

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏はソブリン問題の深刻化を受け減速続く、英国では先行きの不透明感が強まる～

1. ユーロ圏

(1) 概要

ユーロ圏経済は減速続く

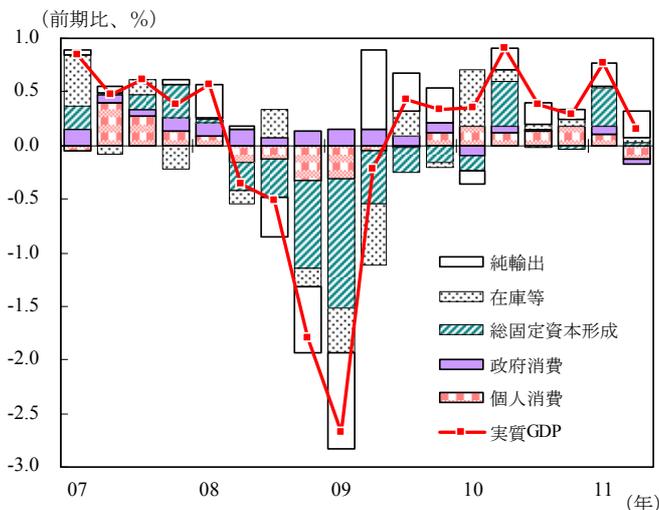
ソブリン問題の深刻化を受けてマインドが大きく悪化

追加財政緊縮が景気に下押し圧力

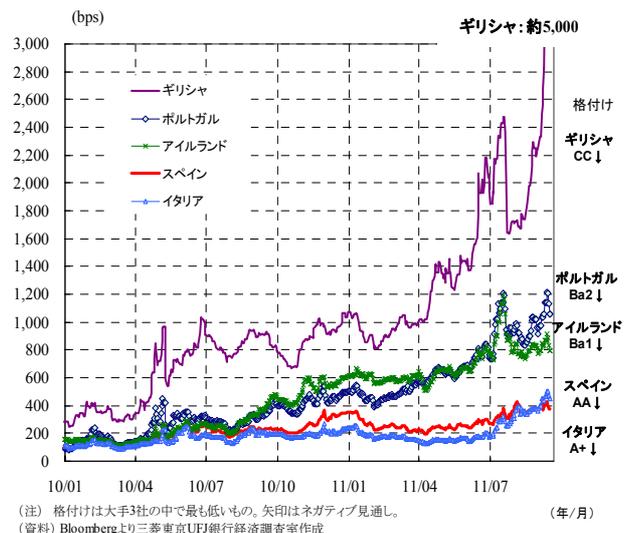
ユーロ圏経済は足元減速が続いている。第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.2%（前期：同 0.8%）となった。輸出の伸び鈍化に加え、インフレや財政緊縮により個人消費や政府消費がマイナスとなったことが背景である（第 1 図）。7 月から足元にかけても低調な指標が目立っている。

こうした景気減速の背景には、欧州周縁国のソブリン問題を受けて金融市場の緊張が高まり、それがユーロ圏経済の牽引役であるドイツやフランスの企業・消費者マインドを大きく悪化させていることがある。7 月下旬に基本合意したギリシャ向け第 2 次支援の詳細が依然固まらないなか、足元では同国のデフォルトが強く意識され、CDS や国債利回りにみられる信用リスクが大幅に悪化、過去最悪の状態にある（第 2 図）。また、周縁国では財政緊縮の追加発表が相次いでおり、今後の景気に対する下押し圧力は一層強まっている。

第 1 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の需要項目別内訳



第 2 図：欧州周縁国の CDS（5 年物）



(2) 欧州ソブリン問題

ソブリン問題は主要国にも波及

イタリア、スペインの長期金利は足元で再上昇

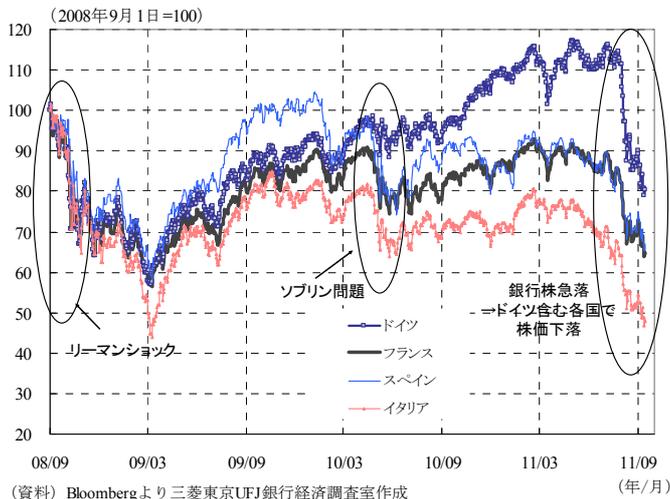
ECB専務理事の辞任を受け、株安・ユーロ安

ギリシャを発端とした欧州周縁国のソブリン問題は、主要国にも波及しつつある。7月末以降、周縁国向けの与信残高の大きいフランスの銀行を中心に各国の銀行株が急落し、それがドイツを含めたユーロ圏全体の株価を押し下げた（第3図）。米格付会社ムーディーズが9月14日にフランスの大手2行の格下げを発表するなど、懸念は足元で一層強まっている。

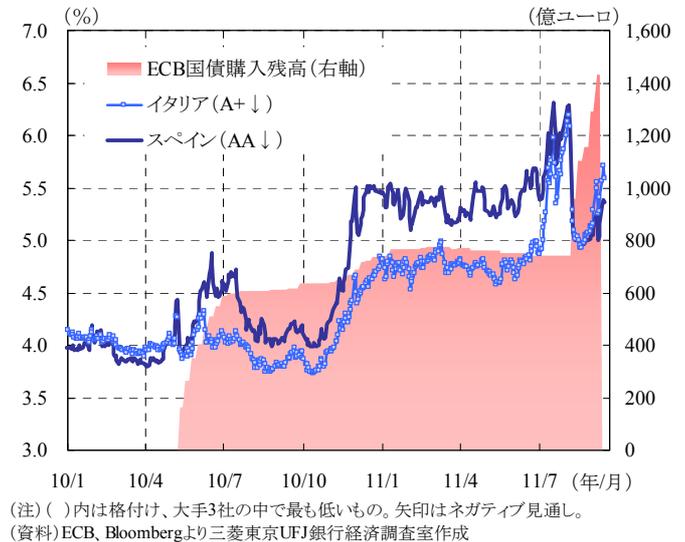
こうしたなか欧州中央銀行（ECB）は、イタリアとスペインの長期金利（＝政府の再調達コスト）を引き下げ、財政の安定性を回復させることを目的に、8月8日から両国の国債の購入を開始した。しかし、両国の長期金利（10年）は、8月半ばに一旦5%を割り込んだものの、足元では再び上昇傾向に戻っている（第4図）。

他方、9月9日にはECBのシュタルク専務理事（ドイツ出身）が任期途中での辞任を発表し、国債購入など危機対応を巡るECB理事会内での対立が表面化した。さらに、9月11日にはドイツがギリシャのユーロ圏離脱をシナリオの1つとして分析しているとの報道も伝わった。金融市場ではドイツのギリシャ支援姿勢の後退が意識され、株安・ユーロ安の圧力が強まっている。なお、こうした局面を打開するために、14日のドイツ・フランス・ギリシャ首脳3者会談ではギリシャのユーロ圏離脱を回避する決意が表明されたが、新たな具体策は打ち出されなかった。

第3図：欧州の株価



第4図：ECBの国債購入残高と10年債利回り



ポルトガルとアイルランドは概ね順調

一方、ギリシャと同様に金融支援を受けているポルトガルやアイルランドの状況は比較的落ち着いている。EU/ECB/IMFによる四半期レビューでは、財政再建プログラムの概ね順調な進捗が報告されており（それぞれ9月9日、8月12日）、ポルトガルは115億、アイルランドは55億ユーロの融資を確保した。当面、両国の資金繰り上の懸念は小さいといえる。

(3) 景気への影響

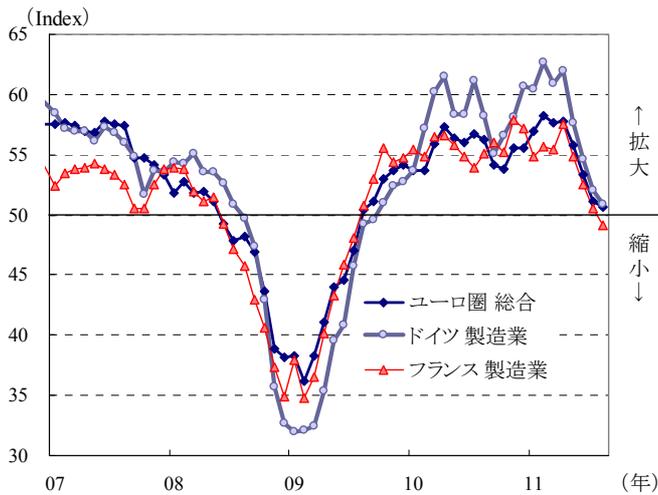
企業マインドは大きく悪化

ソブリン問題の影響は生産など実体経済でも顕在化

ソブリン問題の拡大を受け、ユーロ圏ではドイツやフランスなどの主要国でも企業マインドが大きく悪化している。ユーロ圏の総合 PMI（購買担当者指数）は 8 月に 50.7 と、経済活動の拡大・縮小の境目である 50 に近付いた。とりわけフランスの製造業 PMI は 49.3 と、遂に 50 を下回る水準まで下落した（第 5 図）。

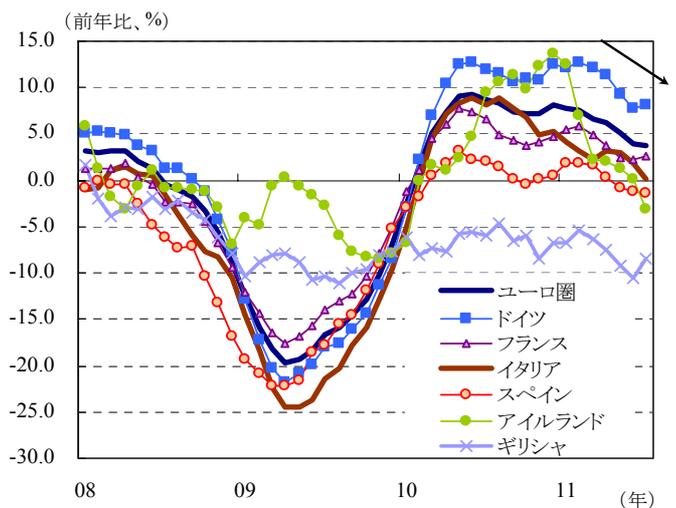
他方、ユーロ圏経済を牽引していた輸出の伸びは、直近 7 月にドイツが前年比+4.5%、フランスは同+2.4%と一桁台の低調な伸びにとどまった。そうしたなか、ユーロ圏の鉱工業生産の伸び率は、7 月まで総じて鈍化傾向が続いている（第 6 図）。輸出減速を受けて在庫の調整圧力が高まったところに、ソブリン問題に伴うマインド悪化が重なった形といえる。ソブリン問題が深刻化した 8 月以降は、伸び鈍化が一段と進んでいると見込まれる。

第 5 図：ユーロ圏の PMI（購買担当者指数）



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 6 図：ユーロ圏の鉱工業生産



(注) データは3ヵ月移動平均。

(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

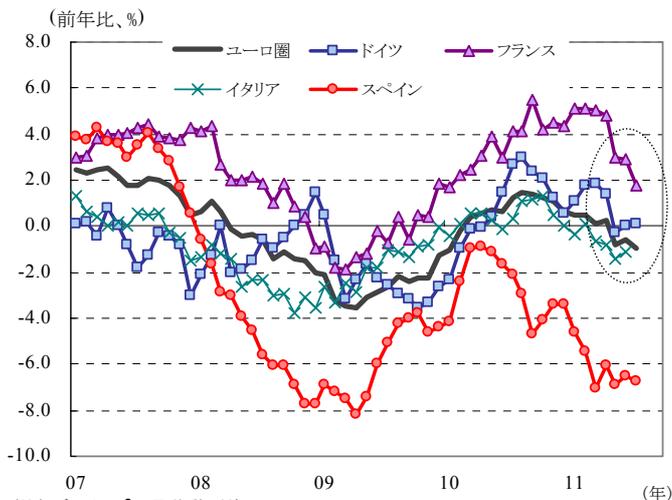
8 月には消費者マインドも落ち込み

個人消費は今後とも弱い展開

家計部門に目を転じると、今春以降、インフレと財政緊縮を受けて実質可処分所得が伸び悩み、つれて小売売上高は各国で軒並み低調な状態にあった（第 7 図）。さらに 8 月に入ると、ソブリン問題の深刻化を受けて消費者マインドが押し下げられ、特にドイツの消費者信頼感指数が大幅に悪化している（第 8 図）。

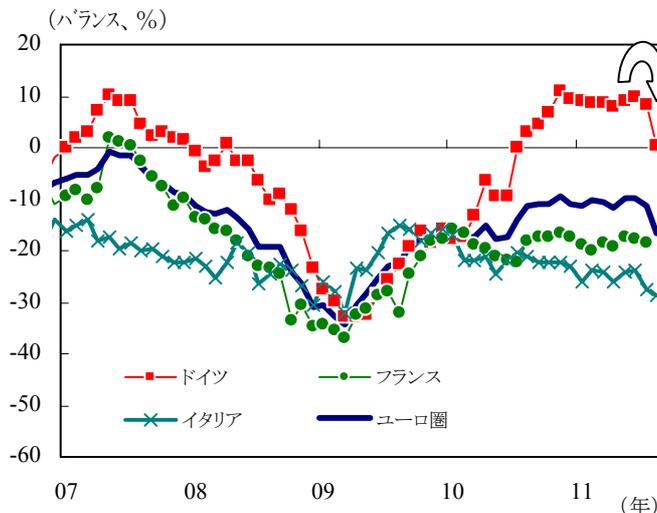
8 月以降イタリアやスペイン、ギリシャなどで財政緊縮策が追加発表されたことや、株価急落の逆資産効果が顕在化することを勘案すると、個人消費は今後とも弱い展開が予想される。

第7図：小売売上高（自動車除く）



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

第8図：消費者信頼感



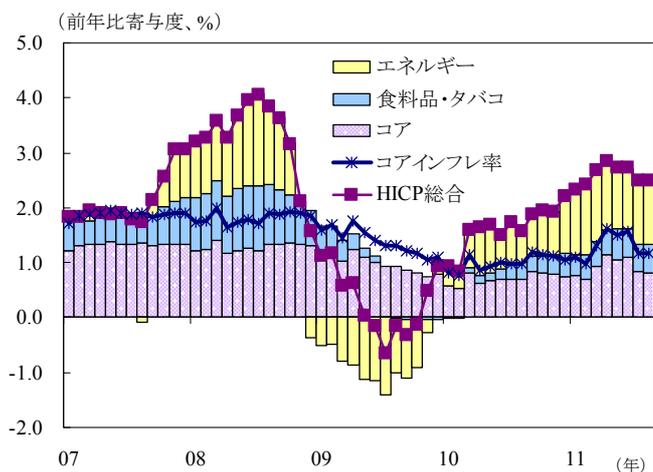
(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価と金融政策

消費者物価上昇率は幾分鈍化

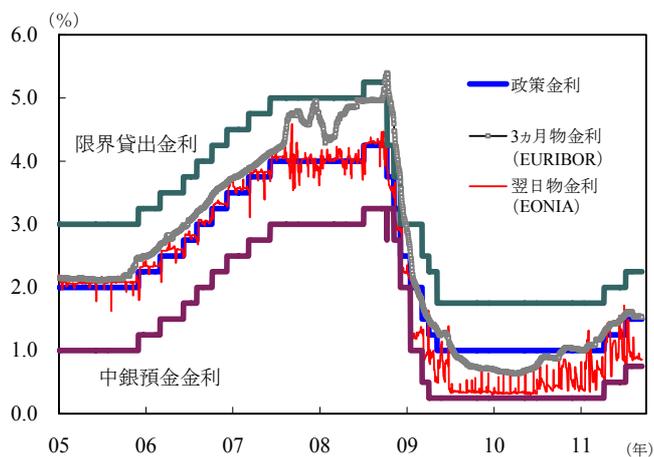
ユーロ圏の消費者物価上昇率は、エネルギー価格の上昇一服やコアインフレ率の低下を受けて8月は前年比2.5%と、4月のピーク(2.8%)から幾分鈍化している。ECBの目標(2%未満)は9ヵ月連続で超過しているものの、今後はユーロ圏の景気停滞や原油価格の安定を受け、消費者物価上昇率は一段と低下することが見込まれる。

第9図：ユーロ圏消費者物価



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：主要金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ECB は物価のリスク認識を下方修正し、利上げサイクルの中断を示唆

ECB は7月に2度目の利上げを実施した後、8月には期間6カ月の資金供給オペを再開するとともに、ユーロ圏景気の不透明感が強いとの認識を示した。9月8日の定例理事会では政策金利の据え置きを決定したほか、物価のリスク認識を従来の「上向き」から「概ね均衡」に下方修正、さらに景気の下振れリスクを認め、利上げサイクルの中断を示唆した。同時に発表された ECB スタッフによるマクロ経済予測では、2011年の実質 GDP 成長率の見通しが1.6%（中央値、前回：同1.9%）に引き下げられている（第1表）。

なお、トリシェ ECB 総裁は12日、欧州の民間銀行への資金供給を無制限に行う方針に改めて強調し、ソブリン問題に対応する姿勢を示した。ただし、前述のシュタルク専務理事辞任にみられるように、周縁国の国債購入については理事会内でも意見が分かれている模様であり、こうした一歩踏み込んだ措置を今後どこまで継続できるかは不透明である。

第1表：ECB スタッフマクロ予測

	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 2011.9.8発表	1.7	1.4-2.8 (1.6) ↓	0.4-2.2 (1.3) ↓	1.6	2.5-2.7 (2.6)	1.2-2.2 (1.7)
前回 2011.6.9発表	1.7	1.5-2.3 (1.9) ↑	0.6-2.8 (1.7) ↓	1.6	2.5-2.7 (2.6) ↑	1.1-2.3 (1.7)
前々回 2011.3.3発表	1.7 ↑	1.3-2.1 (1.7) ↑	0.8-2.8 (1.8) ↑	1.6	2.0-2.6 (2.3) ↑	1.0-2.4 (1.7) ↑

(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

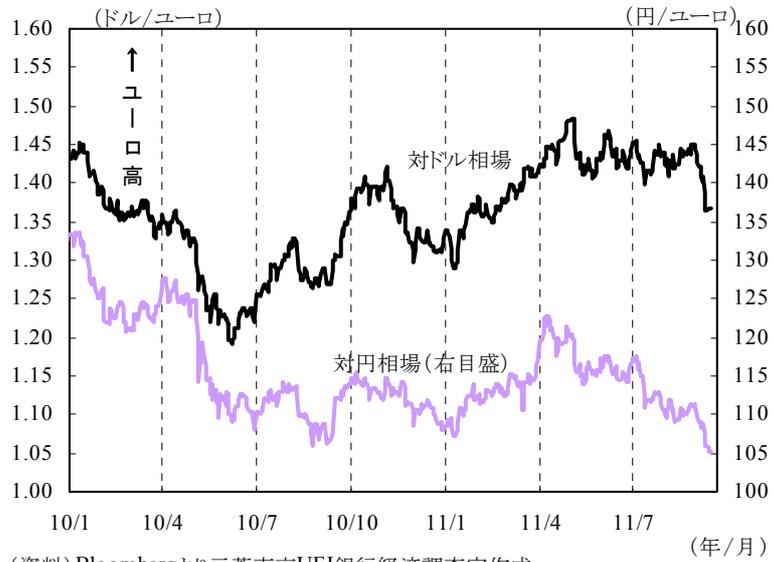
(5) ユーロ為替相場

ユーロ相場はソブリン問題の深刻化とともに急落

ユーロ相場は、ソブリン問題の深刻化とともに急落した。9月初旬に1ユーロ=1.42ドル台にあったユーロ相場は、一時1.35ドル前後と今年2月以来、約6ヵ月ぶりの水準まで下落した。また、対円では一時104円台に入り、2001年7月以来、約10年ぶりの水準を記録した。

ユーロ相場は、ソブリン問題に関する前向きな材料が報道されるとやや買い戻される局面もあるが、全般的には悪材料が多く、その結果ユーロ売りが優勢な展開となっている。今後もギリシャ支援を巡る対応の遅延や、周縁国や銀行の格下げ観測などが続くと予想され、ユーロ相場は軟調に推移することが見込まれる。

第 11 図：ユーロ為替相場（日次終値ベース）



2. 英国

(1) 景気動向

先行きの不透明感が強まる

英国経済は弱い動きを示す経済指標が増え、先行きの不透明感が強まっている。

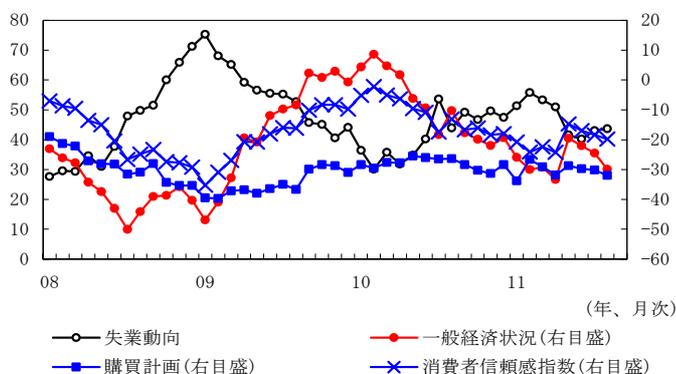
消費者信頼感指数は悪化が続く

景気の牽引役となるべき個人消費には勢いがみられない。消費者マインドを示す消費者信頼感指数は8月まで3ヵ月連続して悪化している(第12図)。8月には一般経済情勢に関する見方が前月より5.4ポイント悪化した。7月から、スペインやイタリアの国債利回りが急上昇するなど、ソブリンリスク問題の拡大が一般経済情勢の見方の悪化につながったと考えられる。また、失業動向も悪化しており、失業率が上昇に転じたことなどが消費者の雇用に対する不安を強めているとみられる。雇用情勢は悪化している。8月の失業率は4.9%と前月と同じ高い水準にとどまった(第13図)。実質小売売上は7月に前年比横ばいにとどまった。食料品価格の上昇により食料品の購入が控えられたことが影響している。家計貯蓄率はリーマンショック後のピークから低下したものの依然高水準にあり、家計の貯蓄意欲は引き続き強く、反対に個人消費の勢いを削いでいるといえる。

雇用情勢は悪化

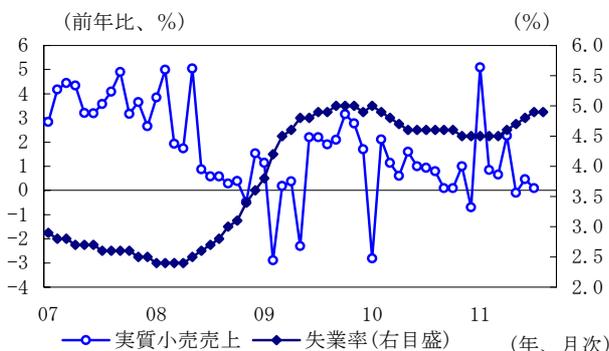
実質小売売上は低迷

第12図：消費者信頼感指数



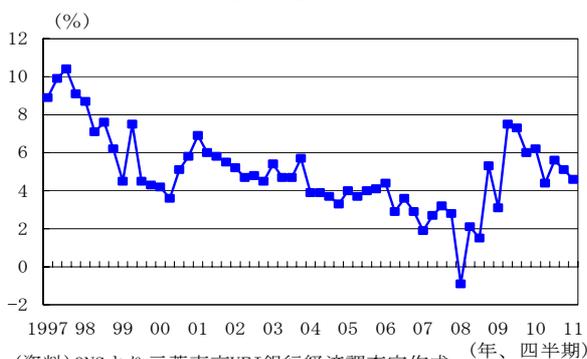
(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：失業率と実質小売売上



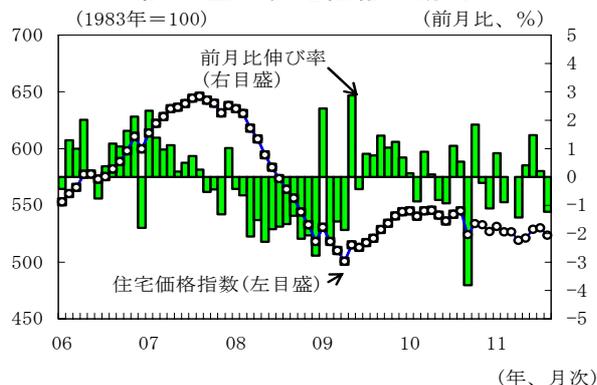
(資料) National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：家計貯蓄率の動向



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15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

住宅価格は4ヵ月ぶりに下落

住宅価格についてハリファックス住宅価格指数をみると、8月に前月比▲1.2%と4ヵ月ぶりに下落した（第15図）。英国では、2007年までの住宅ブームの際、家計が債務残高を急増させた反動でバランスシート調整が進行中である。そのため、住宅需要が盛り上がる気配はない。当面、横ばい圏内で推移するであろう。

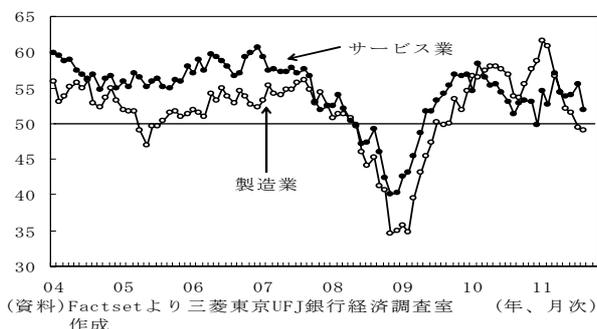
製造業購買担当者指数は50割れ

企業部門においても、足取りは一層弱まりつつある。企業の景況感を示す購買担当者指数をみると、製造業は7月に拡大縮小の分岐点である50を下回った後、8月も49.0へと低下した（第16図）。サービス業も8月には前月より3.6ポイントと大きく低下した。景況感の悪化は景気の先行き不透明感を一層強めている。

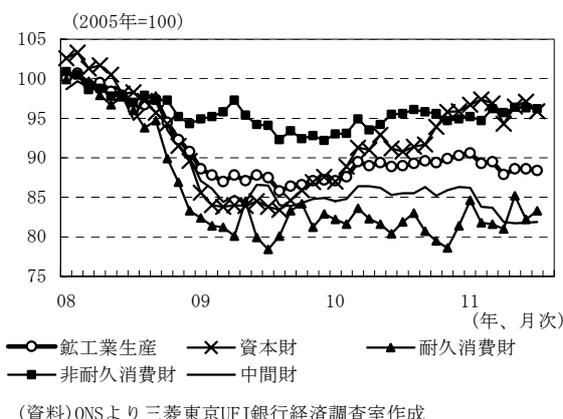
生産も低下傾向

鉱工業生産は今年1月にピークをつけた後、低下傾向に転じている（第17図）。特に中間財が今年2～4月に急落した後、低迷したままである。エネルギー等の落ち込みが影響している。国内需要が弱い上、ユーロ圏の景気にも先行き不透明感が出てくるなかでは、英国の鉱工業生産も弱含みの展開を続けることが予想される。

第16図：購買担当者指数の動向



第17図：鉱工業生産指数の動向



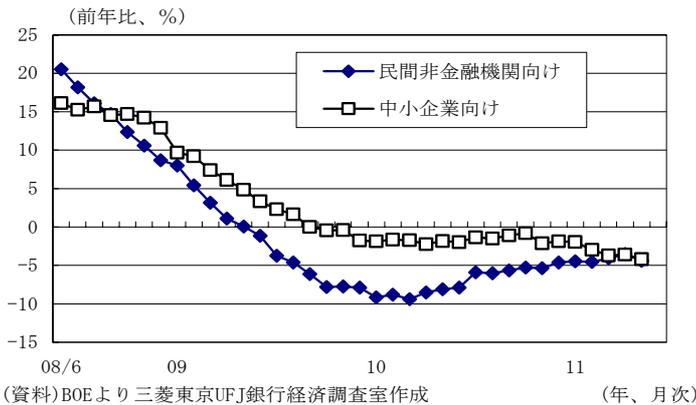
(2) 金融の動向

企業向け貸出は低迷

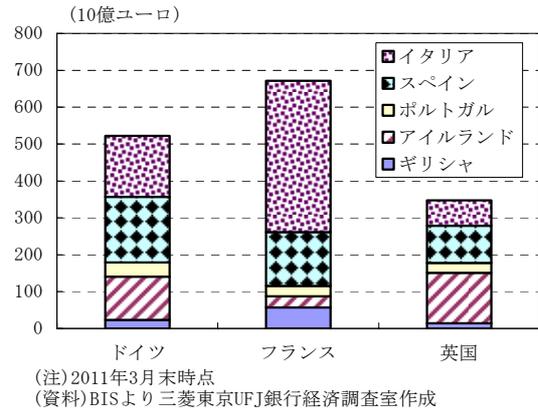
銀行貸出は低迷が続いている。英国金融機関の企業向け貸出残高の伸び率の推移をみると、2009年6月以降、前年水準を下回る状況が続いている（第18図）。中小企業向け貸出残高についても2009年10月以降、前年水準を下回っている。消費が低迷し、鉱工業生産の水準がグローバル金融危機前の水準を下回る状況では、設備資金、運転資金の需要は弱い。こうしたマクロ経済の低調が資金需要の回復を遅らせていると考えられる。

欧州の金融市場は不安定な状況が続いているが、英国金融機関については、ドイツやフランスの金融機関より周縁国向けエクスポージャーが限定的なこともあり、その影響は相対的に小さなものにとどまっている（第19図）。

第18図：企業向け貸出の動向



第19図：各国金融機関の周縁国向け与信残高



(3) 物価及び金融政策の動向

8月のCPI上昇率は前年比4.5%

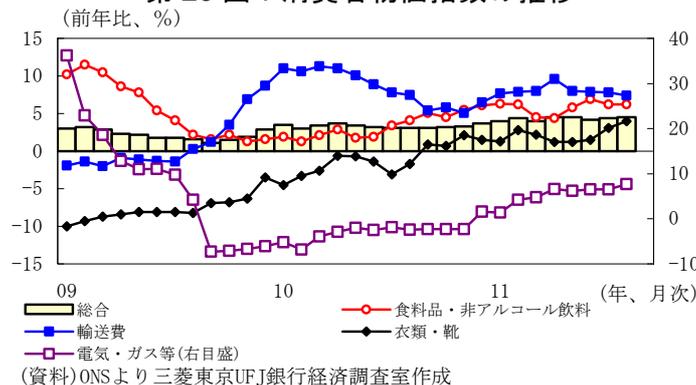
8月の消費者物価上昇率は前年比4.5%と前月より0.1%ポイント上昇した(第20図)。電気ガス料金が引き上げられたことや衣類・靴価格の上昇が全体のインフレ率を押し上げた。ガソリン価格を含む輸送費や食料品価格も依然高い上昇率を維持している。

今後については、原油価格や食料品価格のベース効果が徐々に剥落していくことから今年第4四半期以降、インフレ率はゆっくりとしたペースで低下するとみられる。

BOEは、現在の金融政策を維持

9月8日の金融政策委員会では、現状の金融政策が維持された。英国の実体経済について弱含みの指標が増える中、利上げは当面行われないう。むしろ、今後の景気動向次第では、さらなる量的緩和が必要になるう。

第20図：消費者物価指数の推移



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せよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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。