

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～スタグフレーション回避に軸足～

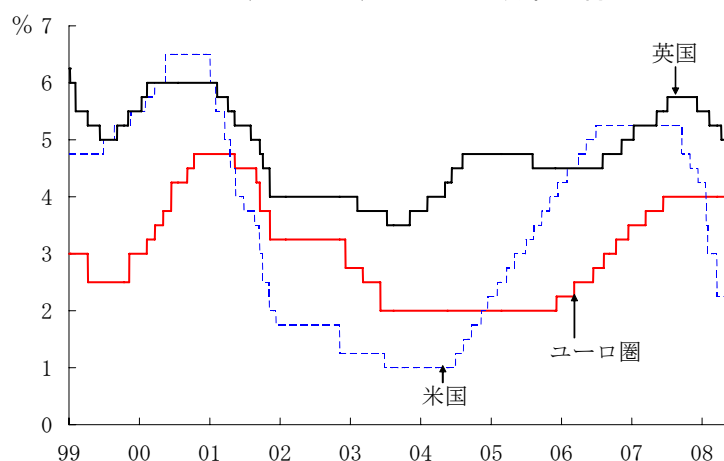
< ユーロ圏：2008年1.8%、2009年1.6% >

- ・ 上半期のユーロ圏の景気は概ね想定範囲内で減速したが、国際商品価格高騰の影響で物価の上振れは予想以上に長期にわたり続く見通しとなった。ECBは中期的な物価の安定を通じて雇用と成長をサポートする立場から7月にも利上げを実施する見込み。
- ・ 米国経済の停滞、一部諸国の住宅市場調整、ユーロ高、インフレに利上げの影響が重なり、成長率は08年1.8%、09年1.6%に抑えられよう。インフレ率は、08年はユーロ導入以来初の3%台、09年中の安定水準（1.7～1.9%）への回帰も難しいだろう。

< イギリス：2008年1.9%、2009年1.7% >

- ・ イギリスでは、金融市場混乱の影響が住宅市場に広がり、景気減速傾向が強まっている。
- ・ 住宅価格の逆資産効果、金融環境悪化、雇用不振が景気の重しとなるが、外需改善と住宅市場、雇用の底固さから失速は回避、成長率は08年1.9%、09年1.7%となるだろう。
- ・ BOEは、原油・食品価格高とポンド安による物価上振れ幅は従来より大きく、且つ、長期化すると見ている。追加利下げは08年10～12月期まで先送りされよう。

景気減速下でECBは7月利上げ、BOEは追加利下げを先送り
～ECB、BOE、FRBの政策金利～



(資料) FRB、ECB、BOE

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 ～ スタグフレーション回避に軸足 ～＞

●概要

＜ユーロ圏＞

- ・上半期のユーロ圏の景気は概ね想定範囲内で減速したが、国際商品価格高騰の影響で物価の上振れは予想以上に長期にわたり続く見通しとなった。ECBは中期的な物価の安定を通じて雇用と成長をサポートする立場から7月にも利上げを実施する見込み。
- ・米国経済の停滞、一部諸国の住宅市場調整、ユーロ高、インフレに利上げの影響が重なり、成長率は08年1.8%、09年1.6%に抑えられよう。インフレ率は、08年はユーロ導入以来初の3%台、09年中の安定水準（1.7～1.9%）への回帰も難しいだろう。

ユーロ圏:経済見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2007年		2008年				2009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)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.6	1.8	1.6	2.7	2.1	2.2	1.9	1.6	1.7	1.3	1.6	1.7	1.8
	前期比年率%	2.6	1.8	1.6	2.7	1.3	3.2	0.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0
内需	前年比寄与度	2.3	1.5	1.4	2.1	1.9	1.6	1.6	1.3	1.6	1.2	1.4	1.5	1.6
	民間最終消費支出	1.6	0.7	1.3	1.8	1.2	1.2	0.7	0.3	0.6	0.8	1.1	1.5	1.7
固定資本形成	"	4.4	3.3	2.0	3.9	3.2	3.6	3.8	3.3	2.7	1.6	2.0	2.1	2.3
外需	前年比寄与度	0.3	0.3	0.2	0.5	0.2	0.6	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	3.4	2.4	1.9	2.9	3.4	3.4	3.6	3.1	2.7	2.5	2.3	2.2
失業率	平均、%	7.4	7.2	7.4	7.4	7.2	7.1	7.1	7.2	7.3	7.4	7.4	7.4	7.4
ECB市場介入金利	期末、%	4.00	4.25	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
10年国債利回り	平均、%	4.2	4.1	4.2	4.3	4.2	3.9	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.37	1.53	1.49	1.38	1.45	1.50	1.56	1.54	1.52	1.50	1.50	1.48	1.48
対円為替相場	平均、円	161	161	160	162	164	158	164	162	160	161	161	158	158

＜イギリス＞

- ・イギリスでは、金融市場混乱の影響が住宅市場に広がり、景気減速傾向が強まっている。
- ・住宅価格の逆資産効果、金融環境悪化、雇用不振が景気の重しとなるが、外需改善と住宅市場、雇用の底固さから失速は回避、成長率は08年1.9%、09年1.7%となろう。
- ・BOEは、原油・食品価格高とポンド安による物価上振れ幅は従来の想定より大きく、且つ、長期化すると見ている。追加利下げは08年10～12月期まで先送りされよう。

イギリス:経済見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2007年		2008年				2009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)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	3.0	1.9	1.7	3.1	2.8	2.5	1.9	1.7	1.4	1.4	1.7	1.8	2.1
	前期比年率%	3.0	1.9	1.7	2.6	2.5	1.6	0.8	1.8	1.4	1.5	2.0	2.3	2.5
内需	前年比寄与度%	3.6	1.5	1.7	4.1	3.8	2.7	2.3	1.2	1.0	1.2	1.6	1.8	2.2
	民間最終消費支出	3.1	2.5	1.8	3.6	2.4	3.0	2.6	2.1	2.3	1.3	1.7	1.9	2.2
固定資本形成	"	6.2	0.9	1.8	5.1	4.1	1.1	2.6	0.7	▲0.8	1.3	1.6	1.9	2.2
外需	前年比寄与度%	▲0.6	0.4	0.0	▲0.8	▲0.8	▲0.1	▲0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	▲0.1
消費者物価(CPI)	"	2.3	3.2	2.3	1.8	2.1	2.4	3.2	3.6	3.4	2.6	2.4	2.2	2.0
失業率	平均、%	2.7	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
BOEレポ金利	期末、%	5.50	4.75	4.75	5.75	5.50	5.00	5.00	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75

1. ユーロ圏

●景気は国ごとの差を伴いながら減速

(1～3月期の成長率は上振れるも、景気は減速基調、個人消費に弱さ)

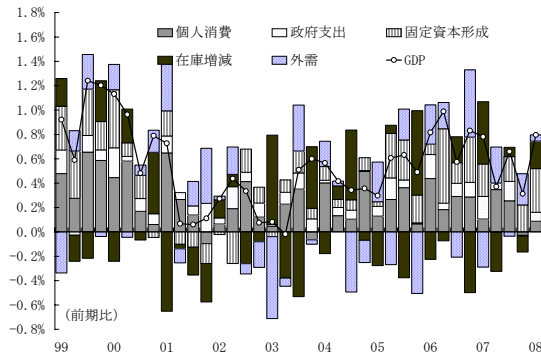
ユーロ圏の1～3月期の成長率は前期比0.8%で10～12月期の同0.3%を大きく上回った。固定資本形成が、前期比1.6%と大きく伸びたことが成長率を押し上げた最大の要因であった。外需は、輸出の伸びが同1.9%と輸入の同1.8%を上回ったことで成長に同0.1%寄与し、前期はゼロであった個人消費の寄与度も同0.1%となった(図表1)。

しかし、以下の理由により、1～3月期の強さは一時的なものに留まる見込みであり、4～6月期は反動による低成長を予想、年後半も景気の減速傾向は続く見込みである。

まず、1～3月期の固定資本形成の伸びは、暖冬による建設投資の拡大という一時的な要因に押し上げられた部分が大きかったことである。足もとでも企業活動の拡大は続いているが、そのペースは明らかに鈍化している。5月のユーロ圏PMI(購買担当者指数)は、サービス業、製造業がともに50.6まで下げ、拡大と縮小の分かれ目である50に近づいてきた。欧州委員会の企業サーベイでも、受注の減少、在庫増、生産の先行き鈍化傾向が明確になっている(図表3)。

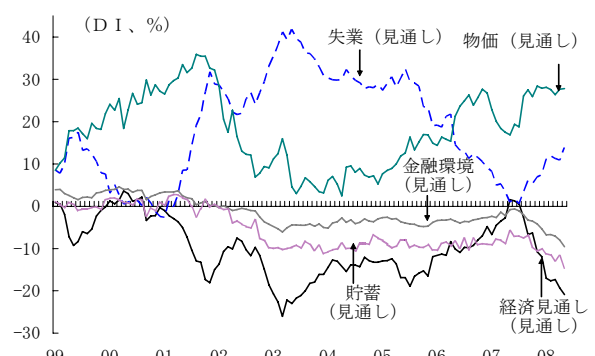
また、1～3月期は持ち直した個人消費も、月次の指標である小売統計が1月に前月比0.5%と伸びた後、3カ月連続で前月比マイナスとなっており基調は弱い。失業率が4月も7.1%と低水準を保つなど、雇用・所得環境は持ちこたえているが、国際市況の高騰を背景とするエネルギー、食品の値上がりもあって、景気と雇用の先行き見通しが悪化(図表2)、消費者マインドが長期平均を割り込む水準にまで低下していることが、消費の抑制要因となっていると考えられよう。

図表1 ユーロ圏の実質GDP成長率



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏の消費者サーベイ



(資料) 欧州委員会

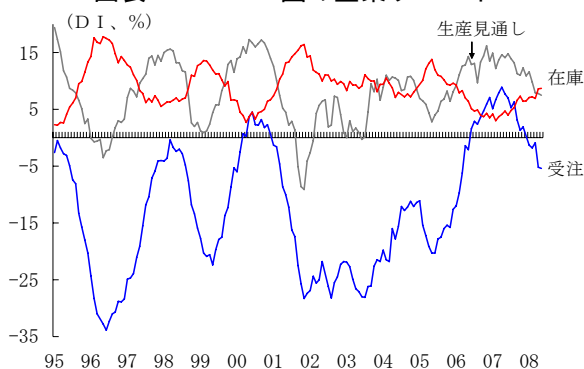
(域内のばらつきが拡大)

ユーロ圏内ではドイツ、フランスなどこれまでのところ景気減速のテンポが穏やかな国がある一方、スペイン、イタリア、アイルランドなどでは景気の悪化が目立っている(図表3)。1～3月期の成長率はドイツが前期比1.5%成長に加速、フランスも投資と外需の寄与により同0.6%と10～12月期の同0.3%から持ち直した。ドイツの加速は好天による投資の拡大に大きく押し上げられており、個人消費は10～12月期にマイナスからプラス転化した。前期比0.3%と反発力は

弱く、外需も輸出を上回る輸入の伸びで成長への寄与はマイナスとなった。

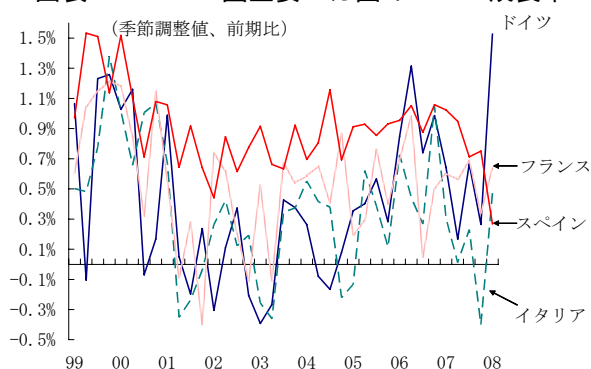
一方、スペインは、ユーロ導入以来、平均前期比 0.9% という高成長を続けてきたが、1～3月期には前期比 0.3% 成長まで減速した。昨年半ばからのもたつきが目立つイタリアも、10～12月期のマイナス 0.4% から 1～3月期は 0.5% と反発したが、前年同期比では 0.3% とユーロ圏で最も低く、停滞感が強まっている。アイルランドは 1～3月期の成長率が未公表（6月中公表予定）だが、住宅市場調整の影響の広がりを見られるものとなるだろう。

図表3 ユーロ圏の企業サーベイ



(資料) 欧州委員会

図表4 ユーロ圏主要4カ国のGDP成長率



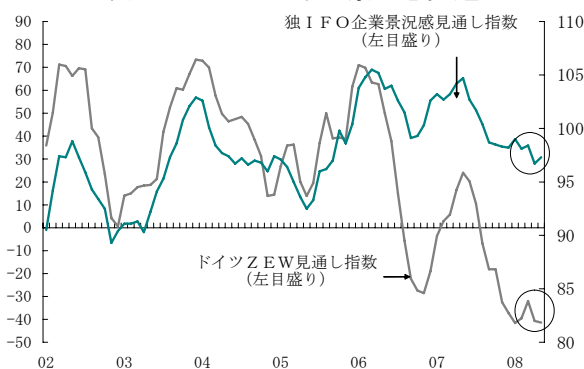
(資料) Eurostat

(4～6月期はばらつきを残しながら総じて減速へ)

4～6月期のドイツは天候要因による投資の押し上げ効果が剥落する見込みだが、外部環境の悪化にも関わらず、それなりに底堅さを保っていることを裏付ける材料は少なくない。ユーロ圏全体では 50 近くまで下げている PMI は、ドイツでもピークアウトしているが、製造業 53.6、サービス業 53.8 と相対的に高めの水準にある。先行きの悪化を織り込んできた ZEW 指数や I f o 企業景況感指数も一旦下げ止まっている (図表5)。

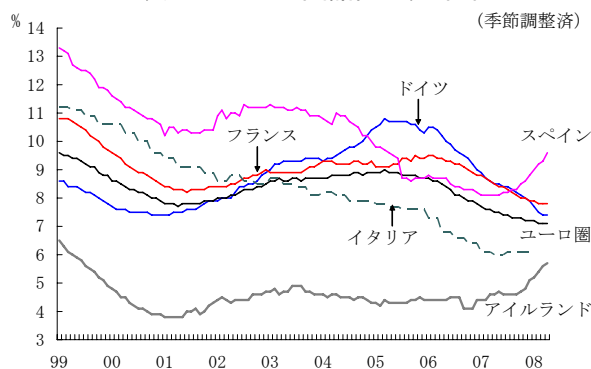
これに対し、イタリアの PMI は製造業 48.0、サービス業 48.1、スペインは製造業 43.8、サービス業 43.3 とすでに 50 を割り込む水準まで低下している。他国では上昇に転じていない失業率も、スペインとアイルランドでは7カ月連続で上昇している (図表6)。

図表5 ドイツ企業の景況感見通し



(資料) Eurostat

図表6 ユーロ圏諸国の失業率



(資料) Eurostat

●物価はエネルギー・食品の押し上げにより上昇

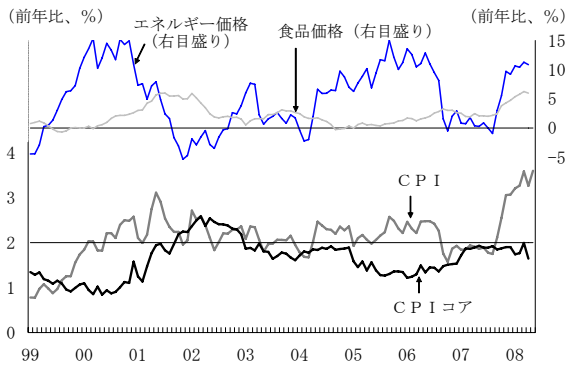
(インフレ率は原油・食品価格の押し上げで 3.6%まで上振れ)

高成長となった1～3月期とその反動が予想される4～6月期を合わせて上半期を評価すると、景気減速のテンポや域内格差の拡大ぶりなど、概ね想定の範囲内で推移してきた。しかし、エネルギーと食糧価格の世界的な高騰が続き、インフレ率の上振れが予想以上に長期にわたり続く見通しとなったことで、金融政策のスタンス、09年にかけての景気見通しも修正が必要となった。

欧州中央銀行(以下、ECB)が重視している消費者物価上昇率(CPI)は、4月速報値で前年同月比3.6%に再加速、生産者物価(PPI)も同6.1%と一段と上向いた。物価の上振れは、原油・食糧等の直接的な押し上げによるものである。基本的な要因は新興国の需要の伸びに供給が追いつかないという需給要因と、証券化商品市場の混乱、米国の金融緩和とドル安といった金融要因でもたらされている。

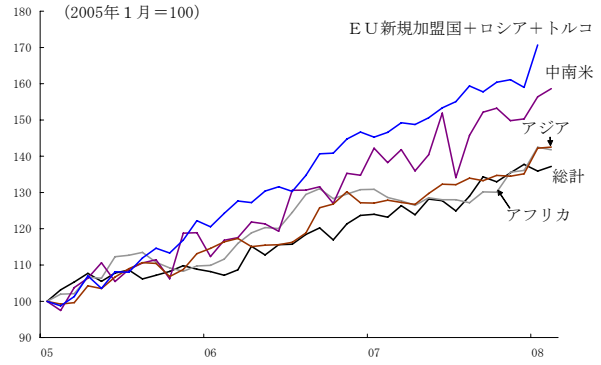
新興国の旺盛な需要と米国の金融緩和は、ユーロ圏の輸出・生産を支える(図表7、8)と同時に、世界的なエネルギー・食糧価格の値上がりをもたらし、ユーロ圏のインフレ率を押し上げる要因ともなっていると言えよう。

図表7 ユーロ圏のCPI



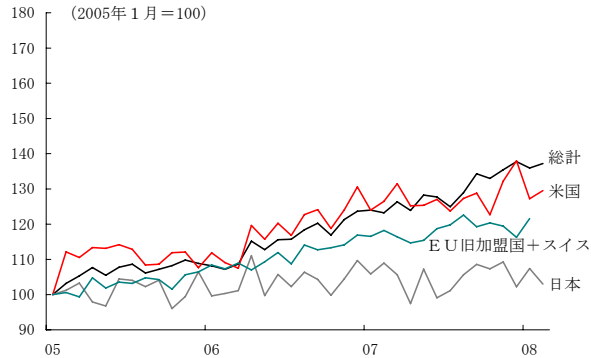
(資料) 欧州委員会

図表8 ユーロ圏の域外輸出の推移(対新興国)



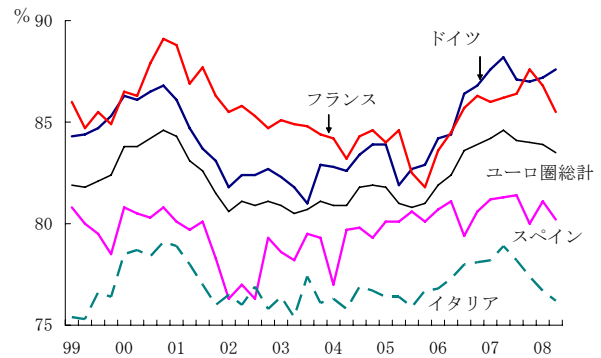
(資料) ECB

図表9 ユーロ圏の域外輸出の推移(対先進国)



(資料) ECB

図表10 ユーロ圏主要国の稼働率



(資料) 欧州委員会

(利上げバイアスに転換したECB)

ECBのトリシェ総裁は、6月5日に開催された政策理事会後の記者会見で、「高い警戒状態にある (in a state of heightened alertness)」という表現で、景気と物価両睨みでの様子見姿勢から、利上げバイアスに転換したことを明らかにした。7月の25bpの利上げは、「確実ではないが可能性がある (It is not certain, it is possible)」という状態にある。

エネルギーと食品を除くコアCPIは、4月は前年同月比1.6%と3月の2.0%から鈍化しており、エネルギーと食品価格の値上がりが、価格転嫁や賃金を通じて財・サービス価格を押し上げる二次的影響は抑えられている。

それでも、ECBは、インフレ率の上振れが予想以上に長期にわたるようになり、インフレ期待の上振れ、二次的影響のリスクは高まったと判断している。6月の声明文では、従来「短期的 (short-term)」としてきた物価の上振れを示す表現を「より持続的 (more persistent)」に改めた。これは、国際商品の価格を押し上げている需給要因、金融要因ともに、短期間で解消する見込みは低いという見方に変更したことを示すものである。

(一部に残る物価連動型賃金決定システムを警戒)

国際商品価格の高騰という世界共通の要因に対してユーロ圏が日米英の中で最も早く利上げバイアスに転じた背景には循環的な違いだけでなく、構造的な問題もある。循環的には、ユーロ圏の景気も減速しているとは言え、中核国のドイツで高稼働率 (図表10)、低失業率は続いており、今年の賃金交渉は高めの水準での妥結となった。構造的には労働市場改革が進んだものの、賃金と物価のスパイラルへとつながる物価連動型の賃金決定システムが一部の国で残っている。

「中期的な物価の安定維持を通じて、成長と雇用の創出に貢献する」というECBのスタンスは、1970年代に石油危機を引き金にスタグフレーションに悩まされた経験を教訓とするものである。トリシェ総裁は、6月の政策理事会後の記者会見では、第一次石油危機後のスタグフレーションは、原油価格の上昇ばかりでなく、生産性の低下も原因となったとし、生産性を高めるための構造改革の必要性も強調した。

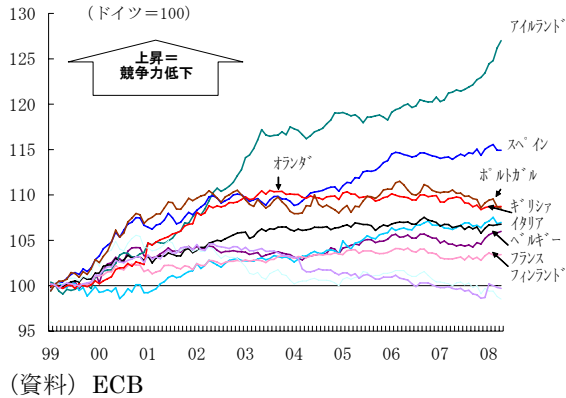
ECBのレポートによれば、ベルギー、スペイン、フランスなどの7カ国で物価に賃金を機械的に連動させる法律や協約が存在、ギリシャ、イタリア、フィンランドにも物価連動型で賃金を決定するガイドラインが存在する^(注)。

為替相場が固定されているユーロ圏内では、物価と賃金上昇率の相対的な変化で域内の競争関係は決まる。ECBが作成しているHCI (競争力指数) を、対ドイツ比で見ると、ユーロ圏内での競争力低下が目立つのはアイルランド、スペイン、ギリシャ、ポルトガルなどである (図表11)。賃金と物価を抑制することで域内外での競争力を回復する必要があるこれらの国々で、物価に連動した賃金決定が行われた場合、一層の競争力低下が進み、景気停滞が長期化するおそれがある。ユーロ圏主要国の中では、足もとのインフレ率が高く (図表12)、物価連動による賃金決定の度合いが高いスペインの動きは気になるところだ。

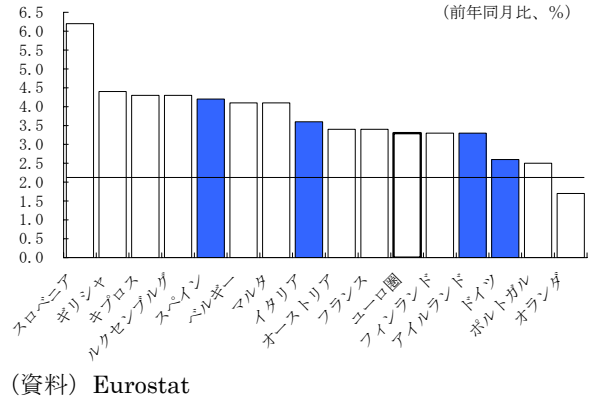
(注) これらの国々では採用する物価指数の種類や物価連動型の賃金決定システムが適用される範囲 (民間企業

の雇用者に占める比率はほぼベルギーではほぼ 100%、スペインで約 68%、フランスでは約 13%などは異なる。詳細は ECB, "Monthly Bulletin, May 2008 p.52"

図表 11 ユーロ圏の対外競争力指数
(対ドイツ比)



図表 12 C P I 上昇率 (2008 年 4 月)



●2009 年入り後も低成長と高インフレは続く

(低成長は 09 年半ばまで続く)

2008 年下半期～2009 年上半期にかけてのユーロ圏経済は、米国経済の停滞、スペイン、アイルランドなどでの住宅市場調整、ユーロ高、国際商品価格高騰、利上げの影響が重なり、成長率は抑えられる見通しである。

物価の上昇は、実質ベースで見た可処分所得の伸びを抑え、個人消費を抑制する。企業の設備投資に対する姿勢も慎重化を迫られることになろう。2008 年の成長率は 2007 年の前年比 2.6% から同 1.8% に減速、2009 年は下半期の緩やかな回復を見込むが、年間の成長率は 1.6% と 2008 年を下回るだろう。

総じて減速傾向を辿るユーロ圏の中でも調整の深さは国ごとに異なるものとなりそうだ。ドイツ経済は長期に亘る建設不況から脱したところであり、住宅市場からの調整圧力は小さい。域内では競争上の優位にあり、需要旺盛でユーロ高が影響し難い新興国への市場シェア拡大が支えとなり、景気は減速しながらも拡大が続くだろう。

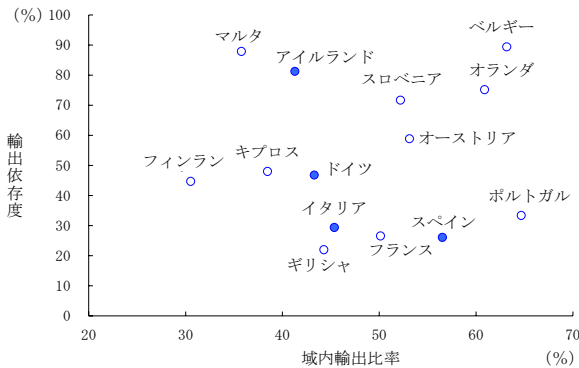
(スペイン、アイルランド、イタリアの調整は続く見通し)

住宅市場調整の影響が広がるスペイン、アイルランドは、ユーロ参加後の実績に比べて低調な推移が続くだろう。域内統合を推進してきた欧州経済の開放度は押し並べて高いが (図表 11)、スペイン経済は、内需の比重が高く、且つ、域内での競争力低下が目立つ。このため、ユーロ高が続く中で、輸出によって成長を下支える効果が期待しづらい。

アイルランドは、構造的には輸出依存度が高く、本来は内需不振の影響を輸出でカバーする余地が大きい。しかし、輸出相手先の 4 割弱を景気減速が目立つ米英向けが占めるなど、ユーロ圏で最も先進国市場への依存度が高いことがネックとなりそうだ。

住宅市場からの調整圧力が小さいその他の国々も、厳しい外部環境が続く中で、輸出への依存度や輸出相手国の構成比、比較優位分野の違いなどから、パフォーマンスの差が開き易くなっている。07年入り後と早い段階から不振が目立つようになったイタリアの1～3月期の前期比でのプラス成長の回復は、輸入の減少による外需の改善によるものであった。イタリアではユーロ圏外への輸出が過半を占め、輸出品目構成が新興国と競合する。外需がユーロ高の影響を受け易いことを踏まえると、景気低迷からの早期脱却は難しいと思われる。

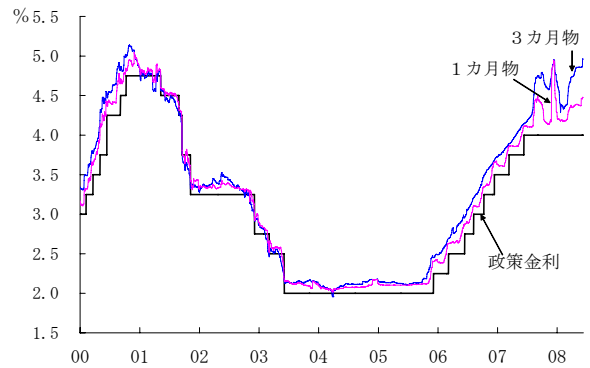
図表 13 ユーロ圏の輸出依存度と域内輸出比率



(注) 輸出依存度は財・サービス輸出/GDP
域内輸出比率は財貿易のみが対象
ルクセンブルグを除いて図示

(資料) Eurostat

図表 14 ECB政策金利とインター・バンク金利



(資料) ECB、Datastream

(09年初まで原油高の物価押し上げが続く)

先行きの物価動向は国際商品市況次第という面が強い。世界的な金融引き締めへの転換、新興国の成長テンポの鈍化、米国経済の低調な推移が見込まれるため、上昇テンポこそ鈍ると見られるものの、水準的には高い状態が続くと考えられよう。

メイン・シナリオの想定は、08年7～9月期以降、09年10～12月期まで、原油価格は平均で1バレル=130ドルで推移するとしているが、この場合、今年7～9月期にはユーロ圏の物価への押し上げ圧力は一段と強まることになる。10～12月期には、徐々に緩和するものの、前年比での原油価格の押し上げ効果が剥落するのは、09年下半期にずれ込む。ただ、09年下半期は、ユーロ相場が、住宅市場の調整が一巡した米国の回復テンポがユーロ圏を上回ることで、米国の利上げによる金利差の縮小で、前年比で下落する見通しであり、輸入物価を幾分押し上げる要因となるだろう。

エネルギー・食品の値上がりによる二次的影響は、国際商品価格の伸び率の鈍化、ユーロ圏の景気減速、域内外での競争圧力、ECBの物価安定重視の政策運営という組み合わせの下で抑えられるだろう。

それでも、CPIが3%を下回るのは2008年10～12月期であり、2009年半ば以降はインフレの沈静化傾向が明確になるが、年間の上昇率は2.3%で、安定水準(1.7%～1.9%)への回帰

は難しいだろう。

(ECBは7月利上げ、国際商品価格の動き次第で、追加利上げの可能性も)

ECBは7月3日の政策理事会で**25bp**の利上げを実施する見通しだ。前回理事会からこれまでの間に外的なインフレ圧力はむしろ強まっている。インター・バンク市場では6月末を控えて金利の上振れ幅が拡大(図表14)、市場はなお不安定な段階にあるが、大きな動揺がなければ利上げを見送ることはなさそうだ。

メイン・シナリオでは、利上げは7月の**25bp**の1回のみで、以後、予測期間中は据え置きが続くと考えた。しかし、米国の金融緩和と新興国の過熱気味の景気拡大が続き、国際商品価格がさらに高騰する場合には、追加利上げの可能性も排除できない。ユーロ圏が追加利上げ、米国が据え置き継続となれば、ドル安と国際商品価格の高騰に拍車がかかるリスクがある。6月に入って目立ち始めた米国の金融当局者によるドル安牽制の口先介入に留まらず、欧米間の連携強化による事態打開が迫られる場面も出てくるかもしれない。その場合でも、需給両面で新興国の重みが増している中で、十分な効果が発揮できないこともあり得るだけに悩みは深い。

逆に、早い段階で国際商品価格がピークアウトし、直接的なインフレ圧力が想定よりも早く後退、新興国の需要鈍化で、企業部門の活動が想定よりも速く減速し、雇用情勢の悪化が明確になった場合には、ECBの利下げの可能性も再び浮上してこよう。

2. イギリス

●深まる住宅市場の調整、冷え込む消費マインド

(1～3月期の成長率は0.4%に鈍化)

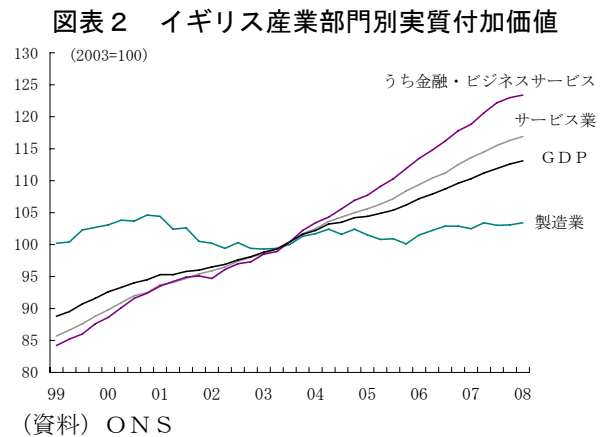
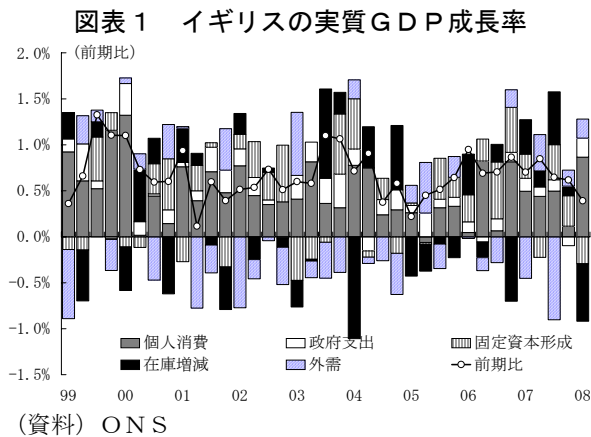
イギリス経済は、産業・雇用構造に占める金融業・建設業のウェイトが高く、住宅価値の上昇を消費の原資とする住宅ローンが普及しており、住宅価格と個人消費の連関が強いため、サブプライム問題後の金融機関の損失拡大や住宅市場の調整による影響を受けやすいと考えられる^(注)。

最近の統計は、こうした見方を裏付けるものが増えている。1～3月期のGDP成長率は、前期比0.4%で2期連続で前期を下回った。需要面の内訳を見ると、10～12月期に前期比0.2%と低調に留まった個人消費が同1.3%に大きく盛り返して成長を押し上げる一方、投資と在庫は減少し、成長を下押しした。輸出は前期比横這いであったが、輸入が同0.6%の減少となったことで、外需の寄与はプラスとなった(図表1)。

企業投資統計では08年1～3月期の投資は、従来から低調な製造業に加えて、06年にかけての成長加速を牽引した非製造業も減少したことがわかっている。住宅市場の調整、銀行の融資スタンスの厳格化、コスト引上げの影響が現れたものと思われる。

生産面でも、製造業の伸び悩みが続く一方、イギリスの長期にわたる景気拡大を牽引してきた金融ビジネス・サービスの伸び率が前期比0.4%に鈍化(図表2)、特に不動産業は同マイナス0.3%に急減速し、成長鈍化の原因となった。

(注) 詳しくはWeeklyエコノミスト・レター2008.4.18号「イギリスの住宅価格調整と景気下振れリスク」をご参照下さい。



(続く住宅市場の調整、4～6月期は個人消費も鈍化へ)

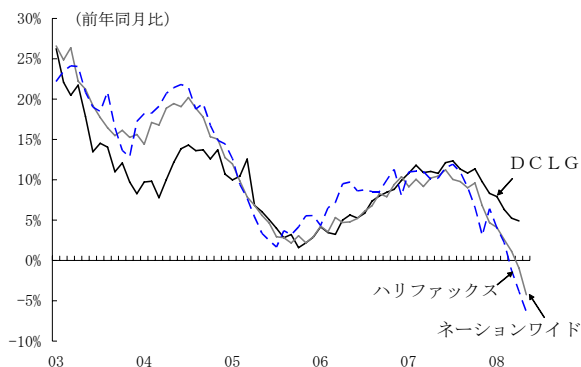
景気減速への対応として、イングランド銀行(以下、BOE)は、昨年12月、今年2月、4月の3度利下げを行ったが、金融正常化の遅れで明確な効果は現れておらず、主要な住宅価格指数の軟化傾向は続いている(図表3)。

個人消費は1～3月期の成長を支えたものの、月次の小売統計は3月～4月に2カ月連続で前月割れとなっている。住宅価格の値下がりによる逆資産効果に加えて、経済・金融環境の見通し

悪化と物価上昇が重なり、消費者の購買意欲は5期連続のマイナス成長となった90年～91年を下回る水準まで下げている(図表4)。これまでのところ、雇用面では目立った悪化が見られないことから、個人消費は底割れはなさそうだが、力強さを欠く推移が続くようだ。

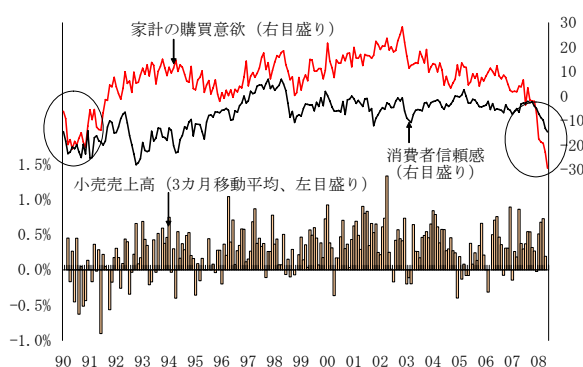
N I S E Rが今月10日に公表した月次GDPでも5月は前期比0.2%と4月の同0.4%からさらに減速したとしており、4～6月期は一段の景気減速となる可能性が高まっている。

図表3 イギリスの住宅価格指数の推移



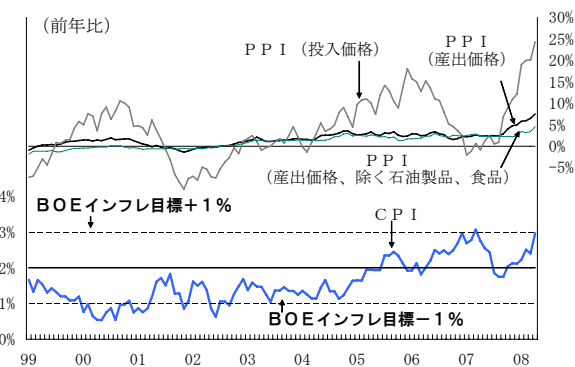
(資料) HBOS、ネーションワイド、ONS

図表4 イギリス消費者信頼感と小売売上高



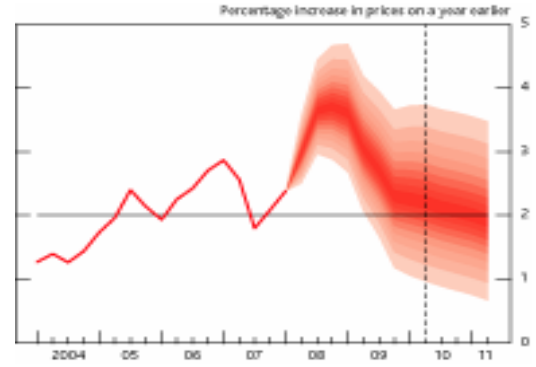
(資料) ONS、

図表5 イギリスの物価



(資料) ONS

図表6 インフレ報告(5月号)物価見通し



(資料) BOE

●物価は上振れ、BOEは2カ月連続で利下げを見送り

(CPIは3%台に乗ったが、賃金と物価のスパイラルのリスクは相対的に低い)

景気の減速傾向が強まる一方、世界的な原油・食糧の値上がりの影響で物価は上昇している。BOEのインフレ目標の指標であるCPIは4月に前年同月比3.0%となった。BOEの「インフレ目標制は、透明性と説明責任を確保するために、CPIが3.1%以上または0.9%以下になると、キング総裁から財務相に乖離の理由を説明する公開書簡を提出することが義務付けられている。

BOEは最新(5月)のインフレ報告で、物価見通しを、前回(2月)よりも、物価の上振れ幅が大きくなり、目標から乖離期間も長期化するというものに改めた(図表6)。実際、原油価格は高値を更新、ポンド相場の下落も加わって、輸入インフレの圧力は05年を上回っている。生産者物価も、投入価格が5月には27.9%まで上昇、05年の上昇局面では抑えられていた産出価格も

同 5.9%まで上昇、より広範な物価上昇が見られるようになってきている。今月 17 日には 5 月の C P I が公表されるが、これ以後、08 年内に複数の書簡を提出することは避けられないであろう。

●2008 年は 1.9%成長に減速、2009 年の回復も緩慢

(内需の不振が景気を抑制、財政政策の発動にも限界)

08 年半ば以降も、原材料調達コストの上昇による企業収益の悪化により投資は抑えられる見込みである。個人消費も、物価の上昇、住宅価格下落による逆資産効果、雇用・所得面での下支えの剥落によって伸び悩む見込みだ。

財政面では 5 月の地方選挙での保守党の大敗もあり、低所得者向けの 27 億ポンド (G D P 比 0.2%相当) の減税を打ち出したが、これにより 08 年度の財政赤字は欧州連合 (E U) 基準の G D P 比 3%を大きく超える見通しとなった。欧州委員会は今月 11 日にイギリスの財政赤字は 08 年度に G D P の 3.5%まで拡大する見通しとなったとし、過剰な財政赤字は正手続き (E D P) の発動を決めた。イギリスはユーロ未参加国であるため、E D P の効果は限られるものの、追加的な景気対策を実施する余地が狭まっていることは確かだろう。

(外需改善、住宅市場と雇用の底固さから失速は回避)

それでも、ポンド安による外需改善が期待されるほか、住宅市場と雇用にも一定の底固さが期待されるため、失速は回避する見込みである。成長率は 08 年 1.9%、09 年 1.7%と予想する。

住宅価格は、①住宅実需の増大と供給面の制約、②住宅価格上昇の行き過ぎを警戒した金融政策運営を行ってきたため金融緩和の度合い・期間が限定されていたこと、③住宅ローン市場の自由度、新種のローン等の普及度合いが米国や北欧よりも限定されていたことから、大きな値崩れのリスクは小さいと考えている。

雇用は、建設部門を中心に低調な推移が見込まれる。深刻な雇用調整は回避されようが、金融業の追加損失による人員削減の動きには、調整深化につながるリスクとして警戒が必要だろう。

(BOE の追加利下げは 10~12 月まで先送り)

イギリスにおいて物価と賃金のスパイラルが生じるリスクはユーロ圏に比べると低い。足もとではイギリスの労働市場のタイト感は解消、賃金の伸びは落ち着いている。賃金決定方式など労働市場の柔軟性が高いからだ。

しかし、当面は、中期的なインフレ目標達成を金融政策の原則としている BOE が利下げに動くことは難しそうだ。今月 11 日に公表された BOE / NOP の「インフレ・サーベイ (5 月調査)」では、向こう 12 カ月のインフレ見通しが前回 (2 月調査) の 3.3%から 4.3%へと大きく上昇したことがわかった。追加利下げは、国際商品価格の騰勢が緩和し、景気の減速、労働市場の軟化で内生的なインフレ圧力の緩和が確認できるようになる 10~12 月期まで先送りされよう。