

# 西欧経済の見通し

～欧州経済は低迷、ユーロ圏はマイナス成長に転落、英国も低成長～

## 1. 総論

### (1) 景気の現状

欧州経済は昨年後半に失速

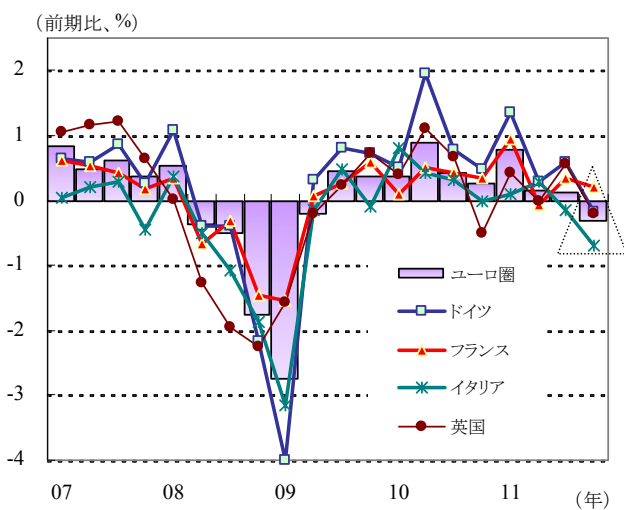
昨年第 4 四半期に軒並みマイナス成長

ECB は長期資金供給オペで危機対応

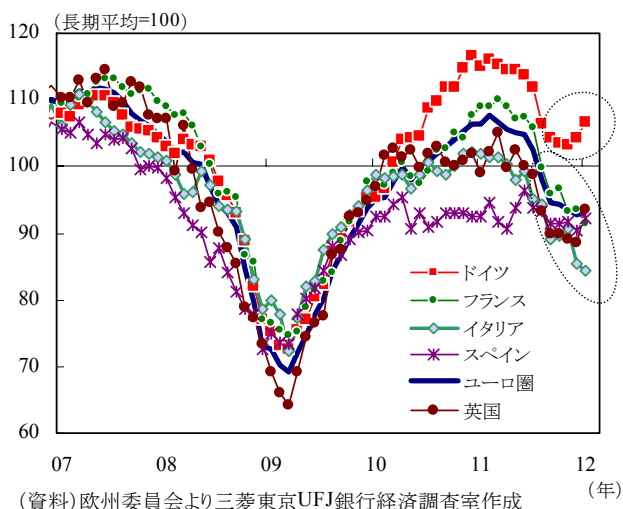
欧州経済は昨年後半に失速した。ユーロ圏の債務問題の拡大に伴い、企業や消費者のマインドが悪化し、設備投資や個人消費が落ち込んだことが主因である。昨年第 4 四半期には、ユーロ参加国の多くや英国が軒並みマイナス成長に陥った（第 1 図）。ただし、足元の企業景況感をみると、各国で悪化が続くなかドイツは上向きつつあり（第 2 図）、堅調なドイツとドイツ以外の諸国という新しい欧州の域内格差が現れ始めている。

債務問題に対応するため、欧州中央銀行（ECB）は昨年 12 月に 3 年物の無制限資金供給オペを実施。欧州銀行の資金繰り懸念が緩和され、7%超の危機的水準にあったイタリアの国債 10 年物利回りは 5%台まで低下した。ECB はさらに、フランスやイタリアなど 7 カ国に対して、オペ時に受け入れる担保の基準を緩和しており、2 月末に実施される 2 回目の同オペにも旺盛な需要が見込まれている。

第 1 図：欧州の実質 GDP 成長率



第 2 図：欧州企業の景況感



## (2) 今後の見通し

フランス・イタリアなどの追加財政緊縮がさらに景気を下押し

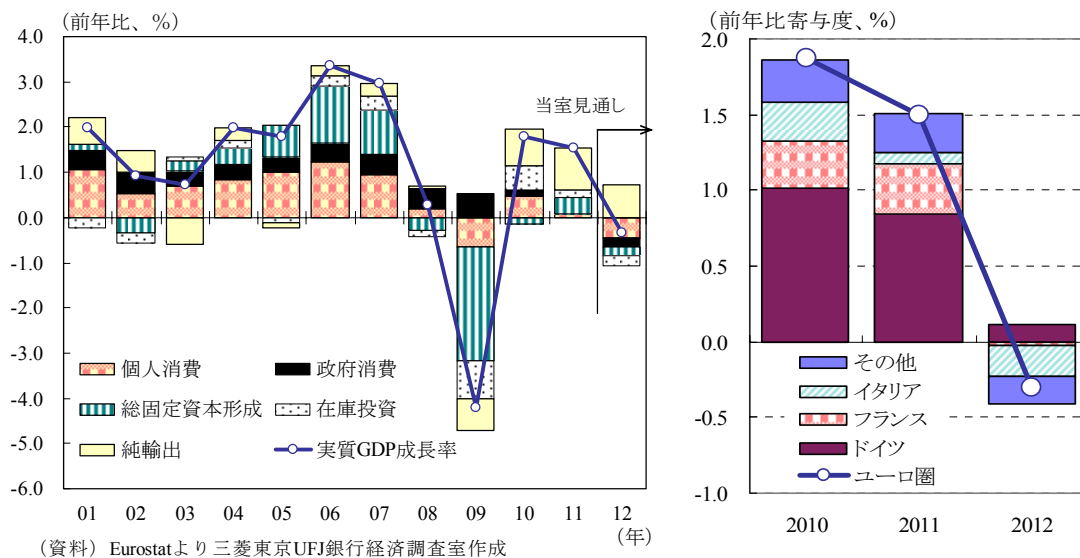
ユーロ圏はマイナス成長に

ECB は追加利下げを当面見送る公算

欧州経済は、今後も総じて低迷を続けよう。フランス・イタリア・スペインなどにおいて追加で導入される財政緊縮策が、消費や投資などを中心に、景気をさらに下押しすると見込まれる。ユーロ圏向けの輸出が大きい英国の景気も伸び悩もう。唯一ドイツでは、内需の堅調が続き、ユーロ安が輸出に追い風となるが、その牽引力も欧州全体を引き上げるまでの強さはない。2012年の欧州は、ユーロ圏の実質GDP成長率が2011年の1.5%から小幅マイナスの▲0.3%に転落し（第3図）、英国も前年比ほぼ横ばい（0.2%）にとどまる見通しである。

政策金利については、ECBは潤沢な流動性供給や依然緩和的な実質政策金利を背景に、既往最低の1.00%からの追加利下げは当面見送る公算が大きい。一方で英国中銀（BOE）は、国債購入枠の拡大などの量的緩和で対応しており、政策金利は現在の0.50%が下限と示唆している。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率と国別の見通し



## 2. ユーロ圏

### (1) 見通し

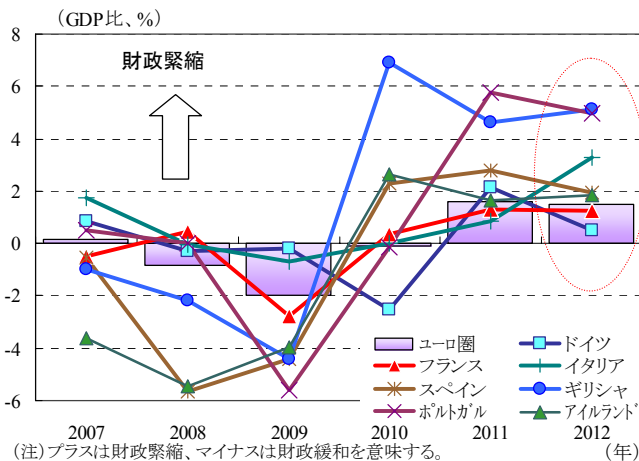
#### ① 各国の財政緊縮と落ち込む内需

ユーロ圏の財政緊縮は GDP 比 1.5%

消費者信頼感や失業率が悪化

昨年を振り返ると、ギリシャとスペインが財政赤字目標を達成できず、追加の緊縮策導入を発表した。一方でフランスやイタリアは目標達成の見込みながらも、追加策の導入を決定済みである。各国財政緊縮策の今年分を総計すると、ユーロ圏全体で GDP 比 1.5%と昨年（同 1.6%）並みに上る（第 4 図）。こうした状況を受けて、消費者の信頼感は急激に悪化している。失業率もユーロ圏全体で足元 10.4%と、昨年の第 2 四半期以降、緩やかな上昇傾向を続けている（第 5 図）。

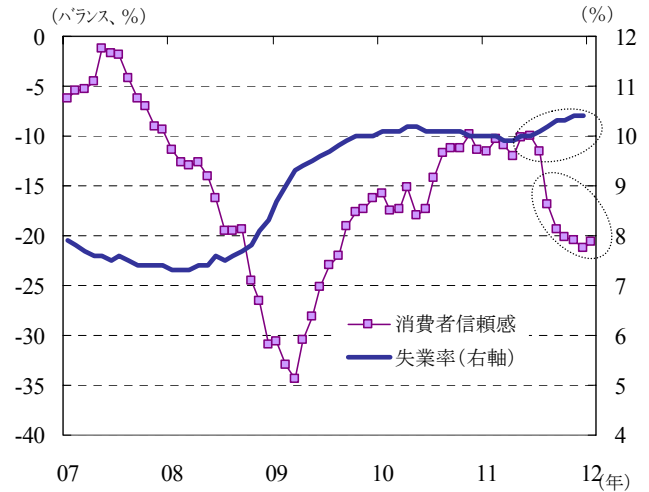
第 4 図：ユーロ圏各国の財政緊縮（GDP 比）



(注) プラスは財政緊縮、マイナスは財政緩和を意味する。  
景気循環調整後のプライマリーバランス(基礎的財政収支、2011年10月24日算出)の前年差を財政緊縮/緩和額とみなす。  
11~1月発表のフランス、イタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガルの追加財政緊縮も別途算入。

(資料) 欧州委員会、IMF、各国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図：ユーロ圏失業率と消費者信頼感



(資料) Eurostat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### ② 引き締められる銀行貸出

欧州銀行の貸出姿勢は厳格化

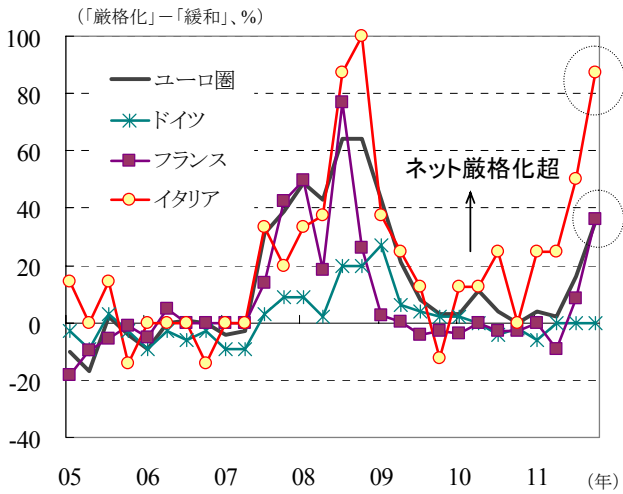
民間向け銀行貸出は伸びが鈍化

欧州銀行の資産圧縮の影響がこれから現れるおそれもある

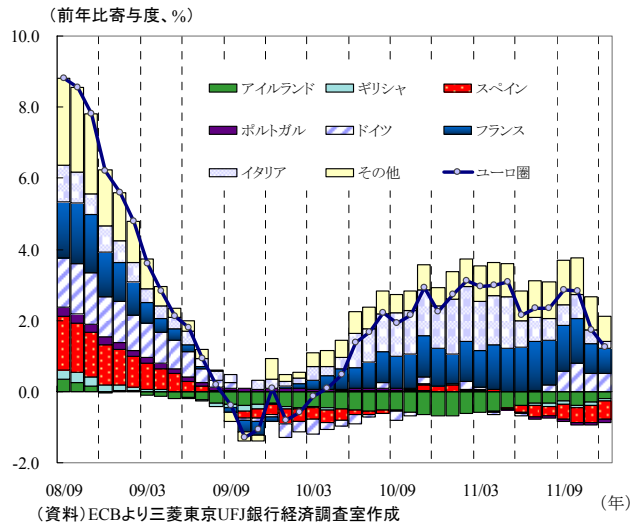
ECBの銀行貸出態度調査によると、ユーロ圏の銀行は昨年第4四半期に貸出姿勢を一段と厳格化した（第 6 図）。国別には特にイタリアの厳格化姿勢が目立っている。同調査から背景を探ると、債務問題の深刻化に伴う景気見通しの悪化に加え、「資金調達へのアクセス」や「流動性ポジション」などが顕著に悪化している。ECB 総裁が指摘しているように、調査期間の関係上、昨年 12 月実施の ECB3 年物オペの効果が調査に完全には反映されていない可能性もあるが、懸念の残る結果となった。

ハードデータをみても、ユーロ圏の民間向け銀行貸出は 12 月も伸びが鈍化している。フランスやイタリアで減速が続いているほか、スペインやポルトガルなどはマイナスに陥っている（第 7 図）。自己資本不足解消（コア Tier1 比率の引き上げ）に伴う欧州銀行の資産圧縮の影響が、これから本格的に現れるおそれもある。

第6図：欧州銀行の貸出姿勢（実績）



第7図：ユーロ圏民間向け銀行貸出



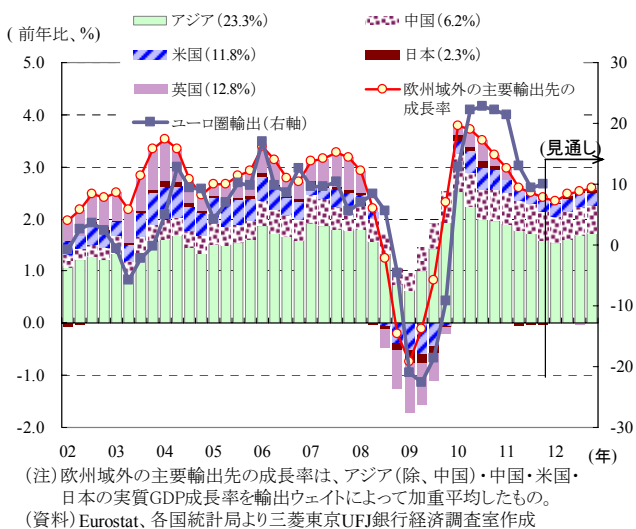
③ 景気下支えとなるユーロ安

ユーロ安による輸出への追い風が数少ない下支え材料

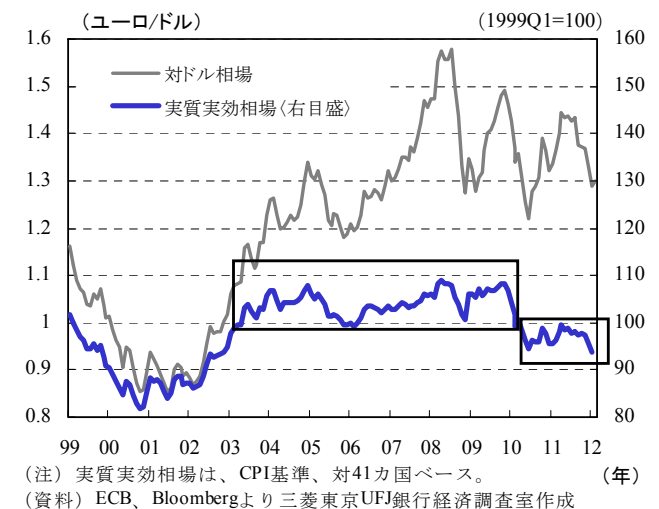
弱い内需に期待ができないなか、2012年のユーロ圏景気にとって、ユーロ安が唯一の下支え材料となる見通しである。足元の輸出は米国やアジア向けを中心に、急激な減速からは幾分落ち着きをみせ始めている。一方で、輸入は低迷する内需を反映して足元でも伸びが一段と鈍化している。今後も財政緊縮の影響で内需は引き続き弱含むと想定されるため、純輸出はプラスの寄与を確保できる見通しである。

海外需要をみると、2012年の後半には緩やかに持ち直すとみられる（第8図）。これに伴いユーロ圏の輸出も底打ちへ向かおう。さらに、債務問題の深刻化に伴い進行するユーロ安（第9図）は、ユーロ圏の輸出にとって追い風となる。

第8図：ユーロ圏輸出と外需見通し



第9図：ユーロの実質実効相場



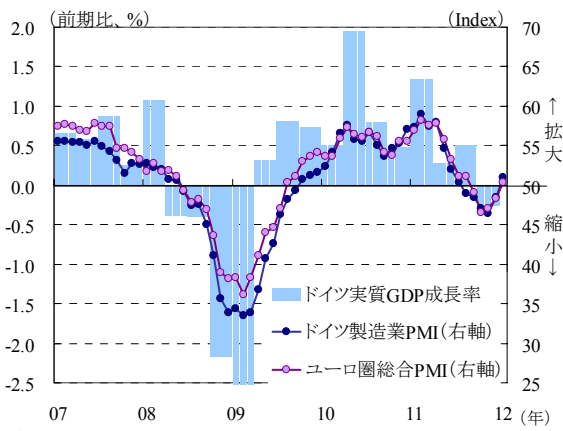
## (2) ドイツ対ドイツ以外の新しい欧州域内格差

### ① マインドに回復の兆しが見え始めたドイツ

ドイツでは昨年の第4四半期こそマイナス成長となったものの、1月の雇用が安定し追加緊縮の必要がないドイツは景況感が安定

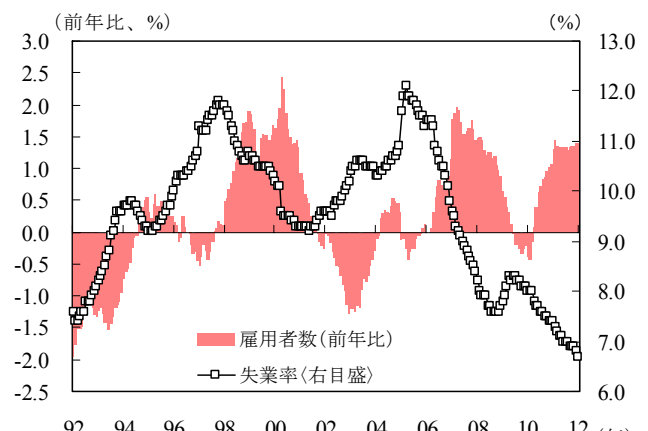
ドイツでは昨年の第4四半期こそマイナス成長となったものの、1月の購買担当者指数（PMI）が景気拡大の境目である 50 を再び上回るなど、欧州債務問題の影響が懸念されていたほど表面化していない（第10図）。その背景には、雇用情勢が非常に安定していることと、他国のように追加の財政緊縮策を導入する必要がないことが挙げられる。ドイツの失業率は東西統一以来の最低水準まで改善が続いている（第11図）。昨年の夏場に高まった失業懸念も、足元では後退している。

第10図：ドイツのGDPとPMI



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

第11図：ドイツの雇用環境

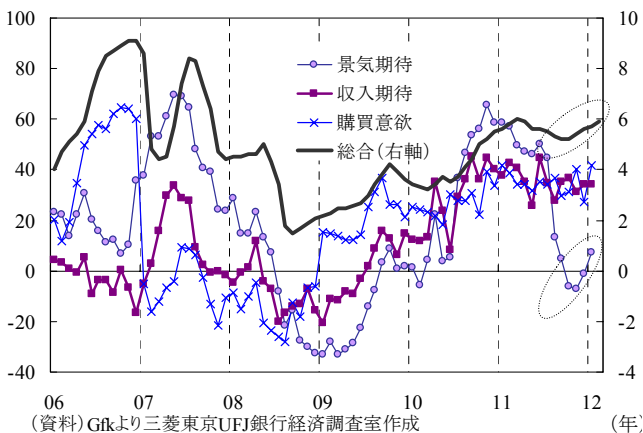


(資料) ドイツ連邦銀行より三菱東京UFJ銀行調査室作成

当面の雇用環境は底堅く推移する見通し

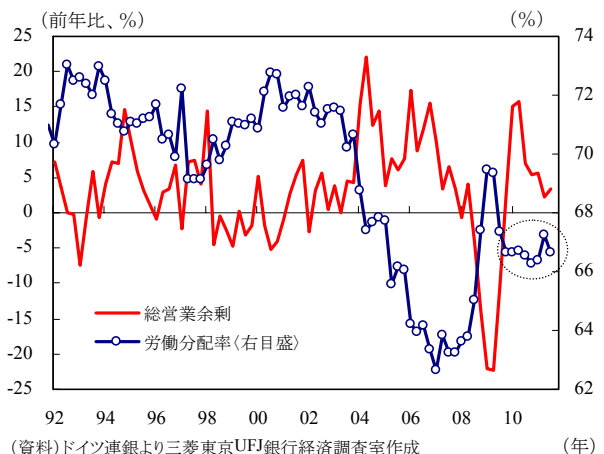
こうした良好な雇用環境が消費者信頼感の改善につながっている。収入期待や購入意欲にとどまらず、景気全般に対するマインドも上向きなことが、他国ではみられない特徴である（第12図）。加えて、労働分配率は足元では総じて安定した推移を示しており、企業の雇用負担の増大に伴いリストラ圧力が高まるような状況にはない（第13図）。当面の雇用環境は底堅く推移すると想定され、これがドイツ経済を支えよう。

第12図：ドイツのGfk消費者信頼感



(資料) GfKより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：ドイツの労働分配率と企業収益



(資料) ドイツ連邦銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ② 追加緊縮策と大統領選挙を控え、不透明感が強いフランス

フランスの企業・消費者マインドは悪化傾向

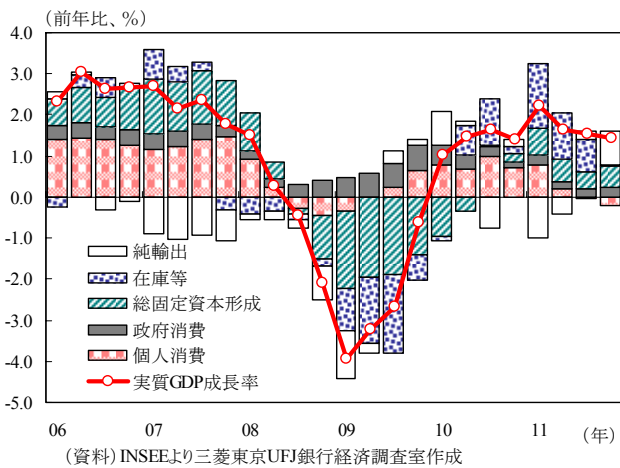
個人消費が弱い

大統領選挙も不安材料

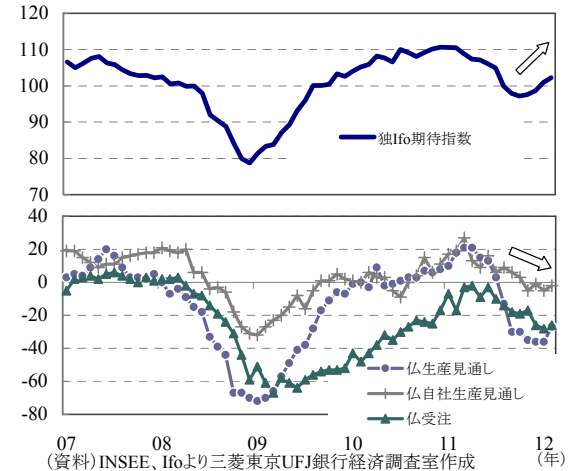
フランスの状況はドイツとは異なる。追加の財政緊縮と大統領選挙を控え、不透明感が強く、今年はプラス成長を確保することは難しい。企業の景況感をみると、ドイツでは上向き始めているのに対し、フランスの生産期待指数は総じて低下基調が続いている(第15図)。家計部門をみても、消費者信頼感は悪化している。失業率も足元で上昇傾向にあるなど、雇用環境には改善の兆しが現れていない(第16図)。フランスの成長は個人消費が支えてきた面が強いが、その個人消費は昨年第4四半期に前年比マイナスに転じた。今年も財政緊縮と先行き不透明感に押され、牽引役とならない可能性が高い。

4-5月に控える大統領選挙は、世論調査の結果をみると今のところ現職のサルコジ大統領が劣勢(第17図)。選挙までの2ヵ月間は国民に不人気の公約は掲げにくい上、野党が勝利した場合は発表済みの財政緊縮策などが仕切り直しとなる可能性もある。新政権が落ち着くまでは、経済改革と債務危機対策の双方が停滞することが懸念される。

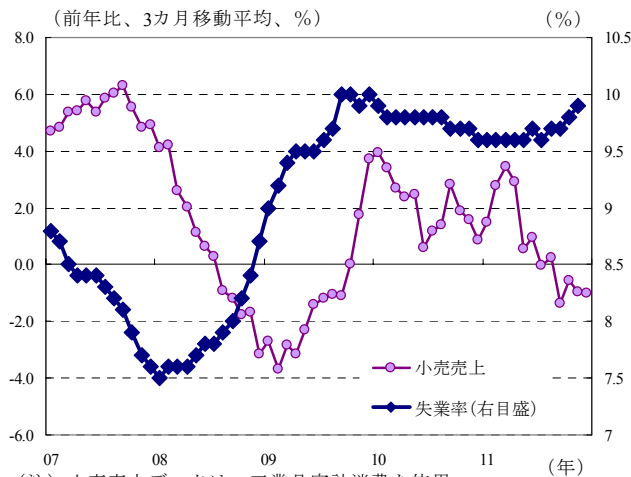
第14図：フランスの実質GDP成長率



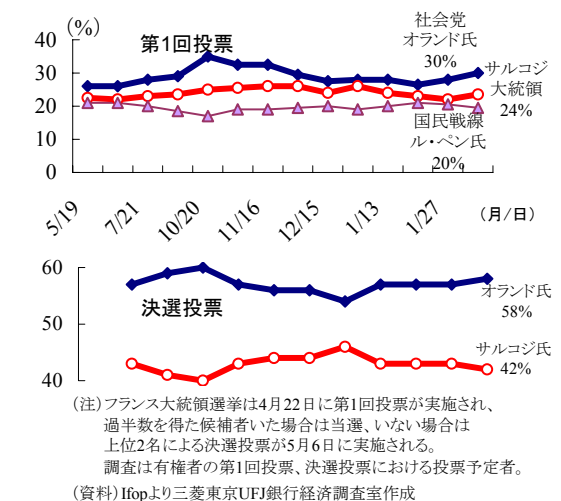
第15図：フランスとドイツ企業の景況感



第16図：フランスの小売売上と失業率



第17図：フランス大統領選挙の世論調査



### ③ イタリアの内需は低迷、ただし財政緊縮努力もあり政府債務は改善方向へ

イタリアは景気後退

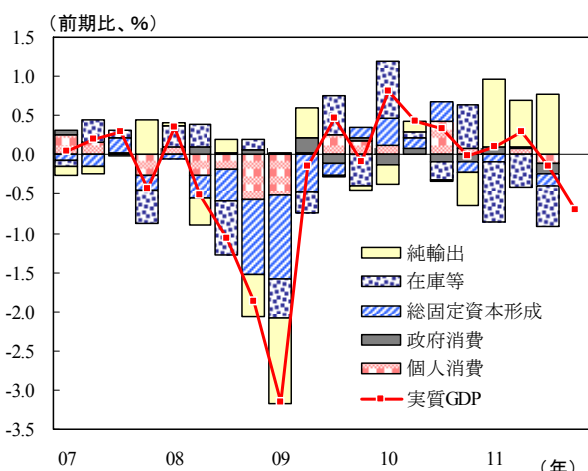
内需の低迷から2012年は▲1%超のマイナスに

景気下振れリスクが残るも、財政緊縮により政府債務は当面改善方向へ

イタリアでは昨年第3四半期以降、景気後退が続いている。ドイツ向け輸出が底堅く推移し、純輸出は成長に寄与しているが、個人消費や政府支出、設備投資はいずれも減少した(第18図)。雇用情勢の悪化や増税の影響から可処分所得が減少基調にあるほか(第19図)、企業の投資意欲も著しく後退している。昨年末発表のGDP比1.2%相当の財政削減策も加わり、内需は今後も低迷すると見込まれ、今年は▲1%を超えるマイナス成長が予想される。さらに、国民に痛みを強いる構造改革が目先、景気下振れリスクとなる可能性もある。

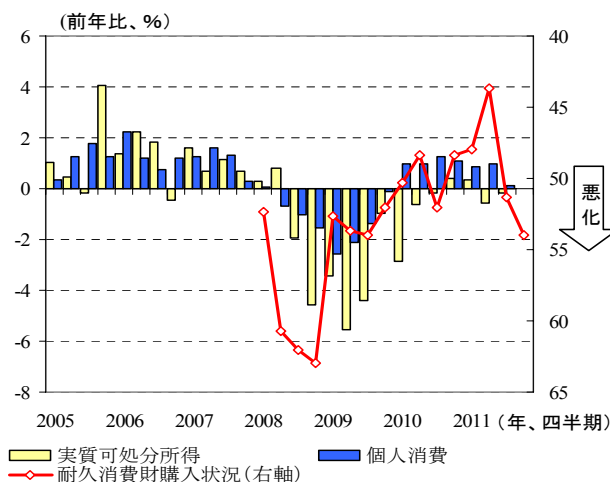
ただし、財政緊縮により政府債務は当面改善方向に進む見込みだ。イタリア中銀の試算に基づくと、成長率1%前後、長期金利5-6%の場合、政府債務はGDP比110%近くに縮小する。仮に成長率が今年▲1.5%、以降0%となり、さらに長期金利が中銀試算対比2.5%程度上昇しても、政府債務は横ばいを維持できる見込みである(第21図)。

第18図：イタリアの実質GDP成長率



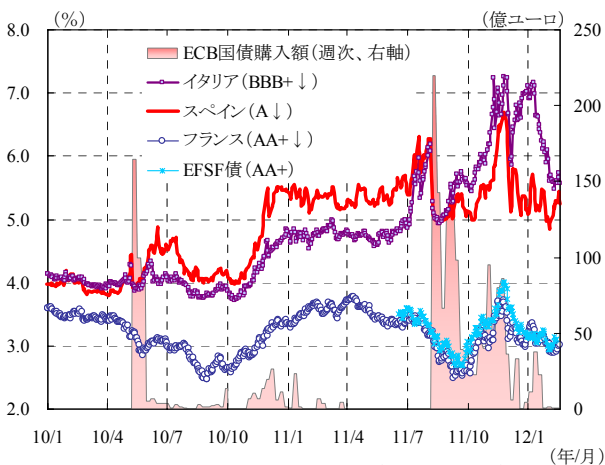
(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：実質可処分所得と実質個人消費



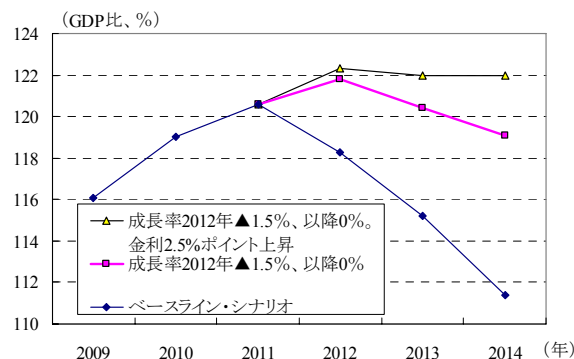
(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図：資金調達環境



(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

第21図：イタリアの政府債務残高の見通し



(注) イタリア中銀の試算(2011年11月)に、12月成立の追加財政緊縮(2012年200億ユーロ)を加味。ベースライン・シナリオの金利と成長率の想定は以下。

	2012年	13年	2014年
長期金利(10年)	5.3%	5.7%	6.0%
実質GDP成長率	0.6%	0.9%	1.2%

(資料) イタリア財務省・中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### ④ 足元は内需低迷も、成長の土台作りに取り組むスペイン

スペインも 2 年ぶりのマイナス成長

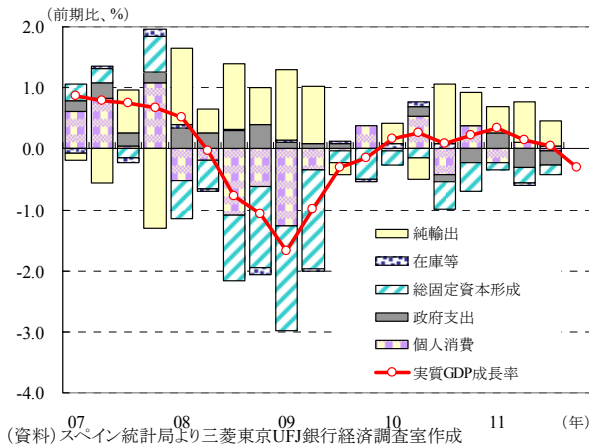
消費や投資の落ち込みを中心に景気低迷が続く

ただし、労働コストの低下にユーロ安が加わり競争力は若干改善

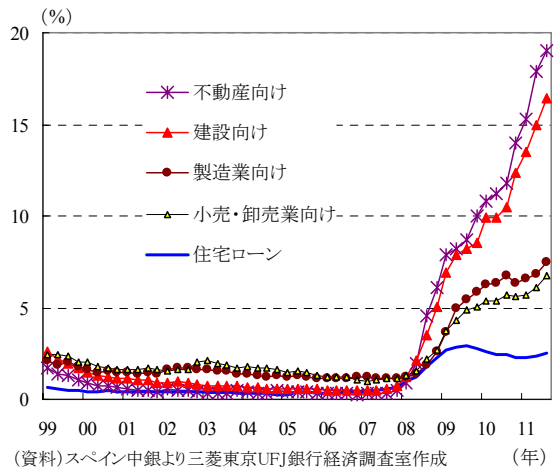
スペインでも昨年第 4 四半期の実質 GDP 成長率が前期比 ▲0.3%と 2 年ぶりのマイナス成長となった(第 22 図)。厳しい雇用情勢、貸出の厳格化に伴う投資縮小、財政緊縮策の実施から内需の勢いが弱まった。スペインでは不動産バブルの崩壊後に不動産・建設部門の縮小が続く、銀行が抱える不良債権比率は上昇傾向にある(第 23 図)。今後は、追加的な財政緊縮もあり、消費や投資の落ち込みを中心に景気低迷が続くと予想される。

ただし、スペインでは単位当たり労働コストが過去 2 年間低下基調にあり、ユーロ安も加わって、競争力は若干改善している(第 24 図)。また、政府債務残高は依然として他の周縁国や独仏より低く、債務の持続可能性に関する懸念は相対的に小さい(第 25 図)。財政赤字は大きめだが、他のユーロ圏諸国に比して低めの付加価値税(VAT)率(18%)には引き上げ余地もある。さらに、今年 2 月、政府は不動産関連の引当強化を全銀行に義務付けると共に、長年の懸案だった労働市場改革も発表した。スペインでは成長の土台が整いつつあるといえよう。

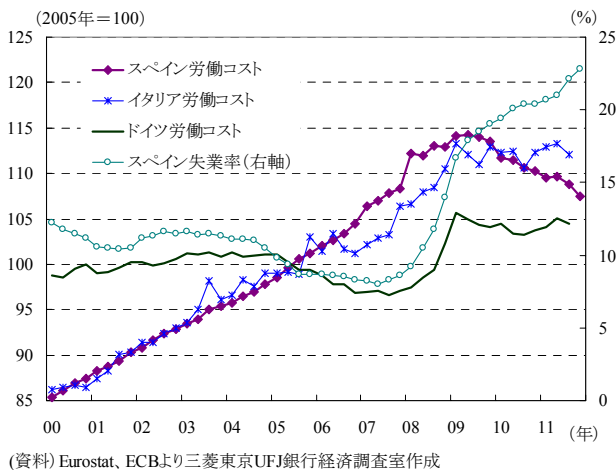
第 22 図：スペインの実質 GDP 成長率



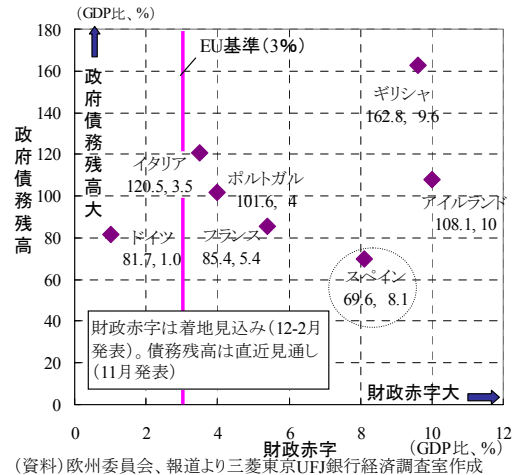
第 23 図：スペイン商業銀行の不良債権比率



第 24 図：スペインの失業率と単位当たり労働コスト



第 25 図：財政赤字と政府債務残高





## ⑤ 景気回復の兆しがみえないギリシャ

ギリシャにおいては、3月20日の国債大量償還を前に、第2次金融支援を巡るEU側との交渉が2月21日に決着した。民間保有国債の減免については、民間債権者の参加募集が近日中に開始される見込みである。

ギリシャは3年連続のマイナス成長

ギリシャの実体経済をみると、2009年以降3年連続のマイナス成長に陥っている。昨年第4四半期は前年比▲7%と、前期（同▲5%）からマイナス幅が拡大した（第26図）。財政緊縮やそれに反対する国内のデモやストライキを受けて、個人消費や設備投資など内需の低迷が著しい。純輸出のみ足元でプラスに寄与しているが、内需の低迷を受けて輸入が激減しているためであり、ギリシャの輸出に牽引力は無い。EU/IMF/ECB調査団は、昨年12月に公表した四半期報告では来年からプラス成長に回復するシナリオを想定していたが、その実現はかなり困難である。

2013年のプラス成長回復も困難に

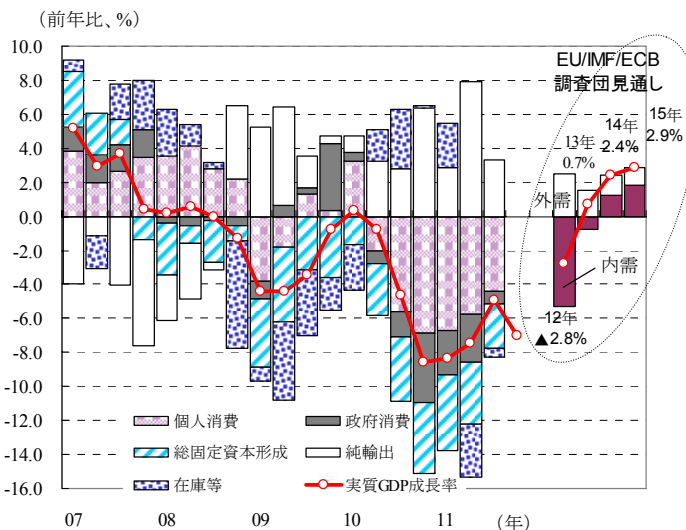
雇用環境、生産、マインドのいずれも改善の兆しなし

実際、月次の統計等を確認すると、まずギリシャの失業率は11月に20%を超え、ユーロ圏平均の10.4%を大幅に上回っている（第27図）。また特に若年層の失業率は約50%とスペインと並ぶ水準にある。現状、ギリシャ国内で職に就くことは非常に困難な状況にある。ギリシャの労働者はドイツなどに流出している模様であり、実際、2011年にドイツに移住した海外労働者の8割以上がギリシャ出身と公表されている。

一段の財政赤字削減は難易度が増す

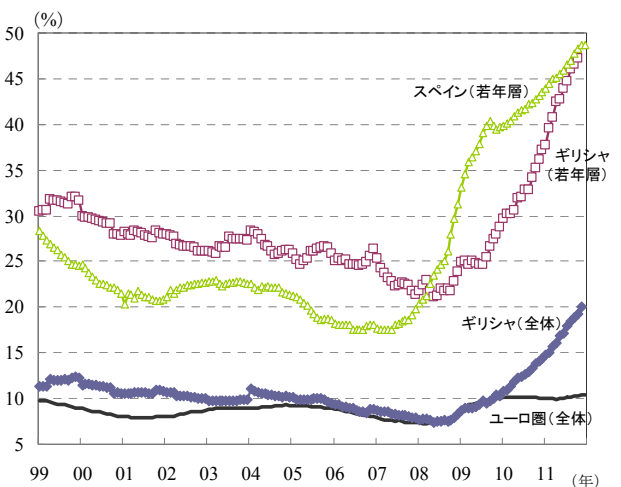
こうしたなか、ギリシャの鉱工業生産は2008年以降前年比マイナスが続くほか、マインドは企業・消費者ともに悪化がとまらず、景気回復の兆しは全く窺えない（第28、29図）。深刻な景気後退により歳入が伸び悩むなか、すでに大幅な歳出削減を行っており、今後の一段の財政赤字削減は難易度が増している。

第26図：ギリシャの実質GDP成長率と見通し



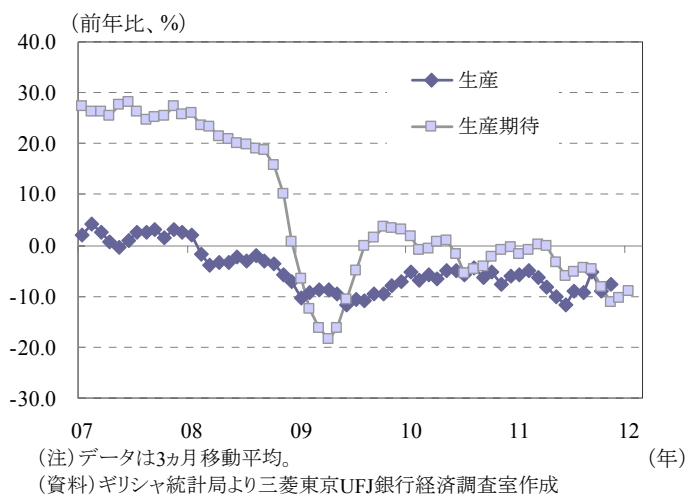
(資料) ギリシャ統計局、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：ギリシャの失業率

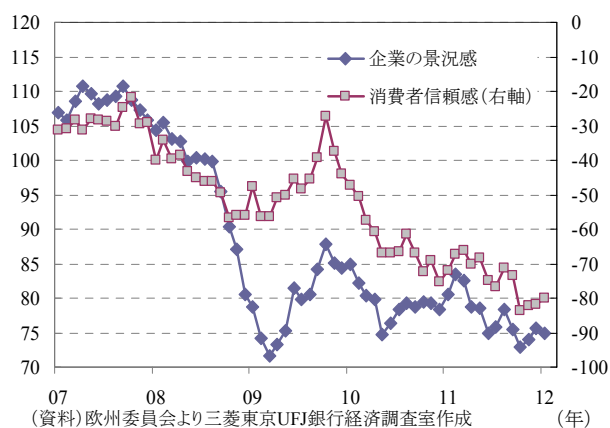


(資料) ギリシャ・スペイン統計局、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 28 図：ギリシャの鉱工業生産と生産期待



第 29 図：ギリシャの景況感



### (3) 債務問題の展望

ギリシャは第 2 次支援の合意後、5 月と 8 月の国債償還が次の焦点

ギリシャは EU/IMF の第 2 次支援の合意に伴い、3 月 20 日の国債償還資金を確保できる見込みとなった。ただし、5 月と 8 月の償還時には第 2 次支援の第 2 弾・3 弾融資が必要となり、ギリシャの財政赤字削減が着実に進捗する展望が描けない状況下、その受け取りが次の焦点となろう。一方、ギリシャ支援と並ぶ喫緊の課題である欧州金融安定ファシリティ（EFSF）や欧州安定メカニズム（ESM）を中心としたセーフティーネット（周縁国向け金融支援枠）の拡充は、道半ばにある。現状は期待される金額 9,000 億ユーロに対して大きく不足しているほか、EU 域外国の IMF 融資（欧州周縁国への転貸目的）は、規模が依然不透明である。

さらに、長期的には問題の抜本解決のために、周縁国の経済力底上げが大きな課題である。そのためには、構造改革の断行と財政支援が不可欠であり、財政規律の強化を前提にしてユーロ圏共同債の発行、財政統合などの仕組み作りが必要になる。

ポルトガルの第 2 次支援申請はほぼ不可避

EU/IMF から金融支援を受けている他の国をみると、ポルトガルについては、昨年の財政赤字が一時的要因（民間銀行の年金基金の国への移管）を除くと GDP 比 7.5%以上と、目標（同 5.9%）を超過した。今年は大規模の財政緊縮（同約 5%）に踏み切るも、景気後退が深刻化するなか、赤字目標（同 4.5%）の達成は不透明である。

現行プログラムは来年の中長期国債の発行再開を予定しているが、長期金利が高止まりするなかで実現は難しく、EU/IMF への第 2 次支援申請はほぼ不可避な情勢である。支援の規模は 14 年末までの 2 年間の国債償還額に相当する 240 億ユーロ程度と想定され、この程度の金額であれば、既存の EFSF や

IMF の資金枠で吸収可能とみられる。また、EU/IMF はポルトガルの構造改革姿勢を評価していることから、申請した場合は比較的スムーズに受理されるものと予想される。なお、ポルトガルの政府債務は GDP 比 100%強にとどまっておらず、同 160%超のギリシャを大きく下回る。

アイルランド景気は  
輸出主導で堅調

一方、アイルランドについては、昨年の財政赤字は GDP 比約 10%と目標内(同 10.6%)に収まった見込みである。景気は輸出主導で堅調に推移しており、EU/IMF はアイルランドの財政緊縮と構造改革(金融セクターの再編、賃金決定方式の柔軟化、等)の姿勢を高く評価している。国債利回りは順調に低下しており、来年にも中長期国債の発行再開が見込まれている。

国債利回りは順調  
に低下

#### (4) 金融政策

ECB は政策金利の  
据え置きを決定

ECB は 2 月 9 日の定例理事会において、政策金利を過去最低の 1.00%に据え置くことを決定した。据え置きは 2 ヶ月連続である。ドラギ総裁は記者会見で「利下げは議論していない」と述べると共に、経済の下振れリスクは依然として残るものの「直近の経済データには低水準ながら安定化の兆候がある」として、景気悪化を警戒するトーンを和らげた。

景気悪化の警戒ト  
ーンは和らぐ

市場においては、早ければ 3 月に追加利下げを実施するとみる向きもある。確かにコア Tier1 比率の引き上げに向けた欧州銀行の資産圧縮など、さらなる景気下振れリスクが懸念されるなか、利下げはユーロ安を通じて景気の下支え役である輸出にプラスといえる。

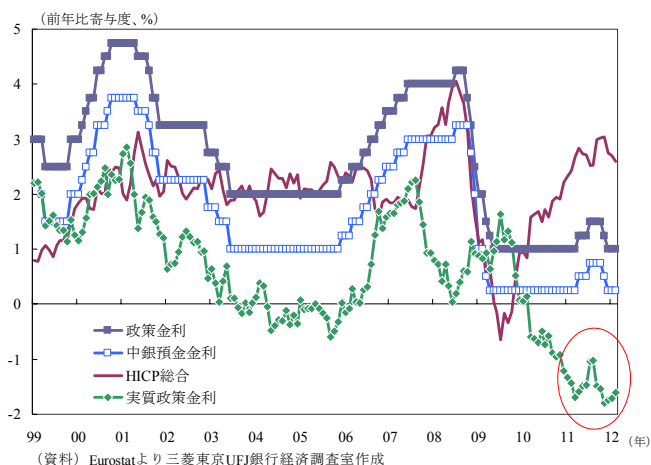
潤沢な流動性供給  
や緩和的な実質政  
策金利を背景に、政  
策金利は当面据え  
置き

しかし、当面 ECB は政策金利(リファイナンス金利)を据え置く公算が大きい。まず、ECB は債務危機に対応して、昨年 12 月に 3 年物の無制限資金供給オペを実施するなど、すでに潤沢な流動性供給を実施しており、その結果イタリアやスペインの国債利回りも低位で安定している。今月末に実施される 2 回目の同オペに向けて、フランスやイタリアなど 7 カ国の受け入れ担保基準の緩和も決定しており、欧州銀行の資金繰り懸念は大きく払拭されている。また、実質政策金利は▲1~2%で推移しているが、これはリーマンショック直後を含めて ECB 発足以来の最低水準であり、現状でも緩和的なスタンスにあると言えよう(第 30 図)。

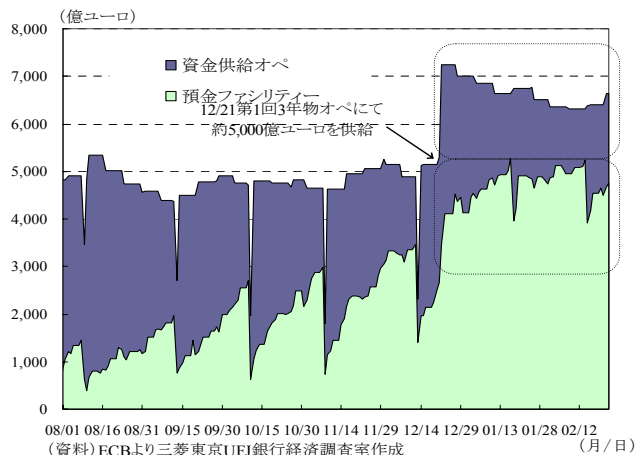
なお、現在、中銀預金の金利は 0.25%と、すでに過去最低水準にある。リーマンショック直後、ECB はリファイナンス金利を引き下げて預金金利とのスプレッドを 50bp に縮小したが、欧州銀行の資金が中銀預金に過剰に滞留し、短期金融市場が機能不全に陥った。市場機能を残し、かつゼロ金利も避けるには、リファイナンス金利と預金金利のスプレッドが現状の 75bp 以上あることが望ましいとみられる。

このように、低迷するユーロ圏経済にとって利下げはプラスに働く面もあるが、潤沢な流動性の供給、そして緩和的な実質政策金利を勘案すると、ECB は現状の政策金利を維持すると予想する。

第30図：消費者物価指数と実質政策金利



第31図：ECB 翌日物預金と資金供給オペの残高



## (5) 為替相場

ユーロ相場は一時  
97 円台に突入する  
も、その後に反発

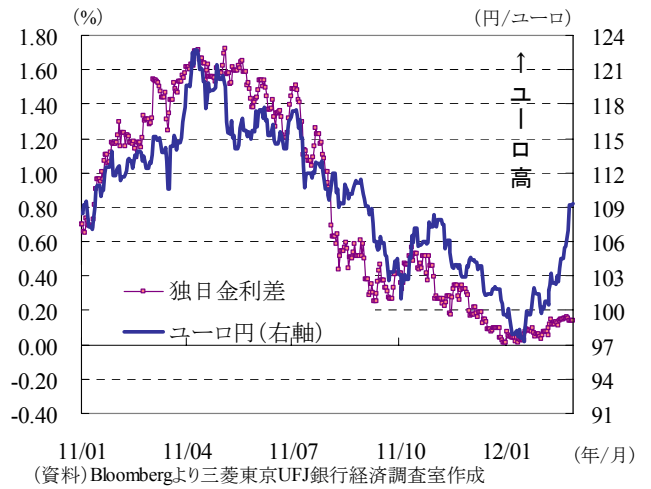
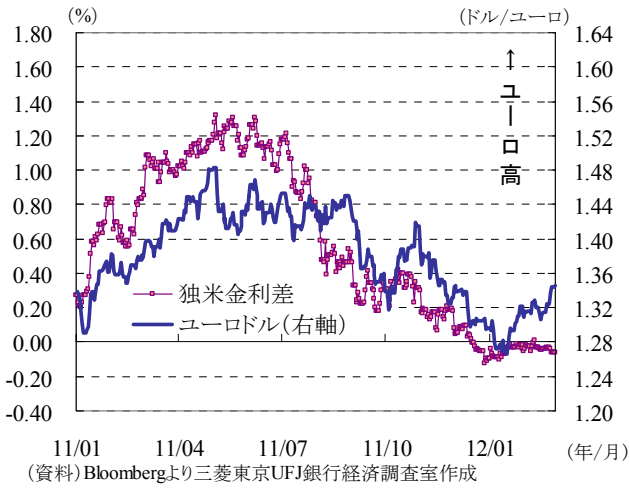
ユーロ相場は、欧州債務問題を受けて、昨夏から下落基調が続いてきた。1月中旬のフランスやEFSFの格下げ直後は一時、対円で11年ぶりとなる97円台に突入した。ただし、その後、ユーロ圏国債の堅調な入札や市場予想比で上振れるドイツの経済指標、そしてギリシャ向け第2次金融支援への期待などから、ユーロ相場は一旦反発しており、足元では対ドルでは1.34ドル前後、対円では109円前後で推移している。

欧州の債務問題が  
今後も引き続き重  
しに

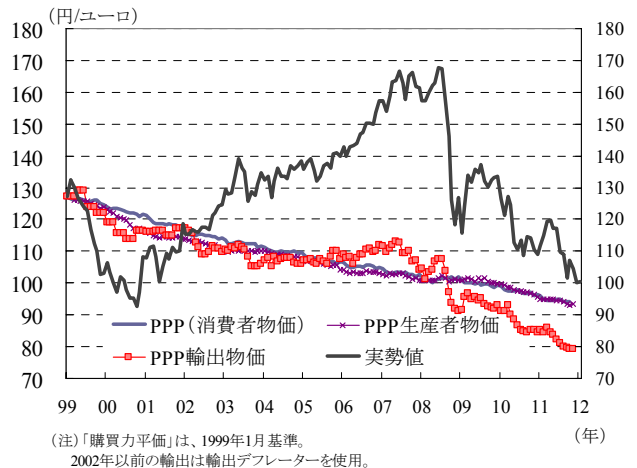
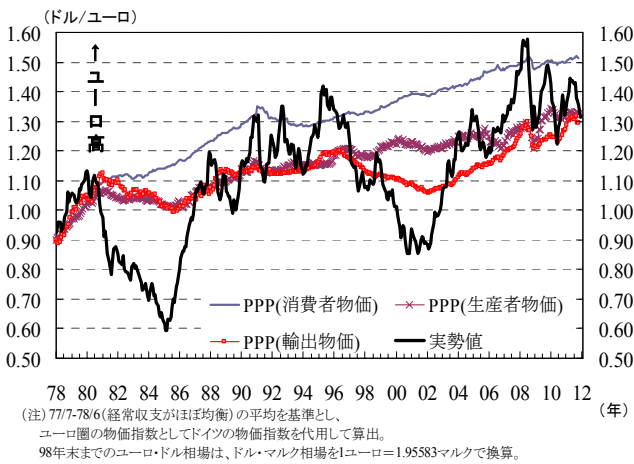
日米独の2年金利をみると、足元で独米・独日の金利差はおおむね横這いの推移が続いており、この面からはユーロ高・ユーロ安圧力がかかりにくい状況にある(第32図)。今後も引き続き、ユーロ圏の財政緊縮や信用収縮、マインドの悪化など、欧州の債務問題がユーロの重しとなる。

なお、ユーロ相場の購買力平価をみると(第33図)、まず対ドルについては、消費者物価ベースでは1.51ドル、生産者物価ベースでは1.33ドル、輸出物価ベースでは1.29ドル程度である。実勢相場は足元、生産者物価ベースの購買力平価とほぼ同じ水準である。一方、対円については、日本でデフレ基調が続いていることもあり、消費者物価・生産者物価ベースの購買力平価は93-94円、輸出物価ベースは80円弱である。足元の実勢相場と比べて、いずれも円高に位置している点には留意しておく必要がある。

第32図：日米独2年債金利差とユーロ為替相場



第33図：購買力平価でみたユーロの対ドル・円相場の推移



(大幸 雅代)

### 3. 英国

#### (1) 景気の現状

第4四半期の成長率は前期比▲0.2%

英国経済は引き続き弱い動きを続けている。確かに景況感指標の中には先行きに楽観的な見方を示すものも出てきた。しかし、住宅価格の下落及び家計のバランスシート調整が当面続く見込みであるほか、財政緊縮も継続されることから、このまま、景気が回復に向かうとみるのは早計である。実際に昨年第4四半期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%と4四半期ぶりのマイナス成長となった（第34図）。個人消費がセール期間が通常より長かったことから底堅く推移したほか、輸出がEU域外向けを中心に加速した一方で、総固定資本形成や在庫が大幅に減少した。

英国景気が本格的に回復局面に入るには、個人消費の増加が不可欠だが、住宅価格の下落傾向が続き、バランスシート調整が進行中であることなどから、個人消費に本格的な回復の動きはみられない

#### (2) 今後の見通し

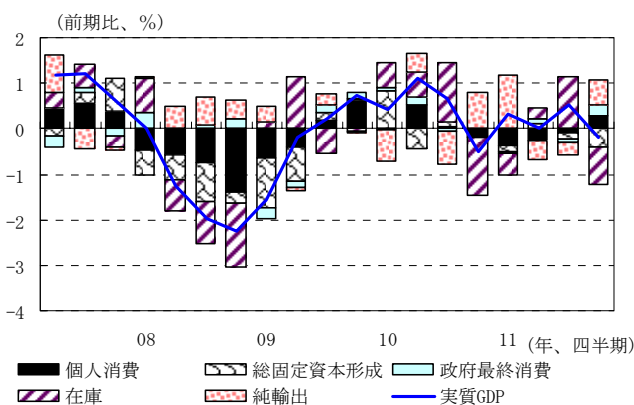
##### ①住宅価格は当面下落、家計のバランスシート調整も継続

住宅価格は緩やかな下落傾向

今後の英国経済の動向を見通す際に、考慮すべき要因の1つとして、住宅価格の動向があげられよう。ハリファックス住宅価格指数をみると、緩やかな下落傾向にある（第35図）。実際に不動産会社への照会については、売り手からの照会が増えたとする割合が上昇する一方、買い手からの照会については変化がほとんどない（第36図）。売り手の方に動きがみられることから足元でも売り圧力が強いといえ、これは当面、住宅価格が弱含みで推移することを示唆している。

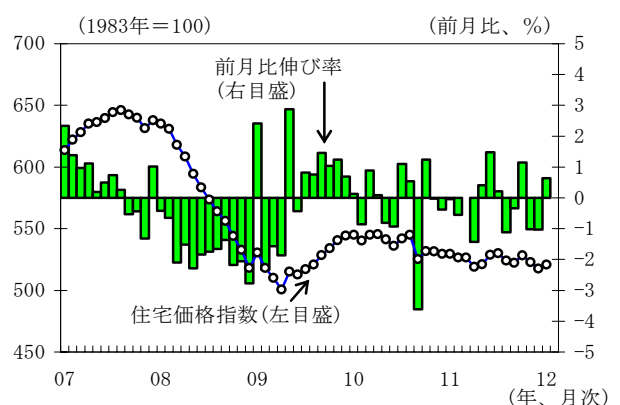
また、住宅価格の年収倍率をみると、直近のピークが2007年4月の5.82倍であり、2011年12月には4.33倍まで下落している（第37図）。そこで、足元の下落傾向が始まった2010年8月～2011年12月の住宅価格の

第34図：実質GDP成長率（前期比）



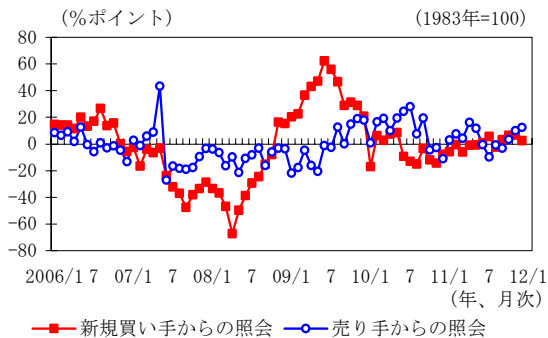
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第35図：住宅価格の動向



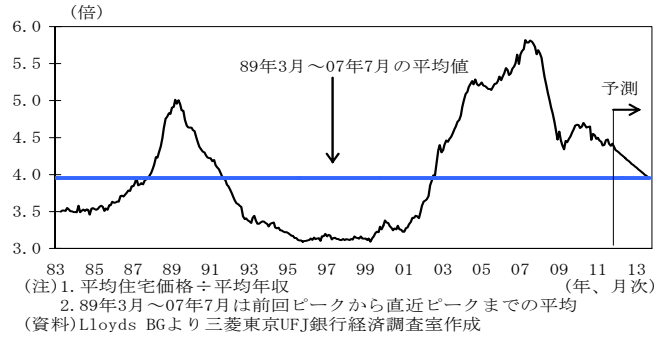
(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第36図：不動産会社への照会動向



(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37図：住宅価格の年収倍率



(注) 1. 平均住宅価格÷平均年収  
2. 89年3月～07年7月は前回ピークから直近ピークまでの平均  
(資料) Lloyds BGより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

当面、住宅価格の下落は続く。年収倍率がトレンド水準まで低下するのは2013年第3四半期

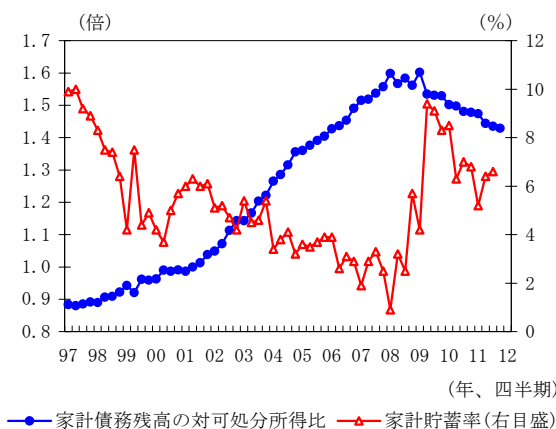
平均下落率、及び、平均年収については同期間の平均上昇率が今後もそのまま続くと仮定して今後の年収倍率の動向を試算した。直近のピークからその前のピークまでの期間（1989年3月～2007年4月）の平均値は3.95倍であり、試算では、3.95倍になるのは、2013年の第3四半期となった。さらに同期間におけるボトムである3.1倍まで低下するとした場合、2018年の第1四半期まで住宅価格の下落が続くという結果になった。その場合、住宅価格はピークから38%程度下落することになる。これらは、英国の住宅価格がいつまで、どのくらい下落するかを示す1つの試算であるが、はっきりといえるのは、英国における住宅価格の調整が終わるには、まだ、数年かかるということである。

アイルランドでは、住宅価格がピークの半分以下の水準になったことからすると、30～40%程度の調整では不十分とみられるかもしれないが、英国では住宅建築に関する規制が厳しく、もともと供給制約があることからすると、この程度の調整になることは十分に考えられよう。

家計のバランスシート調整は継続

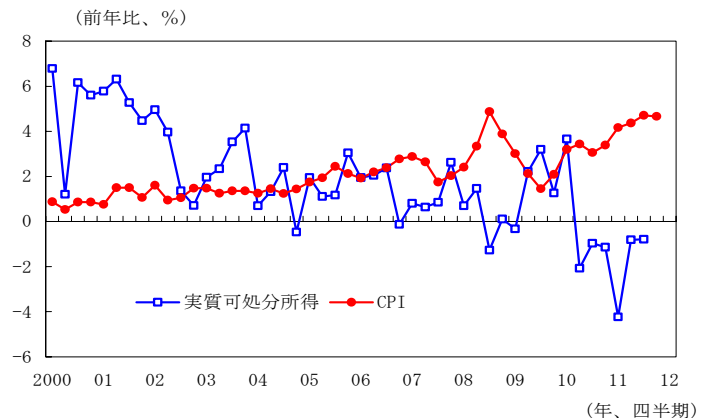
住宅価格の下落が続く間は、担保価値と比べて借り過ぎている家計のバランスシート調整が進むことになる（第38図）。その間、貯蓄率も高めの水準となることから、個人消費に関しては、当面、本格的に回復する

第38図：家計債務残高・貯蓄率の動向



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第39図：家計の実質可処分所得と消費者物価上昇率



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

消費者物価上昇率  
低下に伴う実質可  
処分所得の押し上  
げはプラス材料

ことは難しいといえよう。

ただし、消費者物価上昇率が昨年の付加価値税率引き上げや原油価格高騰等の影響剥落により低下しているため、今後、実質可処分所得が押し上げられ、個人消費の下支えになることが期待される。実際に消費者物価上昇率が原油価格高騰などにより加速した2010年以降、家計の実質可処分所得の伸び率はマイナスが続いている（第39図）。

## ②財政緊縮も継続

英国の格付見通し  
はネガティブ

2012年度も101  
億ポンドの財政緊  
縮

また、財政緊縮も継続される。英国政府は2014年に財政赤字の対GDP比を3%以下にすべく財政緊縮を進めている。しかし、2月14日に大手格付会社の1つが最上位にある英国格付の見通しをネガティブにした。経済成長率見通しが弱く、今後の財政緊縮ペースの不確実性が高まったこと等を理由にしている。市場では、経済成長のために財政支出拡大を求める声もみられるが、英国政府は財政緊縮路線を維持するであろう。2011年度予算策定時の2012年度の緊縮措置は前年度より62億ポンド多い101億ポンド程度（対GDP比0.7%）であったが（第1表）、3月21日に発表予定の2012年度予算では、さらなる財政緊縮措置が含まれるとみられる。

## ③2012年の実質GDP成長率は減速、もう一段の量的緩和も視野に

景気下押し要因多  
く、2012年の実質  
GDP成長率は前  
年比0.2%

住宅価格の下落及び家計のバランスシート調整の継続、財政緊縮以外にも、英国最大の輸出先であるユーロ圏景気の減速もあり、2012年の英国経済は低成長にとどまりそうである。2012年の実質GDP成長率は前年比0.2%にとどまるであろう。

イングランド銀行（BOE）は2月9日の金融政策委員会で資産買取枠を500億ポンド拡大した。足元の景況感指数が改善していることから、BOEの量的緩和はこれで打ち止めという見方も出ている。しかし、今年上半期中は景気が後退する見込みであるうえ、銀行貸出は低迷している

第1表：2012年度以降の財政緊縮動向

(百万ポンド)

	2012	2013	2014	2015
2011年度予算（2011年3月）	▲265	25	▲115	335
中期歳出計画（2010年10月）	3,710	8,635	10,300	9,460
緊急予算（2010年6月）	▲5,130	▲755	770	4,140
それ以前に措置された施策	11,825	15,155	16,040	17,230
合計	10,140	23,060	26,995	31,165

(注)各財政措置に盛り込まれた2012～15年度の財政赤字削減要因、同拡大要因を示した。

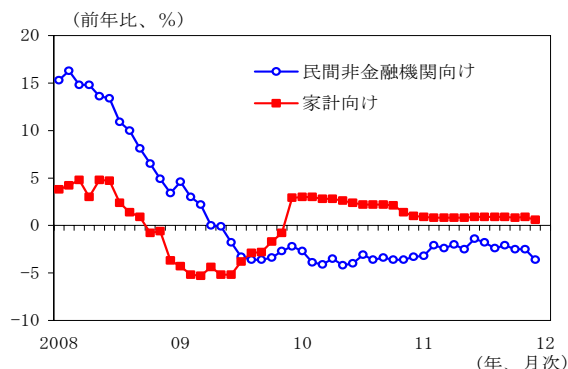
+は財政赤字削減（歳入増、歳出減）、▲は同拡大（歳入減、歳出増）を意味する。

「2011年度予算」には2012～15年度に影響するものが含まれている。

「緊急予算（2010年6月）」は、2013年度までの景気対策（財政赤字拡大）と2014年度以降の財源措置（財政赤字削減）を組み合わせられた形で発表された。

(資料)英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

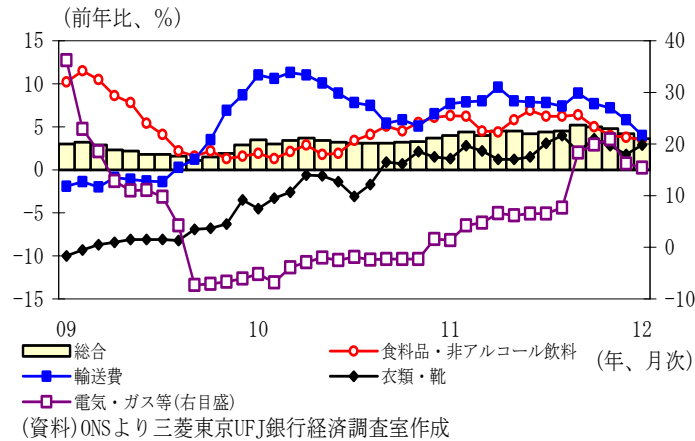
第40図：銀行貸出の動向



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



第 41 図：消費者物価上昇率の動向



(第 40 図)。また、消費者物価上昇率は、2011 年 1 月から実施された付加価値税率の引き上げ効果が剥落するほか、原油価格高騰等の影響も弱まることから、今後、低下していくと予想される(第 41 図)。BOE は 2 月 15 日発表したインフレーションレポートで、今年末までに消費者物価上昇率は 2% へと低下し、2 年後には 1.8% まで低下するとしている。弱含みの展開になると、BOE は予測しているわけである。こうした環境下では、もう一段の資金買取枠拡大も視野に入れておく必要がある。

(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 2010 (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)		
		2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)
ユーロ圏	12,168	1.8	1.5	▲ 0.3	1.6	2.7	2.0	▲ 574	▲ 69	▲ 455
ドイツ	3,387	3.7	3.0	0.4	1.2	2.5	1.8	1,760	1,880	1,712
フランス	2,563	1.5	1.6	▲ 0.1	1.7	2.3	1.9	▲ 531	▲ 620	▲ 553
イタリア	2,055	1.5	0.4	▲ 1.2	1.6	2.9	2.3	▲ 720	▲ 769	▲ 525
英国	2,247	2.1	0.8	0.2	3.3	4.5	2.5	▲ 751	▲ 564	▲ 261

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2010年 (実績)	2011年 (見込み)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見込み)	2012年 (見通し)
名目GDP	2.6	3.0	1.7	4.6	3.1	1.6
実質GDP	1.8	1.5	▲ 0.3	2.1	0.8	0.2
<内需寄与度>	1.0	0.6	▲ 1.1	2.6	▲ 0.4	0.3
<外需寄与度>	0.8	0.9	0.7	▲ 0.5	1.2	▲ 0.1
個人消費	0.8	0.1	▲ 0.8	1.2	▲ 0.8	0.4
政府消費	0.6	0.1	▲ 0.9	1.5	0.3	0.0
総固定資本形成	▲ 0.7	1.9	▲ 1.1	3.1	▲ 1.7	1.3
在庫投資	288	418	230	11	93	66
純輸出	1,695	2,477	3,093	▲ 293	▲ 124	▲ 203

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタ、2009年にスロバキア、2011年にエストニアが参加し17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：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 (次長 伊達)

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo\_date@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。