

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

欧州経済見通しー消費はユーロ圏で回復、イギリスでは調整続くー

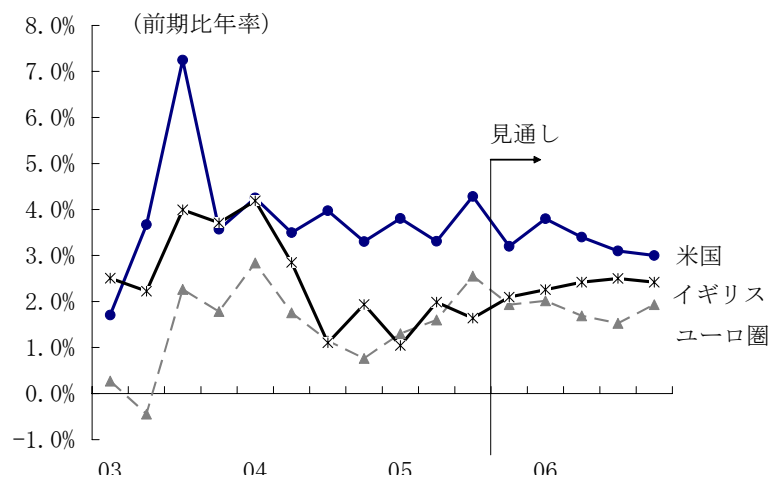
< ユーロ圏：2005年1.5%、2006年1.9% >

- ・ 2005年は年央から輸出主導で景気が再加速したが、昨年後半の減速が響き、通年の成長率は前年を下回る1.5%に留まる見込み。
- ・ 2006年は輸出と投資の拡大、個人消費の緩やかな回復で通年の成長率は1.9%に回復。2007年からのドイツの付加価値税引き上げは年後半の個人消費を押し上げる公算。
- ・ インフレ率は原油高の影響で2006年4～6月期まで2%超の推移が続き、ECBは1～3月期中に25bpの予防的追加利上げを行なう見込み。

< イギリス：2005年1.6%、2006年2.2% >

- ・ 2005年の成長率は、累次の利上げ効果浸透による個人消費の減速でトレンドを下回る1.6%に減速。住宅市場調整の影響は一巡したが、雇用・所得環境の先行き不透明感等から個人消費の回復は緩慢に留まろう。2006年通年の成長率は2.2%となる見込み。
- ・ 利下げが行なわれた8月に比べて、個人消費の失速懸念は後退したが、物価の上振れが警戒されるほどの内需の強さも見られず、政策金利は据え置かれる見込み。

ユーロ圏は緩やかに回復、イギリスはトレンドを下回る成長が持続



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/>

＜ 欧州経済見通しー消費はユーロ圏で回復、イギリスで調整続くー ＞

●概要

＜ ユーロ圏 ＞

- ・ 2005 年は年央から輸出主導で景気が再加速したが、昨年後半の減速が響き、通年の成長率は前年を下回る 1.5%に留まる見込み。
- ・ 2006 年は輸出と投資の拡大、個人消費の緩やかな回復で通年の成長率は 1.9%に回復。2007 年からのドイツの付加価値税引き上げは年後半の個人消費を押し上げる公算。
- ・ インフレ率は原油高の影響で 2006 年 4～6 月期まで 2%超の推移が続き、ECBは 1～3 月期中に 25bp の予防的追加利上げを行なう見込み。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.8	1.5	1.9	1.2	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	1.8	1.8	
内需	寄与度%	1.7	1.5	1.7	1.5	1.7	1.5	1.2	1.7	1.6	1.6	1.9	
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5	1.0	1.3	1.5	1.5	1.7
	固定資本形成	"	1.7	2.4	2.7	1.3	1.9	3.1	3.1	3.5	3.2	2.1	2.2
外需	寄与度%	0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	0.6	0.3	0.5	0.2	▲ 0.1	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0	2.3	2.4	2.3	2.2	2.0	2.0	
失業率	平均、%	8.9	8.5	8.1	8.8	8.6	8.4	8.3	8.2	8.1	8.0	8.0	
ECB市場介入金利	期末値、%	2.00	2.25	2.50	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.24	1.20	1.31	1.26	1.22	1.18	1.18	1.19	1.20	1.22	

＜ イギリス ＞

- ・ 2005 年の成長率は、累次の利上げ効果の浸透による個人消費の減速でトレンドを下回る 1.6%に減速。住宅市場の調整は一巡したが、雇用・所得環境の先行き不透明感から個人消費の回復は緩慢に留まろう。2006 年通年の成長率は 2.2%となる見込み。
- ・ 利下げが行なわれた 8 月に比べて、個人消費の失速懸念は後退したが、物価の上振れが警戒されるほどの内需の強さは見られず、政策金利は据え置かれる見込み。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	3.2	1.6	2.2	1.7	1.5	1.7	1.7	2.0	2.1	2.3	2.4	
内需	寄与度%	3.8	1.9	2.5	2.6	1.3	1.7	1.6	2.0	2.8	2.6	2.7	
	民間最終消費支出	前年比%	3.6	1.8	2.1	2.7	1.6	1.6	1.4	1.8	2.0	2.2	2.4
	固定資本形成	"	4.9	2.7	3.3	3.3	2.2	2.8	2.7	3.5	3.4	3.1	3.2
外需	寄与度%	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.9	0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3	
消費者物価(CPI)	"	1.4	2.1	2.1	1.7	2.0	2.4	2.3	2.2	2.1	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ポ金利	期末、%	4.75	4.50	4.50	4.75	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	

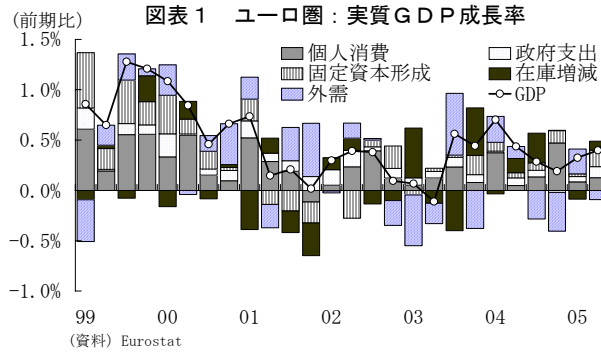
1. ユーロ圏

●ユーロ圏の成長率は輸出主導で再加速

(7～9月期の成長には固定資本形成と外需が寄与、個人消費も緩やかに回復)

7～9月期のユーロ圏の成長率は4～6月期の前期比0.4%から同0.6%に改善、2004年半ばから今年1～3月期にかけ停滞感を強めていた景気の再加速が確認された。

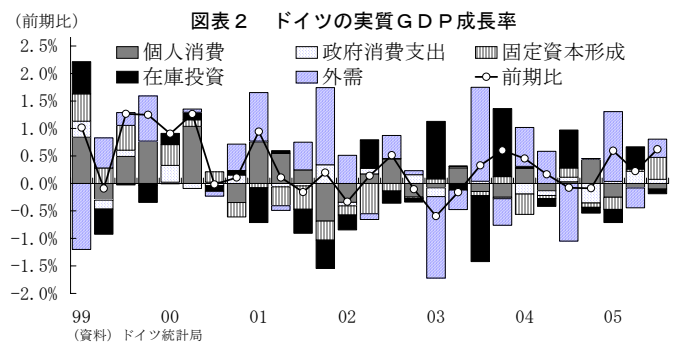
7～9月期の成長率に最も大きく寄与したのは、4～6月期の前期比0.8%から同1.6%に加速した固定資本形成である。4～6月期はマイナスとなった外需の寄与度も、輸出の伸びが輸入を上回ったことで、前期比0.3%のプラスに転じた。最大の需要項目である個人消費の伸びも、前期比0.3%と4～6月期の同0.2%を上回る伸びとなり、全体に景気回復が鮮明になった(図表1)。



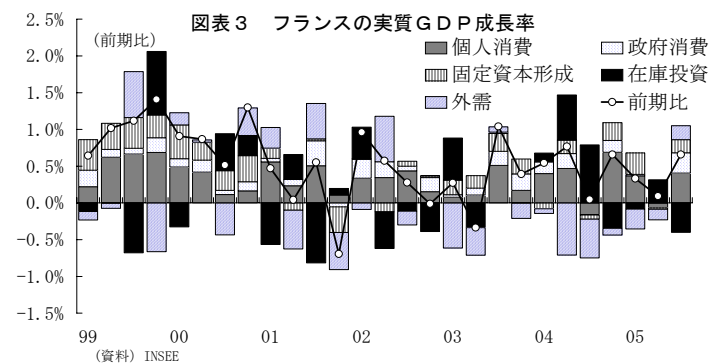
(国ごとの成長格差も縮小へ)

国別に見ると、スペインは前期比0.8%の高成長を維持したほか、ドイツが4～6月期の0.2%から同0.7%へ、フランスが同0.1%から同0.7%に大きく持ち直したほか、2004年10～12月期から2005年1～3月期はマイナス成長となったイタリアも2期連続のプラス成長となるなど、主要国経済が総じて回復、景気格差の縮小傾向が見られるようになっている。

しかし、景気回復のパターンには、なおばらつきが見られる。ドイツの場合、成長の加速は、設備投資の大幅な回復(4～6月期前期比伸び率0.6%→7～9月期同3.8%)と輸出の加速(同1.2%→同4.7%)で外需が改善したことによりもたらされている。前2四半期マイナスとなった個人消費は7～9月期も前期比0.2%のマイナスと低迷が続いている(図表2)。



逆にフランスでは、4～6月期に前期比マイナス0.1%と落ち込んだ個人消費がバーゲンの効果や住宅ブームなどから同0.7%に大きく回復し、最大の景気押し上げ要因となった。同様に4～6月期はマイナスとなっていた固定資本形成と外需の寄与も、エアバスの受注好調などに支えられ、7～9月期はプラ



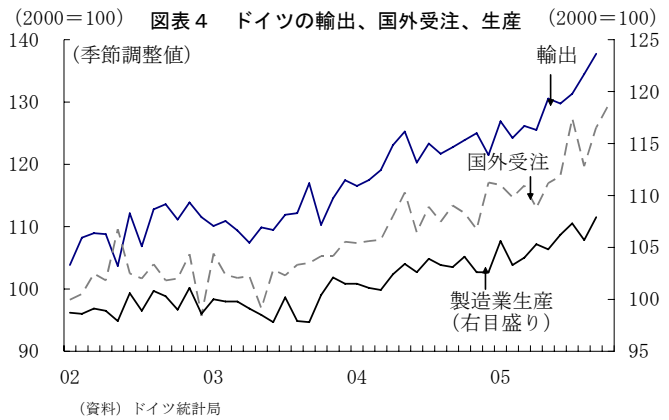
スに転化した（図表3）。

（ 10～12月期も景気拡大基調は持続 ）

10～12月期に入ってから輸出、生産や、先行指標となる受注、企業景況感調査は、ユーロ圏の景気回復の持続を示すものとなっている。

製造業の購買部協会指数（PMI）は、11月まで6カ月連続で改善、5カ月連続で拡大・縮小の分かれ目である50を上回っている。サービス業のPMIは50を超える水準で一進一退で推移してきたが、11月には55.2と2004年7月以来の水準に上昇した。製造業とサービス業を合わせた合成PMIも4カ月連続の改善で55.1となっており、景気拡大基調の持続を示唆している。

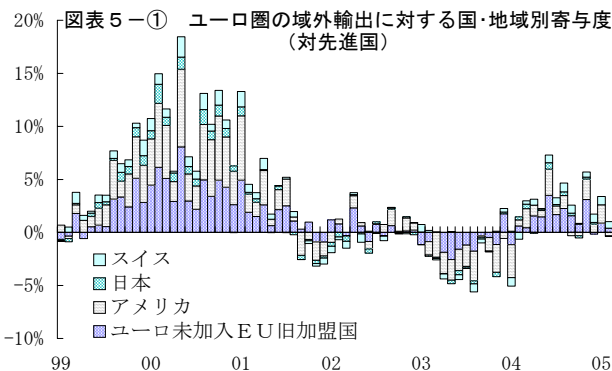
機関投資家やアナリストのアンケートにより作成されるため先行性が強いドイツのZEW指数は、11月には、新政権の増税やECBの利上げの動きを織り込みやや悪化したが、12月には61.6と2004年2月以来の高水準に達した。不振が続いたドイツでも輸出の好調が、国内需要に波及、回復が軌道に乗りつつある様子がうかがわれる（図表4）。



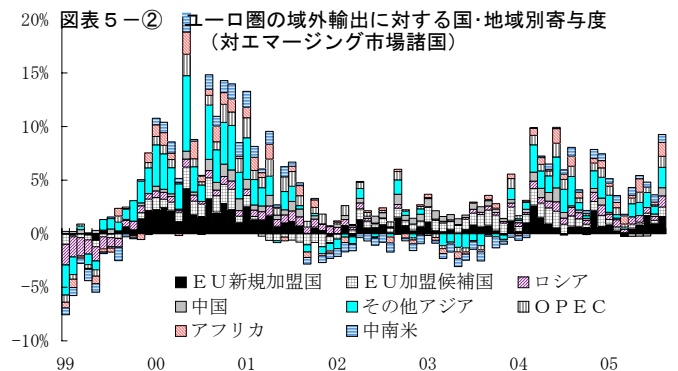
（ 輸出はユーロ安と世界景気の拡大に支えられ増加 ）

ユーロ圏の域外輸出は、相手国別には、イギリス（輸出シェア17.7%）、米国（同15.2%）、スイス（同5.8%）など先進国が上位を占めているが、輸出増加への寄与度は2003年以降、中東欧などEU新規加盟国やEU加盟候補国などの近隣諸国、さらには中国はじめアジアなどのエマージング市場諸国が域外先進国を凌ぐ状況が続いている（図表5-①、②）。これは、成長力の高い市場の確保と同時に、生産コスト削減を目的とする生産シフトが行なわれたことによる財の流れの変化を反映したものであり、今後もエマージング市場のウェイトの高まりは趨勢的に続くものと思われる。

さらに、最近では、原油価格の高騰で輸出収入が拡大したOPECやロシアなどへの輸出寄与



（注）ユーロ未加入EU旧加盟国＝イギリス、デンマーク、スウェーデン
（資料）欧州委員会統計局



（注）EU加盟候補国＝ブルガリア、ルーマニア、トルコ
（資料）欧州委員会統計局

度も拡大、原油価格上昇が景気に及ぼすマイナスの影響は部分的に相殺されている。

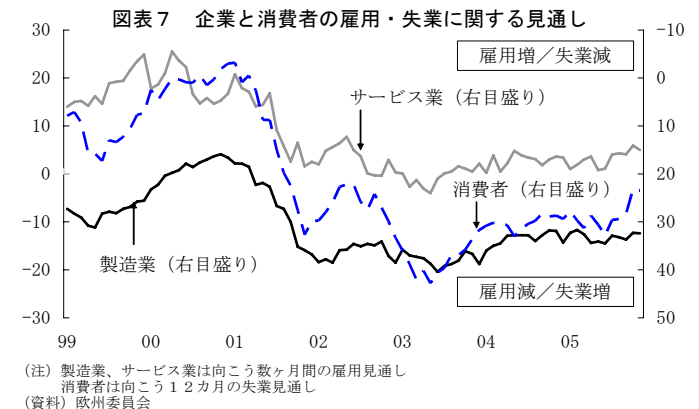
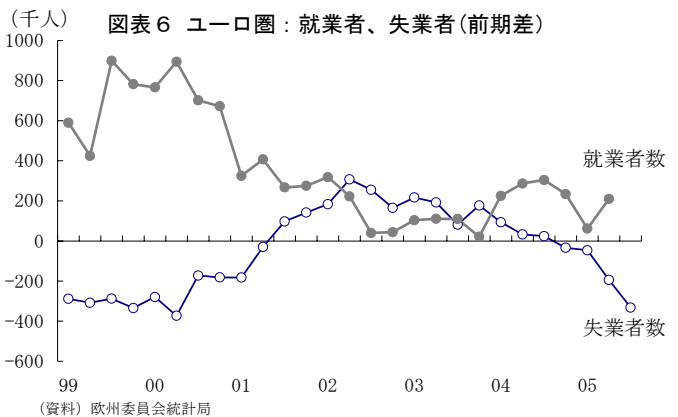
(雇用安定で個人消費も緩やかに回復)

個人消費も、輸出、投資に比べて緩慢ではあるが、回復が続いている。10月のユーロ圏の小売売上高は9月のマイナス0.9%の反動もあり、前月比0.5%と改善した。小売業PMIは、原油高の進行もあり8月の51.7から9月には49.7に低下したが、原油価格のピークアウトや販売促進のための値引きの影響などから2カ月連続で改善、11月は50.7と50を上回った。

個人消費の回復には、企業収益の改善とともに雇用情勢も安定化、雇用の先行き不安が後退したことも影響している。

ユーロ圏の失業率は、2003年11月から2004年9月まで8.9%と高止まっていたが、今年4月以降は低下局面に入り、10月には8.3%と2002年7月以来の水準となった。失業の増大に歯止めが掛かると同時に、就業者数の増加基調も定着している(図表6)。欧州委員会のサーベイからは、今年半から失業増大への懸念が後退したことで、消費者マインドが持ち直している様子も示されている。

雇用の悪化が個人消費を抑制する局面を脱したとはいえ、企業の雇用意欲の改善は、特に製造業で緩やかなペースに留まっている(図表7)。今後、雇用情勢が家計の期待ほどは改善せず、個人消費回復のモメンタムが損なわれる可能性がある点に留意が必要であろう。



(ECBは12月の政策理事会で5年ぶりの利上げを決定)

欧州中央銀行(ECB)は12月の政策理事会で、2年6カ月にわたり2%に据え置いてきた政策金利の25bpの引き上げを決めた。当研究所の9月予測では2006年入り後と見ていたECBの超金融緩和政策の修正の第一歩は、予想よりも早いタイミングとなった。これは、良好な外部環境とユーロ安を追い風とする輸出、生産の回復で、7~9月期には域内全域でプラス成長が定着、物価を巡るリスクも上振れで一致するなど、金融政策正常化への環境が整ったことによる。

利上げを決めた12月1日の政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁は、今後の政策運営について、「事前に連続的な利上げを決めることはない」と従来から用いてきた表現で米国FRB流の連続利上げは否定すると同時に、今回の利上げを「金融緩和の修正」と位置づけ、「物価の安定に対するリスクを注視する」とした。明示的な表現は回避されたが、バイアスは引き続き利上げ方

向にあると受け止められよう。

●2006年の成長率は1.9%に回復、ECBの2006年中の追加利上げは25bp

(2006年前半にかけて輸出、投資に牽引された景気回復が持続)

2005年10～12月期、1～3月期の成長率は、年率換算では7～9月期の2.6%は下回るものの、2%という潜在成長率並みの成長が期待される。2005年通年の成長率は、昨年後半の失速が響き1.5%という低水準になるが、2006年は1.9%に回復する見込みである。

2006年半ば以降は、米国を始めとする世界景気の拡大テンポの緩やかな鈍化が見込まれることもあり、ユーロ圏の輸出、投資の牽引力は次第に低下するが、雇用の改善に伴う個人消費の緩やかな回復が続くことで底堅く推移する見込みである。

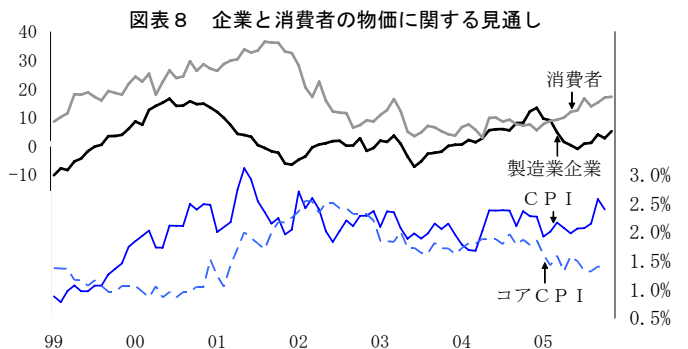
なお、年後半の個人消費は、2007年に予定されているドイツの付加価値税導入前の駆け込み需要から押し上げられる可能性がある。その一方、2007年入り後は逆に同要因の剥落による反落が見込まれる点に留意を要しよう。

(政策金利は1～3月期の追加利上げで2.5%へ)

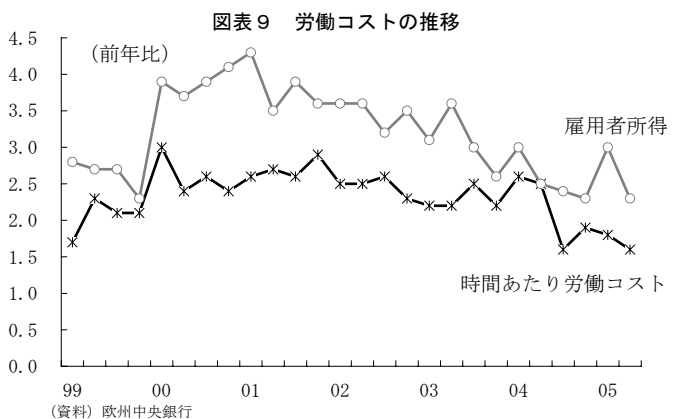
原油価格は2005年7～9月期をピークとする緩やかな低下を見込んでいるが、なお50ドル/バレル台の高めの水準で推移する見込みである。2006年前半は、前年同月に比した水準の高さからエネルギー価格の押し上げ効果が続き、消費者物価が「2%以下でその近辺」という物価安定の定義を上回り推移する見込みである。

消費者のインフレ期待の高まりに加え、企業の間でも販売価格上昇の予測が広がっている(図表8)。景気回復と収益改善によって、雇用安定優先の観点から抑えられてきた賃金(図表9)についても、高めの要求が提示される動きも見られるようになっている。

ECBは、1～3月期にも原油高の二次的影響の抑制と過剰流動性への対応として、25bpの追加利上げにより、超金融緩和政策のもう一段の修正に動くであろう。しかし、4～6月期以降は、原油価格による押し上げ効果の剥落、米利上げの打ち止めに伴うユーロ相場の反発、米国経済の成長鈍化による輸出の減速が予想されるため、政策金利は2.5%の水準で据え置かれることになる。



図表8 企業と消費者の物価に関する見通し
(注) 製造業企業は向こう数カ月の販売価格の見通し
消費者は向こう12カ月の物価見通し
(資料) 欧州委員会



(資料) 欧州中央銀行

2. イギリス

●2005年はトレンドを下回る成長

(利上げ効果で個人消費が減速)

イギリスの成長率はトレンドを下回り推移している。住宅市場と消費の過熱鎮静化のため2003年11月から2004年8月まで実施された合計5回125bpの利上げによって個人消費が減速したことが主因である(図表10)。

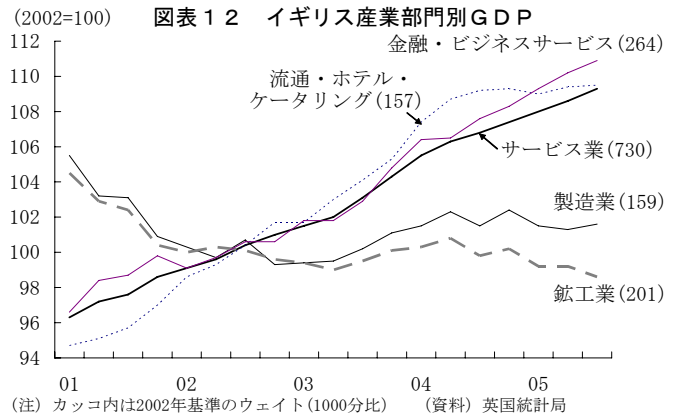
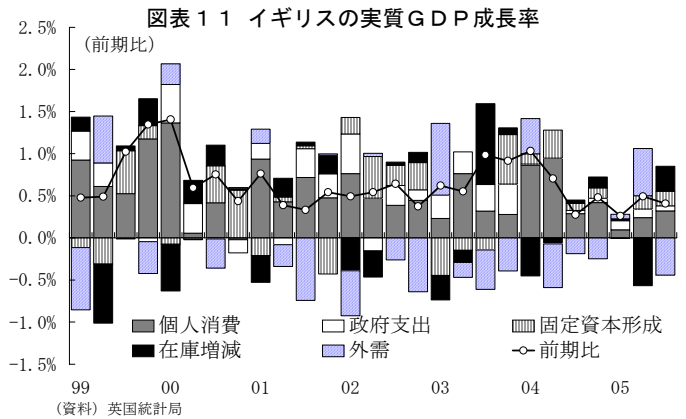
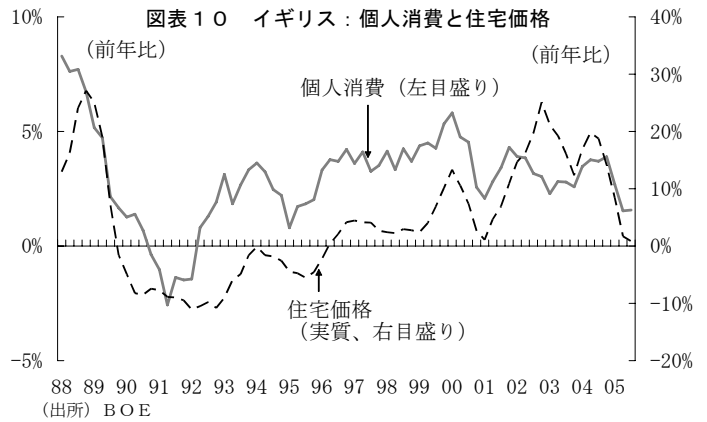
今年8月には「個人消費の下振れ回避のため」25bpの利下げが実施されたが、7~9月期の成長率は前期比0.4%と前期の0.5%から鈍化、4四半期ぶりのトレンド(前期比0.6~0.7%程度の成長)回帰は実現しなかった。しかし、成長率が前期を下回った最大の要因は、輸出減速と輸入加速で外需の寄与が前期の大幅なプラスからマイナスに転じたことであり、個人消費は4~6月期の前期比0.4%から0.5%に幾分持ち直し、固定資本形成も前期に続いて同1.0%と高い伸びを維持した(図表11)。

供給面では、サービス業は前期比0.6%拡大したが、鉱工業が前期のゼロ成長からマイナス0.6%となったことが、成長加速の妨げとなった。サービス業の中では、消費の鈍化と7月の同時多発テロの影響で、流通・ホテル・レストランが前期の同0.4%から同0.1%に減速したが、金融・ビジネスサービス(同0.7%)や運輸・通信(同0.8%)、公共サービス(同0.8%)などの好調がこれをカバーした。鉱工業の落ち込みも、石油関連施設の火災事故が影響し、鉱業が同マイナス6.8%減少したことが主因であり、製造業だけを見れば同0.4%と2期連続のマイナスから回復した(図表12)。

●2006年の回復テンポも緩慢、BOEは政策金利を据え置き

(住宅市場の調整は一巡したが、債務負担と雇用への懸念から個人消費の回復は緩慢)

イギリス経済の再加速の最大の鍵は、利上げをきっかけに調整局面入りした住宅市場の動向と



個人消費への影響である。

住宅市場では、年央以降、価格が安定、住宅ローンの承認件数も回復に転じている。趨勢的に経済・金融環境や雇用・所得環境が改善してきたこともあり、1970年代半ばや1990年代初頭のような住宅市場の急速な調整による個人消費失速の懸念は後退しつつある。

消費の指標である小売売上高は8月以降、プラスの伸びに転じ、特に、11月は天候要因も

あり冬物衣料品が伸びたため、前月比0.7%と拡大した。消費の回復力を見る上では、クリスマス商戦の動きが注目されるが、消費者の購買意欲が経済の先行きや雇用への不安から低く抑えられているため(図表13)、来年にかけての回復のペースは基調としては緩やかなものとなる。

家計債務残高は可処分所得比で150%を超えており、80年代末～90年代初頭のバブル期も大きく上回る水準にある。今後、ブーム期のような借入を利用した個人消費拡大は見込み難いと同時に、住宅市場や金利の変動による下振れリスクにさらされている点にも警戒が必要である。

(製造業の低迷持続も成長加速の妨げ)

供給面からは、サービス業は、部門間の格差を伴うものの、金融・ビジネス・サービスなどの好調で堅調な推移が見込まれるが、7～9月期に幾分持ち直した製造業の回復は軌道に乗らない可能性が高い。

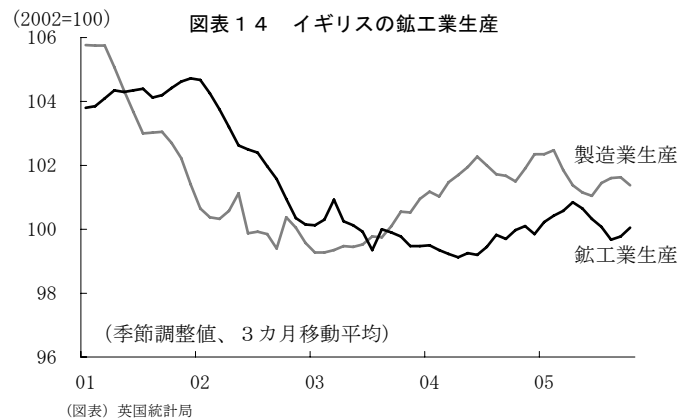
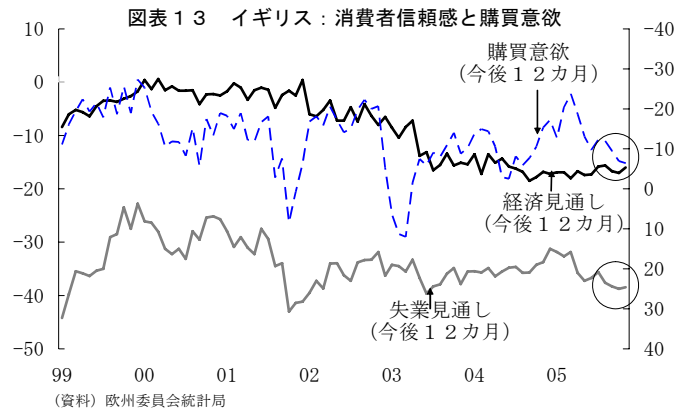
鉱工業生産のうち、鉱業は特殊要因の剥落で幾分持ち直しているが、逆に製造業は7月をピークに減少に転じている(図表14)。先行指標のCBI(英国商工会議所)の製造業サーベイ調査は、11月には海外受注の好転で、受注の減少傾向に一応歯止めが掛かったが、水準は低く、生産見通しも悪化に転じるなど持続的な回復を示す材料は見当たらない。激しいグローバル競争の中で、設備投資や雇用にマイナスに寄与する状況は続くものと見られる。

(2006年の成長率もトレンドを下回る見込み)

イギリス経済は、住宅市場の調整の影響は緩和するが、個人消費の回復テンポが鈍く、製造業の不振も続くため、2006年の成長率も2.2%とトレンドを下回る水準に留まるであろう。

(BOEは政策金利を据え置き)

8月の利下げは、金融政策委員会(以下、MPC)において、「需要面のインフレ圧力は弱く、



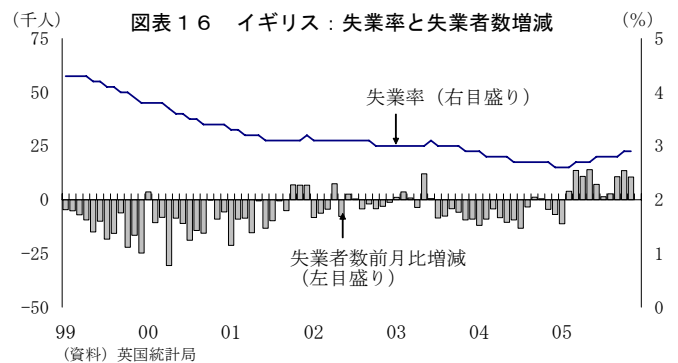
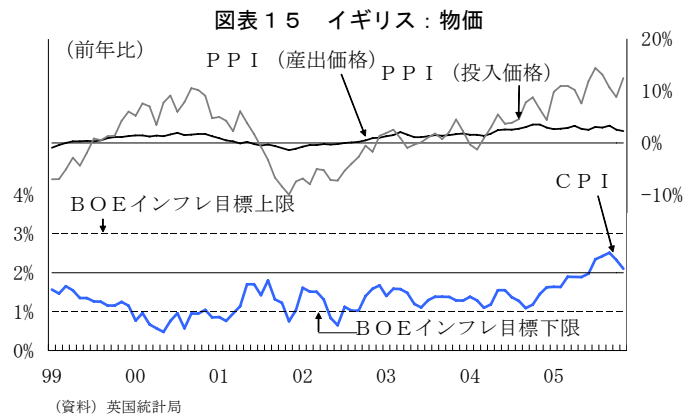
むしろ住宅市場の調整と雇用環境悪化による個人消費の下振れ回避に予防的利下げが必要」とする利下げ派の5票が、キング総裁以下の「住宅市場はすでに底入れ、今後は景気回復に伴うインフレ圧力に警戒が必要」とする据え置き派の4票を僅かに上回り決定されたものであった。以後、政策金利は4カ月連続で据え置かれており、議事録が公開されている11月までの3カ月はすべて全員一致の決定となっている。

前回利下げが行なわれた8月時点に比べると、景気に関しては、すでに見たとおり住宅市場の急調整や個人消費の失速懸念は一応後退したとは言え、なおリスクは下振れの方角にあるのに対して、物価上振れのリスクは後退しつつある。金融政策のターゲットである消費者物価は、原油高の直接的影響による上昇が続いたが、9月の前年比2.5%をピークに、10月は同2.3%、11月はさらに同2.1%と低下傾向が見られる。生産者物価は、11月も投入価格は燃料価格等の上昇により前月比12.5%と高い伸びが続いているが、競争の激化、内需の鈍化などを背景に、産出価格の伸びは同2.3%と低く抑えられている(図表15)。雇用情勢に目を転じて、11月まで10カ月連続で失業者数が増加、失業率は2.9%と低水準ではあるものの、年初の2.6%から上昇している(図表16)。トレンドを下回る成長が続いたことで雇用のタイト感が解消しつつあり、賃金上昇を通じた圧力も抑えられている。

このため、金融政策面では、景気下振れのリスクにウェイトを置いた様子見が継続される可能性が高いものと考えられる。

財政面では5日に示された2006年度(2006年4月~2007年3月)予算案方針(プレ・バジェット・レポート)で、環境対策や弱者救済、教育、医療など公共サービス改善に取り組みつつ、財政規律維持のルール^(注)を遵守し、政府の純借入額と財政赤字を圧縮する方針が示されている。

(注) イギリスは98年に規定されたゴールデン・ルール(景気循環を通じて、政府の借入を投資目的に限定する)とサステナビリティ・ルール(景気循環を通じて、ネットの公的債務残高を対GDP比40%以下に抑制する)というEUの基準よりも厳しいルールが維持されている。



(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。