

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

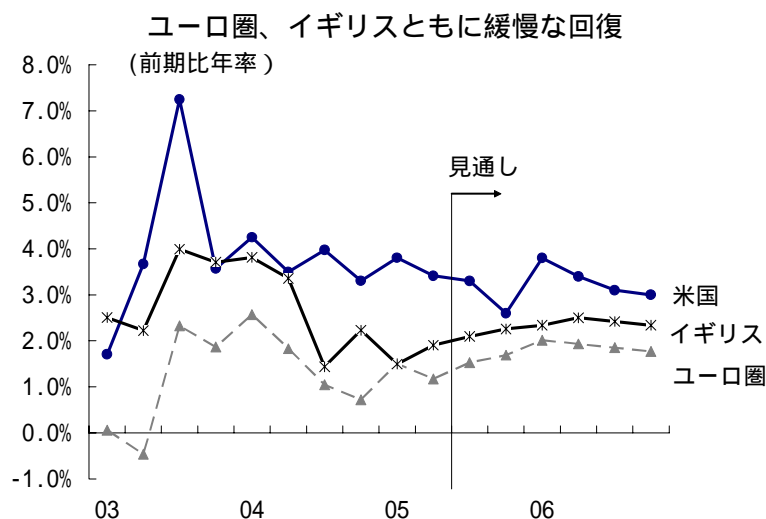
欧州経済見通し - 停滞する個人消費 -

< ユーロ圏：2005年1.3%、2006年1.8% >

- ・ 2005年のユーロ圏の成長率は1.3%に鈍化、2006年も外需の牽引力が力強さを欠き、過剰雇用・高コスト体質の是正が必要なコア国を中心に雇用・所得環境の改善ペースが抑えられるため、成長率は1.8%と緩やかな回復に留まる見込みである。
- ・ ECBは9月に原油高を織り込みインフレ見通しを上方修正したが、政策金利の正常化に着手するのは2006年入り後、景気下振れリスクの後退を確認した後となる。

< イギリス：2005年1.9%、2006年2.3% >

- ・ イギリスでは、利下げの効果などから個人消費は大きな落ち込みは避けられようが、高水準の家計債務残高、雇用・所得環境の変調、原油高の影響から伸び悩み、2005年の成長率は1.9%まで鈍化、2006年は2.3%まで回復する見込みである。
- ・ BOEは個人消費の底堅さを見極める必要とインフレ圧力への警戒感から、年内の追加利下げは見送るであろう。



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/>

< 欧州経済見通し - 停滞する個人消費 - >

概要

ユーロ圏

- ・2005年のユーロ圏の成長率は1.3%に鈍化、2006年も外需の牽引力が力強さを欠き、過剰雇用・高コスト体質の是正が必要なコア国を中心に雇用・所得環境の改善ペースが抑えられるため、成長率は1.8%と緩やかな回復に留まる見込みである。
- ・ECBは9月に原油高を織り込みインフレ見通しを上方修正したが、政策金利の正常化に着手するのは2006年入り後、景気下振れリスクの後退を確認した後となる。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.8	1.3	1.8	1.3	1.1	1.2	1.5	1.6	1.8	1.9	1.9	
内需	寄与度%	1.7	1.4	1.6	1.7	1.6	1.2	1.1	1.4	1.6	1.7	1.7	
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.1	1.6	1.3	1.1	1.3	0.8	1.1	1.7	1.8	1.8
	固定資本形成	"	1.3	0.9	1.9	0.8	1.0	0.9	1.0	1.7	1.9	2.0	2.0
外需	寄与度%	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	2.1	1.8	2.0	2.0	2.2	2.1	1.9	1.9	1.8	1.8	
失業率	平均、%	8.9	8.7	8.5	8.8	8.7	8.6	8.6	8.6	8.5	8.5	8.5	
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	1.26	1.26	1.31	1.26	1.23	1.24	1.25	1.26	1.26	1.27	

イギリス

- ・イギリスでは、利下げの効果などから個人消費は大きな落ち込みは避けられようが、高水準の家計債務残高、雇用・所得環境の変調、原油高の影響から伸び悩み、2005年の成長率は1.9%まで鈍化、2006年は2.3%まで回復する見込みである。
- ・BOEは個人消費の底堅さを見極める必要とインフレ圧力への警戒感から、年内の追加利下げは見送るであろう。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	3.2	1.9	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.2	2.3	2.4	2.4	
内需	寄与度%	3.8	2.2	2.8	2.7	1.5	2.2	2.0	2.4	3.2	2.7	2.7	
	民間最終消費支出	前年比%	3.6	1.7	2.5	2.5	1.5	1.4	1.5	2.0	2.5	2.7	2.7
	固定資本形成	"	4.9	2.9	3.3	3.1	3.1	2.2	3.2	3.7	3.0	3.2	3.2
外需	寄与度%	0.7	0.2	0.5	0.6	0.2	0.2	0.1	0.3	0.9	0.3	0.3	
消費者物価(CPI)	"	1.4	2.1	2.1	1.7	2.0	2.3	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	
失業率	平均、%	2.6	2.8	2.7	2.7	2.8	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	4.50	4.50	4.75	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	

1. ユーロ圏

ユーロ圏は内需不振で伸び悩み

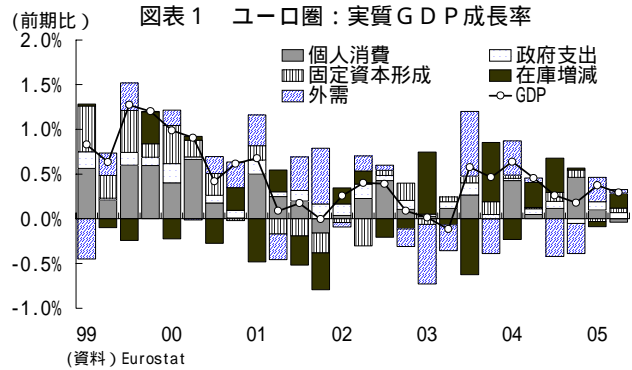
(4～6月期の成長は独仏の減速で0.3%に鈍化)

4～6月期のユーロ圏の成長率は1～3月期の前期比0.4%から同0.3%に鈍化した。

4～6月期の前期比成長率への寄与度を需要面から見ると、最大の需要項目である個人消費が前期の0.1%からマイナス0.04%に落ち込む一方、固定資本形成は1～3月期の前期比マイナス

0.03%から持ち直したが、同0.05%と依然として弱いものに留まった。外需の寄与も、特殊要因の剥落もあり、前期の同0.3%から同0.04%に縮小、内需が停滞し、誤差・脱漏を含む在庫の寄与が最も大きいという不冴えな内容であった(図表1)。

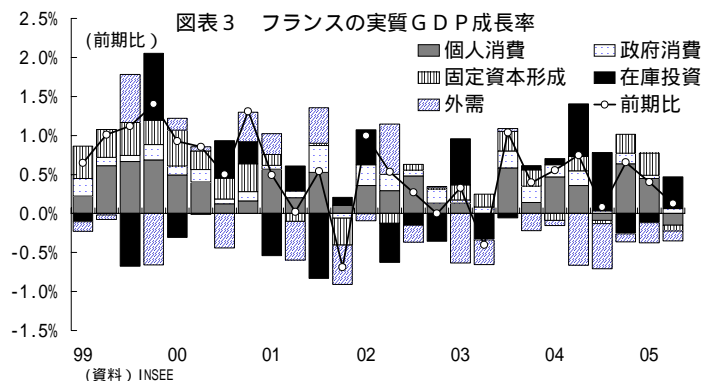
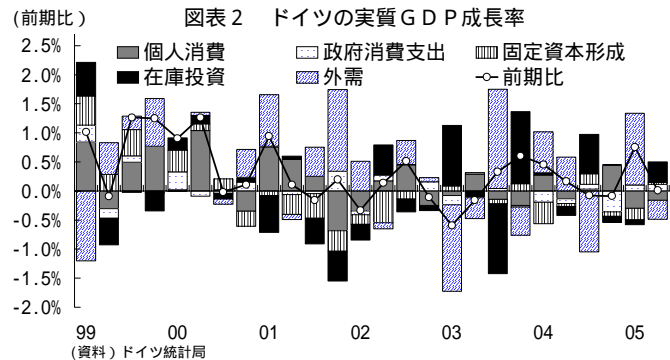
国別に見ると、スペインは内需主導の高成長が続き3期連続で前期比0.9%と高成長を続け、イタリア、オランダは前期のマイナス成長の反動もあり同0.7%、同1.2%に反発した。こうした中で4～6月期にユーロ圏全体の成長率が鈍化したのは、ドイツが1～3月期の前期比0.8%からゼロ成長、フランスが同0.4%から同0.1%へと、2大国の景気が揃って減速したことによるものである。



(個人消費不振が独仏低迷の主因)

4～6月期のドイツの成長鈍化は、個人消費が2期連続のマイナスと低迷が続いたこと(1～3月期対前期比寄与度マイナス0.3% 4～6月期同マイナス0.2%)と、前期の急回復をもっぱら牽引していた外需の寄与度が輸入の回復でマイナスに転じたこと(同1.2% 同マイナス0.3%)が原因である(図表2)。成長の押し上げ要因としては在庫が最も大きい。設備投資の拡大(前期比0.6%)が建設投資の落ち込み(同マイナス0.2%)を補うことで、2期連続で減少していた固定資本形成も、僅かながら成長に寄与した。

これに対し、フランスでは、10～12



月期、1～3月期の成長を牽引してきた個人消費と固定資本形成が、それぞれ前期比マイナス0.3%、同マイナス0.4%と落ち込んだことで成長率が鈍化、内外需の鈍化による在庫の増加がほぼ唯一の成長押し上げ要因となった（図表3）。消費の落ち込みは、厳しい雇用環境が続く中で、相対的に高い消費の伸びを支えてきた住宅ブームと消費喚起策^{（注）}の効果が剥落したこと、さらに1～2月のバーゲンの反動によるものと思われる。

（注） 販売価格引き下げ、クレジットによる耐久消費財購入の利払いへの税控除、相続税の特別減免措置、従業員財形貯蓄の取り崩し措置など。

（ 急反発したイタリアの高成長持続の可能性は低い ）

2期連続のマイナス成長から前期比0.7%まで回復したイタリアでは、個人消費が前期比0.1%から同0.6%に加速、3期連続でマイナスとなっていた固定資本形成が設備投資と建設投資の持ち直しでプラスに転化した。外需も輸入を上回る輸出の伸びにより成長への寄与がプラスに転化、全般に改善が見られた。

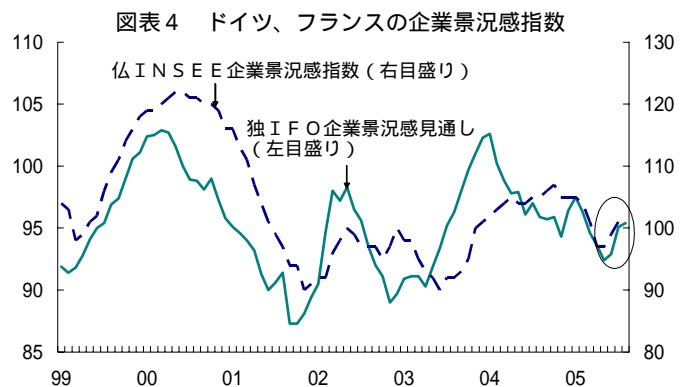
しかし、消費者信頼感は悪化が続いていることや、企業景況感も改善はしているとはいえ水準が低いことから、力強い回復が持続することは期待しづらい。

2006年に向けて緩やかな回復が持続

（ 企業景況感は下期に入って改善 ）

4～6月期の実績は振るわなかったとはいえ、ドイツでは生産・受注が6月に好転、ドイツのIFO指数やZEW指数、フランスのINSEEなど先行性のあるサーベイ調査も揃って上向いている（図表4）。製造業購買部協会（PMI）指数も、4～6月には拡大・縮小の分かれ目である50を割り込んでいたが、ユーロ圏全体では7月50.8、8月50.4と2カ月連続で50を上回り、特にフランスでは6月以降の改善傾向が明確になっている（5月48.8 6月50.7 7月51.9 8月52.5）。

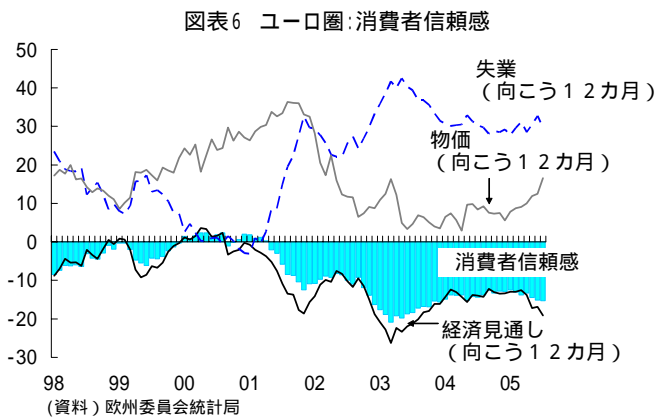
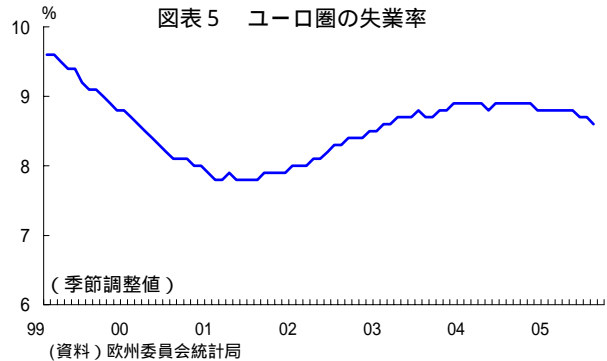
一連の先行指標の改善は、米国、日本など域外経済の上振れとユーロ安による輸出環境の好転、ドイツの総選挙（9月18日）で政権交代が実現し、雇用や消費・投資を喚起する政策が実施されるとの期待を反映したものである。今後、ハリケーン「カトリナ」の影響や、ドイツ総選挙の結果などを織り込んで修正される可能性があるが、独仏を中心に企業部門は緩やかながら回復基調を辿り、設備投資の拡大が期待される。



(雇用も好転しつつあるが、消費者マインドは慎重)

ユーロ圏では、域内経済に占めるウェイトが高いドイツで、リストラの成果と輸出の回復で企業部門が回復しても雇用を通じて家計に波及せず、景気拡大が長続きしない傾向が続いてきた。そのドイツでも、雇用対策の効果もあり、8月まで5カ月連続で失業者数が減少、失業率も3月の12%をピークに8月には11.6%まで低下した。フランスでも5月の10.2%をピークに6月～7月は2カ月連続で低下、ユーロ圏全体でも失業率は5月に8.8%から8.7%へ、7月にはさらに8.6%へ低下、雇用の改善による個人消費の回復が期待される状況にある(図表5)。

しかしながら、当面は、企業部門の回復が緩やかなペースに留まり、雇用に対する慎重姿勢は継続、雇用改善のテンポは緩やかなものに留まるであろう。消費者マインドも、雇用への不安は幾分後退したものの、経済の先行きや物価上昇への懸念もあり、依然慎重であることから、個人消費の回復は加速感を欠くものになると思われる。



(2005年～2006年ともに成長率は1%台、物価は2006年には2%を下回る見込み)

2005年下半期は設備投資と消費の回復は続くものの、緩やかなペースに留まるため、2005年の成長率は1.3%と前年の1.8%を下回る見込みである。2006年以降も回復基調は維持されるものの、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くため、雇用・所得環境の改善ペースは引き続き抑えられ、成長率は1.8%の水準に留まる見込みである。

物価は、2005年中は原油価格高騰の直接的影響で2%を僅かながら上回り推移する見込みである。2006年入り後は、原油高の直接的影響が剥落する一方、賃金や価格転嫁を通じた二次的影響が抑制されるため、緩やかなペースで政策目標のレベル(1.8%程度)に鈍化すると見られるが、現段階では未確定の公共料金や間接税の引き上げによって若干上振れる可能性がある。

ECBはインフレリスクを警戒しながらも、2005年中は政策金利を据え置き

(ECBはインフレ見通しを上方修正)

欧州中央銀行(以下、ECB)は2003年6月以来、政策金利を2%に据え置いている。9月1日に発表した経済見通しでは、6月時点から成長率見通しのレンジを2005年は1.1～1.7%から1.0%～1.6%、2006年は1.5～2.5%から1.3～2.3%に僅かに下方修正、インフレ見通しは、2005

年は1.8~2.2%から2.1~2.3%、2006年は0.9~2.1%から1.4%~2.4%に上方修正した。

インフレ見通しの上方修正は原油価格上昇の直接的影響、成長率見通しの下方修正は原油高の実質可処分所得の減少を通じた影響を反映したものである。

(2006年入り後に金利正常化に着手する見込み)

ECBのトリシェ総裁は、見通しの発表と同日に行なわれた理事会後の記者会見で、貸金交渉の内容は穏当で、雇用改善も緩やかであるため、原油高の賃金上昇を通じた二次的影響は抑えられているとの現状判断を示し、インフレ見通しの上方修正は、利上げバイアスにつながるものではないとした。その一方、低金利下でECBの政策の参照値である4.5%を上回るマネーサプライの伸び(図表6)と民間部門向け貸出の加速が続く中、一部の国に見られる住宅市場の過熱と過剰流動性が、中長期的な物価の安定に及ぼすリスクを引き続き警戒していく姿勢も強調した。

2006年に向けた景気の緩やかな回復の実現には、原油価格の高止まりやユーロ相場の再燃、弱含みが続く消費者マインドなどの下振れリスクがある。ECBは、2005年内は政策金利を据え置くことでコア国の景気回復をサポートし、2006年入り後、景気下振れリスクの後退を確認した後、異例の低水準に据え置かれてきた政策金利の正常化に着手し、過剰流動性へのリスクに対処するものと思われる。

2. イギリス

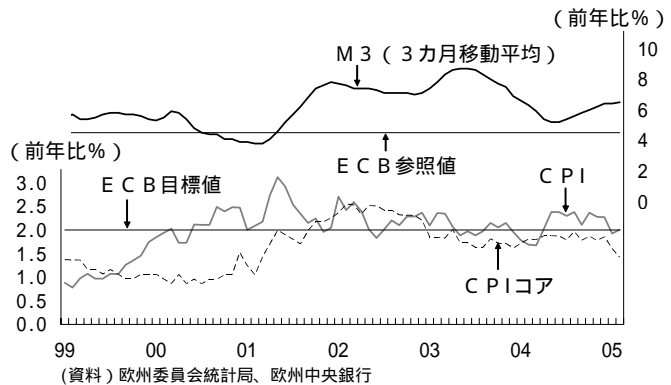
成長を牽引してきた個人消費は調整局面入り

(個人消費の減速で上半期はトレンドを下回る成長)

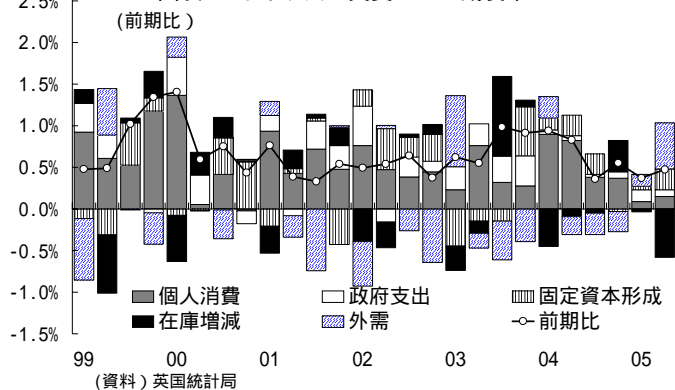
イギリスの4~6月期の成長率は前期比0.5%、前年比1.8%であった。前期比では1~3月期の0.4%から僅かに持ち直したが、前年比の成長率は2.1%から低下、6月末のGDP統計の改定もあり、昨年下半年以降、成長率がトレンド(前期比0.6~0.7%程度)を下回っている様子がより鮮明になった。

供給面では製造業が前期比マイナス0.3%と前期に続く落ち込みとなり、同0.6%と拡大基調を維持したサービス業も金融・ビジネスサービスを除いて2003年

図表7 ユーロ圏：CPIとマネーサプライ



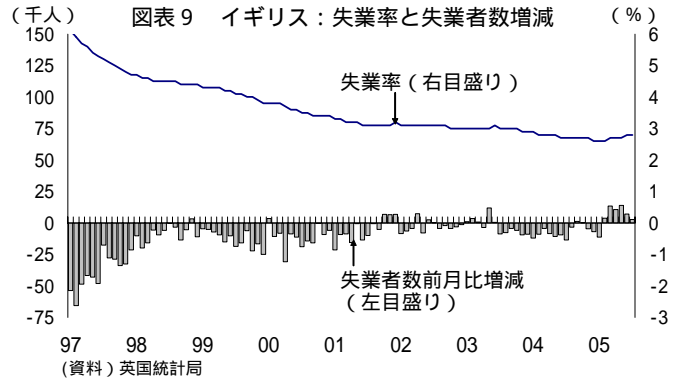
図表8 イギリスの実質GDP成長率



後半～2004 年前半に比べて勢いが鈍っている。

需要面では、輸出回復のペースが輸入を上回ったことで、外需の成長への寄与度は拡大した。

内需では、政府支出は引き続き成長を支え、昨年末～今年初に一時的に停滞した固定資本形成も製造業企業の設備投資の拡大で、前期比 1.5%と回復したが、個人消費は 1～3 月期の前期比 0.1%に続き、同 0.2%と低い伸びに留まった(図表 8)



個人消費の減速は、住宅資産効果の剥落に加え、製造業の雇用減少を補ってきた

サービス部門の雇用吸収力の低下で、失業者数が 7 月まで 6 カ月連続で増加、失業率も上向く(図表 9) など、雇用所得環境の変調も影響していると思われる。

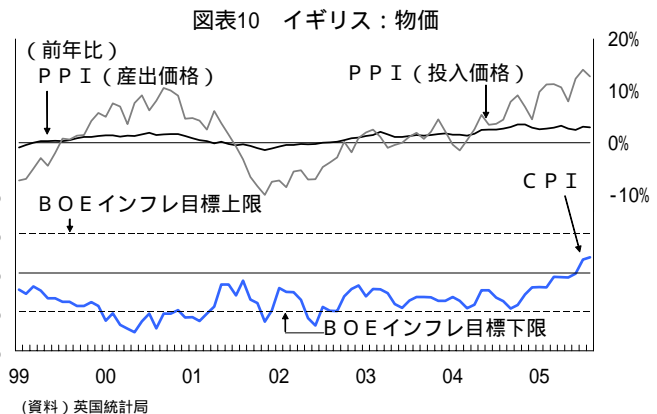
小売売上高統計は、6 月はセールの前倒しの影響もあり同 1.2%と伸びたが、7 月は同マイナス 0.6%、8 月は前月比横這いと低迷している(注 2)。自動車製造取引業者協会 (SMMT) による新車登録台数も 8 月も前年同月から 2.3%減少と 9 カ月連続のマイナスとなっており、7～9 月期も消費の伸び悩みは続いている。

(注 2) 統計局では 7 月の統計に対する「(5 日と 21 日の) ロンドンの同時爆破テロの影響を計測することは不可能」としている。

物価が上振れる中、BOE は 0.25bp の利下げを実施

(CPI はインフレ目標中央値を突破)

CPI は原油価格上昇を背景とする輸送費値上げの影響で上向いており、7 月に 2003 年 12 月のインフレ目標の RPIX (小売物価) からの変更後初めて中央値を突破、8 月は更に 2.4%へと上昇した(図表 10 - 下)



生産者物価では、投入価格が前年比 12.4%と前月の 14.0%からは低下したとは言え高水準にあり(図表 10 - 上) 産出価格 (前年比 3.0%) との乖離は大きく、製品価格への転嫁にはかなり慎重な姿勢を保っていることが窺われる。

(8 月は僅差で「予防的」利下げを決定)

英中央銀行のイングランド銀行(以下、BOE)は 8 月の金融政策委員会(以下、MPC)で、

2005年8月以来据え置かれてきた政策金利を0.25bp引き下げ4.5%とした。(図表11)

8月の利下げは、利下げ票が7月のMPCの4から5に増え、キング総裁を始めとする据え置き票の4を上回る僅差で決定されたものである。議事録によれば、両者の見解の相違は、景気とインフレの見通しについての以下のような相違に起因することがわかる。

利下げ派の主張は、4～6月期に生産、内需の鈍化が明らかになる一方、物価は短期的には原油高の影響で上昇するが、需要面からのインフレ圧力は弱いため次第に落ち着く見込みであり、住宅市場の調整と

雇用環境悪化による個人消費の下振れを回避するために「予防的」利下げ望ましいというものである。

これに対し、据え置き派は、生産、雇用は軟化しているが、稼働率は依然高水準にあり、財政政策と世界経済の強さによる下支えが期待されることや、一部の経済指標、住宅関連指標はすでに改善の兆候を示す中で、力強い景気回復が、原油高、仕入価格の上昇、ユニット・レーバー・コストの上昇などのインフレ圧力を増幅させることへの警戒が必要と主張した。

(早期の追加利上げ観測は後退)

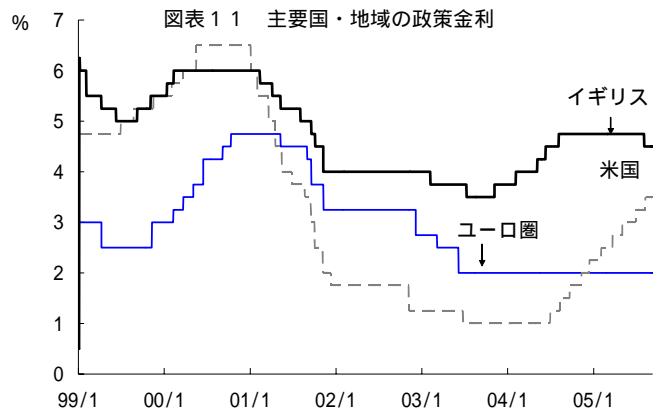
8月の利下げが僅差で決定され、且つ、「予防的」利下げという主旨が強調されたことは、今後、従来の利下げ局面と同様、小刻みに数回の利下げを実施されるとは限らないことを示唆するものだ。8月の利下げ前、経済指標の弱さと従来の利下げのパターンを根拠として、市場は今年内～来年にかけて追加利下げ期待を織り込んでいた。しかし、BOEは政策判断の叩き台である「インフレーション・レポート」の8月号(8月10日発表)の中で、市場が織り込んでいるように追加の利下げを実施した場合には、景気の回復と輸入物価の上昇で、2006年以降、物価が目標の上限を超える可能性が高まるとの見方を示して期待を打ち消した。9月に入って、8月のCPIの上振れが確認されたこともあり、追加利上げ観測は後退している。

トレンドを上回る成長への回帰は2006年入り後

(企業景況感は一進一退、投資・雇用への慎重姿勢は継続)

厳しい競争環境に加え、国内需要の低迷で原油高によるコスト上昇分の価格転嫁は難しい状況にあり、製造業、サービス業ともに企業の収益環境は厳しさを増している。

製造業生産は7月に前月比0.1%増と緩やかな回復を続け、8月の購買部協会指数(以下、PMI)は50.1と前月の49.5から回復し、拡大・縮小の分かれ目である50を上回った。その一方、8月の英産業連盟(CBI)製造業企業サーベイは受注減少、在庫増を示すなど一進一退の推移が続





いている。成長の牽引役となってきたサービス業の PMI 指数は、8月も 55.2 と 50 を上回っているが、7月の 56.3 に比べて低下、上半期と概ね同水準で成長加速の兆候は見られない。年後半も、企業の設備投資、雇用に対する慎重姿勢は継続する見込みである。

(個人消費は一層の悪化は回避するが伸び悩み)

個人消費は利下げへの転換と住宅市場の調整の一巡で失速は免れようが、家計債務残高の水準の高さ、雇用・所得環境の大幅な改善は期待できないこと、原油高の影響などから、回復テンポは抑えられ、トレンドを上回る成長への回帰は 2006 年入り後となろう。

このほか、政府の医療、教育等への支出拡大は景気を下支えるが、総じて内需のもたつきから、2005 年の成長率は 1.9% と昨年の 3.2% から大きく低下した後、2006 年に 2.3% まで回復すると思われる。

(物価は短期的に上振れ、 BOE は年内の追加利下げを見送り)

物価は、短期的には、原油価格上昇の直接的な影響から一段の上振れが見込まれるものの、トレンドを下回る成長が続くため、需要面からのインフレ圧力は弱く、2006 年入り後は落ち着き、通年では 2% を下回る見込みである。

BOE は、利下げ派と据え置き派で評価が分かれる個人消費の底堅さとインフレ圧力を見極める時間が必要であること、サーベイ調査ではインフレ期待上昇の兆しが見られること、原油価格高進に米英間の金利差縮小でポンド安が加速すれば輸入インフレ圧力を増幅するおそれがあることなどから、年内の追加利下げは見送るであろう。