

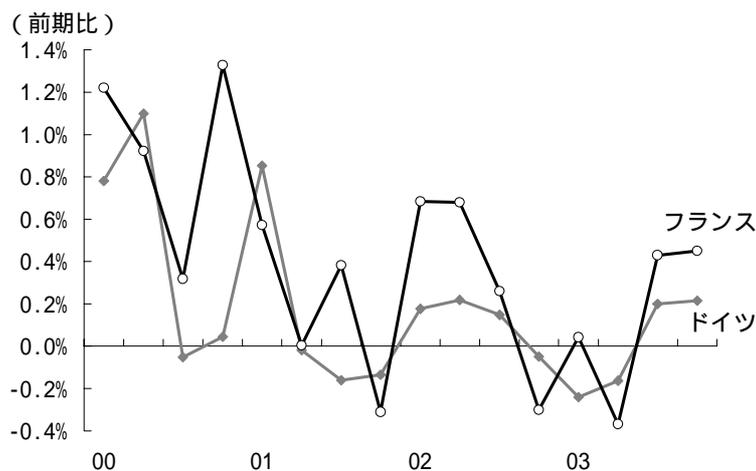
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

独仏経済回復の構図とECBの金融政策

- ・ ドイツ、フランスでは、輸出、生産の緩やかな回復が続いており、10～12月期に持ち直した設備投資も順調な回復を期待しうる状況にある。
- ・ 景気の先行きには、域外需要の鈍化とユーロ高再燃、雇用改善の遅れによる個人消費の停滞というリスクがあるほか、政策対応力の面でも、3年連続でGDPの3%という上限突破が見通されるなど財政事情が厳しく、政権基盤の脆弱化で構造改革の推進力低下の懸念が生じている点も両国共通である。
- ・ しかしながら、ドイツは輸出依存度が相対的に高く、雇用情勢も厳しいために、フランスに比べて回復の基盤はより脆弱と言える。
- ・ ユーロ圏では、3月下旬に一時的に利下げ観測が広がったが、過去の利下げ局面と異なり、現在は景気、株価ともに回復基調にある。消費不振の原因は金融要因ではなく、ユーロ圏では構造的に金融政策が消費に及ぼす影響は限られている。世界経済の回復基調が続く想定の下では、早期利下げの可能性は低いと考えられる。

ドイツ・フランスの実質GDP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/>

＜ 独仏経済回復の構図とECBの金融政策 ＞

ドイツでは輸出、生産の回復は緩慢、個人消費は辛うじて下げ止まり

(輸出、生産は回復基調ながら、先行指標には陰り)

ドイツでは、2月の鉱工業生産、輸出が、1月の増加の反動もあり、ともに前月比マイナスとなった。しかし、前年比では回復基調が続いており(図表1)国内資本財受注の動きは、10~12月期にようやく下げ止まった設備投資の回復も続いていることを示唆している。

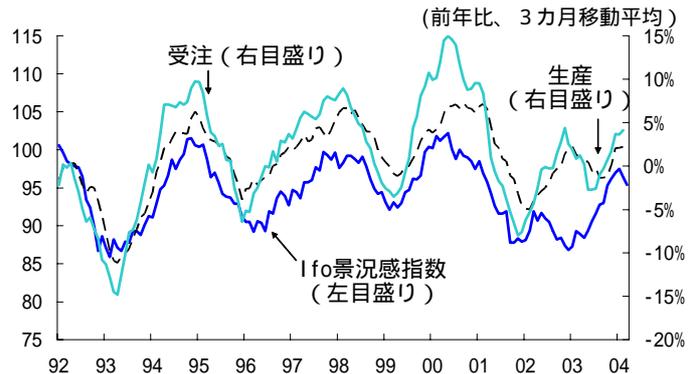
2月の小売売上高は年末の買い控えと年初のバーゲンセールの影響が表れた1月に比べて伸びは鈍化(前月比:1.5% 同0.3%増)したが、1~3月期は4四半期ぶりに下げ止まることになりそうだ。

一方、海外受注は2カ月連続のマイナス、Ifo企業景況感指数は2カ月連続で悪化したことから、景気回復テンポはさらに鈍化する可能性もある。2~3月の企業景況感悪化の主因となった急速なユーロ高は修正されたものの、所得の伸び悩み、失業者数の2カ月連続の増大という厳しい雇用・所得環境の中で、個人消費の本格回復は見込み難く、外部環境次第という景気展開が続くことになりそうだ。

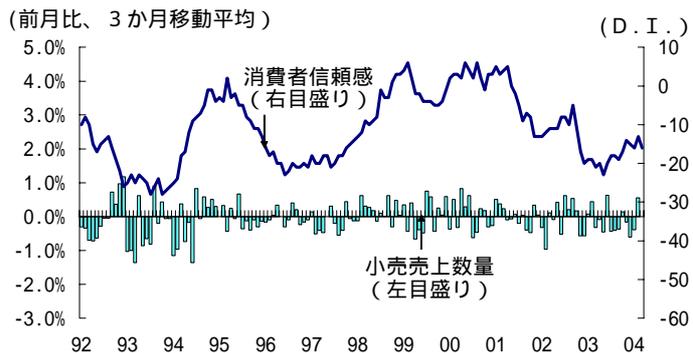
(景気低迷は構造改革の推進力にも影響)

景気回復の遅れは構造改革の推進力にも影響を及ぼしている。ドイツでは、2002年9月の総選挙で再選されたシュレーダー首相の下、改革プログラム「アジェンダ2010」の関連法案の立法化は順次進展してきたが、産業界からは雇用改革や税制改革の内容を不十分とする声が多く、国民の間では厳しい雇用情勢の持続などへの不満がくすぶっている。2004年度は州・市町村レベル選挙と欧州議会選挙が予定されているが、2月に実施されたドイツ第2の都市・ハンブルク州の議会選挙での記録的大敗を始め、昨年来、地方議会選挙では与党の苦戦が続いている。ドイツの政局には、連邦議会(下院)の決定に対して修正提案や異議申し立ての権限を有する連邦参議院(上院)では野党が過半数を占めていることに加え、3月にはシュレーダー首相が構造改革推進のた

図表1 ドイツのIfo景況感指数と生産、受注



図表2 ドイツ消費者信頼感と個人消費

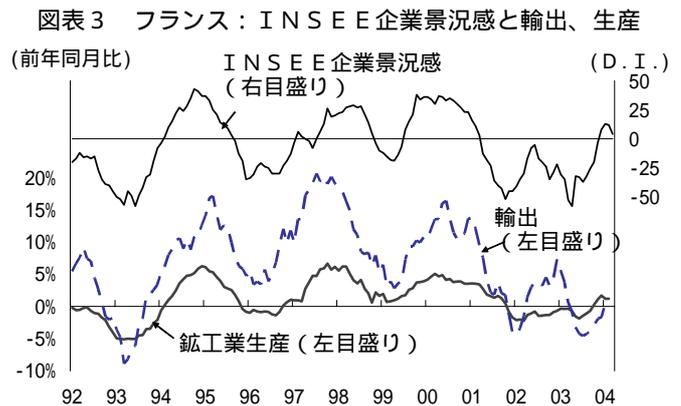


めに社会民主党・党首を辞任したことで、党内においても痛みを伴う改革を推進するだけの影響力を確保することが出来るのかという新たな問題が生じている。

フランスでも企業マインドは慎重化、個人消費の伸びも緩慢

(輸出、生産は回復は鈍く、企業マインドは相対的に高い水準で慎重化)

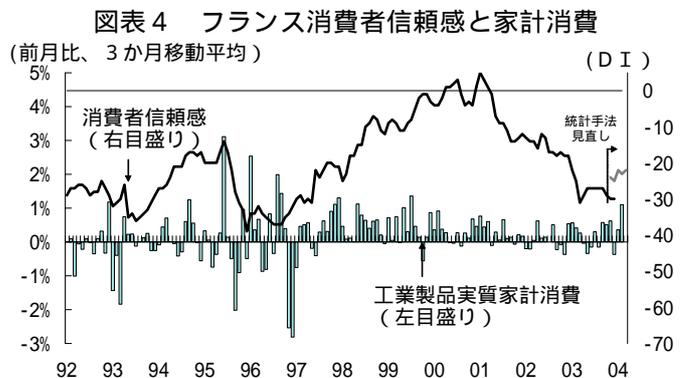
フランスの鉱工業生産は、2月は前年比で1.2%の増加となったが、昨年11月以降、前月比では増加と減少が交互に繰り返されており(1月:前月比0.7%減 2月:同0.8%増)12月~2月と9月~11月の比較では0.1%の減少と一進一退で推移している。2月の輸出も2カ月連続の増加の後、前月割れとなった。さらに製造業企業の景況感も、輸出見通しの慎重化から、1月をピークに悪化している。しかしながら、景況感はなお相対的に高い水準にあることに加え(図表3)



ユーロ高が一巡したこともあり、1月のINSEE設備投資調査に表れた設備投資増加計画は大きくは修正されていないものと考えられる。

(個人消費はドイツに比べて底堅く推移)

個人消費は盛り上がりには欠けるが、ドイツに比べれば、底堅さを保っている。2月の工業製品の家計消費(実質)は前月比横這いとなったが、バーゲンセールを控えた買い控えの影響で1月が3.3%増の高い伸びとなったことで、移動平均で見た前期比の伸び率は改善傾向にある。



消費者マインドは、統計手法の改定で長期時系列の比較は出来ないが、1月に前月

から大きく改善した後は横這っている。改善テンポが鈍い原因は、物価や金融環境への見通しが改善する中、雇用の先行きに対する懸念が依然大きいことにある。失業率は直近でも9.6%と高止まっているが、1~2月には失業者数が連続で減少するなど改善の兆候も見られるようになった。1月のINSEEのビジネスサーベイでは、製造業企業の需要見通しの改善度合いに比べて、雇用に対しては慎重な姿勢が示されていたが、4月調査(5月6日発表)にどのような変化が表れるか、フランスの消費の回復力を左右するポイントとして注目される。

(改革への反発から与党は地方議会選挙で大敗)

3月28日の地方議会選挙（地域議会、県議会）は、22選挙区のうち21選挙区での野党勝利、中道右派の与党の得票率は37%と野党の50%に大きく水をあけられる結果に終わった。失業や犯罪の増大、年金制度を始めとする改革への反発が反映されたものと考えられている。

選挙結果を受けた内閣改造では、ラファラン首相が続投、国民的な人気を誇るサルコジ氏が財務相に起用された。5日の施政方針演説では、雇用・所得面での対策として企業活動の活性化（起業支援、民営化推進、行政手続の簡素化など）、失業対策、最低賃金の引き上げ（2004～2005年は2年連続で3.4%引き上げ）などの実施、懸案の医療保険改革は予定通り今夏の国民議会（下院）で審議する方針が明らかにされた。今年6月12日、13日には欧州議会選挙後の首相更迭や大幅な内閣改造の可能性がささやかれているが、政情の変化が、今後の構造改革のスピードや内容にどのような影響を及ぼすのか、雇用・所得環境、企業、消費者のマインドに影響を及ぼす要因として注意深く見守る必要がある。

独仏の現状には類似点が多いが、ドイツの回復基盤がより脆弱

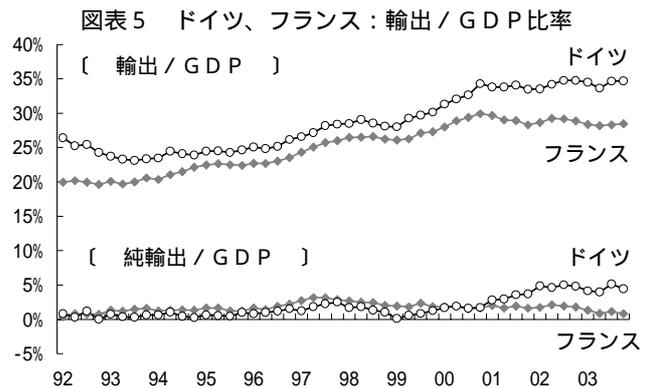
（ リスクは域外需要の鈍化とユーロ高再燃、雇用改善の遅れによる個人消費の停滞 ）

以上のように、ドイツ、フランスともに、輸出、生産はユーロ高の影響を受けながらも、域外経済の好調に支えられて緩やかに回復、10～12月期に持ち直した設備投資も概ね順調な回復を期待しうる状況にある。

また、景気の先行きには、域外需要の鈍化とユーロ高再燃、雇用改善の遅れによる個人消費の停滞というリスクが存在し、政

策対応力の面でも、2002～2004年は3年連続でGDP3%の上限突破が見通されるなど財政事情が厳しく、政権基盤の脆弱化で構造改革の推進力低下の懸念が生じている点も両国共通である。

しかしながら、ドイツ経済は輸出依存度が相対的に高く（図表5）雇用情勢がより厳しいために、フランスに比べて回復の基盤はより脆弱と言える。



ECBは早期利下げを見送りへ

（ 市場の利下げ観測は一旦後退 ）

ECBのトリシェ総裁が個人消費への懸念を表明した3月24日から4月1日の定例理事会にかけて、市場に広がった利下げ観測は、結果的に利下げが見送られ、将来の利下げの可能性も示唆されなかったことで一旦後退した。

確かに、ユーロ圏の景気回復のテンポは域外との比較で見劣りするものとなっており、消費者物価（HICP）が3月は1.6%まで低下し、政策目標の2%を下回る水準にある点からは、ユーロ圏には利下げの余地が広がっていると考えられることもできよう。しかしながら、1～3月期のイン

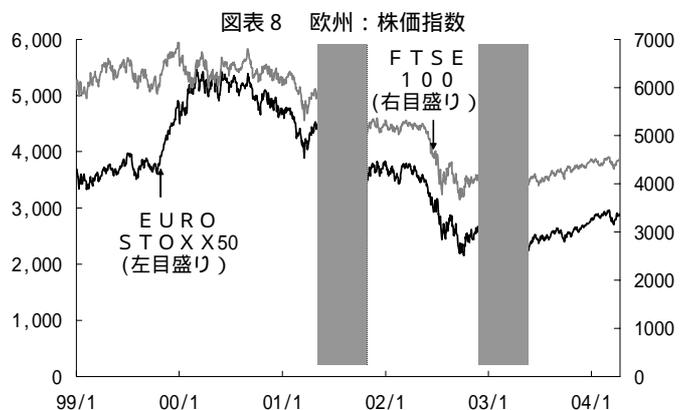
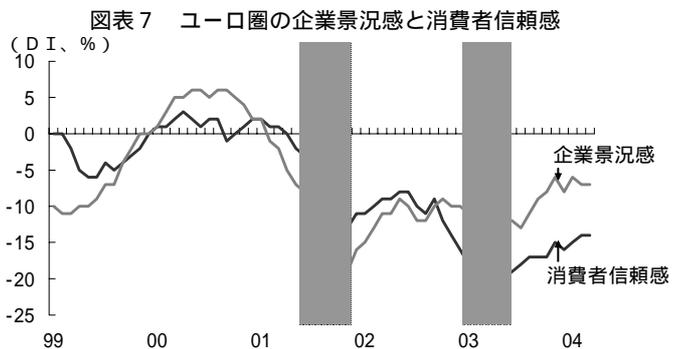
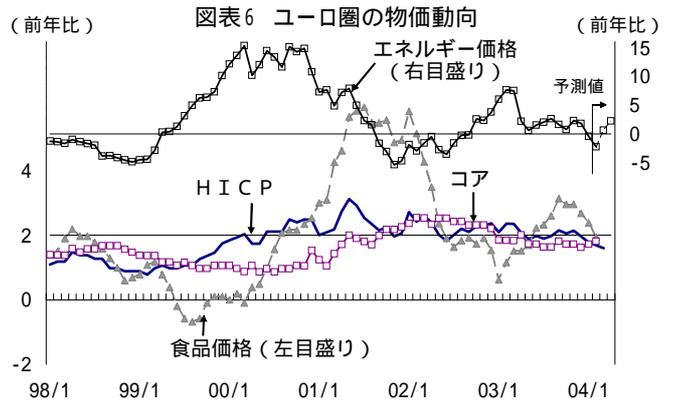
フレ率の鈍化は、食品価格とエネルギー価格の低下によるものであり（図表6）、4月以降は、原油価格が前年比での上昇幅を高めることとユーロ高による押し下げ効果剥落によってエネルギー価格は逆に物価上昇圧力に転じることから、HICPも若干ながら上向きものと予想される。

（ 景気回復は持続、利下げの可能性は低い ）

過去、ECBが利下げを実施した2001年5月から2001年11月までの局面（合計4回、1.5%）と2002年12月から2003年6月までの局面（合計3回、1.25%）では、食品価格の上振れやエネルギー価格上昇などの影響でHICPは2%超の水準にあった。このため、仮に、エネルギー価格の上振れで一時的にインフレ率が目標水準を上回ったとしても、利下げの可能性が否定される訳ではない。

しかしながら、過去の利下げ局面では、輸出環境の悪化、世界同時株安、地政学的リスクの台頭といった経済・金融環境で企業・消費者マインドは急速に悪化していた（図表7）。それに対して、現在の局面は、景気回復のペースは域外との比較では鈍く、内外に下振れリスクが存在するとは言え、景気、株価（図表8）ともに回復基調にある点で、状況はかなり異なっている。

ドイツ、フランスの消費者サーベイでも、金融面での要因がマインドを押し下げている状況にはない。また、ユーロ圏では、消費者ローンや住宅担保ローンの普及度合いの違いなどから、金融政策が消費に及ぼす影響は米英に比べて限られている。世界経済の回復基調が続くとの想定の下では、早期利下げの可能性は低いと考えられる。



（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证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。