

経済マンスリー [西欧]

～債務問題に解決策打たれず、景気は低迷したまま年越し～

1. ユーロ圏

(1) 概要

ユーロ圏景気は低迷

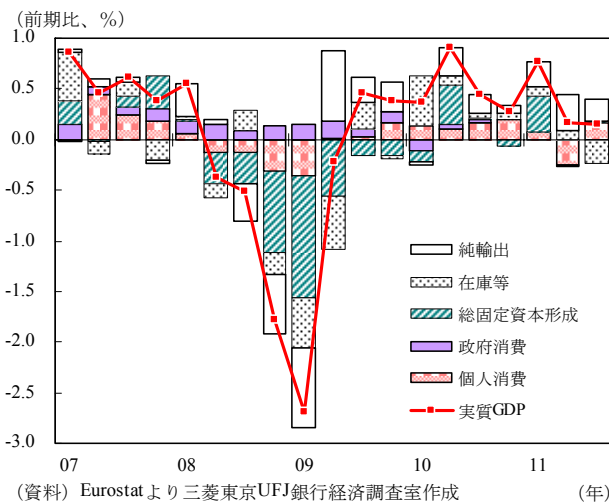
来年前半にかけて緩やかな景気後退に

ECB は既往最低の 1.00% に利下げ

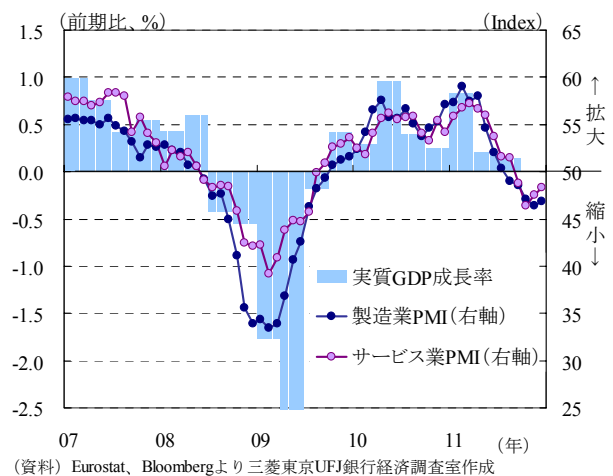
ユーロ圏では、2011 年の夏場以降、深刻化した欧州債務問題にまだ有効な解決策が見出されず、景気は低迷したまま年末を迎える。第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.2% と、前期（同 0.2%）同様に低調な伸びにとどまった。ドイツ（同 0.5%）やフランス（同 0.3%）が前期から一旦反発したものの、イタリア（同▲0.2%）やポルトガル（同▲0.6%）などの周縁国が成長を押し下げた。需要項目別には、個人消費がプラスに転じ、設備投資を含む総固定資本形成がプラスを維持したものの、外需は寄与度を弱めた（第 1 図）。製造業やサービス業の業況を表す購買担当者指数（PMI）は、ユーロ圏が第 4 四半期にも小幅なマイナス成長に陥ったことを示唆している（第 2 図）。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は 12 月 8 日の定例理事会において政策金利を 25bp 引き下げ、過去最低の 1.00% とすることを決定した。また、期間 3 年の長期資金供給オペ導入の決定や、オペ時に受け入れる適格担保条件を緩和するなど、危機対応を強化した。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



第 2 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率と PMI



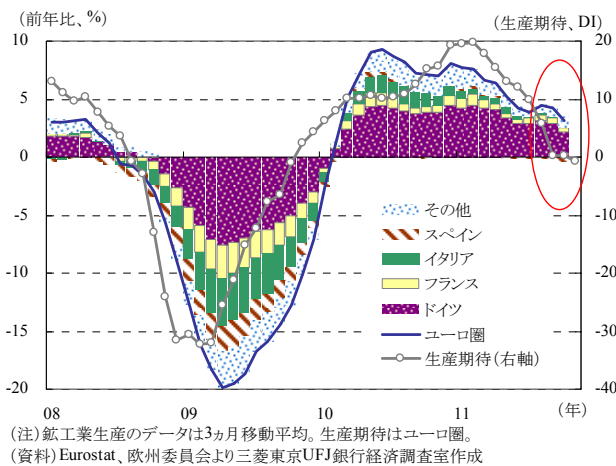
(2) 景気動向

生産は減速

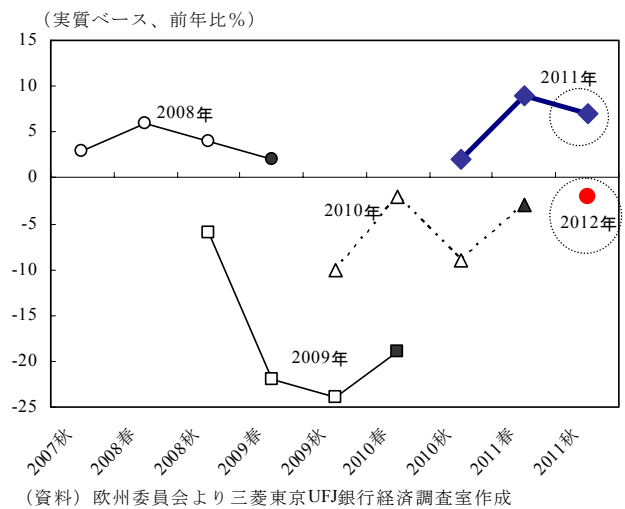
ユーロ圏の鉱工業生産の伸びは、緩やかな鈍化傾向が続いている。各国の追加の財政緊縮や欧州銀行の貸出姿勢厳格化などに伴い、来年にかけて一段と減速することが予想される。企業の先行きの生産期待（DI）をみても、悪化が続いている（第3図）。こうした状況のなか、欧州企業も2011年の設備投資計画を下方修正しており、さらに2012年については前年比マイナスを見込んでいる（第4図）。

企業は設備投資計画を下方修正

第3図：ユーロ圏の鉱工業生産と生産期待



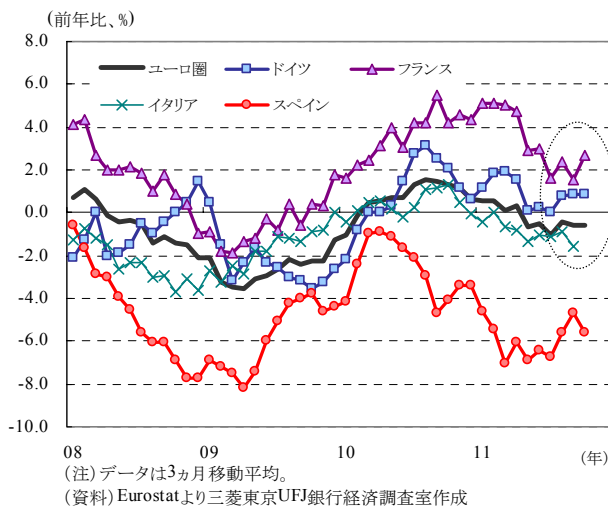
第4図：ユーロ圏企業の設備投資計画



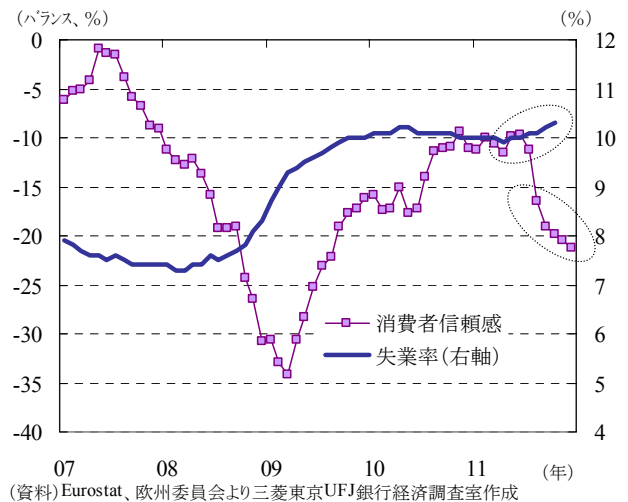
弱い個人消費がさらに景気を押下げ

欧州債務問題の拡大は消費動向にも響いている。ユーロ圏の小売売上は全体として低迷が続いている（第5図）。夏以降、じわじわと上昇している失業率や、12月も一段と悪化した消費者信頼感指数をみても、先行きの個人消費は弱く、さらに景気を押下げることとなろう（第6図）。

第5図：ユーロ圏小売売上



第6図：消費者信頼感と失業率

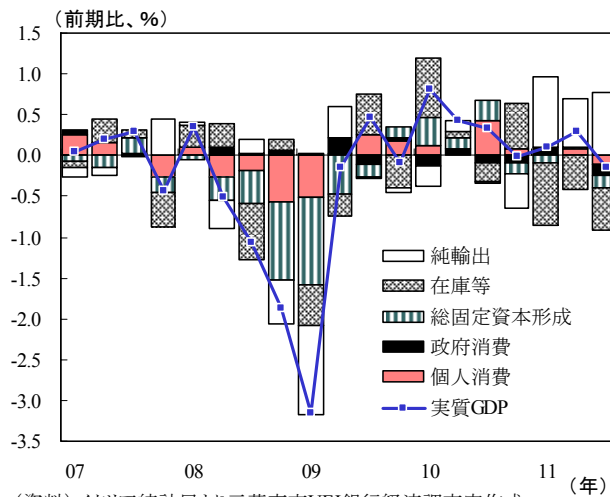


(3)再び拡大の兆しがみえる域内格差

イタリアでは既に
リセッション入り

ユーロ圏全体で景気低迷が続いているなか、域内格差が再び拡大に向かう兆しがみえ始めている。12月21日に発表されたイタリアの第3四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%と、2009年第4四半期以来のマイナス成長となった(第7図)。需要項目別の内訳をみると、個人消費や輸入、設備投資を含む総固定資本形成などが落ち込み、内需が総じて弱い結果となった。11月に誕生したモンティ新政権は2012年に約200億ユーロ(GDP比1.3%)の追加的な財政緊縮を予定しており、7月以降の財政措置を累計すると、2012年にはGDP比2.9%もの緊縮が行われることになる。このため、景気は今後もさらに縮小すると想定され、ユーロ圏全体に先駆けて、イタリアは既にリセッション入りしたとみられる。

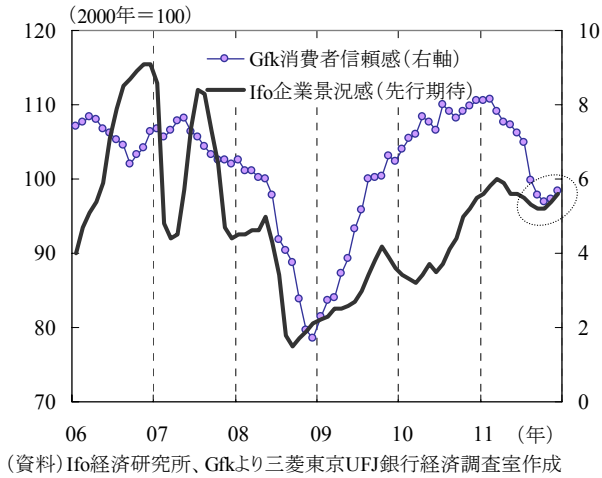
第7図：イタリア実質GDP成長率



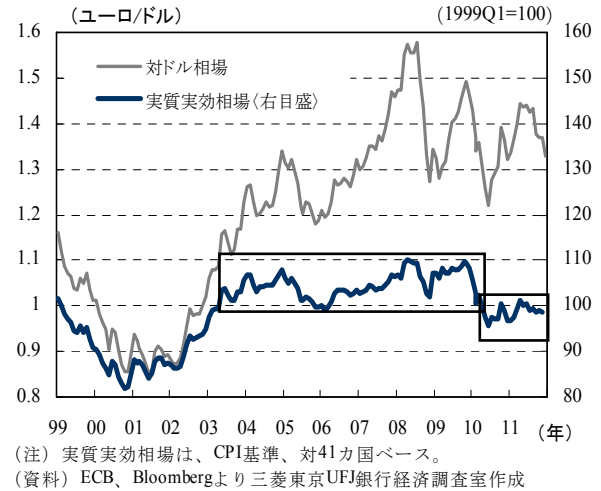
一方ドイツでは下
げ止まりの兆し

一方ドイツでは、Ifo景況感指数が10-11月に2ヵ月連続で上昇するなど、マインド指数に下げ止まりの兆しがみえ始めている(第8図)。ドイツでは雇用環境が堅調なほか、追加の財政緊縮策の導入が計画されていないため、他のユーロ圏各国に比べて、債務問題の影響が相対的に限定的である様子が窺える。また、夏場以降、大幅に減速した輸出についても、実質実効ベースでみると為替相場がユーロ圏にあることや(第9図)、来年後半には主要輸出先である米国や中国経済の持ち直しが期待できる点など、サポート材料がある。むしろ、欧州債務問題の抜本的な解決には時間を要するため、ドイツにおいても依然として下ぶれリスクは残るものの、将来的な景気回復に向けた変化の兆しが窺える点は注目される。

第8図：ドイツ企業の景況感



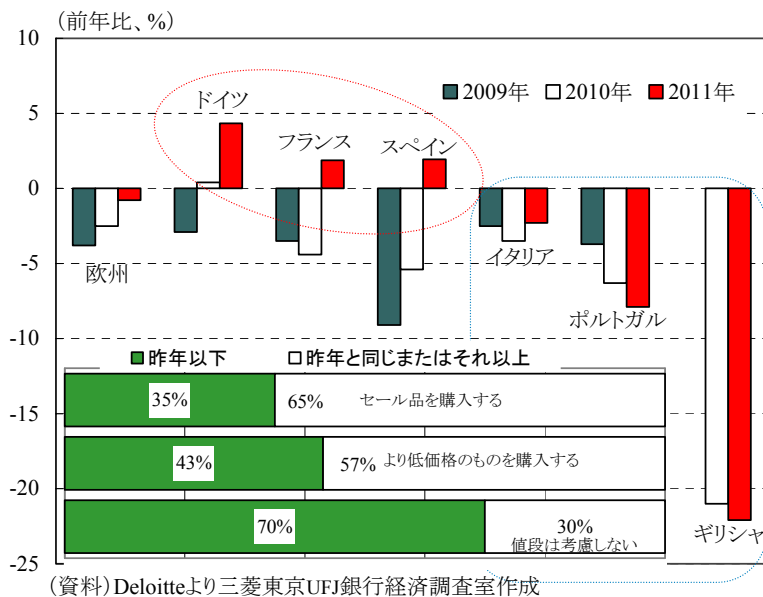
第9図：ユーロの対ドル相場と実質実効為替相場



年末商戦にも域内
格差拡大の予兆

こうした域内格差の拡大の予兆は、欧州の年末商戦に関する調査からも窺える。今年のホリデー期間において「セール品や昨年より低価格のものを購入する」との消費者の回答が約6割に達する等、全体として購入意欲は弱まっている。しかし、各国別に支出予定額をみると、ドイツやフランスなどでは前年比プラスを見込んでいるのに対し、財政不安が一気に高まったイタリアではマイナスが続くほか、ギリシャでは前年比▲20%の大幅減を見込んでいる(第10図)。ドイツを中心とする中核国とギリシャなど周縁国との域内経済格差の拡大は、欧州債務問題の本質的な原因の一つであるだけに、注視すべきポイントである。

第10図：年末商戦の支出予定額と価格意識



(4) 不十分な欧州債務問題の解決策

EU首脳会議は市場の期待を下回る内容

均衡財政の原則を打ち出すも、実効性に疑問

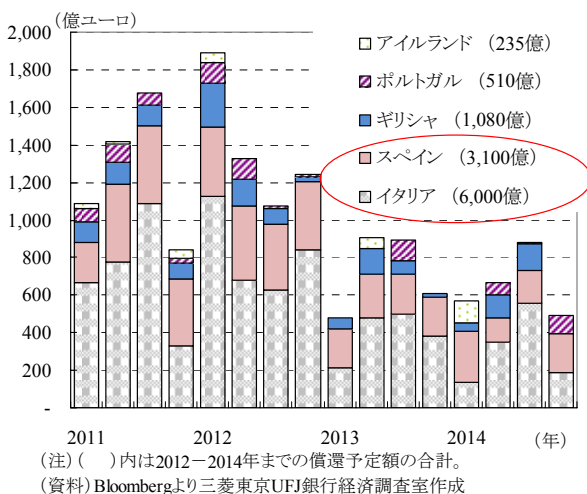
EFSF/ESMの資金枠引き上げの検討は2012年3月に先送り

拡大する欧州債務問題の解決策を打ち出すべく、EU首脳会議が12月8-9日に開催されたが、注目が集まっていた財政協定、金融支援枠の拡充、ユーロ圏共同債などに関する合意内容は市場の期待を下回るものだった。

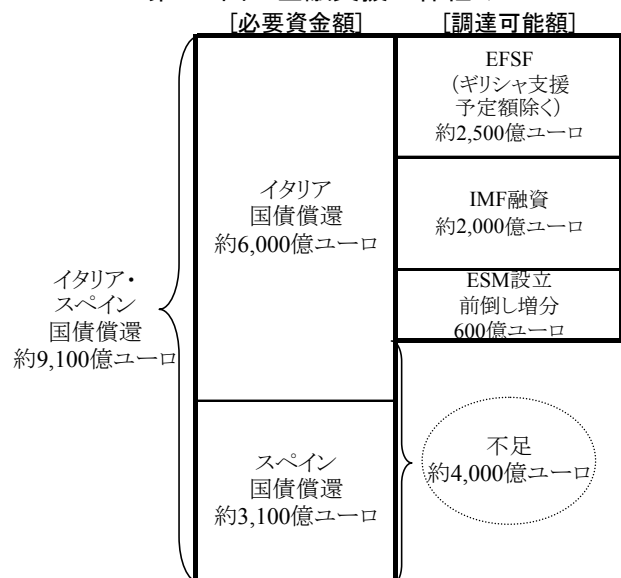
財政協定に関しては、①均衡財政の原則（構造的財政赤字がGDP比0.5%以内）と違反時の「自動調整メカニズム」を各国憲法に規定することや、②財政赤字がGDP比3%を超える場合、ほぼ自動的に制裁措置を講じることで合意した。しかし、均衡財政原則の導入時期や「自動調整メカニズム」の詳細は未定であり、景気への悪影響に配慮し、抜け道が多く実効性の乏しい規定となることが懸念される。

金融支援枠の拡充については、①ESMの設立を2012年7月に1年前倒しし、EFSFとESMの合計資金枠5,000億ユーロの妥当性は2012年3月に再評価することと、②ユーロ圏参加国と他のEU加盟国がIMFに2,000億ユーロを融資する（IMFによる周縁国支援の原資）ことで基本合意した。しかし、必要資金額の目線は、イタリア・スペインの2012~2014年の国債償還額の合計約9,100億ユーロである。これは、市場に安心感を持たせる金融支援枠の目処であり、10月26日に合意したEU「包括戦略」で打ち出した「EFSFの用途未定枠にレバレッジをかけて1兆ユーロとする」方針も、この金額を意識したものであった。EFSFのギリシャ等支援予定額を除く用途未定枠は約2,500億ユーロであり、EU各国によるIMF融資2,000億ユーロ、ESM設立前倒しによる資金枠の増分600億ユーロを加えても、約4,000億ユーロが不足する計算になる。しかも、上述の②については、英国の支持を得られなかったことから、目標額の2,000億ユーロに到達しない可能性も出てきた。

第11図：国債償還スケジュール



第12図：金融支援の枠組み



「ユーロ圏共同債」も先行き不透明

また、市場が期待していた「ユーロ圏共同債」については、12月8-9日の合意文書では一切の言及はなく、別途、ファンロンパイ EU 大統領らが2012年6月に報告書を発表する予定となった。しかしドイツのメルケル首相は強い反対姿勢を貫いており、これも先行きは不透明である。

フランスを始め、格付けは相次いで見直し

EU 首脳会議で十分な結果が出せず、合意内容の実効性も懸念されることから、ユーロ圏各国の格付けは相次いで見直されている。フィッチが12月16日にフランスの格付け見直しを「安定」から「弱含み」（今後2年以内に格下げの可能性はある）に引き下げたほか、イタリアやスペインなどの6カ国をレーティング・ウォッチ・ネガティブ（RWN）に指定し、2012年1月末までに1-2段階引き下げる可能性が高いとしている。

(5) 物価と金融政策

ECB は利下げを決定

欧州中央銀行（ECB）は12月8日の定例理事会において、政策金利を25bp引き下げ、過去最低の1.00%とすることを決定した。物価の安定を最大の責務と掲げる ECB であるが、足元の消費者物価上昇率（HICP）が前年比3.0%と非常に高いにもかかわらず、債務問題の深刻化や実体経済の下ぶれへの対応を優先して2ヵ月連続で利下げを決定した。この利下げをもって、インフレを警戒して2011年の4月と7月に利上げした分は帳消しとなった。1.00%の政策金利は、リーマンショック以降、一連の利下げを行った後の過去最低水準と並ぶ。

期間3年の長期資金供給オペの導入、適格担保条件の緩和など、危機対応を強化

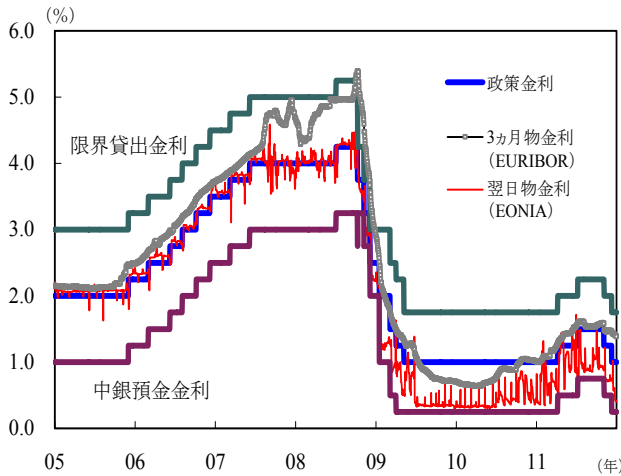
ECB は利下げのほかにも期間3年の長期資金供給オペ導入の決定や、オペ時に受け入れる適格担保条件を緩和するなど、危機対応を強化した。ただし、市場で最も期待されていた周縁国国債の積極的な購入については慎重な姿勢をみせた。また、FED や BOE のような積極的な量的緩和の実施についても、「ECB の最大の責務は物価の安定」と強調し、条約違反を理由に排除した。さらに、IMF への融資案についても「法的に複雑だ」と否定的な立場を示すなど、ECB に過度に依存する期待を牽制した。

国債購入の拡大には否定的

国債購入に慎重な姿勢を受けて、理事会直後の市場では株や国債、ユーロの失望売りが広がったが、後に実施されたスペインやイタリアの国債入札はまずまずの結果に終わるなど、ECB の期間3年の流動性供給オペは一定の下支え効果をあらわしている。12月21日に行われた初回の同オペには銀行の応募が殺到し、金利1%、期間3年、1年後以降は随時返済可能、適格担保条件も緩和、という非常に使い勝手の良い点が評価された。ただし、今後、実際にどの程度の資金がイタリアやスペインなどの国債購入や、企業向け貸出に積極的に用いられるかは不透明である。

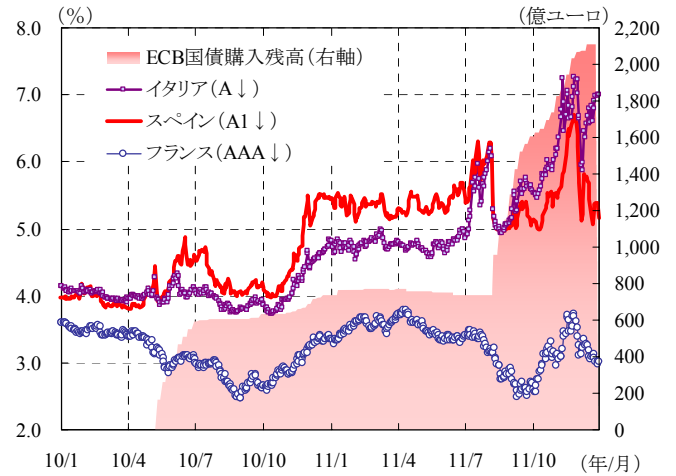
長期資金供給オペには一定の下支え効果も

第 13 図：ユーロ圏主要金利



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 14 図：国債利回りと ECB の国債購入残高



(注) ()内は格付け、大手3社の中で最も低いもの。矢印はネガティブ見直し。
(資料) ECB、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ECB は 2012 年に
0.3%成長を予想

12月8日に発表されたマクロ経済見通しによると、ECBは2011年の実質GDP成長率(中央値)を1.6%と前回から据え置いた一方で、12年については同0.3%と前回(同1.3%)から大幅に下方修正した。予測レンジの下限では、ユーロ圏は来年▲0.4%のマイナス成長に陥るとみている(第1表)。背景には、周縁国の債務問題を受けた信頼感の低下、資金調達環境の悪化による内需への影響、外需の弱含みなどを挙げた。13年は同1.3%の成長を見込んでいる。物価については、資源高を受けて11年と12年をやや上方修正した一方で、13年については1.5%とECBの目標(2%未満)圏内におさまるとみている。

第 1 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 (%)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
今回	1.5-1.7	▲0.4-1.0	0.3-2.3	2.6-2.8	1.5-2.5	0.8-2.3
2011.12.8発表	(1.6)	(0.3)	(1.3)	(2.7)	(2.0)	(1.5)
今回	1.4-1.8	0.4-2.2	-	2.5-2.7	1.2-2.2	-
2011.9.8発表	(1.6)	(1.3)	-	(2.6)	(1.7)	-
前回	1.5-2.3	0.6-2.8	-	2.5-2.7	1.1-2.3	-
2011.6.9発表	(1.9)	(1.7)	-	(2.6)	(1.7)	-

(注) 括弧内は見直しレンジの中央値。矢印は前回比上方/下方修正を表す。
(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

市場機能を残すため、追加利下げには慎重に

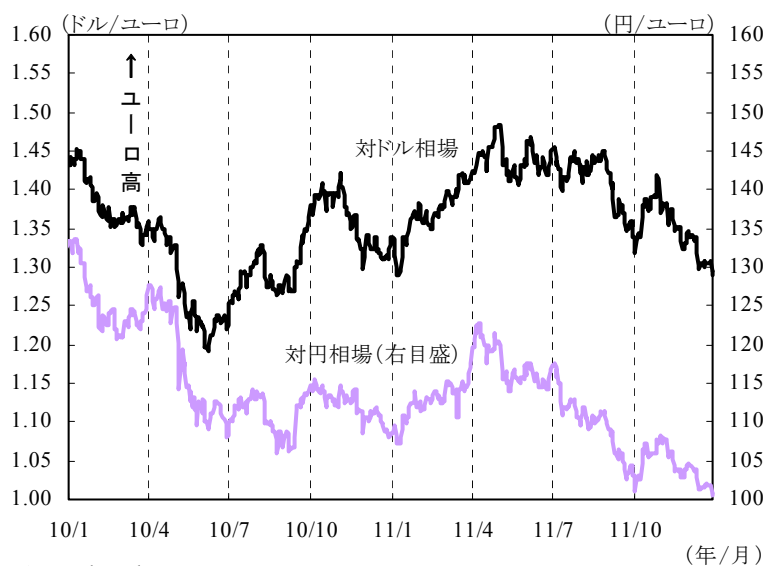
今後の金融政策については、政策金利を既に過去最低水準に引き下げたこと、ECBが来年も小幅ながらプラス成長を見込んでいることなどから、当面据え置きが想定される。短期金融市場が、現状を下回る超低金利になると正常に機能しなくなるおそれがあることも指摘できる。ただし、債務問題の情勢がさらに悪化するなど、ECBの予想レンジの下限である2012年▲0.4%のマイナス成長が現実味を帯びてきた場合は、一段の追加利下げにあえて踏み切る可能性も否定できない。

(6) 為替相場

EU首脳会議への失望、ECBの消極的な国債購入姿勢、格下げ懸念などからユーロは一時1.30ドル割れ

ユーロ相場は12月8-9日に開催されたEU首脳会議に向けて市場の期待が広がり、会議前には1ユーロ=1.34ドル台まで上昇していたが、会議で十分な成果を残せず、失望売りが出て下落した。その後もECBドラギ総裁が周縁国の国債購入に消極的な発言を繰り返したほか、ユーロ圏各国の格下げ懸念が強まり、ユーロ売りが続いた。12月14日には同1.29ドル台まで低下し、約11ヵ月ぶりの安値を付けた。足元では欧米が年末休暇に入りイベントも少なく、同1.30ドル近辺で推移している。

第15図：ユーロ為替相場（日次終値ベース）



(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

景気の減速感が強まる

消費者信頼感指数の水準は低い

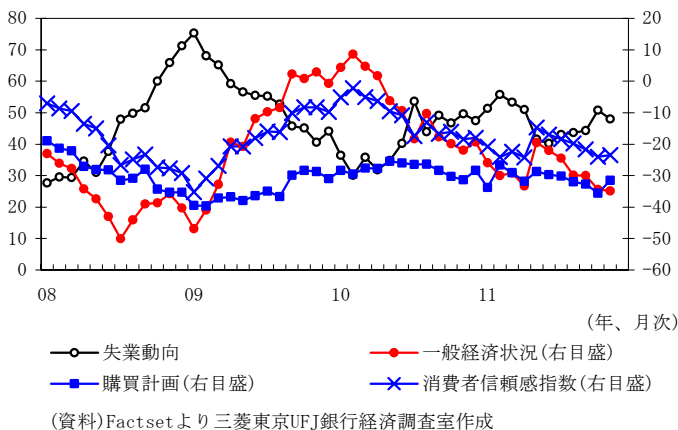
周縁国問題が一般経済の見方を悪化

個人消費は低迷

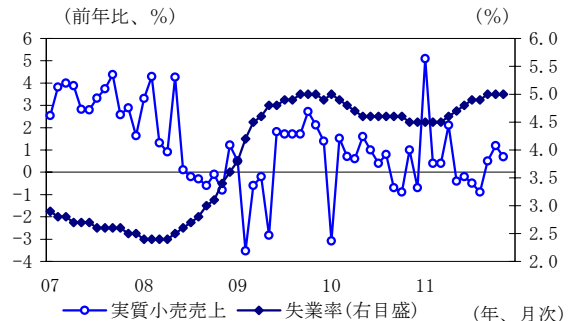
英国では、消費者心理及び企業の景況感の悪化が個人消費や設備投資を抑制しており、景気の減速感が強まっている。英国経済の先行きについては、景気後退に陥るとする見方も増えつつある。

11月の消費者信頼感指数は、▲23.5と前月より0.5ポイント上昇したものの、依然、水準は低い（第16図）。内訳をみると、購買計画はやや改善したものの、一般経済状況の見方は悪化している。全体の消費者信頼感指数が低下してきた主な要因は、一般経済状況の見方の悪化である。欧州周縁国債務問題の深刻化がユーロ圏経済を減速させており、それが英国における消費者の経済の見方を慎重にさせている。また、雇用情勢も改善の兆しがみられない。11月の失業率は5.0%と3ヵ月連続して高い水準にある（第17図）。消費者心理及び雇用情勢の悪化により、個人消費は低迷している。実際、11月の実質小売売上は前年比+0.7%と低い伸びに留まった。一方、今年第2四半期の家計貯蓄率は、7.4%と第1四半期より1.5%ポイント上昇しており、家計の消費に対する慎重な姿勢を裏付けている（第18図）。

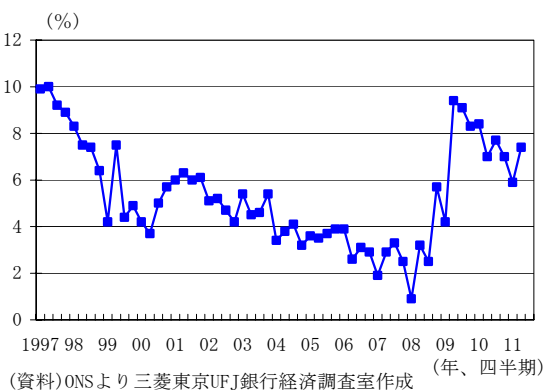
第16図：消費者信頼感指数



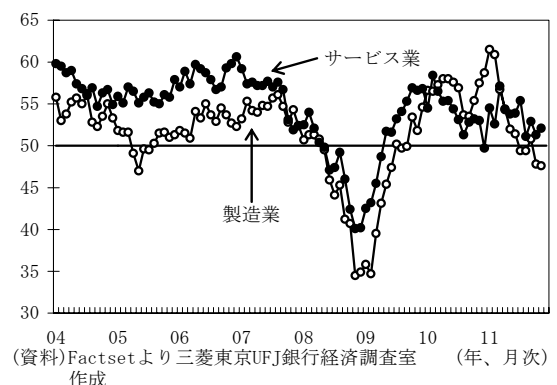
第17図：実質小売売上と失業率



第18図：家計貯蓄率の動向



第19図：購買担当者指数



製造業の景況感が悪化

企業部門にも、ユーロ圏景気減速の影響がみられる。企業の景況感を示す購買担当者指数をみると、ユーロ圏向けの輸出が影響を受ける製造業は10月、11月と2ヵ月連続して、拡大縮小を分ける50を下回っている（第19図）。製造業の生産は11月に前年比+0.3%と2010年1月以来の低い伸びにとどまった（第20図）。また、生産の先行指標でもある製造業受注及び輸出受注指数は11月に急落した。個人消費を中心に内需の動きが弱いほか、主要輸出先であるユーロ圏の景気悪化が影響している。当面、生産は弱含みの展開となろう。

11月の製造業及び輸出受注指数は急落

設備稼働率は低下

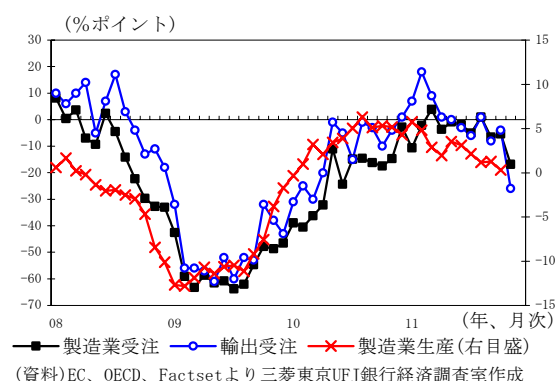
生産が伸び悩む中、7-9月期の設備稼働率は低下した（第21図）。設備稼働率は80.2%と決して水準は低くないが、実質総固定資本形成は前年比▲0.2%と低迷している。景気の先行き不透明感が高まるなか、企業の景況感も悪化しており、設備投資意欲は弱まりつつある（第22図）。

(2) 金融動向

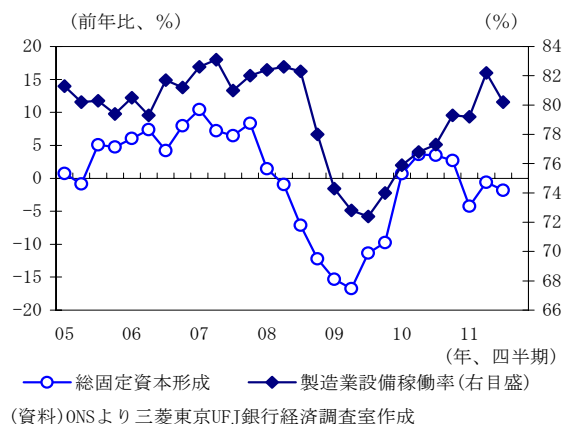
貸出残高はほぼ横ばい推移

英国景気の減速感が強まっていることもあり、銀行貸出は低迷している。個人向けの貸出は今年9月末で前年比▲0.1%、企業向け貸出は前年比

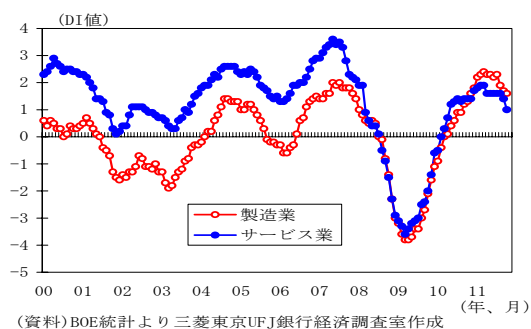
第20図：生産と製造業・輸出受注の動向



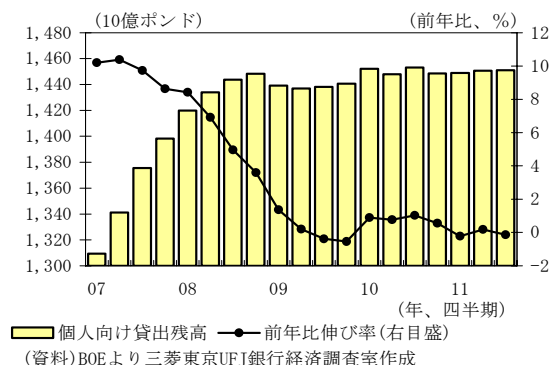
第21図：総固定資本形成と設備稼働率の動向



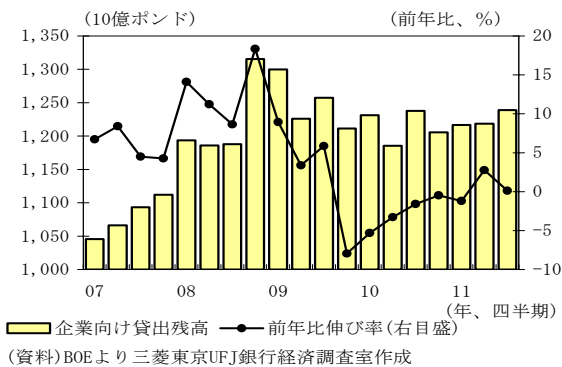
第22図：企業の投資意欲の動向



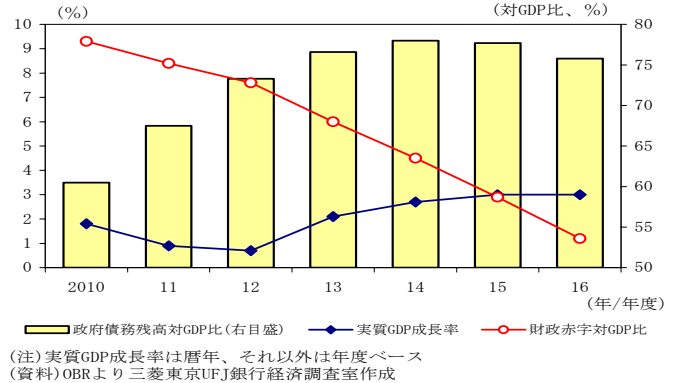
第23図：個人向け貸出の動向



第 24 図：企業向け貸出の動向



第 25 図：OBR の経済財政見通しの動向



英銀は資本不足額なし

資産圧縮の動きは大陸諸国より弱い

+0.1%と横ばい圏内の動きにとどまった(第 23、24 図)。消費及び設備投資の停滞で資金需要が弱まっているため、貸出が伸びないと考えられる。

今月 8 日に欧州銀行監督機構が発表した EU の主要銀行の国債評価損等による資本不足額をみると、英国の銀行は英国債については評価益が出ていることもあり、基準となるコア Tier1 比率 9%を満たし、資本不足額はゼロであった。資本不足状態にあり、来年 6 月末までに資本増強を迫られているユーロ圏の銀行は、今後、資産圧縮の動きを強めるとみられるが、英国の銀行については、そうした懸念は大陸諸国よりは小さいと考えられる。

(3) 予算責任局が経済財政見通しを公表

2012 年の実質 GDP 成長率は 0.7%

財政赤字の本格的削減は 2014 年以降

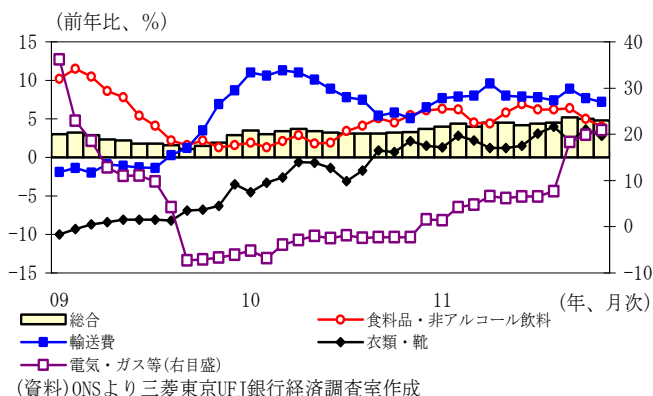
成長戦略が重要

11 月 29 日に政府の予算責任局が経済見通しとそれに基づく財政見通しを公表した。それによると実質 GDP 成長率は 2012 年に 0.7%と、3 月時点の見通しから 1.8%ポイント引き下げられた。足元の動きや欧州周縁国債務問題の影響等を考慮したものと思われる(第 25 図)。OBR が試算した英国の潜在成長率 2.3%を回復するのは 2014 年となっている。

また、財政赤字については、2011 年度が対 GDP 比 8.4%、3%を下回るのは 2015 年度と 3 月時点より 1 年先延ばしされた。政府債務残高の対 GDP 比は、2014 年度に 78%まで上昇した後、低下に転じる見通しとなっている。

本格的な財政赤字削減は経済成長率が回復する 2014 年以降となっており、今後 2 年間は慎重にみていることがわかる。いずれにしても、財政赤字の削減には経済成長が不可欠であり、歳出削減、増税といった財政緊縮策だけでなく、中長期を見据えた成長戦略が重要となつてこよう。

第 26 図：消費者物価上昇率の動向



(4) 物価と金融政策

消費者物価上昇率は 11 月にやや低下

英国の消費者物価上昇率は、11 月に前年比 4.8%とやや低下した（第 26 図）。9 月に大幅に値上げされた電気ガス料金は引き続き高い伸びを示したが、靴・衣類、食料品、ガソリン代を含む輸送費の上昇率が低下したことが全体の上昇率を押し下げた。2012 年 1 月からは、今年 1 月より始まった付加価値税率引き上げの影響が剥落するほか、原油価格上昇の影響も徐々に弱まることから、イングランド銀行の見通し通り、2012 年末にかけて低下していくとみられる。

BOE は当面政策金利を維持

2012 年はユーロ圏周縁国の債務問題等により英国経済は 0.5%程度の経済成長にとどまることが見込まれ、政策金利については当面現在の 0.5%が維持されるであろう。また、10 月の金融政策委員会で 750 億ポンド拡大された国債買取枠は 2 月までに上限に達する見込みである。銀行貸出が伸びないほか、実体経済の低迷も続くことから、1 月もしくは 2 月の金融政策委員会ではもう一段の国債買取枠拡大を決定する可能性が高まっている。

もう一段の国債買取枠拡大も

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。