

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

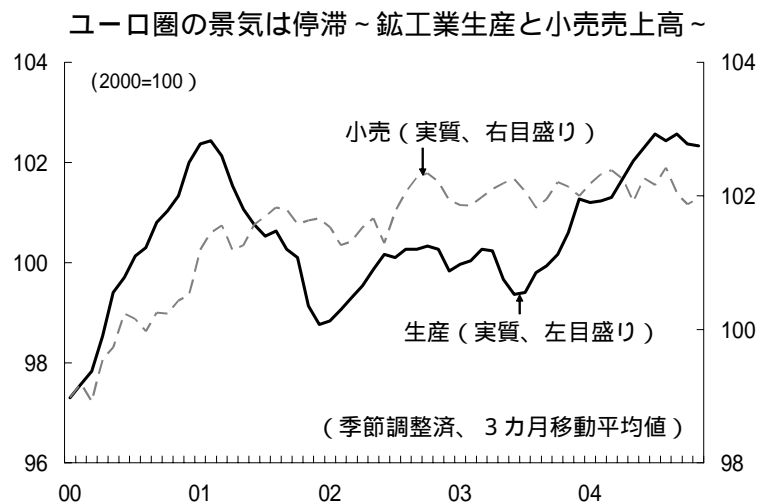
欧州経済動向 / 固定化するユーロ圏内の景気格差

< 経済概況：景気は一進一退で推移 >

- ・ ドイツ経済は 10～12 月期も停滞、フランス経済は前期の反動もあり消費主導で反転する見込みだが、雇用所得面からの裏づけを欠くため、持続力は乏しいと見られる
- ・ 原油価格のピークアウト、年明け後のユーロ相場の反落に反応して、先行指標の一部は改善を示しているが、これらの要因が景気に及ぼす影響のタイムラグがあるため、2005 年前半は停滞感の強い状況が続こう。

< トピックス：固定化するユーロ圏内の景気格差 >

- ・ 1月の政策理事会後の記者会見で ECB のトリシェ総裁が言及した「過剰流動性による持続不可能な不動産価格上昇のリスク」は、ユーロ導入後、雇用を含め、経済情勢が趨勢的に改善しているスペインやアイルランドなどで警戒されるものだ。
- ・ 不動産バブルのリスクに言及した意図は、最大国のドイツなどの景気低迷に配慮し、歴史的な低金利を維持せざるを得ない中で、周辺国の景気過熱を牽制することにある。



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/>

< ユーロ圏概況：景気は一進一退で推移 >

原油高、ユーロ高の影響は続き、景気は停滞

(ドイツ経済は10～12月も停滞)

ドイツの2004年の成長率は1.7%と前年のマイナス0.1%から回復した。成長率は2000年の2.9%以来の高さではあるが、内需の寄与に相当する0.5%は「営業日数の効果」(統計局)であり、景気回復はもっぱら年前半の外需改善に押し上げられたものであった。

1～9月期の改定値が発表されていないため、年次のデータから10～12月期の実績値を推定することは出来ない。しかし、各種の月次統計を見る限り、7～9月期に大きく悪化した外需は輸出の加速と輸入の減速で改善する一方、11月は生産、受注とも資本財の落ち込みで前月比マイナス1.7%、同マイナス2.4%と落ち込んだことから、設備投資は伸び悩んだ可能性が高い。

サーベイ調査では、Ifo経済研究所による企業景況感指数は11月の94.1から96.2に改善、機関投資家、エコノミストの6カ月先の景気見通しをもとに作成されるZEW指数は12月、1月と2カ月連続で改善(11月:13.9 12月:14.4 1月:26.9)、一段の悪化は回避される見込みだ。

(フランス経済は10～12月は消費主導の反転が見込まれるが、持続力に疑問)

フランスの「2004年の成長率は2.5%に近づいた」(ゲマール経済財務産業相)とされており、10月～12月期は7～9月期の前期比ゼロ成長から持ち直した模様だ。工業製品家計消費(実質)が10月に前月比0.6%、11月は同1.5%と拡大しており、10～12月期の反転は前期にマイナス0.1%と落ち込んだ消費の回復が主導したと思われる。

その一方、企業部門では11月の鉱工業生産指数は前月のマイナス(同0.8%)に続いて同0.1%と伸び悩み、企業マインドも悪化(INSEE企業景況感指数:10月24 11月6 12月マイナス1)している。企業の雇用、設備投資への姿勢は慎重化する中で、消費者信頼感指数も12月まで4ヶ月連続で悪化している。10～12月の成長率が前期の反動もあり高い伸びとなっても、実質賃金が伸び悩み、雇用改善が遅れる中で、持続力は乏しいと見るべきだ。

(原油高、ユーロ高の影響のタイムラグもあり、年前半のユーロ圏経済は停滞)

2004年後半のユーロ圏の成長鈍化の原因となった原油高は10月をピークに一服、ユーロ高も、2004年末に最高値を更新した後、年明け以降は、ECBのトリシェ総裁を始めとするユーロ高牽制発言や、2月上旬のG7に向けてアジア通貨の調整への思惑が広がったことで反落している。

原油とユーロ相場の動向に反応して、ユーロ圏の購買部担当者指数(PMI製造業:11月50.4 12月51.4、PMIサービス業:11月52.6 12月52.7)、ドイツのZEW指数など先行性が強いサーベイ調査は若干の改善を示しているが、原油価格と為替相場が景気に及ぼす影響にはタイムラグがあることから、2005年前半のユーロ圏経済は全体では停滞感の強い展開が続くであろう。

＜ 固定化するユーロ圏内の景気格差 ＞

ECBは「いくつかの国」の不動産バブルを警戒

1月13日の理事会後の記者会見で、ECBのトリシェ総裁は、「短期的なインフレ圧力」について、「景気拡大のテンポが緩慢で、労働市場が弱いため、賃金の上昇率が抑制」されている中での「原油価格の下落」によって「幾分弱まった」とした。

その一方、「中期的な物価の上振れリスク」としては、「原油高が賃金や価格設定を通じて及ぼす二次的影響」や「間接税、公共料金の動向」に加えて、「インフレを伴わない経済成長のファイナンスに必要なとする以上の過剰流動性の存在」が、「いくつかの国」で「不動産市場の持続不可能な価格上昇をもたらすリスク」について「継続的な警戒が必要」と強調した。

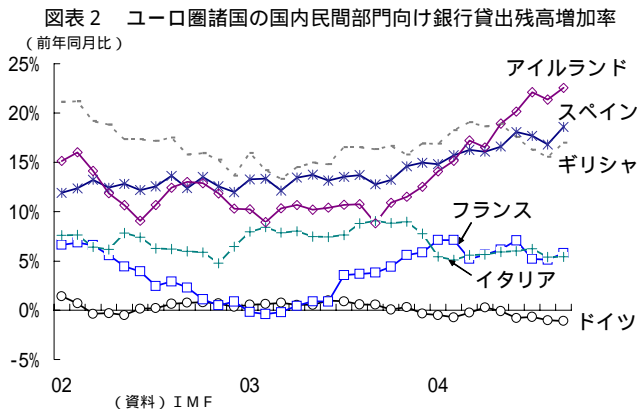
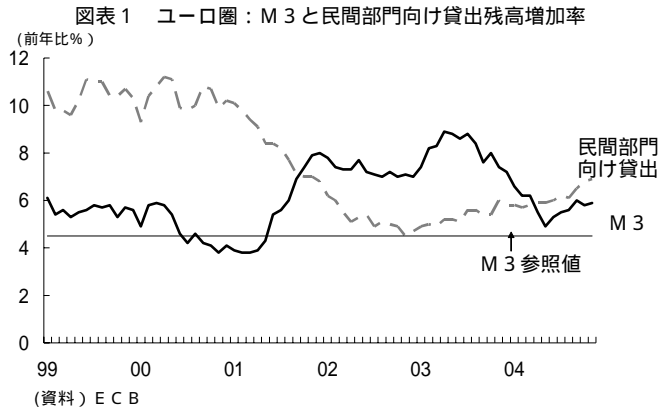
ECBが流動性を判断する指標を見ると(図表1)、マネーサプライ(M3)は、直近の11月にECBの参照値の前年比4.5%を超える同6.0%、民間部門向け貸出増加率は同6.9%と前月を上回る伸びとなっている。

民間部門向け貸出の加速は、家計向けが同7.9%と非金融法人部門向け(同5.2%)を上回っており、中でも住宅ローンの伸びが同9.9%と高い点が特徴だ。

ユーロ圏の中でも、貸出の伸びには国ごとにかなりのばらつきがある。各国の統計からはドイツは前年割れとなる一方、スペイン、アイルランド、ギリシャなどでは貸出の伸びが加速、特に住宅ローンなどの増加率が高くなっている。トリシェ総裁は記者会見で「持続不可能な不動産価格上昇のリスクがある市場」に関する質問に対して、国の特定を避けたが、これらの国々を指すと考えるのが自然であろう。

貸出の伸びの温度差は域内の景気格差と表裏一体

貸出の伸びに見られる温度差は景気の格差と表裏一体のものだ。EU15カ国を100とする一人当たりGDP(購買力平価基準)の推移を見ると、90年代後半以降、アイルランド、スペインの成長は加速する一方、大国(特にドイツ)は相対的に地盤沈下している(図表3)。

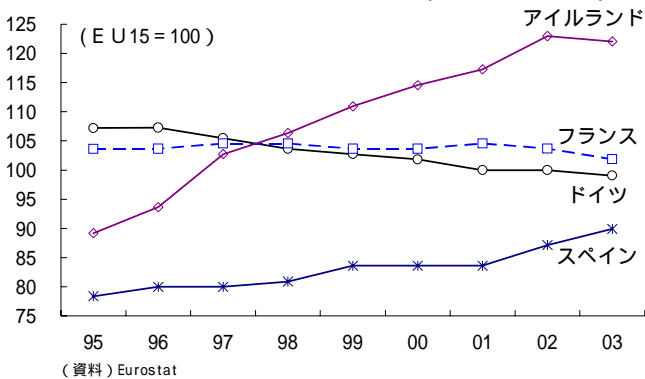


スペイン、アイルランドなどの成長加速は、統合進展の過程で、域内金利のベンチマークであるドイツの水準への金利低下、直接投資の流入加速、さらに「低所得国」^(注1)としてEU財政を通じた所得移転の恩恵を享受したことなどから、成長が加速、雇用が趨勢的に改善するという好循環が形成されたことによる。

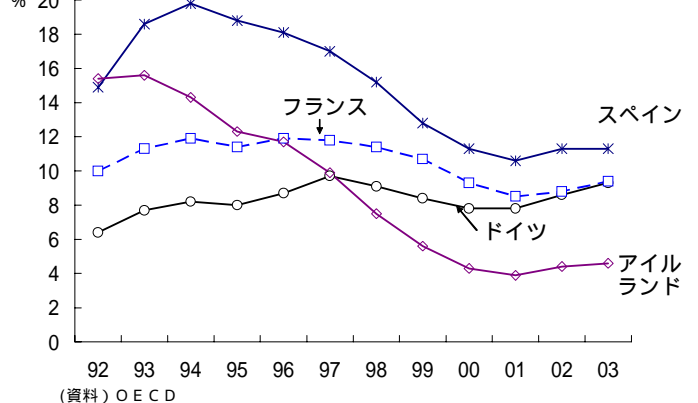
これに対し、ドイツの場合、通貨統合による金利低下の恩恵はなく、EU財政を通じた所得移転ではネットの出し手であり、むしろ「低所得国」への生産シフトの加速によって雇用は悪化、財政赤字の拡大にも悩まされている(図表4)。

(注1) スペイン、アイルランド、ギリシャ、ポルトガルの4カ国は一人当たりGDPがEU平均の90%未満であったことを理由に「結束基金」というEU域内の地域間不均衡是正のための基金の受給対象となった(現在、EU平均を超えたアイルランドは受給対象から外れている)

図表3 ユーロ圏主要国の実質GDP(購買力平価基準)



図表4 ユーロ圏主要国の失業率



景気格差の固定化は景気調整メカニズムの不十分さの表れ

こうした域内における景気格差の固定化は、ユーロ圏が「最適通貨圏の理論」が求める構造的な類似性や為替相場と個別の金融政策以外の景気格差調整メカニズムが不十分であったにも関わらず単一通貨を導入したことの必然的な結果と見ることもできる。特に、ドイツに顕著に見られる「低所得国」への生産シフトによる雇用問題の発生は、生産要素のうち、市場統合さらに通貨統合という深化の過程で「資本」の移動のスピードが速まる一方、「労働」については言語、宗教、文化、社会保障制度の差異や住宅事情が妨げとなり、低い割合に留まっていることから生じているものである。

こうした景気格差に対する「最適通貨圏の理論」から導かれる解決策は、「財政の統合」が「生産要素の移動性あるいは価格の柔軟性の向上」ということになる(図表5)。しかし、ユーロ圏内でも「財政の統合」が意味する更なる国家主権の委譲を許容しうる範囲は様々であり、現実的な目標として視野に入る状況にはない。また、EUレベルでの財政拡充は、そもそもの目的が農業政策あるいは国・地域間の所得格差の解消に置かれているものであり、景気が低迷しているドイツはむしろネットの出し手となっている。EUが所得水準で旧加盟国を大きく下回る10の新規加盟国を迎えて25カ国体制に拡充した現在、ドイツなどのコア国は負担の増加をいかに抑制するか

が課題となっている。

図表5 「最適通貨圏」の主要な条件とユーロ圏の現状

判断のポイント	内容		ユーロ圏の現状
通貨統合のベネフィット	経済の開放度の高さ		
	域内貿易依存度の高さ		
非対称的ショック（注）の可能性	域内諸国間の産業構造の類似性あるいは一国あたりの多様性		×
域内不均衡の調整メカニズム	生産要素価格の伸縮性		×
	生産要素の移動性の高さ	資本	
		労働	×
公的所得移転の高さ（財政の統合）		×	

（注）非対称的ショック＝域内諸国間における需要のシフト

（資料）「ユーロ圏の最適通貨圏化は進んでいるのか」（基礎研レポート2004年10月号）

（ 財政面では規律を維持しつつ、各国の裁量の余地を拡大する方向 ）

こうした中で、財政面では、GDPの3%を超える過剰な財政赤字の事前の予防措置と事後的な制裁措置を規定した「安定成長協定」の枠組みを維持しながら、各国の財政政策における裁量の余地を拡大することによる対応が進もうとしている。具体的には、昨年9月の欧州委員会の提案に基づいて、財政状況の判断において従来よりも政府債務残高の60%という基準と持続可能性を重視することや、財政を均衡ないし黒字に近づける中期目標について「国ごとの事情」を勘案するといった方向で、ユーロ参加国の財務相で構成される「ユーログループ」での調整が進められている。

見直しによって「国ごとの事業」を勘案する手法などルール運用についての不透明性を払拭することはできない。しかし、ドイツ、フランスの2大国が3年連続で基準を超える財政赤字を計上、2004年にはユーロ圏の半数が基準を上回る赤字を計上することが見込まれるなど機能不全に陥っている状況から、規律自体を維持しながら裁量の余地を広げる方向に改変し脱却することは、域内の景気格差の調整メカニズムが十分に働かないユーロ圏にとっての現実的な選択肢と言えよう。

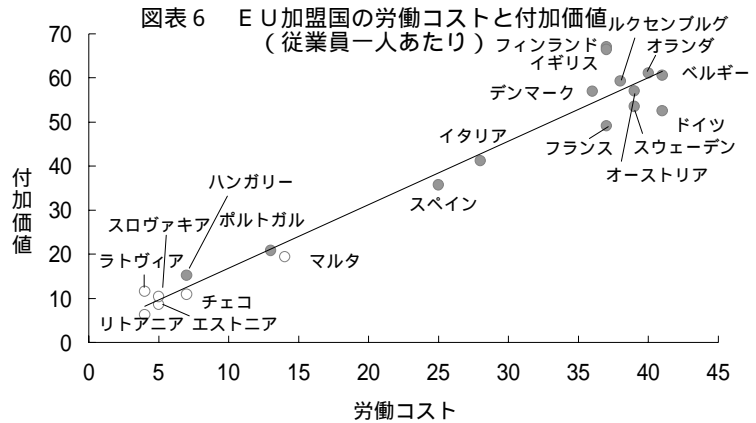
（ コア国の労働市場では実質賃金引下げによる価格調整の動きも ）

また、生産要素市場では、特に、労働市場に改革の余地が大きく、重点課題として取り組みが進められている。

これまでの改革の成果として、EU全体では就業率（就業者数/労働力人口）の改善（94年：54.8% 2003年：64.3%）といった成果が見られるが、2000年に採択された欧州経済の競争力強化計画（「リスボン計画」）の2010年目標（70.0%）を大きく下回り、米国（71.2%）や日本（68.4%）との比較で見た低就業率、高失業率の構造にも変化がない。さらに、EUの拡大で、域内における生産の最適立地化への圧力がさらに高まる中で、ドイツ、フランスなど高いコストに見合う生

産性を実現できないことが原因（図表6）で雇用改善が遅れている国々では、「名目賃金の据え置きによる労働時間の延長＝時間あたり賃金の引き下げ」の動きが広がりを見せている（注2）。

実質賃金引き下げへの動きは、クロスボーダーな労働力の移動が依然として限られる中で、「賃金調整のメカニズム」が働き始めたと見ることもでき、今後、どの程度広がりを持つのか注目されよう。



(資料) European Commission [2004]

（注2）シーメンス（総合電機）、ダイムラー・クライスラー（自動車）、フォルクス・ワーゲン（自動車）などがすでに労使の合意に達したほか、多くの企業が労働時間延長の協議を進めている。フランスでもカルフル（流通）、セブ（家庭用品）などで時間延長の動きが見られるほか、政府も国際競争力の改善と財政負担軽減の観点からジョスパン前政権下で導入された（週当たり法定労働時間を35時間に定めた）「時短法」の運用を年間超過勤務時間の上限緩和などにより柔軟化する方向へと動いている。

政策金利はコア国に配慮し当面据え置き

金融政策面では、ユーロ圏内には景気、インフレ率の格差があるとは言え、ドイツなどコア国の景気低迷で全体の伸びが抑制されている状況では、低金利政策を当面維持せざるを得ないであろう。1月の政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁が賃金上昇や不動産バブルのリスクに言及した意図は、周辺国の景気過熱を牽制することにあると考えられよう。