

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

欧州経済見通し～ 利上げ再開の条件は不透明感の払拭 ～

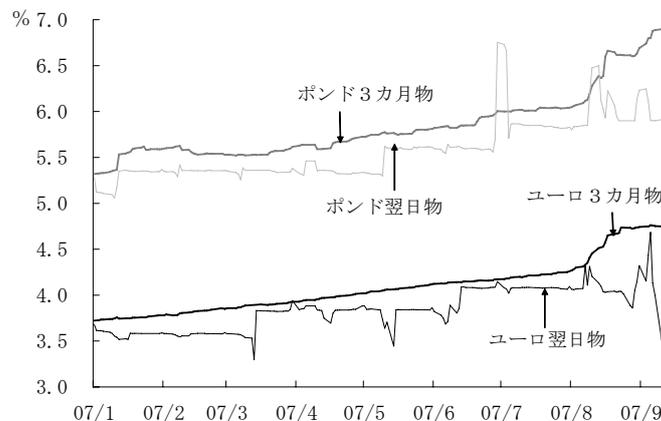
< ユーロ圏：2007年2.6%、2008年2.3% >

- ・ 4～6月期の成長率は前期比0.3%と低めに留まったが、一時的要因の影響が大きく、輸出、設備投資は堅調、個人消費も持ち直すなど成長の裾野拡大を示した。サーベイ調査も景気はピーク・アウトしたものの、なお底固いことを裏付けている。
- ・ ECBは当初予定していた9月利上げを見送り、追加的資金供給を行った。サブプライム問題に関わる不透明感が後退、市場が正常化すれば、年内にも追加利上げの可能性があるが、市場の不安定な推移が続けば、政策金利の据え置き期間が長引こう。

< イギリス：2007年2.9%、2008年2.4% >

- ・ 4～6月期の成長率は前期比0.8%で7期に亘り長期平均を上回ってきたが、年後半は内外需ともに減速、成長率は2007年通年は2.9%、2008年は2.4%となる。
- ・ BOEの政策金利は、2006年8月以来5度の利上げで5.75%とすでに引締め領域に入っている。過去の利上げが住宅市場に及ぼす影響と、世界的なリスク再評価の動きを見極めるため、政策金利は据え置きが続くと予想する。

リスクの再評価による調整過程が続く欧州金融市場
～ロンドン・インター・バンク市場金利～



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

＜欧州経済見通し－利上げ再開の条件は不透明感の払拭－＞

●概要

〈ユーロ圏〉

- ・ 4～6月期の成長率は前期比0.3%と低めに留まったが、一時的要因の影響が大きく、輸出、設備投資は堅調、個人消費も持ち直すなど内容は成長の裾野拡大を示した。サーベイ調査も景気はピーク・アウトしたものの、なお底固いことを裏付けている。
- ・ ECBは当初予定していた9月利上げを見送り、追加的資金供給を行った。サブプライム問題に関わる不透明感が後退、市場が正常化すれば、年内にも追加利上げの可能性があるが、市場の不安定な推移が続けば、政策金利の据え置き期間が長引こう。

ユーロ圏：経済見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.8	2.6	2.3	2.8	3.3	3.2	2.5	2.6	2.3	2.1	2.4	2.3	2.4
	前期比年率%	2.8	2.6	2.3	2.3	3.5	2.8	1.4	2.7	2.3	2.2	2.3	2.4	2.5
内需	前年比寄与度	2.5	2.2	2.2	3.0	2.5	2.7	2.0	1.8	2.1	1.9	2.3	2.2	2.3
民間最終消費支出	前年比%	1.9	1.5	2.2	1.7	2.1	1.4	1.5	1.6	1.7	2.2	2.3	2.2	2.3
固定資本形成	〃	5.0	4.2	2.4	7.6	4.0	7.3	3.7	2.3	3.5	1.3	2.7	2.7	2.7
外需	前年比寄与度	0.3	0.5	0.1	▲0.2	0.9	0.4	0.5	0.8	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	2.2	1.9	1.9	2.2	1.8	1.9	1.8	1.8	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
失業率	平均、%	7.9	6.9	6.7	7.8	7.6	7.2	7.0	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
ECB市場介入金利	期末値、%	3.50	4.25	4.25	3.00	3.50	3.75	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
10年国債	%	4.8	4.3	4.5	3.9	3.8	4.0	4.3	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5
対ドル為替相場	平均、ドル	1.26	1.35	1.40	1.27	1.29	1.31	1.35	1.37	1.38	1.40	1.40	1.40	1.40
対円為替相場	平均、円	146	159	158	148	152	157	163	160	157	160	157	157	157

〈イギリス〉

- ・ 4～6月期の成長率は前期比0.8%で7期に亘り長期平均を上回ってきたが、年後半は内外需ともに減速、成長率は2007年通年は2.9%、2008年は2.4%となろう。
- ・ BOEの政策金利は、2006年8月以来5度の利上げで5.75%とすでに引締め領域に入っている。過去の利上げが住宅市場に及ぼす影響と、世界的なリスク再評価の動きを見極めるため、政策金利は据え置きが続くと予想する

イギリス：経済見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.8	2.9	2.4	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0	2.7	2.6	2.3	2.3	2.4
	前期比年率%	2.8	2.9	2.4	2.8	3.3	2.8	3.4	2.5	2.3	2.2	2.3	2.6	2.7
内需	前年比寄与度%	3.2	3.0	2.7	3.3	3.6	3.3	2.5	3.1	3.0	2.9	2.6	2.6	2.8
民間最終消費支出	前年比%	2.1	2.8	2.6	2.1	2.7	3.0	2.6	3.0	2.5	2.7	2.6	2.6	2.7
固定資本形成	〃	8.0	4.9	2.7	7.8	9.8	8.9	5.3	4.0	1.6	1.2	3.1	3.1	3.3
外需	前年比寄与度%	▲0.4	▲0.0	▲0.0	▲0.3	▲0.4	▲0.3	0.6	▲0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.3
消費者物価(CPI)	〃	2.3	2.3	2.1	2.4	2.7	2.9	2.6	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2
失業率	平均、%	3.0	2.7	2.6	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
イングランド銀行レボ金利	期末、%	5.00	5.75	5.75	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75

1. ユーロ圏

●景気は底固さを保つも、ECBは9月利上げを見送り

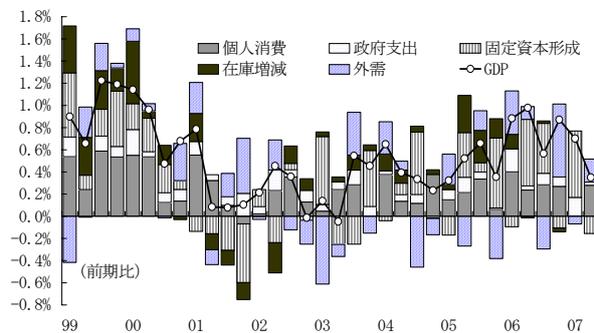
(4～6月期の成長鈍化は前期の好天の反動による建設投資の減少と在庫調整が原因)

ユーロ圏経済は、2007年1～3月期までの5期に亘り2.25%程度とされる潜在成長率を上回るペースで拡大を続けてきたが、4～6月期は前期比0.3%（前期比年率1.4%）に成長が鈍化した。

ドイツが1～3月期の前期比0.5%から同0.3%に減速したほか、フランスが同0.5%から同0.3%、イタリアが同0.3%から同0.1%、スペインが同1.1%から同0.8%と、4～6月期は主要国経済が揃って鈍化した。

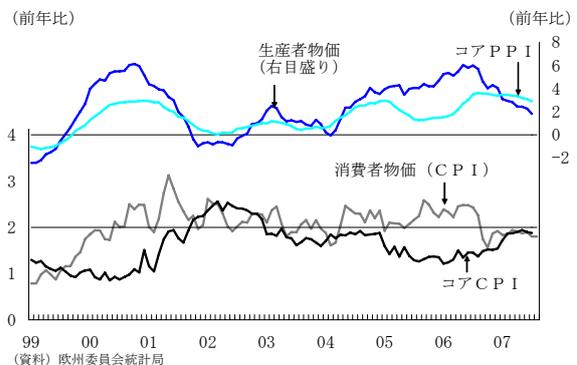
鈍化の主因は、1～3月期の好天で大幅な伸びとなった建設投資に反動が表れたことと在庫の調整にある。ユーロ圏全体の固定資本形成の内訳は公表されていないが、マイナス分は、ドイツの建設投資の減少にほぼ一致する大きさである。足もとの景気拡大の牽引役となってきたドイツでは設備投資が前期比0.2%と伸びを保っており、設備投資の底固さは続いたと見てよいのではないかと。また、輸出の伸びが輸入を上回ったことで、外需の寄与はプラスとなった。個人消費も、1～3月期はドイツの付加価値税率引き上げの影響もあり横這いとなるなど、雇用所得環境の改善ぶりに比べて遅れが目立っていたが、4～6月期は最大の成長押し上げ要因となった（図表1）。4～6月期は成長率こそ低かったものの、成長の裾野拡大が示された。

図表1 ユーロ圏の実質GDP成長率



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏のインフレ率



(資料) Eurostat

(インフレ率は12カ月連続で2%割れ、賃金上昇率はやや上振れ)

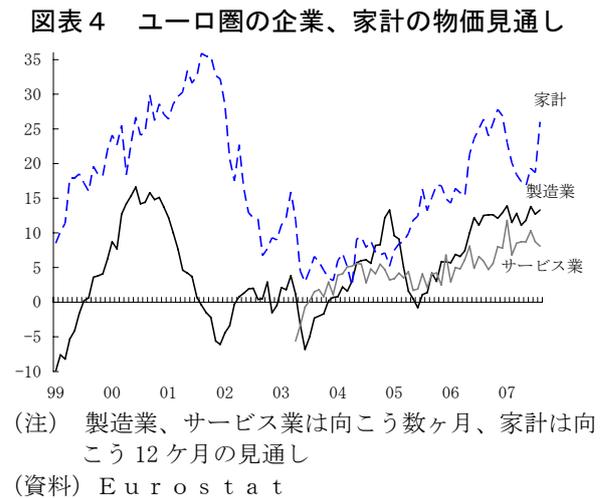
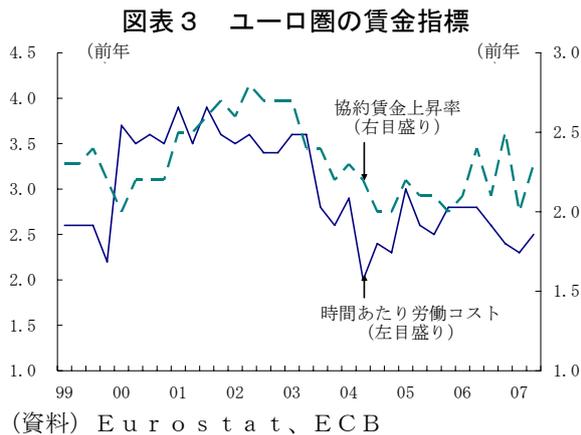
8月のCPI上昇率（速報値）は、7月実績と同じ前年同期比1.8%で12カ月連続で2%を下回った。7月の生産者物価（PPI）は同1.8%で3カ月連続で前月を下回った。エネルギー価格の低下幅が同1.9%まで拡大したことが全体を押し下げた。

このように、足もとの物価指標は、エネルギー価格の前年比効果から落ち着いているが、今年末から来年初にかけては、一次的に上押し要因となる点に留意が必要だ。

さらに、内生的なインフレの圧力についても、警戒を怠れない状況は続いている。失業率の大幅な改善にも関わらず、労働コストの上昇率は1～3月期まで鈍化傾向が続いてきたが、4～6月期は前年比2.5%で1～3月期の同2.3%を上回った（図表3）。なお、4～6月期の雇用増加

率は前期比 0.5%、前年同月比 1.7%で 1～3 月期の同 0.6%、同 1.7%に続き、高めの伸びとなっている。

価格設定の面でも、欧州委員会の企業景況感調査ではサービス業、製造業ともに、先行きの物価上昇を見込む割合が増価しており、価格転嫁によるマージン引き上げの意欲が高まっている様子が伺われる。物価上昇の見通しは家計でも広がっている（図表 4）。



（ トリシェ総裁は「追加の金融政策には情報収集とデータ分析が必要」とコメント ）

欧州中央銀行（以下、ECB）は、力強い景気拡大による内生的なインフレ圧力を警戒し、2005 年 12 月から今年 6 月まで合計 8 回に亘る利上げを行ってきた。さらに、8 月 2 日の政策理事会の時点では、9 月も 25bp の利上げを行う意向を示していたが、8 月 9 日以降、米国のサブプライム問題に端を発する市場の動揺が続いたため、結果として 9 月 6 日の理事会では利上げを見送った。

トリシェ総裁は、9 月の理事会後の記者会見の冒頭の声明で、「経済のファンダメンタルズは強く、中期見通しは良好」という 8 月理事会時点での評価を維持しながら政策金利を据え置いた理由を、「金融市場のボラティリティーとリスクの再評価によって不確実性が高まって」いるため、「追加の金融政策の決定にあたっては、さらに情報を収集し、新たなデータを分析することが適切である」と説明した。その一方、物価のリスクは「上振れ」、金融は中期的に良好な経済見通しに対して「緩和的」という評価も変えておらず、時期こそ明言しなかったものの、追加利上げへの意向は維持した

8 月 9 日以降、ECB は市場に大量の流動性を供給しているが、短期金融市場では 1 週間超の資金の貸し渋りから金利が上昇、証券化商品市場の流動性は大きく低下している。特に、9 月に入ってから、資産担保 CP（ABCP）の借り換え圧力から、ターム物金利の上昇ペースが加速した。12 日には、ECB が 6 日に公表した、期間 3 カ月の臨時オペが実施、平均落札金利は 4.52% で、750 億ユーロが供給されたこともあり、上振れには一応の歯止めが掛かりつつある（表紙図表参照）。

●サブプライム問題の損失の大きさと実体経済への影響が当面の焦点

(ユーロ圏のサブプライム問題は銀行傘下の Special Vehicle で発生)

サブプライム問題が世界的に広がり、ECBが大量の流動性供給で対応せざるを得なくなったきっかけは、8月9日に仏最大手のBNPパリバがサブプライム・ローンを含む資産担保証券化商品で運用していた傘下の3つのファンドを一時凍結したことである(8月28日及び30日に解除)。それと前後して、サブプライム投資を原因とする2つのドイツの中堅銀行の資金繰りに問題が生じ、市場の不信感には拍車がかかった。

2つのドイツの銀行の問題は、傘下の”Special Vehicle”(以下、SV。 ”Structured Investment Vehicle”、 ”Conduit”などとも表現される)が資金繰りに行き詰ったことが原因だ。SVは、ABC Pなどで短期・低利のファイナンスを行い、サブプライム・ローンなどを裏づけ資産とする債務担保付証券(CDO)、資産担保証券(ABS)などへ長期・高利回りの運用することで収益を挙げていた。しかし、サブプライム・ローンの延滞率の上昇、格下げによって、CDO、ABSといった資産の評価が下落、流動性が大きく低下する一方、ABC Pなどの借り換え発行が困難化したことで、バックアップ・ライン(信用限度枠)を設定していた親銀行に影響が及び、その金額が親銀行の対応力を大きく超えていたために、資金繰りが行き詰った。問題の本質は「期間のミスマッチ」という伝統的なものなのである。

ドイツの銀行システムは、商業銀行、州立銀行、協同組合銀行などのユニバーサルバンクと特殊銀行から構成されており、過当競争となっている。問題となった2行のうち、1行は政府系の政策金融機関KfWを筆頭株主とする中小企業向け融資専門の中堅の特殊銀行、もう1行は下位の州立銀行である。州立銀行に対しては、従来供与されてきた公的保証がEUレベルでの競争条件公平化の観点から、2005年7月から段階的に停止されている。こうした調達コストの上昇に対応する目的もあって、十分なノウハウも持たないままに、SVを通じたハイリスク・リターン型経営に傾斜していったと思われる。

自己資本に対して大きすぎるバック・アップ・ラインを供与していた2行のケースはやや特殊としても、欧州の銀行で、傘下に同じような仕組みのSVを持ち、バック・アップ・ラインを供与しているケースは少なくない。ABC Pの発行残高でも欧州系銀行が上位に名を連ねている状況にあって、傘下のファンドの経営内容と、それに伴う親銀行の損失の範囲について明確にならないかぎり、不安感が払拭できないのは当然であろう。主要行の7~9月期の決算が明らかになる10月を超えるまでは、市場の不安感が払拭され、正常化に至ることは難しいだろう。

(信用収縮の企業への波及、米景気減速による影響は構造的には小さいが、注視は必要)

サブプライム問題が、ユーロ圏の金融市場に大きな動揺をもたらしたことは明らかだが、実体経済に及ぼす影響については、今のところ、余り大きくないという見方が優勢だ。

実体経済に影響を及ぼす主なルートとしては、(1)一部市場の流動性低下や、金融機関の損失が、企業の資金調達の量的な制約や調達コストの上昇へとつながる、(2)米国経済の調整が深刻化し、その影響が世界経済に広がることによる、外需の鈍化の2つがある。

うち、(1)については、ユーロ圏の金融構造と企業構造の双方の構造的要因から深刻化しないと考えられている。傘下のファンドの損失の範囲は不明ながら、傘下のファンドは親銀行の規模に対して小さく、一般には損失は親銀行の収益・資本で十分カバーされると考えられる。かねてから過当競争が問題視されていたドイツなどで、この問題が、金融機関の再編の契機となったとしても、企業に対する貸し渋りが進む可能性は低いように思われる。

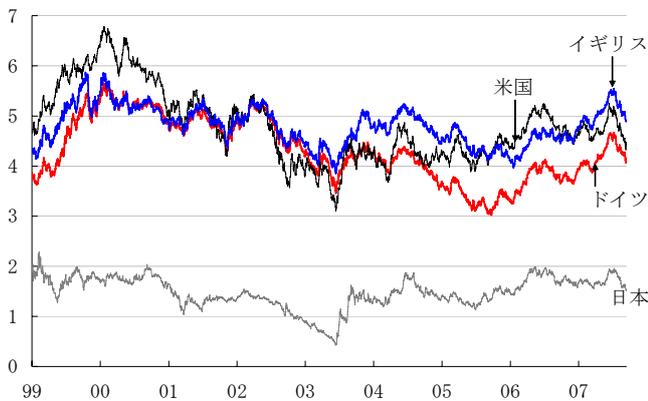
企業部門も、ITバブル後のリストラを経て、財務基盤が強固なものとなっており、収益も好調、さらに外部資金調達に依存する割合も高くないために、金融市場の動揺の影響を受け難いと考えられている。

サブプライム問題の表面化をきっかけとするリスクの再評価で、「質への逃避」や複雑な金融商品を敬遠する傾向が強まっているため、長期金利のベンチ・マークであるドイツ国債利回りは低下している(図表5)。格付けの異なる社債間のスプレッドは拡大しているものの、高格付け債の拡大は小さく、全体でも企業自身が過剰投資という問題を抱えていたITバブル崩壊後に比べると狭い範囲に留まっている。また、クレジット・デリバティブ市場におけるスプレッド^(注)も、特に、投資非適格のCDSスプレッドが大きく上昇、一旦は落ち着いた後、米国の実体経済への影響への懸念や、ユーロ圏の金融市場の混乱が長期化の様相を呈するにつれて再度上昇していたが、ECBの利上げ見送りや、追加的な流動性供給の効果もあって、落ち着きつつある(図表6)。

(注) クレジット・デフォルト・スワップ(貸付債権の信用リスクを保証してもらうオプション取引)で構成するiTraxx 指数

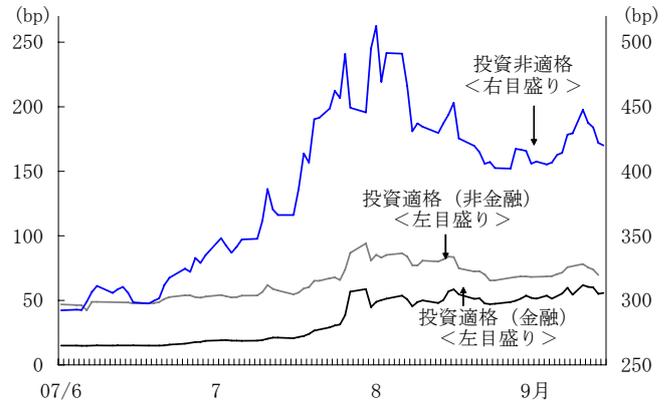
株価も、8月16日を底に持ち直す兆しを見せていたが、今月7日の米国の雇用統計の悪化を受けて、さらに下げるなど不安定な推移が続いている。ただ、株価の動きにも、金融が安値を更新する勢いが続いており、年初比でも8.9%下げているのに対し、通信・テクノロジーは株価調整前のピークである7月16日の水準を回復、消費財や金属も7月~8月の調整分を取り戻してはいないものの、年初比を1割強上回る水準にあるなど、業種毎にばらつきがある(図表7)。

図表5 日米独の長期金利



(資料)Datastream

図表6 ユーロ圏クレジットスワップ市場スプレッド



(資料)Bloomberg

図表7 ユーロ圏株価の業種別騰落率

	総合	石油・ガス	基本金属	製造業	消費財	医療	消費者サービス	通信	ユティ ライ ター	金融	テクノ ロジー
07年初～7/16までの騰落率	11.5%	14.3%	27.2%	22.6%	20.3%	-2.6%	10.2%	1.6%	11.6%	4.8%	16.5%
7/16～8/16までの騰落率①	-11.7%	-16.2%	-13.3%	-16.3%	-10.5%	-8.3%	-11.9%	-3.6%	-7.3%	-12.5%	-8.9%
8/16以降の回復率②	4.8%	8.6%	7.0%	2.9%	5.9%	7.2%	6.1%	8.9%	4.7%	1.8%	9.5%
①-②	-6.9%	-7.6%	-6.3%	-13.4%	-4.6%	-1.1%	-5.8%	5.4%	-2.6%	-10.7%	0.6%
年初比	3.2%	4.0%	18.0%	5.6%	14.1%	-4.3%	3.0%	6.7%	8.3%	-6.6%	16.2%

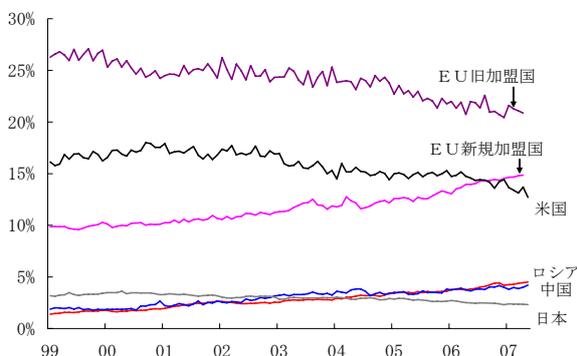
(注) ダウ・ユーロ株価指数の業種分類による (資料) Bloomberg

現時点では、金融システムの問題がユーロ圏企業の活動に及ぼす影響は大きくはないと考えられるが、銀行の資金調達コストの上昇、貸出資産の証券化が困難になっていることが、貸出態度に及ぼす変化や、資本市場のリスク再評価が秩序を保ち続けるか、注意が必要であろう。

(2)の米国の景気減速の貿易を通じた影響は、ユーロ圏と近隣諸国の内需は好調であること、近年、輸出先としては、米国のウェイトが低下しており、代わりにウェイトが高まっている中東欧のEU新規加盟やロシア、中国などの新興国の成長持続が見込まれることから、大きくはないと想定されている(図表8)。実際、2007年は、トリシェ総裁が9月の会見で述べた「想定される米国経済減速の影響は新興国市場の力強い景気拡大で相殺される」ことになりそうだ。だが、2008年については、米国の景気の大きく落ち込み方次第では、輸出や外資流入への依存度が高い新興国にも相応の影響が予想されるため、楽観視はできない。

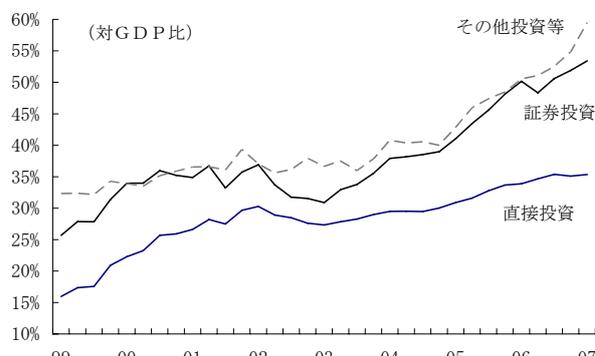
また、ユーロ圏経済にとっての米国のウェイトは、貿易取引では低下しているが、近年、急テンポで拡大した資本取引(図表9)では重要な位置づけを占めている。特に、証券投資では、2003年以降の対外証券投資の累計額のおよそ3割を米国が占めており、金融ルートを通じた影響を受け易くなっていると言えよう。

図表8 ユーロ圏の域外輸出のシェア



(資料) ECB

図表9 ユーロ圏の対外資産(対GDP比)



(資料) Eurostat

(サーベイ調査もサブプライム問題による影響は軽微)

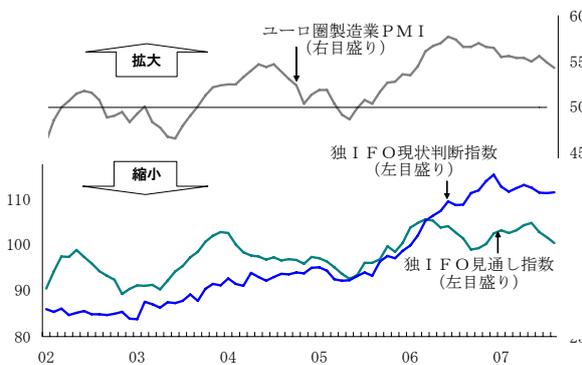
サブプライム問題による市場の動揺の影響が織り込まれたハードデータは、これまでのところ公表されていないが、サーベイ調査の結果を見る限り、市場参加者を対象とする8月のドイツのZEWの見通し指数が大きく悪化(現状判断指数が88.2から80.2に低下しながらも高水準を保つ一方、見通し指数はプラス10.4→マイナス6.9)したのを除けば、影響はマイルドである。

8月のドイツIfo企業景況感調査は、現状判断指数が111.3から111.5に小幅ながら上昇、見通し指数は106.4から105.8に低下した。また、8月の購買担当者指数(PMI)は製造業が54.9から54.3に低下、サービス業が58.1から58.0に低下した(図表5)。ZEW、Ifoともに、現状判断の水準が高く、PMIは拡大と縮小の分かれ目である50を超える水準にあることは、景気はピークアウトしたものの、拡大基調が続いていることを裏付ける材料と言えよう(図表10)。

欧州委員会の8月の企業景況感調査も、製造業はプラス5で横這い、サービス業はプラス21からプラス20への僅かな悪化に留まった。製造業は7月に悪化した生産の現状と受注が悪化分を取り戻し、生産見通しは悪化した、プラス14からプラス13とわずかに留まり、長期平均の6に対して、高い水準を保っている。サービス業では需要の見通しがプラス26からプラス23に悪化した、雇用の見通しはプラス14からプラス17に改善した。また、消費者信頼感もマイナス2からマイナス3に悪化した、長期平均のマイナス12を大きく上回る水準にある。欧州委員会のサーベイ調査は、8月の2~3週目に実施されているが、金融業の信頼感指数もプラス27からプラス33に改善するなど、サブプライム問題の影響は全体として極めて軽微に留まっている。

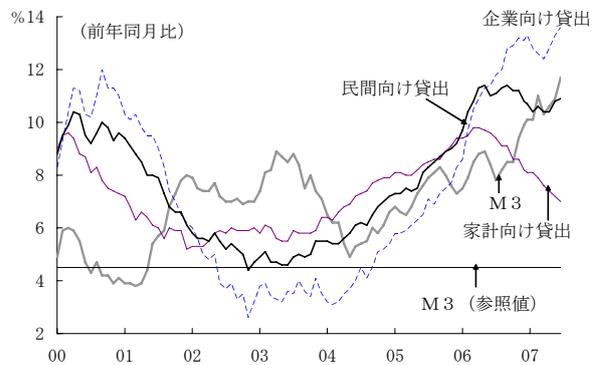
また、今後の変化が注目されるマネー・サプライと貸出の統計については、7月分については、家計向けの貸出伸び率は、住宅ローンの伸びの鈍化による減速傾向が続いているが、4月以降、再加速した企業向け貸出の伸び率が7月は前年同月比13.6%とさらに高まったことで、民間向け貸出も前月を上回る伸びとなった(6月:前年同月比10.8%→7月:同10.9%)。マネー・サプライM3も同11.7%と過去最高の伸びとなっている(図表11)。流動性の指標は、ECBの政策判断の柱の一つに位置づけられるものだが、9月の理事会の判断も、「広範な分析に基づけば、マネーと信用の伸びの基調は強い」というものであり、中期的な観点からの物価の安定に対する上振れリスクであるとの認識は維持されている

図表10 ユーロ圏のサーベイ調査



(資料) ロイター、IFO

図表11 ユーロ圏の流動性指標



(資料) ECB

●メイン・シナリオは消費拡大による成長の持続と10～12月期の追加利上げ

(2007年は2.6%、2008年は2.3%成長、金融機関→企業の波及の有無が焦点)

ユーロ圏の設備投資は、一時の勢いは衰えつつあるが、資本財など余剰生産能力が縮小している分野を中心に拡大基調が続く一方、雇用・所得環境が改善、消費者マインドも高いレベルにあることから、個人消費も緩やかな回復が見込まれる。米国経済の成長鈍化、2008年後半の緩慢な回復という環境を想定した場合、成長率は2007年年間の前年比2.6%から、2008年は同2.3%に鈍化するものの、底固さは保とう。

インフレ率は、足もとまで物価安定に寄与してきたエネルギーの要因が年末年始に上振れ要因に転化するため、一時的に上向くことになろう。しかし、ユーロ高による輸入インフレ抑制効果はその後も残ること、賃金も生産性を大きく上回る伸びは回避されると見られることから、2007年に続き、2008年もインフレ率は通年では前年比1.9%と安定した推移なろう。

(市場の不透明感払拭が利上げ再開の条件)

ECBの金融政策の先行きも金融市場と世界経済次第という面が強まっているが、現時点では、追加利上げは10～12月期に1回の利上げが行なわれる可能性は残っている。

但し、ECBが、9月利上げ見送りの理由を、不確実性の高まりや情報収集やデータ分析の必要性としたことから考えて、追加利上げの条件は、サブプライム問題の世界的な広がりや歯止めがかかることと、市場の不透明感が払拭され、正常な機能を回復することと考えられよう。そのためには、特に米国において効果的な政策対応が進展することと、市場の疑心暗鬼の原因である金融機関の損失の範囲が明確になること、サブプライム問題による市場の混乱が、金融システムの内部に留まり、実体経済への影響が抑えられたことがデータなどで裏づけられることが必要である。

9月の記者会見のトーンからは10月利上げは考え辛く、10月に入ってから主要金融機関の7～9期の決算が本格化することを考えると、10月初に利上げ再開のシグナルを発することも難しいだろう。可能性としては、7～9月期の経済統計が出揃い、11月下旬までの実績を織り込んだ改定見通しが公表される12月が最も高いのではないかと考えられる。

仮に、12月時点でも市場の不安定な推移が続いていけば、実体経済への影響が広がると考えられることから、インフレ・リスクは後退、現行水準での据え置きが続く可能性が高まると考えられよう。

2. イギリス

●景気は堅調に拡大、BOEは引締め水準で政策金利を維持

(長期平均を上回る成長が持続)

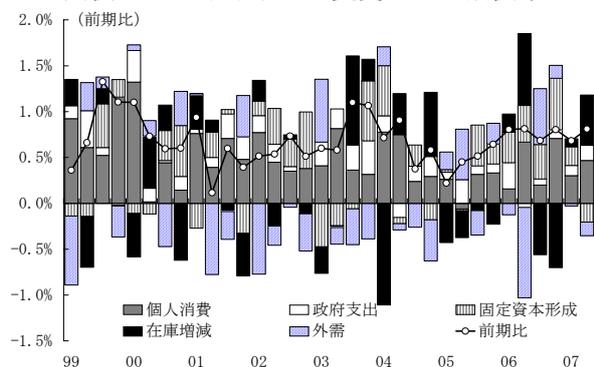
イギリスでは、長期平均を上回る成長が7期に亘り続いており、4～6月期の実質GDP成長率は、前期比0.8%であった。

供給面では、サービス業が、金融・ビジネス・サービスの前期比1.5%に牽引されるかたちで前期比0.8%と高い伸びを維持した。1～3月期は2006年に盛り上がった航空機生産の反動減で前期比0.4%のマイナスとなった製造業も同0.7%に回復した。

需要面では、この間の成長を押し上げてきた固定資本形成が前期比1.1%と大きく減少する一方、一進一退で推移してきた個人消費が同0.8%に加速した(図表12)。

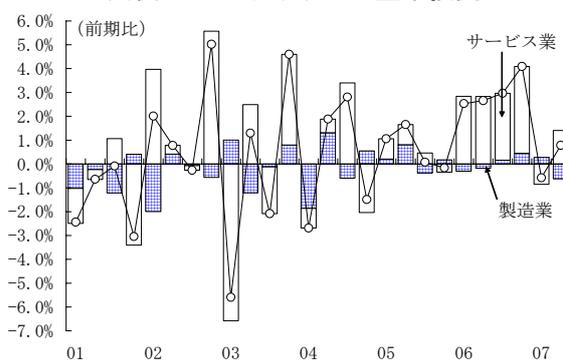
固定資本形成の減少は、GDP統計の前に公表されている企業投資が4～6月期に前期比0.6%となっていることから、企業投資統計ではカバーされていない公共部門の投資が減少したことによるとと思われる(GDP統計ベースの固定資本形成の部門別の内訳は9月26日公表の確報には含まれる)。企業投資統計でも製造業は前期比5.5%の減少となったほか、投資の主役となってきたサービス業の投資の伸びも2006年に比べて鈍ってきている(図表13)。

図表12 イギリスの実質GDP成長率



(資料) ONS

図表13 イギリスの企業投資



(資料) ONS

個人消費の指標である小売数量は、今年初に前月比1.7%と大きく減少、4月も前月比横ばいとなるなど方向感の掴み難い状態が続いた。しかし、5月以降は3カ月連続でプラスとなり、特に、7月は夏季のバーゲンセールの効果もあって前月比0.7%と高めの伸びとなるなど、回復基調が定着するようになっている。雇用情勢改善への期待感から、消費者の購買意欲が緩やかながらも回復していることと整合的と言えよう(図表14)。

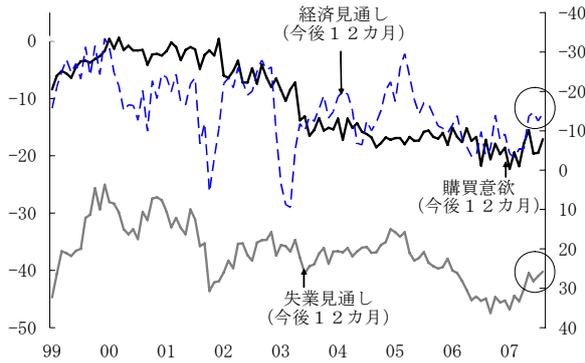
(インフレ率は7月に目標を下回る水準まで鈍化)

消費者物価上昇率(以下、CPI)は、3月の前期比3.1%をピークにガス・電力料金の引下げの効果から着実に低下、7月は食品価格の低下と家具・日用品のバーゲンの効果などから前月の同2.4%から同1.9%へと大きく鈍化し、15カ月に亘る目標水準(2%)からの上振れが一旦終息

した。

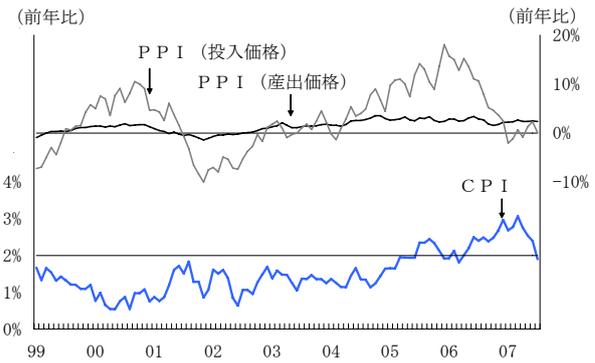
生産者物価は、投入価格が5月に前年同月比1.3%のプラスに転化、6月は金属価格の高止まりとエネルギー価格の押し下げ効果の縮小によって同2.5%まで上昇したが、7月は原油価格の上昇を金属価格の下落が相殺したことで、同0.3%に鈍化、8月は同0.6%となった。この間、産出価格は2%台半ばの水準で安定した推移となっている（図表15）。

図表14 イギリスの消費者サーベイ



(資料) 欧州委員会

図表15 イギリスの物価



(資料) ONS

(BOEは7月の利上げ後、2カ月連続で据え置き)

イングランド銀行（以下、BOE）は、2006年8月に利上げを再開した後、7月までに5回の利上げを実施、政策金利は5.75%の引き締め領域で据え置かれている。

8月の金融政策委員会（以下、MPC）では、委員の間でも、景気と物価のリスクに関する見方は分かれるが、サブプライム・ローン問題による金融市場の動揺について調整の深さや期間を見極めるための時間が必要という認識で全員が一致したことが議事録から明らかになっている。

9月のMPCの議事録は未だ公開されていないが、今回は、据え置き決定時としては異例の声明文が公表されている。声明文では「金融市場の混乱が、企業や家計向け信用の Availability にどの程度の悪影響を及ぼすのか語るのは早すぎる」、「MPCは信用スプレッドと信用供与の量の動きを注意深く監視する」としており、状況の見極めが必要という認識が多数を占めたことが示された。

MPCが政策決定の根拠としている「インフレ報告」の8月号における予測のメイン・シナリオは、市場が織り込んでいる年内あと1回の利上げを前提に、成長率は予測期間にわたって緩やかに鈍化、CPI上昇率は目標の2%近辺に収束するというものである。前回5月との比較では、利上げ効果の浸透による個人消費、設備投資の鈍化が見込まれることで、成長率は若干下方修正されたが、リスクは上下に均衡しているという評価は維持された。インフレ・リスクの判断は、前回5月の「上振れ」から「やや上振れ」に修正、インフレ警戒のトーンが幾分弱められた。

これに対して、9月のMPCの認識は、声明文に基づけば、景気と物価については、「向こう数ヶ月は、インフレ率は目標の2%の近辺で推移する」、「賃金からインフレ圧力は引き続き弱い」、「個人消費には減速の兆候が見られる」とする一方、「生産は着実に拡大」、「余剰生産能力は縮小」

しており、「価格設定からの圧力も幾分上昇の兆しが見られる」というもので、8月の見通しから大きな修正はない。その中で、小売統計の回復ぶりに比べると、MPCの個人消費の評価は慎重であり、この点について、どのような議論が展開されたのか、19日公開の議事録の内容が注目されよう。

(9月に入りBOEも限定的資金供給を実施、適格担保要件緩和や長めの資金供給には否定的)

なお、8月9日のパリバ・ショックに対してECB、FRBを始めとする多くの中央銀行が資金供給による市場安定化を迫られる中で、目立った措置を講じてこなかったBOEも、各行が提出した資料から銀行の準備金の積み増し需要の拡大が確認されたことに対応し、9月に入って、6日に政策金利の水準で積み増し需要に対応した。

しかし、BOEの基本スタンスは、キング総裁が下院財務委員会に9月12日に提出した報告書間の中で示したように、インター・バンクのターム物金利の上昇や銀行の貸出先の見直しは、「銀行の資産構成に関する選好が変化することによる自然な結果」であり、(FRBが行った) 公定歩合貸出における適格担保要件の緩和や、(ECBが行っている) より長めの資金の供給については、「過剰なリスク・テイクを奨励し、将来の金融危機の種をまくことになる」というものだ。

また、今後の見通しは不透明としながらも、「流動性の確保には限界がある」、「銀行システム全体としては、(証券化商品市場の流動性低下で困難に直面している) ファンドの資産を取り込んでも持ちこたえるだけの強さがある」とした上で、「適切な対応が講じられれば、長期的な経済の安定を脅かすものではない」との見方が示された。

●成長率は2007年2.9%から、2008年は2.4%に減速

(所得の伸び悩みは消費の頭を抑える一因。金融業の雇用吸収力は低下する可能性も)

今後を展望する上で最も注目されるのは、最終需要の6割強を占める消費の動きである。すでに見たとおり、足もとの小売統計は改善、消費者のマインドも緩やかに持ち直しているが、所得の伸び悩みと可処分所得比で見た家計の債務残高水準の高さに頭を抑えられる見通しだ。

雇用の拡大にも関わらず、所得の伸びが抑えられてきたのは、移民労働力の流入や労働参加率の高まりによって、需給の逼迫が生じ難くなったことによる。ただ、ここ数ヶ月は、失業率の低下や欠員率の上昇、さらに所得の伸びの鈍化に歯止めが掛かる兆し(図表16)が見え始めており、労働市場の「緩み」は解消しつつあるようだ。

なお、雇用・所得面で下振れリスクとしては、金融セクターがサブプライム問題から受ける影響に注意しておきたい。国際金融センター・ロンドンを擁するイギリス経済における金融業の比重は高く、雇用の面でも、製造業の削減を公共サービスとともに補う形で雇用吸収に貢献してきたからだ(図表17)。

(利上げ効果が住宅市場、個人消費にもたらす影響にも注意が必要)

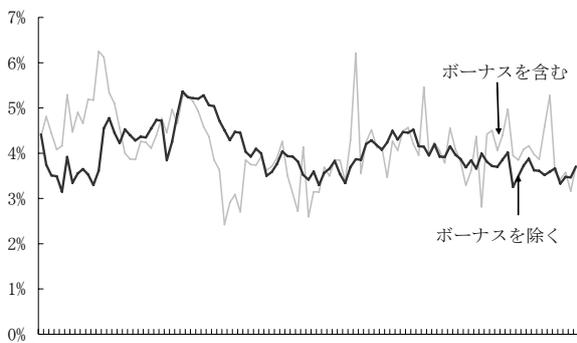
イギリスの家計の所得に対する債務残高の比率は160%と80年代後半のバブル期を上回る水準

に達しており、利上げ効果の浸透とともに、元利払いの負担が増大することも、個人消費を抑制する要因として留意が必要であろう。

2006年8月からの利上げ幅は合計で125bpに上るが、変動金利との差が大きく拡大した2005年下期に2年固定型の住宅ローンの割合が高まったことで、金融政策波及のスピードが和らげられてきた。しかし、今年後半には、この時期のローンの固定金利期間が終わることから、利上げ分の負担増が集中的に表れることになる。

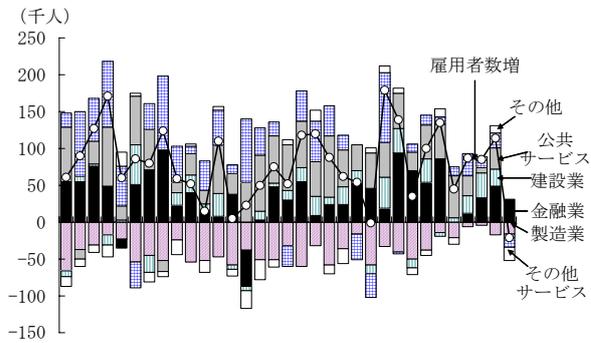
イギリスでは、米国と同様に、住宅の価値上昇を消費の原資とする Mortgage Equity Withdrawal が発達しており、住宅価格と個人消費のリンケージが強い。現在は、住宅価格は利上げの再開によって、上昇に歯止めが掛かったという段階だが（図表16）、今後、利上げ効果の浸透が本格化する中での、住宅ローンの返済状況の変化、住宅価格の動き、さらに個人消費への影響は注視すべきだろう。

図表16 イギリスの平均雇用者所得伸び率



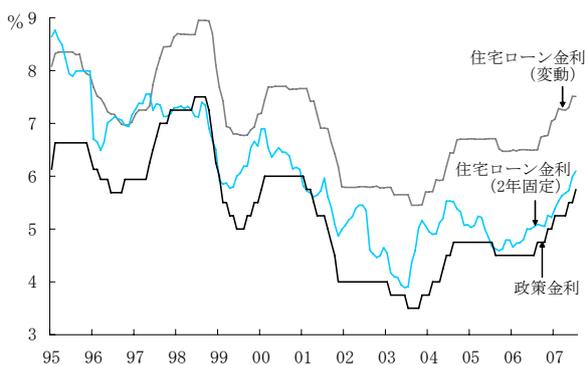
(資料) ONS

図表17 産業部門別雇用者数前期比増減



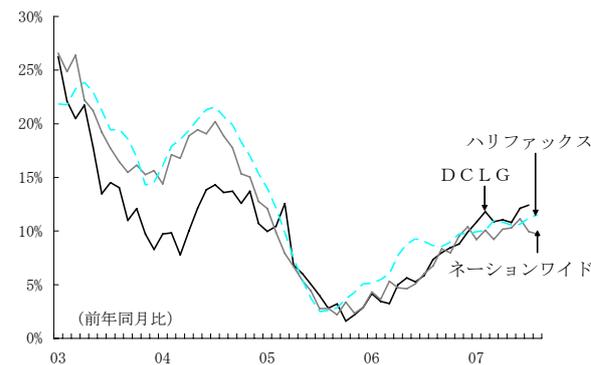
(資料) ONS

図表18 イギリスの住宅ローン金利



(資料) BOE

図表19 住宅価格指数の推移



(資料) 地域社会・地方政府省 (DCLG) ほか

(企業の設備投資はピーク・アウトするも底固い、資金調達環境変化の影響には留意が必要)
 設備投資は、サービス業を中心に力強い拡大が見られた2006年に比べれば鈍化が見込まれる。しかし、旺盛な需要に対して生産能力の制約が強まっていること、企業収益が好調に推移していることを背景に、設備投資調査でも意欲的な姿勢が示されており、拡大基調は持続すると見られ



る。

リスクの再評価による資金調達環境の変化には留意が必要だが、企業収益の好調ぶりや、手元流動性の潤沢さ、流動性が低下したCP市場への依存度が低いことなどから、混乱の長期化が回避されれば、影響は限定的なものに留まると考えられよう。

(成長率は2007年2.9%、2008年2.4%、BOEは政策金利を据え置き)

イギリス経済の拡大ペースは、利上げ効果の浸透で内需の減速が見込まれること、米国並びにユーロ圏という関係の深い地域の成長鈍化により、年後半以降、鈍ると予想する。2007年の通年の成長率2.9%に対し、2008年の成長率は2.4%へと鈍化するだろう。

政策金利は、すでに引き締め領域にあり、サブプライム問題をきっかけとするリスク再評価の影響とともに、利上げ効果の浸透ぶりの見極めを必要とする段階に入っている。需要の鈍化とともに、BOEが懸念する余剰生産力の縮小からくるインフレ圧力も緩和すると見られることから、政策金利は予測期間を通して据え置かれると予想する。