

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

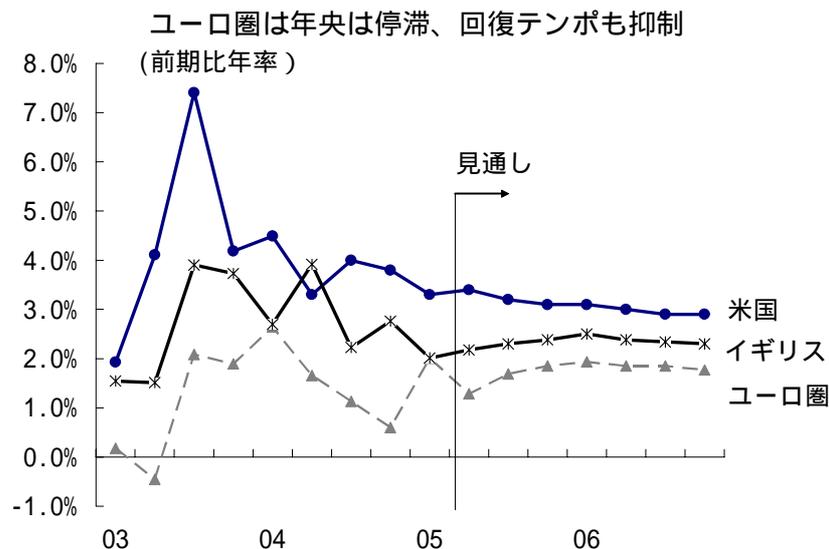
欧州経済見通し - ユーロ安の意義 -

< ユーロ圏 : 2005年 1.4%、2006年 1.8% >

- ・ ユーロ圏経済は原油高、米景気の減速が影響し、2005年は1.4%成長に鈍化、2006年は1.8%へと緩やかに回復する見込み。ECBは2005年中は政策金利を据え置き、2006年入り後、景気下振れリスクの後退とともに政策金利の正常化に着手する見通し。
- ・ 仏蘭のEU憲法批准の否決は中長期的には経済に影響しようが、ユーロの信認の危機に発展するリスクは小さい。穏やかなユーロ安は、財政・金融政策に制約がある中、輸出依存国の低迷脱却を通じた景気格差縮小への唯一の解決策と捉えることも出来る。

< イギリス : 2005年 2.4%、2006年 2.4% >

- ・ 2005年の成長率は、投資の回復と政府支出が下支えるものの、住宅資産効果の剥落による個人消費の減速で2.4%まで鈍化、2006年も同水準となる。
- ・ BOEは住宅価格の大幅な調整を回避し、企業活動をサポートする一方、インフレと住宅価格の上振れリスクに配慮するため、政策金利を据え置く見込み。



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/>

< 欧州経済見通し～ユーロ安の意義 >

概要

ユーロ圏

- ・ユーロ圏経済は原油高、米景気の減速が影響し、2005年は1.4%成長に鈍化、2006年は1.8%へと緩やかに回復する見込み。ECBは2005年中は政策金利を据え置き、2006年入り後、景気下振れリスクの後退とともに政策金利の正常化に着手する見通し。
- ・仏蘭のEU憲法批准の否決は中長期的には経済に影響しようが、ユーロの信認の危機に発展するリスクは小さい。穏やかなユーロ安は、財政・金融政策に制約がある中、輸出依存国の低迷脱却を通じた景気格差縮小への唯一の解決策と捉えることも出来る。

図表 ユーロ圏：経済見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2005年				2006年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.7	1.4	1.8	1.3	1.3	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9	
内需	寄与度%	1.6	1.2	1.6	1.5	1.4	1.0	1.0	1.5	1.6	1.7	1.7	
	民間最終消費支出	前年比%	1.2	1.5	1.7	1.3	1.5	1.6	1.4	1.6	1.7	1.8	1.7
	固定資本形成	"	1.4	0.9	1.9	1.0	1.1	1.0	0.6	1.8	1.8	1.9	2.0
外需	寄与度%	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	
失業率	平均、%	8.9	8.9	8.8	8.9	8.9	8.9	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	
ECB市場介入金利	期末値、%	2.00	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.25	1.25	1.31	1.26	1.21	1.23	1.24	1.24	1.25	1.26	

イギリス

- ・2005年の成長率は投資の回復と政府支出が下支えるものの、住宅資産効果の剥落による個人消費の減速で、成長率は2.4%まで鈍化、2006年も同水準となろう。
- ・BOEは住宅価格の大幅な調整を回避し、企業活動をサポートする一方、インフレと住宅価格の上振れリスクに配慮するため、政策金利を据え置く見込みである。

図表 イギリス：経済見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2005年				2006年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	3.1	2.4	2.4	2.7	2.3	2.3	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4	
内需	寄与度%	3.9	2.7	2.8	3.2	2.9	2.4	2.1	2.7	2.8	2.8	2.8	
	民間最終消費支出	前年比%	3.3	1.7	2.1	2.2	1.8	1.4	1.5	1.8	1.9	2.2	2.4
	固定資本形成	"	5.6	2.8	3.3	4.2	2.4	2.1	2.4	3.3	3.4	3.4	3.3
外需	寄与度%	0.8	0.3	0.4	0.4	0.6	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	
消費者物価(CPI)	"	1.4	1.9	1.8	1.7	1.9	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	
失業率	平均、%	2.6	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	
イングランド銀行レボ金利	期末、%	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	

1. ユーロ圏

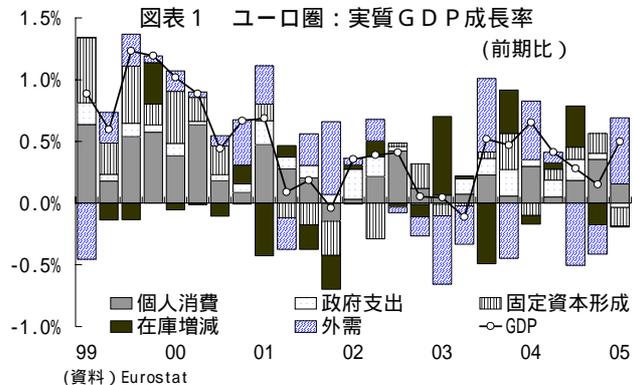
コア国の経済は総じて減速

(ユーロ圏経済は停滞へ)

ユーロ圏経済は、外需の大幅な改善が寄与し、1～3月期に前期比0.5%と10～12月期の同0.2%から持ち直した(図表1)。しかし、3月以降のサーベイ調査は総じて弱く、4～6月期は減速、7～9月期も停滞が見込まれる。

1～3月期の実績を見ると5大国のうち、スペインが前期比0.9%と引き続き高成長となったが、イタリア、オランダがマ

イナス成長となり、内需が底堅さを保ったフランスでも成長率は前期の同0.7%から同0.2%へと成長が鈍化した。ドイツは10～12月期の前期比マイナス0.1%から同1.0%へと急反発したものの、特殊要因で改善した外需の牽引力によるため、高成長の持続は期待できない情勢にある。



(政策金利据え置きも、利下げ要請広がる)

欧州中央銀行の政策金利は2003年6月利下げ以後、2%の水準に据え置かれている。過去1年間は、実質金利がゼロからマイナスという状況が続いており、昨年下半年に景気拡大テンポの鈍化が明らかになった後も、「原油・一次産品価格の上昇が及ぼす二次的影響」と「過剰流動性が物価安定を脅かすリスク」への警戒感から必要に応じて利上げを行なうスタンスを示唆し、4月、5月の定例理事会後の記者会見ではトリシェ総裁は「利下げは選択肢ではない」として可能性を明確に否定してきた。

しかし、6月の理事会後の記者会見で、「インフレ圧力は中期的に抑制されている」とする一方、利下げに関する質問には直接の回答を避け、想定以上の景気下振れ(注1)を受けて、従来否定してきた利下げが選択肢に入ったことを示唆した。景気低迷が続くドイツやイタリアのほか、OECDが5月24日に発表した「Economic Outlook」の中で利下げの必要性を論じるなど、域内外で利下げを求める声広がっている。

年後半も回復に弾みはつかず、ECBは政策金利を据え置く見込み

(成長率は2005年～2006年ともに1%台で低迷)

年後半以降も原油高、米国景気の減速の影響でコア国の経済は総じて減速し、2005年のユーロ圏全体の成長率は、1.4%に鈍化する見込みである。

2006年入り後も、世界経済の拡大ペースが鈍い中、外需の牽引力は力強さを欠き、過剰雇用・高コスト体質の是正が必要なコア国の雇用・所得環境の改善ペースも抑えられよう。内需の回復に弾みはつかず、通年の成長率は1%台の低水準に留まる見込みである。

(物価は原油高効果の剥落とともに目標圏内に低下)

物価は、2005 年中は原油価格高止まりの直接的影響で 2% を僅かながら上回る状況が続く見込みである。2006 年入り後は、原油高の直接的影響と共にユーロ高による輸入物価安定効果が剥落するが、潜在成長率を下回る成長が続くため、賃金や価格転嫁を通じた間接的な影響は抑制され、政策目標のレベル (1.8% 程度) まで鈍化する見通しである。

(ECB は当面は景気下振れリスクをより強く警戒するスタンス)

域内の景気格差が続く中、ドイツ、イタリアといった景気低迷国では下振れ懸念が強まる一方、スペイン、アイルランドなどの高成長国では不動産バブルの懸念が燻っている。ECB は双方のリスクに配慮するため、2005 年内は政策金利を据え置き、2006 年入り後、景気下振れリスクの後退とともに、異例の低水準にある政策金利の正常化に着手するものと思われる。

利上げ時期を早めるケースは、外部環境が上振れ、景気低迷国の景気悪化に一定の歯止めがかかる中で、高成長国の景気過熱感が強まった場合には想定されるものの、その可能性は低い。一方、利下げは、ユーロ圏内での景気の水準と方向の格差のうち、少なくとも方向が下振れに一致することが前提となろう。外部環境が一層悪化した場合、または EU 憲法条約批准否決による欧州統合の先行き不安が、家計・企業へのマインドを通じて景気を大きく下押しする場合などが想定されるが、後者の可能性は以下に述べるとおり、現時点では極めて低いと考えられよう。

EU 憲法否決の経済への影響は中期的、ユーロ相場は調整局面入り

(EU 憲法条約の目標年限での発効は不可能に)

5 月 27 日のフランスに続き、6 月 1 日のオランダでも、「EU 憲法」批准を巡る国民投票は否決という結果に終わった。全加盟国の批准手続きの完了を条件とする EU 憲法条約の発効には、残りの国々が批准手続きを継続する一方、フランスとオランダが、2001 年にアイルランドが「ニース条約」を否決した際に行なわれたように、一定の時間を置いて再投票を行なう、あるいは、92 年にデンマークが「マーストリヒト条約」を否決した際のように反発の強い項目に留保条項 (オプトアウト) を付帯した上で、再投票を実施して可決されることが必要となる。

しかし、未だ批准手続きを終えていない国々のうち、イギリスが国民投票の手続きの凍結を決めたほか (6 日)、その他の国々の対応も不透明なものとなっている。フランスとオランダについても、今回の国民投票の結果は、特定の項目に対する反発ではなく、統合の進化・拡大によるコストへの警戒感、さらに現政権への不満などが反映されたものと考えられている。投票率の高さや票差から考えると、再投票で批准に至る見通しは必ずしも高くなく、ドイツと並ぶ EU の中核であるフランスにオプトアウトを認めた場合には、条約の意義を低下させる問題が生じる。新たな憲法草案を策定し、批准手続きを改めて行なう場合にも、全加盟国間の利害調整による起草作業の難航が想定される上に、全加盟国で批准手続きのやり直しが必要となる。

今後の方向を見極める上で、仏蘭の国民投票後、EU 首脳が初めて顔を合わせる 6 月 18 日 ~ 19 日の EU 首脳会議の議論は重要だが、現段階では少なくとも 2007 年という目標年の EU 憲法の

発効は不可能になり、政治面での統合の先行きは不透明な状況が続くことが想定される。

(EU憲法発効の遅れは、構造改革の速度や資本移動を通じて経済に中期的に影響)

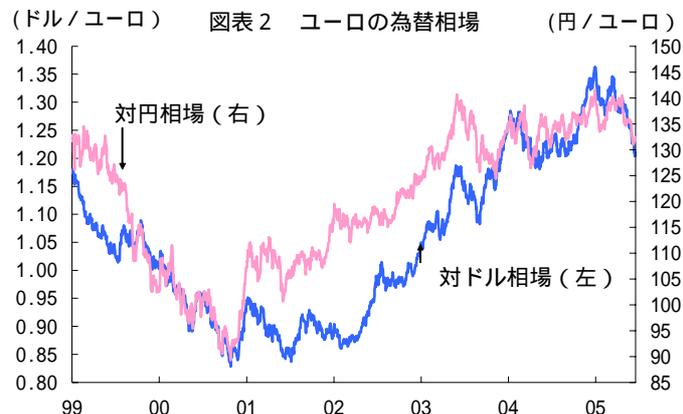
EU憲法は、EU加盟国数の拡大に対応し、EU機構間の役割分担や意思決定の明確化について規定したものである。2009年までは現行のニース条約が法的根拠として有効であり、EU憲法発効の目処が立たなくなったことが景気に直接及ぼすインパクトは限られたものである。

しかし、EU加盟国数の増加ペース、EUレベルでの構造改革、域内における制度調和への取り組み、各国の構造改革のスピードや欧州企業の汎欧州戦略に影響が及ぶことになろう。これらのルートを通じて、中期的には単一市場、さらに通貨圏の広がりや効率性の向上のスピードに影響を及ぼすものと考えられる。

(国民投票の結果を受けユーロ安ドル高が加速)

外国為替市場では、フランス、オランダの国民投票の結果を受けて、ユーロ安ドル高が加速、昨年末には1ドル=1.36ユーロ台に達し、最高値を更新したが、直近では1.20ユーロ台まで下落した(16日現在、図表2)。

振り返って見ると、ユーロに対しては発足前の段階から、政治的には統合されていない11(2001年のギリシャ参加後は12)もの循環的・構造的に隔たりの



大きい国々が、単一の通貨と政策金利を共有することを危ぶむ声は聞かれた。こうした懸念に対するユーロ推進論者の反論は、「通貨と金融政策を共有する結果として、構造改革が加速し、域内における生産要素の移動が活発化、域内の格差が縮小する」というものであったが、ドイツ、イタリアの低迷が長期化、スペイン、アイルランド、フランスなどで住宅ブームが過熱するという最近における「二極化」傾向が示すとおり、これまでのところ、推進論者の期待通りの結果にはなっていない。

政策面では財政赤字の3%ルール、単一の金融政策という縛りの中で、景気低迷国が講じる唯一の手段である構造改革に景気浮揚の即効力はない。主要国では選挙で与党が敗北する状況が相次いでおり、内政の基盤も脆弱化、大規模な単一市場を形成していながら、景気の回復は外部環境頼みという状況に陥ってしまっている。

(ユーロ信認の危機に発展するリスクは小)

ユーロは存立基盤にこうした脆弱性を抱えてはいるが、その一方でドルに次ぐ国際通貨として着実に地位を高めてきたことも事実だ。特に、調達通貨、投資通貨としての役割は高まっており、

EUとその周辺地域ではユーロは着実に浸透し、「ユーロ通貨圏」が形成されつつある。今回の国民投票の結果を、ユーロに対する信認の危機と結び付ける見方は行き過ぎであろう。

仮に、ユーロの信認に対して危機意識が広がった場合には、債券市場ではユーロ導入による「為替変動リスク」の消滅で縮小していた長期金利の差が再度拡大することになる。こうした変化は、単一通貨導入後も「信用リスク」による利回り格差が存在するユーロ圏内の低格付け国債（イタリア、ベルギー、ギリシャ、ポルトガル）とドイツとの間に特に顕著に生じるであろう。

今回の仏蘭の国民投票後の動きを見ると、利回り格差が大きく縮小していた今年初に比べれば拡大しているが、景気の先行き不安を背景とする世界的な長期金利の低下、ユーロ圏における利下げ期待の広がりによって長期金利が総じて低下したこともあり、ユーロ発足後の平均的水準よりもかなり狭い範囲内に留まっており、現時点では市場も冷静に見ているようだ。

EU憲法批准による混乱の最中、イタリアの閣僚らがユーロ離脱とリラ復活を提案し波紋を呼んだ。イタリアがユーロ導入後、域内における相対的な競争力の低下によって構造的低迷に陥っていることから^(注3)、提案の政治的背景は理解できるが、ユーロ離脱のコストはユーロ圏内で最も高水準の政府債務を有するイタリアにとってあまりに大きく、現実味には乏しい。政治的な統合の先行きが不透明な中であっても、企業レベルでは、イタリアの銀行大手ユニクレディトが、中東欧ビジネス拡大のドイツのヒポ・フェラインス銀行の買収を決めるなど、単一市場・通貨圏を前提とする再編加速の動きすら見られる。

長期的には信認の危機の可能性は排除できないが、ユーロ圏、あるいはEUのレベルで財政の規律をある程度尊重し、域内諸国間の利害を対話により調整し、妥協の糸口を見出そうとするメカニズムが働いている限りは、リスクは小さいと考えることができよう。

(穏やかなユーロ安は域内景気格差縮小に資する面も)

当面のユーロ相場は、ユーロ圏の政治・経済構造の脆弱性に目が向きやすい状況が続くこと、欧米間の景況格差が当面残存すると想定されることから、軟調な推移が見込まれるが、米国の双子の赤字に対する懸念が歯止めとなり下値は抑えられよう。

ユーロ圏内の域内の景気格差の特徴は、景気が低迷しているドイツ、イタリアは輸出頼みの様相が強く、高成長国は消費が旺盛であることだ。景気低迷国の財政発動の余地が制約され、政策金利の引き下げも高成長国の景気過熱懸念から見送らざるを得ない状況にあって、穏やかなユーロ安は、輸出依存国の景気を下支えることで、域内の景気格差縮小に資する唯一の解決策と捉えることも出来る。

(注1) ECB自身が、前回(3月)に1.9%から1.6%に下方修正した2005年の経済見通しをさらに1.4%(いずれもレンジの中央値)引き下げた。

(注2) 昨年6月の欧州議会選挙では主要国で政権政党が敗北、国内選挙でもイタリアで今年4月の統一地方選挙で州知事選挙が行なわれた13州のうち11州で中道左派が勝利、ドイツでは5月22日に実施された最大州のノルトライン・ヴェストファーレン州の議会選挙で、与党の社会民主党(SPD)が大敗、シュレーダー

—首相は2006年秋に予定されていた総選挙の1年前倒しする意向を表明した。総選挙では政権交代の可能性が高まっている。

(注3) イタリア経済の低迷の原因と課題については「欧州経済概況 - 1～3月期の改善に潜む不安材料」(Weekly「エコノミスト・レター」2005.5.27号)をご参照下さい。

2. イギリス

個人消費の減速で成長率は鈍化

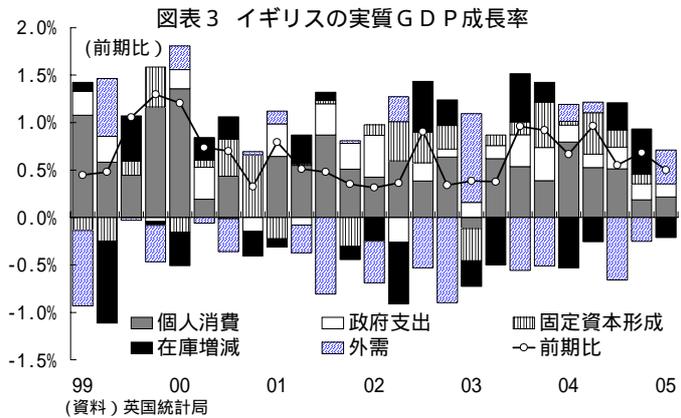
(1～3月期の成長は内需の減速により鈍化)

イギリスの1～3月期の成長率は、前期比0.5%と、2003年4～6月期以来の低い水準となった(図表3)。

供給面ではサービス業が堅調に推移したものの、下げ止まりつつあった製造業はさらなる落ち込みを見せた。

需要面では輸出を上回る輸入の減少で外需は改善したが、個人消費の伸びは前期に続き前期比0.3%と低い伸びに留まった。さらに、7期連続で拡大してきた固定資本形成がゼロ成長に失速したことで、成長率は鈍化した。

個人消費の減速は、利上げ効果の浸透で住宅価格の上昇率が鈍化、経済の先行き見通しも悪化し、消費者マインドが減退したことによるものである。4月は小売売上高が、前期比0.5%と大幅に増加したものの、イースター休暇のセールの影響が大きく、移動平均値では同0.1%と辛うじて前期を上回る程度であり、軟調な推移は足許まで続いていると見られる。

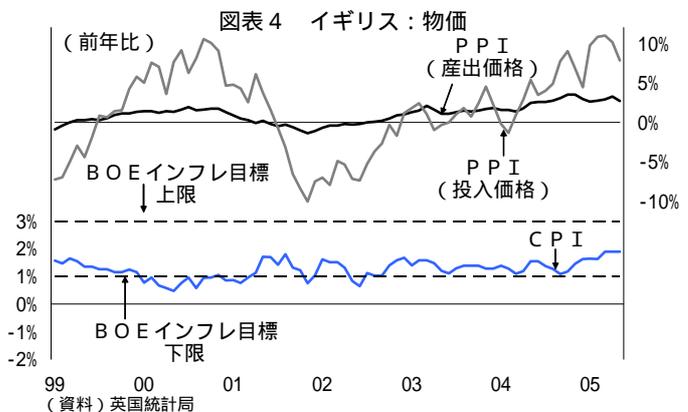


(政策金利の据え置きは続くも、景気の下振れで利下げ観測が台頭)

英中央銀行のイングランド銀行(以下、BOE)は2004年8月の利上げ後、政策金利を4.75%で据え置いている。

BOEが政策目標としている消費者物価(以下、CPI)は、原油高と食品価格の上昇が影響し、昨年9月には前年比1.1%であったものが、12月には同1.6%まで上昇、公共料金引き上げの影響もあり、今年3月以降は同1.9%と目標の中央値(2.0%)に近づいた(図表4)。

こうした物価の上振れについて、BOEは「インフレーション・レポート」の最新号(5月)で、「公共料金の値上げなどの一時的要因」とした上で、原油価格等の影響から



「投入価格は上昇」しているが、賃金上昇など「需給ギャップのタイト化からくるインフレ圧力は落ち着いている」ため、成長の鈍化と原油価格や公共料金の影響が剥落することで次第に落ち着くとの見方を示している。

他方、同レポートの中で、経済成長については、2月時点に比べて「消費の減速が予想を上回った」ことから下方修正、「年明け後の雇用・所得環境の持ち直し、住宅価格の安定」から回復が期待されるが、「住宅価格の調整の進行と過去の利上げによる返済負担の増大が影響し、調整が長引く可能性もある」ため、「回復のテンポは緩慢」、且つ、「リスクは下振れ」との判断を示した。

2月以降のMPCでは、9人の委員のうち1人ないし2人が利上げを主張してきたが、個人消費の減速基調、ユーロ圏経済の停滞が明らかになるにつれ、利下げ観測が広がりを見せるようになってきている。

消費の減速で2005年の成長率は2.4%まで鈍化

(個人消費は減速、投資回復の政府支出が下支え)

今後を展望する上での最大の焦点は個人消費の行方である。消費は、当面は、住宅資産効果の剥落で、過去数年間に比べて低調に推移すると見られる。住宅価格はネーションワイド指数が4月～5月に連続で前月を上回る一方、ハリファックス指数は2カ月連続で下落するなど指標ごとの相違はあるものの、いずれも変動幅は小さくなっており、利上げ懸念の後退とともに徐々に安定しつつある。雇用・所得環境が底固さを保つことから、消費は底割れは回避、2006年にかけて徐々に持ち直すものと思われる。

1～3月期に失速した投資は、サービス業を中心に企業収益は好調に推移していることから、4～6月期以降、再度拡大に転じることが期待される。

5月の総選挙で勝利し、3期目に入ったブレア政権は、引き続き教育、医療、福祉、治安の4分野のサービスの近代化を進める方針を明らかにしており、2005年度(4月～2006年3月)予算案でもこれらの分野に厚めの配分を行なった。政府支出の寄与は、過去数年間に比べて低下するものの、個人消費減速の影響を緩和することになる。2005年の成長率は2.4%と予算案の前提である3.0～3.5%の成長率には届かないものの、ユーロ圏に比べ底堅い推移が続こう。

(BOEは政策金利を据え置き)

物価は、2005年内の成長は緩慢なペースに留まること、来年にかけて原油価格上昇や公共料金引き上げ等の影響が剥落することから、政策目標の中央値(2%)を上回る状況は長くは続かない見込みである。

BOEは住宅価格の大幅な調整を回避し、個人消費の緩やかな回復と企業活動をサポートする一方、原油価格の高止まり、タイトな雇用情勢の持続する中でのインフレと住宅価格の上振れリスクに配慮する必要から、政策金利の据え置きを継続するものと思われる。