



欧州経済

外需主導の緩やかな景気回復へ

(1) ユーロ圏主要国の2002年第1四半期の
実質経済成長率は、ドイツが季節調整済みで
前期比0.2%、前年同期比 - 0.2%、フランス

は同0.4%、0.3%となり、ユーロ圏全体では
それぞれ0.2%、0.1%となった。各国・地域
とも2001年第4四半期の季節調整済み前期
比マイナス成長から脱した。英国は季節調整
済みで前期比0.0%、前年同期比1.0%の成長
となり、2001年第4四半期に続き、季節調
整済み前期比ゼロ成長となった。今後は、米
国を中心とした海外景気の拡大が予想される
ため、各国とも外需中心の景気回復過程に入
るとみられる。しかし、米国景気の回復力は
やや抑制されたものになると予想され、欧州
各国も緩やかな景気回復過程をたどろう
(表1)。また、原油価格が再び上昇傾向を強
めた場合には、物価が上昇し、回復が停滞す
る危険性も残る。

(2) ドイツでは輸出が拡大し、第1四半期は
前期比プラス成長となった。しかし、民間消
費、設備投資が季節調整済み前期比マイナス
成長となり、在庫調整も続いたため、実質国
内需要は季節調整済みで前期比1.4%減少し
ている。今後も、外需の伸びが緩やかになる
と予想され、内需を刺激する効果は限定的と
みられる。2002年の経済成長率は実質0.6
%程度にとどまろう(表2)。その後、2003
年には所得税減税が計画されており、消費が
ある程度回復し、2.4%成長に至ると予想さ
れる。

(3) フランスでは、民間消費が季節調整済み

表1 ユーロ圏の短期経済予測

	2000年	2001年	2002年(予)	2003年(予)
(単位: %)				
実質GDP成長率	3.5	1.5	1.0	2.5
内需(寄与度)	2.9	0.8	0.2	2.5
外需(寄与度)	0.6	0.7	0.8	0.0
消費者物価上昇率	2.3	2.5	2.5	1.9
失業率	8.5	8.1	8.4	8.3
経常収支(十億ドル)	-55.3	1.8	66.0	91.4

注1) ユーロ圏とは、ベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、アイルランド、イタリ
ア、ルクセンブルク、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランド、ギ
リシャのEU(欧州連合)12カ国
2) 統計誤差などのため、内外需の合計がGDP成長率と一致しない場合がある
出所) ユーロスタット(EU統計局)および欧州中央銀行の統計、予測はNRIヨーロッパ

表2 ドイツ経済の短期予測

	2000年	2001年	2002年(予)	2003年(予)
(単位: %)				
実質GDP成長率	3.2	0.7	0.6	2.4
内需(寄与度)	2.1	-0.8	-0.4	2.6
民間消費	1.6	1.2	-0.2	1.9
政府消費	1.2	1.7	1.1	1.0
総固定資本形成	2.9	-4.5	-2.3	2.9
在庫(寄与度)	0.3	-0.9	0.0	0.7
外需(寄与度)	1.1	1.6	1.0	-0.2
輸出	13.9	5.2	2.7	6.6
輸入	10.6	0.5	-0.2	8.3
生計費指数上昇率	1.9	2.5	1.6	1.7
失業率(含む自営業)	9.6	9.4	9.7	9.6
経常収支(十億ドル)	-22.3	4.1	27.1	22.4

注) 統計誤差などのため、内外需の合計がGDP成長率と一致しない場合がある。また、
ユーロ建てのため、マルク建ての成長率と若干異なる場合がある
出所) ドイツ連銀の統計、予測はNRIヨーロッパ

で前期比実質0.2%拡大した。ただし、雇用調整が遅れ気味に推移していることを考慮すると、今後、消費が順調に加速していく可能性は低い。ドイツに比べて成長率の水準は高いものの、加速感はそれほど強くなく、実質経済成長率は2002年が1.5%、2003年は2.9%という景気回復過程となろう(表3)。

(4) 英国では、消費の減速と輸出の減少が続く、景気が停滞している。これまで堅調に推移してきたサービス産業に循環的な減速傾向が生じている。所得の伸びが抑制され、消費はしばらくの間、緩やかに調整する動きが続こう。一方、製造業には回復傾向が生じるとみられる。資本ストックの調整は大きく進んでおり、海外景気が回復し、輸出が増加に転じれば、生産と設備投資が底を打つ可能性が考えられる。2002年の1.2%成長から、2003年は2.7%程度への景気回復となろう(表4)。

外需主導で底入れしたユーロ圏景気

2002年第1四半期の実質経済成長率は、ドイツが季節調整済みで前期比0.2%、フランスが同0.4%、ユーロ圏全体が同0.2%となった。ドイツは2001年第3、第4四半期に2四半期連続でマイナス成長を記録し、フランスも第4四半期に、ユーロ圏全体も第4四半期にマイナス成長となった。したがって、2002年第1四半期に前期比で見た成長率がそれぞれプラスに転じたことにより、ユーロ圏景気の減速は底入れしたといえよう。

ただし、前年同期比で見た実質成長率は、フランスが0.3%で横ばったものの、ドイツは2001年第4四半期の0.0%から-0.2%へと低下し、ユーロ圏全体も同様に0.3%から0.1

%に低下している。景気の底入れは果たしたものの、景気の水準は、いまだ水面下のままである。

需要項目別の動きを見ると、ドイツ、フランス、ユーロ圏全体の実質輸出が、季節調整済み前期比でそれまでの減少から増加に転じた。海外景気の回復がユーロ圏の輸出に影響

表3 フランス経済の短期予測

	2000年	2001年	2002年(予)	2003年(予)
(単位: %)				
実質GDP成長率	4.1	1.8	1.5	2.9
内需(寄与度)	4.2	1.6	1.4	3.2
民間消費	2.8	2.8	1.6	2.4
政府消費	2.9	2.4	2.2	1.8
総固定資本形成	8.3	2.6	0.7	2.3
在庫(寄与度)	0.4	-1.0	-0.1	1.0
外需(寄与度)	-0.1	0.3	0.1	-0.2
輸出	13.6	1.0	2.4	6.9
輸入	15.1	0.1	2.4	8.3
消費者物価上昇率	1.6	1.6	2.1	1.8
失業率(ILO方式)	9.6	8.8	9.2	9.1
経常収支(十億ドル)	18.7	24.0	19.2	17.5

注1) 統計誤差などのため、内外需の合計がGDP成長率と一致しない場合がある。また、ユーロ建てのため、フラン建ての成長率と若干異なる場合がある
2) ILO: 国際労働機関
出所) INSEE(国立統計経済研究所)およびフランス中央銀行の統計、予測はNRIヨーロッパ

表4 英国経済の短期予測

	2000年	2001年	2002年(予)	2003年(予)
(単位: %)				
実質GDP成長率	3.0	2.2	1.2	2.7
内需(寄与度)	3.8	3.0	2.6	3.1
民間消費	4.1	3.9	3.0	2.9
政府消費	3.3	2.7	3.4	2.4
総固定資本形成	3.9	0.1	-0.6	3.8
在庫(寄与度)	-0.3	-0.2	0.0	-0.1
外需(寄与度)	-0.7	-0.8	-1.4	-0.4
輸出	10.3	1.0	-2.6	2.7
輸入	10.9	2.8	1.2	3.1
小売物価上昇率	2.1	2.1	2.1	2.5
失業率	3.6	3.2	3.2	3.1
経常収支(十億ドル)	-25.8	-25.1	-74.0	-79.8

注1) 統計誤差などのため、内外需の合計がGDP成長率と一致しない場合がある
2) 小売物価上昇率はRPIX(総合から住宅抵当金利支払いなどを除いた指数)による
出所) 英国政府統計局および英国中央銀行の統計、予測はNRIヨーロッパ

を及ぼし、ユーロ圏の景気減速底入れに少なからず貢献したとみられる。ただし、内需に関しては、国によりやや異なる状況となっている。

ドイツの2002年第1四半期の実質国内需要は、季節調整済みで前期比1.4%減少し、ユーロ圏全体でも同0.5%減少している。国内、域内景気は不安定な状況が続いている。

一方、フランスの実質国内需要は、季節調整済み前期比で0.4%拡大している。ただし、

フランスでは所得税減税が実施され、低所得者向けに社会保障掛け金の還付が行われており、政策が内需押し上げに寄与したと考えられる。こうした点を考慮すると、国内景気の実態はドイツおよびユーロ圏全体の動きとそれほど異ならない可能性が高い。また、フランスでは内需が押し上げられたために輸入が拡大し、実質純輸出の成長率寄与度は前期比0.0%、前年同期比は-0.1%となっている。

このように見てくると、フランスは若干異なるものの、ユーロ圏は輸出の拡大によって景気が底入れしてきたと考えられる。したがって、今後のユーロ圏景気の回復がどの程度となるかを予測する場合、輸出がさらにどの程度伸び、それが生産と内需をいかに効果的に刺激するかが注目点となる。

ユーロ圏生産の回復は緩やかに

図1にある通り、建設を除く鉱工業生産の水準は、前年比のマイナス幅を縮小し始めている。振れを除くために四半期ベースで見ると、2001年中の生産水準は、季節調整済み前期比で減少し続けていたが、2002年第1四半期には0.5%の拡大に転じた。前述の通り、域内需要が低迷した状態にあることを考慮すると、輸出の拡大によって生産が回復し始めたと判断されよう。生産の拡大が続くことで設備投資、雇用の回復が達成される。初期段階では輸出がどの程度伸びるかが、域内需要回復にとって重要な注目点となる。

図2に示すように、前回の世界景気拡大局面において、OECD（経済協力開発機構）加盟国の実質GDP（国内総生産）成長率は、前年比で最大4.5%まで拡大した。しかし、今後予想される米国景気の拡大は、前回の景

図1 ユーロ圏の生産動向

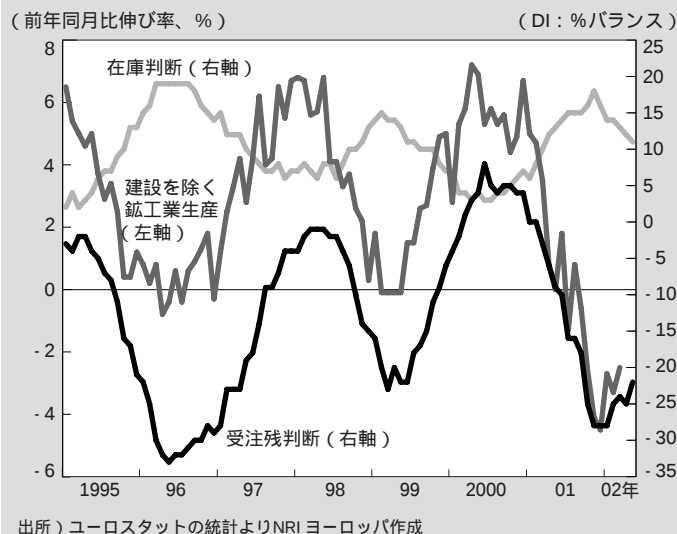


図2 ユーロ圏の輸出動向

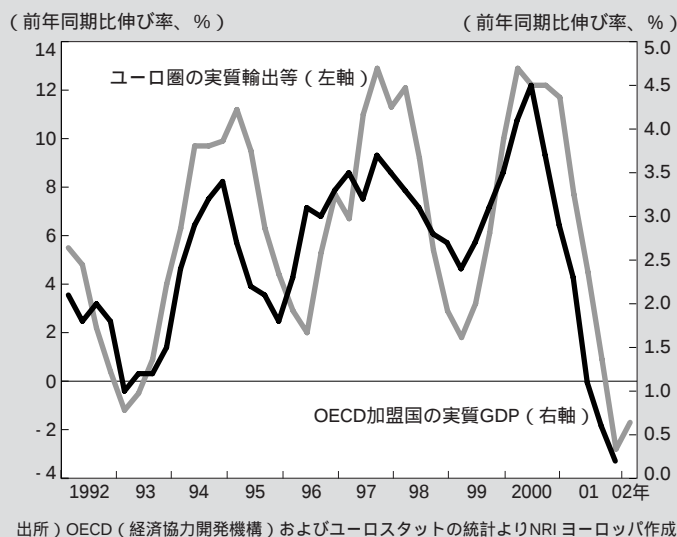


表5 ユーロ圏各国の実質輸出等関数

ユーロ圏	OECD加盟国 実質GDP (1期前)	ドル/ユーロ (2期前)	ユーロ圏PPI (3期前)	ユーロ導入ダミー (2期先)	定数項	自由度修正 済みR ²	DW値	推計期間
	2.8118 (25.2591)	-0.0644 (-2.0719)	-0.4361 (-2.8756)	-0.043 (-4.0928)	-19.8519 (-32.9951)	0.9955	0.9119	1991年 ~ 2001年
ドイツ	OECD加盟国 実質GDP (2期前)	ドル/ユーロ (1期前)	ドイツPPI (3期前)	ユーロ導入ダミー (2期先)	定数項	自由度修正 済みR ²	DW値	推計期間
	2.6768 (36.8066)	-0.1494 (-5.8145)	-0.4535 (-3.4311)	-0.0551 (-7.0188)	-19.6563 (-27.4615)	0.9967	1.6249	1994年 ~ 2002年
フランス	OECD加盟国 実質GDP (2期前)	ドル/ユーロ (1期前)	-	ユーロ導入ダミー (2期先)	定数項	自由度修正 済みR ²	DW値	推計期間
	2.4081 (49.1616)	-0.2015 (-8.0206)	-	-0.0387 (-2.4789)	-12.6850 (-26.5076)	0.9921	0.6099	1985年 ~ 2002年

注1) 各項目の数字は係数。係数の下のカッコ内はt値

2) すべて自然対数による推計。したがって、係数は弾性値を示す

3) ユーロ導入ダミーは1999年第1四半期以降は1、それ以前は0

4) PPI: 生産者物価指数

出所) OECD、欧州中央銀行、ユーロスタット、INSEE、ドイツ連銀の統計よりNRIヨーロッパ作成

気拡大局面の半分程度にとどまるとみられる。OECD加盟国の景気拡大も、それに沿った動きになると予想される。こうした外部環境のなかで、輸出がどの程度伸びるかを検討してみた。

OECD加盟国にはユーロ圏の国も含まれるため、厳密には正しくないが、OECD加盟国を世界景気動向の目安として採用して推計した輸出関数が表5である。実質輸出のOECD加盟国の実質GDPに対する弾性値は、ユーロ圏で約2.8、ドイツでは約2.7、フランスでは約2.4となっている。OECD加盟国の実質GDPの伸びが、前回の成長時におけるピークの半分の2.25%となったとして、推計した結果によれば、OECD加盟国の景気拡大によって、実質輸出の伸びはユーロ圏が約6.3%、ドイツは約6.1%、フランスは約5.4%に達することがわかる。

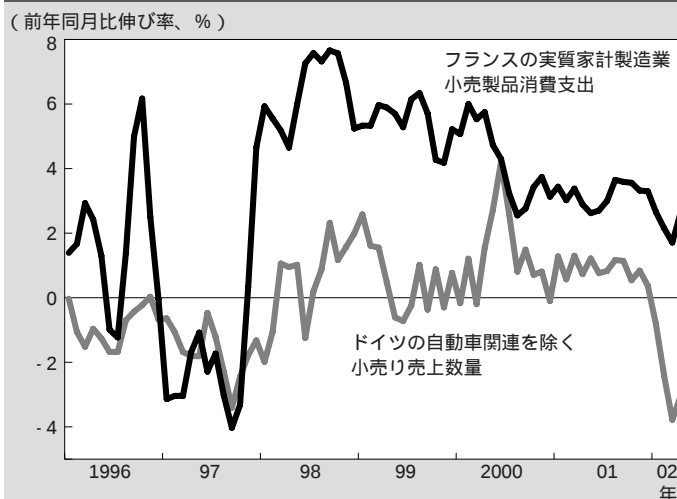
前回の景気拡大期の輸出の伸びと比較する

と、やはり半分程度の伸びにとどまる可能性が大きい。輸出の伸びが低いことから、生産の拡大も抑制され、域内需要を刺激する力も限られる公算が高い。

限られるユーロ圏消費の回復ペース

図3に見られるように、ドイツとフランス

図3 ドイツとフランスの消費動向



注) 両者とも3ヵ月移動平均値

出所) ドイツ連銀およびINSEEの統計よりNRIヨーロッパ作成

の消費動向は明暗を分けた形となっている。2001年には両国とも所得税減税が実施された。その後、2002年にドイツでは新たな所得税減税が実施されなかったのに対し、前述の通り、フランスではさらなる所得税減税と社会保障掛け金の還付が実施された。この差が消費動向の違いの背景にあると考えられる。

政策面での違いはあるものの、消費実態にはそれほど差はないとみられる。図4に示す

図4 ユーロ圏の消費者景気信頼感の動向

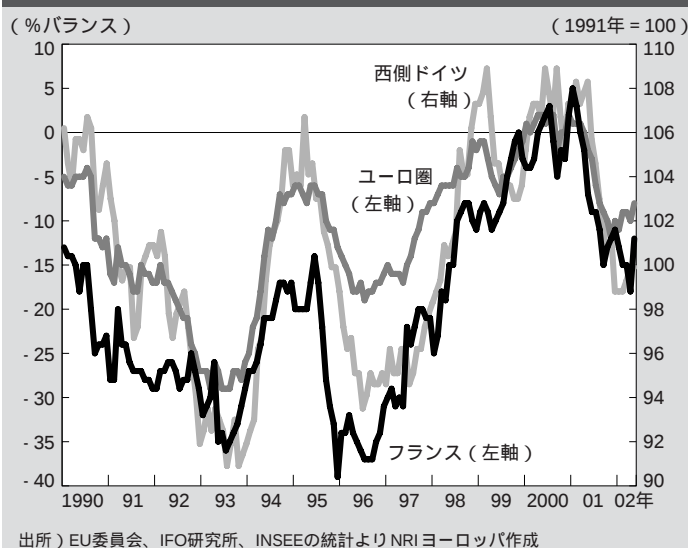
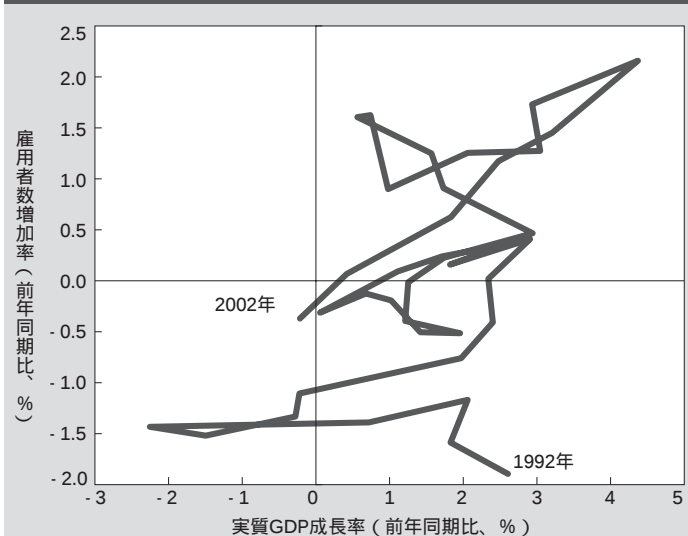


図5 ドイツの雇用と景気の関係



ように、消費者の景況感はドイツ、フランスともようやく底入れし、徐々に回復過程に入ったばかりとなっている。企業の景況感が順調に改善したのとは異なる動きとなっている。ドイツ、フランスともに雇用の鈍化が続いていることが背景に存在しよう。

ドイツを例に見てみると、図5に見るように、景気に対する雇用の伸びの感応度が低下してきている。ドイツでは2001年に、労働組合が企業の経営権に関与する権利を認める法律が制定されている。このために積極的な雇用の削減は行われなかったが、雇用調整が遅れ、企業の雇用拡大が慎重になる傾向が生じている。フランスでも解雇規制法が、ドイツと同様の傾向を生じさせている。

賃金面では、ドイツの高い賃上げ率が注意点となろう。ドイツ金属労組 (IGメタル) が4%の賃上げ率を獲得し、他の主要組合も3%台半ば程度の賃上げ率となっている。図6にある通り、ドイツの生産性は低迷している。今後、生産水準の回復により、ある程度生産性も向上してくると予想される。ただし、前述の通り、生産の回復が緩やかなものにとどまった場合、賃金の上昇を生産性の改善で相殺することは困難となる。

景気が回復していく過程で、企業は労働コストなどの上昇を販売価格に転嫁し始めよう。高い賃上げは一時的に消費を支えるものの、実質で見た賃金の伸びはそれほど高まらないと考えられる。さらに、労働コストの高まりは雇用拡大の抑制要因となろう。

フランスでも、週35時間労働制の完全実施が、ドイツの高い賃上げ率と同様の効果を持っている。4時間の労働時間短縮により、時間当たり賃金が上昇している。ただし、基本

給は凍結される動きが主流となっており、景気低迷下で雇用が伸びず、労働時間が増加しない状況では、全体の所得が伸びにくい。景気拡大が強い場合、コストの価格への転嫁が始まるのに対して、緩やかな景気拡大では、時間当たり賃金の上昇は雇用の拡大を抑制し、消費の伸びを抑える可能性が考えられよう。減税などにより、成長率の水準自体は高められたものの、加速感は低くなる。

ドイツ、フランスともに消費が本格的な拡大過程に入るのは、制度変更が安定し、景気回復局面で新たな減税が実施される、2003年と予想される。

ドイツとフランスで差が生じる設備投資

図7に示すように、ドイツの機械設備投資は調整が大きく進んだ。景気減速による調整に加え、機械設備に対する減価償却率の引き下げが影響していると考えられる。2001年に減価償却率が30%から20%に引き下げられたため、2000年に駆け込みの設備投資が行われた反動が、景気減速下に強く現れたとみられる。ただし、このために、資本ストックの調整が予想以上に進んだと判断される。

したがって、ドイツでは生産水準の回復に伴って、設備投資が速やかに回復する素地が整っていると考えられる。生産の回復が緩やかなため、設備投資の急拡大は予想されないが、安定的な設備投資の回復が生じるものとみられる。

一方、フランスは設備投資の減速が限定的となっている。2001年、2002年と連続して所得税減税、社会保障掛け金の還付が行われ、国内需要が支えられたことが背景にあるとみ

図6 ドイツの生産性と賃金



図7 ドイツの項目別設備投資の推移

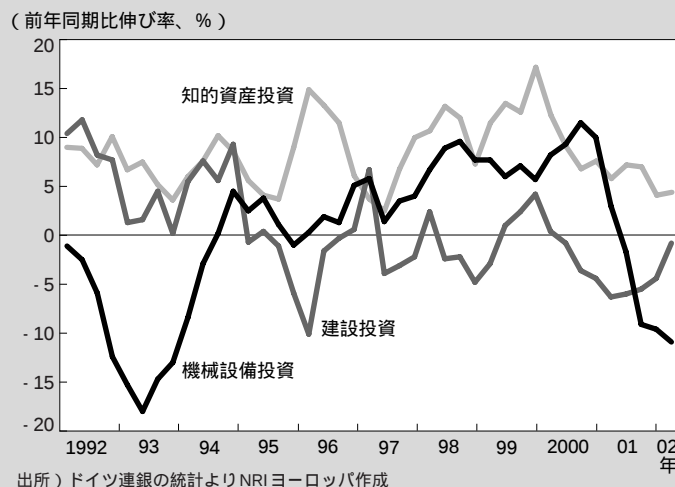
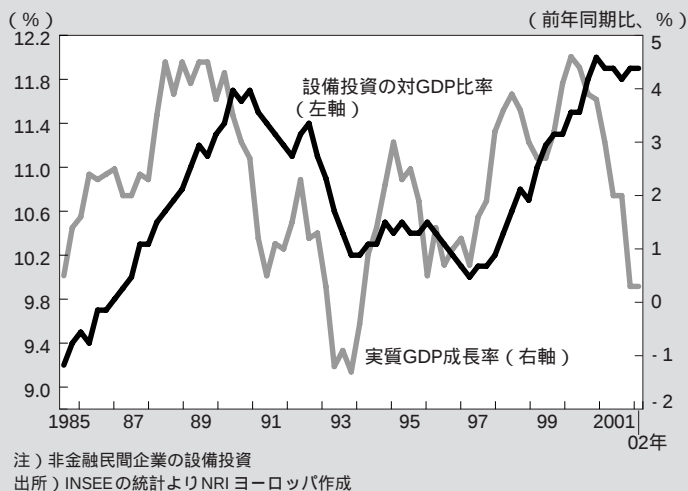


図8 フランスの設備投資の対GDP比率



られる。前ページの図8に見られるように、非金融民間企業の設備投資の対GDP比率が高止まった状態にある。経済全体から見て、設備投資の規模が大きくなっており、景気回復期にさらに設備投資の伸びが加速するのは難しい環境にある。

したがって、実質GDP成長率に沿った拡

大は生じるものの、設備投資が景気の牽引役になる可能性は低い。ドイツ、ユーロ圏全体に比べ、フランスの設備投資の加速感は低いものとなろう。

黒字安定するユーロ圏の対外収支

2001年5月以降、ユーロ圏の貿易収支は安定して黒字を続けている（図9）。当初は、域内需要の減速による輸入の低下が、海外景気の減速による輸出の低下を上回る過程で、貿易収支が黒字化した。現在は、海外景気の回復が輸出を拡大に転じさせた一方で、域内需要の回復が遅れているために輸入が伸びず、貿易収支の黒字が続いている。

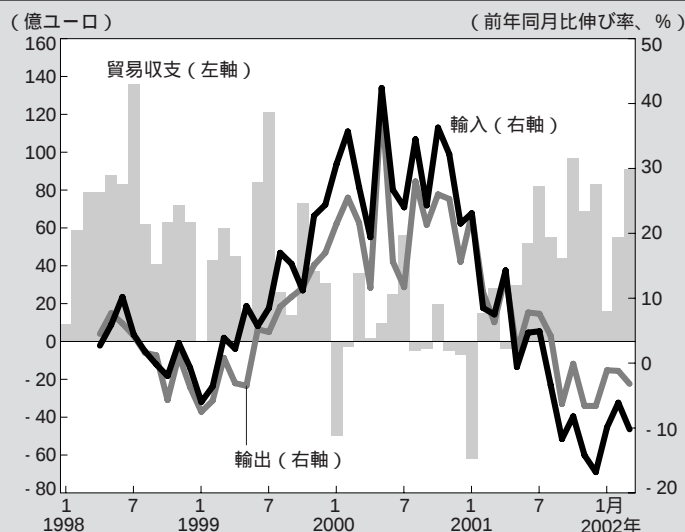
今後は、引き続き海外景気の回復が先行し、域内需要の回復が緩やかなものになると予想される。こうした状況下、貿易収支の黒字は安定し、経常収支についても黒字の状態が安定するものと予想される。

高止まるユーロ圏の物価上昇率

2002年5月におけるユーロ圏の消費者物価（HICP）の前年同月比上昇率は、速報で2.0%まで低下した（図10）。ただし、年初の天候不順による生鮮食料品価格の上昇と、原油価格の上昇により、その低下幅は限られている。これらの特殊要因が剥げるなかで、物価上昇率がさらに低下する可能性は存在する。しかし、今後は労働コストなどが価格に転嫁されることが予想される。

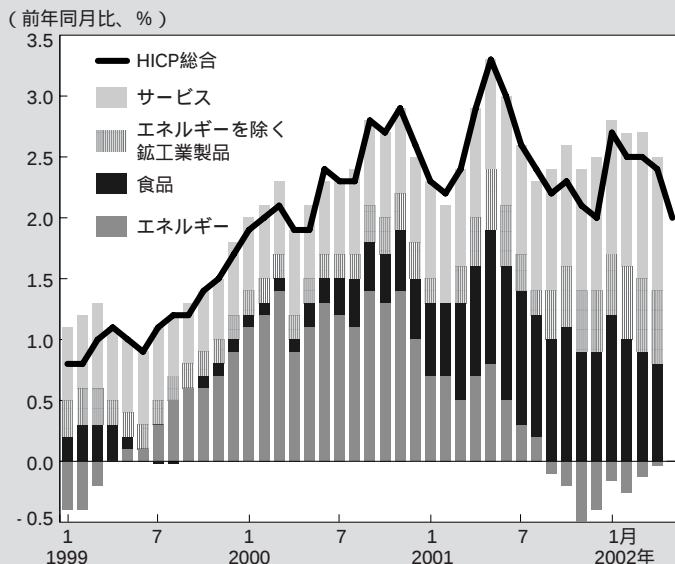
図11にある通り、現時点では生産者価格がほとんど上昇しておらず、労働コストなどの価格への転嫁は生じていない。これは域内需要の低迷が背景に存在するためとみられる。今後、域内需要が徐々に回復してくる過程で

図9 ユーロ圏の貿易動向



注）末季節調整値
出所）ユーロスタットの統計よりNRIヨーロッパ作成

図10 ユーロ圏の消費者物価（HICP）の動向



注）HICP総合は前年同月比上昇率、その他の項目はHICP総合の上昇率に対する寄与度
出所）ユーロスタットの統計よりNRIヨーロッパ作成

は、コストの価格への転嫁がより容易となつてこよう。したがって、消費者物価の前年比上年率は再び2%を若干超えた状態で推移する可能性が高い。

不安定要因としては、原油価格の行方が指摘されよう。図12に示すように、原油価格の前年比上年率は現状では比較的落ち着いている。この状態が続けば、物価上昇率も急激に高まる可能性は低いといえよう。ただし、原油価格が再度上昇傾向を強めた場合、物価上昇率が高まり、景気を抑制する可能性が高まる。今後も、原油価格には注意を要しよう。

政権交代によりユーロ圏の 景気が刺激される可能性

フランスでは、6月9日、16日に行われた国民議会選挙によって、これまでの社会党から、共和国連合を中心とする中道右派に政権が移行した。ドイツでは、9月22日に下院議会選挙が予定されている。現在のSPD（社会民主党）政権から、CDU（キリスト教民主同盟）・CSU（キリスト教社会同盟）政権に移行する可能性が存在する（表6）。

図11 ユーロ圏の物価動向

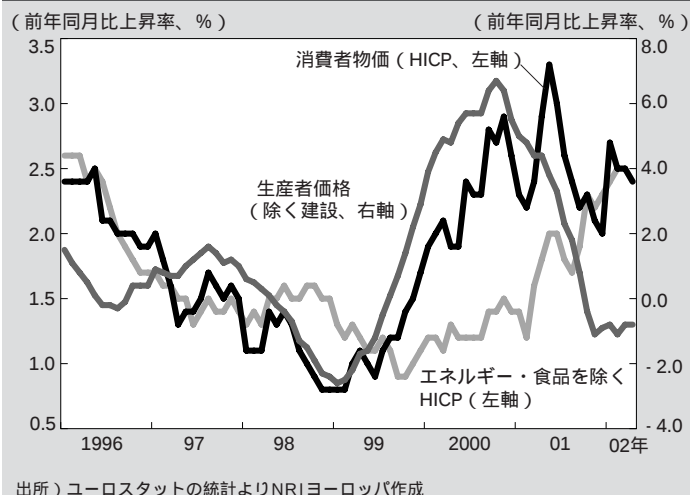


図12 ユーロレートと原油価格の動向

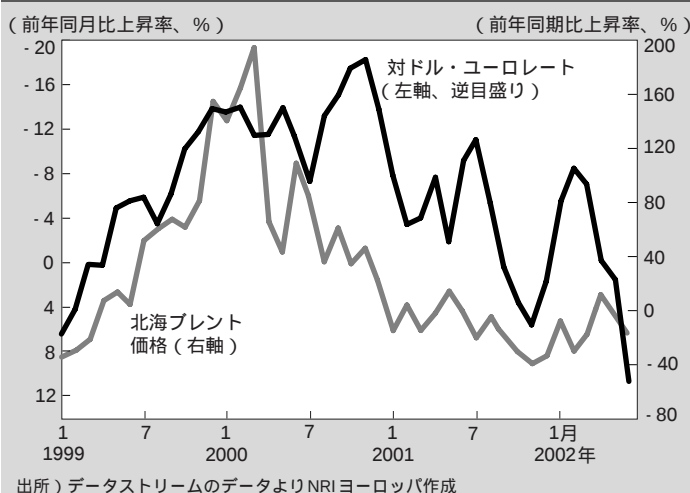


表6 ドイツ連邦下院の議席数

	第14期 (1998年9月28日選挙実施) 1998～2002年		第13期 1994～98年	
CDU（キリスト教民主同盟）	203	うち引退4、死亡1	251	うち引退4、死亡1
SPD（社会民主党）	302	うち引退5	260	うち引退4、死亡1
CSU（キリスト教社会同盟）	48	うち死亡1	53	うち引退1、死亡1
グリーン（緑の党）	48	うち引退1	49	うち引退1
PDS（民主社会党、旧東ドイツ共産党）	37		32	うち引退1
FDP（自由民主党）	43		48	うち引退1
無所属	0		1	
合計	681		694	

出所）ドイツ連邦下院の資料よりNRIヨーロッパ作成

表7 ドイツの財政動向

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
	(単位: %)					
実質GDP成長率	3.00	0.75	1.25	2.50	2.50	2.50
一般政府財政収支	-1.30	-2.50	-2.00	-1.00	0.00	0.00
(リスクシナリオ)						
実質GDP成長率	3.00	0.75	0.75	2.25	2.25	2.25
一般政府財政収支	-1.30	-2.50	-2.50	-1.50	-1.00	-1.00

注1) 一般政府財政収支は対名目GDP比

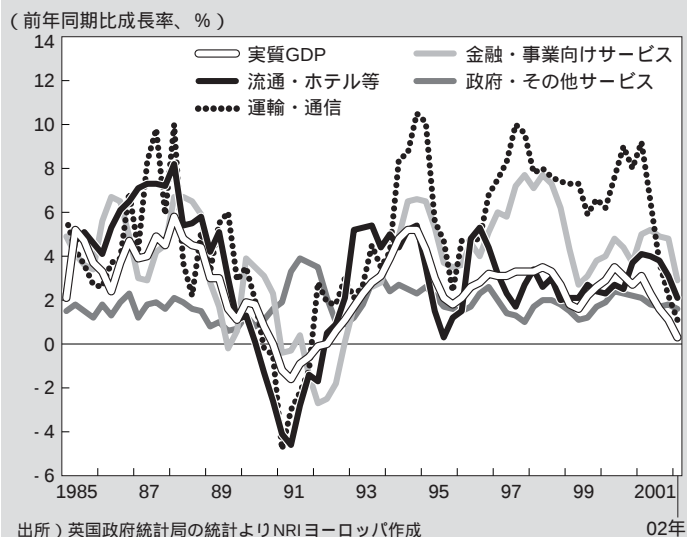
注2) 第3世代携帯電話事業免許収入を除く

出所) 2001年12月のドイツ財務省発表資料よりNRIヨーロッパ作成

図13 英国の実質GDPの推移



図14 英国の実質GDPとサービス産業の動向



政権交代後、従来の政策がそのまま継続された場合には、今後の景気見通しに大きな変化は生じない。ただし、政権が交代し、政策の変更が速やかに進んだ場合には、2003年に経済成長率がやや高まることも予想される。

フランスの中道右派は、法人税、所得税減税と週35時間労働制の緩和を公約としている。ドイツのCDU・CSUは、企業優遇策を導入するとみられている。両国とも、政策の具体的な変更内容やそれが実施される時期などはまだ不明であり、その影響を現時点で検討することは困難である。

しかし、2002年中に景気刺激効果が表れる可能性は低くとも、2003年には、内容によって、ある程度の効果が表れると考えられる。両国とも、総選挙後の新政権がどのような経済政策を実施してくるかが、2003年の景気動向を見るうえで注意点となろう。

一方、こうした経済政策はEU（欧州連合）域内の安定成長協定を脅かす危険性を持つ。ドイツでは、表7にあるような財政の中期計画が示されているが、政権交代によって減税などが行われた場合には、財政収支の悪化が生じるとみられる。また、フランスではシラク大統領が、大規模な減税などの景気対策を実施する過程で、財政収支均衡の計画を2004年から2007年へと後ろ倒しすることを表明している。

両国とも、最終的に財政収支の改善を目指す方向性を変更することはないとみられるが、そのペースが遅れる可能性は存在する。今後の経済政策に注意を要しよう。

英国は加速感の低い景気回復へ

英国の2002年第1四半期の実質経済成長率

は季節調整済みで前期比0.0%となり、2001年第4四半期に続いて経済成長が止まった形となった。ユーロ圏が前期比で拡大に転じたのに対して、英国は依然として景気の停滞が続いている。

図13にあるように、製造業の減速が厳しさを増したのに加え、サービス業も減速傾向が続いている。製造業は輸出の低迷から不振を極めているが、ユーロ圏と同様に輸出関数を推計すると、実質輸出のOECD加盟国の実質GDPに対する弾性値は約2.9と推定される。ユーロ圏で見たように、今後のOECD加盟国の実質GDP成長率が2.25%程度と想定すると、英国の実質輸出は6.5%程度伸びると考えられる。

製造業の伸びが前年比2%を超えた前回の輸出拡大局面では、実質輸出が前年比12%程度拡大していた。したがって、半分程度の輸出の伸びになると考えられる。この場合、製造業の伸びが大きく拡大するとは予想されないが、少なくとも現在の減速が底入れし、回復傾向を示す可能性は存在する。

一方、サービス業では、図14に見られるように、政府・その他サービスを除き、他のすべてのサービス産業が減速している。英国のサービス産業は、金融、観光などが世界景気に左右される傾向にある。したがって、世界景気の回復がこれらの産業に影響を及ぼすまで、今しばらく減速傾向が続くと予想される。製造業の底入れに続いて、サービス産業も底入れし始めると予想されるが、世界景気の回復は緩やかと予想されるため、サービス産業の回復もやや抑えられた形となろう。

需要面では、消費が比較的堅調に推移しているが、今後はやや減速する公算が大きい。

図15に示すように、平均所得の伸びは低下している。これまでの所得の伸びは、サービス産業の拡大に支えられていた面が強い。サービス産業の減速がしばらく続くと予想されるため、所得の伸びは抑制されよう。問題は、図にある通り、個人向け貸し出しの伸びが高止まり、消費を支えている点である。住宅価格の上昇によって、借り入れ担保価値が上昇したことが背景に存在する。低金利下で住宅

図15 英国の消費動向

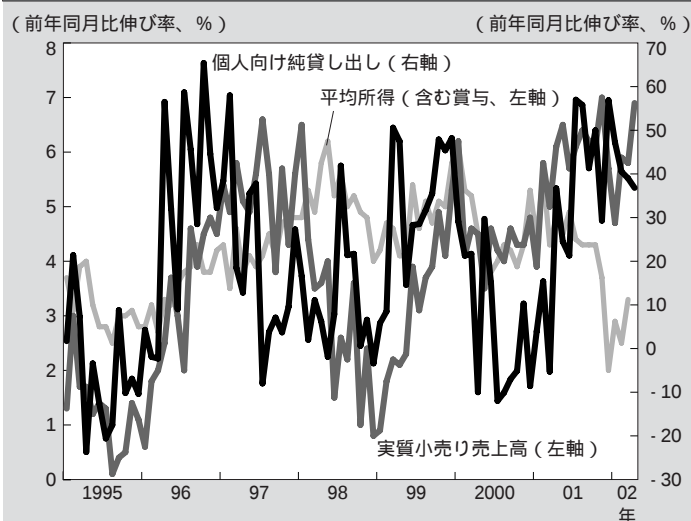
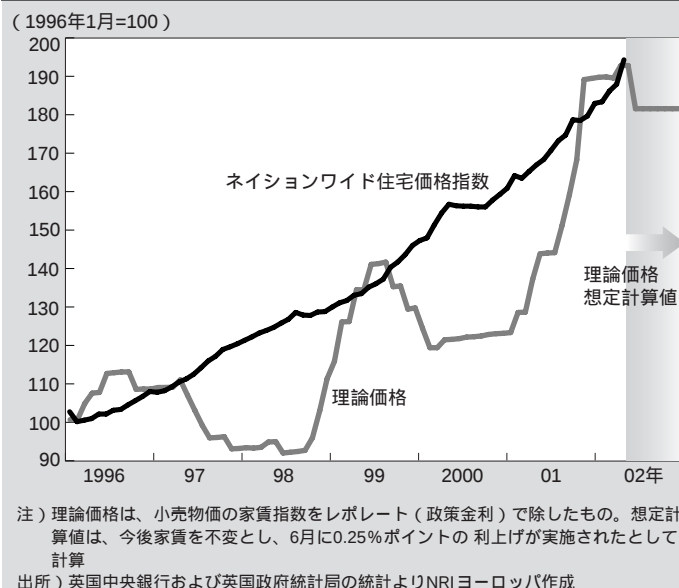


図16 英国の住宅価格の割高感



投資が進み、このような状況が発生したといえる。

前ページの図16は現在の住宅価格が適正かどうかを推定したものである。住宅価格の理論価格は、賃貸料と住宅ローン金利が代替関係にあるという想定のもとに計算している。足元では低金利が背景となって、住宅価格が理論価格とほぼ一致する状況にある。しかし、今後、製造業の減速が底入れし、政策金利の

引き上げが実施された場合には、住宅価格は低下すると予想される。消費に対する資産効果が剥落してこよう。消費が大きく減少するとは予想しないが、やや減速感が強まるといえよう。その後、サービス産業の回復に伴って、消費も緩やかな回復傾向を示そう。

製造業の低迷、サービス業の減速のもと、総固定資本形成のうち、事業投資は2001年に0.9%減少し、資本ストックの調整が進んだ。

表8 英国政府の2002年度予算

	(単位：十億ポンド)						
	2000年度 (実績)	2001年度 (推定)	2002年度 (計画)	2003年度 (計画)	2004年度 (計画)	2005年度 (計画)	2006年度 (計画)
経常歳入	383.0	390.8	407.0	442.0	468.0	494.0	520.0
(前年比伸び率、%)		2.0	4.1	8.6	5.9	5.6	5.3
(名目GDP比、%)	40.1	39.1	38.7	39.9	40.2	40.4	40.5
(2001年11月時点見通しからの変化)		-0.4	1.0				
(2001年度予算からの変化)		-7.6	-8.9				
経常歳出	348.8	367.4	390.0	420.0	444.0	471.0	495.0
(前年比伸び率、%)		5.3	6.2	7.7	5.7	6.1	5.1
(名目GDP比、%)	36.5	36.7	37.1	37.9	38.2	38.5	38.5
減価償却	12.7	12.8	14.0	15.0	15.0	16.0	17.0
(名目GDP比、%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
経常収支	21.6	10.6	3.0	7.0	9.0	7.0	9.0
(名目GDP比、%)	2.3	1.1	0.3	0.6	0.8	0.6	0.7
(2001年11月時点見通しからの変化)	25.1	10.3	3.0	4.0	7.0	8.0	9.0
(2001年度予算からの変化)	22.3	15.9	14.0	8.0	9.0	9.0	
総投資	23.4	29.9	32.0	38.0	41.0	44.0	47.0
(前年比伸び率、%)		27.8	7.0	18.8	7.9	7.3	6.8
(名目GDP比、%)	2.4	3.0	3.1	3.4	3.5	3.6	3.7
資産売却	-5.0	-5.1	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
(名目GDP比、%)	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
減価償却	-12.7	-12.8	-14.0	-15.0	-15.0	-16.0	-17.0
(名目GDP比、%)	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
純投資	5.7	12.0	14.0	20.0	22.0	24.0	27.0
(前年比伸び率、%)		110.5	16.7	42.9	10.0	9.1	12.5
(名目GDP比、%)	0.6	1.2	1.4	1.8	1.9	2.0	2.1
純借入れ	-15.9	1.3	11.0	13.0	13.0	17.0	18.0
(名目GDP比、%)	-1.7	0.1	1.1	1.2	1.1	1.4	1.4
(2001年11月時点見通しからの変化)	-18.8	2.5	12.0	15.0	13.0	13.0	13.0
(2001年度予算からの変化)	-15.0	-4.7	2.0	10.0	11.0	12.0	
公共部門純債務残高(年末)	305.9	310.6	326.0	345.0	363.0	385.0	408.0
(名目GDP比、%)	31.3	30.4	30.2	30.4	30.4	30.7	31.0
出所) 英国財務省2002年4月予算よりNRIヨーロッパ作成							

今後、回復が予想されるが、製造業、サービス業ともに緩やかな回復が予想されるため、事業投資も抑制された回復になろう。

また、これまで総固定資本形成を支えてきた公的資本形成もやや抑えられることとなる。表8で英国の2002年度の予算案を見ると、2001年度の純投資の伸びは名目で110.5%となったが、2002年度には16.7%まで低下している。2001年までは景気の下支え要因となっていた公的需要は、景気に対する支持力を低下させると予想される。

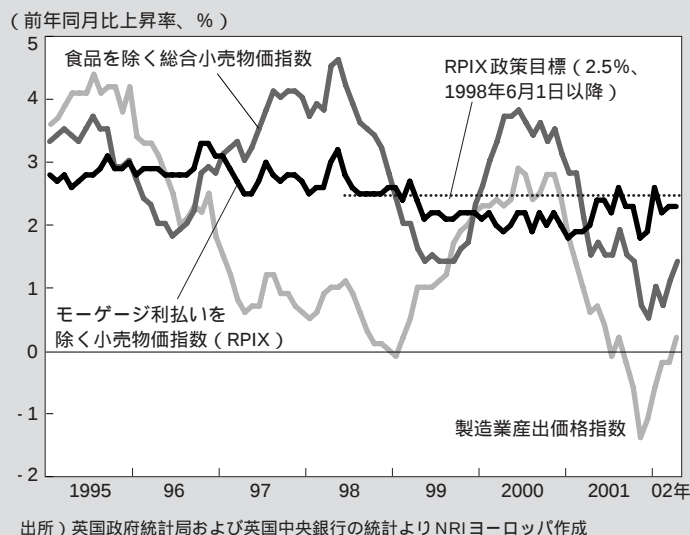
英国の実質経済成長率の水準自体は、ユーロ圏に比べて引き続き高い状態が続くと予想される。しかし、こうした状況を考慮すると、成長率は2002年の1.2%から、2003年には2.7%に高まる程度と予想され、加速のペースはやや鈍くなるとみられる。

徐々に上昇圧力を増す英国の小売物価

英国のモーゲージ利払いを除く小売物価(RPIX)上昇率は、製造業産出価格指数に比べて安定した状況が続いている(図17)。輸入浸透度が約40%と高く、国内産出価格よりも輸入価格の影響を大きく受けるために、このような状況が起きている。

今後は世界景気が回復していくと予想され、輸入物価も徐々に上昇圧力が加わると考えられる。また、世界景気の回復が英国の景気回復に先行するとみられるため、ポンドレートがやや低下し、為替面からも輸入価格は上昇していくと予想される。

図17 英国の物価動向



ただし、世界景気の回復ペースが緩やかなものになるとの想定のもとでは、需要面での物価押し上げ圧力もそれほど強くないと考えられる。したがって、小売物価上昇率の高まりもそれほど強くないと予想される。英国中央銀行の目標値に沿った推移になろう。

このような見通しに対する変動要因としては、原油価格と英国のユーロ加盟を意識した市場の動きが考えられる。これらが物価上昇圧力として加わった場合には、景気が抑制されることにも注意を要する。

著者

大越龍文 (おおこしたつみ)

NRIヨーロッパ上級エコノミスト