

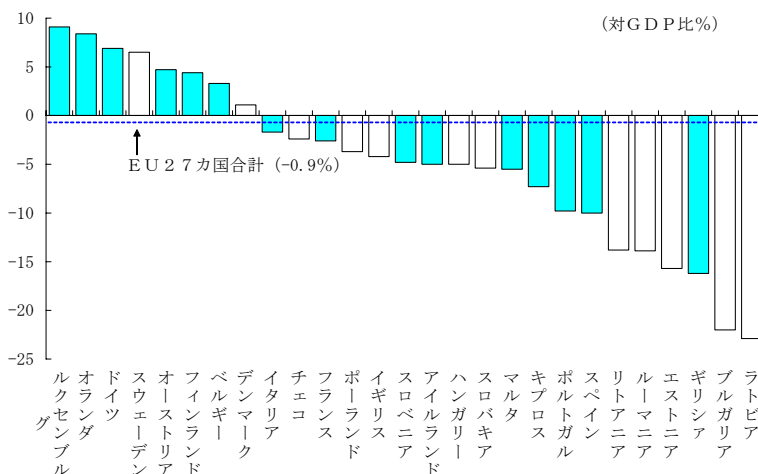
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

目立ち始めたEU域内のパフォーマンスの差

- 1～3月期のEU経済は前期比 0.7%成長と持ちこたえたが、主要国間ではドイツ、フランスの堅調とスペイン、イタリア、イギリスの減速、高成長が続いた新規加盟国でもハンガリーやバルト3国が失速するなど、パフォーマンスの差が目立ってきた。
- EU加盟国の発展段階や所得水準、経済・産業構造は多様であり、EUレベルではほぼ均衡している経常収支も国ごとに大きなポジションの差がある。さらに各国の政策的な選択肢も、ユーロ導入の有無や物価動向、財政事情などにより違っている。米国経済の減速、グローバルなレベルでのマネーフローの変調、ユーロ高、国際商品の高騰などEU経済を取り巻く諸要因の波及速度や影響度合いが違うのは当然だろう。
- 2009年にかけてのEU経済は、全体では競争力の高い国々が牽引役となり失速は免れる見通したが、競争力の低下が目立つ国々や資本流入への依存度が高い国々の調整色は深まり、停滞長期化、景気後退、為替相場の下落圧力が強まるリスクがある。

多様なEU経済～経常収支のポジションにも大きな違い～



(注) 2007年実績 色付きはユーロ参加国 (資料) 欧州委員会

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/>

＜ 目立ち始めたEU域内でのパフォーマンスの差 ＞

●主要国間、新規加盟国間でパフォーマンスの差は拡大

(全体では底堅さを保ったEU経済)

今年1～3月期の欧州連合(以下、EU)加盟27カ国の成長率は前期比0.7%であった。昨年10～12月期の同0.5%から持ち直し、全体としては底堅さが確認されたが、加盟国間でのパフォーマンスの差は目立ってきた。

現在のEU加盟国は、ユーロ参加国15カ国とその他の12カ国に分類できる(図表1)。2004年5月のEU拡大以前から加盟している15カ国(以下、旧加盟国)でユーロに参加していない国が3カ国(イギリス、スウェーデン、デンマーク)ある一方、新規加盟国12カ国のうち3カ国(スロベニア、マルタ、キプロス)がユーロに参加している。ユーロ未参加の新規加盟国9カ国のうちスロバキアはこの5月に欧州委員会によってユーロ参加条件への適合が認められ、2009年1月のユーロ参加がほぼ固まったところである。GDPのウェイトではユーロ参加国がEU経済の72.5%を占め、旧加盟国の未参加国は21.0%、同新規加盟国が6.5%という構図となっている(2007年名目GDP基準)。

図表1 EU27カ国の経済規模とユーロ参加状況

	名目GDP	EU27カ国に占めるウェイト	ユーロ参加状況			
			ユーロ参加		ユーロ未参加	
			旧加盟国	新規加盟国	旧加盟国	新規加盟国
ドイツ	24,238	19.7%	○			
イギリス	20,236	16.5%			○	
フランス	18,922	15.4%	○			
イタリア	15,355	12.5%	○			
スペイン	10,498	8.5%	○			
オランダ	5,595	4.5%	○			
スウェーデン	3,323	2.7%			○	
ベルギー	3,308	2.7%	○			
ポーランド	3,073	2.5%				○
オーストリア	2,728	2.2%	○			
ギリシア	2,289	1.9%	○			
デンマーク	2,277	1.9%			○	
アイルランド	1,856	1.5%	○			
フィンランド	1,788	1.5%	○			
ポルトガル	1,629	1.3%	○			
チェコ	1,281	1.0%				○
ルーマニア	1,214	1.0%				○
ハンガリー	1,010	0.8%				○
スロバキア	548	0.4%				○
ルクセンブルグ	361	0.3%	○			
スロベニア	335	0.3%		○		
ブルガリア	289	0.2%				○
リトアニア	280	0.2%				○
ラトビア	199	0.2%				○
キプロス	156	0.1%		○		
エストニア	155	0.1%				○
マルタ	54	0.0%		○		
合計	123,001	100.0%	72.0%	0.5%	21.0%	6.5%

(資料) Eurostat

27 もの国が加盟するEU内では、ユーロの導入状況ばかりでなく、発展段階や所得水準、経済・産業構造も多様である。EUレベルではほぼ均衡している経常収支も国ごとに大きなポジションの差がある（表紙図表参照）。統合が相互補完関係を促すこともあって、加盟国間の経常収支の不均衡は拡大傾向が続いてきた。

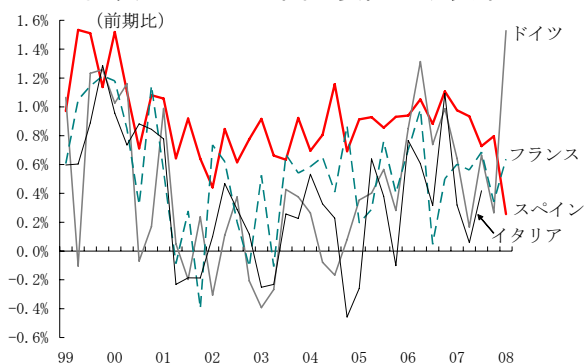
こうした構造面での違いに加え、各国の政策的な選択肢も、ユーロ導入の有無や物価動向、財政事情などにより違っている。米国経済の減速、グローバルなレベルでのマネーフローの変調、ユーロ高、原油など国際商品の高騰などEU経済を取り巻く諸要因の波及速度や影響度合いが違うのは当然だろう。

（ユーロ圏では独仏が持ちこたえる一方、スペインが減速）

ユーロ圏では、経済規模が最大のドイツが1～3月期に前期比1.5%成長に加速、第2位のフランスも同0.6%と10～12月期の同0.3%から持ち直した。その一方、イタリアの実績は未公表（5月23日公表予定）だが、各経済指標は景気の悪化を示唆、スペインの成長率は同0.3%とユーロ導入後の最低水準に低下するなど、上位国の中でも明暗が分かれた（図表2）。高成長を続けてきたスペインでは05年12月～07年6月までのECBの利上げと世界的な金融環境変化の影響が広がり、住宅投資と雇用、個人消費の拡大のサイクルにブレーキが掛かったことが裏付けられた格好だ。

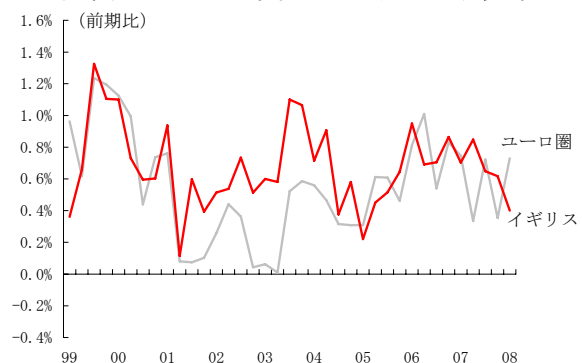
その他ではギリシアが前期比1.1%、オーストリアが同0.8%でそれぞれ10～12月期の同0.7%、同0.6%を上回り、ベルギーが同0.4%で前期の同0.5%からの鈍化が僅かに留まる一方、オランダが07年下期の天然ガス生産増に押し上げられた高成長の反動もあって同1.1%から同0.2%に減速、ユーロ導入後もキャッチ・アップの波に乗り切れないポルトガルが同0.2%のマイナス成長となった。また、アイルランドの1～3月期の実績は6月中旬公表予定だが、住宅投資の減少など、住宅市場の調整の影響が広がっており、減速傾向の持続が確認されるものと思われる。

図表2 ユーロ圏主要国の成長率



（注）イタリアは統計改訂のため07/10～12月、08/1～3月実績が5月23日に公表予定
（資料）Eurostat

図表3 ユーロ圏とイギリスの成長率



（資料）Eurostat

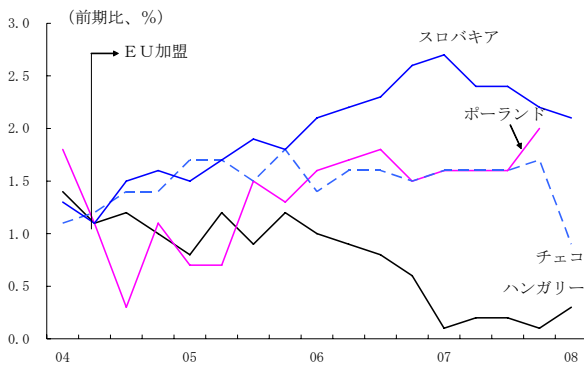
(ユーロ未参加国ではイギリスが減速、ハンガリーの低迷持続、バルト3国は失速)

ユーロ未参加国で最大のイギリス経済も減速傾向を強めており、EU主要国の間でもパフォーマンスの差は拡大している。イギリス経済の減速も、金融混乱の影響が住宅市場に広がっていることが原因であり、1～3月期の成長率は前期比0.4%と長期平均を下回る水準となった(図表3)。

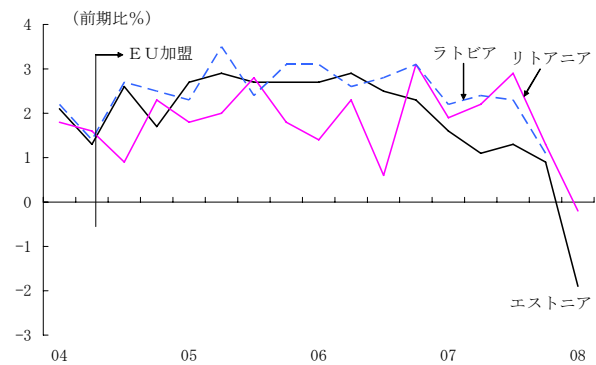
パフォーマンスの差は新規加盟国の間でも目立つようになっている。09年からのユーロ導入の方向が固まったスロバキアは減速しながらも前期比2.1%、前年同期比8.7%という高成長を続けたが、順調な拡大が続いたチェコが同1.7%から同0.9%に減速、過剰な財政赤字削減のための財政緊縮の影響(後述)で07年に失速したハンガリーは10～12月期との比較では持ち直したが、新興国としては低い前期比0.3%と停滞色を強めている(図表4)。

また、バルト3国(ラトビア、リトアニア、エストニア)は2004年5月のEU加盟以来、平均で前期比2%超というペースで拡大してきたが、この1～3月期には、エストニアが前期比1.9%、リトアニアが同0.4%のマイナス成長と失速した(ラトビアは未公表)。バルト3国は合計でもEUに占める比重は0.5%という小国であり、これまでは潤沢な資本流入でGDP比二桁という大幅な経常赤字を伴う高成長を続けることができたが、資本流入環境の変化による影響がいち早く表れたと考えることができよう。

図表4 ポーランド、チェコ、ハンガリー、スロバキアの成長率



図表5 バルト3国の成長率



(注) ブルガリア、ルーマニアは前期比の成長率を公表していない。(資料) Eurostat

(資料) Eurostat

● 困難さを増す金融政策運営

(ECBはインフレ警戒と景気下振れリスクを両睨み、据え置きを継続)

足もとでも米国経済の低迷、サブプライム問題をきっかけとする金融不安が続く一方、国際商品価格は高値を更新、EU経済を取り巻く環境の厳しさは一段と増している。

ユーロ参加国の金融政策を担う欧州中央銀行(以下、ECB)は金融政策の唯一の目的を「物価の安定」とし、中期的に「2%以下でその近辺」に維持することを目指している。しかし、足もとでは原油・食品価格高騰の影響し、オランダを除くすべての国で安定的水準を上回っている

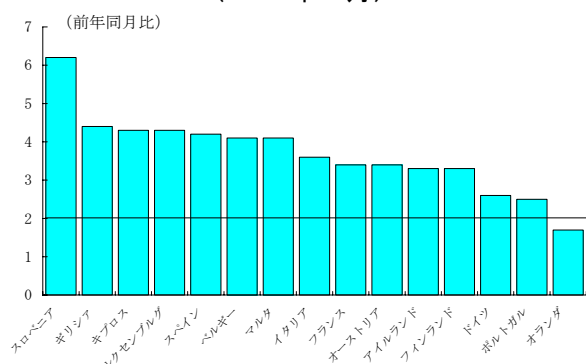
(図表6)。原油・食品価格の値上がり圧力が長期化する一方、ドイツを中心に高稼働率・低失業率が続いていることから、ECBは賃金と物価のスパイラルへの警戒を強めている。他方で、金融市場の正常化の遅れによる景気下振れへの警戒も解くこともできず、昨年6月の利上げを最後に、政策金利の据え置きを続けている。

(対ユーロ固定相場制採用の新規加盟国ではインフレが深刻化)

ユーロ未参加国のEU加盟国では各国中央銀行が金融政策を運営しているが、ブルガリア、エストニア、リトアニアは「カレンシー・ボード制」、デンマーク、ラトビアは「固定相場制」を採用、対ユーロでの為替相場の安定を金融政策のアンカーとしている。

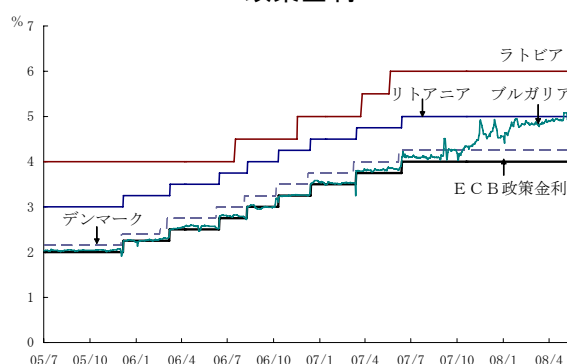
自由な資本取引の下で為替相場を固定しているため、金融政策は基本的にECBに追随することになる(図表7)。結果として、ユーロ圏と経済水準に近いデンマーク以外の4カ国では、インフレ率は二桁水準に達している(図表8)。

図表6 ユーロ参加国のインフレ率
(2008年4月)



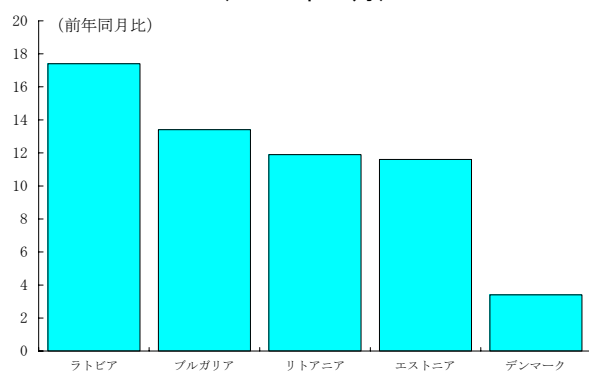
(資料) Eurostat

図表7 ユーロをアンカーとする国々の
政策金利



(資料) 各国中央銀行、ECB

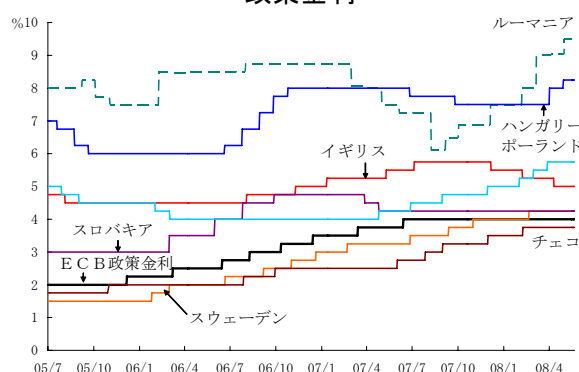
図表8 対ユーロ固定為替相場制採用国の
インフレ率
(2008年4月)



(注)目標をレンジで設定している場合は中央値

(資料) Eurostat

図表9 インフレ・ターゲティング採用国の
政策金利



(資料) 各国中央銀行、ECB

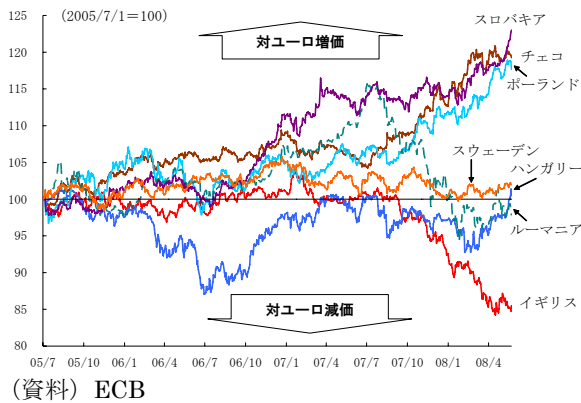
(インフレ・ターゲティング制採用国はイギリスを除き利上げにシフト、対ユーロ高が進行)
 その他の国々は金融政策の枠組みとして「インフレ・ターゲティング制」を採用しており、物価の安定を重視する政策運営を行っている。ECBが政策金利の据え置きに転じた後、住宅不況が広がったイギリスでは2007年12月から2カ月に1回のペースで合計3回の利下げ、ユーロ導入を間近に控えたスロバキアは据え置き継続、その他は複数回の利上げと対応が分かれてきた(図表9)。

対ユーロとの金利差の変化もあって、為替市場ではイギリス・ポンドの対ユーロ安、スロバキア・クローナ、チェコ・クローナ、ポーランド・ズロチは対ユーロ高が加速した。また、08年初にかけて対ユーロ安が進んだルーマニア・レウは利上げピッチの加速、ハンガリー・フォリントも中央銀行がインフレ抑制のために対ユーロ高容認の方針に転じたことに対ユーロ高が進展している(図表10)。

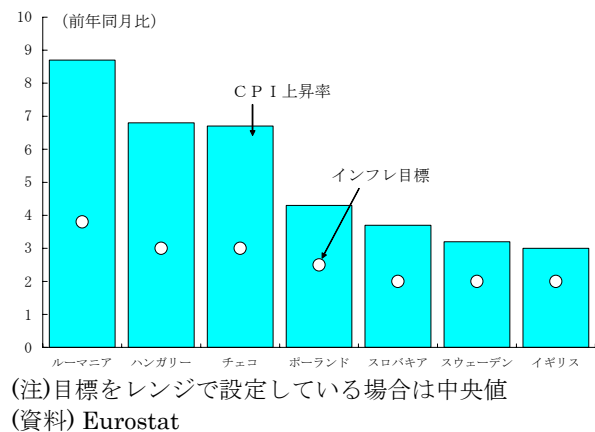
各国のインフレ目標は、イギリス2%、スウェーデン $2 \pm 1\%$ 、ポーランド $2.5 \pm 1\%$ 、チェコ $3 \pm 1\%$ 、ルーマニア $3.8 \pm 1\%$ 、ハンガリー3%、スロバキア2%以下と異なるが、足もとではすべての国で目標を上回る水準となっており(図表11)、追加利上げが想定される状況にある。

利下げを行ってきたイングランド銀行(BOE)も5月に公表した「インフレ報告」の最新号で原油・食品価格高とポンド安による物価上振れは、従来の想定より大きく、且つ、長期化するという見通しを示し、追加利下げに慎重な姿勢に転じた。

図表10 インフレ・ターゲティング採用国の対ユーロ相場の推移



図表11 インフレ・ターゲティング採用国のインフレ目標と実績(2008年4月)



●財政面からの対応力にも差

(ユーロ圏の過剰な財政赤字は解消、スペイン、アイルランドには財政面からの対応余地)

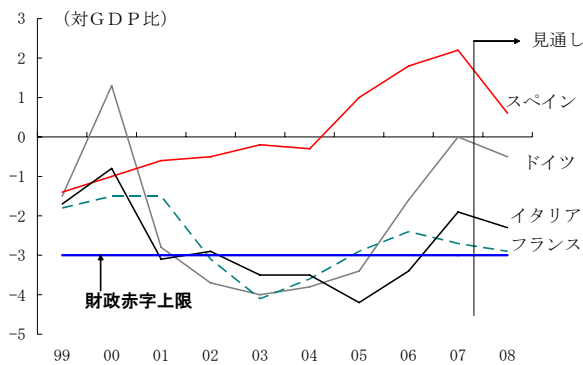
EU加盟国間では、金融政策面では枠組み自体に違いがある一方、財政面からの対応力には各国の政権基盤に加えて、財政事情に応じた差がある。EUは、「安定成長協定(以下、SGP)」によってGDPの3%を超える財政赤字の是正を「過剰な財政赤字是正手続き(以下、EDP)」として制度化している。加盟各国の財政政策は共通のルールに基づく相互監視下に置かれている

点が特徴だ。

ユーロ参加国は、金融政策面では身動きがとれないが、2000年代前半のように緊縮財政が景気減速に拍車をかけることが懸念される状況にはない（図表 12）。2000年代半ばまでは、ドイツ、フランス、イタリアなど主要国も含めて複数年にわたり財政赤字のGDP比が3%を超えるケースが相次ぎ、2004年には参加国の半数で財政赤字が上限を超えていた。しかし、2006年にはドイツ、フランス、ギリシア、2007年にはイタリア、ポルトガルでも財政赤字がGDPの3%を切った。欧州委員会は4月28日に公表した「春季経済見通し」で、ユーロ参加国では2008年も財政赤字が上限を超える国はないとの見通しを示し、イタリアとポルトガルに適用されてきたEDPも停止される見通しとなった。

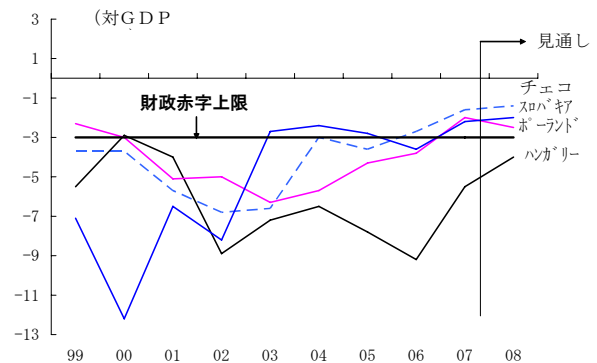
住宅市場調整の影響が広がるスペインやアイルランドだが、財政は黒字で、個別に景気対策を講じる余地がある点は安心材料と言えよう。スペインでは3月の総選挙で勝利し、2期目に入ったサパテロ政権はさっそく総額102億ユーロ(GDP比0.3%相当)の景気刺激策を発表、所得税の還付と公共投資を通じた景気挺入れに動き始めている。

図表 12 ユーロ圏主要国の財政赤字



(注) 見通しは欧州委「春季経済見通し」2008年4月
(資料)Eurostat

図表 13 ユーロ未参加国の新規加盟主要国の財政赤字



(資料)Eurostat

(新規加盟国の財政赤字も総じて縮小しているが、ハンガリーでは過剰な赤字が残る)

ユーロ未参加国の場合、財政赤字をGDPの3%以下に抑えることが、物価や長期金利の収斂、対ユーロでの為替相場の安定とともにユーロ参加条件の1つとなっている（図表 14）。

ハンガリー、チェコ、ポーランド、スロバキアはEU加盟後も3%を超える財政赤字が続いていたため、EDPによる監視対象となってきたが、チェコは2007年にGDP比1.6%、スロバキアは同2.2%まで財政赤字が縮小、EDPの適用が停止される方向にある。ポーランドも2007年の財政赤字は同2.0%まで減少、2008年も同2.5%と基準値内に抑制されると見られており、EDP解除の見通しが出ている。

ハンガリーの財政赤字も2006年の対GDP比9.2%から5.5%と大幅に削減されたが、なお基準値を大きく上回っている（図表 13）。景気が停滞する中でも、財政赤字削減を目指すプロセスを継続せざるを得ず、2008年度もGDP比4%への財政赤字削減を目指す緊縮予算を組んでいる。

図表 14 EU新規加盟国のユーロ参加条件への適合状況

	経済収斂条件								法的条件 (*5)
	インフレ率		財政基準 (*2)			為替相場制度 (*3)	長期金利		
			財政 収支	政府 債務 残高					
ブルガリア	×	9.4	○	3.2	14.1	×	○	4.7	×
チェコ	×	4.4	○	-1.4	28.1	×	○	4.5	×
エストニア	×	8.3	○	0.4	3.4	○	○	n. a.	×
ラトビア	×	12.3	○	-1.1	10.0	○	○	5.4	×
リトアニア	×	7.4	○	-1.7	17.0	○	○	4.6	○
ハンガリー	×	7.5	×	-4.0	66.5	×	×	6.9	×
ポーランド	○	3.2	△	-2.5	44.5	×	○	5.7	×
ルーマニア	×	5.9	○	-2.9	13.6	×	×	7.1	×
スロバキア	○	2.2	○	-2.0	29.2	○	○	4.5	○
経済収斂条件	3.2 (*1)		—	-3.0	60.0	—	6.5 (*4)		

(*1) 直近1年間の水準がEU加盟国中最もインフレ率の低い3カ国（マイナスを除く）の平均+1.5%以内
 (*2) データは欧州委員会の2008年見通し。チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキアは「過剰な財政赤字は正手続き」が適用されているが、欧州委はECOFINにチェコとスロバキアについては手続きの解除を求めた
 (*3) 為替相場メカニズムII（ERM II）への2年間の参加（切り下げを行わない）が条件
 (*4) 直近1年間の水準がEU加盟国中最もインフレ率の低い3カ国の長期金利平均の+2%以内
 エストニアは長期国債を発行していないため長期金利がないが、財政の健全性から適合とされた
 (*5) 国内法と欧州共同体設立条約、欧州中央銀行制度・欧州中央銀行との整合化を求める条件
 (注) インフレ率、長期金利は2007年4月～2008年3月の実績、為替相場制度は2008年4月18日現在
 (資料) ECB “Convergence Report 2008”、European Commission, “Convergence Report 2008”

●全体では失速を回避するが、一部の国の調整は深まる見込み

（ EU全体では失速を回避 ）

EU経済を取り巻く環境は厳しさを増しており、2008年～2009年の成長率は抑制される見込みだ。それでも、2000年代前半の停滞をもたらした過剰投資や過剰雇用からの調整圧力は大きくはないため、全体では失速を回避する見込みだ。

しかし、これまで見てきたとおり、EU加盟国経済は一様ではなく、対外的な競争力にも差がある。競争力の高い国々が牽引役となり全体としては底堅さを保ちながらも、競争力の低下が目立つ国々や資本流入への依存度が高い国々は一段と調整色を強め、停滞長期化、景気後退、為替相場の下落圧力が強まるリスクがある。

（ スペインの調整は時間を要する可能性 ）

ユーロ圏ではGDP比10%という経常赤字を抱えるスペインの対外競争力の低下が懸念されているが、ユーロ参加国であるが故に、急激な資本流出による通貨の暴落や金利の急騰という調整を免れる。反面で、持続的な成長のために、為替切り下げ以外のルートでの競争力の回復、すなわち、ある程度の景気減速を容認し、相対的に高い賃金と物価の伸び率を抑制することが求め



られる。対ユーロでのポンド安の景気刺激効果が期待されるイギリスよりも調整局面から脱するまでに時間を要する可能性があるだろう。

(バルト3国、ハンガリーの厳しい状況が続き、新規加盟国全体でも成長は鈍化)

サブプライム危機による金融機関の損失拡大、原材料コスト上昇による企業収益の圧迫などで、EU加盟以来、新規加盟国の高成長を支えてきた資本流入環境は厳しさを増している。大幅な経常赤字を抱えるバルト3国や、政策的に手詰まり感があるハンガリーの厳しい状況は続くだろう。

新規加盟国間での構造や競争力の格差を踏まえると、これらの国々での景気悪化や為替切り下げ圧力の強まりが他国に波及するリスクは大きくはないと考えられる。それでも、足もと好調なポーランドやスロバキア等も、金融引き締めと通貨高の影響が及び、成長テンポは鈍化すると思われる。