

経済マンスリー [西欧]

～ユーロ圏は 9 カ国が一斉格下げ、財政緊縮策が景気に大きな下押し圧力
金融業のウェイトが低下した英国経済～

1. ユーロ圏

(1) 概要

ユーロ圏景気は低迷

ユーロ圏経済は低迷している。域内最大の経済規模を持つドイツでも 2011 年第 4 四半期はマイナス成長に陥った。各国で追加された財政緊縮策は今後の景気をさらに押し下げ、ユーロ圏全体でも 2012 年前半にかけて緩やかな景気後退が想定される（第 1 図）。

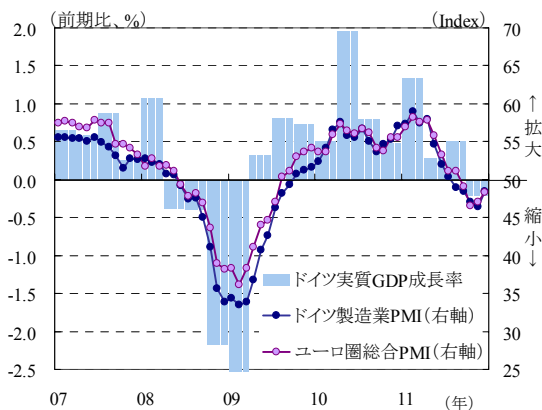
債務問題への対処の遅れから 9 カ国が一斉格下げ

深刻化した欧州債務問題への対処が遅れ、年明け早々にユーロ圏 9 カ国と欧州金融安定ファシリティ（EFSF）は S&P により一斉に格下げされた。フランスとオーストリア、EFSF は最上級の AAA 格付けを失い、AA+に転落した。ただし、2011 年 12 月に格付けを見直す事前予告があり、市場がある程度織り込んでいたことと、格下げが一段階にとどまったことから、フランスの 10 年国債利回りは 3%近傍からの大幅な上昇を免れている（第 2 図）。一方でユーロ相場は、昨年末に 1 ユーロ＝100 円を割り込み、年明け後は一時同 97 円台と、約 11 年ぶりの水準まで売られた。

ギリシャ国債減免の官民協議は調整難航

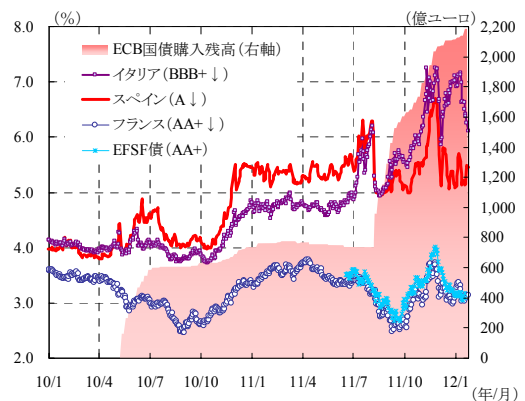
この他、ギリシャ向け追加支援の一環としてギリシャ国債の 50%減免を目指す官民協議は調整が難航、民間側の十分な参加が見込めないなか、1 月末の EU 首脳会議に向けヤマ場の局面が続いている。

第 1 図：実質 GDP 成長率と PMI



(資料) Eurostat, Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：国債 10 年物利回り



(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通し。
(資料) ECB, Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 低迷する欧州経済

追加緊縮がさらに
景気を下押しへ

債務問題の拡大を受けて、各国は追加の財政緊縮策を打ち出している。2011年末にスペインは、同年の財政赤字が目標のGDP比6%には収まらず、8%に達する見通しであることを明らかにするとともに、約150億ユーロ(GDP比1.4%)の追加的な財政緊縮策の導入を発表した。イタリアやフランスも、2011年は概ね財政赤字目標を達成できる見通しながら、2012年以降に向けて11月-12月に大規模な追加策の導入を決定しており、これらが今年も経済成長の押し下げ要因となることが見込まれる。

第1表：2011年の財政赤字（GDP比）と追加財政緊縮策

	2011年財政赤字		追加的な財政緊縮策
	目標	見込み	
ギリシャ	7.6%	9.6%	20億ユーロの追加策を導入予定
スペイン	6.0%	8.0%	昨年末に約150億ユーロを発表
イタリア	3.9%	3.5%	昨年12月に約200億ユーロ導入決定
フランス	5.7%	5.5%	昨年11月に導入決定済み。再追加の可能性も
ドイツ	2.5%	1.0%	なし(2013年以降に減税を検討)

(資料) 報道資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

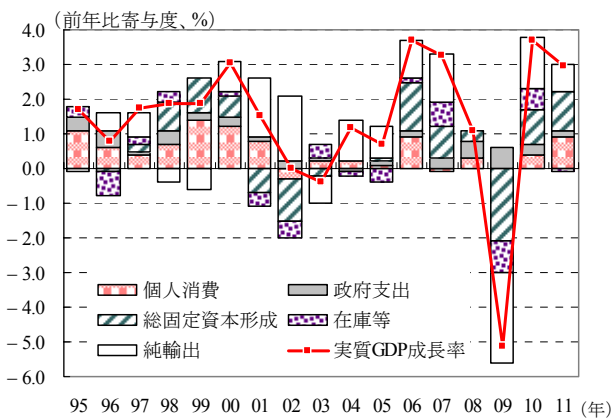
ドイツでも第4四
半期はマイナス成
長

2011年を振り返ると、ドイツで2011年通年の実質GDP成長率が前年比3.0%となり、2010年の同3.6%からの減速が確認された(第3図)。第4四半期は前期比▲0.25%程度のマイナス成長が想定されている。個人消費や総固定資本形成などの内需が堅調だった一方で、輸出が債務問題の影響を受けて減速し、全体の成長率を押し下げた。

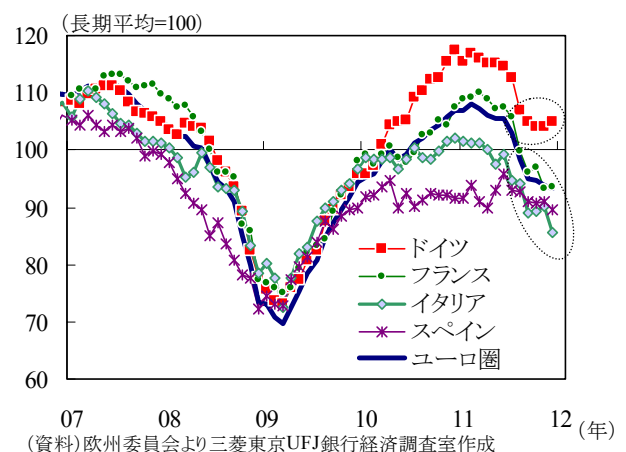
景況感はドイツこ
そ下げ渋りも、他国
は悪化

第4四半期については、ドイツがマイナスに陥ったことから、ユーロ圏全体でもマイナス成長となったとみられる。足元の企業景況感をみると、ドイツでは下げ渋りの動きがみられるものの、フランスやイタリアなどでは悪化が止まらない(第4図)。

第3図：ドイツの実質GDP成長率



第4図：ユーロ圏企業の景況感

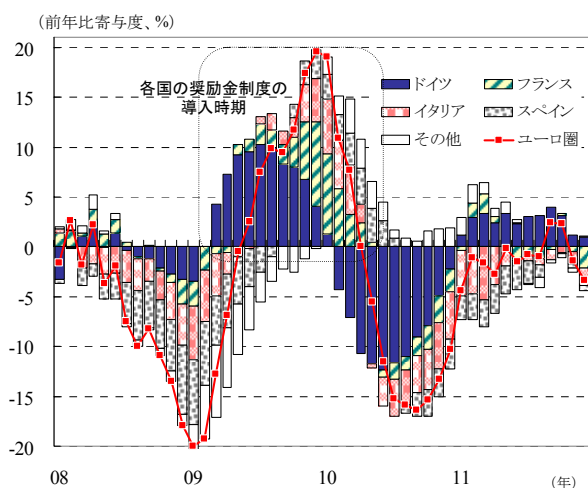


自動車販売は通年でマイナス

悪化した消費者マインドや緩やかに上昇する失業率が背景

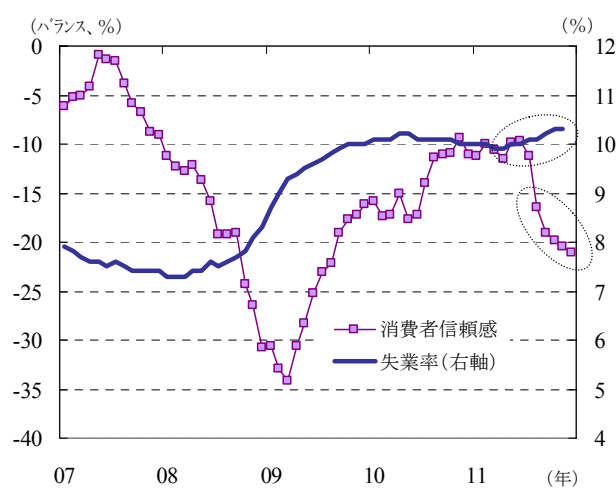
欧州債務問題は個人消費にも大きな影響を与えた。その象徴的な例として自動車販売台数をみると、2011年はユーロ圏全体で▲4.6%の減少となった。2009年こそ販売奨励策の効果によりプラスであったが、それ以降は2年連続のマイナスである。国別にはドイツのみプラスに寄与した一方で、特にイタリアやフランスの落ち込みが大きかった（第5図）。悪化する消費者信頼感や緩やかな上昇を続ける失業率などが背景にあり（第6図）、自動車のみならず、個人消費全般の見通しは暗い。

第5図：ユーロ圏の自動車販売



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

第6図：消費者信頼感と失業率



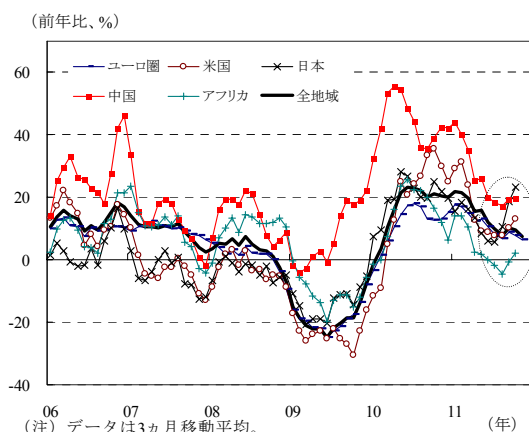
(資料) Eurostat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出の減速に歯止めがかかる兆し

純輸出はプラス寄与を確保できる見込み

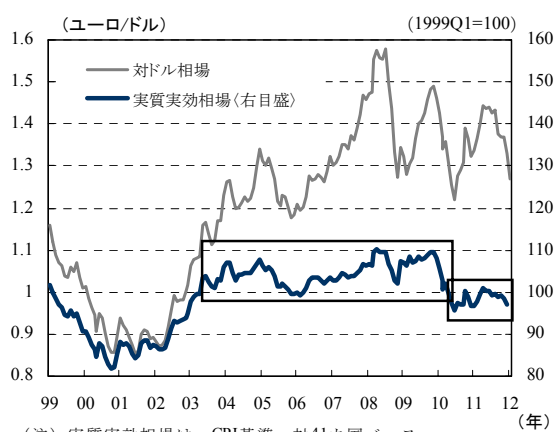
輸出は米国やアジア向けを中心に、急激な減速からは幾分落ち着きをみせ始めている（第7図）。一方で輸入は11月が前年比+4.6%と、10月の同+8.9%から一段と伸びが鈍化した。先行きについては、今後も想定されるユーロ安の展開が、輸出にとって追い風となる一方で、ユーロ圏各国の財政緊縮により内需が弱くなることを見込まれるため、純輸出はプラスの寄与を維持できる公算である。結局、2012年のユーロ圏の成長は外需に依存した形になるとみられる。

第7図：ドイツの地域別輸出



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

第8図：ユーロの実質実効相場



(注) 実質実効相場は、CPI基準、対41カ国ベース。
(資料) ECB、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3)9 カ国一斉格下げの影響

フランスはAAAからAA+に転落

放漫財政やユーロ圏内の競争力の不均衡が背景

1月13日、米大手格付け会社S&Pは、ユーロ圏9カ国の国債格付けを1~2ノッチ引き下げ、続いて16日にはEFSFの格下げも発表した(第2表)。フランス、オーストリア、EFSFが最高格付けのAAAを失いAA+に転落したほか、スペインやイタリアは2ノッチ格下げされ、それぞれA、BBB+、いずれも見通しは「ネガティブ」となった。各国の格下げの理由としてS&Pは、放漫財政に加えて、ユーロ圏各国間の競争力の不均衡を挙げた。また、財政健全化のみを柱とする改革は、雇用・所得に関する消費者の懸念を強め、内需減少から税収落ち込みにつながり、自滅的なものになりかねないとした。

第2表:ユーロ圏各国のS&P格付けとEFSFに対する保証枠

(単位:億ユーロ)

国名	S&P格付け				EFSF向け保証枠 (ギリシャ、アイルランド、ポルトガルはゼロとする)	トリプルAの4カ国の保証枠合計を4,400億ユーロにする場合			各国が現金担保を拠出する場合	
	1月13日以前	1月13日発表	格下げ幅	格付け見通し		新・保証枠	保証枠の増分	GDP比	現金担保	GDP比
ドイツ	AAA	AAA	-	Stable	2,110	3,421	1,311	5.8%	490	2.2%
オランダ	AAA	AAA	-	Negative	444	721	276	5.8%	103	2.2%
フィンランド	AAA	AAA	-	Negative	140	227	87	5.5%	32	2.0%
ルクセンブルク	AAA	AAA	-	Negative	19	32	12	4.0%	5	1.5%
(AAA4カ国合計)					2,714	4,400	1,686			
フランス	AAA	AA+	1ノッチ	Negative	1,585	1,585			368	2.3%
オーストリア	AAA	AA+	1ノッチ	Negative	216	216			50	2.1%
(AA+以上6カ国合計)					4,515	6,201				
ベルギー	AA	AA	-	Negative	270	270			63	2.2%
エストニア	AA-	AA-	-	Negative	20	20			5	5.1%
スロベニア	AA-	A+	1ノッチ	Negative	37	37			9	3.5%
スペイン	AA-	A	2ノッチ	Negative	925	925			215	2.8%
スロバキア	A+	A	1ノッチ	Stable	77	77			18	3.6%
マルタ	A	A-	1ノッチ	Negative	7	7			2	3.3%
イタリア	A	BBB+	2ノッチ	Negative	1,393	1,393			323	2.7%
アイルランド	BBB+	BBB+	-	Negative	0	0				
キプロス	BBB	BB+	2ノッチ	Negative	15	15			4	2.7%
ポルトガル	BBB-	BB	2ノッチ	Negative	0	0				
ギリシャ	CC	CC	-	Negative	0	0				
(ユーロ圏17カ国合計)					7,260	8,946			1,686	

(注)ギリシャは1月13日のS&P格付け発表の対象外。

保証枠の増分/現金担保は、従来のEFSF向け保証枠と同率で各国に按分されると想定した。

(資料)S&P、EFSFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

①資金繰り

国債市況の大幅悪化は免れた

イタリア・スペインの入札には要注意

格下げの発表以降も、フランスの10年物国債利回りは3%近傍で推移しており、大幅な上昇は免れている。12月上旬の格下げ方向での見直し予告以来、市場は格下げをある程度織り込み済みであり、格付け変更を受けても大規模な混乱はみられなかった。実際、16日や17日に行われたフランスやスペインの短期国債の入札は比較的堅調だった。その背景には、ECBの3年物資金供給オペ(後述)の効果もあるとみられる。今後、2ノッチ引き下げられたイタリアやスペインについては、特に長期国債の入札に注意を要しよう。

②EFSF

**EFSF の金融支援
枠は格下げ後も不
変**

**ただし、必要資金額
の目線には大きく
不足**

フランスとオーストリアの格下げを受けて、EFSF債もAA+に格下げされた。EFSF債の新規発行利回りは、欧州周縁国向けの融資金利に直結するため、格下げによる、需要の減退や利回りの上昇が懸念されたが、フランスと同様に大きな影響は出ていない。EFSF債についても12月の格下げ予告以降、市場が格下げを織り込んできたとみなせる。一方で、欧州債務問題に対処するための金融支援枠の規模に対する不安は払拭されていない。今回の格下げを受けても、格付け上位6カ国のEFSF向け保証枠(合計4,515億ユーロ)は不変であり、AA+を甘受するのであれば、EFSFは従来と同じ4,400億ユーロの金融支援枠(使途未定枠は約2,500億ユーロ)を保持できる^(注)。ただしその規模は、必要資金額の目線(イタリアとスペインの2012~14年の国債償還額)には大きく不足している。

(注) AAAの4カ国がEFSF向け保証を増枠したり、各国が現金担保を抛出したりすれば(第2表)、EFSF債はAAAを確保できる。しかし、それには各国から激しい反対が生じるとみられ、実現可能性は低い。

③フランス大統領選挙

**フランスの格下げ
はサルコジ政権に
痛手**

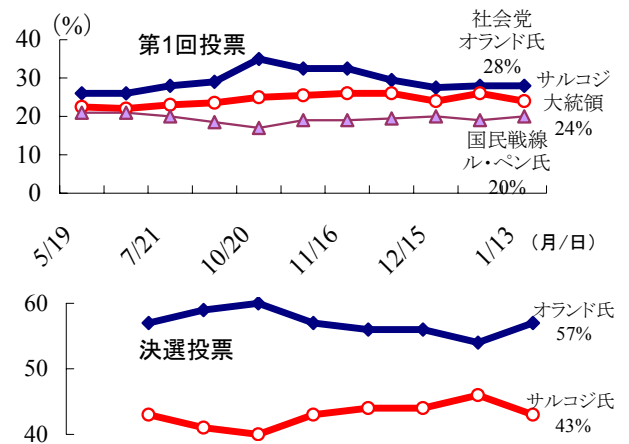
**ドイツとの連携に
影響も**

今回の格下げはフランスの政治に影響を与えている。同国では4-5月に大統領選挙を控えており、再選を目指す現職サルコジ大統領にとって、格下げは大きな痛手となった。財政の再建ができなかったと、野党からは格下げの責任を押し付ける声も上がっている。サルコジ大統領に対する有権者の支持率も低い。再選できずに野党の社会党が政権を握ることになると、国内の財政再建が仕切り直しとなる可能性が高いことに加え、“メルコジ体制”とも言われるドイツとの緊密な連携も新しく作り直すことになるため、欧州の債務危機対応が従来以上に遅延する虞がある。

第9図：金融支援枠の不足状況



第10図：フランス大統領選挙の世論調査



(注) フランス大統領選挙は4月22日に第1回投票が実施され、過半数を得た候補者が当選、いない場合は上位2名による決選投票が5月6日に実施される。調査は有権者の第1回投票、決選投票における投票予定者。

(資料) Ifopより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4)物価と金融政策

インフレ率は鈍化

ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP）は2011年12月が前年比2.7%と、9月以来高止まりしていた同3.0%から低下した（第11図）。エネルギー価格の落ち着きが主因であり、インフレ率は今年後半にはECBの目標圏内（2%未満）に向かうとみられる。

ECBは政策金利を据え置き

ECBは1月12日の定例理事会において、10-11月に2ヵ月連続で引き下げた政策金利を現行の1.00%に据え置くことを決定した。ドラギ総裁は、経済の下ぶれリスクには引き続き警戒する姿勢を示しつつも、一部で低水準ながら安定化してきた兆候がみられることを指摘した。前月まではユーロ圏のリセッション入りを懸念していたことを勘案すると、ECBはユーロ圏の現状を前月よりややポジティブにみていると取れる。

経済に低水準ながらも安定化の兆候を指摘

国債購入拡大には依然として否定的

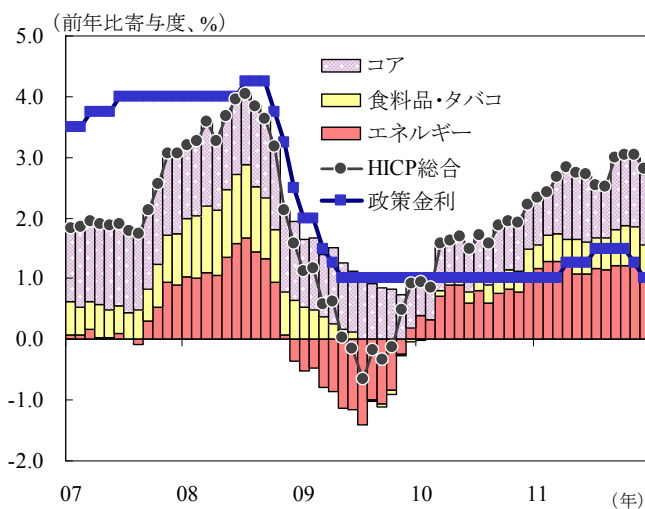
また、イタリア・スペイン国債を積極的に購入することは引き続き否定したが、12月に実施した3年物の資金供給オペが信用収縮を抑制していると評価した。ただし、ECBの翌日物預金（預金ファシリティー）は1月16日に5,000億ユーロを超え、連日で過去最大を更新している（第12図）。ドラギ総裁は否定したものの、供給した資金は、不安定な金融市場を背景に安全性の高いECBに戻り、今年前半に控える大量の銀行債償還に充当されるまで滞留し、期待される銀行貸出や周縁国の国債購入には十分に回らないおそれが残る。

3年物の資金供給オペの成果は評価

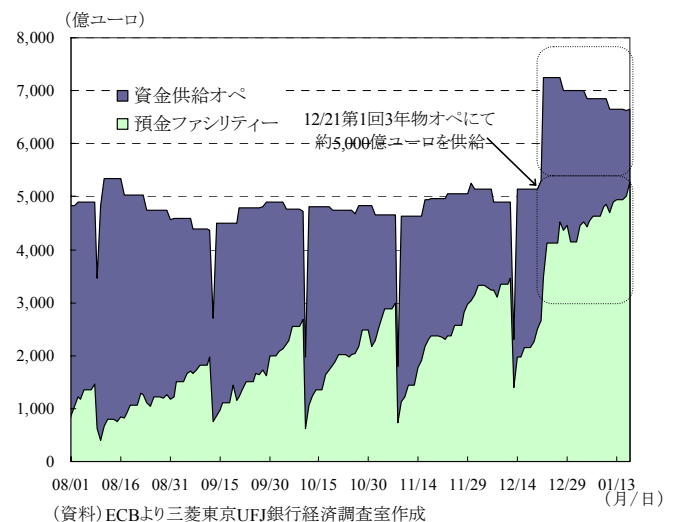
ただし供給した資金がECBに滞留するおそれも

今後の金融政策について、ドラギ総裁は実体経済のさらなる下振れや、欧州債務問題の深刻化の場合は行動の用意があるとして、追加利下げに含みを残した。ただし、市場機能を残す上で政策金利は既に事実上の下限に到達しているとみられ、ここから引き下げることにはECBは慎重姿勢を維持するとみられる。

第11図：消費者物価と政策金利



第12図：ECB翌日物預金と資金供給オペの残高



(5) 為替相場

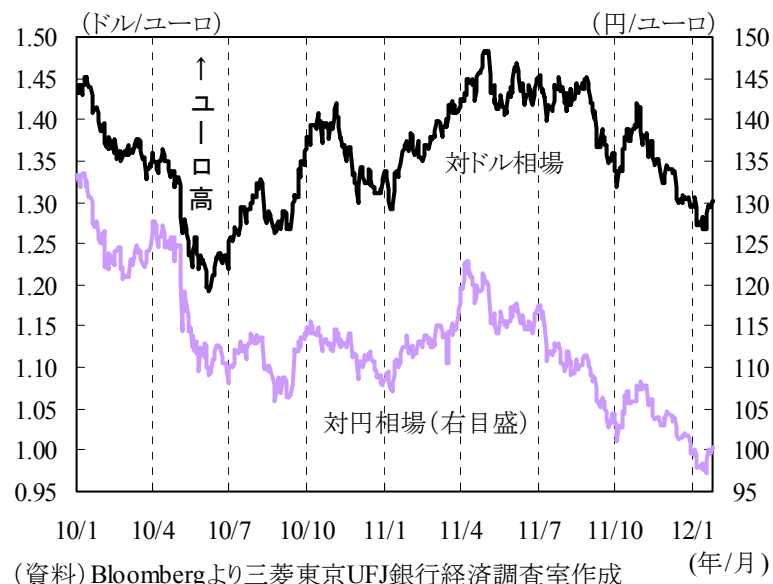
ユーロ相場は対円で100円割れ

ユーロ圏9カ国の一斉格下げを受けてユーロ売り続く

ユーロ相場は昨年末にかけて1ユーロ=1.30ドル近辺で推移していたが、12月30日にスペインが財政赤字目標を達成できない見通しを発表したことを受け、対ドルでは同1.29ドル前後、対円では10年ぶりに同100円割れとなった。2011年を通してみると、4月と7月にECBが利上げを実施し、それに伴いユーロ相場は上昇したが、以降は債務問題の拡大から下落傾向が続いた。年間ではユーロは対ドルで約3%、対円では約8%下落した。

年明け以降は、米国で比較的堅調な経済指標が発表されていることや、ユーロ圏9カ国が一斉に格下げされたことなどからユーロ売り、ドル買いが続いたが、足元ユーロは対ドルで1.30ドル、対円では100円台まで買い戻されている。

第13図：ユーロ為替相場（日次終値ベース）



2. 英国

(1) 景気動向

英国景気は減速傾向を強める

英国景気は、欧州周縁国債務問題が深刻化し、ユーロ圏景気の悪化傾向が鮮明になるなか、消費者マインドや企業の景況感の悪化を通じ、減速傾向を強めている。

消費者マインドは悪化

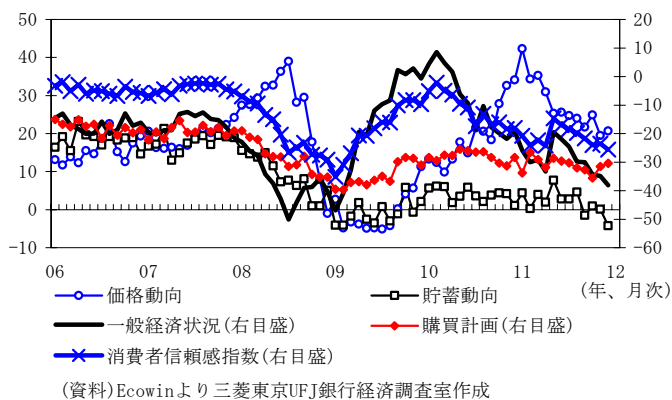
2011年12月の消費者信頼感指数は▲25.6と前月より2.1ポイント低下した(第14図)。一般経済状況の見方が悪化したほか、貯蓄動向も低下している。ユーロ圏周縁国の債務問題の拡大や財政緊縮策の継続が経済情勢の先行き不透明感を強めている。また、雇用情勢に改善がみられないことや消費者物価上昇率が下落し始めたものの、依然、高い水準にあることなどが、貯蓄動向にも影響を与え始めていると考えられる。失業率は12月も5.0%と高い水準にある(第15図)。実質小売売上は、11月に前年比+0.7%と減速した。食料品店の売上が減少したほか、コンピュータ・通信機器専門店、玩具店を含むその他販売店の売上也落ち込んだ。

失業率は高止まり

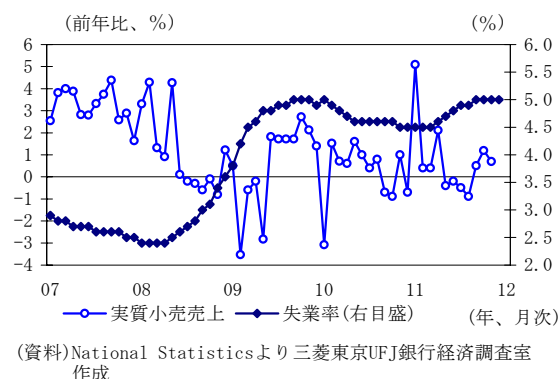
企業の景況感も悪化

企業の景況感も悪化傾向にある。ビジネス信頼感指数をみると、製造業、サービス業いずれも低下している(第16図)。鉱工業生産は10、11月と

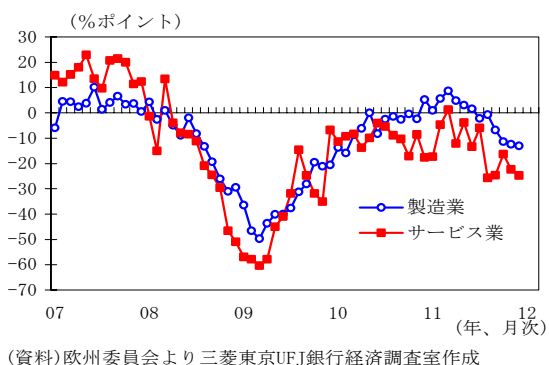
第14図：消費者信頼感指数の推移



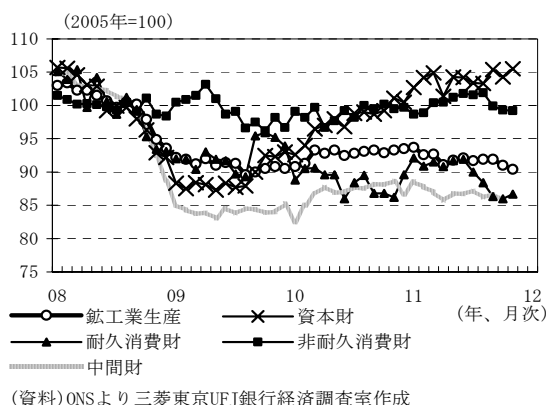
第15図：失業率・実質小売売上の動向



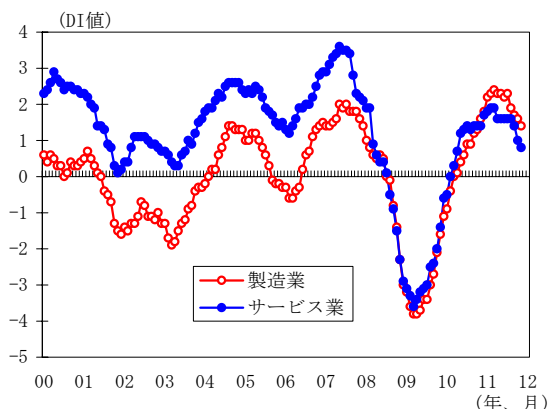
第16図：ビジネス信頼感指数



第17図：鉱工業生産の動向

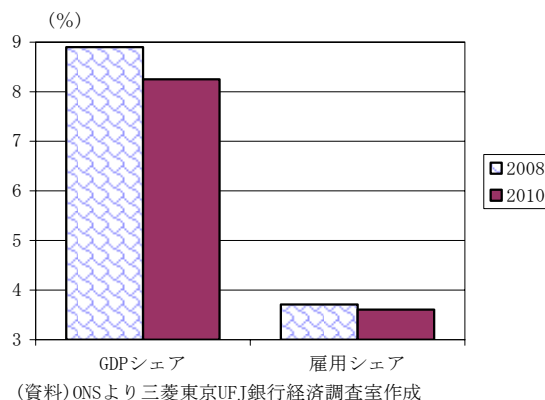


第 18 図：企業の投資意欲



(資料)BOE統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：金融保険業のシェア



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2 ヶ月連続して低下した (第 17 図)。ウェイトの大きい非耐久消費財と中間財の落ち込みが影響している。

企業の投資意欲も弱い

生産が振るわないこともあり、企業の投資意欲は低下している (第 18 図)。企業の投資意欲は、昨年 11 月まで、製造業は 4 ヶ月連続、サービス業は 3 ヶ月連続低下した。企業の設備投資は当面盛り上がりそうにない。

製造業、サービス業、いずれを見ても、現状、英国景気のけん引役は見当たらない。英国経済の中心である金融業も最近ではそのウェイトを低下させている。

(2) 経済動向

過度の金融業への依存を改める動き

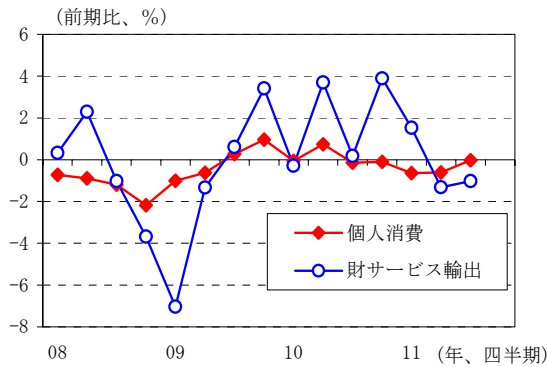
英国では、2008 年のグローバル金融危機まで、金融及びその関連産業が経済の中心的地位を占め、景気の牽引役を担ってきた。しかし、グローバル金融危機以降、過度の金融業への依存を改めようとする動きが出てきた。もちろん、金融業は英国の中心産業の 1 つであり続けるが、特に 2010 年 5 月に発足したキャメロン現政権は、産業構造の多様化を図ろうとしている。実際に金融保険業の実質 GDP に占めるシェアは、2008 年から 2010 年にかけて 8.9% から 8.3% へと 0.6% ポイント低下した (第 19 図)。雇用のシェアも 3.7% から 3.6% へとわずかながらも低下している。グローバル金融危機までの間、過度の信用緩和及び住宅バブルにより金融業の業績が拡大してきたことを踏まえると、今後、そうした事態は期待できないうえ、金融機関に対する規制を強めていることなどから、金融保険業のシェアが 2008 年以前の水準に戻るには相当の時間がかかりそうである。

グローバル金融危機後、金融保険業のシェアは低下

輸出が金融危機後の景気回復を牽引

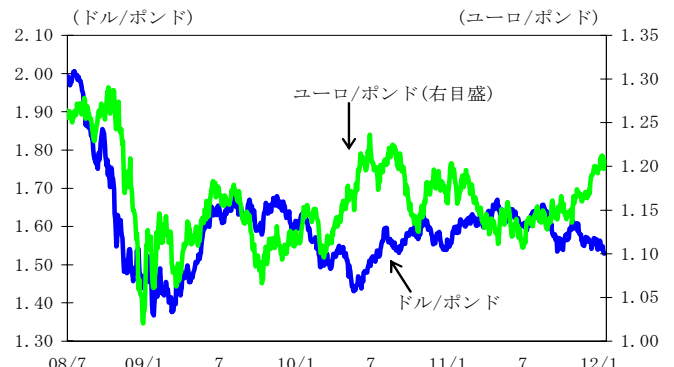
金融保険業に代わる産業の柱の候補のひとつとして期待されるのが製造業である。実際にグローバル金融危機後の英国経済の回復を支えた 1 つが輸出であった (第 20 図)。ただし、グローバル金融危機前よりもポンド相場が 2 割程度下落したポンド安効果によるもので、最大の輸出先であるユーロ圏の景気減速とともに、実質財サービス輸出の伸びも昨年 2、3

第 20 図：個人消費・財サービス輸出の動向



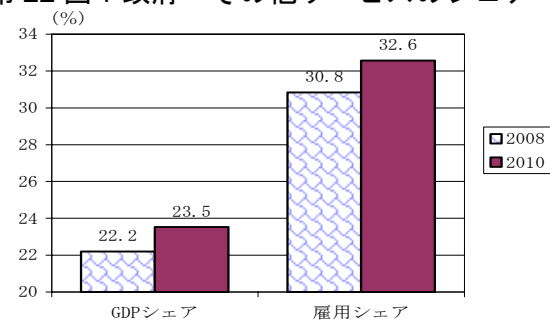
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 21 図：ポンド相場の推移



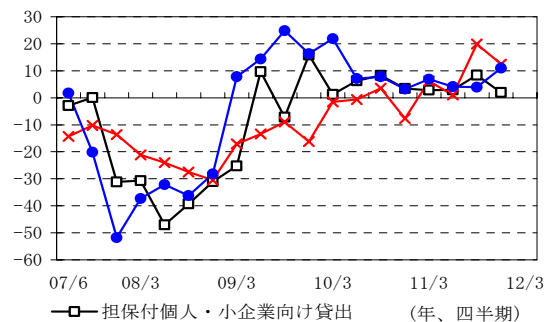
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (月、日次)

第 22 図：政府・その他サービスのシェア



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 23 図：銀行の貸出姿勢の動向



(注)DI値。値が大きいほど、貸出姿勢が緩い
(資料)BOE「Credit Condition Survey」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

製造業のシェアは低下

医療・社会サービス、教育のシェアが上昇

四半期とマイナス成長となっている（第 21 図）。製造業の GDP、雇用のシェアはむしろ低下しており、これまでのところ期待通り金融保険業を補完する位置づけにはない。

その間、GDP、雇用のシェアを増加させたのは政府・その他サービスである。2008 年から 2010 年にかけて GDP シェアを 1.3%、雇用のシェアを 1.8% 上昇させている（第 22 図）。医療・社会サービス、教育などにおいてシェアを増加させている。これらの産業は景気の影響が比較的小さいと考えられ、今後も安定した伸びを期待できる産業である。

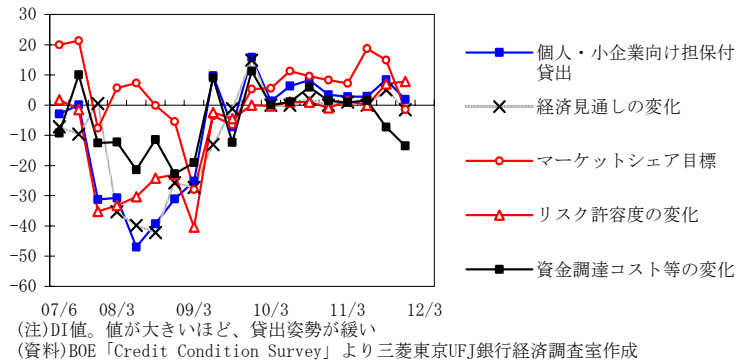
過度の金融保険業への依存を改めるといふ動きは、わずかながらも徐々に進み出している。これが継続していけば、英国の経済構造は、より強固なものとなっていくであろう。

(3) 金融動向

大・中堅企業向け以外の貸出姿勢はやや厳格化

銀行の貸出姿勢に関する BOE の調査をみると、大・中堅企業向け貸出を除き、昨年第 4 四半期の調査では貸出姿勢がやや厳しくなっている（第 23 図）。貸出姿勢がやや厳しくなった担保付個人・小企業向け貸出について、内訳をみると、資金調達コスト等の変化、マーケットシェア目標、

第 24 図：担保付個人・小企業向け貸出姿勢内訳



貸出姿勢は今後さらに厳格化の可能性

経済見通しの変化が悪化している（第 24 図）。つまり、ユーロ圏周縁国債務問題に起因する銀行間市場の混乱による資金調達コストの上昇、今年 6 月末までに主要行が達成することを求められている資本規制に伴う資産圧縮の動き、そして、今年の経済見通しの悪化が各要因に影響したと考えられる。

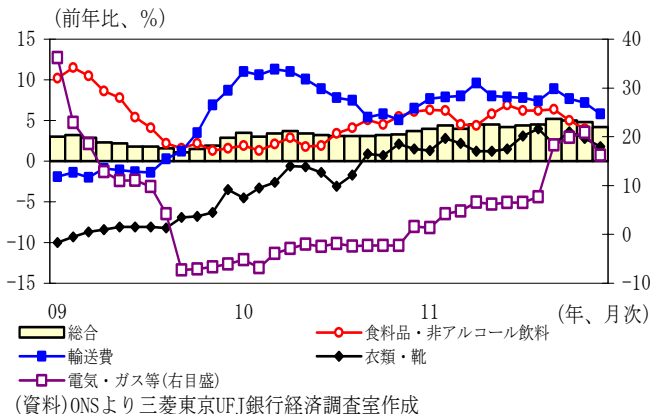
今後、これらが改善に向かう可能性は、現状、小さい。そのため、銀行が貸出姿勢をさらに厳しくする可能性があり、その動向を注視する必要があるだろう。

(4) 物価と金融政策

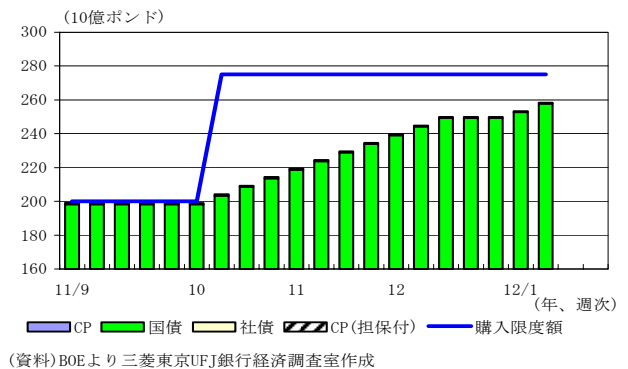
12 月の消費者物価上昇率は 4.2% へと低下

12 月の消費者物価上昇率は前年比 4.2%と 11 月より 0.6%ポイント低下した（第 25 図）。ガソリン代を含む輸送費が前月の前年比+7.2%から+5.8%へと低下したほか、電気ガス代も 11 月の同+20.9%から+16.2%へと低下した。原油価格高騰の影響が一巡し始めたことなどがこれらの低下につながったと考えられる。消費者物価上昇率は今年 1 月以降、前年の付加価値税率引き上げの影響も剥落することから、徐々に低下していくとみられる。

第 25 図：消費者物価上昇率の動向



第 26 図：BOE の資産買取動向



2月に資産買取枠を拡大させる見込み

BOEは1月12日の金融政策委員会で政策金利を0.5%に維持するとともに、資産買取枠を2,750億ポンドで据え置いた。10月の金融政策委員会で国債買取枠は2,000億ポンドから2,750億ポンドへと拡充され、2月までには買取枠を満たす予定となっている。1月12日現在で買取額は2,583億ポンドとなっており、予定通り2月までには、2,750億ポンドに達するであろう（第26図）。2月の金融政策委員会では、資産買取枠をもう一段拡充するかどうか議論される見込みであるが、消費者物価上昇率が低下し始めていること、景気回復の兆しはなく、銀行貸出も低迷していることを踏まえると、資産買取枠は拡充される可能性が高いとみる。

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、宜しくお願ひ申し上げます。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。