

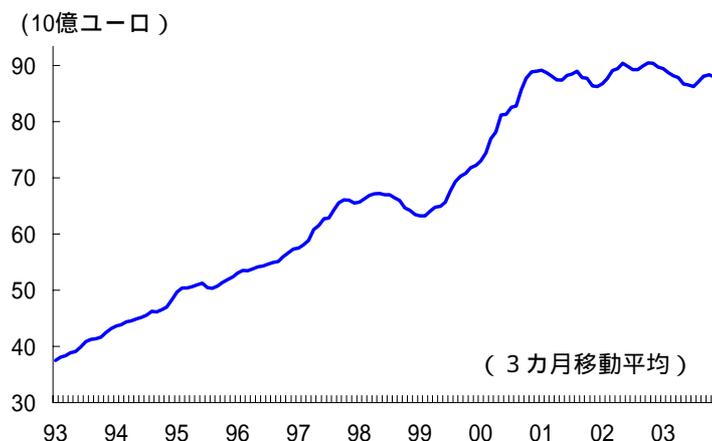
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

欧州経済：ユーロ高の進行と景気下振れのリスク

- ・ 輸出主導の回復基調が続くユーロ圏で、急改善が続いた企業景況感にユーロ高の影響と思われる鈍化の兆候が顕れ始めた。
- ・ 最近のユーロ相場は、12日に1ユーロ=1.2898ドルの市場最高値をつけた後、ECB理事やユーロ圏政府高官の牽制発言で1ユーロ=1.23ドル台までいったん下落、19日に公表された財務相、ECBの共同声明でユーロ高阻止の具体策が盛り込まれなかったことを受けて急反発するなど、値動きが荒くなっている。
- ・ ユーロ圏の当局者は、相場変動の激しさと米国の経常赤字是正のための調整負担の多くをユーロが負っていることを問題視しており、2月初めのG7では、為替相場安定に向けた協調的取り組みが提起される見込みである。
- ・ ユーロ相場は、当面は1ユーロ=1.3ドルを上値に一進一退の推移となるが、米国の巨額の経常赤字という根本の問題が解消しない中では、ユーロ高の基調は変わらず、域外景気の回復テンポに比べて、ユーロ圏の輸出、生産、雇用回復のペースが抑制された状況が続くことになるだろう。

ユーロ圏の輸出主導の回復は持続可能か？
～回復の兆しが見られる域外輸出にユーロ高の影響～



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

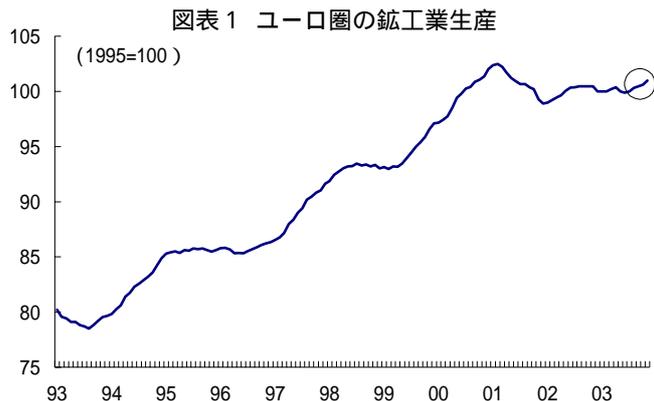
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

< ユーロ高の進行と景気下振れのリスク >

ユーロ高が景気回復の持続力を巡る懸念材料として浮上

(ユーロ圏経済の回復傾向は持続)

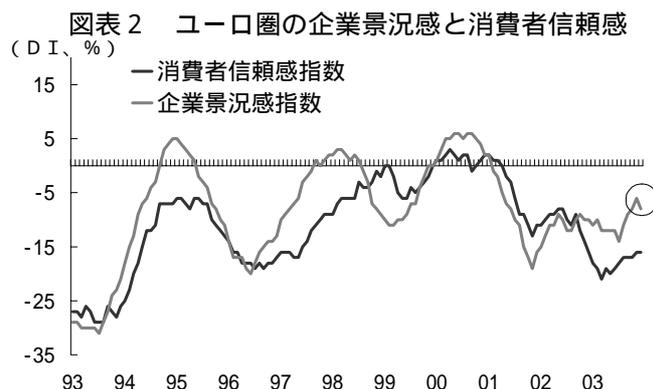
世界景気の拡大に支えられ、ユーロ圏経済の回復も続いている。ユーロ圏の鉱工業生産は11月に前月比0.1%と10月(同1.3%)から伸びこそ低下したものの、昨年半ば以降の改善基調は続いている(図表1)。ドイツでは16日に2003年の成長率がマイナス0.1%(速報値)と10年ぶりに通年でマイナス成長となったことが明らかになったが、生産は11月まで2カ月連続、受注も3カ月連続で増加しており、10~12月期(2月12日に速報値の公表が予定)は7~9月期の0.2%を上回る成長となった模様だ。



しかしながら、11月の独仏の消費統計が再度減少に転じる(ドイツ:実質前月比1.8%減、フランス:前月比2.8%減)など最大の需要項目である個人消費の回復の足取りは不確かで、輸出が回復の牽引役という状況が続いている。

(企業景況感の改善ペースは鈍化)

こうした中、欧州委員会・企業景況感指数(図表2)のほか、製造業PMIがフランスでは3カ月ぶり、イタリアでは4カ月ぶりに低下(フランス11月:52.7→12月:51.9、イタリア11月:52.3→12月:51.9)、ドイツではZEW指数が低下(1月:73.4→12月:72.9)するなど、企業景況感にユーロ高の影響と思われる鈍化の兆候が顕れ始めた。



現時点では、世界経済の力強い回復がユーロ高の悪影響を相殺していることや、ユーロ高が天候不良による食品価格の上昇、原油高、間接税引き上げなどのインフレ圧力を緩和していることなどから、緩やかな景気回復の基調を損なうものではないとの見方が優勢だ。足許の景気が、もっぱら輸出に依存している事実を踏まえれば、当面、最大の下振れリスク要因として、ユーロ相場の行方を注視すべきであろう。

ユーロ相場はECB理事やユーロ圏政府高官の発言を巡り荒い値動き

(ユーロ相場は要人発言のトーンで値動き)

昨年から続くユーロ高の背景には、米国の経常赤字への懸念に加え、米当局がドル安を容認する姿勢を示す一方で、ECBが、ユーロ相場は長期的にみた平均的水準にあり、交易条件、インフレ低下による内需への好影響も期待されるとして、ユーロ高を容認してきたことがある。

しかし、年明け後は、急激なユーロ高に対して、8日のECBの定例理事会後の記者会見でトリシェ総裁が「行過ぎた相場の乱高下や動揺は望ましくない」と発言したのを皮切りに、ECB理事やユーロ圏の政府高官からユーロ高牽制発言が相次ぎ、ユーロ相場は12日に1ユーロ=1.2898ドルの史上最高値を更新後、下落に転じ、先週末まで1ユーロ=1.23ドル台での推移が続いた。しかし、19日のユーロ圏の財務相、ECBの「共同声明」で、利下げや介入などユーロ高阻止の具体的措置が示されなかったことを受けて、1ユーロ=1.2569ドルまで急反発、政策当局の意に反して、荒い値動きとなっている(図表3)。



(ユーロ圏高官は値動きの激しさとユーロの調整幅の相対的な大きさを問題視)

ユーロ高牽制発言(次頁-図表4)は、ユーロ圏のコア国から多く聞かれるなど、域外貿易への依存度やコスト競争力の差異から域内諸国間でも危機意識には温度差がある。その中で、全体に共通しているのは、問題は水準ではなく、変動の激しさ(ECB・トリシェ総裁、イッシング理事)で、その原因が米国の経常赤字是正のための調整負担の多くをユーロが負うかたちになっていること(ドイツ・コッホウェザー財務次官)にあるため、協調的な取り組みが必要(フランス・ラファラン首相、メール財務相、ドイツ・クレメント経済労働相)と考えられていることである。

ユーロ高の基調は変わらず、ユーロ圏の回復テンポは抑制される見込み

(ユーロ高の基調は持続)

このため、2月6~7日のG7では、欧州は米国に経常収支赤字の削減を求め、事実上の対ドル為替相場の固定を継続する中国などアジア諸国の為替政策の是正が提起されるものと思われる。こうした動きを睨んで、当面、ユーロ相場は、輸出企業の採算ラインとして言及される1ユーロ=1.3ドルを上値とした一進一退の推移が続くものと予想されるが、米国の巨額の経常赤字という根本の問題が解消しない中では、基調としてはユーロ高が続くであろう。

(ユーロ圏の輸出、生産、雇用の回復テンポは緩やかに留まる見込み)

ユーロ高は、輸出・生産の回復テンポを抑制し、金融緩和効果を減殺することから、企業の設

備投資に対する慎重な姿勢は今しばらく継続することになりそうだ。家計部門については、ユーロ高のインフレ抑制効果が実質可処分所得の増加につながるということが期待されるが、生産の回復が緩やかな状況では、雇用改善ペースも鈍く、個人消費の回復テンポは抑制されるであろう。このため、域外に比べてユーロ圏の回復テンポが緩やかな状況は、今しばらく続くことになりそうだ。

図表4 欧州の政策当局・政府高官・産業界のユーロ相場に関する最近の発言(1月)

| 発言者 | 要旨 | 日 |
|---------------------------------|--|-----|
| 独・コッホウエザー財務次官 | (急激なドル安は)、一部の大国による自国通貨の上昇を抑制しようとする 取り組みにより、ユーロに最も大きな調整負担がかかっている点で問題である | 20日 |
| ECB・イッシング理事 | 為替相場に関して、われわれは無関心ではなく、過度の乱高下を懸念している 最近の為替動向が輸出の伸びを抑制する可能性はあるが、世界経済の力強い 拡大により増加傾向は続く ユーロ高はインフレ圧力を緩和する | 20日 |
| ドイツIfO経済研究所・ハンス・ ウェルナー・ジン所長 | ECBはユーロ相場が1ユーロ=1.2ドルを下回るよう試みるべきだ 利下げ(がユーロ高阻止の効果及ぼすタイミング)は遅すぎるだろうし、 景気回復の初期段階では適切ではない | 20日 |
| ECB・財務相会合(ECOFIN)・ 欧州委員会共同声明 | ユーロは中長期的に経済ファンダメンタルズに見合った水準を維持すべき 我々は為替相場の過度の変動を懸念している 我々は引き続き状況を注視し、経済成長をサポートするような政策運営を行う | 19日 |
| 欧州産業連盟(UNICE) フィリップドゥバック事務局長 | ユーロの1.20~1.25ドルを上回る上昇は直ちに問題を招く 最大の問題は、(ユーロの)水準ではなく、上昇速度 G8は、ドル相場を安定、または上昇させる一連の措置をとる必要がある | 17日 |
| ECB・イッシング理事 | われわれは為替の動きに無関心ではなく、乱高下を懸念している | 16日 |
| ベルギー中央銀行 | 輸出への影響は世界需要回復で大部分が補われている ユーロの一段の上昇は、景気回復の足取り強化に対するリスクとみなされる | 16日 |
| ルクセンブルグ中銀・メルシ総理事 | (為替相場に)適切な反応をもたらす対策は単独の措置ではない | 16日 |
| ベルギー中銀・クワデン総裁 | ユーロのもう一段の上昇は景気のさらなる回復にとってリスク | 16日 |
| 伊・バルダサリ経済財政次官 | (ユーロ高は)景気回復を鈍化させている (ユーロ売り介入は)、国際的に合意された場合に成功する可能性がある | 16日 |
| ECB・パパデモス副総裁 | われわれは過度の変動や荒い値動きを好まない | 15日 |
| 独・クレメント経済労働相 | (G7で)ユーロに監視意見交換し、結論を導き出す必要がある 欧州単独で均衡達成の矢面に立つことはできない | 15日 |
| ベルギー・レインデルス財務相 | 1ユーロ=1.3ドルに達した場合には、解決策を検討する必要性が生じる | 15日 |
| オーストリア・シュッセル首相 | 1ユーロ=1.3ドルに近づいていることに不満を感じている | 15日 |
| 欧州委員会・プロディ委員長 | ユーロに関する仏・ラファラン首相の声明に賛成だ | 14日 |
| 仏・ラファラン首相 | 主要国財務相は為替相場が経済実体を反映するよう、協力して対応を考えるべきだ | 14日 |
| フランス中銀・ノワイエ総裁 | 介入は常に利用可能な手段だ (為替相場の)非常に急激な変動は世界の成長にとって良いことではない | 14日 |
| ドイツ連銀・ウェルテケ総裁 | ユーロ高がユーロ圏経済に及ぼす影響を過大評価すべきではない ECBはユーロの動向とその輸出への影響を注視すべき | 14日 |
| 仏・メール財務相 | 欧州の輸入業者や消費者にはユーロ高が好都合だとしても、ユーロ高が続けば 輸出業者に悪影響がある G7では、現在の状況が続けば様々な経済圏が深刻な不均衡という脅威に直面 することをめぐり、いかに正しいシグナルを送ることができるかを話し合うだろう | 13日 |
| ECB・トリシェ総裁 | (ユーロ相場の動向を)懸念しているし、無関心ではない | 12日 |
| ECB・トリシェ総裁 | 行き過ぎた相場の乱高下や動揺は好ましくない | 8日 |

(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。