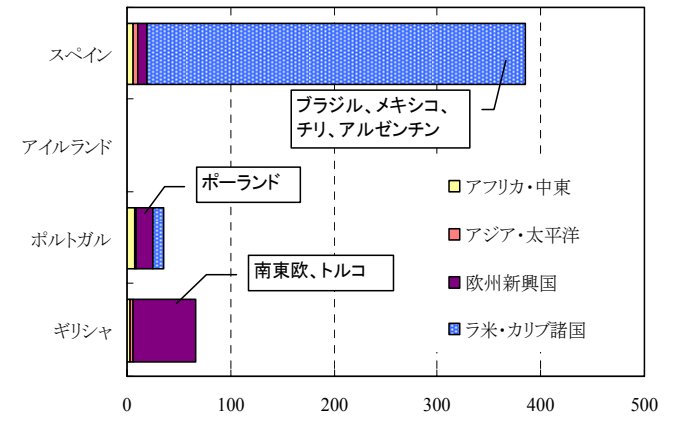
なお、ギリシャの債務不履行や、ユーロ離脱を伴う自発的 EU 脱退 (EU 条約には強制的脱退の規定がない) については、仮に実現すれば影響は甚大だが、蓋然性は極めて低いとみられる。今回の問題の背景には、過去のギリシャ政府の不適切な政策運営に加え、域内経済の不均衡 (周縁国の双子の赤字やコア国との競争力格差) に対する調整機能や、危機時のセーフティネットを持たないユーロの限界があり、仮にギリシャの財政破綻を放置すれば、EU の経済ガバナンスや政治的求心力が低下し、ユーロの信認失墜が決定的になるためだ。また、より経済規模が大きいスペイン、イタリアなどへ危機が本格的に飛び火するほか、中銀オペ担保としてギリシャ国債を大量に保有する地場銀行の流動性逼迫と信用不安、周縁国向け与信を抱えるコア国の銀行の不良債権増大 (第 13 図)、新興国向け与信の圧縮 (第 14 図) などを通じて、欧州発の金融危機が広がるリスクもある。

第 13 図：欧州系銀行のユーロ圏周縁国向け与信



(注) データは2009年9月末時点の対外与信残高 (直接借手ベース)。
(資料) BIS国際与信統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 14 図：ユーロ圏周縁国の銀行の新興国向け与信



(注) データは2009年9月末時点の対外与信残高 (最終リスクベース)。
(資料) BIS国際与信統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

⑤ 物価と金融政策

インフレ率は 2010 年も低位安定

ECB は流動性供給策の段階的縮小を進めるが、政策金利は当面据え置き

ユーロ圏の消費者物価上昇率（前年比）は、8月にマイナス圏を脱した後、1月も1.0%とECBの物価安定の目安である2%を大きく下回っている。前年比でみたエネルギー価格の上昇などが物価押し上げ要因になるものの、エネルギー・食料品を除くコア・インフレ率は、需給ギャップの拡大を背景に緩やかな低下基調が続くとみられ、インフレ率は今後も1%台での低位安定が続くと予想される。

ECBは、金融危機後に導入した非標準的措置の段階的解除を慎重に進めている。昨年12月に1年物（12月まで）と6カ月物（本年3月まで）の長期オペの終了を決定しており、本年3月の政策理事会でも、流動性供給策のさらなる解除を決定する方針を明らかにしている。もっとも、当面は長期オペの縮小や入札方法変更、金利スプレッド上乘せなどの形で段階的に過剰流動性の吸収が進められる見込みであり、焦点となる週次オペの固定金利・金額無制限方式の変更は、オペ残高の大半を占める7月1日期日の初回1年物オペの終了の影響を見極めたうえで、慎重に決定される見込みだ。また、2010年も景気回復の勢いが鈍く、インフレ圧力が抑制された状態が続くことから、利上げ開始は2011年初まで先送りされる公算が大きい。

⑥ ユーロ為替相場

ギリシャ財政危機や景気回復の遅れを背景にユーロが大幅下落

米国の相対的高成長や利上げ観測を背景に、ユーロ下落基調が続く見込み

ユーロ為替相場は、中国の金融引き締めや米国の金融規制強化案発表などをうけた投資家のリスク選好の後退に加え、ギリシャ財政危機と南欧諸国への波及への懸念などから、大幅に下落した。EU首脳によるギリシャ支援表明にも関わらず、ユーロ相場の弱含みが続く背景としては、ユーロ圏周縁国の経済・財政再建に時間がかかることに加え、米国など他の先進諸国との景況感、成長率の格差が拡大していることも挙げられる。

先行きを展望すると、機軸通貨としてのドルへの不安を背景とする新興国の外貨準備多様化など、潜在的なユーロへの需要は残るものの、2010年については、米国の相対的な高成長やFRBの利上げ観測が市場の焦点になるとみられる。投機筋のポジション調整などから一時的にユーロが買い戻される局面もあると予想するが、米国の利上げが視野に入ってくる年後半は、ユーロが再び下落基調を辿る見込みだ。

（中村 明、武南 奈緒美）

2. 英国

(1) 景気の現状

第4四半期に英国は景気後退から脱却

英国の2009年4四半期の実質GDP成長率は前期比0.1%と6四半期ぶりのプラス成長となった(第15図)。ただし、ユーロ圏より1四半期、ドイツ、フランスより2四半期遅れている。まだ、詳細が発表されていないため不明だが、需要項目別では、在庫、純輸出が成長率を押し上げたとみられる。個人消費や設備投資が本格的に回復し始めるには、もう少し時間がかかるであろう。

消費者マインドは改善

消費者マインドは改善している。消費者信頼感指数は1月に2007年11月以来の水準まで上昇した(第16図)。経済の見通し、失業不安の低下、購買計画の持ち直しが消費者信頼感指数の上昇につながっている。ただし、消費者マインドの回復が個人消費の回復にはつながっていない。12月の実質小売売上は、前年比+2.1%と、前月より伸び率が低下した(第17図)。12月の伸び率としては、2001年以降で最も低いものであり、個人消費に弾みがついていないことを示している。確かに2008年秋から2009年初め頃の、景気が急速に悪化した時期と比べれば、雇用に対する不安は弱まったが、失業率が高止まりしており、完全に雇用不安が払拭されたわけではない。また、家計部門は過剰な債務を負っていることから、消費を控えており、貯蓄率は上昇している(第18図)。こうしたことから、足元の個人消費は、加速するに至っていない。

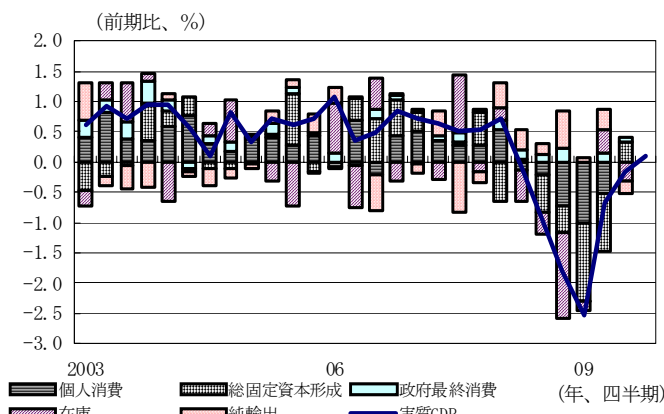
実質小売売上は12月に減速

雇用不安、家計のバランスシート調整が個人消費に影響

住宅価格は緩やかに上昇

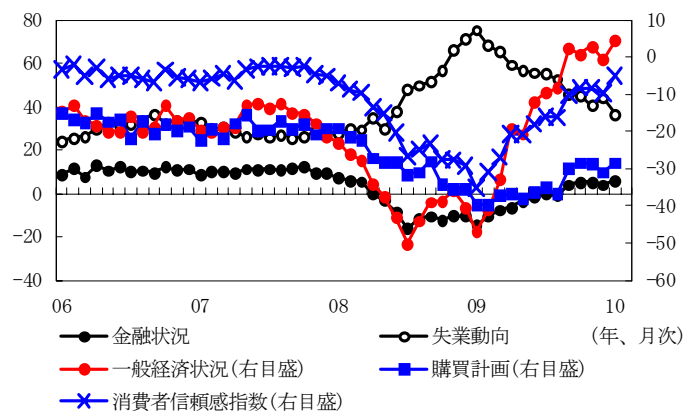
住宅価格は緩やかな上昇が続いている。今年1月には、前年比+3.6%と3ヶ月連続して前年水準を上回った(第19図)。住宅ローンの承認件数をみても、同月には、前年比100%を上回る高い伸びを示している(第20図)。しかし、2007年半ば以前と比べれば低い水準にある。

第15図：実質GDP成長率（前期比）



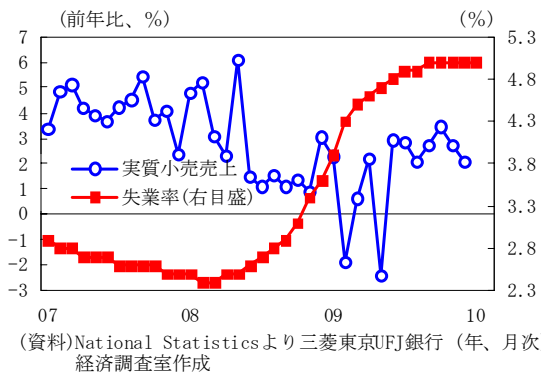
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：消費者信頼感指数の動向



(資料)Ecowinより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

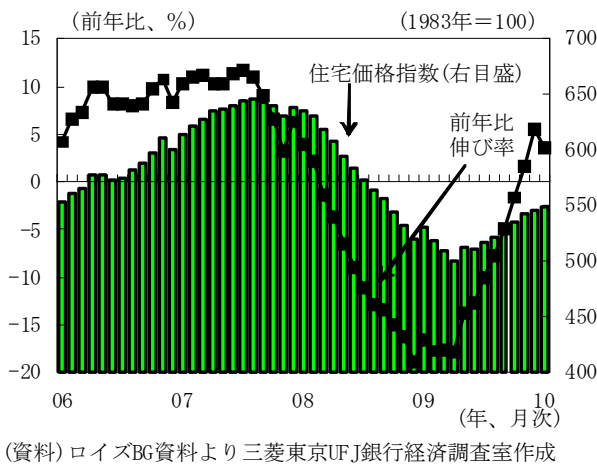
第 17 図：小売売上と失業率の動向



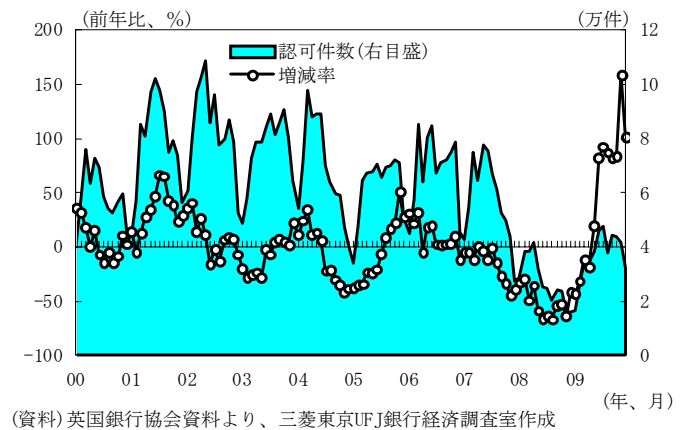
第 18 図：貯蓄率の動向



第 19 図：住宅価格の動向



第 20 図：住宅ローン承認件数



住宅価格については、昨年 3 月までにピークから約 20%下落した後、値ごろ感から需要が持ち直し始める一方、物件の出物が少ないという供給不足の結果、緩やかに上昇してきた。今後、需要が弱いなかで、物件が市場に出始めると、住宅価格は横ばいから下落に転じる可能性がある。

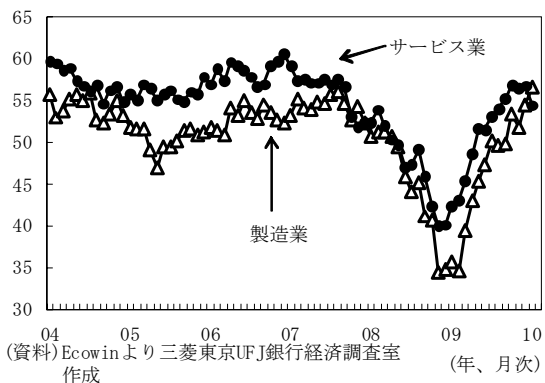
企業の景況感を購買担当者指数でみると、製造業は上昇傾向が続いているものの、サービス業については頭打ち感が出てきた(第 21 図)。製造業の上昇は、輸出が持ち直し傾向にあること、それに伴い、資本財、中間財の生産が底打ちを始めたこと、また、廃車奨励金により、耐久消費財の生産が増加してきたことがあげられる(第 22、23 図)。ただし、輸出、鉱工業生産、いずれも水準は依然低迷している。また、設備稼働率は昨年 4 四半期に 74%まで上昇したものの、80%を大きく下回る状況にあり、設備投資が回復に転じるには時間がかかりそうである(第 24 図)。

企業の景況感も改善

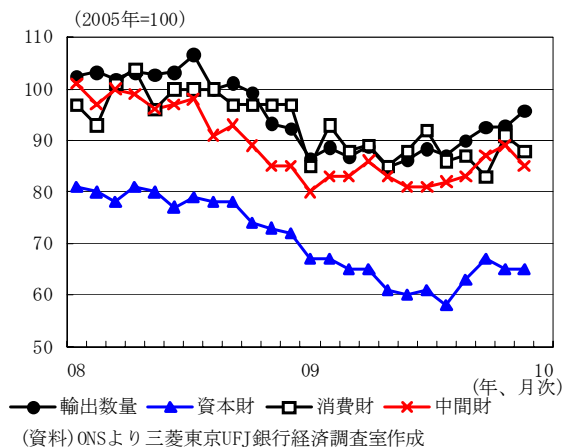
輸出、生産の水準は低いも持ち直し

設備稼働率は低水準

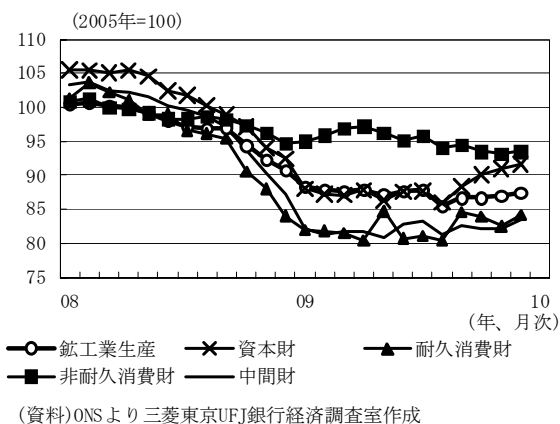
第21図：購買担当者指数



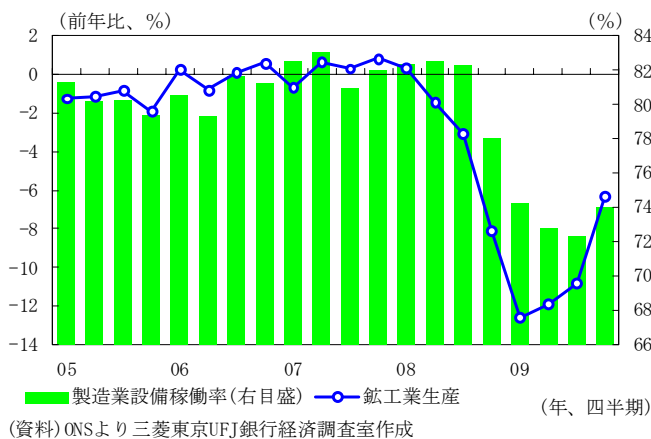
第22図：輸出数量指数の動向



第23図：鉱工業生産指数の動向



第24図：設備稼働率



(2) 銀行貸出の動向

銀行貸出は企業向け、個人向けいずれも低迷

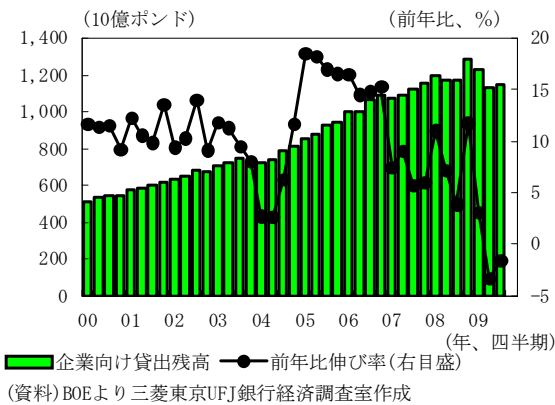
銀行貸出は依然、低迷している。企業向け貸出残高の動向をみると、昨年第2、3四半期は前年比マイナスとなった(第25図)。企業は在庫調整を進め、運転資金需要が低迷しているほか、設備稼働率が低く、設備資金需要も芳しくないことなどが企業向け貸出残高の減少につながっていると考えられる。一方、個人向け貸出残高についても、昨年第3四半期には、前年比マイナスとなった(第26図)。住宅ローン承認件数が持ち直していることから、新規の住宅ローン取組額は増加しているものの、バランスシート調整などで、返済額も増加しており、全体の貸出残高は減少した。

(3) 物価の動向

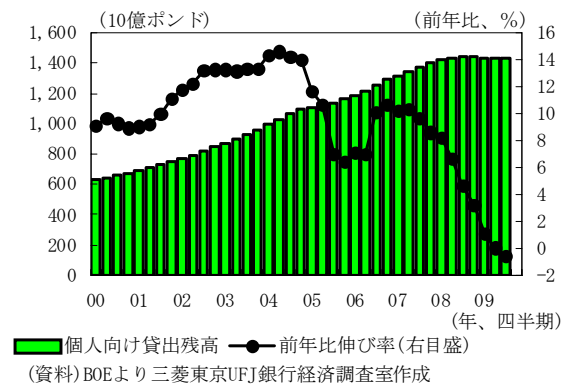
1月のインフレ率は前年比3.5%へと上昇

インフレ率は、1月に前年比3.5%へと加速した(第27図)。これは、前年に原油価格が1バレル40ドル程度まで下落した一方、足元、70ドル後半まで上昇してきたため、その上昇率が加速し、燃料価格などが全体のインフレ率を押し上げることになったためである。また、BOEが指摘するように、ポンド安のほか、1月より付加価値税率が15%から17.5%へ

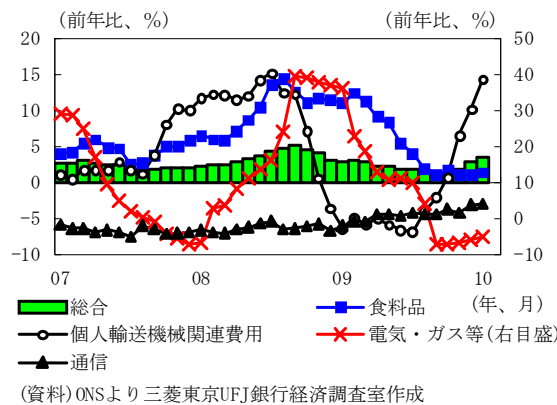
第 25 図：企業向け貸出の動向



第 26 図：個人向け貸出の動向



第 27 図：消費者物価上昇率



と引き上げられたこともインフレ率を加速させた。しかし、需給ギャップもあり、インフレ圧力が増してきたわけではない。当面高止まりする見込みであるが、年後半には、減速に転じるとみられる。

(4) 今後の見通し

①実体経済

英国経済は緩やかな回復が続く

英国経済は昨年第4四半期に景気後退から脱した後、2010年は非常に緩やかな回復を続けるであろう。家計部門は、過剰債務を抱え、バランスシート調整を進めるほか、雇用情勢の改善が遅れることから、回復は遅れる見込みである。企業部門では、輸出がポンド安、及び最大の輸出先であるユーロ圏景気の回復から、持ち直しているものの、これまでの在庫積み上りが大きく輸出回復が、生産の増加には直結していない。内需及びユーロ圏景気の回復が緩やかなものにとどまることから、設備稼働率の上昇も限定的で、設備投資も低い伸びにとどまるであろう。

財政運営は抑制的

財政についても、昨年以上の拡大は行われておらず、抑制的な運営がなされている。保守党が6月までに行われる総選挙で勝ち、急激な財政引締

めを実施することが懸念されているが、これが原因で、最近では、保守党と労働党の支持率の差が縮まっている。一方で、ソブリン格付の引き下げによる資金調達コストの上昇を懸念し、緊縮財政を求める声もある。英国は、とりあえず景気後退から抜け出したことから、財政引締め姿勢が当面続くことになろう。

2010 年の実質
GDP 成長率は
+0.8%

こうした民間部門の需給や、財政スタンスを考えると、2010 年の実質 GDP 成長率は 0.8% とプラス成長に転じるものの低い伸びにとどまる見込みである。

②金融政策

足元のインフレ率
上昇は金融政策に
影響せず

インフレ率は 12 月以降、BOE がターゲットとする 2.0% を上回ってきたが、これは、原油価格やポンド安、付加価値税率の引き上げといった一時的な要因によるもので、インフレ圧力の上昇によるものではない。そのため、足元のインフレ率の上昇は金融政策には影響しないであろう。

利上げは今年第 4
四半期

BOE は資産買取を停止したが、景気回復については、確信があるわけではなく、さらなる資産買取の拡大を視野に入れている。BOE は当面、現在の政策を維持し、利上げはなさそうである。ただし、緩やかながらも、景気回復の足取りが明確化し、インフレ率も 2% 近辺での推移となり、ややインフレ圧力への懸念が出てくる今年第 4 四半期に、BOE は利上げに踏み切るとみる。

(ロンドン駐在 本多 克幸)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2008年 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2008年 (実績)	2009年 (見込み)	2010年 (見通し)
ユーロ圏16カ国	13,646	0.5	▲ 4.0	1.1	3.3	0.3	1.2	▲ 2,107	▲ 792	▲ 67
ドイツ	3,673	1.0	▲ 4.9	1.7	2.7	0.2	1.0	2,435	1,689	1,921
フランス	2,867	0.3	▲ 2.2	1.6	3.2	0.1	1.3	▲ 643	▲ 571	▲ 534
イタリア	2,314	▲ 1.0	▲ 4.8	0.8	3.5	0.8	1.7	▲ 788	▲ 697	▲ 592
英国	2,680	0.5	▲ 4.8	0.8	3.4	2.2	2.3	▲ 382	▲ 208	▲ 345

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏16カ国			英国		
	2008年 (実績)	2009年 (見込み)	2010年 (見通し)	2008年 (実績)	2009年 (見込み)	2010年 (見通し)
名目GDP	2.8	▲ 2.8	2.2	3.5	▲ 3.1	3.0
実質GDP	0.5	▲ 4.0	1.1	0.5	▲ 4.8	0.8
<内需寄与度>	0.6	▲ 2.9	0.2	0.1	▲ 5.7	0.9
<外需寄与度>	▲ 0.0	▲ 1.1	0.8	0.5	0.9	▲ 0.0
個人消費	0.4	▲ 0.9	▲ 0.2	0.9	▲ 3.3	▲ 0.4
政府消費	2.0	2.4	1.4	2.6	2.0	1.5
総固定資本形成	▲ 0.7	▲ 10.8	▲ 1.6	▲ 3.5	▲ 14.3	▲ 2.3
在庫投資	164	▲ 243	7	19	▲ 185	▲ 38
純輸出	1,186	343	965	▲ 396	▲ 282	▲ 283

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタが参加し15カ国、2009年にスロバキアが参加し16カ国。
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
 3. 在庫投資、純輸出は実質値（ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2003年価格：億ポンド）。
 経常収支は名目値（億ドル）。
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率（HICP）。

照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@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います。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。