

# 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

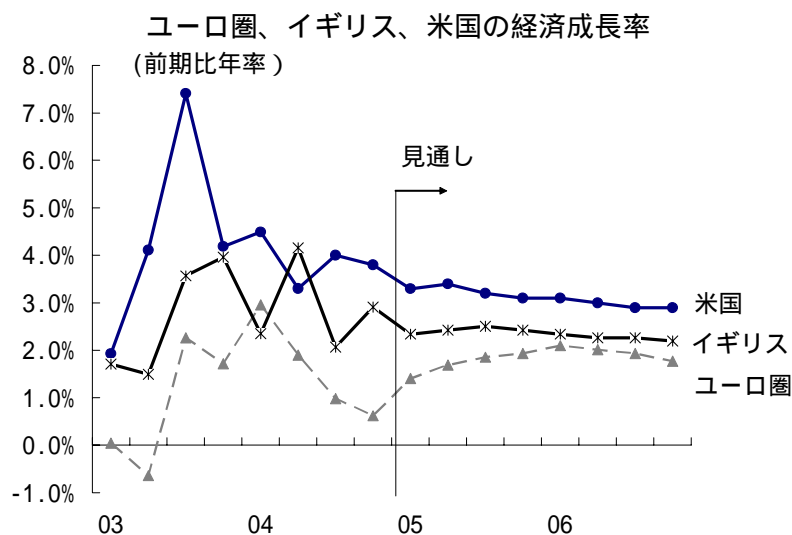
## 2005・2006 年欧州経済見通し～緩慢な成長が続く～

### < ユーロ圏は 2005 年 1.4%、2006 年 2.0% >

- ・ ユーロ圏経済は、10～12 月期の成長鈍化後の回復力は弱く、主要国間の景気格差も残存している。物価は目標レンジの近傍で推移している。2005 年中は、全体ではユーロ高、原油高、世界経済の緩慢な成長という環境の下、輸出、生産、設備投資、雇用の伸びは抑えられ、成長率は 1.4%と昨年を下回るものとなる。
- ・ 2006 年入り後は、構造改革の効果も徐々に浸透し、ドイツも含めて消費が回復することで、2%台の成長に回帰、政策金利の引き上げも実施されることとなる。

### < イギリスは 2005 年 2.6%、2006 年 2.3% >

- ・ イギリスでは、10～12 月期の成長率が前期比 0.7%に加速、トレンドを上回る成長が続いている。物価はやや上向いているが、依然、インフレ目標の中央値は下回っている。
- ・ BOE は、累次の利上げが住宅価格の調整と消費に及ぼす影響、タイトな雇用情勢からくるインフレ圧力などを見守るなかで、政策金利は据え置くと見られる。



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/>

## < 2005・2006年欧州経済見通し >

### 概要

#### ユーロ圏

- ユーロ圏経済は、10～12月期の成長鈍化後の回復力は弱く、主要国間の景気格差も残存している。物価は目標レンジの近傍で推移している。2005年中は、全体ではユーロ高、原油高、世界経済の緩慢な成長という環境の下、輸出、生産、設備投資、雇用の伸びは抑えられ、通年の成長率は1.4%と昨年を下回るものとなる。
- 2006年入り後は、構造改革の効果も徐々に浸透し、ドイツも含めて消費が回復することで、2%台の成長に回帰、政策金利の引き上げも実施されることとなる。

図表 ユーロ圏: 経済見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2004年		2005年				2006年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.0	1.4	2.0	1.9	1.6	1.2	1.2	1.4	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
内需	寄与度%	1.9	1.7	1.8	2.5	1.9	1.8	1.9	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
	民間最終消費支出	前年比%	1.3	1.3	1.8	0.9	1.3	0.9	1.3	1.6	1.6	1.8	1.9	1.9
	固定資本形成	"	1.8	1.9	2.0	2.1	1.6	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0	2.0
外需	寄与度%	0.1	0.3	0.2	0.6	0.3	0.6	0.8	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	1.9	1.8	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
失業率	平均、%	8.8	8.8	8.6	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.7	8.6	8.6	8.6	8.6
ECB市場介入金利	期末値、%	2.00	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.33	1.35	1.22	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34	1.34	1.34	1.35	1.35

#### イギリス

- イギリスでは10～12月期の成長率が前期比0.7%に加速、トレンドを上回る成長が続いている。物価もやや上向いているが、依然、インフレ目標の中央値は下回っている。
- BOEは、累次の利上げが住宅価格の調整と消費に及ぼす影響、タイトな雇用情勢からくるインフレ圧力などを見守るなかで、政策金利は据え置くと見られる。

図表 イギリス: 経済見通し

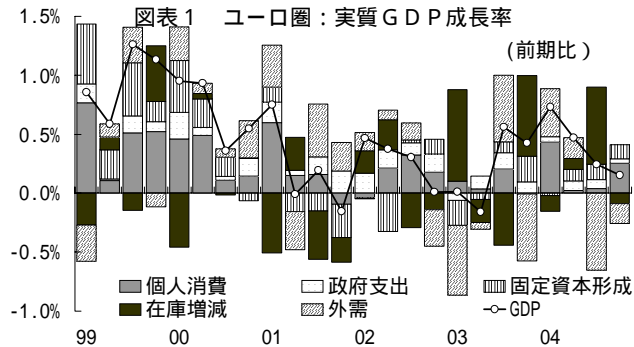
	単位	2004年	2005年	2006年	2004年		2005年				2006年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	3.1	2.6	2.3	3.1	2.9	2.9	2.4	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3
内需	寄与度%	3.8	3.1	2.7	3.8	3.5	3.3	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6
	民間最終消費支出	前年比%	3.1	2.5	2.6	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.7	2.6	2.5
	固定資本形成	"	5.9	4.1	3.3	6.4	6.0	5.0	4.0	3.9	3.4	3.4	3.3	3.2
外需	寄与度%	0.9	0.4	0.4	0.8	0.8	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
消費者物価(CPI)	"	1.4	1.7	1.9	1.2	1.4	1.6	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
失業率	平均、%	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	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、%	4.75	4.75	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

### ユーロ圏経済の現状～10～12月期の成長鈍化後も回復力は弱い～

( 10～12月期の成長鈍化の主因は在庫の取り崩し )

10～12月期のユーロ圏では、フランス、スペインで成長が加速、ドイツ、イタリアはマイナス成長に転化するなど、主要国間での景気格差が拡大、全体では7～9月期：前期比 0.3% 10～12月期：同 0.2%へ成長率が鈍化した。



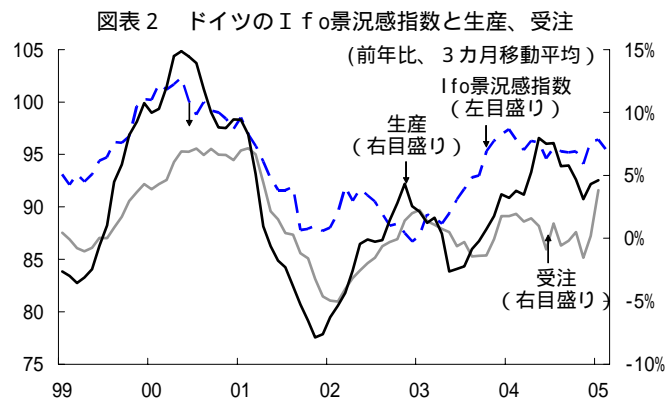
ユーロ圏全体では、成長鈍化の主因

は、原油・一次産品価格がピークアウトしたことで前期に積み増された在庫が取り崩されたことにある（図表1）。個人消費は、10～12月期もフランスやスペインの好調を映じて加速、固定資本形成も前期並みの伸びを維持した。その一方、外需は、輸入の大幅な鈍化で経済成長に対する寄与度のマイナス幅は縮まっており、水準こそ低いものの、バランスのとれた成長であった。

( 経済指標は特殊要因もあり一進一退、サーベイ調査の改善が足踏み )

10～12月期のユーロ圏の成長率は前期を下回ったものの、12月単月では、鉱工業生産は前2カ月のマイナスから前月比 0.5%へ急伸、受注は航空機受注などの特殊要因もあり、同 8.8%もの伸びとなった。1月の生産は前月の反動もあり同 0.5%と拡大基調は維持したが、伸びは低下した。

ドイツでは1月の受注が前期比マイナス 3.4%の減少となる一方、生産は同 3.1%増、輸出は同 6.1%増となっている。受注の落ち込みは12月の同 7.6%増の反動、逆に輸出の高い伸びは12月の同マイナス 4.2%の減少の反動が表れたものである。トレンドを捉えるために、受注統計を移動平均で見ると、輸出の先行指標である



国外受注や設備投資の先行指標となる国内資本財受注が改善しており、輸出部門はおおむね堅調に推移、前期に急減速した設備投資も落ち込みを回避しているサインと捉えることができよう。

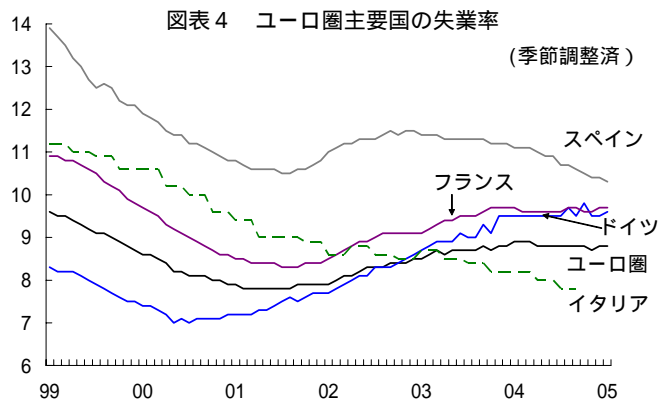
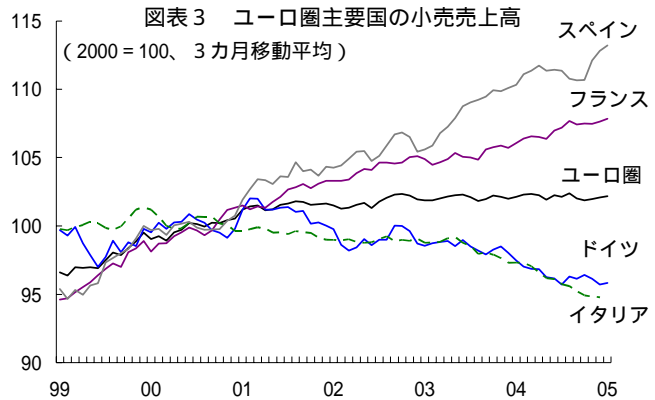
フランスでは、7月から10月まで鉱工業生産は低迷が続いたが、11月は前月比 0.4%、12月は同 0.6%と順調に拡大、1月も同 0.2%と伸び率は鈍化したものの、拡大基調は続いている。

2月以降は、ユーロ高、原油高、世界経済の緩慢な成長という環境下、一旦改善、ないし落ち着きつつあった企業景況感が生産・受注見通しの悪化により低下している（ドイツIfo企業景況感指数：1月 96.4 2月 95.5、フランスINSEE企業景況感指数：1月 105 2月 104）。

先行性が高いユーロ圏全体の製造業PMIも、11月に拡大と縮小の分かれ目となる50目前(50.4)まで低下した後、1月まで3カ月連続で改善したが、2月は前月から横這いとなった。これらのサーベイ調査の結果からは、1～3月期も輸出、生産は拡大基調にあるものの、力強さを欠いている様子が窺われる。

( 消費の伸びの格差は残存 )

消費は、10～12月期の域内成長格差の主因となった。ユーロ圏全体の小売売上高の月次の推移を見ると(図表3)、前月比では、11月～12月と横這った後、1月には0.3%改善した。中でも、ドイツは前2カ月のマイナスの後、1月にはバーゲンの効果もあり、同2.1%の大幅増となっている点が目を引く。しかし、前年同月比で見ると、ユーロ圏全体では11月～12月の0.5%、0.3%増に対して、1月はマイナス0.6%、ドイツでは11月～12月に比べて幅が縮まったとは言え、なお0.4%前年を下回っている。ドイツでは、制度変更の影響もあり、今年に入ってから統計上の失業者が大幅に増加している。労使交渉においては、雇用維持優先の観点から、多くの企業で賃金据え置き、労働時間延長で合意に至る方向にあり、所得の伸びは抑えられている。年初に65億ユーロ規模の所得税減税が実施されたが、イタリアとともにユーロ圏全体の消費の伸びを抑える構図は変わっていないようだ。



他方、スペインとともに10～12月に消費が加速したフランスでは、1月の工業製品家計消費が、住宅設備の高い伸びに牽引されるかたちで前月比1.5%と拡大が続いた。1月も失業者数が増大するなど、雇用改善を示す材料は少なく、住宅ブームを背景とする耐久消費財需要の高まりと消費喚起策がその下支えになっていると思われる(注)。

(注)エコノミスト・レター2005.2.25号「欧州経済動向～10～12月期の実績と当面の見通し～」参照

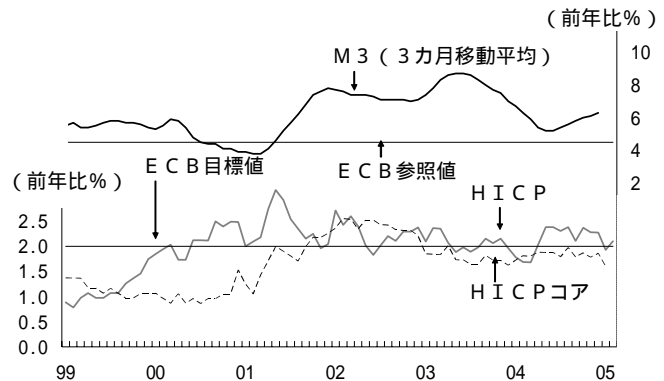
( 物価は特殊要因の剥落により目標圏内まで低下、ECBは政策金利を据え置き )

ユーロ圏の物価は、昨年5月以降、エネルギー価格の上振れにより2%上回る水準が続いたが、前年の間接税、医療費、公共料金引き上げの影響の剥落、エネルギー価格の騰勢の緩和により、

12月の前年比2.4%から1月には同1.9%まで低下、2月も2.1%と落ち着きつつある(図表5)

欧州中央銀行(ECB)は3月3日の理事会で政策金利の据え置きを決めた。理事会後の記者会見では、10~12月期の成長鈍化は「一時的な現象」であり、「基調には幾つかのポジティブな兆候が見られる」という楽観的な見方を示した。他方、物価については「域内にはインフレ圧力が積み上がっている証拠はない」としながらも、中期的には「原油・一次産品価格の上昇が及ぼす二次的影響」に加え、「過剰流動性が物価安定を脅かすリスク」には「引き続き警戒が必要」とし、必要に応じて利上げを行なうとのスタンスが示唆された。

図表5 ユーロ圏：CPIとマネーサプライ



## 2005年のユーロ圏経済は緩慢な成長、2006年に2%台の成長に回帰

2005年のユーロ圏経済は、全体ではユーロ高、原油高、世界経済の緩慢な成長の下、輸出・生産の伸びが抑制されるため、緩慢な成長に留まると見られる。企業部門ではリスラの成果もあり収益が改善、ファイナンス環境も良好であるが、内外に先行き不透明な材料が散見される中で、設備投資と雇用拡大に対する慎重な姿勢を継続、通年の成長率は1.4%と昨年(1.8%)を下回るものとなる。

主要国のうち趨勢的な雇用・所得環境の改善、実質低金利の恩恵を被っているスペインや、一部の消費刺激策の効果が持続するフランスが相対的に好調に推移、他方、雇用・所得面からドイツの消費の伸びは抑えられよう。また、内需に加え、価格競争の激化により輸出の低迷が続くイタリア経済も伸び悩むと見られ、域内における景気格差は残存する見込みである。

物価は、原油高の再燃が懸念材料ではあるが、前年比でのユーロ高効果が当面持続することから、直接的な影響は昨年後半に比べれば軽微に留まるであろう。また、製品価格への転嫁や賃上げなど原油価格上昇の二次的影響も、ユーロ圏全体では消費が低迷、雇用情勢の改善も鈍い中では限られたものとなる見込みである。

ECBは、景気拡大のテンポが相対的に速く、住宅市場の過熱が見られる国々への牽制を続けるであろう。利上げは内需が弱いドイツやイタリアの景気下振れリスクの後退が前提となるため、ドイツにおいても労働市場などの構造改革の効果が徐々に浸透、雇用の先行き不透明感も徐々に薄らぐことで消費が回復に転じ、ユーロ圏全体の成長率が2%に近づく2006年入り後となる。

## 2. イギリス

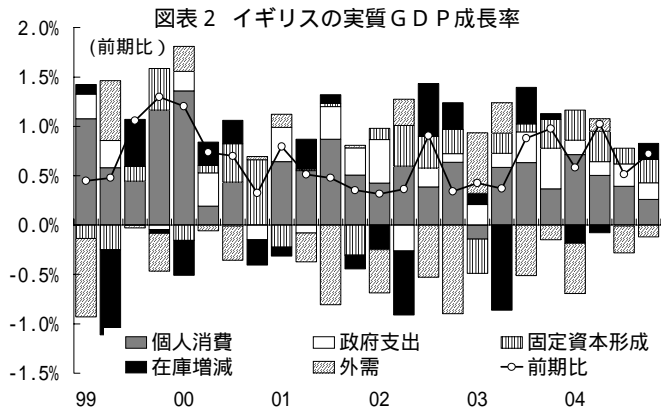
### イギリス経済の現状～個人消費の伸びが鈍化～

(10~12月期の成長加速は投資と在庫増が寄与)

10~12月期の成長率は7~9月の前期比0.5%を上回る0.7%に加速、トレンドを上回る成長

が続いている。前期と比較すると固定資本形成と在庫、輸出の寄与が高まる一方、イギリス経済を牽引してきた個人消費の寄与度は、前期比 0.4% から同 0.3% へとわずかながら低下した。

物価は 9 月の前年比 1.1% を底に上向いているが、1 月時点でも同 1.6% と政策目標圏の中央値 (2%) を下回る状況が続いている



( BOE は住宅市場の調整と個人消費の動向を注視 )

中央銀行のイングランド銀行 (以下、BOE) は、昨年 8 月までの累計 125bp の利上げが住宅市場と消費に及ぼす影響を注視している。

住宅市場では 8 月から減少が続いた住宅ローン、消費者信用残高がともに 12 月～1 月に連続で増加、住宅価格指数もネーションワイド指数が 12 月の下落後、1 月～2 月は連続で上昇、2 月に前月を下回ったハリファックス指数も水準は高い。累次の利上げ効果の浸透により、マイルドなペースでの調整が進んでいると思われる。

他方、個人消費については、小売売上高統計は、12 月にマイナス 1.3% と大きく落ち込んだ後、1 月は同 0.9% へと急回復、2 月も同 0.2% とプラスの伸びとなった。3 カ月移動平均 (前期比) では 11 月: 1.0% 12 月: 0.1% 1 月: マイナス 0.2% 2 月: マイナス 0.6% と低下しており、消費の過熱感も緩和している。

### 2005 年の成長率は 2.6% に鈍化、2006 年は 2.3%

2005 年の個人消費の伸びは、住宅資産効果の剥落により、前年を下回る見込みだが、良好な雇用・所得環境が下支えとなり、大幅な調整は回避されよう。サービス業を中心とする設備投資の拡大、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の寄与もあり、成長率は、2005 年は 2.6%、2006 年は 2.3% と予想される。

住宅市場の大幅な調整、消費の急失速という景気下振れリスクは回避される一方、物価については、競争激化や構造改革を背景とするマージン圧縮の動きが続くこと、成長鈍化により雇用のタイト感緩和することから、目標圏の中央値を大きく超えるリスクは低い。予測期間中、政策金利は現行水準に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)