

みずほ欧州経済情報

2013年2月号

[欧州経済の概況]

[トピック：景気と財政再建のバランスは考慮されるのか]

- ◆欧州委員会は最新の経済予測を発表し、昨年10～12月期の景気下振れを受けて、多くの国で成長率と財政収支の予測を下方修正した。今後、この予測をベースに各国の財政政策が精査される。
- ◆フランス、スペイン、オランダ等は「安定成長協定」基準（財政赤字をGDP比3%以下）の達成期限を遵守できそうにない。期限の延長が認められるためには更なる緊縮措置の策定が必要と想定される。
- ◆目標緩和の可否は3月以降に議論されるよう。2014年も大幅な緊縮措置を続ければ景気低迷の長期化につながる可能性がある。一方、景気に配慮する姿勢を示せば、目標達成に取り組んできた国から不満が出かねない。

[ユーロ圏経済]

- ◆2012年10～12月期のユーロ圏実質GDP成長率は大幅なマイナスとなった。2013年半ば以降、輸出回復と在庫調整の一巡により景気回復に転じる見込みだが、緊縮措置が重石となり、脆弱な回復ペースに留まると予想される。
- ◆ECBは景気判断を慎重化させ、ユーロ高への警戒感をにじませた。ECB理事会での「ドラギ発言」を受けてユーロ高は一服している。

[英国経済]

- ◆四半期毎に発表されるインフレ・レポートではインフレ見通しが前回（11月）から引き上げられた。しかし、議事録からは、MPCが高めのインフレ率が続くことを容認し、追加緩和を模索していることが明らかとなった。

2013年2月28日 発行

市場調査部シニアエコノミスト 中村正嗣
03-3591-1265 masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

1. トピック：景気と財政再建のバランスは考慮されるのか

これから本格化する財政政策を巡る議論。ユーロ圏は景気と財政健全化のバランスをどのように考えるのか

フランス、スペイン、オランダは財政赤字削減の達成期限を守れそうにない

緊縮財政を実施しているため、2013年の構造的財政収支は前年と同ペースで改善していく見通し

しかし、政策不変の場合、2014年の構造収支は小幅に悪化すると予測

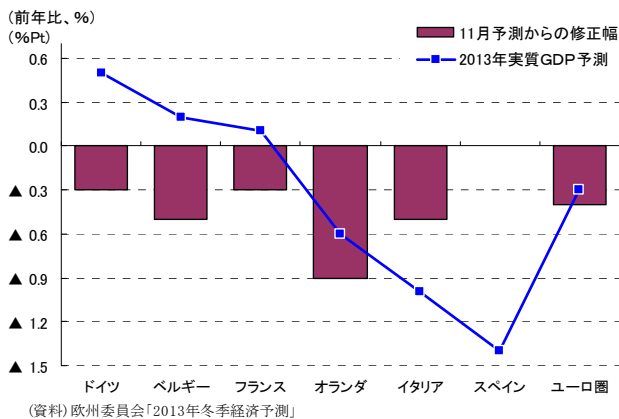
2月22日に欧州委員会は経済予測の改訂を発表した。昨年10～12月期の成長率下振れを受けてほとんどの国で2013年の成長率予測が下方修正された(前回予測は11月、図表1)。また、景気悪化により財政収支見通しも下方修正となった国が多い。今後、この予測をベースとして各国が適切な財政再建に取り組んでいるのか精査されていくことになる。ユーロ圏は景気と財政のバランスを考慮できるようになるのか、或いは、引き続き財政再建を優先して景気後退の長期化懸念を高めてしまうのかが注目される。

まず、財政収支予測をみていこう(図表2)。EUでは財政赤字をGDP比3%以内に抑えるという財政規律(安定成長協定、SGP)があり、各国毎に「3%基準」の達成期限が設定されている。ここで、フランス、スペイン、オランダの3カ国は目標が危ぶまれる(なお、ベルギーも際どい)。フランスとオランダは2013年、スペインは2014年までに「3%基準」をクリアしなければならないが、いずれも3%を超過すると予測されている。このうち、スペインとフランスでは2013年から2014年にかけて財政赤字が再び拡大していく見通しである。特に、スペインでは2014年の財政赤字(名目GDP比)が7.2%と、目標の2倍超の水準に留まるとの予測になっている。

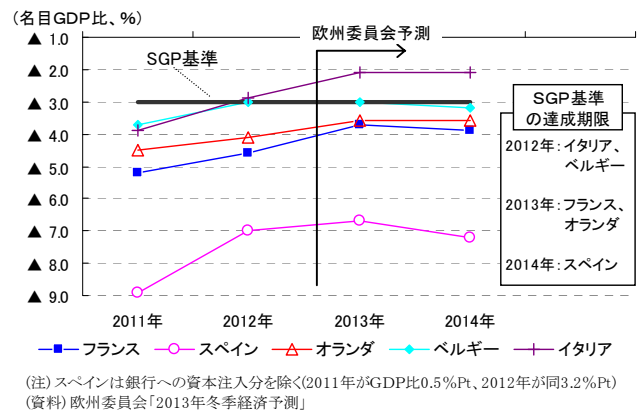
次に、構造的財政収支をみていこう。これは景気循環要因等を除いた基調的な収支を示し、今年1月に発効した「財政協定」で「毎年の構造的財政収支をGDP比0.5%以下にすること」と盛り込まれており、重要な意味を持つ指標である。また、構造的財政収支の前年からの変化幅は財政健全化への取り組み度合いを示すことにもなる。欧州委員会予測をみると、上述の3カ国(フランス、スペイン、オランダ)では緊縮措置の効果で2013年は前年と同程度のペースで改善が続く(次頁図表3、4)。なお、イタリアについてはSGP基準も財政協定基準もほぼ達成可能という見通しとなっている。

他方、上述した3カ国の構造的財政収支は2014年に再び悪化すると見込まれている。この背景には、既に立法化された措置以外は織り込んでいないことがある。つまり、自然体では財政健全化にはつながらないとメッセージとも言える。ほぼ目標を達成できそうなイタリアも現行政策の継続が前提となっている。

図表1 欧州委員会の成長率予測



図表2 欧州委員会の財政収支予測



今後、目標の延長を容認するため、2014年以降の追加的な緊縮措置を求められることに

追加措置がどの程度の規模となるかが注目点。厳し過ぎれば景気低迷の長期化に。一方、景気に配慮すれば、他国からの不満を招くことに。3月以降の議論が注目される

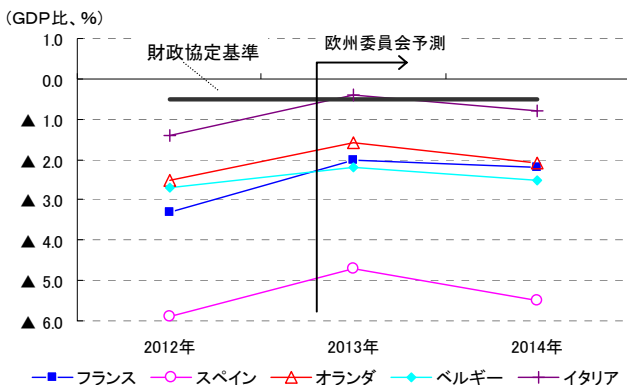
今後の問題は、S G P基準の達成期限を守れない国に期限の延長を認めるかどうかだ。欧州委員会が昨年後半頃から期限の延長を検討していると報じられており、経済状況の変化に対応していくという柔軟な姿勢はうかがえる。とは言え、上述したように自然体では財政健全化にはつながらない以上、3カ国には追加的な緊縮措置を打ち出すことが求められそうだ。既にフランスは期限の延長を要請する方針を表明しており、そのために2014年の財政健全化策を検討しているようである。オランダでも昨年末頃から追加の財政健全化策の議論が始まっている。

議論が紛糾しそうなのがスペインである。スペインは昨年にも期限を延長した経緯がある上に、目標に対する超過幅も大きいからだ。欧州委員会のレーン委員(経済・通貨問題担当)は、フランスの目標緩和が5月にも認められるとの見方を示す一方、スペインについては「説得力と信頼性のある財政再建策の提出が必要」と、簡単には期限延長を認めないとの姿勢を示している。

注目すべき点は、追加の緊縮措置がどの程度の規模になるのかという点だ。当然ながら、景気回復がおぼつかない中、来年以降も大幅な緊縮措置を継続すれば、景気低迷の更なる長期化につながるだろう。他方、景気に配慮する姿勢を示せば、期限を守るために厳しい緊縮措置に取り組んできた他の国から異論が出かねない。特に、健全財政を志向するドイツは、今秋に総選挙を控えていることから、寛容な態度を示しづらい可能性がある。ユーロ圏の政策面での協調体制が問われることになるだろう。

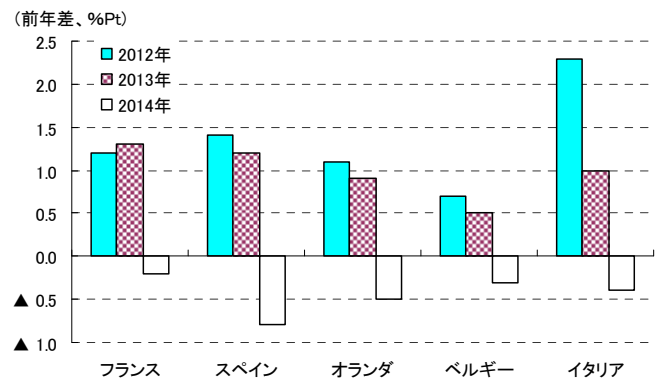
例年通りならば、財政政策に関する議論は3月以降、本格化していくと見込まれる。昨年後半からG20等の場でも指摘されてきたように、ユーロ圏には景気と財政のバランスをとることが求められる。しかし、財政再建への取り組みを緩めれば、再び市場からの圧力を受ける恐れがあり、一方、厳し過ぎる緊縮措置を打ち出せば、財政の持続可能性を疑われることにもなりかねないというジレンマを抱えている。政策当局者の発言からは、ユーロ圏は後者の方を選ぶと思われる、財政健全化の方針が大幅に緩むことはなさそうである。このため、景気下押し圧力は2014年以降も続く可能性が高いと予想され、ユーロ圏景気の回復はますます外需依存とならざるを得ないのだろう。

図表3 欧州委員会の構造的財政収支予測



(資料) 欧州委員会「2013年冬季経済予測」

図表4 構造的財政収支予測の各年変化幅



(資料) 欧州委員会「2013年冬季経済予測」

2. ユーロ圏景気全体観：最悪期を脱しつつあるが、回復には時間を要することに

昨年10～12月期のユーロ圏は大幅なマイナス成長。2012年通年では▲0.5%と3年ぶりのマイナスに

ドイツを含めて主要国は揃ってマイナス成長

ドイツでは消費に底堅さがみられるも、外需が大幅に悪化

フランスでも消費は底堅いが、在庫調整が深刻化

今後は景気の落ち込みが和らぐものの、プラス成長となるのは年半ば以降となる見通し

2012年10～12月期のユーロ圏実質GDPは前期比▲0.6%（前期比年率▲2.3%）と5四半期連続の景気後退となり、2012年通年では▲0.5%と3年ぶりのマイナス成長となった（図表5）。需要項目は未発表だが（3/6発表）、月次指標や主要各国の動向を踏まえると、個人消費や設備投資など内需の不振が続いたことに加えて、輸出低迷により外需寄与度もマイナスになったとみられる。

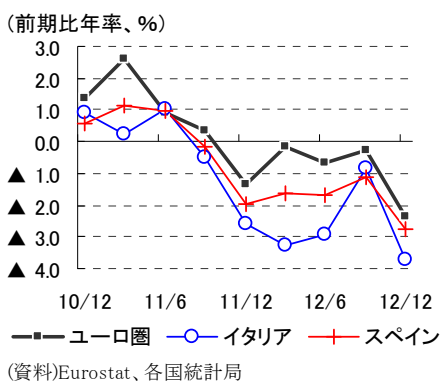
10～12月期の主要各国の実質GDP成長率はそろって弱い結果であった。ドイツでは前期比年率▲2.3%と1年ぶりのマイナス成長となり、フランスも同▲1.1%と再びマイナス成長に転じ、均すとほぼ横ばいという景気低迷が続いている。イタリア（同▲3.7%）やスペイン（同▲2.8%）では大幅に落ち込み、両国の景気後退は既に6四半期に及んでいる。

1年ぶりのマイナス成長となったドイツでは、個人消費（同+0.3%）や政府支出（同+1.6%）が増加したものの、固定資本投資（同▲2.8%）が4四半期連続で減少した（図表6）。また、輸出失速（同▲7.9%）によって外需（同寄与度▲3.0%Pt）がマイナスとなり、成長率を大幅に押し下げる要因となった。

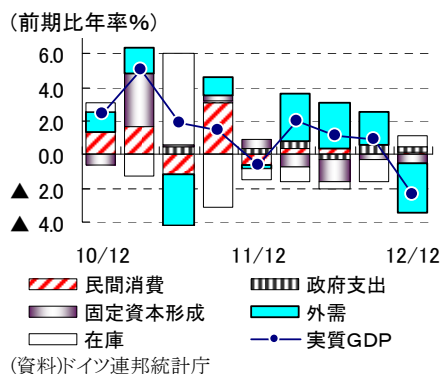
フランスではドイツと同様に、家計消費（前期比年率+0.8%）と政府支出（同+1.5%）が成長率を支えたものの、固定資本投資（同▲4.0%）、輸出（同▲2.4%）が悪化した（図表7）。但し、輸入（同▲3.4%）が大きく落ち込んだことで外需（同寄与度+0.3%Pt）は小幅なプラスとなった。成長率を大きく押し下げたのは在庫投資（同寄与度▲1.4%Pt）であり、在庫調整が深刻化した。イタリアとスペインについては、需要項目が未発表である。

昨年10～12月期は大幅なマイナス成長となったものの、後述するように12月の生産に下げ止まりが見られるなど、景気の悪化度合いが和らぐ兆しが出始めている。2013年入り後の景気回復を主導するのは輸出と見込まれ、中国等を中心とした海外景気の持ち直しに支えられるだろう。輸出回復により在庫調整が進展し、鉱工業生産も回復に転じる見通しだ。もっとも、成長率がプラスに転じるのは2013年半ば以降と、景気底入れにはまだ時間を要すると見込まれる。フランスやスペインをはじめ、ユーロ圏では今年も大幅な緊縮措置を続ける国が多く、域内の内需低迷が長期にわたると予想される。このため、2013年後半も景気回復は脆弱なペースに留まるだろう。

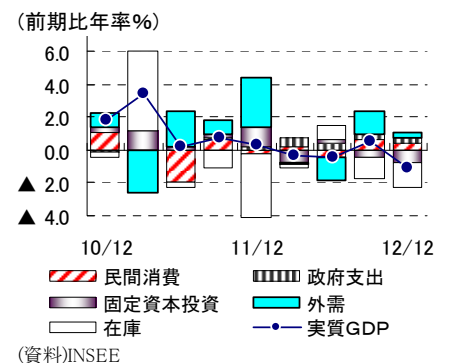
図表5 ユーロ圏実質GDP



図表6 ドイツ実質GDP



図表7 フランス実質GDP



2月のユーロ圏PMIは前月比悪化。景気回復への動きが弱いことを示唆

ドイツは堅調。既に今年に入り景気回復に転じている様子

フランスは企業マインドが一段と悪化し、ドイツとの格差は鮮明

イタリア総選挙ではいずれの政党も上院で安定多数を得られず。政局混迷の長期化が懸念される

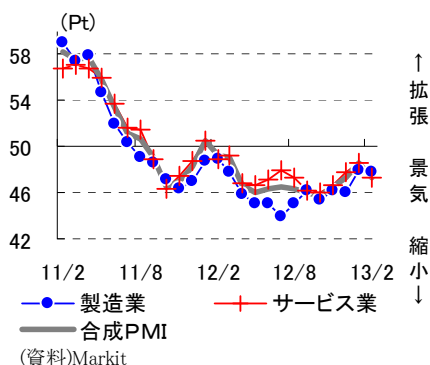
足元の企業業況を見ると、改善が遅れており、景気回復に向けた動きの弱さがうかがわれる。2月のユーロ圏合成PMIは47.3(前月比▲1.3Pt)と、目安の50割れが続いていることに加えて、4カ月ぶりに前月比低下した(図表8)。業種別に見ると、製造業PMIがほぼ横ばい(47.9→47.8)に留まったものの、サービス業PMI(48.6→47.3)の低下幅が大きく、内需の弱さが示唆される。

国別に見ると、ドイツの堅調さが抜きん出ている。ドイツの代表的な企業マインド指数であるifo景況感指数は、2月が107.4(前月比+3.1Pt)と前月から大きく上昇し、およそ1年ぶりの水準まで改善した。PMIを見ても、2月が前月からやや低下したものの、前月に続いて50超の水準を維持しており、企業活動は既に回復に転じているようである。ドイツは競争力が高いために海外景気回復の恩恵を受け易く、加えて、財政面からの景気下押し圧力がほとんどないことで内需も底堅いとみられる。昨年末の景気悪化は一時的に留まり、今年に入りドイツ景気は既にプラス成長に転じていると見込まれ、ユーロ圏景気を下支えしていくことが期待される。

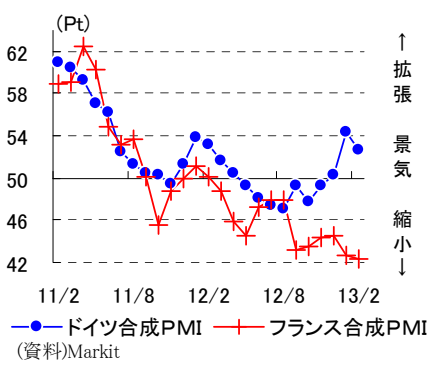
一方、ドイツに次ぐ経済規模を有するフランスでは企業マインドが悪化し続けており、懸念材料である。2月のフランス合成PMIは42.3(前月比▲0.4Pt)と、前月から更に下振れした(図表9)。ドイツとフランスの景気動向に大きな乖離が生じており、「ドイツ一人勝ち」の様相が強まっている。緊縮の実施に加えて、フランス民間部門の競争力の弱さから輸出の回復が弱いとみられる。フランスの景気低迷が長期化すれば、ユーロ圏全体にとっても大きな重石となる。

加えて、今後の動向に注意を要するのがイタリアの動向だ。2月24・25日の総選挙では民主党連合が下院を制したものの、上院では過半数に達せず、モンティ連合と合わせても安定多数に届かなかった(図表10)。この結果を受けてイタリアの国債利回りやCDSスプレッドが急上昇しており、金融市場では政局混迷の長期化が懸念されている。今後のシナリオは、①左右大連立政権の樹立、②再選挙のどちらかと考えられるが、②の再選挙となれば先行き不透明感の増大が見込まれ、また、①の場合でも不安材料は残る。一つは緊縮措置への反発や反ドイツ的な姿勢を示してきたベルルスコーニ氏の新政権への関与の度合いであり、もう一つはモンティ氏が新政権に参加するかどうかだ。新政権が財政再建・構造改革を後退させるとの観測が強まれば、イタリアへの財政懸念が再燃し、スペイン等にも波及する恐れがある。

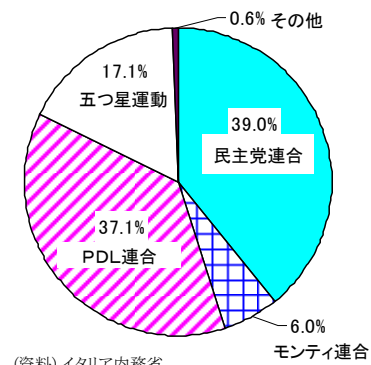
図表8 ユーロ圏合成PMI



図表9 独仏PMI



図表10 イタリア上院の内訳



3. ユーロ圏内外需要動向：一部で底入れの兆しがあるも、全体的な弱さが続く

10～12 月期の域外輸出は
前期比減少

輸入は輸出以上のペース
で減少。2012 年の貿易収
支はユーロ導入後で最大
の黒字に

輸出受注はドイツが改善
するもフランスでは急落

鉱工業生産は 4 カ月ぶり
に改善。幅広い業種で生
産悪化傾向に歯止めがか
かりつつある

12月のユーロ圏域外輸出は前月比▲1.8%と減少に転じた(図表11)。10～12月期では前期比▲1.6%となり、四半期ベースの減少は2009年4～6月期以来である。12月の輸出を仕向け地別に見ると、最大の輸出先であるEU(ユーロ圏除く)が前月比▲1.4%となり、米国(同▲2.8%)や中国(同▲3.9%)も大きく落ち込んだ。アフリカ(同+6.2%)や中南米(同+1.7%)、OPEC(同+2.7%)といった資源国が増加したが、主要輸出先の落ち込みを補うほどではなかった。

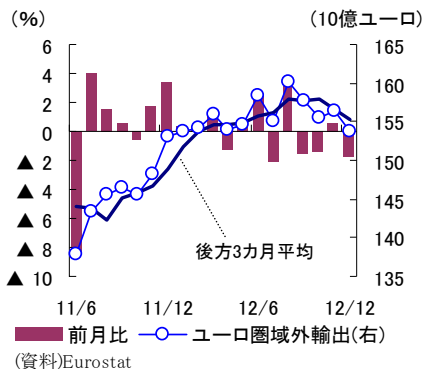
輸入も大きく落ち込んだ。12月のユーロ圏域外輸入は前月比▲3.0%と2カ月連続で減少し、10～12月期では前期比▲2.8%と輸出以上の落ち込み幅となった。12月はEU(ユーロ圏除く)からの輸入が前月比▲3.8%となるなど、在庫調整のために部品の仕入れが絞り込まれたことの影響が大きいとみられる。

2012年は輸入低迷が続いたため、貿易収支(財・サービス、国際収支ベース)は1,970億ユーロとユーロ導入後で最大の黒字となった。貿易黒字の拡大を主因に、経常収支は1,160億ユーロ、名目GDP比1.2%(GDP比は当社見込み値)と前年(89億ユーロ、名目GDP比0.1%)から大幅に改善した(図表12)。

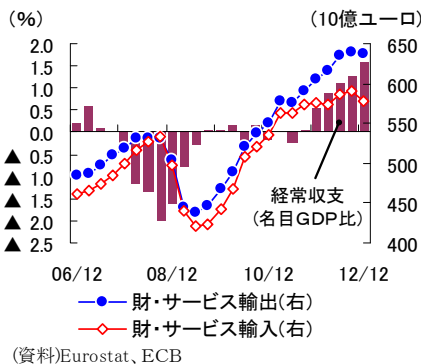
輸出の先行指標である輸出受注(大型輸送機器を除くベース)を見ると、ドイツでは12月に前月比+1.8%と2カ月ぶりに改善した(図表13)。中国等の景気持ち直しが背景とみられ、ドイツの輸出受注は2011年7月以来の水準まで戻し、底入れしつつあるとみられる。一方、フランスでは同▲3.5%と大幅に落ち込み、ドイツと対照的な結果となった。単月の結果とは言え、前頁で指摘したようなフランスの業況の弱さには、こうした輸出見通しの低迷が影響している可能性がある。

10～12月のユーロ圏鉱工業生産指数は前期比▲2.4%と、2009年1～3月以来の大きな落ち込み幅となり、秋口以降に急激な生産調整が起きたことが確認された。もっとも、12月には前月比+0.7%と4カ月ぶりの増産となり、調整圧力は徐々に和らぎつつある(次頁図表14)。財別に見ると、中間財が前月比▲0.2%と4カ月連続で悪化したものの、マイナス幅が縮小したほか、資本財が同+1.3%と2カ月連続での増産となった。また、製造業主要15業種を見ると、前月比増産となったのが11業種と、前月(5業種)から大きく増加しており、幅広い業種で生産底入れの兆しが出始めている。更に、欧州委員会の鉱工業サーベイをみると、2月

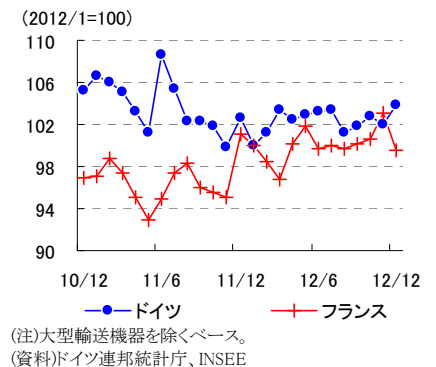
図表11 ユーロ圏域外輸出



図表12 ユーロ圏経常収支



図表13 独仏輸出受注指数



10～12 月期の建設業生産指数は 3 期ぶりに悪化。先行指標の弱さにより建設投資の低調さが続く見通し

個人消費は低迷が続いており、特に、南欧諸国の悪化が目立つ

失業者の増加テンポが緩やかに。ドイツでは再び雇用が改善

の在庫D I が 4.9(前月比▲0.1Pt)と、2011 年 8 月以来の水準に低下し、在庫調整圧力が緩和しつつある。もっとも、生産回復の鍵を握る輸出については、前述したように独仏でまだ模様となっていることから、今後の鉱工業生産の持ち直しは緩やかなペースになると見込まれる。

建設投資の動向を示すユーロ圏建設業生産指数は 12 月に前月比▲1.7%と 2 カ月連続のマイナスとなった。ドイツが同▲8.9%と大きく落ち込んだ影響が大きい。10～12 月期では前期比▲1.5%と 3 四半期ぶりのマイナスとなり、南欧諸国の低迷に加えて、域内最大の規模のドイツでの落ち込みが影響した。

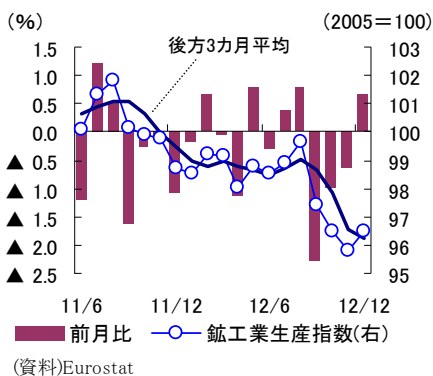
今後も建設投資の低調さは続く見込まれる。昨年半ば以降、先行指標となる着工許可指数に悪化がみられるためだ(図表 15)。主要国を見ると、フランスでは住宅着工が昨年末にかけて大きく悪化しており、ドイツでも伸び悩みがみられる。もっとも、ドイツでは住宅価格の上昇基調が続くなど、不動産市況の堅調さが続いている。昨年末の建設業生産の落ち込みも冬場特有の天候要因の影響とみられることから、建設投資の低迷は一時的と見込まれる。

個人消費も厳しい状況が続いている。12 月のユーロ圏小売数量指数は前月比▲0.9%、10～12 月期では前期比▲1.5%と大幅な落ち込みとなった(図表 16)。10～12 月期の小売数量はスペインが同▲5.6%と、9 月の V A T 引き上げの影響で大幅に落ち込み、イタリアも同▲1.3%と悪化したことがユーロ圏の指数を大きな押し下げた。個人消費の弱さは 2013 年入り後も続いているとみられ、1 月のユーロ圏新車販売(登録台数)は 661 千台(前月比▲9.6%)と、統計で確認できる 1990 年以降の最低水準となった。他方、2 月のユーロ圏消費者信頼感指数が▲23.6(前月比+0.3Pt)となり、昨年 11 月以降、改善が続いている。今のところ小幅な改善に留まっているが、株価上昇等を受けて徐々にマインド面に明るさが広がりつつあるとみられる。

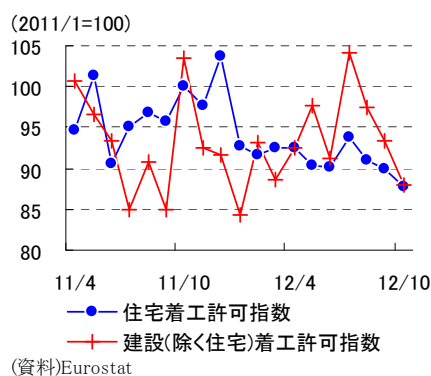
雇用環境は厳しい状況が続いているが、悪化ペースが和らぎつつある。12 月のユーロ圏失業率は 11.7%と 3 カ月連続で横ばいとなり、失業者増加数は 16 千人と、失業者が増加に転じた 2011 年 5 月以降で最小に留まった。厳しい経済情勢が続いているため、雇用回復には時間を要すると見込まれるが、家計部門への逆風が弱まっていることはポジティブな材料と言えよう。企業サーベイを見ても、雇用見通しD I が下げ止まりつつある。

ユーロ圏の中で景気が底堅いドイツでは、1 月の失業者数が前月比▲16 千人と

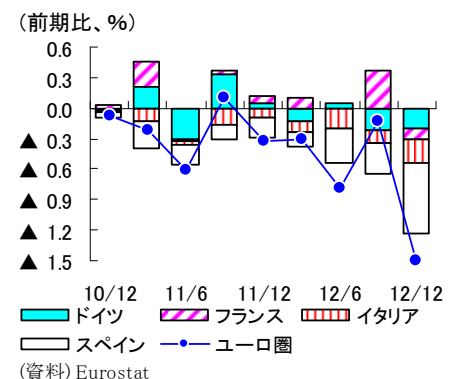
図表 14 ユーロ圏鉱工業生産



図表 15 ユーロ圏建設着工許可



図表 16 ユーロ圏小売数量指数



2 カ月連続で減少し、12月の雇用者数は同+22千人と増加した(図表17)。前月以前が改定されたこともあり、昨年秋頃の雇用悪化が一時的なもので、年末にかけて再び改善に転じたことが確認された。ドイツでは今後も雇用所得環境の改善が個人消費を支えると期待される。

4. ユーロ圏物価動向・金融政策：ECBはユーロ高に警戒感

インフレ率は2%に低下

1月のユーロ圏消費者物価指数(HICP)上昇率は前年比+2.0%(前月比▲0.2Pt)と、ECBが目安とする2%水準に低下した(図表18)。内訳では、エネルギーが同+3.9%(前月は同+5.2%)と4カ月連続で低下し、コアも同+1.4%(前月は同+1.5%)と小幅に低下した。エネルギーの鈍化は2月も続いたとみられ、今後、インフレ率は2%以下の水準に鈍化していくと見込まれる。

ECBは一転して景気判断を慎重化

2月7日のECB政策理事会では金融政策の据え置きが決定された。声明文を見ると、ECBの景気判断は前月と比べてやや慎重化した。今回、「2013年初のユーロ圏景気が弱い」との見通しが加わり、金融市場の状況に関する評価も、前月の「著しい改善(significantly improved)」から「改善(improvement)」へとややトーンダウンした印象がある。また、景気下振れリスクとして、「予想以上に内外需が弱い可能性」を新たに指摘した。

ドラギ総裁はユーロ高や短期金利上昇への警戒感をにじませる

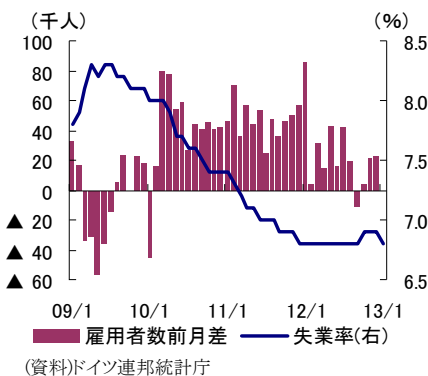
1月の理事会後に発表された経済指標を踏まえれば、景気判断は上方修正されてもおかしくなかった。今回、慎重なトーンを全面に押し出した背景には、ユーロ高へのけん制と短期金利上昇への懸念という意味があったとみられる。

声明文の物価判断パートでは物価の下振れリスクとして「ユーロ高」を挙げ、質疑応答においてドラギ総裁は「ユーロの上昇による物価判断へのリスク評価の見直していく」ことにも言及し、更なるユーロ上昇への警戒感をにじませた。

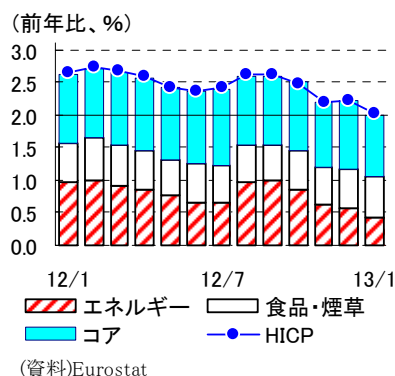
市場の金利先高観測は大きく後退

3年LTROの前倒し返済とそれに伴う短期金利上昇リスクにも言及があった。ドラギ総裁によれば、2月末から可能となる2回目の3年LTROの前倒し返済を勧奨しても、超過準備は2,000億ユーロを上回るとの見通しを示した。また、緩和的な政策スタンスを維持し、必要な限り無制限の流動性供給を続ける方針も示した。金融不安の後退により3年LTROの前倒し返済が増えることは前向きな兆候と言える一方、その結果、短期金利上昇やユーロ高圧力が生じることは景気回復に望ましいことではない。今回と同様のことは、将来的に出口戦略を検討し始めたとき

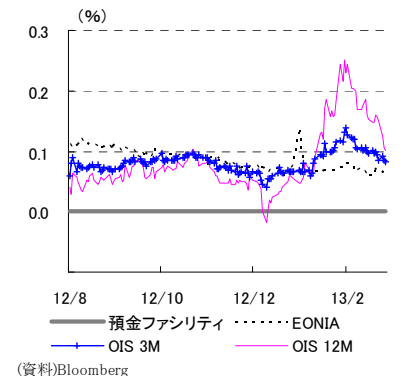
図表17 ドイツ雇用統計



図表18 ユーロ圏インフレ率



図表19 ユーロ圏短期金利



にも起こり得ることだ。

一連の発言を受けて、ユーロ高基調は一服し、上昇しつつあった EONIA やターム物金利(O I S)も低下に転じた(前頁図表 19)。ターム物 O I S の落ち着いたのは、EONIA の上昇期待が大幅に後退し、潤沢な超過準備が残り続けることで金利の低位安定が続くと市場参加者の見方を映している。

5. 英国動向：インフレが上振れ気味の中、BOEは追加緩和を模索へ

在庫投資の大幅な削減が
10～12 月期の実質 GDP
を押し下げ

2013 年入り後の企業業況
には底堅さ

天候要因で 1 月の小売は
不冴え

引き続き雇用は改善基調
だが、賃金上昇率が低位

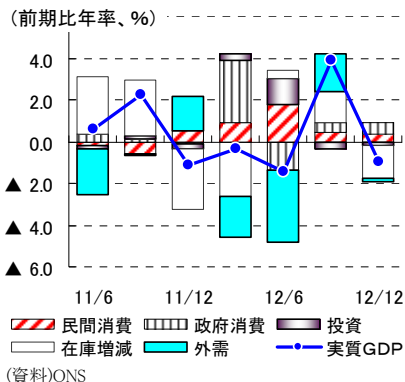
10～12 月期の英実質 GDP (改定値)は前期比年率▲1.0%と速報値(同▲1.2%)から小幅に上方修正された(図表 20)。需要項目をみると、個人消費(同+0.9%)、政府支出(同+2.6%)が増加したが、固定資本投資(同▲1.4%)が前期に続き減少し、輸出(同▲5.7%)も振るわなかった。また、前期の成長率を大きく押し上げた在庫投資が同寄与度▲1.6%Pt と大幅なマイナスに転じた。10～12 月期のマイナス成長は前期の反動に過ぎないことが確認されたと言えるものの、英景気が勢いを欠いているとの評価は変わらない。

2013 年入り後の企業業況は緩やかながら英景気が回復していることを示した。1 月の英製造業 PMI は 50.8(前月比▲0.4Pt)と、前月からほぼ横ばいとなり、同サービス業 PMI は 51.5(+2.5Pt)と 2 カ月ぶりに 50 超に回復した(図表 21)。いずれも業況改善・縮小の目安となる 50 を小幅に上回っているに過ぎないため、強い回復ペースとは言えないものの、英景気の下振れ懸念が後退したことはひとまず安心材料と言える。

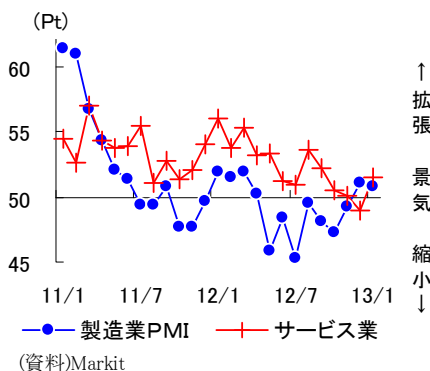
年明け後の個人消費は振るわなかった。1 月の英小売数量指数は前月比▲0.6%と、12 月に続き減少した(図表 22)。小売の低調さは降雪など悪天候が影響したとの見方があるものの、2 月の C B I 小売業販売指数が 8(前月比▲9Pt)と低下し続けており、基調的にも消費が弱含んでいる可能性がある。

雇用情勢は底堅く、個人消費への追い風となっている。12 月の雇用者数(I L Oベース、後方 3 カ月平均)は前月比+49 千人と 3 カ月連続で増加した(次頁図表 23)。内訳ではパートタイムが小幅に減少し、フルタイムの増加が中心となっていることから、企業の労働需要が比較的強いように思われる。但し、12 月の民間賃金(賞与除く)は前年比+1.4%(後方 3 カ月平均)と、インフレ率を下回る低い伸びが続いた。雇用が増加する一方、実質賃金の減少傾向が続いているため、家計部

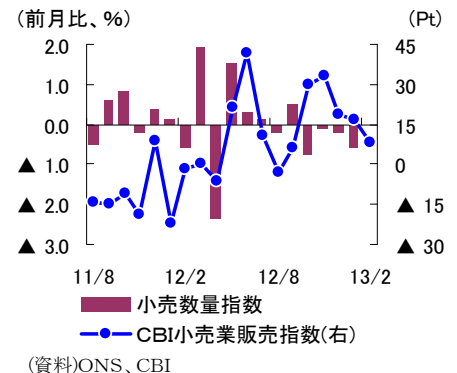
図表 20 英実質 GDP



図表 21 英 PMI



図表 22 英小売数量指数



インフレ率は高止まり

2月MPCでは、キング総裁を含めて3人が追加緩和を主張

景気見通しが弱いため、高めのインフレ率が続くこと容認する方針

キング総裁は追加緩和によるポンド安も意図している模様。今後の追加緩和の可能性は大

門の実質所得が大きく改善しているわけではなさそうである。

1月の英CPIは前年比+2.7%と3カ月連続で同水準の上昇率となった(図表24)。コアが同+2.3%(12月同+2.4%)と小幅に低下した一方、食品等が同+4.2%(12月同+3.8%)に加速した。今後はポンド安による輸入インフレ圧力も加わることで、インフレ率の高止まりが続くと見込まれる。

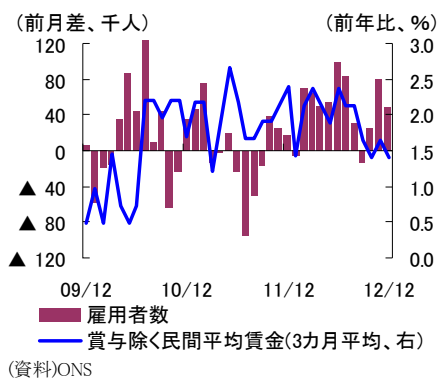
2月のMPC(2/6・7)では政策金利、資産購入枠(現在3,750億ポンド)の据え置きと共に、保有英国債の償還を再投資し、資産購入枠の残高を維持することが決定された。前回までは追加緩和の主張は1票だけだったが、議事録(2/20)では、マイルズ委員に加えて、キング総裁、フィッシャー委員が追加緩和(資産購入枠の250億ポンド増額)に賛成していたことが明らかとなった。

議事録で明らかとなった投票結果はサプライズであり、市場では追加緩和観測が急速に高まっている。2月13日に発表されたインフレ・レポートでは、向こう2年以上に渡りインフレ率が2%を超過するとの見通しが示されたことに加えて、キング総裁が金融緩和の限界に言及するなど、追加緩和には消極的とみられていたためだ(図表25)。但し、インフレ見通しの引き上げは税制変更や通貨安による輸入インフレが主因となっているようであり、景気見通しは弱含みままである。こうした背景から、景気てこ入れの政策を強化してもインフレ見通しのリスク判断には大きく影響しないとの見方を強めていることが議事録から明らかとなっている。高めのインフレ率がやや長い期間続いても、それを容認するという弾力的なインフレ・ターゲット政策を取り入れる方針のようである。

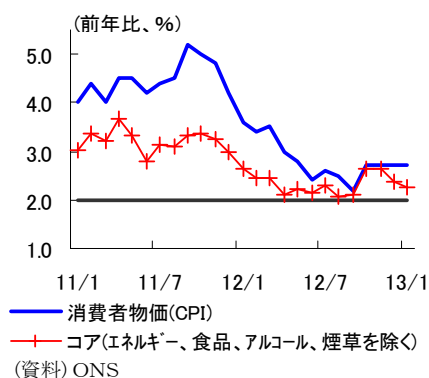
最近のキング総裁の発言からは、追加緩和によるポンド安誘導の意図もうかがわれる。英景気の回復を加速させるためには内需から外需主導に転換することが望ましく、そのためには更なるポンド下落が必要との意見だ。また、インフレ・レポートや議事録では、海外要因、特にユーロ圏の動向次第で景気下振れリスクにつながるとの警戒感を緩めていない。イタリア総選挙を受けて金融不安が広がりつつあるため、早ければ次回MPC(3/6・7)で追加緩和が決定される可能性がありそうだ。

以上

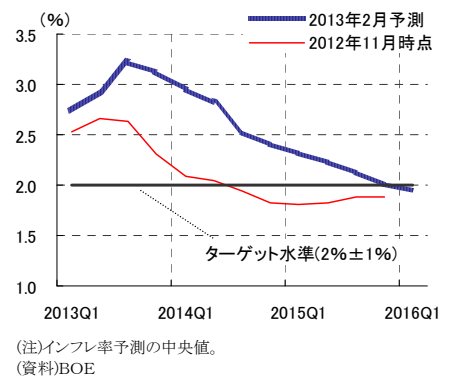
図表 23 英雇用関連統計



図表 24 英インフレ率



図表 25 BOEインフレ見通し



卷末資料：欧州主要経済指標

実質GDP成長率(前期比、%)	10 Q1	Q2	Q3	Q4	11 Q1	Q2	Q3	Q4	12 Q1	Q2	Q3	Q4
ユーロ圏	0.5	1.0	0.4	0.3	0.6	0.2	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.6
ドイツ	0.7	2.2	0.7	0.6	1.2	0.5	0.4	▲ 0.1	0.5	0.3	0.2	▲ 0.6
フランス	0.3	0.7	0.4	0.4	0.8	0.0	0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.3
イタリア	1.0	0.6	0.4	0.2	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.9
スペイン	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1	0.3	0.2	0.0	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.7
英国	0.6	0.7	0.6	▲ 0.4	0.4	0.1	0.6	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	1.0	▲ 0.3
ユーロ圏統計	10 Q1	Q2	Q3	Q4	11 Q1	Q2	Q3	Q4	12 Q1	Q2	Q3	Q4
*設備稼働率(%)	75.9	77.2	78.1	80.2	81.6	80.6	79.8	79.9	79.8	78.0	76.9	77.2
雇用者数(前期比、%)	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	#N/A
妥結賃上げ率(前年比、%)	1.8	1.9	1.5	1.6	2.0	1.9	2.1	2.0	2.0	2.2	2.2	#N/A
労働生産性(前年比、%)	1.7	2.0	1.9	2.2	1.6	1.5	1.1	0.9	1.1	1.1	1.0	#N/A
雇用コスト指数(前年比、%)	2.0	1.6	1.2	1.7	2.3	3.0	2.5	2.8	1.6	2.4	2.4	#N/A
*経常収支(10億ユーロ)	3.8	▲ 5.8	3.8	▲ 3.7	0.8	▲ 5.8	1.1	12.8	21.6	26.6	30.2	37.7
名目GDP比(%)	0.2	▲ 0.3	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	0.0	0.5	0.9	1.1	1.3	#N/A
	前月比						前年比					
	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13
*景況感指数(欧州委員会)	87.2	86.1	85.7	87.2	88.0	89.5						
*鉱工業最終品在庫DI(同)	8.3	7.1	8.6	6.2	6.0	5.0						
鉱工業生産指数	0.8	▲ 2.3	▲ 1.0	▲ 0.6	0.7	#N/A	▲ 2.2	▲ 2.8	▲ 3.4	▲ 4.0	▲ 2.2	#N/A
建設業生産指数	0.9	▲ 1.9	0.2	▲ 0.3	▲ 1.5	#N/A	▲ 3.2	▲ 5.2	▲ 3.5	▲ 5.9	▲ 5.4	#N/A
*貿易収支(名目、10億ユーロ)	8.0	10.2	7.1	10.5	12.0	#N/A						
域外輸出(同上)	3.3	▲ 1.5	▲ 1.4	0.6	▲ 1.8	#N/A	10.1	7.7	6.8	5.6	0.3	#N/A
域外輸入(同上)	2.3	▲ 3.1	0.6	▲ 1.7	▲ 3.0	#N/A	3.0	0.6	2.1	0.8	▲ 3.6	#N/A
*輸出受注DI(欧州委員会)	▲ 25.3	▲ 27.0	▲ 30.5	▲ 29.1	▲ 27.3	▲ 29.0						
*消費者信頼感指数	▲ 24.4	▲ 25.7	▲ 25.5	▲ 26.7	▲ 26.3	▲ 23.9						
*失業率	11.5	11.6	11.7	11.7	11.7	#N/A						
小売数量指数	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.0	▲ 0.9	#N/A	▲ 1.4	▲ 1.8	▲ 2.7	▲ 2.2	▲ 3.2	#N/A
乗用車新規登録台数	5.0	▲ 2.2	▲ 3.9	0.9	4.5	▲ 9.6	▲ 9.7	▲ 18.5	▲ 8.5	▲ 14.1	▲ 20.1	▲ 12.8
マネーサプライ(M3)							2.9	2.6	3.9	3.8	3.4	3.5
生産者物価指数・最終財コア							1.0	1.3	1.5	1.5	1.6	#N/A
消費者物価指数	0.4	0.2	0.1	▲ 0.1	0.2	#N/A	2.6	2.6	2.5	2.2	2.2	2.0
コア(除く飲食品、煙草、アルコール、エネルギー)							1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	1.4
*ECB主要政策金利(末値、%)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75						
*Euribor3カ月レート(末値、%)	0.28	0.22	0.20	0.19	0.19	0.23						
*ドイツ10年国債利回り(末値、%)	1.35	1.44	1.48	1.38	1.31	1.68						
*ダウユーロ50種株価指数(末値)	2,440.7	2,454.3	2,503.6	2,575.3	2,635.9	2,703.0						
*ユーロドル(末値、\$/€)	1.258	1.286	1.296	1.298	1.319	1.358						
*ユーロ円(末値、円/€)	98.6	100.2	103.4	107.1	114.5	124.5						
各国統計	前月比						前年比					
	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13
ドイツ												
*ifo景況感指数(2005年=100)	102.2	101.4	100.1	101.5	102.5	104.3						
鉱工業生産指数(除く建設業)	▲ 0.3	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 0.3	0.8	#N/A	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 3.2	▲ 3.5	▲ 0.8	#N/A
製造業受注指数	▲ 1.1	▲ 2.2	3.9	▲ 1.8	0.8	#N/A	▲ 4.9	▲ 3.7	▲ 2.2	▲ 0.9	▲ 1.8	#N/A
同コア(除く大型輸送機器)	▲ 1.9	▲ 0.7	0.6	0.3	0.6	#N/A	▲ 3.9	▲ 3.2	▲ 2.9	▲ 0.9	▲ 0.7	#N/A
*失業率	6.8	6.8	6.9	6.9	6.9	6.8						
*DAX株価指数(末値)	6,970.8	7,216.2	7,260.6	7,405.5	7,612.4	7,776.1						
フランス												
*INSEE製造業景況感指数	90.0	90.0	85.0	88.0	89.0	87.0						
鉱工業生産指数(除く建設業)	1.9	▲ 3.0	▲ 0.7	0.5	▲ 0.1	#N/A	▲ 0.8	▲ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.8	▲ 2.1	#N/A
家計財消費支出	▲ 0.6	0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.0	#N/A	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	#N/A
*CAC株価指数(末値)	3,413.1	3,354.8	3,429.3	3,557.3	3,641.1	3,732.6						
英国												
*CBI製造業生産見通し	0	7	12	▲ 9	0	8						
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 2.1	▲ 0.8	0.2	1.1	#N/A	▲ 1.1	▲ 3.2	▲ 2.9	▲ 2.4	▲ 1.7	#N/A
*貿易収支(名目、含むサービス、10億€)	▲ 4.6	▲ 2.6	▲ 3.4	▲ 3.6	▲ 3.2	#N/A						
輸出(同上)	▲ 3.0	1.0	▲ 1.4	▲ 0.5	1.9	#N/A	▲ 1.7	▲ 0.7	▲ 6.1	▲ 3.7	▲ 1.7	#N/A
輸入(同上)	4.4	▲ 3.7	0.5	0.0	0.9	#N/A	5.2	▲ 2.5	▲ 1.6	▲ 2.1	2.5	#N/A
小売数量指数	▲ 0.2	0.5	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.6	2.3	2.2	0.6	0.7	0.1	▲ 0.6
失業率(ILOベース、後方3カ月平均)	7.9	7.8	7.8	7.7	7.8	#N/A						
消費者物価指数(CPI)							2.5	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
ネーションワイド住宅価格指数	1.1	▲ 0.4	0.6	0.0	▲ 0.0	0.5	▲ 0.7	▲ 1.4	▲ 0.9	▲ 1.2	▲ 1.0	0.0
マネーサプライ(M4)							▲ 4.2	▲ 3.8	▲ 3.2	▲ 2.9	▲ 1.0	#N/A
コア(その他金融の資金仲介を除く)							5.0	4.6	4.7	5.1	5.1	#N/A
*イングランド銀行政策金利(末値、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50						
*英10年国債利回り(末値、%)	1.47	1.74	1.85	1.77	1.84	2.10						
*FT100株価指数(末値)	5,711.5	5,742.1	5,782.7	5,866.8	5,897.8	6,276.9						
*ポンドドル(末値、\$/£)	1.586	1.616	1.613	1.601	1.625	1.585						
*ポンド円(末値、円/£)	124.4	126.0	128.7	132.1	140.9	145.4						

(注)※は水準。ユーロ圏乗用車新規登録台数、同消費者物価指数、英国住宅価格指数は前月比を季節調整値、前年比を原数値で算出
(資料)Eurostat、欧州委員会、ECB、ACEA、ドイツ連銀、ドイツ連邦統計庁、ifo、INSEE、ONS、BOE、CBI、Nationwide、Bloomberg、EcoWin