

# 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

## 2003～2004年改定欧州経済見通し

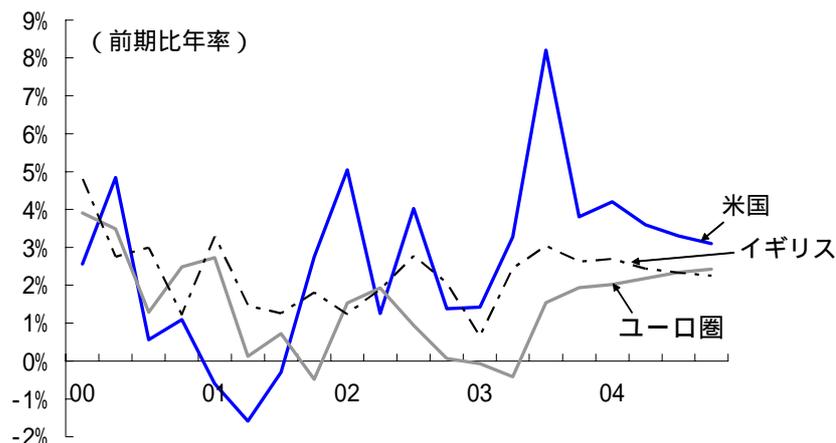
### < 2004年のユーロ圏は1.9%成長 >

- ・ 2003年のユーロ圏経済は年前半の景気停滞の影響で0.5%の低成長に留まるが、輸出主導で景気は回復に向かっている。
- ・ 2004年は概ね良好な輸出環境の下、輸出の回復が内需に波及することで、年後半には潜在成長率の水準に回帰、通年の成長率も1.9%となる見込みである。

### < 2004年のイギリス経済は2.6%成長 >

- ・ イギリスでは、良好な雇用・所得環境と歴史的な低金利下、不動産価格の高騰、個人債務の増加を伴いながら個人消費が拡大した。2003年の成長率は2.0%となる見込みである。
- ・ 2004年には住宅資産効果は剥落するが、個人消費の失速は回避、外部環境の改善による輸出・生産の回復、公的需要の下支えにより、成長率は2.6%となる見込みである。

ユーロ圏、イギリス、米国の経済成長率



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/>

## < 2003 ~ 2004 年改定経済見通し >

### 概要

#### ユーロ圏

- 2003 年のユーロ圏経済は年前半の景気停滞の影響で 0.5% の低成長に留まるが、輸出主導で景気は回復に向かっている。
- 2004 年は概ね良好な輸出環境の下、輸出の回復が内需に波及することで、年後半には潜在成長率の水準に回帰、通年の成長率も 1.9% となる見込みである。

図表 ユーロ圏: 経済見通し

	単位	2002年	2003年	2004年	2003年				2004年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(実)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	0.9	0.5	1.9	0.7	0.1	0.3	0.7	1.3	1.9	2.1	2.2	
内需	寄与度%	0.2	0.5	1.2	1.2	0.9	0.1	0.1	0.0	0.6	1.8	2.2	
	民間最終消費支出	前年比%	0.1	1.1	1.6	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7	1.3	2.0	2.3
	固定資本形成	"	2.9	1.8	1.5	2.3	1.3	1.9	1.6	0.1	1.2	2.3	2.5
外需	寄与度%	0.6	0.1	0.7	0.5	0.8	0.1	0.9	1.3	1.3	0.3	0.0	
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.3	2.0	1.9	2.3	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	1.8	1.8	
失業率	%	8.4	8.8	8.6	8.7	8.8	8.8	8.8	8.7	8.7	8.6	8.6	
ECB市場介入金利	%	2.75	2.00	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	

(注) 政策金利は期末値

#### イギリス

- イギリスでは、良好な雇用・所得環境と歴史的な低金利下、不動産価格の高騰、個人債務の増加を伴いながら個人消費が拡大した。2003 年の成長率は 2.0% となる見込みである。
- 2004 年には住宅資産効果は剥落するが、個人消費の失速は回避、外部環境の改善による輸出・生産の回復、公的需要の下支えにより、成長率は 2.6% となる見込みである。

図表 イギリス: 経済見通し

	単位	2002年	2003年	2004年	2003年				2004年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(実)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.7	2.0	2.6	1.8	2.0	2.0	2.2	2.7	2.7	2.5	2.4	
内需	寄与度%	3.0	2.7	3.1	2.6	2.7	3.0	2.4	3.2	3.4	3.1	2.8	
	民間最終消費支出	前年比%	3.6	2.5	2.9	2.8	2.5	2.6	2.0	3.0	3.0	2.9	2.8
	固定資本形成	"	1.8	1.6	2.7	5.0	1.5	0.0	0.2	1.9	1.5	3.8	3.6
外需	寄与度%	1.4	0.6	0.4	0.8	0.7	0.9	0.0	0.4	0.6	0.4	0.4	
消費者物価 (RPIX)	"	2.2	2.7	2.5	2.9	2.9	2.8	2.6	2.7	2.5	2.7	2.6	
失業率	%	3.1	3.1	3.0	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
イングランド銀行レボ金利	%	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	

(注) 政策金利は期末値

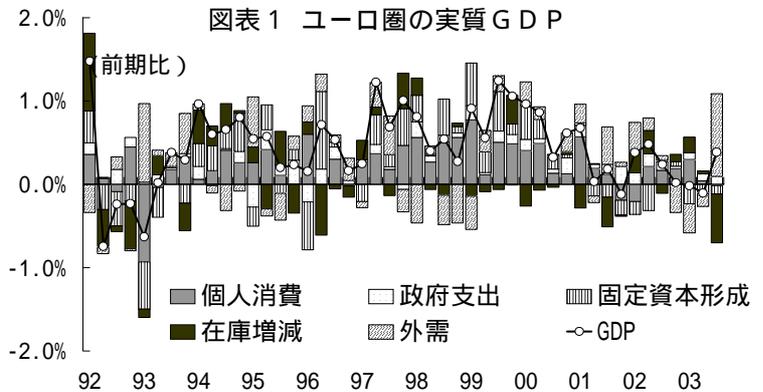
## 1. ユーロ圏

現状：7～9月期は外需回復でマイナス成長を脱却、10～12月期も回復基調は持続

( 7～9月期は外需主導でプラス成長に転化 )

3日に発表された7～9月期のユーロ圏のGDP(2次速報値)は、前期比0.4%、前年同期比0.3%と1次速報値と同じ内容であった。

今回、初めて明らかになった需要項目別の内訳からは、輸出が3期連続のマイナスを脱したことで、外需が1%と前期比成長率の改善に大きく寄与したことが分かった。内需に目を転じると、政府支出のみがプラスであり、個人消費は前期比ゼロ成長、固定資本形成が3期連続のマイナス、在庫は再度マイナスに転じ、成長を0.6%下押しするなど、民間需要は総じて低迷した(図表1)

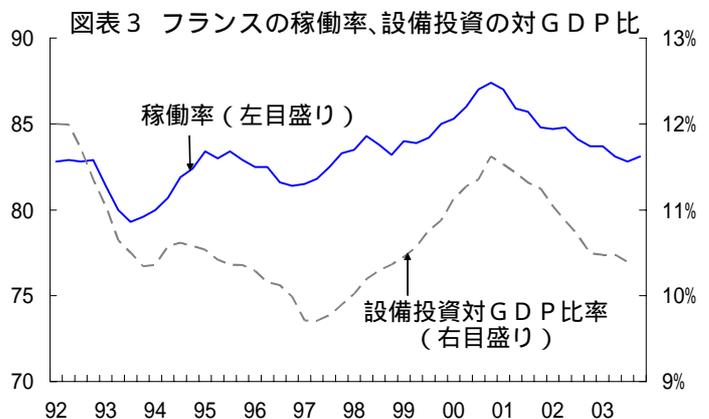
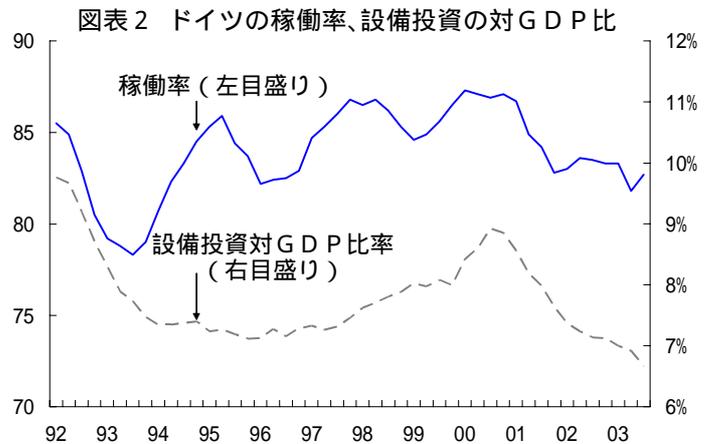


( 内需回復の兆しも見られるものの、回復の足取りは緩慢に留まる見込み )

ユーロ圏全体では7～9月期も稼働率は低下したが、ドイツでは4～6月期のストライキの反動もあり81.8%から82.7%に改善した。フランスでは7～9月期に一旦落ち込んだ後、10～12月期に82.8%から83.1%へと改善した。

ドイツのIfo指数、フランスのINSEE指数など企業景況感を示す指標は、直近まで改善傾向が続いており、2004年にかけて輸出を牽引役に稼働率がさらに改善し、雇用、設備投資の回復へと結び付くことが期待しうる情勢にある。

しかしながら、大幅な設備投資調整にも関わらず、稼働率の水準は依然低いこと(図表2、3)企業収益の回復が緩慢なこと、さらにユーロ相場が対ドルで高値を更新、再度独歩高の様相を呈していることや、労働市場・社会保障制度等の改革が進展する中で、政



策の行方を見極めるため慎重な姿勢が採られやすいことなどから、当面の改善ペースは企業景況感の改善ぶりに比べて、緩やかなものに留まると考えられる。

## 2004年のユーロ圏経済は1.9%成長

( 米国経済の回復と行き過ぎたユーロ高の回避が順調な景気回復の前提条件 )

2004年のユーロ圏経済は、米国経済の回復基調が続き、行き過ぎたユーロ高が回避されるという前提の下で、年後半には潜在成長率へと回帰し、2004年通年の成長率は1.9%となる見込みである。

米国経済は7～9月期の前期比年率8.2%成長から勢いは鈍るものの、2004年も4.2%成長が見込まれ、世界経済の需要アブソーバーとして一定の役割が期待される状況にある(詳細は「Weeklyエコノミスト・レター 2003.12.19 米国経済見通し」参照)。



ユーロ相場は、米国の経常赤字への懸念を背景とする消去法的なユーロ買いで、17日には1ユーロ=1.2371ドルと対ドルの最高値を更新している。当面は、景気下振れリスクとしてユーロ高の行方を留意すべきであろう。9月以降、ユーロ高が再燃した局面では、アジア通貨の対ドルでの調整も進展したことで実効相場の上昇は抑えられていたが、ここに来て春先同様、ユーロ独歩高の傾向が強まり、実効為替相場も5月の最高値に迫りつつある(図表4)。OECDなど各機関の回帰分析等の結果では、実効為替相場ベースでのユーロ相場の10%の上昇は、1年後にユーロ圏の物価を0.2～0.7%程度、生産を2%程度、GDPを0.5～0.8%程度押し下げる効果があるとされている。現時点では、ユーロの実効為替相場の水準は、中期的な平均、あるいはユーロ発足時の水準にあるため、行き過ぎとは見られていない。また、ユーロ高の景気への影響についても、輸出面での悪影響は米国経済等の回復による数量要因で吸収され、他方で交易条件やインフレ率低下による内需への好影響も期待されていることから、ECBやユーロ圏各国高官も「強いユーロ」を支持する基本的立場を変えていない。しかしながら、今後、アジア通貨の対ドル・レートの調整幅が抑制され、ドル高の調整がもっぱら対ユーロで進行し、急激、かつ、大幅なユーロ高が進行するような場合には、警戒姿勢を強める可能性もあろう。

( 独仏への「安定成長協定」の制裁手続きは停止。しかしドイツの減税案は縮小へ )

2004年のユーロ圏経済は、ドイツ、フランスで実施される所得税減税によってもある程度下支えられる見込みである。

2002年に続き、2003年も財政赤字が「安定成長協定」の上限を突破することが確実なドイツ、フランスの2004年度の予算案に所得税減税が盛り込まれ、3年連続で上限を突破する可能性が

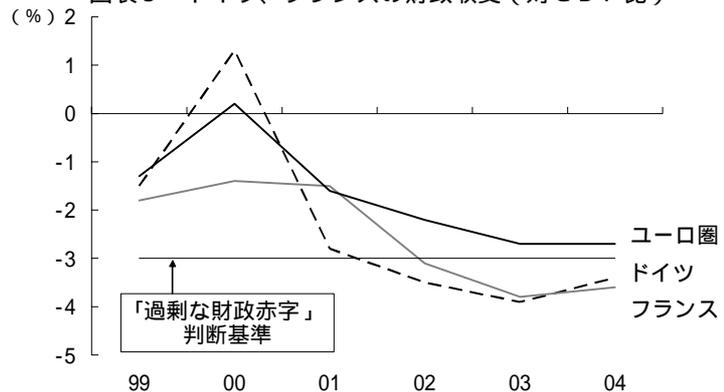
高まったことを受け（図表5）欧州委員会は追加的財政赤字の削減を要求したが、11月25日に開催されたEU財務省理事会の決議で提案は否決、2004年まで3年連続で上限を突破した場合にも、両国への制裁手続きは停止、赤字が容認されることになった。

これによりユーロ圏内の財政規律は形骸化したとの見方もあるが、ドイツ、フランスともに「安定成長協定」の精神は遵守する構えであり、減税の景気押し上げ効果を過大評価すべきではない。

ドイツの所得税減税は、2004年初に当初より計画されていた62億ユーロに加え、2005年初に実施が予定されていた156億ユーロの所得税減税を前倒し実施するというものであった。うち前倒し実施分については、与野党間の調整の末、78億ユーロに縮小して実施することになった。

フランスの所得税減税も33億ユーロ、GDP0.2%相当、ドイツの減税額は総額140億ユーロ、GDPの0.7%に相当するが、赤字抑制のための増税や歳出削減も実施されることから、直接的な景気浮揚の効果は限定的と見るべきである。

図表5 ドイツ、フランスの財政収支（対GDP比）



（注）03年、04年は欧州委員会見通し（資料）European Commission

（ ECB は政策金利を据え置きへ ）

ユーロ圏の物価は、ユーロ高がインフレ抑制要因となる一方、当面の景気の回復テンポが緩慢であることから、ECBの政策目標に概ね一致した推移が見込まれる。ECBの政策金利は、物価の安定に加え、輸出依存型の景気回復の基盤は磐石とは言えないこと、財政面からの下支えの余地も乏しいことなどから、2004年入り後も据え置かれる可能性が高いと予測する。

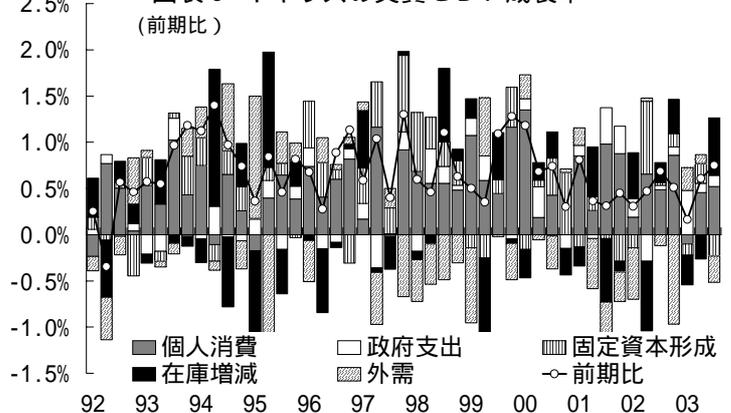
## 2. イギリス経済

現状：個人消費は堅調に推移、製造業生産の回復には遅れ

（ 個人消費が成長を牽引 ）

イギリスの7～9月期の成長率は前期比0.7%、前年同期比2.0%と4～6月期の同0.6%、2.0%に続き堅調に推移した（図表6）。7～9月期も個人消費が景気を牽引、公共サービス向上のための政府支出も成長に寄与した点は前期と同じである。しかし、一旦持ち直した固定資本形成は、民間設備投資の減少で再度マイナスに転じ、外需の寄与度も、輸出が前期比0.1%

図表6 イギリスの実質GDP成長率



と低い伸びに留まる一方、輸入が同 1.0%となったことで、2 四半期ぶりに寄与度がマイナスに転じた。

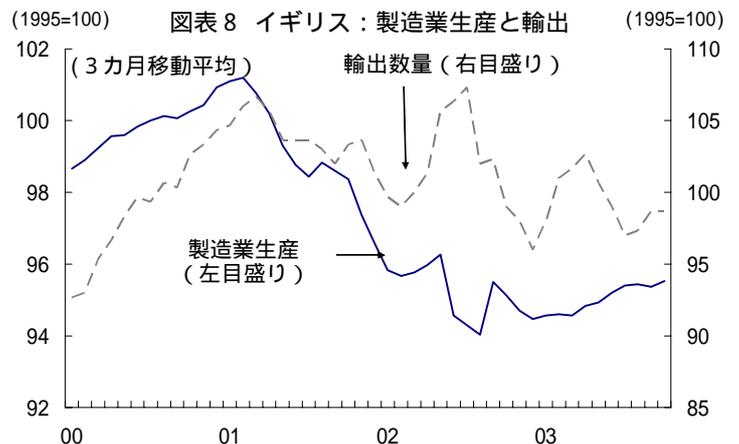
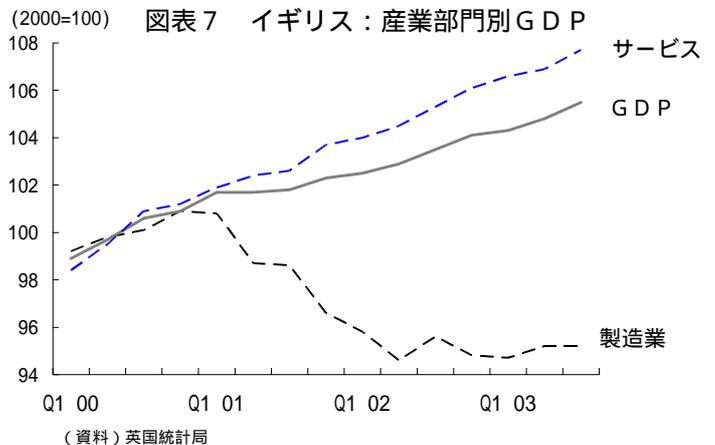
個人消費の堅調は良好な雇用・所得環境と低金利に支えられたものであり、不動産価格が高値を更新する中で住宅を担保とする個人債務の増加を伴っている点が特徴である。イングランド銀行（BOE）は、世界経済の回復、株価の持ち直しで景気下振れリスクが後退する一方、不動産市場の過熱や個人債務の増勢に歯止めをかけるために主要国の中央銀行の先頭を切って 11 月に 0.25%の利上げを実施、現在は利上げの効果を見極める段階にある。

10～12 月期に入ってから、不動産価格の騰勢や個人債務の増勢に歯止めがかかる明確な兆候が見られない一方、小売売上数量はクリスマスに向けた需要などで好調に推移しており、個人消費主導の景気拡大は続いている。

（ サービス業と製造業の格差は拡大 ）

7～9 月期のイギリス経済の回復は、供給面では小売業の堅調のほか、株高による金融業の持ち直しでサービス業の成長が前期比 0.8%と加速したことに牽引されたものであった。製造業は前期比ゼロ成長と低迷し、サービス業と製造業との「二極化」傾向は再度鮮明化した（図表 7）。

10～12 月期には、輸出環境の改善とポンド高修正の効果から輸出、生産は持ち直しつつあり（図表 8）、購買部協会や CBI 製造業動向調査などでも受注、生産の回復の兆候が現れている。このため一層の格差拡大は回避されると見込まれるが、財貿易の相手地域として結びつきの強いユーロ圏経済の回復が緩やかなペースに留まることなどから、格差是正のテンポもマイルドなものに留まると考えられる。



2004 年は 2.6%成長

2004 年のイギリス経済は、住宅資産効果こそ剥落するが、公共サービス部門での雇用拡大で雇用・所得環境が良好に推移していることから個人消費の失速は回避、輸出、生産の緩やかな回復、政府支出の下支えにより、通年の成長率は 2.6%へと改善する見込みである。

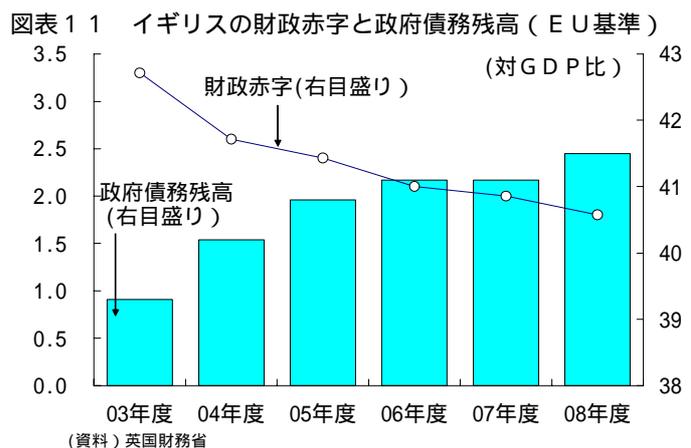
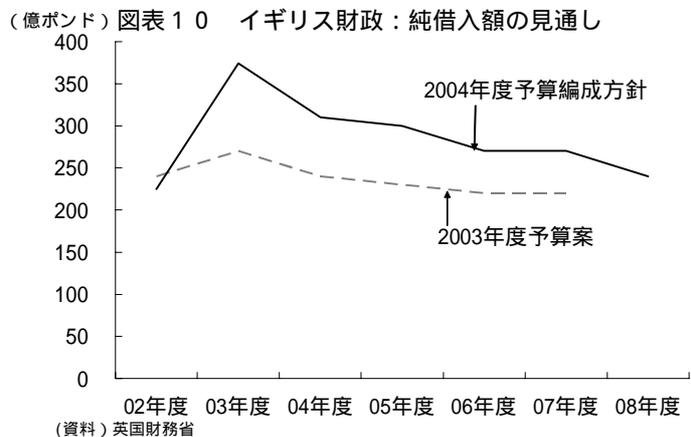
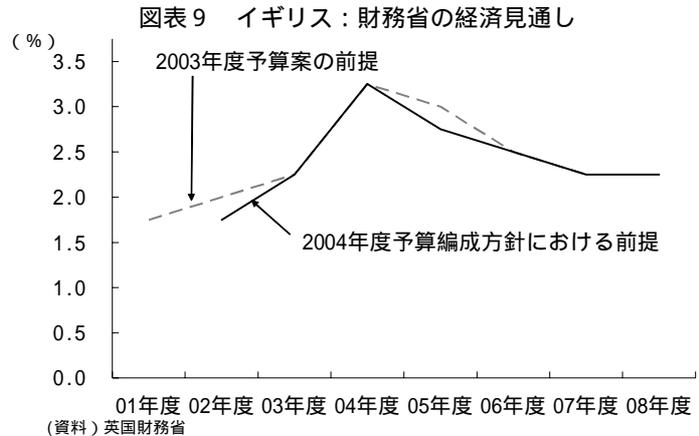
( 財政赤字は拡大 )

12月10日に発表された2004年度の予算編成方針では、景気が4月の2003年度予算案における前提条件と概ね一致する推移となったにも関わらず(図表9)純借入額が2003年度は270億ポンド、2004年度は240億ポンドから、374億ポンド(対GDP比3.4%)、310億ポンド(同2.6%)へと大幅に拡大したことが明らかにされた(図表10)。

これは2003年度予算案では、政権公約であった医療、教育、インフラ投資等への支出の拡大による赤字拡大が見込まれる中で、経済情勢への配慮から歳出増に見合うだけの増税が見送られたことから、歳入不足が生じたことによるものである。政府は、引き続き公共サービスの充実とインフラ整備計画を推進する方針であることから、今後、財源確保のための増税の実施は不可避と考えられている。

「安定成長協定」の基準で見た場合、2003年度のイギリスの財政赤字はGDP比で3.3%と上限の3%を上回ることになる。EUの規定に基づき、欧州委員会に提出された報告書では、赤字額は2004年度には2.6%と上限を下回り、以後、段階的に縮小するとの計画が示されたが(図表11)その達成の可能性は、景気動向と増税の有無に左右される点に留意が必要である。

財務省の報告書では、イギリスの財政がG7諸国の中でも赤字幅が小さく、政府債務残高が最も低いこと(図表12)を強調し、同報告書に添付されたブラウン蔵相から欧州委員会のソルベス委員に宛てた書簡の中で、イギリスの財政運営は「低い債務水準、長期的な財政のサステナビリティを維持し、景気循環に配慮しながら、政府サービス部門への過小投資に取り組むという」成



「長安定協定」の健全な解釈に整合的なもの」とし、従来から主張してきた「安定成長協定」の適用にあたって個別の財政事情に配慮を求める姿勢が改めて示された。

図表12 G7諸国の財政(2003年度見通し)

	イギリス	フランス	ドイツ	イタリア	カナダ	日本	米国	G7平均
財政赤字	3.3	4.2	4.2	2.6	1.0	7.4	4.9	3.9
政府債務残高	39.3	62.6	63.8	106.4	77.3	155.7	63.8	81.2

(注) 財政赤字、政府債務残高はEU基準による

(資料) 英国財務省(原資料はEU加盟国は欧州委員会、その他はOECDの経済見通し)

( BOE はインフレ・ターゲットを変更。政策金利を当面据え置く見込み )

BOEの金融政策については、個人消費の拡大が続いていることや不動産市場過熱への警戒姿勢が示されていることから、11月の利上げ後、来年早々にも追加利上げに踏み切るとの観測が広がっていた。

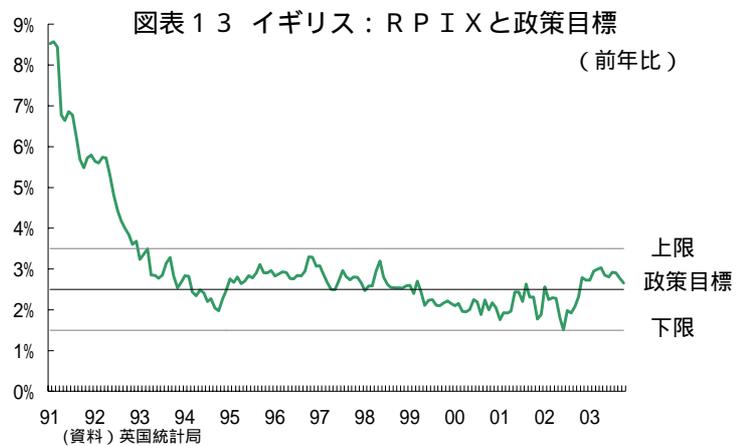
しかしながら、早期の追加利上げは、債務負担の増大を通じて個人消費の腰折れを招くリスクを伴うことに加え、製造業の回復をさらに遅らせる要因ともなりうる。さらに、BOEが12月10日にインフレ・ターゲットを変更したことで、物価の実勢が目標の中心値を上回る状態から(図表13)下回る状態(図表14)に変わったことも、早期利上げの可能性を減じる要因と考えることができる。

今回の措置は、物価指標をRPIX(モーゲージ利払いを除く小売物

価)からHICP(EU統一基準消費者物価、イギリスでは以後CPIと表記されるため、以下でも、CPIを用いる)に変更したもので、インフレターゲットの中心値も、RPIXの実績がCPIの実績を上回っていることに合わせて、従来の2.5%から2.0%へと引き下げられた(図表15)。インフレ・ターゲットの±1%を超えて乖離した場合、BOE総裁が財務相に公開書簡を提出するなど、その他の運営方法については従来の手法が継承される。

図表13 イギリス：RPIXと政策目標

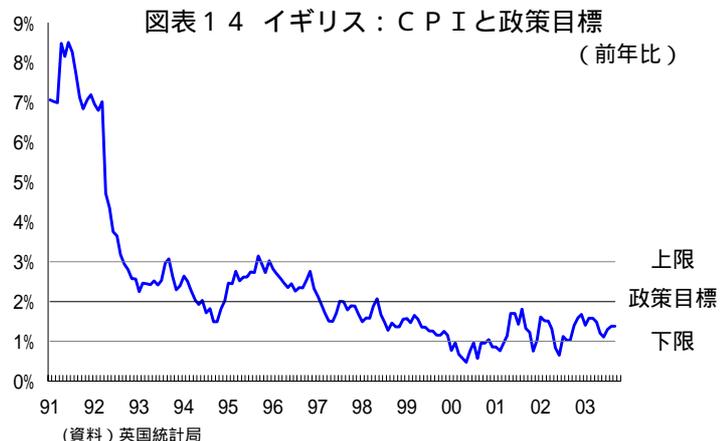
(前年比)



(資料) 英国統計局

図表14 イギリス：CPIと政策目標

(前年比)



(資料) 英国統計局

図表15 イングランド銀行のインフレ・ターゲット制度の変更内容

	従来	新方式
物価指標	R P I X (モーゲージ利払いを除く小売物価)	H I C P (EU統一基準消費者物価)
商品分類	イギリス固有の方式	国際分類基準
商品構成比	固定(1年ごとに見直し)	固定(1年ごとに見直し)
カバレッジ	住宅所有・購入に関わる費用を含む	住宅所有・購入に関わる費用を含まない
算出方式*2	算術平均	幾何平均
インフレ・ターゲット	2.5%	2.0%
レンジ*3	± 1%	± 1%

\*1 幾何平均では相対価格が変化した場合、より高価な財を安価な財によって代替することを暗黙に前提としているため、算術平均に比べて、価格の変化幅が小さくなる傾向がある

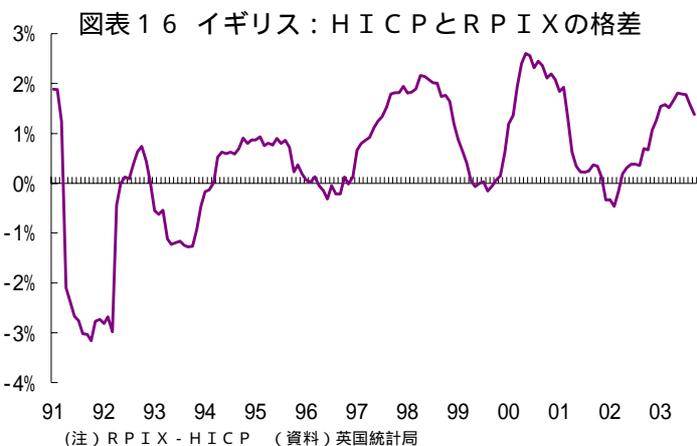
\*2 実際のインフレ率が± 1%を超えて乖離した場合、BOE総裁が、乖離した理由、対応策、目標に回帰するのに要する期間の見込みなどを内容とする公開書簡を財務相に提出しなければならない。3カ月後も乖離している場合、再度提出が求められる。

(資料) BOE、英国統計局

R P I XとH I C Pの乖離(図表16)の原因を、統計局では、97年1月以降の格差のうち0.56%はR P I Xではカバーされているが、C P Iではカバーされていない住宅関連項目の影響、0.51%はR P I Xが算術平均、C P Iが幾何平均を用いているため相対価格の変化が織り込まれやすいという算出方式の違いによるものと分析している。さらに、算出方式の影響は概ね安定しており、直近の格差の拡大は、住宅関連項目の価格上昇が大きく影響していると説明している。

統計局では、インフレ・ターゲット変更のベネフィットとして、対象範囲が国民所得統計と整合的であること、実勢をより適切に把握しうる算出方式を用いていること、国際比較の際にも有効であることなどを挙げている。

インフレ・ターゲットの見直しは、6月にユーロ参加のための国民投票の見送りを決めた際、ユーロ圏との早期の収斂の実現と柔軟性の向上のための構造改革策の一環として実施が決められたものであり、将来のユーロ参加の準備としても意味を持つものである。



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)