

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し～ユーロ圏は停滞、イギリスもマイナス成長に

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

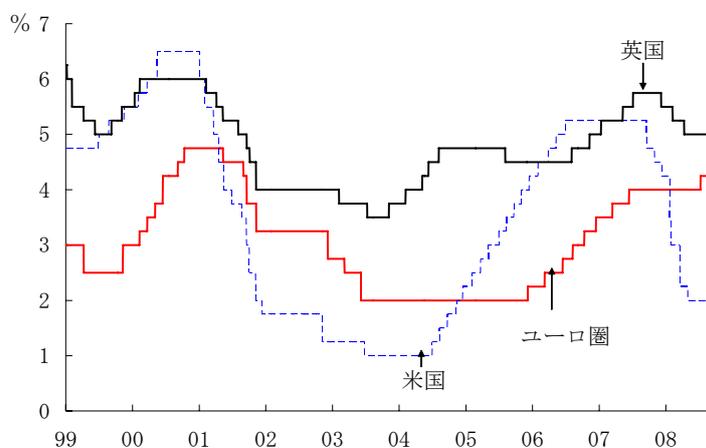
〈 ユーロ圏 : 2008年 1.4%、2009年 1.3% 〉

1. 4～6月期は、①1～3月期の建設投資大幅増の反動、②ユーロ高と新興国需要鈍化による輸出減、③物価高による個人消費不振でユーロ導入以来のマイナス成長となった。
2. 当面は、輸出の不振、投資の手控え、物価高による個人消費抑制で停滞色の強い推移が続き、09年半ば以降、原油高、ユーロ高修正効果で景気は徐々に持ち直すことになろう。
3. ECBは、年内は政策金利の据え置きを継続、利下げへの転換は雇用のタイト感が緩和、原油価格が物価押し下げ要因に転じる09年1～3月期となろう。

〈 イギリス : 2008年 1.1%、2009年 0.5% 〉

1. 4～6月期は、金融混乱と金融機関のリスク許容度の低下を背景とする住宅市場調整の影響が広がり、ゼロ成長まで減速、7～9月期はマイナス成長が見込まれる。
2. CPIは8月には4.7%まで高進しているが、BOEは10～12月期には景気失速で2年後にCPIが目標を下回るリスクが高まったとして利下げを再開するだろう。
3. 景気対策と利下げ効果、世界景気の持ち直しで、09年半ば以降は景気の緩やかな回復が見込まれるが、09年の成長率は0.5%と92年の0.2%以来の低水準となろう。

年内はECBは据え置きを継続、BOEは利下げを再開



(資料) FRB、ECB、BOE

概要

〈 ユーロ圏 : 2008年1.4%、2009年1.3% 〉

- 4～6月期は、①1～3月期の建設投資大幅増の反動、②ユーロ高と新興国需要鈍化による輸出減、③物価高による個人消費不振でユーロ導入以来のマイナス成長となった。
- 当面は、輸出の不振、投資の手控え、物価高による個人消費抑制で停滞色の強い推移が続き、09年半ば以降、原油高、ユーロ高修正効果で景気は徐々に持ち直すことになろう。
- ECBは、年内は政策金利の据え置きを継続、利下げへの転換は雇用のタイト感が緩和、原油価格が物価押し下げ要因に転じる09年1～3月期となろう。

ユーロ圏:経済見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2007年		2008年				2009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)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	2.6	1.4	1.3	2.6	2.1	2.1	1.4	1.0	1.0	0.7	1.3	1.6	1.8	
	前期比年率%	2.6	1.4	1.3	2.3	1.4	2.7	▲0.8	0.8	1.2	1.5	1.6	1.9	2.1	
内需	前年比寄与度	2.3	1.1	1.2	2.2	2.0	1.7	1.2	0.5	0.8	0.5	1.1	1.5	1.7	
	民間最終消費支出	前年比%	1.6	0.5	1.3	1.8	1.2	1.2	0.4	0.2	0.3	0.7	1.2	1.5	1.7
	固定資本形成	“	4.3	1.8	1.1	3.7	3.2	3.7	2.4	1.0	0.2	▲0.8	0.9	2.0	2.3
外需	前年比寄与度	0.3	0.3	0.1	0.4	0.1	0.4	0.2	0.5	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	3.5	2.3	1.9	2.9	3.4	3.6	3.9	3.2	2.8	2.4	2.1	2.1	
失業率	平均、%	7.5	7.3	7.6	7.4	7.3	7.2	7.3	7.3	7.4	7.5	7.6	7.6	7.6	
ECB市場介入金利	期末、%	4.00	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	
10年国債利回り	平均、%	4.2	4.2	3.9	4.3	4.2	3.9	4.4	4.3	4.3	4.0	3.9	3.9	3.9	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.37	1.49	1.41	1.38	1.45	1.50	1.56	1.49	1.42	1.42	1.42	1.40	1.40	
対円為替相場	平均、円	161	157	147	162	164	158	163	159	146	146	146	147	147	

〈 イギリス 〉

- 4～6月期は、金融混乱と金融機関のリスク許容度の低下を背景とする住宅市場調整の影響が広がり、ゼロ成長まで減速、7～9月期はマイナス成長が見込まれる。
- CPIは8月には4.7%まで高進しているが、BOEは10～12月期には景気失速で2年後にCPIが目標を下回るリスクが高まったとして利下げを再開するだろう。
- 景気対策と利下げ効果、世界景気の持ち直しで、09年半ば以降は景気の緩やかな回復が見込まれるが、09年の成長率は0.5%と92年の0.2%以来の低水準となろう。

イギリス:経済見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2007年		2008年				2009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)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	3.0	1.1	0.5	3.1	2.8	2.3	1.4	0.7	0.0	▲0.2	0.1	0.7	1.3	
	前期比年率%	3.0	1.1	0.5	2.3	2.2	1.1	0.2	▲0.8	▲0.4	0.4	1.2	1.6	2.0	
内需	前年比寄与度	3.6	0.5	0.3	4.1	4.0	2.4	1.7	▲0.2	▲1.0	▲0.7	▲0.0	0.7	1.4	
	民間最終消費支出	前年比%	3.1	1.9	0.5	3.6	2.7	3.1	2.3	1.3	0.7	▲0.2	0.1	0.8	1.4
	固定資本形成	“	6.2	▲3.0	▲0.2	4.9	4.4	1.4	▲2.1	▲4.4	▲6.2	▲4.7	1.1	1.4	1.8
外需	前年比寄与度	▲0.6	0.6	0.1	▲0.9	▲1.2	▲0.1	▲0.3	0.8	1.0	0.5	0.1	0.0	▲0.1	
消費者物価(CPI)	“	2.3	3.7	2.7	1.8	2.1	2.4	3.3	4.7	4.5	3.6	2.8	2.2	2.0	
失業率	平均、%	2.7	2.7	2.9	2.6	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	2.8	
BOEレポ金利	期末、%	5.50	4.75	4.50	5.75	5.50	5.00	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	

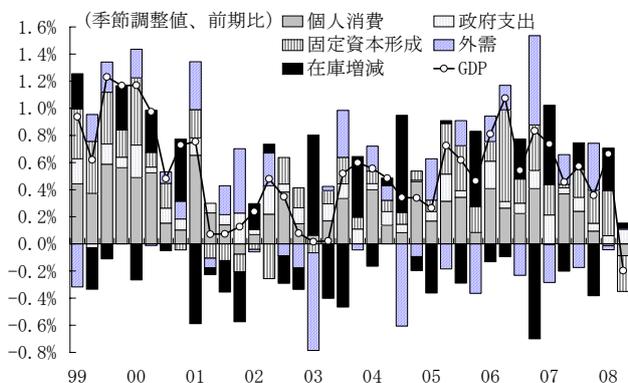
1. ユーロ圏経済

(ユーロ導入以来初のマイナス成長となった4～6月期のユーロ圏)

4～6月期のユーロ圏は前期比マイナス0.2%成長と99年のユーロ導入以来、初のマイナス成長となった(図表1)。マイナス成長の原因は、①1～3月期の暖冬による建設投資大幅増の反動、②輸出の減少、③個人消費が伸び悩みである。

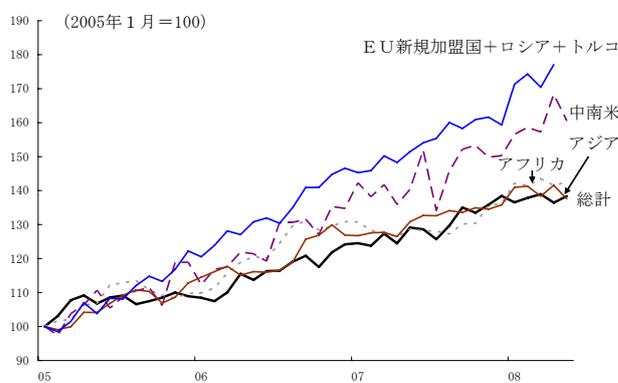
輸出の減少は、ユーロ高の影響に加えて、先進国向け輸出不振の影響を補ってきた新興国の需要が鈍化したことによる(図表2)。個人消費は、雇用・所得の伸びを背景に、外部環境が悪化しても、ユーロ圏の景気を下支えと期待されていたが、エネルギー・食品価格の高騰が実質可処分所得と消費者マインドに影響したことで、前期比マイナス0.2%と景気の足を引っ張る結果となった。

図表1 ユーロ圏実質GDP



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏の域外輸出の推移(対新興国)



(資料) Eurostat

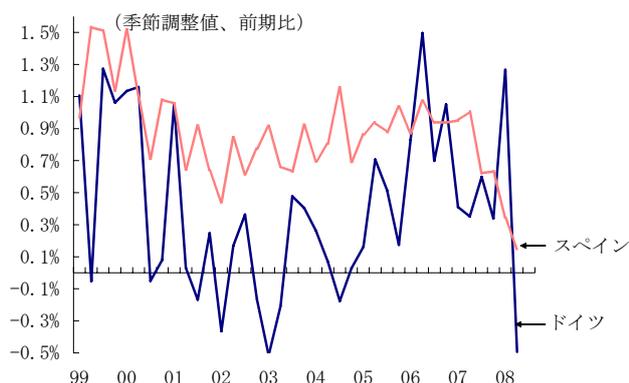
(コア国は揃ってマイナス成長、スペインの調整も深まる)

国別に見ると1～3月期からの反動減はユーロ圏最大の経済であり、足もとまでの景気拡大の牽引役であったドイツで大きい(1～3月期:前期比1.3%→4～6月期:同マイナス0.5%)が、フランス(同0.4%→同マイナス0.3%)やイタリア(同0.5%→マイナス0.3%)も含めて、コア国が揃ってマイナス成長となった。

コア国のマイナス成長は2000年代に入ってから、しばしば見られたものの、ユーロ圏で第4位の規模を持つスペインが、一貫して高成長を続けてきたため、ユーロ圏全体ではマイナス成長を回避してきた。しかし、足もとでは、スペイン経済は輸出環境悪化による打撃を受けているコア国の不振を補うどころか、今後のユーロ圏の景気回復の重石となる可能性も強まっている。

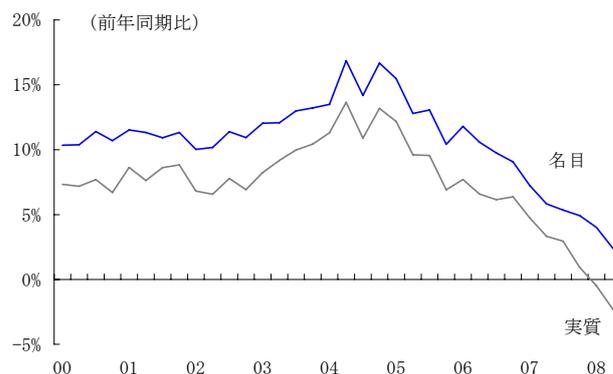
スペイン経済は、住宅ブームの終焉による調整圧力(図表4)に加え、原油依存度の高さから、原油価格上昇の影響も強く現れており、成長率は4～6月期には前期比0.1%まで失速した(図表3)。

図表3 ドイツ、スペインのGDP成長率



(資料) Eurostat

図表4 スペイン住宅価格指数



(資料) Eurostat

(輸出の不振、投資の手控え、物価高による個人消費の抑制は続く)

ユーロ圏経済の先行き不透明感は依然として強い。4～6月期のユーロ圏経済の変調をもたらした原油高とユーロ高は7月をピークに修正されつつある。原油価格のピーク・アウトは、ユーロ圏内の物価押し上げ圧力の緩和ばかりでなく、非資源国の新興国などの景気悪化にも歯止めがかかり、輸出環境の改善にも資すると期待される。しかし、他方では、米国の金融不安が、大手証券会社の破綻、最大手保険会社への公的支援へと広がったことで、金融機関のバランス・シートを通じてユーロ圏経済に波及するおそれは強まっている。

原油高、ユーロ高修正効果の波及にはタイムラグがあることから、当面のユーロ圏経済は、輸出の不振、投資の手控え、物価高による個人消費の抑制で停滞色の強い推移が続き、2008年通年の成長率は1.4%と低く抑えられよう。

(2009年半ば以降の回復も鈍いテンポに留まる見通し)

2009年半ばには、原油高とユーロ高の修正、輸出環境改善の効果から、これらが主たる景気減速要因であったドイツなどでは景気の回復が期待される。しかし、2つの理由から、ユーロ圏全体の回復テンポは抑えられるだろう。1つは、米国の金融不安からくる金融機関のリスク許容度の一層の低下という景気抑制効果が働くこと、2つめはスペインなど構造問題を抱える国の回復には時間を要すると見られることだ。

スペインの場合、輸出への依存度がそもそも低い上に、域内外に対する価格競争力も低いため、輸出環境改の恩恵を受けにくい。住宅市場の安定化のために資産税の廃止、中小企業への融資、住宅建設や公営住宅購入のための融資への国による支援・保証、中小企業に対する付加価値税の還付(2009年1月1日～)などの景気対策が強化されているが、単一金融政策の下では金融面で思い切った対応ができないため、調整には時間を要さざるを得ない。

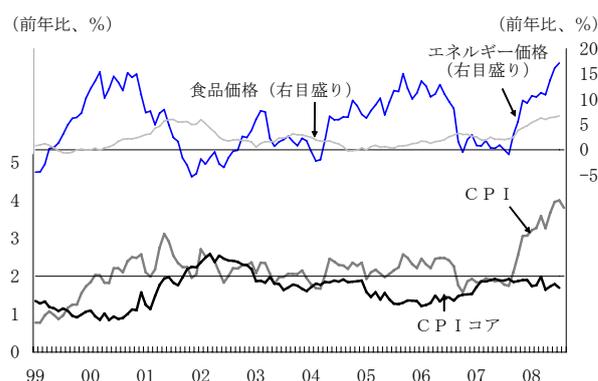
2009年のユーロ圏全体の成長率は1.3%と2年連続で潜在成長率を下回ることになるだろう。

図表5 ユーロ圏の企業景況感と消費者信頼感



(資料) 欧州委員会

図表6 ユーロ圏の物価統計



(資料) Eurostat

(なお解けない賃金インフレ・スパイラルへの警戒)

ユーロ圏の消費者物価(CPI)上昇率は、8月は前年同月比3.8%と7月の同4.0%からようやく低下した(図表6)。低下の要因は、CPIの9.8%の比重を占めるエネルギー価格が7月の同17.1%から同14.6%へ、16%の比重を占める食品価格が同6.7%から同6.2%へとピーク・アウトしたことによる。

しかし、ECBが定義する物価安定の基準(2%以下でその近辺、通常1.7%~1.9%のレンジとみなされる)を大きく上回る状態は変わっていない。また、原油価格も、低下ピッチが速まっているとは言っても、なお前年より3割以上高い。今回の見通しでの「10~12月期以降の予測期間中の原油価格は1バレル=95ドル」という想定では、原油価格が前年水準を下回り始めるのは来年1~3月期からとなる。物価の上振れは、期間、幅ともに、ユーロ導入以来最大であり、インフレ期待の上振れが懸念される状況は続いている。

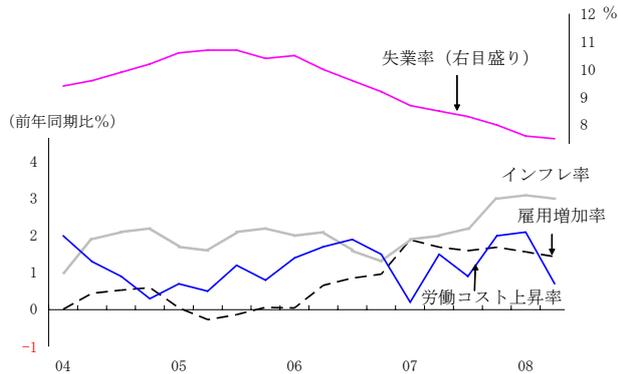
欧州中央銀行(ECB)は、原油価格の上昇で、CPIの上昇ピッチが速まった当初から、製品・サービス価格への転嫁や賃金の上昇によるホームメイド・インフレを警戒してきた。特に、ベルギー、スペイン、フランスなど幾つかの国で残っている物価連動型の賃金決定システムを問題視してきた。これまでのところユーロ圏全体では賃金上昇ペースの加速を免れているが、スペインのように雇用悪化にも関わらず、高い伸びが続いている国もある(図表8)。単位当たり労働コストも景気減速による労働生産性の低下で加速しており、賃金インフレへの警戒はなお解けない状況にある。

(ECBは年内据え置き後、09年1~3月期に利下げへ)

欧州中央銀行(ECB)は、7月の利上げ後、スタンスを中立化、8月、9月はインフレ警戒を維持しながらも、徐々に景気判断を慎重化させてきた。米国における金融不安の広がりや原油価格の低下という足もとの展開は、ユーロ圏の景気下振れリスクを増大し、インフレ圧力を軽減するものである。しかし、年内は、CPIの目標圏からの乖離幅が大きいことや賃金インフレのリスクへの警戒から、政策金利の据え置きを継続するだろう。

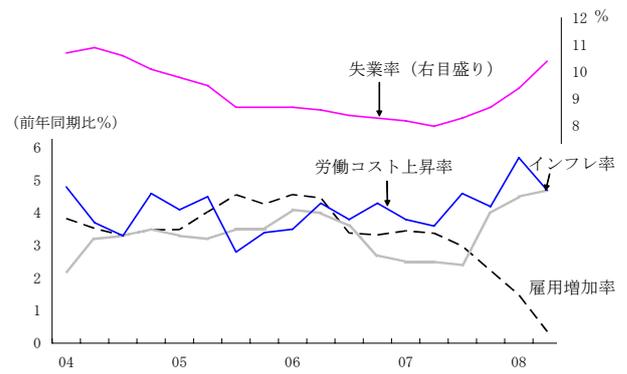
利下げへの転換は、景気の減速で雇用のタイト感が緩和、原油価格が物価押し下げ要因に転じ始める1~3月期となろう。

図表7 ドイツの雇用・賃金・物価動向



(資料) Eurostat

図表8 スペインの雇用・賃金・物価動向



(資料) Eurostat

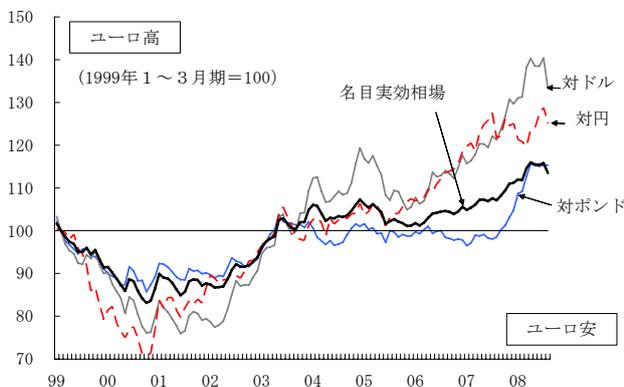
(ユーロ高是正のペースは緩和)

7～9月期中にユーロの対ドル、対円相場はおよそ1割と大きく減価した。ユーロ圏の経済見通しの悪化で、両通貨に対して急ピッチで進んでいたユーロ高に修正が加わったもので、アジア通貨に対してもユーロ安が進行した。

ユーロ相場の動きは、貿易相手国の加重平均レート（名目実効為替相場）ではドルや円、アジア通貨との関係に比べてよりマイルドである（図表9）欧州通貨では、対ユーロの安定を重視する国が多いため為替相場の動きはより安定している。変動相場制を採用している国の通貨との関係は、対英ポンドではユーロ高止まり、ポーランド・ズロチやハンガリー・フォリントに対しては年初来のユーロ安からユーロ高方向への修正が加わるなど、まちまちな動きとなったためだ。

10～12月期以降もユーロ圏の停滞は続くが、米国で金融市場の混乱の持続、景気の低迷に対応した利下げの可能性も浮上してきたことから、しばらくは対ドルでのユーロ高修正のペースは鈍り、こう着状態が続きそうだ。09年後半に、米国経済が回復、FRBが利上げに転じる場面では、回復テンポが鈍いユーロが対ドルで弱含む可能性がある。

図表9 ユーロの名目実効相場と対ドル、対円、対ポンド相場の推移



(資料) ECB

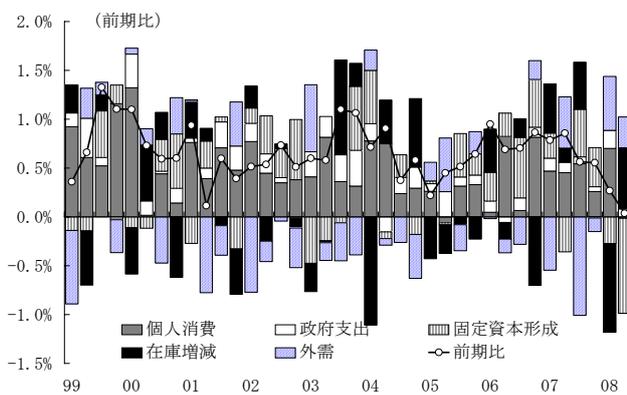
2. イギリス経済

(4～6月期はゼロ成長まで減速)

4～6月期のイギリス経済はゼロ成長まで減速した。最大の需要押し下げ要因となったのは、近年の成長を牽引してきた固定資本形成が2期連続でマイナス、しかも4～6月期は前期比マイナス5.3%と大きく落ち込んだことにある(図表1)。固定資本形成の内訳は9月30日公表のGDPの改定値公表を待たなければならないが、すでに公表されているビジネス投資統計を見る限り、住宅や商業不動産市場の調整の影響を受けている建設投資ばかりでなく、製造業、その他サービス業も含めて全般に落ち込んでいるようだ(図表2)。

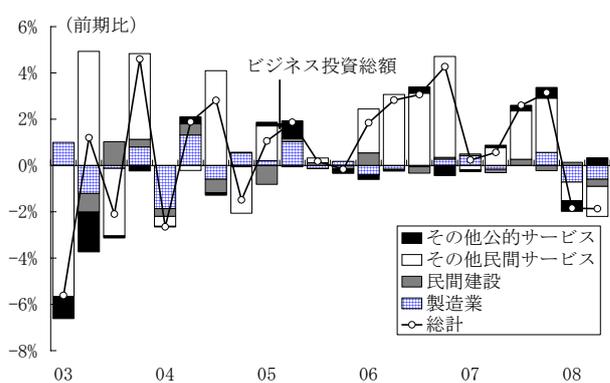
最大の需要項目である個人消費も前期比マイナス0.1%に失速、外需の寄与は前期に続いてプラスとなったが、内需の減速やポンド安で、輸入の減少幅が輸出を上回ったことによる。景気は全般に後退色を強めていると言えよう。

図表1 イギリスの実質GDP成長率



(資料) ONS

図表2 イギリスのビジネス投資の内訳



(資料) ONS

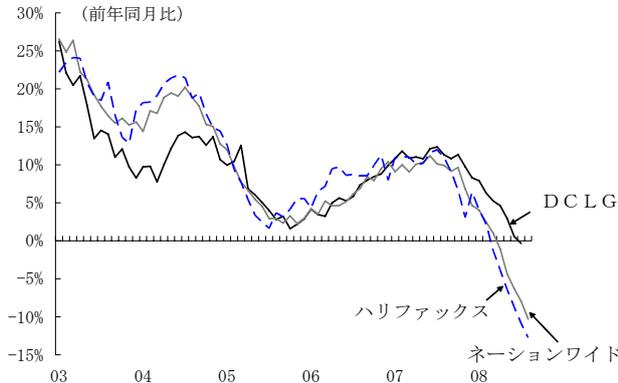
(住宅市場の調整は深まっており、設備投資意欲も減退)

イギリス経済の失速の原因は、昨年夏からの金融混乱をきっかけに住宅市場の調整が深まっていることにある。ハリファックス、ネーションワイドの主要住宅価格指数の下落幅は、前年比で10%を超えるようになった(図表3)。住宅ローン承認額は、足もとでは前年比5割超減少、特に新規借入れが大幅に減少している(図表4)。サブプライム問題の直接的、間接的な影響で、収益が大きく悪化している金融機関のリスク許容度が低下したことが住宅市場の調整と深くかかわっていることがわかる。

金融市場は正常化とは程遠い状況にあり、住宅市場の底も見えていない。商業不動産市場でも供給過剰に陥っていることから、建設投資の手控えは続く見込みである。設備投資意欲も昨年後半以降、減退しており、投資の伸びが盛り上がりを欠く状況は続くだろう(図表5)。

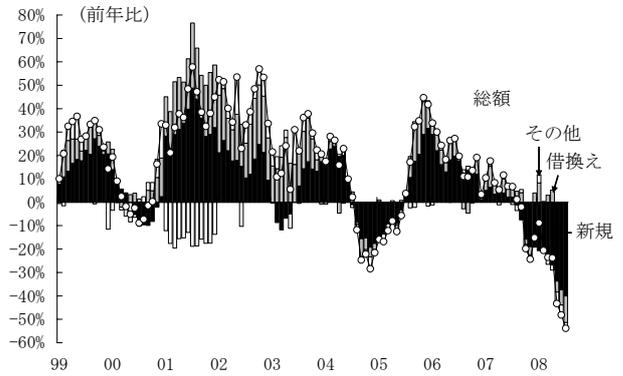
但し、イギリスの住宅ブームは、土地面積や建築規制によって供給が制約されたことから、住宅投資の調整の余地は米国に比べて小さい。また、設備投資についても稼働率の絶対水準から考えて過剰感は大きくはないことから、調整が長期化するリスクは低いと考えられよう(図表6)。

図表3 イギリスの住宅価格指数



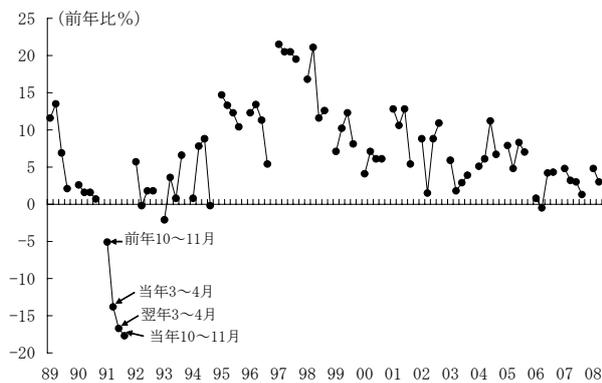
(資料) ネーションワイド、ハリファックス、DCLG

図表4 銀行ローン



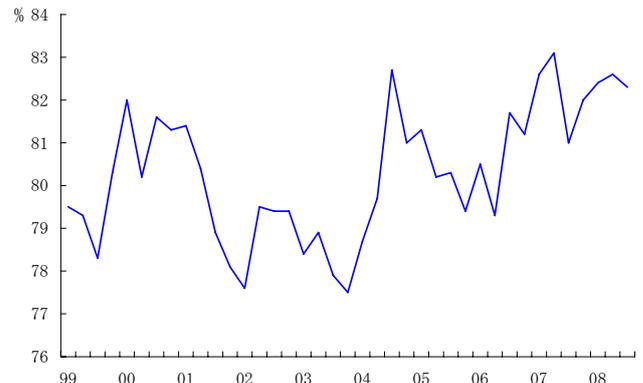
(資料) BOE

図表5 イギリスの製造業設備投資計画



(資料) 欧州委員会

図表6 イギリスの稼働率



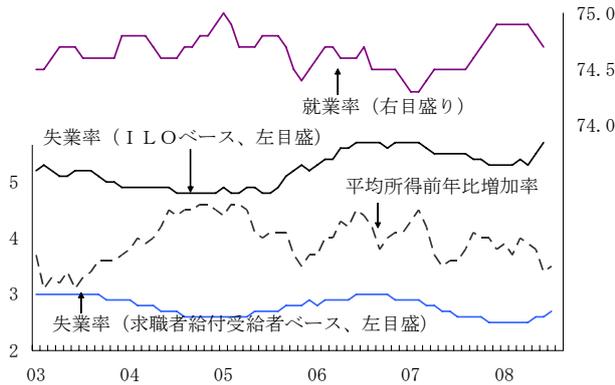
(資料) 欧州委員会

(個人消費を下支えてきた雇用・所得環境にも悪化の兆し)

個人消費は、住宅価格下落による逆資産効果が懸念される中でも持ちこたえてきたが、今後は、調整色を深めることになるだろう。エネルギー、食品の値上がりは、実質ベースでの個人消費の伸びを抑制する要因となる。消費を下支えてきた良好な雇用・所得環境は、雇用の伸びの鈍化、失業の増大、所得の伸びの減速と悪化の方向に転じている（図表7）。消費者の購買意欲も、景気と雇用の先行きへの不安、資産価格の下落を背景に一段と冷え込んでいる（図表8）。

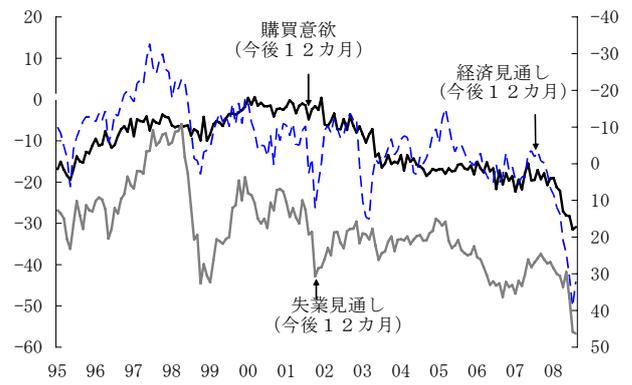
ブラウン政権は、今年5月に発表した低所得者向けの27億ポンド（GDP比0.2%相当）の減税に続き、9月に印紙税減税や住宅取得支援を柱とする住宅市場対策を打ち出しており、財政面から景気の下支えに動く姿勢を強めている。

図表7 イギリスの雇用・所得関連指標



(資料) Eurostat

図表8 イギリスの消費者信頼感



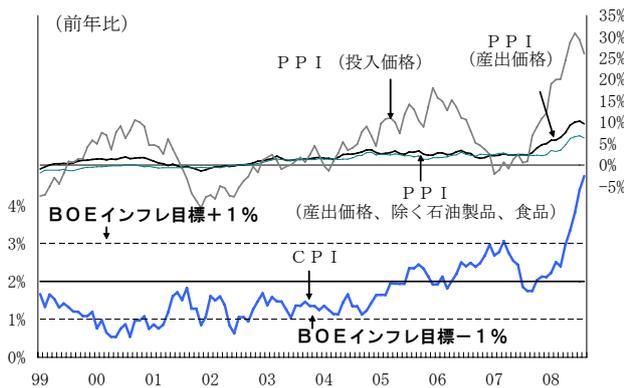
(資料) Eurostat

(BOEは10~12月期に利下げ再開)

CPIはエネルギーと輸入価格の上昇で大きく押し上げられており、8月は、BOEのインフレ目標2%に対して4.7%まで高進している(図表9)。

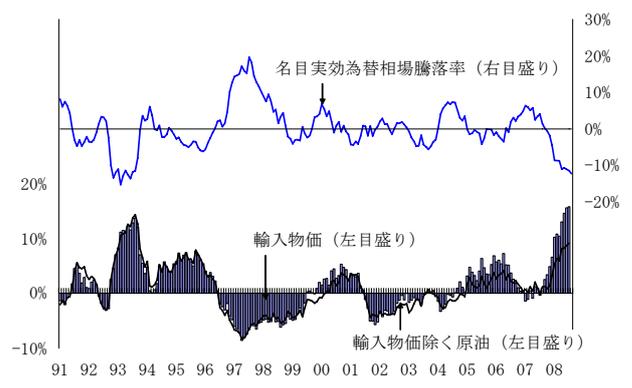
BOEのインフレ目標制は、CPIが目標の2%から上下に1%以上乖離した場合には、総裁から蔵相に理由と今後の見通し、政策対応を説明した公開書簡を提出することが義務付けている。9月15日には、今回の物価上昇局面で2通目となる公開書簡が提出された。公開書簡では、物価上昇の原因は「予想を遥かに上回るエネルギー、食品価格の上昇」、「ポンドの下落による輸入物価の上昇(図表10)」にあり、「ピークには5%近くに達し」、「09年入り後も公開書簡の提出(注:CPIの3%を超える状態は続く)」と説明されている。

図表9 イギリスの物価



(資料) ONS

図表10 実効為替相場と輸入物価



(資料) BOE, ONS

BOEが、「景気の下振れリスクは明らかに増大している(9月MPC議事録)」にも関わらず5か月にわたって政策金利を据え置いてきたのは、インフレ高進が続く中での利下げは、「MPCはインフレ目標の達成よりも成長の持続に重点を置いているという誤ったメッセージを送ることになる(同上)」という判断が大勢を占めていることによる。

とはいえ、利下げの再開は時間の問題だろう。8月に公表された「インフレ報告」では政策金利据え置きという前提で、「08年末～09年初はマイナス成長」、「CPIは08年後半に5%近辺まで上昇した後、速いテンポで鈍化し、2年後には目標水準をやや下回る」、つまり景気後退でCPIが目標を下回るリスクが強まるというシナリオが示されている。実際、9月17日に公表された雇用統計でも、雇用の悪化と所得の伸びの抑制は確認されており、雇用・所得面からのインフレ圧力が弱まり、消費の萎縮で価格転嫁余地も狭まったと判断しうる状況になりつつある。

10～12月期の段階では、CPIが目標から大きく乖離した状態は続くが、BOEは景気失速で2年後にCPIが目標を下回るリスクが高まったとして、利下げを再開するだろう。但し、ポンド相場の下落が一層進むことによる輸入インフレ圧力増大のリスクも無視できないため、利下げは25bp合計2回に留まり、2009年1～3月期には政策金利は4.5%となるだろう。

(09年の成長率は92年以来の低水準となる見込み)

今年末から来年初にかけては、内需の減速とポンド安による輸入の減少を主因とする外需の改善に辛うじて下支えられる不安定な状況が続くだろう。金融緩和の遅れもあり、前期比の成長率は7～9月期以降、連続でマイナスとなる可能性も高く、08年の成長率は1.1%まで減速するだろう。

景気の回復は、景気対策や利下げの効果が表れ始め、世界景気の回復が期待される09年半ば以降となろう。09年の年間の成長率は、08年下期のマイナス成長が響くため、0.5%と92年の0.2%成長以来の低い水準となるだろう。

(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もありません。