

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

2004年改定欧州経済見通し

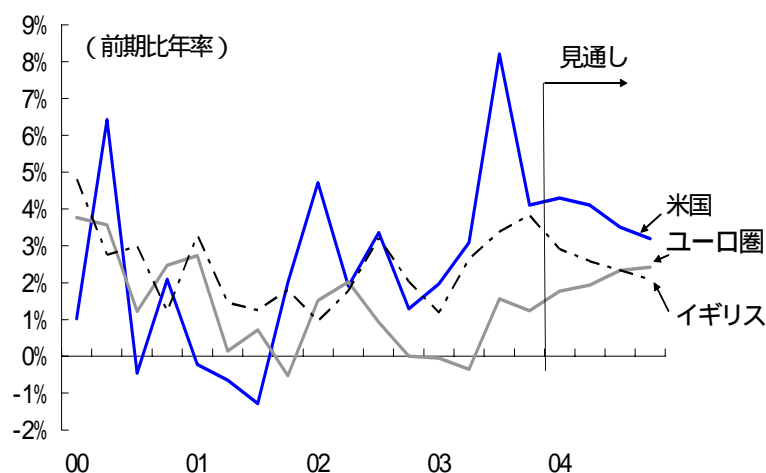
< 2004年のユーロ圏は1.7%成長 >

- ・ 10～12月期のユーロ圏経済は、個人消費の低迷と外需の悪化により景気回復テンポが鈍化、2003年通年の成長率は0.4%と前年の0.9%を下回った。
- ・ 物価低下や減税にも関わらず、雇用所得環境と社会保障制度改革による負担増への懸念から個人消費は伸び悩み、ユーロ高や米国の景気拡大テンポの鈍化から輸出・生産の回復ペースも抑制されるため、2004年も成長率は1.7%と低水準に留まる見込みである。

< 2004年のイギリスは2.9%成長 >

- ・ 10～12月期のイギリス経済は、個人消費と政府支出の拡大に、設備投資の持ち直しが加わり成長が加速、2003年通年の成長率は2.3%となった。
- ・ 個人消費は利上げ効果の浸透、住宅資産効果の緩和から伸びは鈍化するが、良好な雇用所得環境に下支えられるであろう。生産・輸出、設備投資の回復は、ポンド高の影響や米国経済の成長鈍化、ユーロ圏経済が緩やかな回復に留まることから加速感は乏しいが、公的需要の押し上げも加わり成長率は2.9%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/>

< 2004年改定経済見通し >

概要

ユーロ圏

- ・10～12月期のユーロ圏経済は、個人消費の低迷と外需の悪化により景気回復テンポが鈍化、2003年通年の成長率は0.4%と前年の0.9%を下回った。
- ・物価低下や減税にも関わらず、雇用所得環境と社会保障制度改革による負担増への懸念から個人消費は伸び悩み、ユーロ圏高や減税効果の剥落による米国の景気拡大テンポの鈍化から輸出・生産の回復ペースは抑制、2004年も成長率は1.7%と低めの水準に留まる見込みである。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	0.9	0.4	1.7	0.7	0.1	0.3	0.6	1.1	1.6	1.8	2.1	
内需	寄与度%	0.3	1.0	1.9	1.2	1.0	0.5	1.2	1.4	1.8	2.4	1.9	
	民間最終消費支出	前年比%	0.1	1.0	1.0	1.3	1.0	0.9	0.7	0.5	0.8	1.1	1.6
	固定資本形成	"	2.8	1.2	1.4	1.9	0.8	1.2	0.8	0.4	1.3	2.0	1.9
外需	寄与度%	0.6	0.6	0.2	0.5	0.8	0.2	0.6	0.4	0.1	0.5	0.2	
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.3	2.1	1.7	2.3	2.0	2.0	2.1	1.7	1.7	1.6	1.6	
失業率	%	8.4	8.8	8.7	8.7	8.8	8.8	8.8	8.8	8.7	8.7	8.7	
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

- ・10～12月期のイギリス経済は、個人消費と政府支出の拡大に設備投資の持ち直しが加わり成長が加速した。2003年の通年の成長率は2.3%となった。
- ・個人消費は利上げ効果の浸透、住宅資産効果の緩和から伸びは鈍化するが、良好な雇用所得環境に下支えられるであろう。生産・輸出、設備投資の回復は、ポンド高の影響や米国の景気拡大テンポの鈍化、ユーロ圏経済が緩慢な成長に留まることから加速感は乏しいが、公的需要の押し上げも加わり、成長率は2.9%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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.7	2.3	2.9	2.0	2.3	2.3	2.8	3.2	3.2	2.9	2.5	
内需	寄与度%	2.9	2.8	3.5	2.6	2.8	3.1	2.7	3.8	4.0	3.5	2.9	
	民間最終消費支出	前年比%	3.4	2.9	3.4	2.7	2.5	3.2	3.3	4.0	3.7	3.2	2.6
	固定資本形成	"	1.8	2.6	4.1	3.6	1.6	2.2	2.9	4.8	4.3	4.2	3.3
外需	寄与度%	1.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.7	0.2	0.5	0.7	0.5	0.4	
消費者物価 (CPI)	"	1.3	1.3	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	
失業率	%	3.1	3.0	2.9	3.1	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	
イングランド銀行レポ金利	%	4.00	3.75	4.00	3.75	3.75	3.50	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00	

(注) 政策金利は期末値

1. ユーロ圏

現状：総じて個人消費は低迷、外需悪化、設備投資には国毎の温度差

(10~12月期には景気回復のテンポが鈍化、通年でも0.4%の低成長)

4日発表されたユーロ圏の10~12月期のGDP統計の確報値では、ドイツ、フランスの統計で示されていたとおり、個人消費の低迷と外需の悪化が、景気回復のテンポを鈍化させていたことが確認された(図表1)。

年前半まで景気停滞が続いたことに加え、年後半の景気回復にも弾みがつかなかったことから、2003年通年の成長率は前年比0.4%と2002年の同0.9%を下回る水準に留まった。

(個人消費が低迷、外需は悪化)

個人消費は、ドイツでは3期連続でマイナス(図表2)と落ち込みが深刻だが、ユーロ圏全体では前期比0.1%と辛うじてプラスの伸びを維持した。

外需の悪化は、輸出の伸びが前期比0.2%と7~9月期の2.3%から大きく減速する一方、輸入の伸びが2.7%に加速したことによるものである。

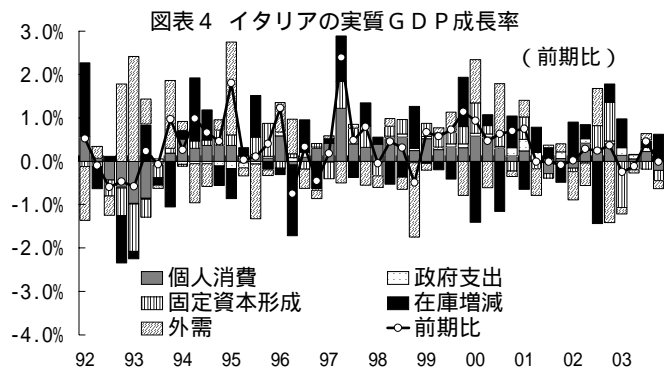
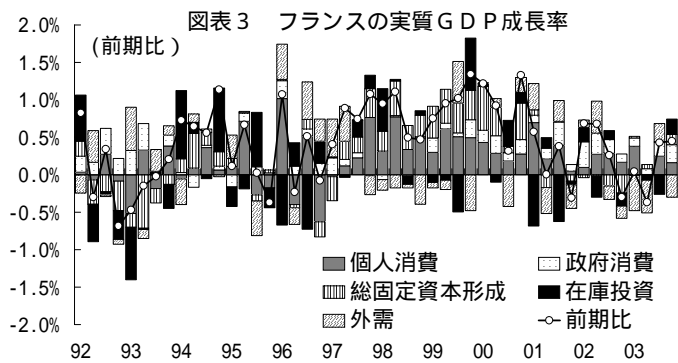
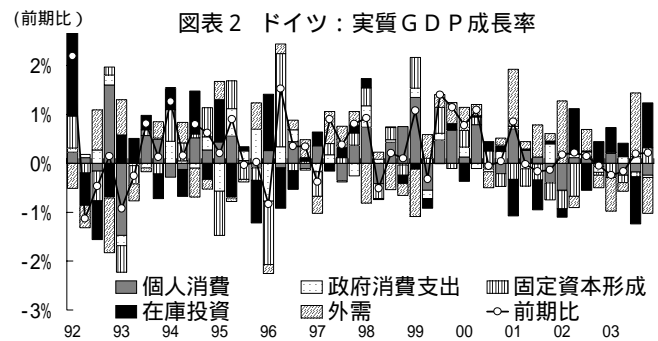
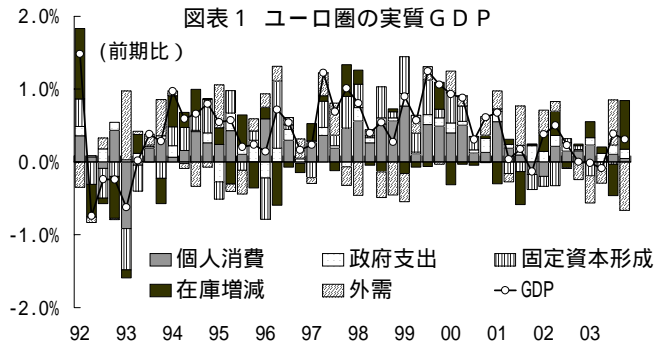
10~12月期の外需の悪化は、特にドイツで鮮明だが、フランス、イタリアについても外需の成長への寄与はマイナスとなっている。

(独仏の設備投資は持ち直し)

他方、固定資本形成は、ユーロ圏全体では前期比0.6%となり、10~12月期に3期連続のマイナスをようやく脱した。

設備投資、建設投資が共に長期に

わたり低迷していたドイツでは、固定資本形成の伸びは前期比1.9%となった。フランスでも8期



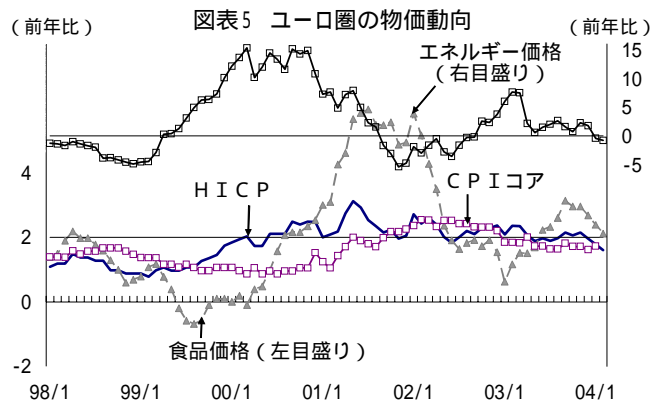
連続のマイナスを脱した後もゼロ成長が2期続いたが、10～12月期は前期比0.6%とようやくプラスに転化（図表3）個人消費の落ち込みや外需悪化の影響を幾分緩和することになった。

しかし、イタリアでは2002年末を期限とする設備投資減税の反動で2003年に入ってから設備投資の落ち込みが続き、個人消費や外需と共に10～12月期の景気失速の原因となった（図表4）。

（物価は政策目標を下回る水準）

ユーロ圏の物価（H C P I）は、年明け後は政策目標の2%を割り込み、2月は同1.6%と99年11月以来の低水準となった。

この間、コアインフレ率は、前年比1.6～1.7%の水準での推移が続いており、前年同月に比べて原油価格が低水準にあるためエネルギー価格の伸びが低下していること、昨年夏の天候不良で上昇した食品価格の騰勢が鈍化していることが、インフレ率鈍化の主因である（図表5）。

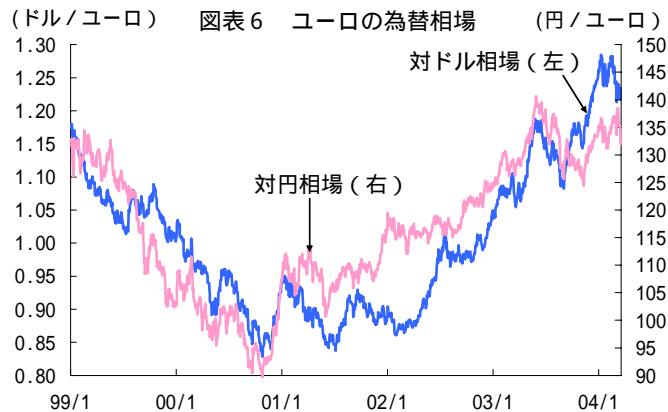


見通し：2004年の成長率は1.7%の見通し

（ユーロ高が輸出、生産の回復テンポを抑制）

当面のユーロ圏経済を展望する上では、10～12月期の輸出減速、輸入増が、前期の反動などによる一時的なものなのか、それともユーロ高で定着してしまうのかを見極める必要がある。輸出の動向は、ようやく底入れした設備投資が腰折れることなく、雇用の増加を伴う自律的回復に至るのかを左右するポイントと考えられる。

ユーロ高は、昨年下半年から今年初にかけて加速、2月18日に1ユーロ=1.29ドル台と輸出企業の採算ラインとされる1ユーロ=1.3ドルに大きく近づいたが、その後、相次ぐユーロ圏要人によるユーロ高牽制発言や欧州中央銀行（ECB）による利下げ期待からドル買戻しの動きが広がり、一旦落ち着きを見せている（図表6）。



急激なユーロ高が進む過程で、企業の景気回復期待には修正が加わり、確かに10～12月期の外需も大きく悪化したが、これまでのところでは、影響を過大に評価する必要はないと考えることができる。ユーロ圏の中でも、特に10～12月期の外需悪化が目立ったドイツの場合、10日に発表された1月の貿易統計では、輸出が前月比6.0%と12月の同1.6%から加速、輸入の伸び（2.9%）を上回っている。貿易統計と国民所得統計には、カバレッジの違いがあり、別途公表さ

れるデフレーターによる調整が必要となるが、過去の推移を見る限り、外需の傾向把握には十分に役立つ。10～12月期の輸出は、貿易統計ベースでは前期比0.7%減少したが、直接の原因は10月の前月比6.7%という大幅減にあり、11～12月はプラスの伸びが続いていた。さらにユーロ高の進行で企業景況感が陰り始めた年明け後も、輸出の増加が続いたことが1月の統計で裏付けられた格好だ。ECBなどの見解通り、「ユーロ高による価格競争力への悪影響は、旺盛な海外需要の伸びによって緩和されている」と捉えることもできよう。

このように、10～12月期から1～3月期にかけて、さらに外需が悪化する事態は避けられているとは言っても、1月のようなペースの輸出増が続くとは考え難い点に注意が必要だ。ドイツの輸出の先行指標である海外受注は、12月の急増の反動もあり、1月にマイナス2.8%と落ち込んだ。ユーロ相場は、介入や利下げへの警戒感から1ドル=1.3ユーロを大きく超えるようなユーロ高の再燃は見込み難いが、米国の巨額の経常赤字やドル・ユーロ間の金利差の存在から、基調としてはユーロ高が続くと見込まれる。下期以降、減税効果の剥落による米国経済の拡大テンポの鈍化が見込まれることから、輸出の景気牽引力は力強さに欠ける状況が続くと予想される。

(個人消費の調整局面も今しばらくは持続)

輸出・生産の回復テンポが緩慢と見られる中、個人消費の低迷の一因となっている雇用・所得環境の大きな改善は見込み辛い。社会保障制度改革という重石もあり、消費者は慎重な態度を崩さないであろう。このため、物価の安定や減税にも関わらず、個人消費は伸び悩むものと予想される。2004年もユーロ圏の成長率は1.7%と低めの水準に留まる見込みである。

(政策金利は当面据え置き)

インフレ率は、年央以降、原油価格が物価押し上げ要因に転化するものの、ユーロ高の物価抑制効果が持続することと、景気回復テンポも緩慢に留まることから、通年で2%を下回る推移が続く見込みである。ECBの政策金利は、物価の安定に加え、景気回復の足取りが不確かなこと、財政面からの下支えの余地も乏しいことなどから、当面は据え置かれると予測する。

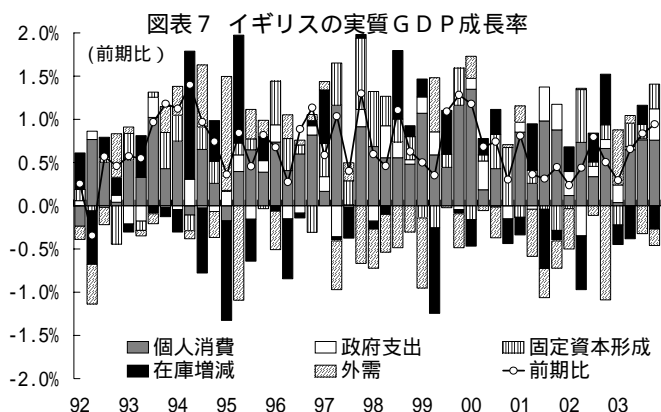
2. イギリス

現状：個人消費、政府支出の拡大は持続、設備投資もようやく持ち直し

(10～12月期は前期比0.9%成長、2003年通年では2.3%成長)

イギリスの10～12月期の成長率は前期比0.9%と7～9月期の同0.8%を上回った(図表7)。成長への寄与度は個人消費が0.8%と最大であり、次いで政府支出が0.4%、固定資本形成が0.3%となっている。

2001年下期以降、イギリスの固定資本



形成は、もっぱら公共投資や民間住宅投資が伸び、設備投資は低迷していた。しかし、10～12月期に主体別に見た内訳のうち、現時点までに唯一発表されている事業投資はプラスに転化したことが分かっており、設備投資もようやく調整局面を脱しつつあるようだ（図表8、図表9）。

国内民間需要の回復と公的需要のサポートにより、2003年通年の成長率も前年比2.3%と2002年の同1.7%を上回った。

（ 根強い利上げ観測 ）

中央銀行のイングランド銀行（BOE）は、昨年11月に、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、不動産価格の堅調、消費者マインドの改善で個人借入れの増勢に弾みがついたことを受け、主要国中銀の先頭を切って0.25%の利上げを実施した。今年2月の0.25%の追加利上げは、BOEが12月からRPIXに替えて新たにCPI（注）を政策目標として採用し、その数値が政策目標の中心値（2%）を下回る水準で推移している状況の下で実施された（図表10）。外部環境の改善に支えられて、輸出、生産の緩やかな回復が続く（図表11）一方、1月には小売統計（前月比0.5%増、前年同月比6.4%増）や住宅担

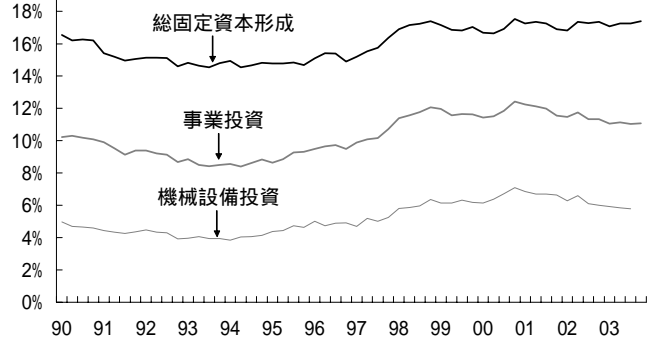
保ローン、消費者ローンの伸びも再加速するなど、家計の支出や借入れ意欲が依然旺盛であることから、中期的なインフレ目標の達成には利上げが必要と判断されたと思われる。

（注）RPIXとCPIの相違点については Weekly エコノミスト・レター2003.12.19号をご参照下さい。

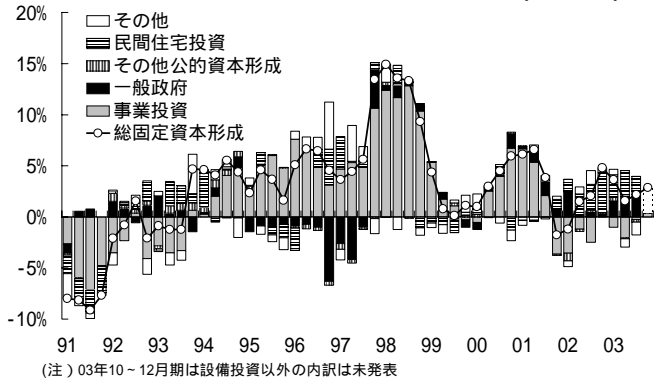
見通し：2004年の成長率は2.9%の見通し

良好な経済指標が相次いでいることで、2月の利上げ後も追加利上げ観測は根強い。17日に明らかになった金融政策決定会合（MPC）の3月の議事録からは、9対0で金利の据え置きを決めたものの、旺盛な内需への警戒感が強く、近い将来の追加利上げが示唆される内容であった。し

図表8 総固定資本形成と設備投資（対GDP比）
（対GDP比）

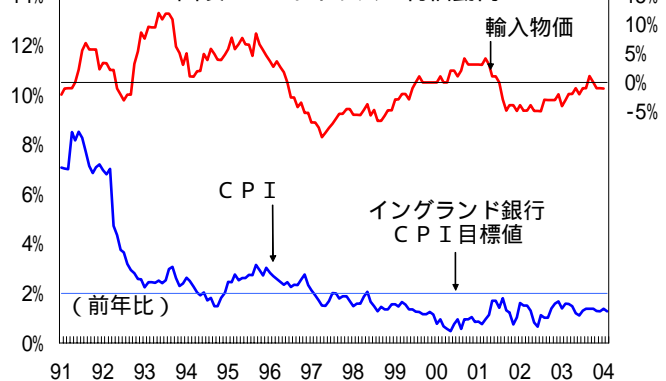


図表9 総固定資本形成の前年比増加寄与度（主体別）



（注）03年10～12月期は設備投資以外の内訳は未発表

図表10 イギリス：物価動向



しかし、当面想定される経済環境の下では、以下2つの理由により、追加利上げが早期に行われる可能性は低いと考えられる。

(インフレ率は相対的に低水準で推移)

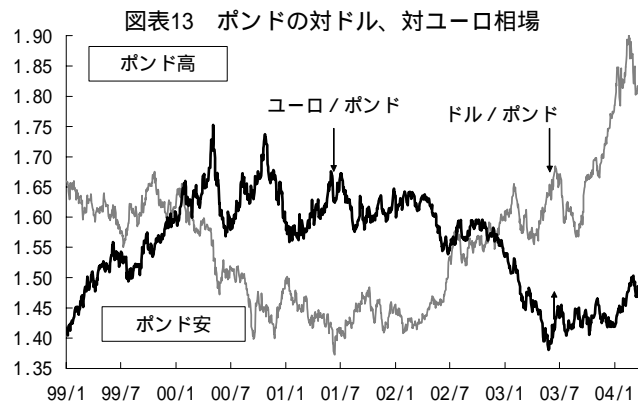
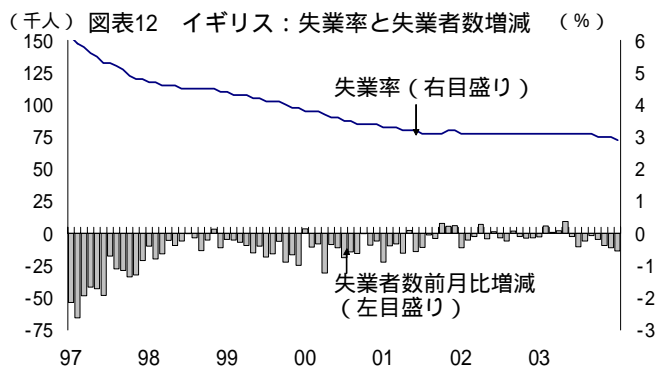
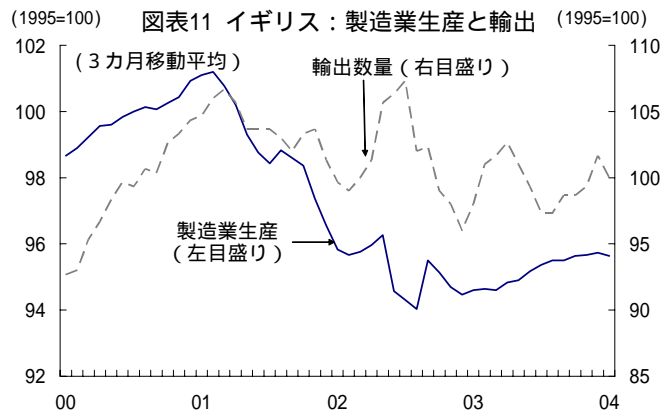
第1の理由は、労働市場の柔軟性やポンド高傾向に鑑みると、インフレ・リスクが相対的に小さいと考えられることである。

イギリスでは、79年のサッチャー政権誕生以後、労働規制の緩和と組合の弱体化が徹底されたことから、現在では、労働市場は米国に次ぐ柔軟性を有し、雇用保護の度合いは他のEU諸国に比べて著しく低く、就業形態の多様化も進展している。これらが、失業率が2.9%(2月)まで低下するなど(図表12)、雇用情勢の持続的な改善が続く中でも、賃金が安定してきた背景にあり、今後もイギリスにおける賃金インフレのリスクは小さいと考えることができる。

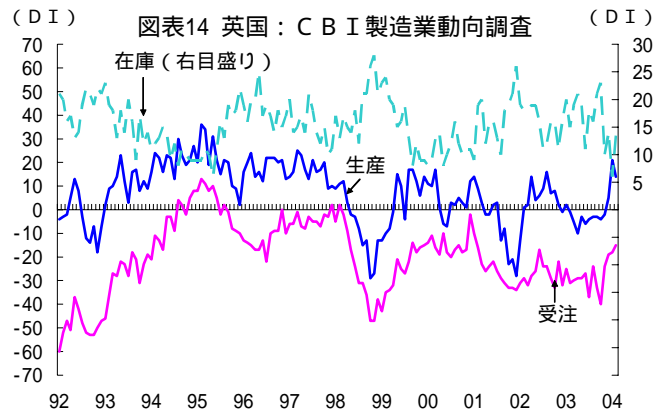
さらに、昨年11月以降のポンド高の進行も、輸入物価を通じて、国内物価の安定に寄与するものと思われる。ポンド高は、昨年11月以降の2度わたる利上げで、対ドル、対ユーロでの金利差が拡大したことによるものである。ポンドの対ドル相場は、2月18日に1ポンド=1.9ドル台の11年振りの高値をつけ、対ユーロでも3月3日に1ポンド=1.51ユーロと年初来の高値をつけた(図表13)。

直近では、ドル買戻しの動きが広がったことで、ポンド高は一服しているが、米国、ユーロ圏ともに政策金利の据え置きが見込まれる中では、金利差を背景とするポンド高基調は続くものと想定される。

(生産・輸出、設備投資の回復は緩慢)



早期の追加利上げの可能性が低いと考える第2の理由は、2004年を通じてユーロ圏経済の回復が緩慢に留まることや下期には米国経済の成長も鈍化することなどから、イギリスの生産・輸出回復の持続力に不確かさがあり、追加利上げがポンド高をさらに加速させた場合、ようやく低迷を脱しつつある製造業の回復の腰を折る可能性があることである。



CBI製造業サーベイでは、1月にかけて急改善してきたが、2月には生産見通しが下方修正、在庫は上方修正されるなど、設備投資の持ち直しを支えた企業景況感には、既にポンド高の影響と考えられる変化が現れている(図表14)。

今回の見通しでは、政策金利の据え置きを前提としている。イギリスの生産・輸出、設備投資の回復は続くものの、外部環境の不透明感から、加速感は乏しいものになると考えている。

(個人消費は緩やかな鈍化)

個人消費は、既述のとおり良好な雇用・所得環境の下、消費者マインドも高めの水準を維持していることから概ね堅調に推移する見込みである。2度の利上げ効果の浸透や住宅資産効果の緩和で過熱感は和らぎ、前期比の伸びは鈍化するが、昨年1～3月期にイラク情勢緊迫化によるマインドの落ち込みで大きく鈍化した反動から、前年比の伸びは2003年を上回る見込みである。

(2004年度予算案では公共サービスへの支出を上積み)

17日に行われたブラウン蔵相の2004年予算案に関する議会演説では、良好な雇用環境、低インフレという経済実績を強調した上で、成長を持続可能なものとするために、医療、教育、交通、住宅、犯罪対策などの分野への投資を追加する方針が明らかにされた。昨年、イギリスの財政赤字はGDPの3.2%にまで拡大したが、今年度も歳出増に見合う歳入増加策として、法人税やキャピタルゲイン税、印紙税などの増税は見送ることとし、行政改革によるコスト削減策で赤字拡大を回避する方針が示された。公的需要は2004年も経済成長を下支えする見込みである。

以上の点から、イギリスの2004年の成長率は、2.9%と高めの水準になると予想される。

なお、昨年6月、政府がユーロ参加の判断基準としてきた「5つの経済条件」を未充足とし、国民投票の実施を見送った際、今回の予算案発表時には、5条件の再検討に関する方針を明らかにするとしていた。この点については、ユーロ圏との景気格差は昨年6月以上に鮮明になっていることもあり、今回は再検討を見送り、2005年度予算案発表時まで1年間先送りするとの判断が示された。

(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。