

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：ドイツ経済底入れの兆し / 仏財政赤字への「勧告」の行方

< ドイツ経済底入れの兆し >

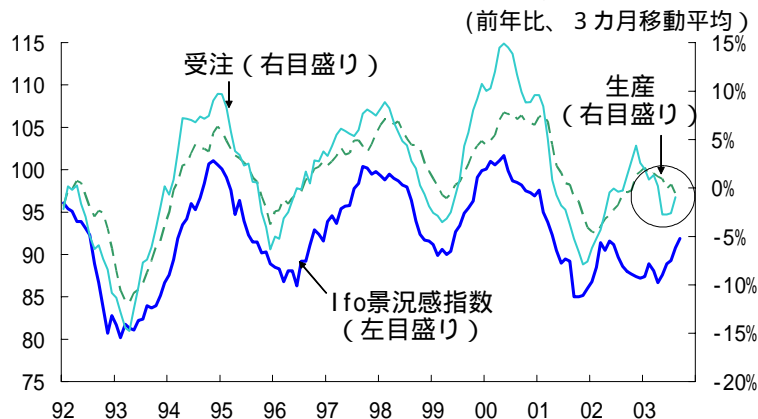
1. 企業景況感が示唆していたドイツ経済の底入れが、製造業の海外受注や輸出のデータで裏付けられつつある。7～9月期は4四半期ぶりのプラス成長への転化が見込まれる。
2. 2002年1～3月期は、今回同様に輸出主導で3期連続のマイナス成長を脱したが、プラス成長の期間は、輸出の息切れと設備投資調整の深化で僅か3期に留まった。
3. 今回は、ユーロ相場の大幅な上振れが回避されれば、輸出の回復基調は続くであろうが、経済の高コスト構造の是正が遅れ、中欧などへの生産シフトは加速していることから、輸出回復が国内需要に波及するスピードは緩やか、その度合いもマイルドであろう。

< 仏財政赤字への「勧告」の行方 >

- ・ 欧州委員会はフランスに対して構造的財政赤字の削減のための追加措置を求め一方、適切な措置が講じられた場合には制裁対象としない方針を明らかにした。
- ・ 今回の勧告についての11月のECOFINの決議の行方、勧告が正式に発動された場合のフランス政府の対応を注視する必要がある。

ドイツでは景況感の改善に続き、受注も持ち直し

ドイツのIfo景況感指数と生産、受注



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3597-8538 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405

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

< ドイツ経済底入れの兆し >

ドイツ経済は輸出主導で底入れの兆し

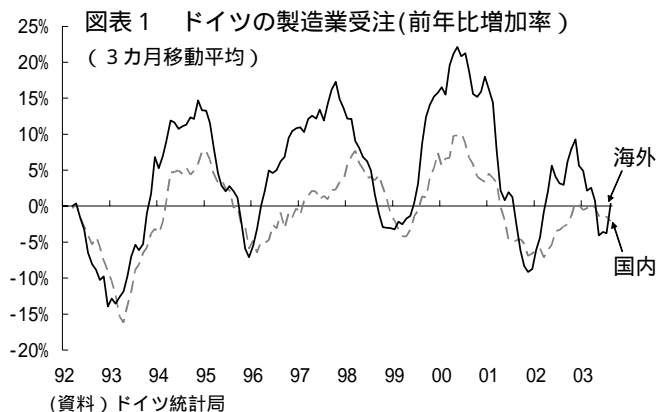
企業景況感が示唆していたドイツ経済の底入れが、製造業の海外受注や輸出のデータによって裏付けられつつある。

8月の製造業受注は、前年の水準を下回ってはいるものの、前月比では0.1%と下げ止まった。国内受注は前月比マイナス1.6%と落ち込みを見せたのに対し、海外受注が同2.1%と大きく改善したことが受注全体を押し上げたものだ(図表1)。

輸出も7～8月に2カ月連続で前月を上回っており、ドイツ経済は輸出の持ち直しで底入れしつつある。

8月の鉱工業生産は前月比マイナス2.5%と落ち込みを見せたが、これは6月の旧東独地域におけるIGメタルのストライキの影響で7月分が前月比2.8%増となった反動や、夏期休暇、異常気象が影響したものだ。これらの特殊要因が剥落する9月の数値は、受注と連動する形で上向くであろう。

11月13日に速報値の発表が予定されている7～9月期のドイツ経済の成長率は4四半期ぶりにプラスに転じる可能性が高いものと思われる。

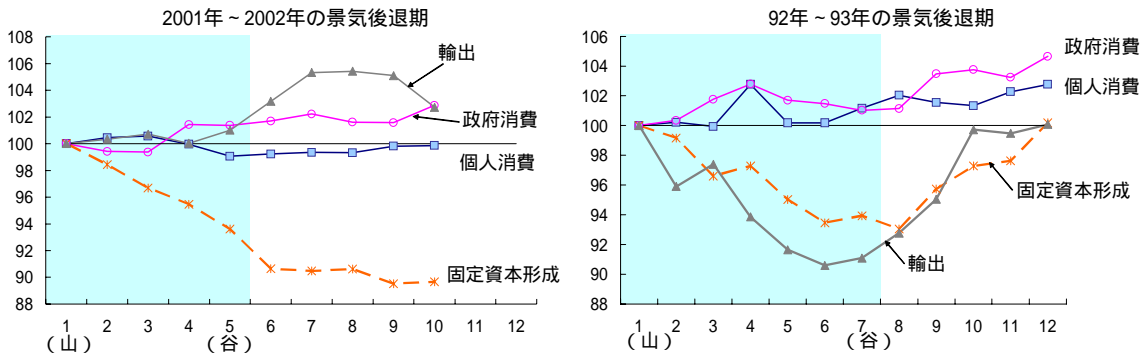


輸出の息切れと雇用・設備投資調整の深化で短期間に終わった2002年の景気回復

かつて2002年1～3月期も、今回と同様に外部環境の好転を受けた企業景況感の改善、海外受注の持ち直し、輸出の拡大が見られ、輸出主導で3期連続のマイナス成長を脱した。しかし、その後は、米国の低成長とユーロ高の進行で輸出が息切れる一方、ITブームの反動もあり設備投資と雇用の調整がさらに深化したため、プラス成長の期間は僅か3期に留まった(図表2)。92～93年の景気後退からの脱却時に典型的に見られた、まず輸出が立ち直り、国内需要に波及するという景気回復パターン(図表2)の実現には至らなかったのである。これを踏まえると、7～9月期の統計に表れた底入れの兆しが、2004年に向けて順調な景気の回復に結び付くかを判断する上では、輸出そのものの回復の持続力と、国内需要への波及のスピードやその度合いを判断することが重要になる。

輸出環境は、米国経済の概ね順調な回復が想定されるなど、良好に推移する見込みであり、下振れリスクとしては9月以降、対ドル高が再燃したユーロ相場の動きが気になる状況にある。

図表2 景気後退期と回復期の需要動向



年央から急改善が続いたZEW指数が、10月に若干低下(60.9→60.3)したことは、ユーロ高の再燃で景気先行きへの過剰な期待に修正が加わったことを示すものである(図表3)

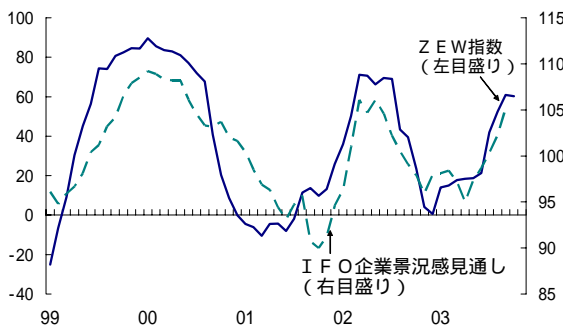
輸出の回復基調は当面続く見通し

但し、当面のところ、ユーロ高が景気回復のトレンドを損なう可能性は低いものと思われる。9～10月のユーロ高は、ユーロ独歩高の様相を呈していた今年上半期とは異なり、円などアジア通貨も上昇、名目実効為替レートベースではマイルドなものに留まっているからだ(図表4)

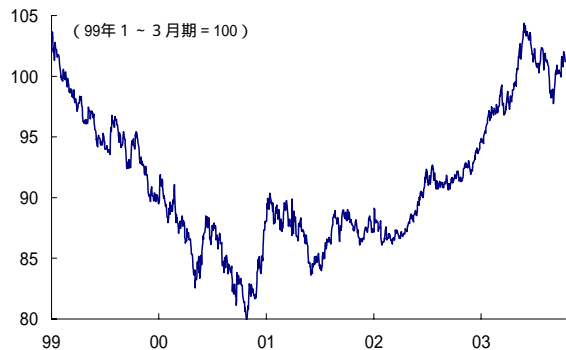
年初から5月のピークまでのユーロの実効為替レートの上昇率はおよそ10%であり、この間、通貨高のマイナスの影響を打ち消すに足ると考えられる幅(125bp)の政策金利の引き下げが実施されている。為替相場の水準も、10月のECBの理事会後の記者会見でドイゼンベルグ総裁が言及した通り、「ユーロ発足時と同じ」で、しかも「過去25年間の平均的な水準」にある。オランダの財務相やドイツの財務次官などユーロ圏の要人やドイツのBDI産業同盟など産業界から、1ドル=1.2ユーロまでは容認しうる水準とする発言が聞かれることなどから、実効レートベースでピークを大きく更新するようなユーロ高が進まない限り、影響は軽微と考えてよいだろう。

潜在的なドル下落のリスクが存在する中で、ユーロ相場の急速、且つ、過度の上昇というリスクを否定することは出来ないが、輸出の回復基調は持続するとの見通しは維持可能と思われる。

図表3 ドイツの景況感指数



図表4 ユーロの名目実効為替相場

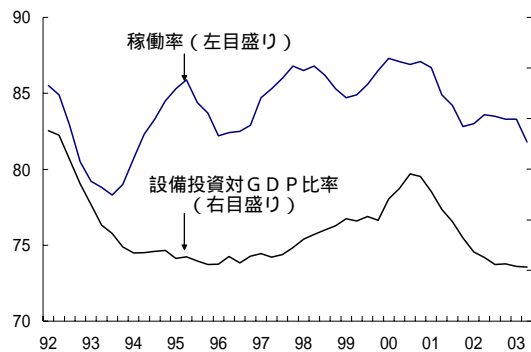


輸出回復の国内需要への波及のスピードは緩やか、且つ、マイルドなものに

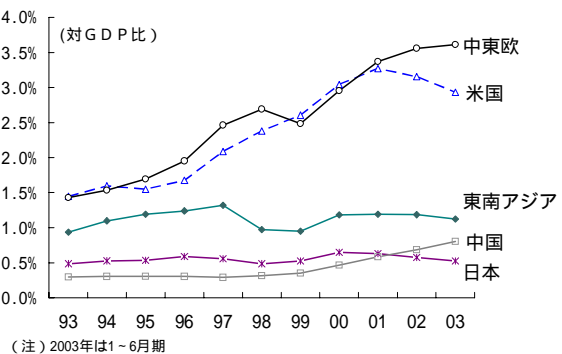
一方、国内需要への波及については、スピードは緩やかで、その度合いもマイルドなものに留まると考えた方が良いでしょう。

第1の理由は、海外受注、輸出回復の反面で、国内受注は水準的にも低迷、設備稼働率も4～6月期に一段の落ち込みを見せているため(図表5)、雇用や設備投資の反転には時間を要すると考えられるからだ。

図表5 ドイツの設備稼働率と設備投資対GDP比率



図表6 ドイツの輸出相手地域別寄与度



第2の理由は、ユーロの導入、さらにEU拡大といった統合の過程で、ユーロ圏内や中欧などとの分業の発展という構造変化が生じたことで、輸出の回復が国内の雇用や設備投資の増強に結び付きにくくなったことが挙げられる。

ドイツ企業は、国内での設備投資を手控えるようになった2001年以降も、生産コスト削減を目的とする中東欧や中国などへの直接投資に積極的に取り組んできた。これらの地域とは、電気機械や輸送機械などの分野での双方向の貿易、いわゆる「産業内貿易」が拡大しており(注)、労働集約的な工程はコストの低い中東欧等で行い、ドイツからは生産シフトが進展していない中間財や資本財等の供給を行うという関係が築かれている。

エマージング地域との分業が発達すれば、米国やEU域内などの最終需要地域の景気拡大が続けば、ドイツからは最終製品の組立加工等を行う生産拠点立地国への輸出が拡大することになる。ドイツの輸出入の相手地域として中東欧、中国のプレゼンスは拡大(図表6)、1～6月期には、日本、米国向けの輸出が減少する一方、EU域内に次いで、中東欧、中国が高い寄与度を示したことは、分業に伴う貿易の流れの変化を示すものと捉えることができる。このことは、同時に、グローバルな競争が激化する中で、ドイツ国内における高コスト構造の是正や高付加価値化への取り組みが順調に進展しなければ、生産拠点の国外シフトへの圧力が一段と強まり、ドイツ国内の設備投資調整を長期化させ、失業の解消を困難化するおそれがあることも示唆するものである。

(注) 近年におけるドイツから中東欧等への生産シフトと産業内貿易の発展ぶりについては「低迷するドイツ経済～欧州統合の深化・拡大との関わりについて」(ニッセイ基礎研究所「基礎研レポート」2003年8月号)をご参照下さい。

< 仏財政赤字への「勧告」の行方 >

欧州委員会はフランス政府に財政赤字削減の追加的取り組みを要請

(欧州委員会は GDP 比 0.4% の構造的赤字の追加削減を要請)

欧州委員会は 10 月 21 日に、フランス政府に対して新たな財政赤字削減措置を講じるよう要請した。今月 8 日に示した 6 月の財政赤字是正「勧告」に対するフランスの取り組みは不十分とする判断に続き、具体的な改善の目安とスケジュールを明らかにしたものである。

フランス政府が 9 月 25 日に議会に提出した 2004 年度予算案は、所得税減税を実施する一方、石油税、タバコ税、地方税の増税を実施、社会保障関連支出を抑制することによって財政赤字を GDP 比 4% から 3.6% へと削減することを骨子とするものである。

欧州委員会は、フランスの財政赤字拡大が「予想以上の景気の落ち込みによるもの」で、「2004 年に財政赤字を 3% 以下に抑えるには、構造的赤字の GDP 比 1.5% もの削減が必要となるため、経済に対する犠牲が大きすぎる」としてフランスの財政事情に一定の理解を示す一方、「クラウドイングアウトの回避」や「2005~2006 年からの高齢化の財政への影響の加速度的な拡大に備える」ため、2004 年に GDP 比で 0.4% に相当する追加的な構造的赤字削減措置を講じることを求めた。当初予算に盛り込まれた措置を加えると、2004 年にフランスが実施する構造的赤字の削減幅は同 1% となり、2005 年にはさらに 0.5% 削減することで基準の達成を確かなものとすることを求めている。

(財政規律の精神の遵守と厳格すぎる運営の弊害の回避が要請の意図)

今回の提案にあわせて、欧州委員会のソルベス委員長は、フランスの財政赤字が 3 年連続で上限の 3% を突破した場合にも「制裁」を回避する意向を示している。財政規律の精神の遵守と、厳格すぎる規律の運営が、景気回復の基盤を損なうリスクの回避とのバランスを図った妥協案として理解することができる。

フランスの取り組みに対する支持には EU 加盟国間でも温度差

(「勧告」の正式な発動には ECOFIN の特定多数決による賛成が必要)

今回の「勧告」の正式な発動には、11 月 4 日の財務相理事会 (ECOFIN) で特定多数決方式による決議、すなわち各加盟国に割り当てられた票数の 3 分の 2 の賛成を得る必要がある。現在、EU 加盟国に割り当てられている総票数は 87 (図表) となっており、3 分の 2 は 62 票であるが、今回の採決には当事国のフランスが参加しないため総票数は 77 票となる。

EU 加盟国の間でもユーロ参加国への財政規律の運営に対する立場は、ユーロ発足前の段階から様々であった。財政規律導入の必要性を強く主張したドイツに対し、フランスのほか、イギリス、イタリアは、厳格すぎる運営は弊害が大きいとする立場を採ってきた。足許のフランスの財

政赤字削減への取り組みに対しては、同じように財政赤字が上限を突破し、赤字の削減に取り組んでいるドイツ、ポルトガル、政府債務残高の水準が高いベルギーは支持しているが、財政再建を実現したスペインや北欧、緊縮型の予算を策定しているオランダは批判的立場を採っている。票数の多い大国とポルトガル、ベルギーが「勧告」に反対した場合、反対票数は過半は上回るものの3分の2には届かない。中立的立場の中小国が決議の行方を決めることになる。

EU加盟国の割り当て票数

| 10票 | 8票 | 5票 | 4票 | 3票 | 2票 |
|-----------------------------|------|-------------------------------|------------------|---------------------------|---------|
| ドイツ フランス イタリア イギリス | スペイン | ベルギー ギリシャ オランダ ポルトガル | オーストリア スウェーデン | デンマーク アイルランド フィンランド | ルクセンブルグ |

(中立的立場の国々が反対に回ることによって「勧告」が否決される可能性も)

翻ってフランス経済の現状に目を転じると、受注や企業景況感は改善の方向にあり、8月に猛暑の影響で前月比マイナス2.9%と落ち込んだ小売売上高も9月には3.4%増と大幅に改善した。4～6月期の成長率は、所得税減税要因の剥落による消費の落ち込みでマイナス0.3%となったが、7～9月期は消費の回復でプラスに転化することになりそうだ。とはいえ、輸出、生産の回復テンポは鈍く、雇用・所得面でも厳しい情勢が続いていることや将来の増税への懸念から、消費が力強い伸びを続けることは期待しづらい。フランス経済の停滞が、域内の景気回復の足かせとなりうる情勢に鑑みると、中立的な立場の国々がフランスの支持に回り、「勧告」の発動が回避される可能性も低くはないと考えられよう。

フランスには外圧を利用して医療制度改革を推進する選択肢も

仮に、特定多数決で「勧告」が賛成を得た場合は、フランス政府は12月15日までに2004年度の追加措置に関する報告書を提出する義務が生じる。この後のシナリオは2つ考えられる。1つは、政府が今回の「外圧」を利用して、欧州理事会の報告書などで改善の必要性を指摘されていながら、先送りされてきた医療制度改革を一気に推し進めることである。もう1つは、十分な措置を講じずに「制裁」を甘んじて受けることである。

今回の勧告に対して、フランス財務省のスポークスマンは、「新たな措置は不安定化要因となる」との見解を表明していることから、後者の可能性も否定はできない。向こう2ヵ月間の動きを注視する必要がある。