

西欧経済の見通し

～欧州経済は低迷、債務問題による下押しにはドイツの牽引力も不十分～

1. 総論

(1) 景気の現状

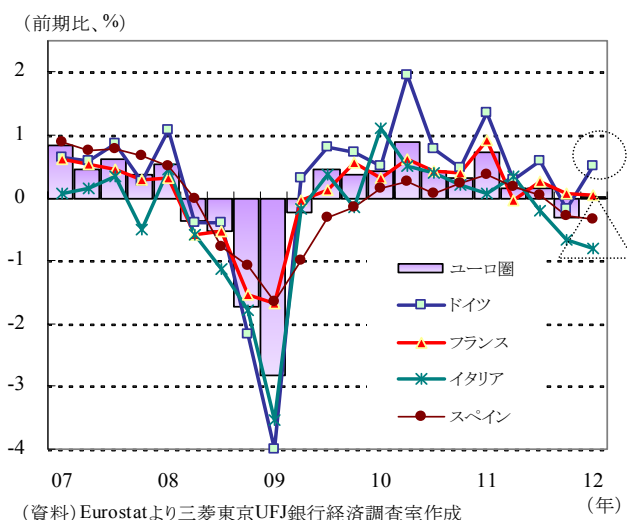
欧州経済はドイツと南欧諸国の域内格差が鮮明

金融市場はスペインの財政不安やギリシャの政局混迷を受けて再び緊張

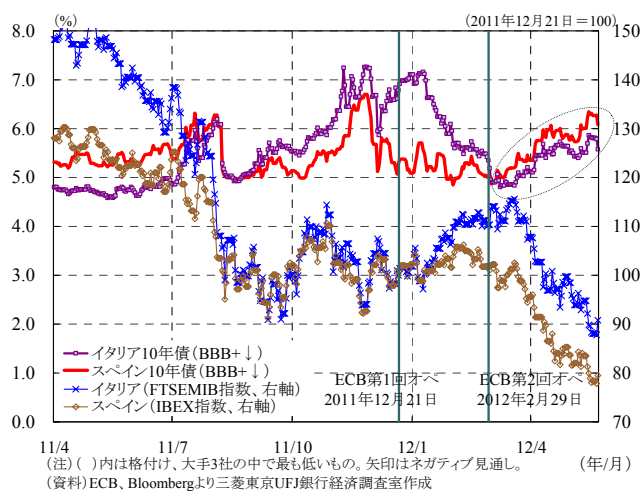
欧州では堅調なドイツと債務問題に苦しむ南欧諸国の域内経済格差が鮮明となっている。債務問題の拡大に伴うマインドの悪化に始まり、域内の生産や消費の落ち込み、世界経済の減速と悪材料が重なり、ユーロ圏の第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前期比横ばいとどまった（第 1 図）。フランスはゼロ成長、イタリアは同▲0.8%、スペインは同▲0.3%と主要国が軒並み弱含むなか、ドイツは同 0.5%とプラス成長を回復し、全体を押し上げた。英国も同▲0.3%とマイナス成長となっており、ドイツ以外の域内需要の弱さが改めて浮き彫りになっている。

金融市場についても、欧州中央銀行（ECB）が実施した 2 度の長期資金供給オペを受けた小康状態も束の間、4 月以降は再び緊張状態にある。スペインの財政不安やギリシャの政局混迷を背景に、スペインやイタリアの 10 年債利回りは再び 6%前後まで上昇している（第 2 図）。

第 1 図：欧州の実質 GDP 成長率



第 2 図：イタリア・スペインの金融・株式市場



(2) 今後の見通し

成長戦略の景気浮揚効果は不透明

ユーロ圏の実質成長率は2012年▲0.3%、13年0.5%へ

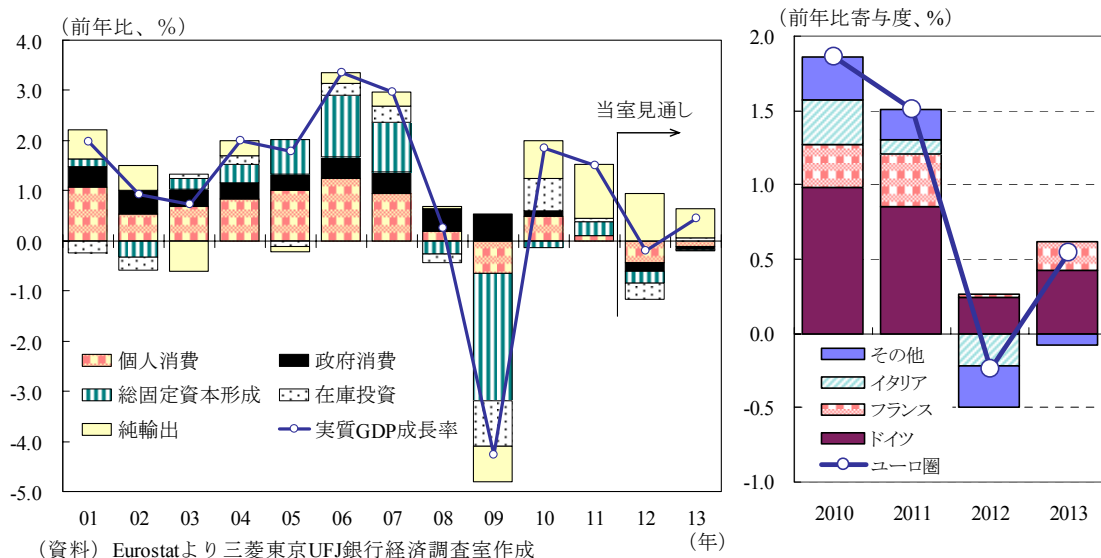
英国は2012年が0.1%、2013年は0.7%に

政策金利はECB、BOEともに据え置き

欧州では足元、財政緊縮と成長戦略の両立を求める声が増えているが、成長戦略については具体的な施策が打ち出されておらず、その景気浮揚効果は現時点では不透明といわざるをえない。一方で、成長戦略論が台頭しているなかでは財政緊縮の大幅な追加も想定しにくいことを踏まえると、2012年の実質GDP成長率はユーロ圏で▲0.3%、英国で0.1%、2013年はそれぞれ0.5%、0.7%と予想される。2012年のユーロ圏は大幅な財政緊縮に伴う消費や投資などの内需の落ち込みを受けてマイナス成長が見込まれるが、2013年については、財政緊縮の押し下げ圧力が若干弱まることや、米国や中国など主要輸出先の景気持ち直しが想定されるため、緩やかな改善となろう。英国については、2012年第3四半期はロンドン五輪が開催され、一時的ではあるものの個人消費の盛り上がりが見込めるが、第4四半期以降はその反動もあり低成長が続く見込みである。2013年は、インフレ率低下に伴う実質購買力の拡大を受けた個人消費の加速、また、ユーロ圏経済の底打ちに合わせた輸出の緩やかな改善が期待される。

政策金利については、ECBは過去最低水準の1.00%からの利下げには慎重姿勢を維持しており、当面は政策金利を据え置く公算。英国中銀（BOE）も、現在の0.50%を事実上の下限としている。また、BOEは、インフレ率が当面はターゲットとする2.0%を上回る水準で推移するとみられることから、年内は一層の量的緩和を実施することも難しいと考えられる。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率と国別の見通し



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. ユーロ圏

(1) 見通し

① 弱い内需

企業の在庫過剰感が強く、生産は弱含み

設備投資の拡大も期待薄

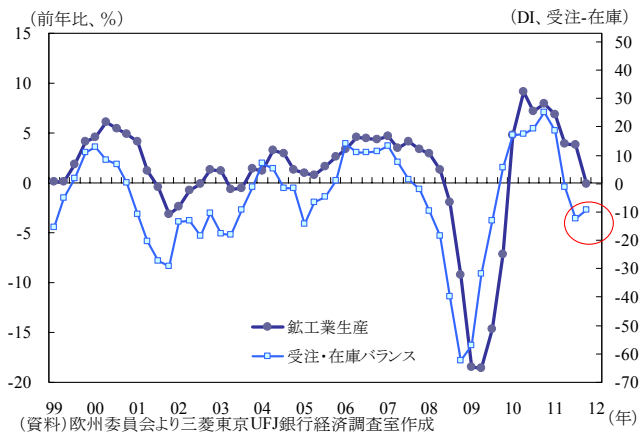
家計の所得・貯蓄環境は総じて厳しい

個人消費も減少続く

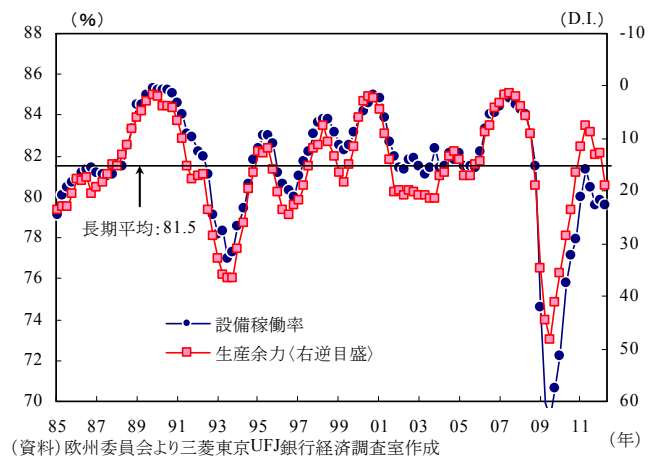
ユーロ圏の内需をみると、まず企業部門では在庫過剰感が強く、生産の弱含みが続いている(第4図)。鉱工業生産や自動車生産は今年の2月に約2年ぶりの前年比マイナスに突入した。足元の受注・在庫バランスには幾分持ち直しの兆しもあり、今後も生産が一方的に落ち込んでいくとまでは考えにくいものの、需要の減退を受けて低下傾向にある設備稼働率からみても、今後の設備投資の拡大は期待しにくい(第5図)。

家計部門では、雇用者数の減少と一人当たり雇用者報酬の伸び悩みにインフレが加わり、実質報酬の減少が続いている(第6図)。家計の貯蓄率も低下傾向にあり、ユーロ圏の家計の所得・貯蓄環境は総じて厳しい状況にある。また、財政緊縮による家計の圧迫や、失業率の上昇などを受けて消費者信頼感も低水準で推移している(第7図)。小売売上も6ヵ月連続で前年割れとなっているほか、自動車販売は2012年入り後も低調が続いている。先行き、雇用・所得環境の低迷が想定されるなか、2012年は個人消費も減少が続くと見込まれる。

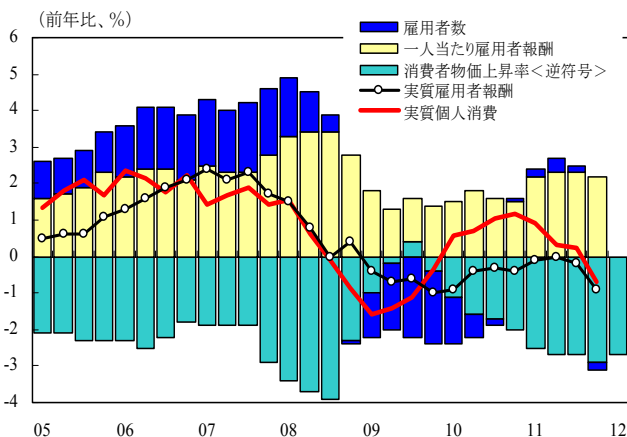
第4図：ユーロ圏企業の在庫過剰感



第5図：ユーロ圏の設備稼働率と生産余力

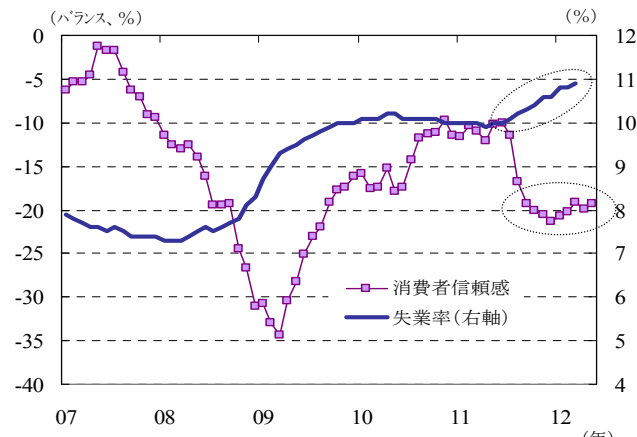


第6図：ユーロ圏の所得と個人消費



(注) 雇員報酬は消費者物価で実質化。
(資料) ECB月報より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：ユーロ圏の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 外需と為替相場

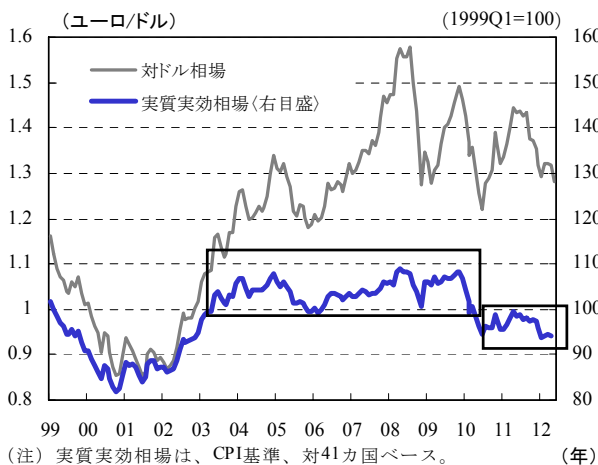
ユーロ安に伴う輸出
増が景気底支えに

足元の輸出は、ドイツを中心に、急激な減速からは幾分落ち着きをみせ始めている。先行きを展望しても、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、ユーロ安に伴う輸出の増加は底支え材料となる見通しである。

米国や中国の需要に
期待できよう

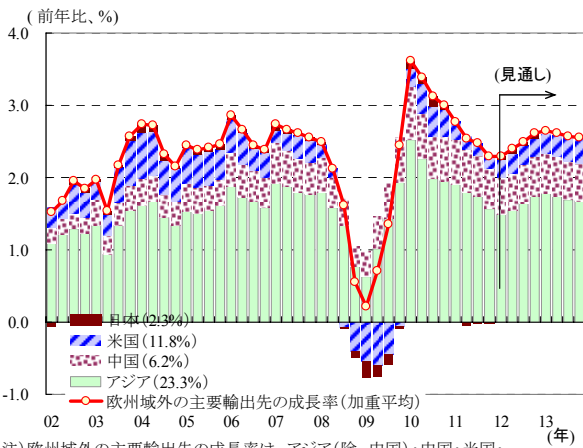
海外需要は2012年の秋口には緩やかに持ち直すとみられる(第9図)。ドイツの主要輸出先のうち、米国や中国などの需要動向をみると、まず米国向けはウェイトの大きい自動車や機械類は足元で持ち直しが続いている(第10図)。今後、米国で設備投資や個人消費が底堅く推移するとみられることをふまえると、米国向けの輸出は堅調を維持しよう。また、中国については、足元ではまだ自動車輸出と機械輸出の伸びに下げ止まりの兆しがみえ始めたところではあるが(第11図)、政権交代に伴い今後投資を拡大していくとみられることから、中国側の需要回復に十分期待できよう。

第8図：ユーロ圏の実質実効相場



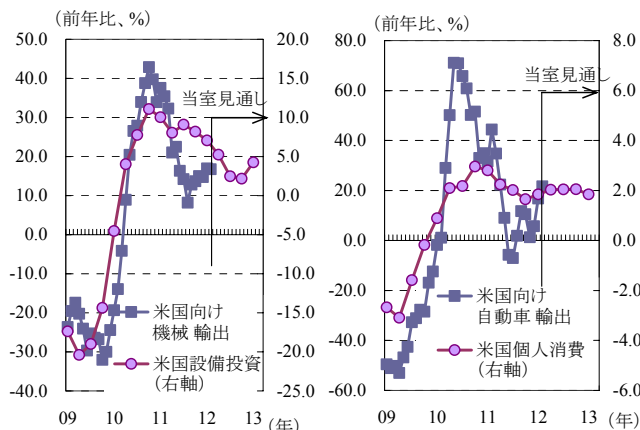
(注) 実質実効相場は、CPI基準、対41カ国ベース。
(資料) ECB、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：ユーロ外需見通し



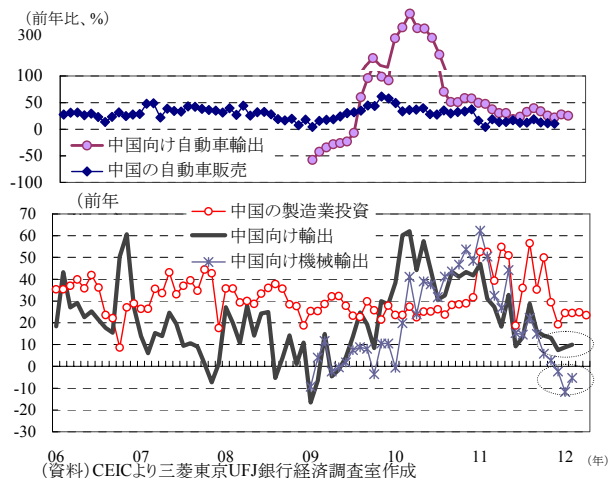
(注) 欧州域外の主要輸出先の成長率は、アジア(除、中国)・中国・米国・日本の実質GDP成長率を輸出ウェイトによって加重平均したもの。
(資料) Eurostat、各国統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：ドイツの米国向け輸出と受け入れ余地



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：ドイツの中国向け輸出と受け入れ余地



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

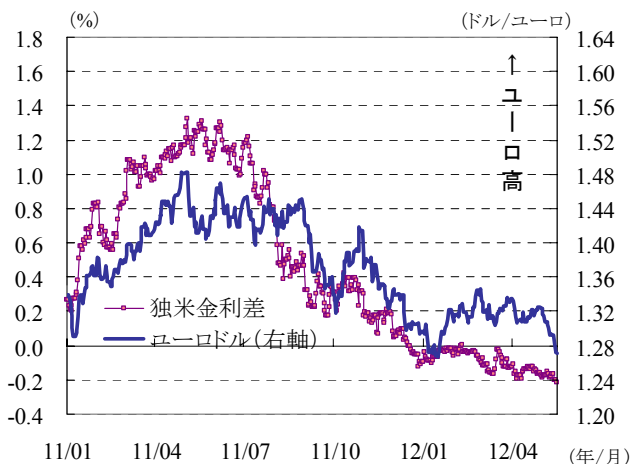
ユーロ相場はギリシャのユーロ離脱までが取り沙汰されるなか、大幅に下落

今後とも下落基調をたどる見込み

加えて、ユーロ安もユーロ圏の輸出にとって追い風となろう。

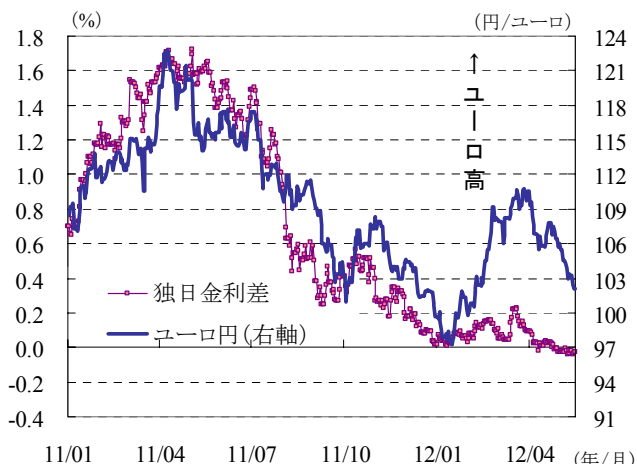
ユーロ相場は、2012年の第1四半期はECBによる3年物資金供給オペやギリシャの第2次支援の実現などを受けて楽観ムードが広がり、1ユーロ=1.30~1.34ドルのレンジで推移した。4月以降はスペインの財政不安などを背景に下落、足元ではギリシャの再選挙が決定し、同国の政局混迷とユーロからの離脱までが取り沙汰されるなか、同1.26ドル前後まで続落している(第12、13図)。今後については、①市場において欧州の低成長と債務問題の不透明感が意識されることや、②ECBが利下げには慎重ながら緩和的な金融政策姿勢を維持するとみられるため、ユーロ相場は、今後とも下落軌道をたどるとみられる。

第 12 図：独米金利差とユーロドル相場



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 13 図：独日金利差とユーロ円相場



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

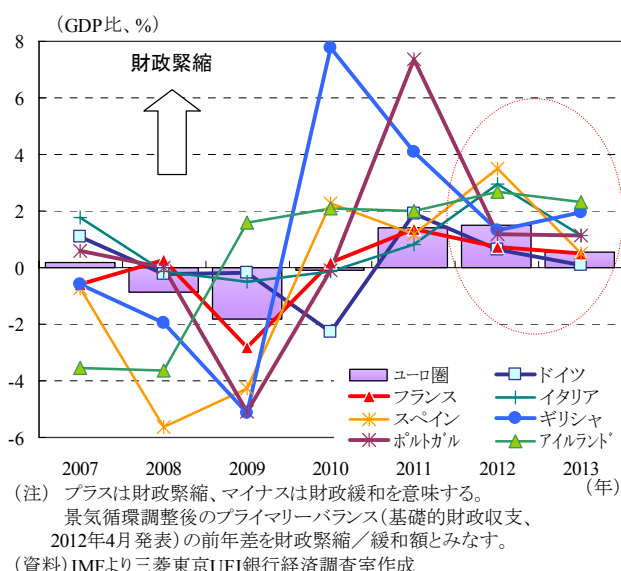
③ 財政緊縮

財政緊縮による景気の下押し圧力は2013年に幾分弱まる見込み

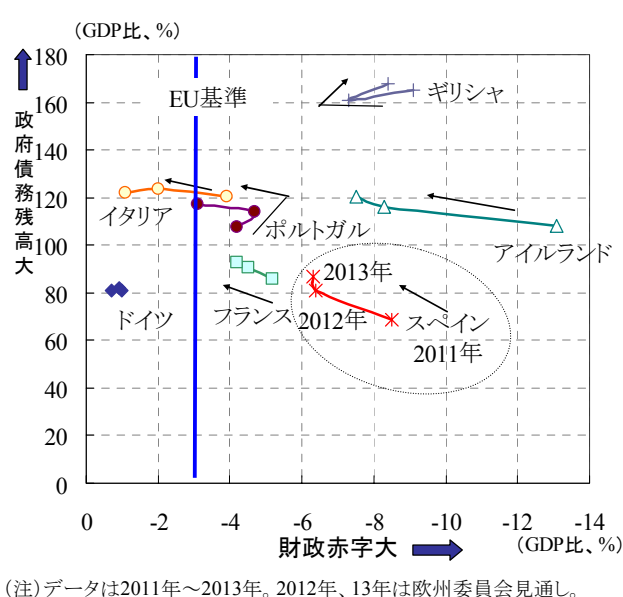
ただし、政府債務残高はじり高に

各国の財政緊縮策を総計すると、2012年はユーロ圏全体でGDP比1.5%と昨年（同1.6%）に匹敵する規模に上っており、景気は強く下押しされる見込みである（第14図）。しかし、2013年は足元の集計では同0.5%にとどまっており、各国が成長促進に軸足を移しつつあるなかで、今後、財政緊縮計画が大幅に上積みされる可能性は、以前に比べれば小さくなったといえよう。このため、財政面からの景気下押し圧力は幾分弱まることとなる。ただし、財政再建という観点では、政府債務残高の改善が一層期待しにくくなったと言わざるを得ない。実際、ある程度楽観的に置かれているとみられる欧州委員会の見通しにおいてすら、同残高は2013年までじり高傾向が見込まれている（第15図）。これは、債務問題の解決を先送りしながら、財政面から景気を下支えしている形といえよう。

第14図：ユーロ圏各国の財政緊縮（GDP比）



第15図：欧州委員会の財政見通し



④ ECBの金融政策と銀行貸出

ECBは追加利下げに慎重な姿勢を維持

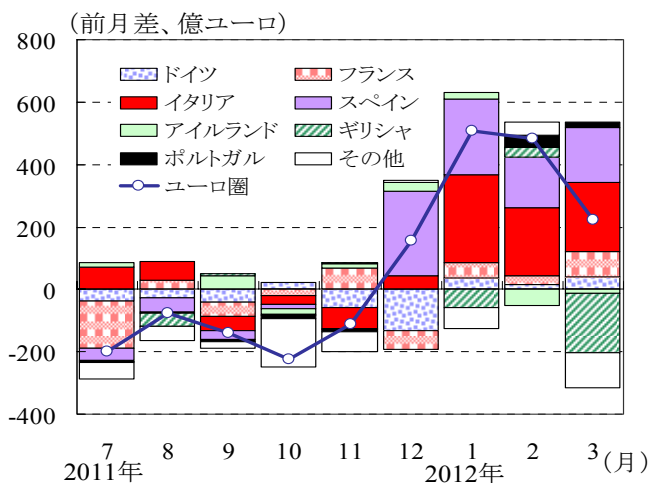
ECBは5月3日の定例理事会において、政策金利を過去最低の1.00%に据え置くことを決定した。記者会見にてドラギ総裁は、金利の変更を今回も議論しなかったことを明らかにしたほか、現在のスタンスは十分に緩和的とも言及した。追加利下げには慎重な姿勢を維持しているとみられる。実際、消費者物価上昇率はエネルギー価格の上昇を主因に4月も2.6%とやや下げ渋っている。エネルギー価格の高止まりを背景に、ECB目標の2%未満へ低下するのは2013年入り後と予想される。

ただし、緩和的な金融政策からの出口戦略を探るのはかなり先に

追加資金供給のない限り、国債購入ペースは鈍化へ

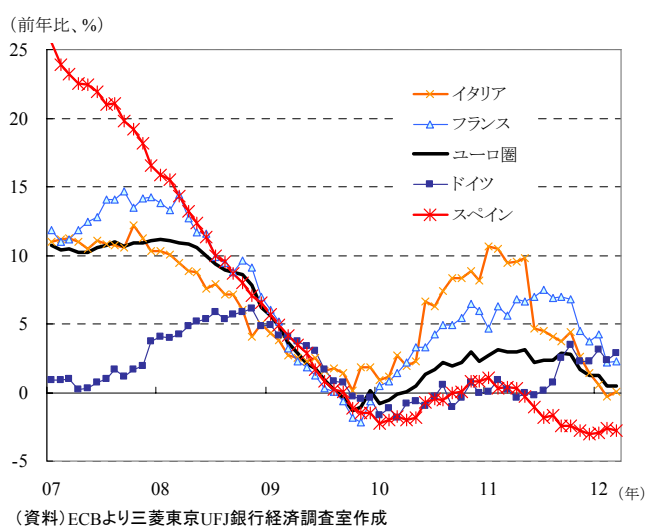
ただし、ECB が緩和的な金融政策からの出口戦略を探るのは、かなり先のこととなろう。ドラギ総裁は各国政府に「成長と財政規律の両立」を求め、ECB としては追加緩和措置を講じる考えは示唆しなかったが、昨年 12 月と今年 2 月に実施した 3 年物資金供給オペ(LTRO)の効果は薄れつつある。当室の試算では、イタリアとスペインの民間銀行は昨年 12 月～今年 3 月の間に、既に 3 年物オペ資金の 5 割前後をユーロ圏国債の購入に充当した計算になる(第 16 図)。追加資金が供給されない限り、今後は購入ペースの鈍化が避けられそうにない。

第 16 図：国債購入



(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 17 図：ユーロ圏民間向け銀行貸出



(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

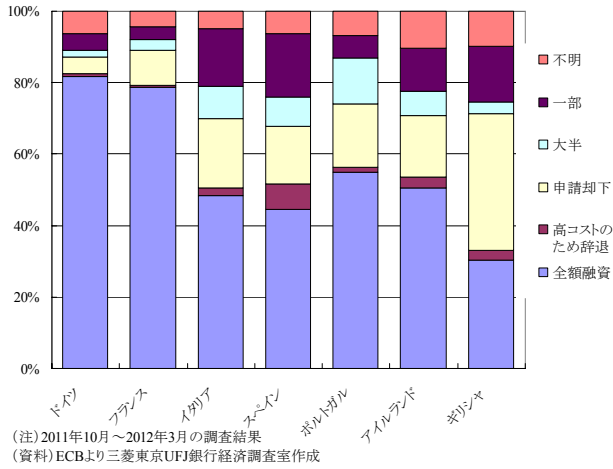
民間向け銀行貸出へのオペ資金の充当は確認できず

資金需要の回復は一時的なものとなる可能性も

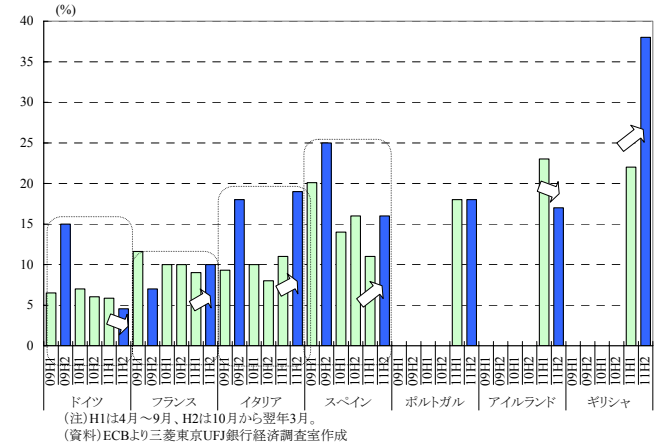
また、LTRO 資金の民間向け銀行貸出への充当は、現時点までほとんど確認できていない。ユーロ圏の銀行貸出は 3 月も前年比+0.4%と、伸び悩みが続いている(第 17 図)。ECBの中小企業貸出調査によると、昨年 10 月～今年 3 月までの間に銀行に融資を申請したものの断られた割合が、ドイツでは 5%にとどまるのに対し、イタリアでは約 20%(2009 年のグローバル金融危機時と同水準)、スペインでは約 15%(2009 年は 25%)と高い。特にギリシャにおいては 40%もの企業が断られている(第 18、19 図)。

また、同期間の企業の資金需要をみても、大企業・中小企業ともに大幅に減少している。債務リストラに関わる資金需要は高止まりしているが、それ以外の資金需要は設備投資向けを筆頭に足元で大きく減少している(第 20 図)。なお、今年の第 2 四半期に向けた企業の資金需要見通しは、短期・長期のいずれも増加しているが(第 21 図)、ECBの 3 年物オペの効果に期待した一時的なものとなることも考えられるため、慎重にみておくべきである。

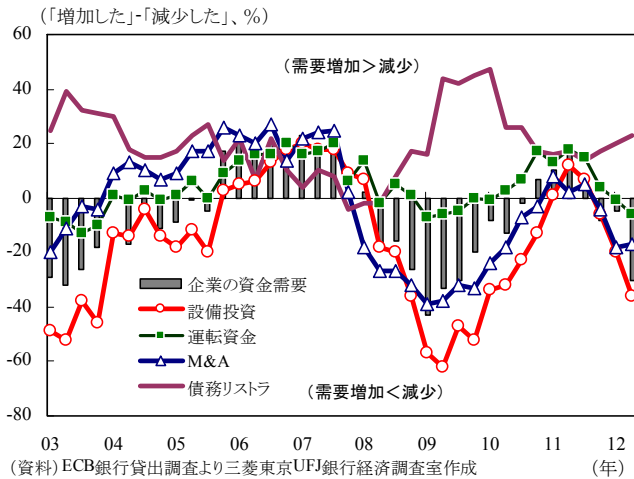
第 18 図：中小企業の銀行宛て融資申請の結果



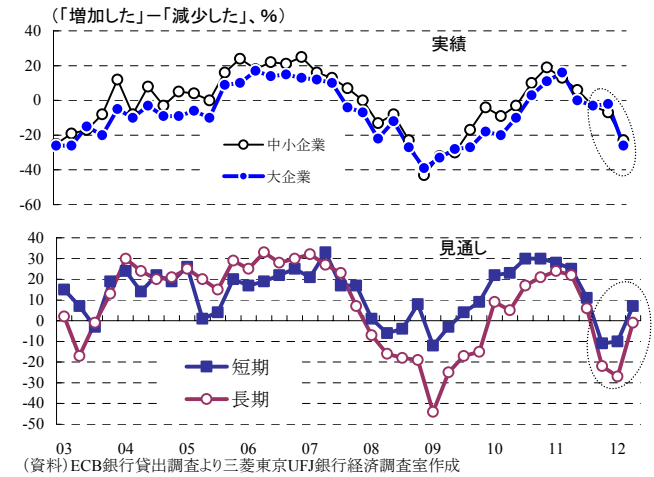
第 19 図：銀行から融資を断られた中小企業の割合



第 20 図：資金使途別の資金需要



第 21 図：企業の資金需要（実績と見通し）



(2) 各国

① ドイツ：内需の安定と輸出を追い風にプラス成長を確保

ドイツ経済は堅調を維持

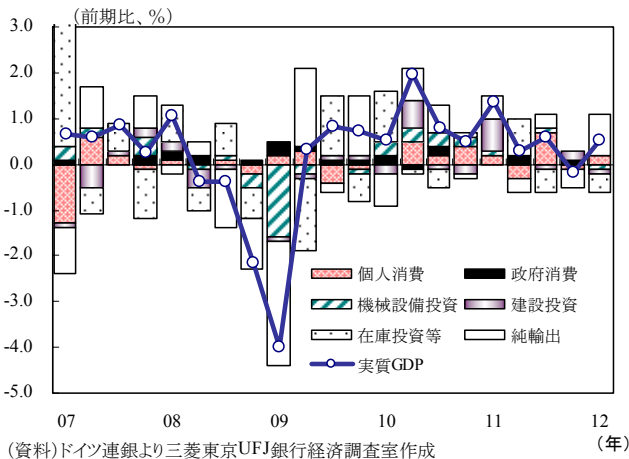
ドイツ経済は堅調を維持している。第1四半期の実質GDP成長率は前期比0.5%と、昨年と同▲0.2%からプラス成長に転じた(第22図)。設備投資や建設投資が小幅なマイナスとなったものの、純輸出が大幅なプラス寄与となったほか、個人消費も堅調であり、全体の成長を押し上げた。

内需が安定

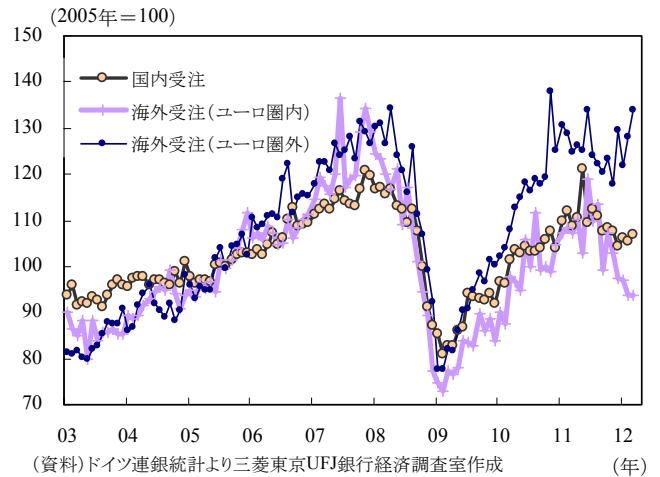
ドイツの製造業受注は、ユーロ圏内向けで減少が続くのに対し、国内向けが安定しているほか、ユーロ圏外向けは足元2ヵ月連続で増加している(第23図)。雇用情勢は良好であり、失業率は4月が6.8%と20年来の最低水準で安定している(第24図)。また、企業の景況感、中小企業を多く含むIfoサーベイでは堅調であり、消費者信頼感をみても景気全般に対するマインドが上向きである(第25図)。ドイツ経済は内需の安定と輸出を追い風に2012年も0.8%のプラス成長を確保、13年は1.5%に加速することが見込まれる。

輸出も追い風に、2012年、13年もプラス成長を確保

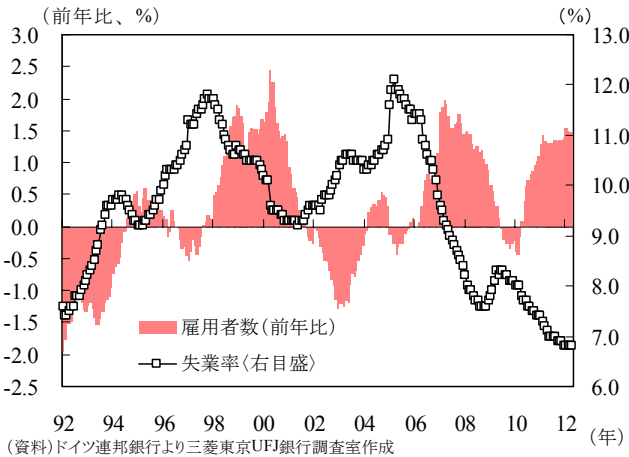
第22図：ドイツの実質GDP成長率



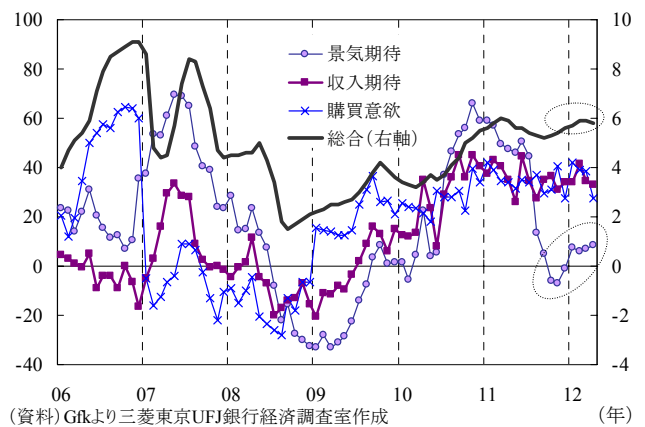
第23図：ドイツの製造業受注



第24図：ドイツの雇用環境



第25図：ドイツのGfK消費者信頼感



② フランス：17年ぶりに政権交代も、具体的な政策はこれから

17年ぶりに政権交代が実現

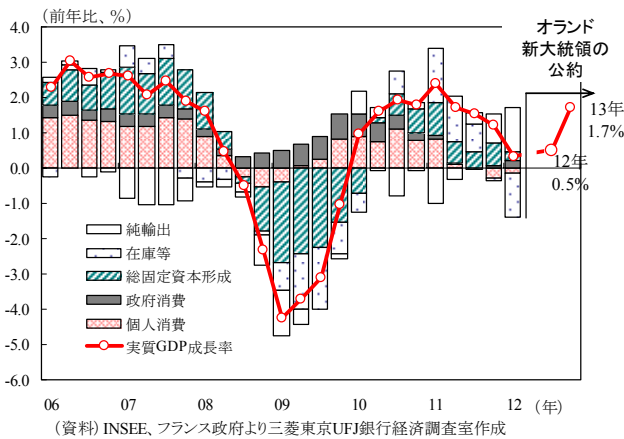
オランド新大統領はドイツとの協調をアピール

足元のマクロ環境下では、公約に掲げた成長の達成は難しい

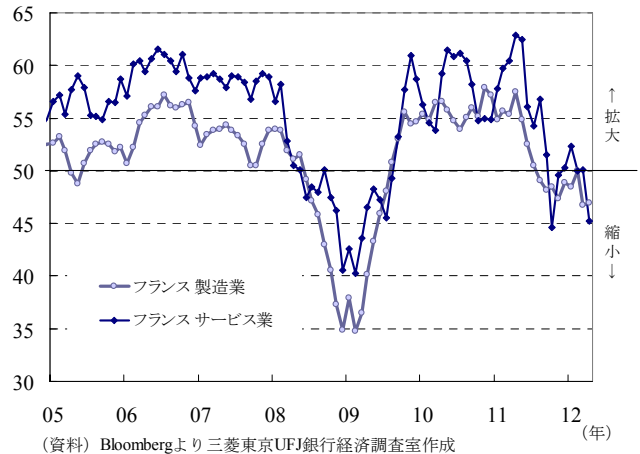
フランスでは17年ぶりに政権交代が実現し、社会党のオランド新大統領が誕生した。付加価値税(VAT)の引き上げ撤回や雇用創出など成長路線への変更を掲げるも、その実効性は不透明である。オランド氏は15日の就任式直後に早速ドイツを訪問したほか、首相にはドイツ重視とされる人選を行うなど、独仏の協調路線を維持している。次は6月に実施される議会選挙において、社会党が主要政策を遂行するための過半数を取るか否かが注目される。

オランド新大統領が公約に掲げた2012年0.5%、13年1.7%の成長は、足元のマクロ環境下では相応に難しい(第26図)。昨年11月に追加した緊縮策や今般の政権交代もあって、不透明感は強く、企業の景況感は弱い(第27図)。家計部門をみても、失業率が3月も10.0%と高止まりし、小売売上が低迷するなか(第28図)、成長の牽引役となるはずの個人消費は2四半期連続のマイナス寄与となった。加えて、ドイツと異なりアジアや米国向けの輸出需要を取り込めておらず、貿易赤字が続いている(第29図)。

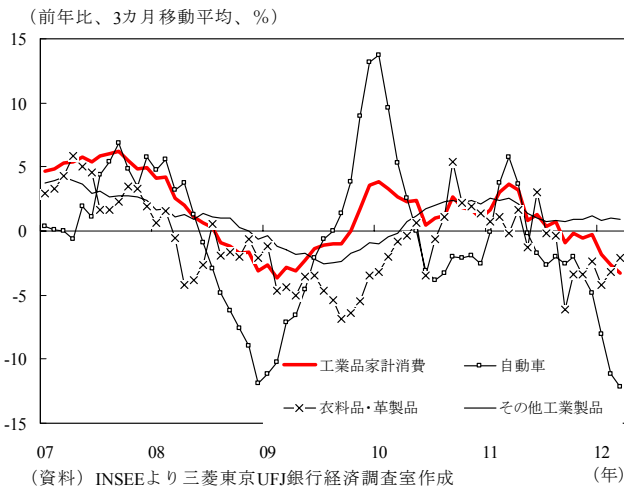
第26図：フランスの実質GDP成長率



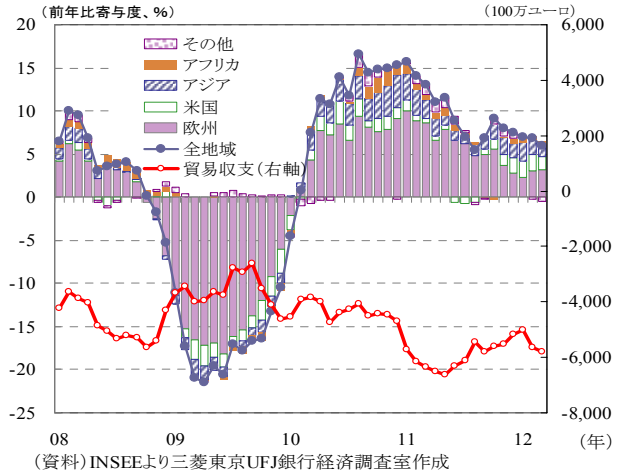
第27図：フランス企業の景況感



第28図：フランスの工業品家計消費



第29図：フランス輸出



③ イタリア：足元の実体経済は弱い、外需回復の恩恵に期待

財政均衡の達成年限を2014年に先送り

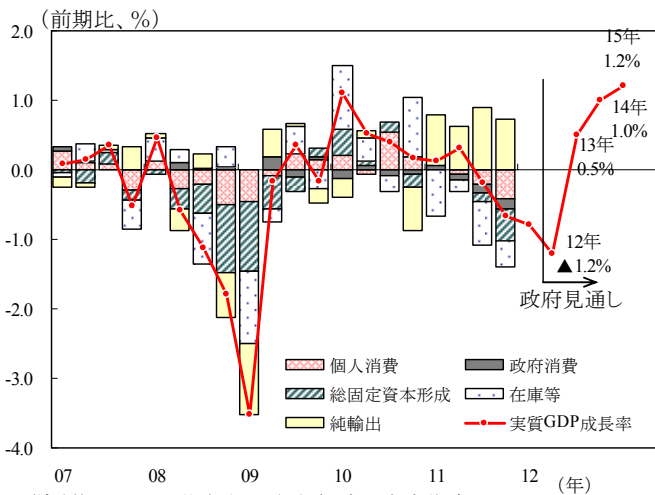
イタリア政府は4月に最新の経済・財政計画を発表したが、その中で今年のGDP成長率見通しの下方修正に伴い、財政収支がほぼ均衡（GDP比▲0.1%）に達する年限を2014年に1年間先送りした。財政均衡達成の目標年を2013年に維持する戦略をとらなかつたことから、経済政策の軸足が財政緊縮から成長戦略に移りつつある点が明白となった。

財政緊縮を受けて内需が低迷するなか、3期連続のマイナス成長

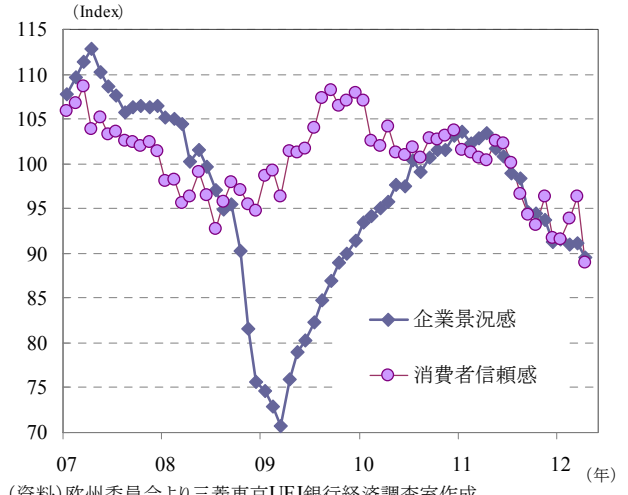
イタリアの第1四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.8%と3四半期連続のマイナス成長に陥っている（第30図）。2011年を振り返ると、純輸出を除くすべての需要項目がマイナスに寄与した。既に大規模な財政緊縮が実施されているため内需が弱く、足元の景況感は、企業・消費者ともに大きく悪化している（第31図）。ただし、イタリアは輸出依存度が比較的高いうえ、輸出全体に占める米国向けやアジア向けのシェアが相応にあり、ドイツ向けのシェアも大きい。2013年にかけては、外需回復の恩恵を受けることが期待できよう。

2013年にかけては外需回復の恩恵に期待

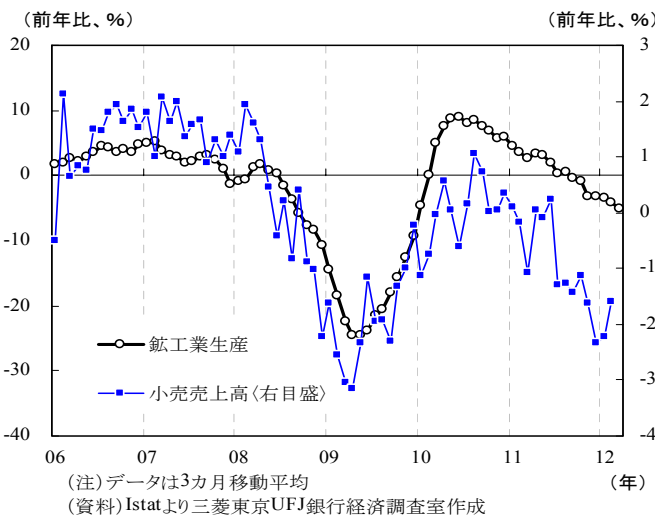
第30図：イタリアの実質GDP成長率



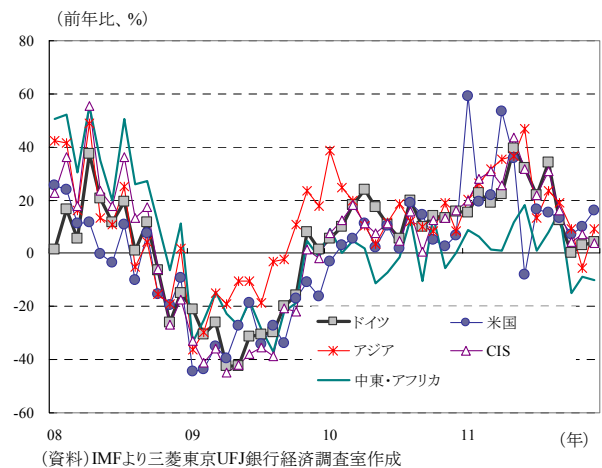
第31図：イタリア景況感



第32図：イタリアの生産と小売売上



第33図：イタリア輸出



④ スペイン：建設部門の不振が続く。住宅価格調整の完了までには今しばらくの時間が必要

2 期連続のマイナス成長

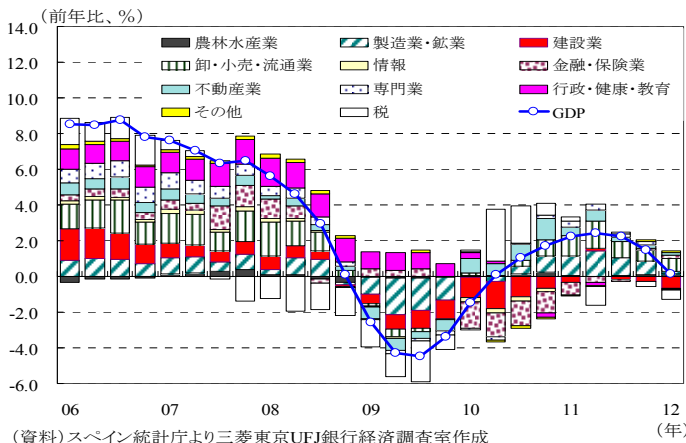
建設業を中心に景気は停滞

住宅価格の調整に時間を要し、不良債権比率の上昇続く

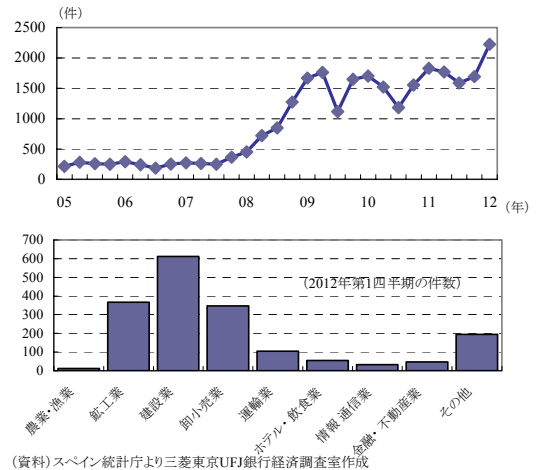
スペインでも第1四半期の実質 GDP 成長率が前期比▲0.3%と、2期連続のマイナス成長となった。建設業と金融・保険業が依然として景気停滞の主因である(第34図)。国内企業の倒産件数は、建設業を中心に第1四半期は前年比+21.5%の大幅増となった(第35図)。失業率の上昇は、不動産バブル崩壊の影響を大きく受けたアンダルシア州のみならず、マドリッドやバルセロナといった都市部にも波及している(第36図)。

スペインの住宅価格を名目 GDP で除して、2009 年以降のトレンド線と過去の平均値を結ぶと、住宅価格の調整は少なくとも 2014 年近くまで継続することを窺わせる結果が得られる(第37図)。加えて、商業銀行の不良債権比率(国内貸出)は上昇傾向に歯止めがかかっておらず、昨年第4四半期には不動産向けが 21%、建設向けが 18%まで上昇した。家計・企業が重い負債を抱えており、その調整に時間を要するなか、不良債権比率の改善は見込みにくい状況にある。スペイン経済は少なくとも 2013 年までは冴えない展開が想定される。

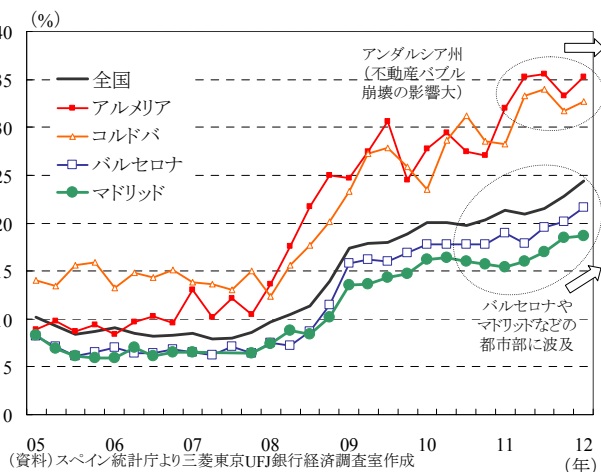
第34図：スペイン名目 GDP の産業別内訳



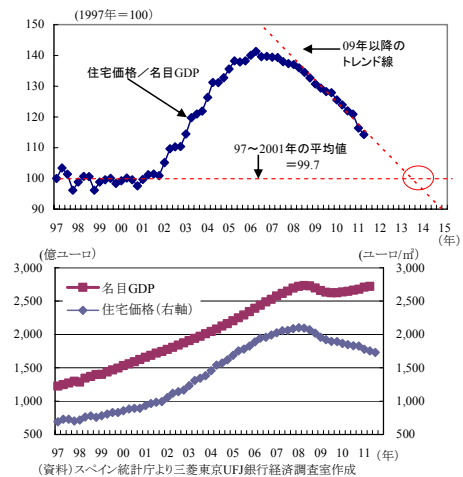
第35図：企業の倒産件数と業種別内訳



第36図：スペインの地域別失業率



第37図：スペインの住宅価格調整



(3) ギリシャの実体経済と債務問題の展望

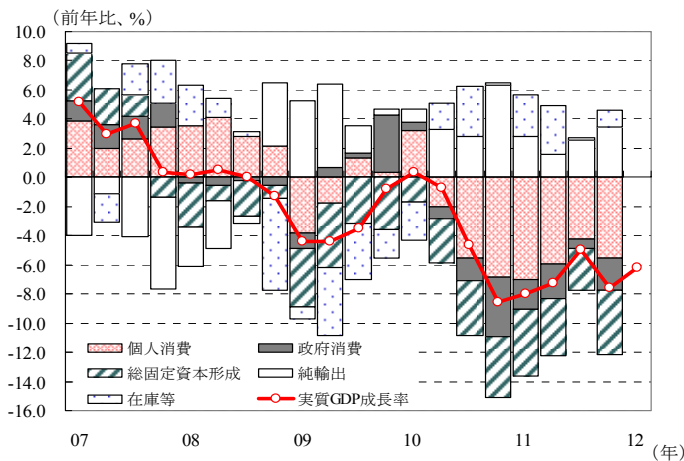
6月17日に再選挙へ

ギリシャでは、5月6日の総選挙において従来の連立与党（新民主主義党 ND、全ギリシャ社会主義運動 PASOK）が過半数を取得できず、得票率第1～3党が連立政権樹立の交渉に失敗した結果、6月17日に再選挙が実施されることになった。

実体経済は引き続き回復の兆しがみえない

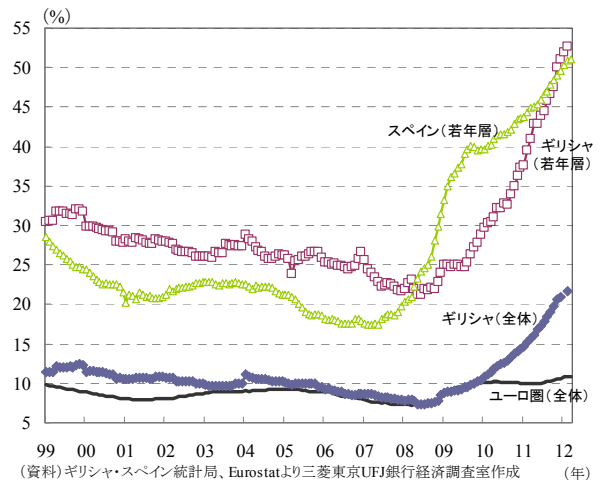
ギリシャの実体経済を確認すると、第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.2%と8期連続のマイナスとなった（第38図）。前期の同▲7.5%から幾分マイナス幅は縮小したものの、これは内需低迷を反映して輸入が激減したためとみられる。個人消費や設備投資などは大幅なマイナスが続いている。失業率が直近2月に21.7%と、過去最悪の水準を更新しているほか（第39図）、購買担当者指数（PMI）でみる企業の景況感も悪化基調から抜け出せていない（第40図）。

第38図：ギリシャの実質 GDP 成長率



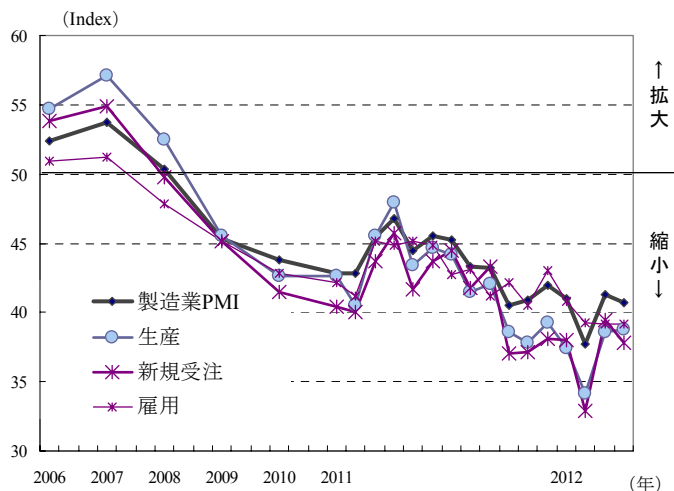
(資料) ギリシャ統計局、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第39図：ギリシャの失業率



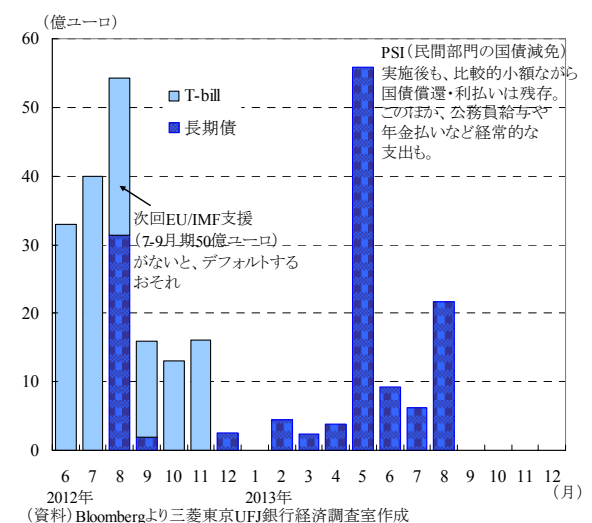
(資料) ギリシャ・スペイン統計局、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第40図：ギリシャの購買担当者指数（PMI）



(注) 2006～2010年のデータは年次、2011年以降は月次。
(資料) ギリシャ中央銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第41図：ギリシャの国債償還スケジュール



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

再選挙の世論調査
では緊縮派と反緊縮派が拮抗

6月17日の再選挙に向けた世論調査では、財政緊縮路線を支持する新民主主義党（ND）と反緊縮派の急進左派連合（SYRIZA）の支持率が共に2～3割で拮抗している。再選挙によって誕生する新政権が、NDと全ギリシャ社会主義運動（PASOK：財政緊縮派）を中心としたものになるか、あるいはSYRIZAを中心としたものになるかが注目を集めている。

国民はユーロ圏残留を希望

仮にSYRIZAを中心とする反緊縮派の新政権が誕生した場合でも、ギリシャ国民の約8割がユーロ圏への残留を希望していることを鑑みると、一部で懸念されているように、新政権が即座に財政緊縮プログラムを反故にしてユーロ圏を離脱することはないと思われる。SYRIZAの目標は、ユーロ圏に残留したまま財政緊縮条件を緩和することにあるからだ。新政権がEU/IMF側との条件緩和交渉に臨めば、最終的にEU/IMF側が妥協する形で交渉がまとまる可能性が高いだろう。ギリシャがユーロ圏を離脱した際の影響の広がりを読み切れないことから、EU/IMF側はある程度の妥協に踏み切ると予想される。

リスクシナリオは
条件緩和交渉の決裂

リスクシナリオは、SYRIZAを中心とする反緊縮派のギリシャ新政権とEU/IMFの交渉が決裂するケースである。EU/IMFの金融支援が打ち切られ、ギリシャはデフォルトの危機に瀕しよう。ギリシャ新政権は引き続きユーロ圏残留を望むであろうが、EUはギリシャに「財政緊縮かユーロ圏離脱」の二者択一を改めて迫ると共に、ユーロ圏離脱を便宜的に実現する方策を検討すると思われる（現行のEU条約にはユーロ圏離脱規定がない）。

仮にギリシャのユーロ圏離脱が現実となった場合、同国経済が大混乱に陥ることは確実である。ユーロ圏経済全体にどの程度のダメージがあるかは、その時の金融市場の反応に左右されるが、ユーロ圏の公的・民間セクターが保有するギリシャ向け債権が大幅に毀損するほか、ギリシャ以外の欧州周縁国からの資本逃避や株価急落、銀行間流動性の枯渇などにより相応の影響が否定できない。

（大幸 雅代）

3. 英国

(1) 景気の現状

英国景気はリセッション入り

英国の景気後退が確認された。今年第1四半期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%と2期連続でマイナス成長となった(第42図)。最大の輸出先であるユーロ圏景気の悪化で輸出が減速したほか、前期に続いて在庫の取り崩しが影響している。また、総固定資本形成も2期連続でマイナスの伸びとなった。

個人消費をはじめ
内需の基調は弱い

個人消費は一時的要因を除けば、バランスシート調整が進行中であることなどから基調は弱い。ロンドン五輪が7月27日～8月12日に開催される。開催期間中、個人消費の押し上げが期待されるが、足元では、まだ、その予兆はみられない。また、設備投資も、生産水準が低く、設備稼働率が上がらない状況にあり、低迷している。消費者物価上昇率は、4月には一時的要因で大きく下落したものの、低下速度は落ちており、インフレに対する懸念は依然残っている。今年度予算について、政府は法人税率引き下げなどの景気刺激策を一部盛り込んだが、実体的には緊縮予算であり、財政面からの景気挺入れも期待できないほか、これまでのイングランド銀行による量的緩和策の効果も明確にはみられない。英国経済は景気の本格回復への糸口がみられない状況にあるといえよう。

景気の本格回復の
糸口はみられない

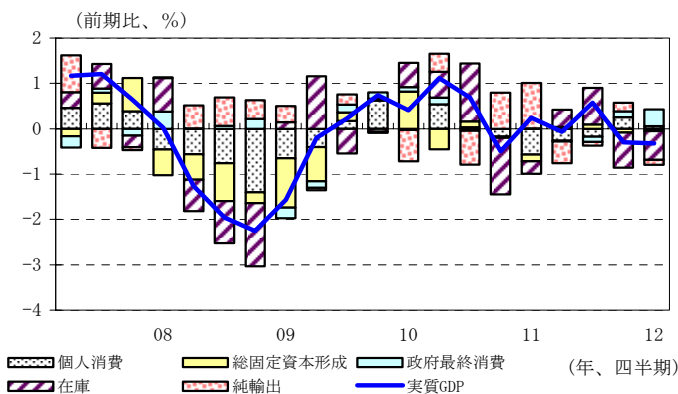
(2) 今後の見通し

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

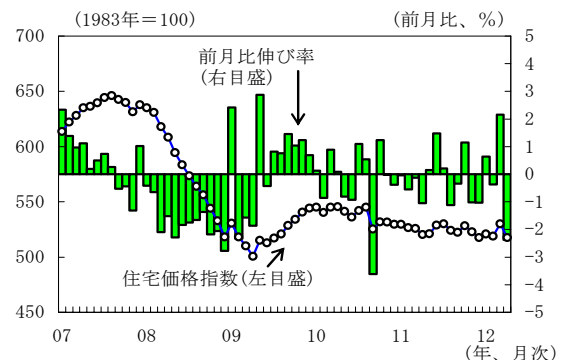
今後の英国経済の動向を見通す際に、考慮すべき要因の1つとして、住宅価格の動向があげられよう。ハリファックス住宅価格指数をみると、3月に前月比+2.2%とやや高い伸びを示したが、これは、住宅の初回購入者に対する印紙土地税の軽減措置が3月24日に期限を迎えることから、その前の駆け込み需要により押し上げられたものである。4月は一転、前月比▲2.4%と3月の上昇分が全て剥落するなど、住宅価格は、下落傾向に

第42図：実質GDP成長率（前期比）



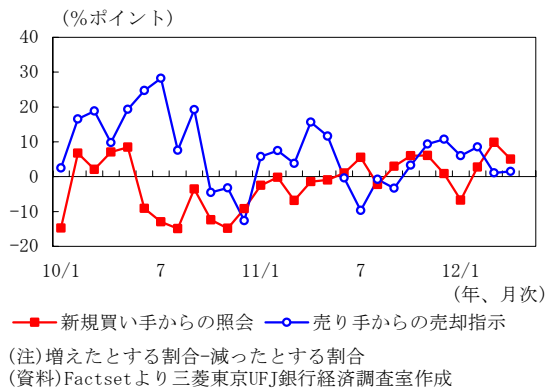
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第43図：住宅価格の動向

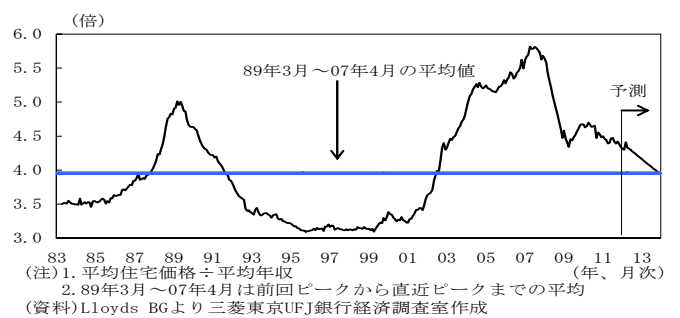


(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第44図：不動産会社への照会動向



第45図：住宅価格の年収倍率



ある(第43図)。

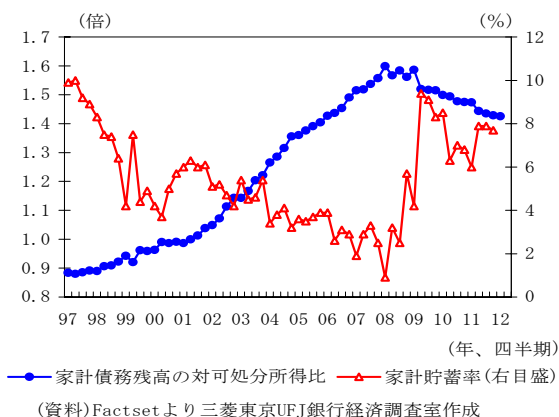
不動産会社への買い手からの照会及び売り手からの売却指示の動向から需給の状況についてみると、3月には買い手からの照会が増えたとする割合が上昇したが、4月には、それが低下している(第44図)。一方、売り手からの売却指示は3月に増加したとする割合が減少したものの、4月にかけてはほぼ横ばい推移となっており変化がない。

住宅価格の年収倍率は低下

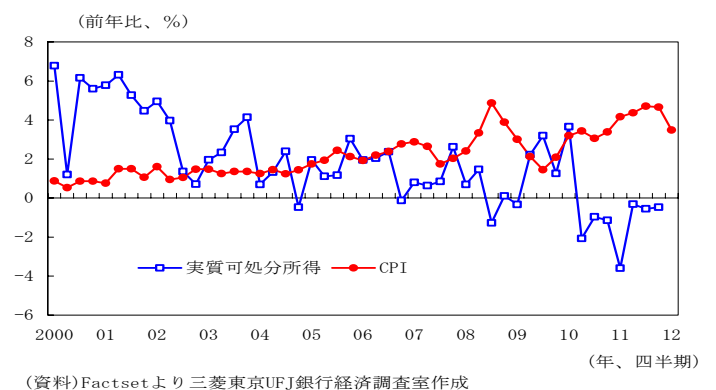
住宅価格の年収倍率をみると、直近のピークが2007年4月の5.82倍であり、2012年4月には4.33倍まで下落している(第45図)。そこで、足元の下落傾向が始まった2010年8月～2011年12月(印紙土地税の軽減措置期限前の駆け込み需要の影響を除くため12月までとした)の住宅価格の平均下落率、及び、平均年収については同期間の平均上昇率が続くとして今後の年収倍率の動向を試算した。直近のピークからピークまでの期間(1989年3月～2007年4月)の平均値は3.95倍であり、試算では、3.95倍になるのは、2013年の第4四半期となった。さらに、1983年から85年までの平均値である3.53倍に達するのは、2015年の第4四半期となった。その場合、住宅価格は、ピークから約25%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。

年収倍率が直近ピークからピークまでの平均値まで下がるのは2013年第4四半期

第46図：家計債務残高・貯蓄率の動向



第47図：家計の実質可処分所得と消費者物価上昇率



るが、英国における住宅価格の調整が終わるには、まだ、数年の時間を要するということ示唆しているといえよう。

家計のバランスシート調整は進行中

家計のバランスシート調整も進行中である。足元で、家計の債務残高は可処分所得の1.43倍と依然高い水準にあることから、債務削減の動きは今後も続くとみられる（第46図）。そのため、家計の貯蓄率も昨年10-12月期で7.7%と過去15年の期間で見ると高い水準にある。家計部門では、引き続き債務が重荷となり、個人消費を下押しすることになるろう。

今後、インフレ率低下により、実質可処分所得は増加

しかし一方で、2011年の付加価値税率引き上げの影響が今年に入り剥落したうえ、来年にかけて、原油価格上昇の影響も小さくなることから、インフレ率は、今後、低下傾向をたどろう。それにより、実質可処分所得が加速するため、個人消費は一定の下支えが得られるとみられる。

②2012年度予算では一部成長施策が盛り込まれるも基調は緊縮

2012年度予算は法人税減税を盛り込む

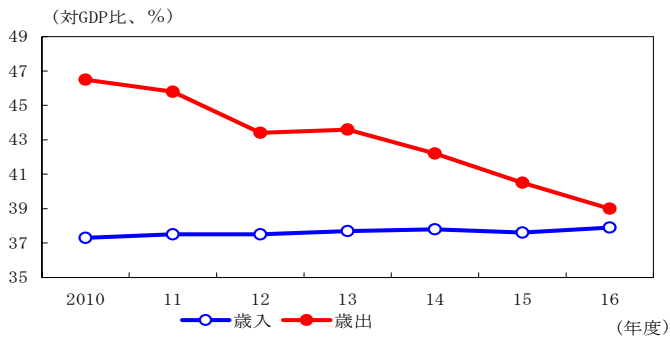
3月に2012年度予算が発表された。法人税率を今年度から2014年度にかけて毎年1%ポイントずつ低下させ22%にするといった成長施策や、所得税の課税最低限を引き上げる低所得者支援策などを盛り込んだことが特徴である（第1表）。ただし、2010年10月に策定された中期歳出計画

第1表：2012年度予算の主な内容

		(百万ポンド)			
		2012	2013	2014年度以降	
歳入	個人関連	・課税最低限の引き上げ →2013年度より£8,105から£9,205へ引き上げ	0	▲3,320	▲3,513
		・税控除額に上限設定 →2013年度より5万ポンド以上の税控除を求める場合は所得額の25%を上限とする	0	350	343
		・高額不動産購入に対する印紙税 →200万ポンド以上の居住用不動産を購入する際には、7%の印紙税を課す	150	180	262
	企業関連	・法人税 →2014年度にかけて法人税率を1%ポイントずつ引き下げ、22%に	▲405	▲730	▲873
		・銀行課税	10	420	455
		・北海油田関連 →北海油田の施設を解体する際の税軽減措置廃止	115	245	338
	環境関連	・気候変動課税 →2013年度から熱電供給プラントの一部について、気候変動課税の免除を撤廃	0	110	145
		・二酸化炭素排出量に対する課税 →二酸化炭素排出1トン当りの価格に9.55ポンドの下限を設定	0	-45	-117
		・カンパニーカー税 →1キロ走行当り75グラム以上二酸化炭素を排出するカンパニーカーの税率2014年度に1%、15年度に2%引き上げ	0	0	282
		・カンパニーカーの減価償却 →適用対象となる自動車の二酸化炭素排出量の基準を厳格化	0	25	183
その他	・高齢者向けの優遇措置 →高齢者向けの所得控除の優遇措置等を2013年度から制限	0	360	877	
歳出	個人関連	・子供手当 →納税額に関わりなく支給される層を5万ポンド以下から6万ポンド以下まで拡大	185	690	630
	その他	・特別準備 →2014年までにアフガニスタンからの英軍撤退決定	▲100	▲800	▲1,500

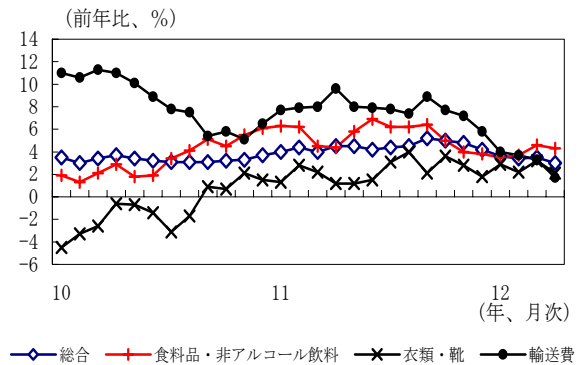
(注)各年度の数値、2014年度以降は2014～2016年度の平均値
(資料)英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 48 図：財政緊縮の動向



(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 49 図：消費者物価上昇率の動向



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

歳出削減中心に財政緊縮を維持

では、2011～2014 年度に公務員を 49 万人削減することや各種社会保障給付について制限を設けることのほか、公共投資を 2010 年度実績額から 2014 年度までに 22.1%削減することが盛り込まれ、今年度以降も順次実施されることになっている。財政については緊縮姿勢が維持されることに変わりはない。2015 年度に財政赤字の対 GDP 比を 3%以下にすべく、歳出削減を中心に財政収支の改善が図られよう（第 48 図）。財政の景気に対する下押し圧力は当面続く見込みである。

③2013 年にかけて低成長が続く見込み

景気下押し要因多く、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 0.1%

住宅価格の下落及び家計のバランスシート調整の継続により、個人消費の本格回復には時間がかかる見込みである。また、法人税減税は盛り込まれるものの、全体として財政緊縮が維持されることは、景気を下押しすることになる。7月 27 日～8 月 12 日に、ロンドン五輪が開催されるため、この間、個人消費の盛り上がりから成長率の押し上げを期待できるが、今年第 4 四半期以降は、その反動もあり、低成長が続く見込みである。2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 0.1%にとどまるとみられる。

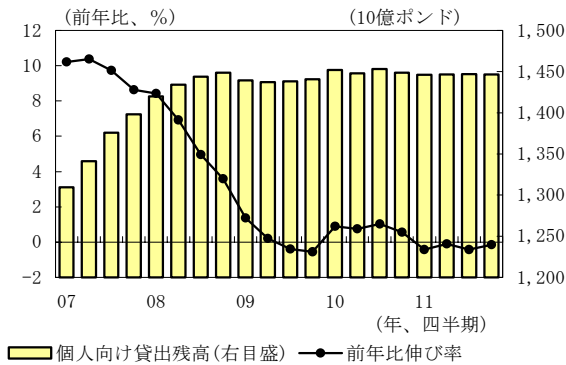
2013 年は 0.7%成長

2013 年には、原油価格の上昇の影響が剥落することからインフレ率が低下する結果、実質購買力が上昇し、個人消費が徐々に加速するであろう。また、ユーロ圏景気の緩やかな持ち直しにあわせ、輸出も次第に勢いを増していくであろう。その結果、実質 GDP 成長率は前年比 0.7%へとやや加速する見込みである。

BOE は難しい局面に直面

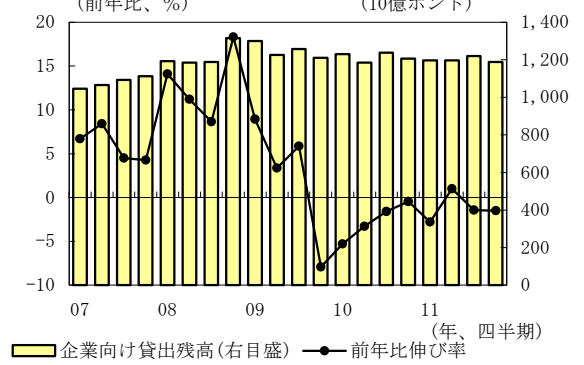
一方で、景気下支え役として期待されるのが金融政策であるが、イングランド銀行 (BOE) は難しい局面を迎えている。消費者物価上昇率は 4 月に前年比 3.0%と 3 月より 0.5%ポイント低下したが、これは、昨年 4 月下旬であった復活祭の祝日が今年は 4 月上旬になった結果、イースター休暇向け航空運賃のピークが 3 月中下旬に移行し、4 月の航空運賃を含む輸送費が大きく低下したことによるもので、一時的な要因といえる（第 49

第 50 図：個人向け貸出の動向



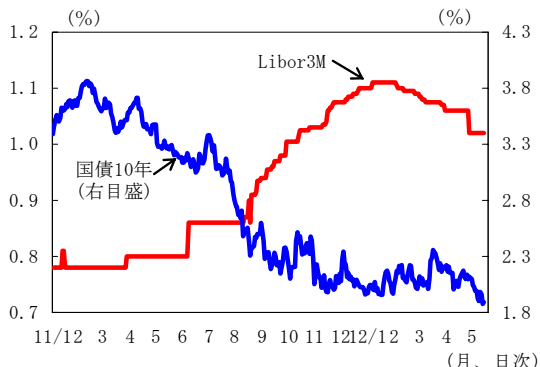
(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 51 図：企業向け貸出の動向



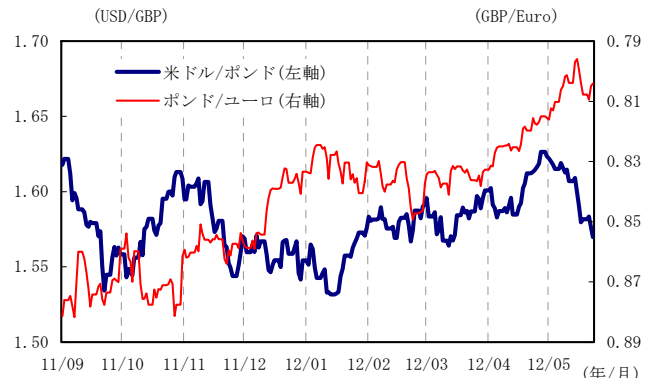
(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 52 図：英国金利の動向



(資料)FACTSETより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 53 図：ポンド相場の動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図)。インフレ率は低下トレンドにあるが、BOEは、今月のインフレレポートで、インフレ率の低下速度が想定よりも鈍化しているとした。BOEのインフレに対する警戒心は強い。そのため、5月10日のBOEの金融政策委員会では、3,250億ポンドの上限に達した資産買取ファシリティの枠拡大が見送られた。

ただし、そもそも資産買取ファシリティを実施した理由の1つは低迷している銀行貸出を増やし、金融仲介機能を回復させることであったが、現状、そこまで至っていない。個人及び企業向け貸出はいずれも前年水準を下回る状況にある(第50、51図)。また、当面、消費者物価上昇率はVAT税率の引き上げ効果剥落などにより低下傾向になるものの、BOEがターゲットとする2.0%を上回る水準で推移しよう。そのため、实体经济が低迷するなか、BOEは難しい金融政策の運営を迫られると考えられる。

短期金利は当面低水準に

短期金利については、2月にBOEが資産買取ファシリティの買取枠を500億ポンド拡大した後、低下傾向にある(第52図)。英国の銀行は欧州周縁国向けの与信が小さいことから、周縁国問題の影響もほとんどみられない。BOEが低金利を維持していることから、短期金利も当面、低い水準で推移するであろう。

ポンド相場は対ドルでは弱含み、対ユーロでは強含みの展開

ポンド相場は、対ドルでは米国景気の回復感の強まりから、やや軟調にある（第53図）。一方で、対ユーロでは、ギリシャをはじめとする周縁国問題の深刻化により、上昇傾向にある。今後も、対ドルでは、米国景気の回復基調が強まることから弱含みの展開になると見込まれる。対ユーロでは、周縁国問題が燻り続け、ユーロ圏の景気回復は非常に緩やかなものにとどまることから、当面上昇するものと考えられる。

（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 2011 (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)		
		2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
ユーロ圏	13,115	1.5	▲ 0.3	0.5	2.7	2.3	1.7	▲ 45	▲ 39	155
ドイツ	3,577	3.1	0.8	1.5	2.5	2.0	1.8	2,054	1,712	1,803
フランス	2,776	1.7	0.1	0.9	2.3	2.1	1.7	▲ 620	▲ 553	▲ 502
イタリア	2,199	0.4	▲ 1.3	0.0	2.9	2.5	1.9	▲ 701	▲ 525	▲ 336
英国	2,418	0.7	0.1	0.7	4.5	4.5	2.5	▲ 465	▲ 361	▲ 262

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
名目GDP	2.8	1.8	2.3	3.0	1.9	2.0
実質GDP	1.5	▲ 0.3	0.5	0.7	0.1	0.7
<内需寄与度>	0.4	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	0.4
<外需寄与度>	1.1	1.0	0.6	1.0	0.3	0.4
個人消費	0.2	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 1.2	0.1	0.7
政府消費	▲ 0.0	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.4
総固定資本形成	1.5	▲ 1.4	▲ 0.1	▲ 1.2	0.4	0.1
在庫投資	346	70	120	99	55	60
純輸出	2,566	3,389	3,940	▲ 157	▲ 109	▲ 59

- (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、弊行ホームページでもご覧いただけます。