

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

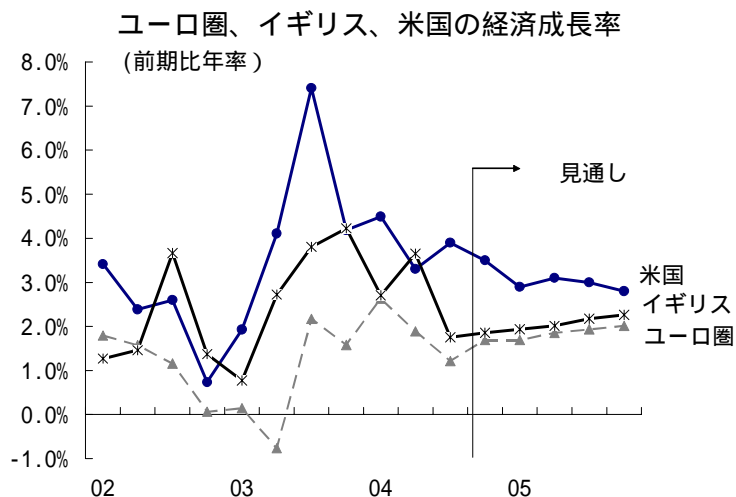
2004・2005 年欧州経済見通し～ユーロ圏は緩慢な成長

< ユーロ圏は2004年1.8%、2005年1.7% >

- ・ ユーロ圏では、2005 年前半も米国経済の減速とユーロ高の影響で輸出の伸びが抑制され、設備投資、雇用の回復も遅れることで、緩慢な成長が続く見込みである。
- ・ 物価は、春先以降、エネルギー価格上昇の影響による上振れが続いているが、前年比で見たユーロ高の物価抑制効果が持続する一方、原油価格の上昇による圧力が次第に緩和することで、年後半には2%を下回る見込みである。

< イギリスは2004年3.1%、2005年2.1% >

- ・ 7～9月期のイギリスの成長率は、個人消費の堅調、政府支出の拡大にも関わらず、固定資本形成が落ち込んだことで、前期比0.9%から0.4%へと低下した。累次の利上げの効果により住宅価格の上昇と家計の借入れ増大には歯止めが掛かっているが、雇用・所得環境が底固く推移しているため、消費の調整は比較的マイルドなものとなろう。
- ・ 物価は、公共料金引き上げ、食品価格の押し下げ効果の剥落、コスト上昇分の価格転嫁等によって上向くが、中銀の政策目標の中央値は下回る推移が続こう。



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

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

< 2004・2005年欧州経済見通し >

概要

ユーロ圏

- ・ユーロ圏では、2005 年前半も米国経済の減速とユーロ高の影響で輸出の伸びが抑制され、設備投資、雇用の回復も遅れることで、緩慢な成長が続く見込みである。
- ・物価は、春先以降、エネルギー価格の影響による上振れが続いているが、前年比で見たユーロ高の物価抑制効果が持続する一方、原油価格の上昇による圧力が次第に緩和することで、年後半には 2 % を下回る見込みである。

図表 ユーロ圏：経済見通し

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	0.5	1.8	1.7	1.4	2.1	1.8	1.9	1.6	1.6	1.8	1.9	
内需	寄与度%	1.1	1.8	2.0	1.1	1.6	2.6	2.1	2.2	2.3	1.7	1.6	
	民間最終消費支出	前年比%	1.0	1.1	1.4	1.0	1.1	1.0	1.3	1.0	1.3	1.6	1.8
	固定資本形成	"	0.5	1.2	2.1	0.8	1.3	1.6	1.3	2.0	2.2	2.2	1.9
外需	寄与度%	0.6	0.0	0.2	0.3	0.5	0.8	0.2	0.6	0.7	0.1	0.2	
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.1	2.2	2.0	1.7	2.3	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	1.9	
失業率	平均、%	8.9	8.9	8.7	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9	8.8	8.8	8.7	
ECB市場介入金利	期末値、%	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.13	1.24	1.33	1.25	1.20	1.22	1.30	1.33	1.33	1.34	1.34	

イギリス

- ・7～9月期のイギリスの成長率は、個人消費の堅調、政府支出の拡大にも関わらず、固定資本形成が落ち込んだことで、前期比 0.9% から 0.4% へと低下した。累次の利上げの効果により住宅価格の上昇と家計の借入れ増大には歯止めが掛かっているが、雇用・所得環境が底固く推移しているため、消費の調整は比較的マイルドなものとなろう。
- ・物価は、公共料金引き上げ、食品価格の押し下げ効果の剥落、コスト上昇分の価格転嫁等によって上向くが、中銀の政策目標の中央値は下回る推移が続こう。

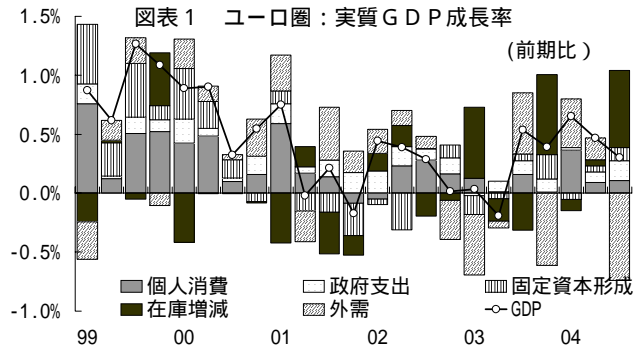
図表 イギリス：経済見通し

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	2.2	3.1	2.1	3.4	3.6	3.1	2.5	2.3	1.9	2.0	2.1	
内需	寄与度%	2.6	4.0	2.3	4.2	4.8	3.9	2.9	2.4	2.1	2.3	2.4	
	民間最終消費支出	前年比%	2.3	3.1	2.3	3.4	3.2	2.9	2.8	2.2	2.2	2.2	2.4
	固定資本形成	"	2.2	5.9	2.8	5.6	7.3	6.0	4.6	3.7	1.9	2.8	2.9
外需	寄与度%	0.4	0.8	0.2	0.8	1.2	0.8	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3	
消費者物価 (CPI)	"	1.3	1.4	1.8	1.3	1.4	1.2	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	
失業率	平均、%	2.9	2.7	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	
イングランド銀行レボ金利	期末、%	3.75	4.75	4.75	4.00	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	

1. ユーロ圏

7～9月期は外需悪化で景気減速

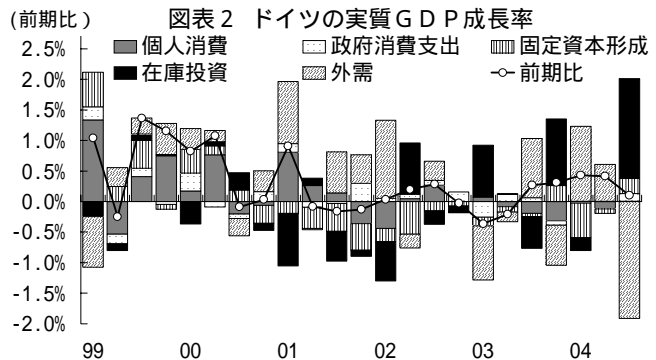
7～9月期のユーロ圏の成長率は、前期比0.3%と、4～6月期の同0.5%から減速した。減速の主因は、上半期まで景気回復を牽引してきた外需が、輸出の伸びの鈍化（4～6月期：3.1% 7～9月期：1.2%）と輸入の拡大（同2.8% 同3.2%）により、大幅なマイナスの寄与に転じたことである（図表1）。



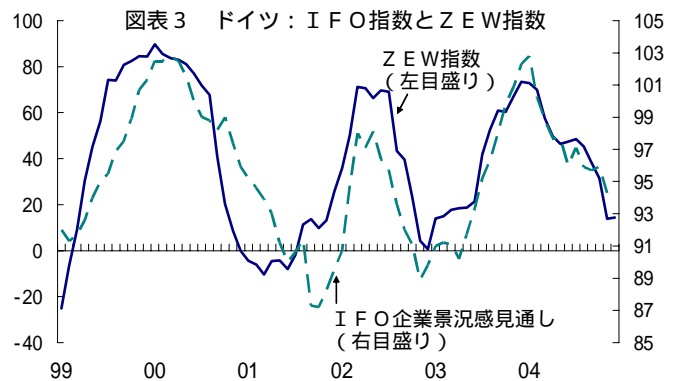
内需に目を向けると、固定資本形成は、今年1～3月期の前期比マイナス0.3%から、4～6月期は同0.3%、7～9月期は同0.6%と順調な回復が確認された。しかし、失業率が8.9%と高止まるなど雇用改善が遅れていることから、個人消費は前期と同じ同0.2%と伸び悩んだ。

（ドイツでは設備投資が回復するも、外需悪化で成長率は低下）

ドイツでは、上半期にもつぱら輸出牽引型で成長を維持してきたこともあり、外需の悪化が顕著である（図表2）。



7～9月の輸出は前期比1.1%減となる一方、輸入は同4.3%に加速、外需の寄与はマイナス1.9%と大幅なものとなった。こうした中で、辛うじて0.1%のプラス成長を維持できたのは、固定資本形成が設備投資の拡大で前期比1.3%と高い伸びとなったことと、在庫投資が成長に1.6%寄与したことによるものだ。個人消費は、明確な改善の兆しが見えない雇用情勢と社会保障制度改革への不安から前期比横這いと低迷が続いた。



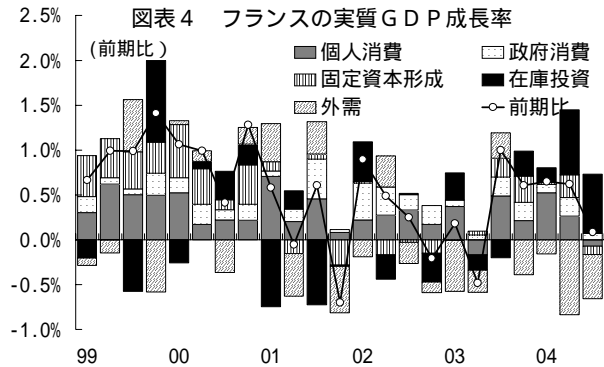
輸出と個人消費が伸び悩む中で、輸入の増勢が加速した原因としては、設備投資の拡大とともに、素原材料価格の上昇を受けた在庫積み増しと連動していた可能性が考えられる。

10月の製造業企業の受注（前月比1.1%） 鋳工業生産（同0.6%）は揃って前月から大きく改善した。しかし、購買担当者へのアンケート調査を基に作成するため速報性が高いPMI指数は

4カ月連続で低下、先行指標となる Ifo 経済研究所による企業景況感指数は 11 月に前月の 95.9 から 94.3 へとさらに低下している。また、欧州経済研究センターが機関投資家の 6 カ月先の景気見通しを基に作成するため、景況感の変化がより敏感に表れる ZEW 指数は 11 月の 13.9 から 12 月には 14.4 に改善したが、この間の悪化幅に比べて、改善は僅かに留まっている（図表 3）。月次の振れが大きい受注、生産統計が 10～12 月期の反転を示すと捉えるのは早計であろう。

（ フランスでは消費、投資とも減速 ）

内需主導で景気が拡大してきたフランス経済も 4～6 月期の 0.6% から 7～9 月期は 0.1% へと急減速した（図表 4）。輸出を上回る輸入の伸びにより、外需は引き続き成長を下押しする一方、個人消費が同マイナス 0.1%、固定資本形成も設備投資と公共投資が共に減少し、同マイナス 0.5% と落ち込んだ。個人消費の失速は、上半期に雇用改善を伴わない回復が続いた反動、設備投資の減少は、ユーロ高、世界経済見通しの悪化などの経営環境の悪化を映じたものと考えられる。



10～12 月期に入ってから、10 月の製造業生産は 9 月の前月比 3.2% 増の反動で同マイナス 0.7% に落ち込み、11 月の INSEE 製造業企業調査も輸出受注や向こう 3 カ月の生産見通しなどが悪化、PMI も製造業、サービス業の双方で悪化するなど企業活動の改善を示す材料は少ない。個人消費も、10 月の工業製品家計消費が 9 月の前月比マイナス 0.2% から同 0.9% へと大きく改善したが、雇用の改善が遅れる中で、消費者マインドは 10 月以降 2 カ月連続で悪化しており、持続的な回復は見込みにくい。

原油高、ユーロ高、世界経済減速等により、ユーロ圏経済の成長率は緩慢

（ 2005 年は 1.7% 成長に留まる見込み ）

輸入の鈍化による外需改善もあり、10～12 月期の成長率は 7～9 月期を僅かに上回る見込みであるが、製造業、サービス業、小売業の各 PMI や、ドイツの Ifo 指数やフランスの INSEE 指数が示すとおり、原油高とユーロ高への懸念から企業景況感も総じて弱い状態が続いていることから、小幅な改善に留まり、2004 年通年の成長率は 1.8% となる見通しである。

2005 年入り後も、米国経済の成長率が低めの水準に留まることと 1 ユーロ = 1.3 ドル程度のユーロ高水準が続くと見られることから、輸出の伸びは抑制される見込みである。設備投資の回復テンポ、雇用改善のペースも押さえられることで、個人消費の伸びも緩慢に留まるため、2005 年通年の成長率は 1.7% と低い水準に留まる見込みである。

（ ECB は当面政策金利を据え置き ）

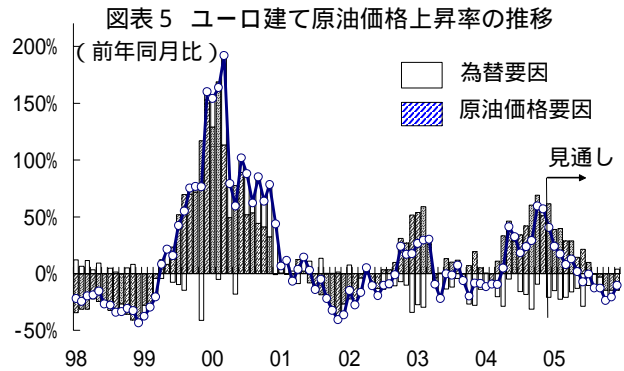
消費者物価は、11 月（速報値）も前年比 2.2% と原油高によるエネルギー価格上昇の直接的な

影響による上振れが続いている。しかしながら、年明け後は前年比で見たユーロ高の物価抑制効果が持続する一方、原油価格の上昇による圧力は次第に緩和するため（図表5）年後半には目標水準（2%以下でその近辺）に落ち着く見込みである。

ユーロの対ドル相場は、米国の「双子の赤字」への懸念を背景に11月半ばに1ユーロ=1.3ドルを突破、12月6日にはユーロ圏財務相会

議が「世界経済の不均衡のツケを欧州が支払うことは受け入れられない」としてユーロ高を牽制する「為替相場に関する声明」を公表した。しかしながら、翌7日に一時1.3468ドルの史上最高値を更新、その後も、ユーロ圏各国首脳や財務相からの牽制発言にも関わらず、ユーロ高基調は続いており、景気下振れリスクとして懸念が強まっている。

ECBは、原油高が賃金や価格設定を通じて及ぼす二次的影響を牽制しつつ、急速かつ過剰なユーロ高を回避するためにも、政策金利を据え置く見込みである。1ドル=1.4ユーロを超える水準まで急激なユーロ高が進まない限り、介入が実施されることはないと思われる。

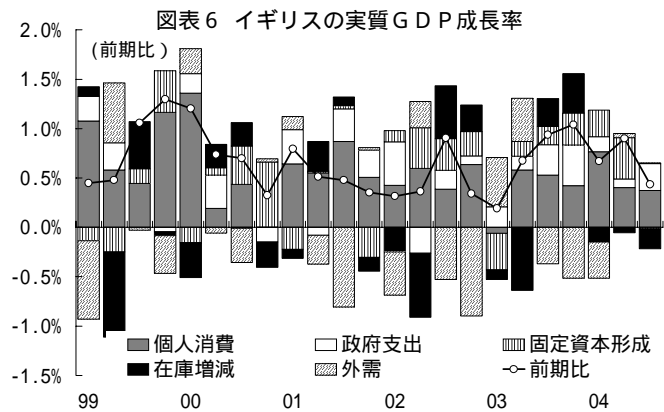


2. イギリス

7～9月期は設備投資の減少で成長率が低下

7～9月期のイギリスの成長率は前期比0.9%から0.4%へと低下した（図表6）。

生産面では高金利と原油高、世界経済の減速の影響で製造業生産がマイナスとなったこと、需要面では政府支出は拡大、個人消費も緩やかな鈍化に留まったが、設備投資の減速により、5期連続で拡大してきた固定資本形成が同マイナス0.1%に落ち込んだことが響いた。7～9月期には、製造業の投資が4～6月期の前期比3.8%増から同マイナス1.2%に大きく落ち込んだほか、サービス業の投資も同1.5%から同1.0%に減速した。



2005年の成長率は2.1%

（ 累次の利上げで住宅価格の騰勢に歯止め ）

長期に亘り拡大してきた個人消費はこのところ一進一退で推移しており、小売売上高は10月に前月比マイナス0.4%と落ち込んだ後、11月は同0.6%と回復した。9月にマイナス7と18カ月ぶりの低水準に至った消費者信頼感指数は、利上げ観測の後退と原油価格の軟化によって、

10月はマイナス6、11月にマイナス4と幾分戻している。今後は、累次の利上げの効果で住宅価格の上昇と家計の借入れ増大に歯止めが掛かったことで基調としては鈍化が見込まれるが、雇用・所得環境は底固いため、調整は比較的マイルドなものになると予想される。

教育、医療を中心とする公共サービス充実のための政府支出は引き続き成長に寄与すること、7～9月期に落ち込んだ設備投資は、サービス業では良好な企業収益、設備拡張、更新ニーズが高まっていることから、連続での落ち込みは回避されるであろう。このため、景気の緩やかな拡大は続き、通年の成長率は、2004年は3.1%、2005年は2.1%と予想される。

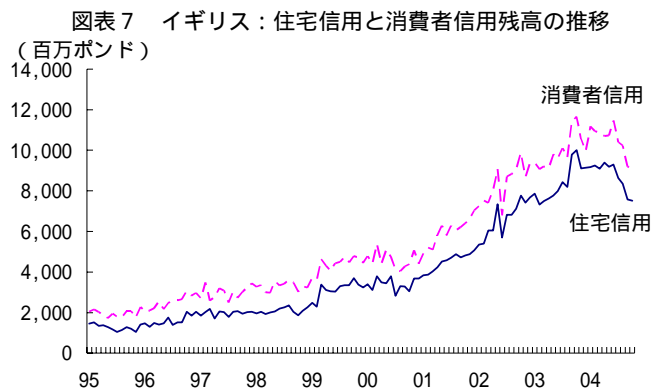
(BOE は住宅市場と製造業の調整を見守るため、政策金利を当面据え置く見込み)

消費者物価は9月に前年比1.1%と政策目標の下限近くまで低下したが、10月には1.2%、11月は1.5%と上昇に転じている。11月の物価上昇は、9月とは逆に航空運賃の季節割引が前年比での物価押し上げ要因になったことと、ガス・電力料金引き上げを主因とするものである。公共料金引き上げの影響は来年1月まで持続すること、年明け後、食品価格の押し下げ効果が剥落することに加え、原油価格上昇とポンド安によるコスト上昇も潜在的な物価上昇要因である。しかしながら、原油価格のピークアウトによって、11月には投入価格の上昇率が前月から1.9%低下(前年比6.5%)したこと、競争激化や構造改革を背景とする流通段階でのマージン圧縮により吸収されること、需給ギャップのタイト感が緩和することから、中銀の政策目標の中央値(2%)を下回る見込みである。

中央銀行のイングランド銀行(BOE)は、12月8～9日の金融政策委員会でも政策金利を据え置いた。現段階では議事録が未公表のため具体的な背景は不詳だが、減速傾向を示す住宅市場と製造業の調整の行方を見守ろうとの判断と思われる。

住宅市場の調整は、価格指数(11月のハリファクス指数:前月比マイナス0.4%)や個人向け融資の減速(図表7)など、より明確に表れるようになっている。

製造業についてはPMIが10月、11月に2カ月連続で改善、拡大と縮小の分かれ目となる50を上回っていることや、12月のCBI(商工会議所)の製造業サーベイでも海外受注DIがマイナス21からマイナス15に好転するなど下げ止まりを示す材料も存在する。とはいえ、製造業生産は10月も前月比マイナス0.1%と減少が続き、CBIサーベイも見通しはプラス5からマイナス6へと大きく悪化、先行きは楽観出来ない。住宅市場と製造業の調整の行方を見極める必要から、BOEの政策金利は当面据え置かれる可能性が高いと思われる。



(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)