

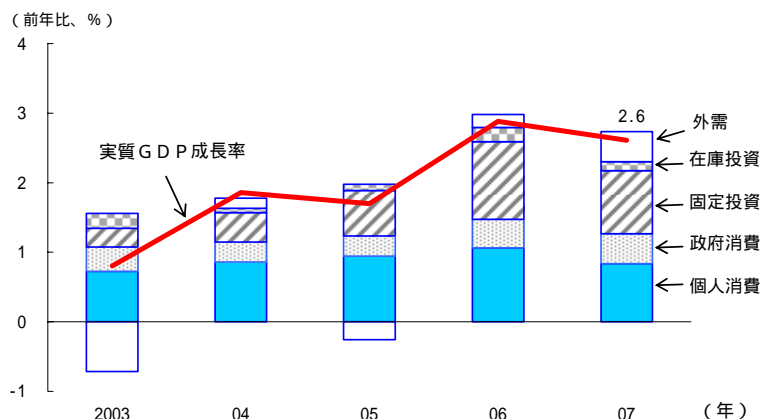
第2節 回復が緩やかとなるヨーロッパ

1. ユーロ圏及び英国の景気回復を支えた要因

ユーロ圏の景気回復を支えた要因は消費、投資等の内需

ユーロ圏では、景気回復が2005年から力強さを増し、07年の経済成長率は2.6%の成長となった（第2-2-1図）。こうした景気回復は、個人消費の堅調な増加（ドイツを除く）機械設備投資や建設投資を中心とする固定投資の増加といった内需が主たる要因となっている。その背景として、01年末に始まるアメリカの景気回復に伴って世界経済が回復し、ヨーロッパにもその影響が波及して輸出や生産の増加につながったことが挙げられる。また、ヨーロッパにおいても多くの国で、アメリカと同様に、2000年代に入っていわゆる住宅ブームが発生し、住宅投資の活発化や住宅関連消費の増大等により内需が堅調となったこともヨーロッパの景気回復を支える要因となっている。

第2-2-1図 ユーロ圏：実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(備考) ユーロスタットより作成。在庫投資には、一部統計上の不突合を含む。

雇用情勢が改善

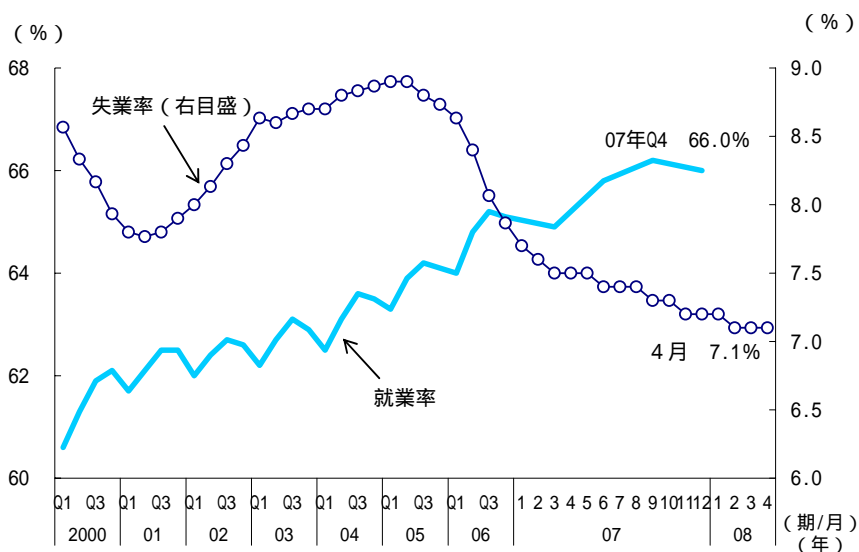
今回の景気回復局面においては、ユーロ圏の雇用情勢は顕著に改善した（第2-2-2図）。失業率は05年半ばから低下を続け、08年1～3月期に7.2%、4月には7.1%と99年のユーロ圏創設以降で最も低い水準となっている。また、ここ数年、就業率も上昇し、特に女性や高齢者の労働参加が進むなど働き手の裾野が広がった¹。07年10～12

¹ リスボン戦略（2000年3月にリスボンで開催された欧州理事会において採択されたEUの成長戦略）では、雇用に関しては10年までにEU平均で就業率を70%にすることが数値目標として掲げられている。就業率の上昇は、景気回復による影響だけでなく、労働市場改革の成果が徐々に現れてきた結果であるともみられる。

月期にはユーロ圏の就業率は66.0%まで上昇しており、うちオランダ(76.4%)、スウェーデン(74.0%)、キプロス(71.5%)、オーストリア(71.3%)、ドイツ(70.0%)の諸国において、目標の70%を達成している。

こうした雇用情勢の改善を受けた所得環境の好転による購買力の向上が、堅調な個人消費を下支えしたものとみられる。

第2-2-2図 ユーロ圏：失業率と就業率の推移



(備考) ユーロスタットより作成。

消費が堅調に推移

ユーロ圏の消費は03年以降、堅調に推移してきた²。この背景には、雇用の創出により就業率が高まる中で、家計の可処分所得が増大して購買力が高まったことのほか、金融緩和による消費者ローン金利の低下等が消費支出に促進的に作用したことがあったと考えられる。また、金利低下を背景に、住宅価格の上昇(後掲第2-2-8(1)図)による資産効果や住宅投資の活発化に伴う住宅関連需要(家具・室内装飾品類、家電製品等)の増加も消費を下支えする要因となったとみられる。雇用環境や経済の先行きに対する消費者の見通しも良好であり、消費者信頼感指数が03年3月を底に07年半ばまで改善を続けるなど、消費者マインドにおいても消費を支える傾向がみられた。

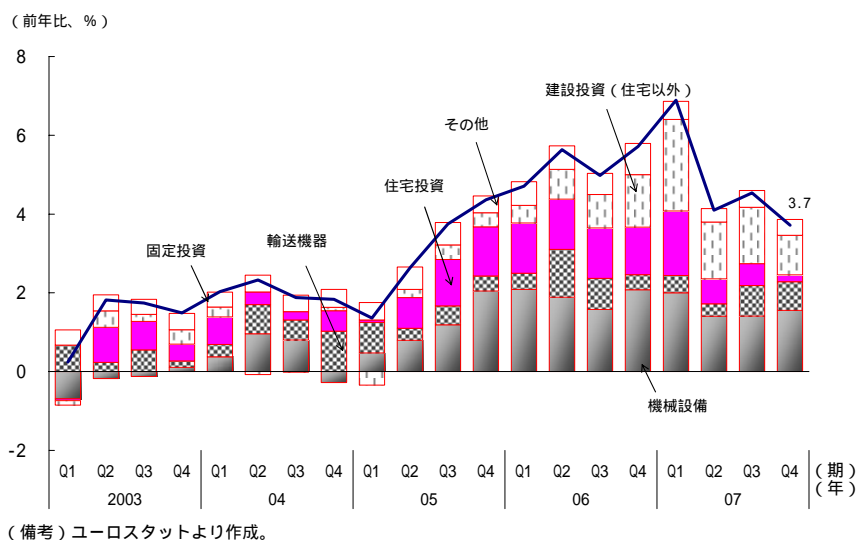
² ただし、ドイツでは、就業率の上昇と失業率の低下が続くなど雇用環境が改善する一方で、企業の国際競争力を維持する観点から賃金が伸び悩み、また07年1月の付加価値税率引上げの影響もあって所得環境の改善が進まず、消費の伸びは低調なものとなっている。

投資が力強く拡大、生産は堅調に推移

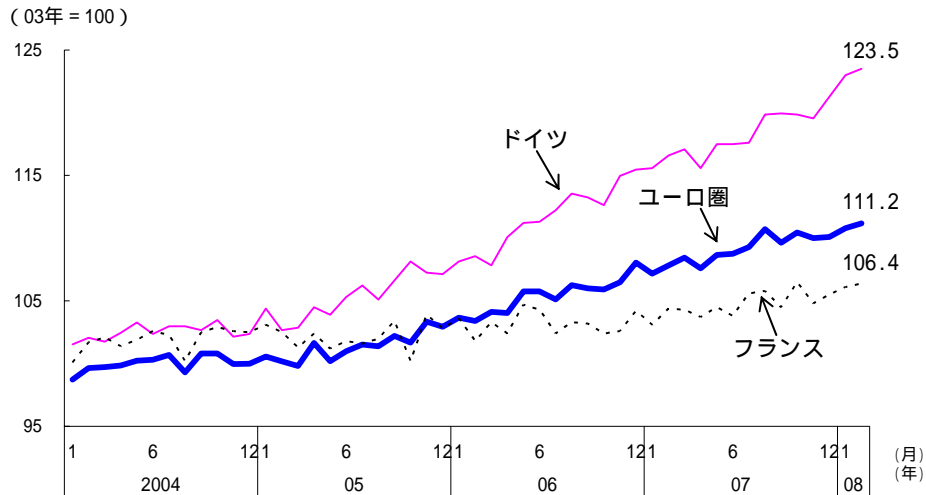
固定投資のうち、機械設備投資については、設備稼働率の上昇による生産設備の不足感の高まり、企業収益の増加や金融緩和により設備投資を行うための資金調達環境が改善したこと、先行きに関する企業景況感が上向きであったことなどを背景に、ドイツを中心に力強く拡大している（第2-2-3図）。また、建設投資については、住宅投資が、住宅ブームを背景にフランス、アイルランド、スペイン等を中心に07年初まで高い伸びを示した。住宅以外の建設投資も06年以降堅調に推移した。

企業部門の生産動向をみると、01年末に始まるアメリカの景気回復に伴って世界経済が回復し、アメリカ向け輸出や新興国・産油国向け輸出が増加基調にあったことから、特に05年頃からユーロ圏全体として生産の堅調な増加傾向が表れている。国別に見ると、ユーロ圏の鉱工業生産の34%のシェアを占めるドイツが全体をけん引する傾向がうかがえる（第2-2-4図）。

第2-2-3図 ユーロ圏：固定投資の伸びと内訳



第2-2-4図 ユーロ圏：鉱工業生産

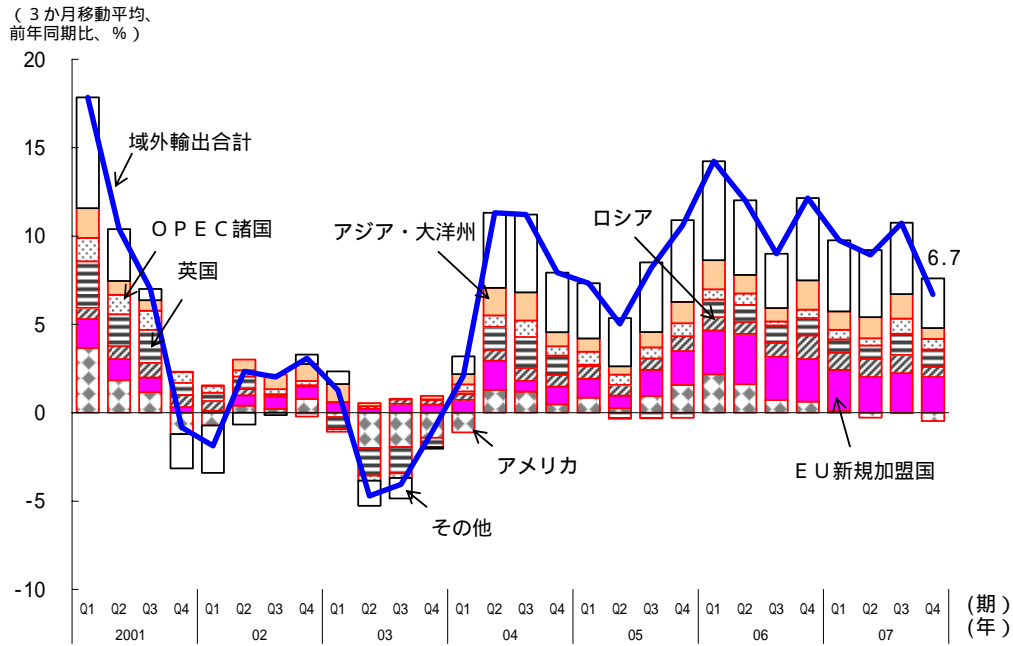


ユーロ圏域外輸出は新興国及び産油国向けが下支え

ユーロ圏の域外輸出(前年同期比、金額ベース、ユーロ建て)をみると、04年以降、アメリカ向けや、ヨーロッパの新興国であるEU新規加盟国³とロシア向け、あるいは産油国向け等を中心に堅調に推移し景気回復に寄与してきた(第2-2-5図)。06年後半以降、アメリカ向け輸出の伸びが減速又はマイナスとなってからも、EU新規加盟国向け等は堅調である。この背景にはユーロ・レートの影響もある(第2-2-6図)。ユーロ・レートは、05年頃から08年春頃までドル及び円に対し増価が続いてきたが、EU新規加盟国等の通貨に対してはむしろ減価している。また、原油価格の高騰で潤うロシア等旧ソ連圏諸国や中東産油国はユーロ圏からの輸入を増やしており、いわゆるオイルマネーがユーロ圏に還流している面もある。

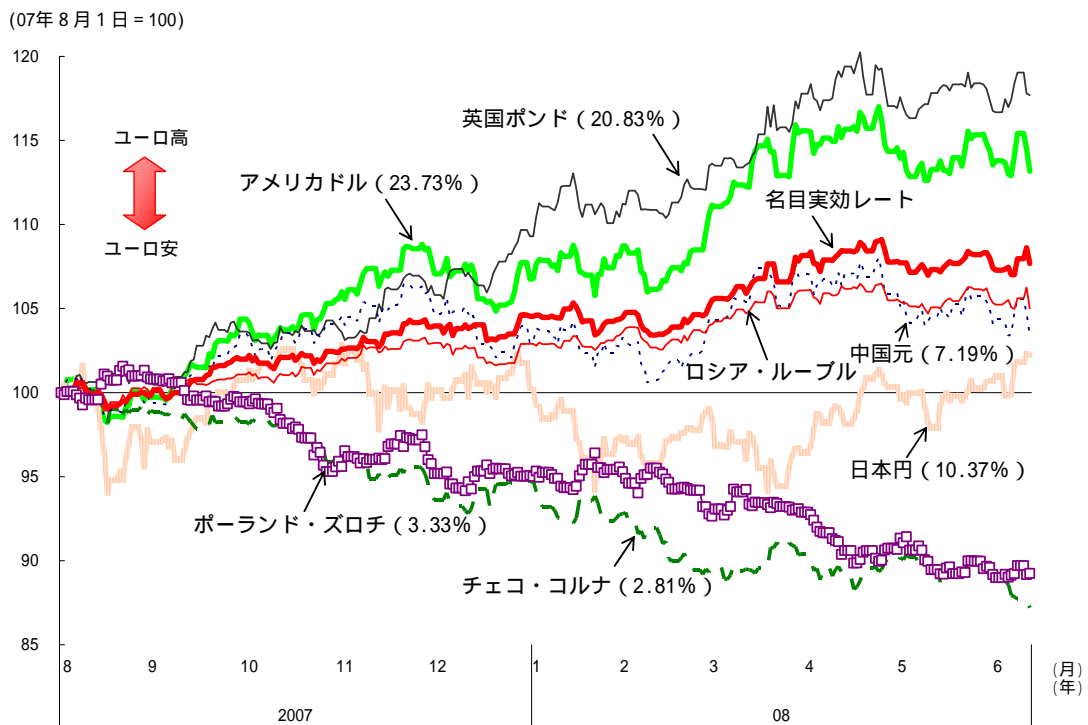
³ EUの第5次拡大として04年5月にエストニア、ラトビア、リトアニア、ポーランド、チェコ、スロバキア、ハンガリー、スロベニア、キプロス、マルタの10か国が、07年1月にルーマニア、ブルガリアの2か国が加盟。スロベニアは07年1月から、キプロス、マルタは08年1月からユーロ圏にも加盟。

第2-2-5図 ユーロ圏：域外輸出の伸びと地域・国別寄与度



(備考) ユーロスタットより作成。

第2-2-6図 ユーロの名目実効為替レート(EER24)とユーロに対する各国通貨の動き



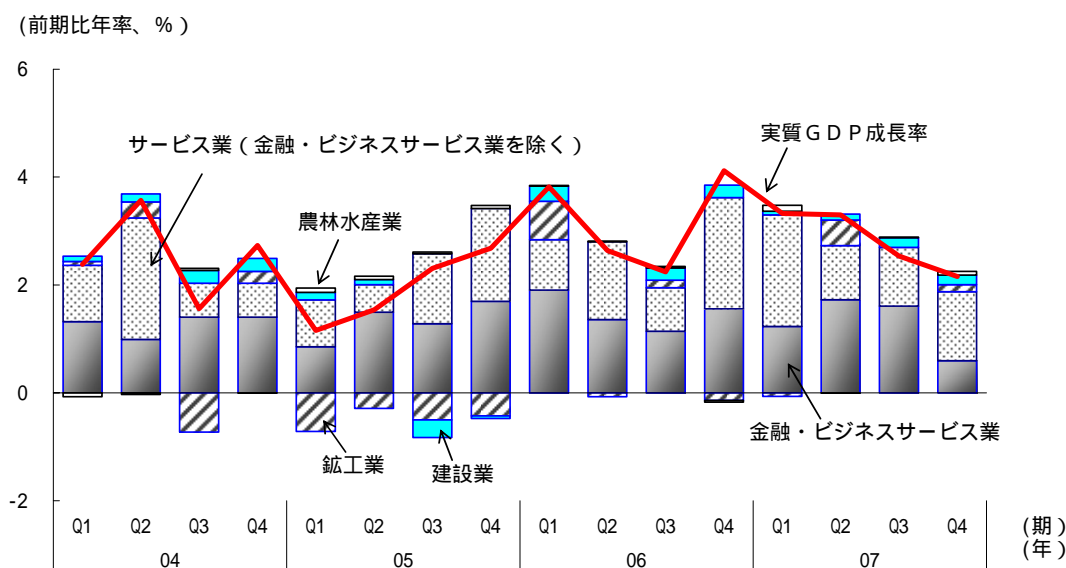
(備考) 1. ブルームバーグより作成。カッコ内はEER24におけるウェイト。
2. ロシア・ルーブルはEER24の構成通貨ではないため、ウェイトは不明。

英国の景気回復を支えた要因は金融セクターにけん引された内需

英国経済は、1992年7～9月期から約16年近く（63四半期）にわたり1四半期もマイナス成長となることなく経済成長を続けている。06年から07年半ばまでは、振れはあるものの均してみれば、潜在成長率（2.75%程度）を上回る約3%程度の高い成長を続けてきた。需要項目別では、個人消費や設備投資といった内需にけん引され、セクター別にみれば、金融・ビジネスサービスを始めとしたサービス産業の堅調な成長が景気回復を支えてきた（第2-2-7図）。

企業部門では、設備稼働率の上昇や企業収益の改善等を受け、設備投資が力強く伸びてきた。景気回復に伴う企業収益の堅調さを反映して賃金も年率約4%程度の伸びを続け、消費を下支えする要因ともなった。また、失業率は5%強とドイツ、フランス等大陸ヨーロッパと比べても低い水準にある。消費者物価上昇率（前年同期比）は、06年前半までは1～2%前後の安定した水準で推移した後、上昇率を高め、07年前半にいったん3%前後に達した。年後半には、物価上昇率の目標である2%前後の水準に低下したものの、年末以降再加速し、08年4月に再び3.0%に達した。

第2-2-7図 英国：実質GDP成長率と産業別寄与度



2. ヨーロッパの景気回復は減速へ

堅調に推移してきたヨーロッパの景気も、まず06年後半以降、住宅市場が一部の国で調整局面に入り、サブプライム住宅ローン問題に端を発する07年夏以降の国際金融資本市場の混乱を受けて景気の減速がみられる。

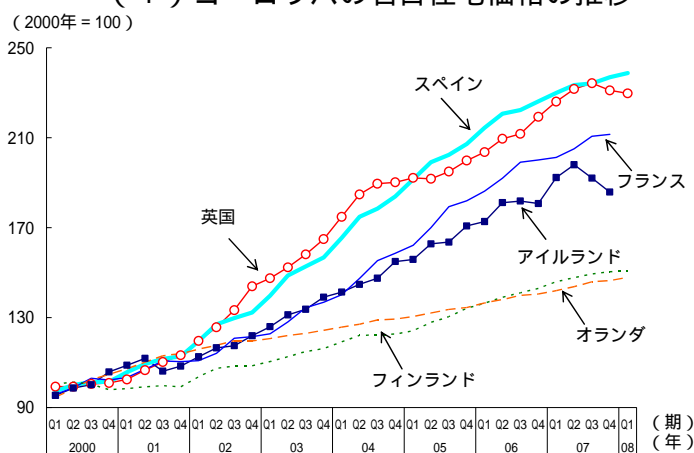
ヨーロッパの住宅市場は調整局面入り

アメリカ同様、ドイツを除くヨーロッパ各国においても、スペイン、英国、フランス、アイルランド等を中心に2000年代に入って住宅価格の上昇が加速した(第2-2-8(1)図)。賃貸料や可処分所得との対比でも住宅価格は長期トレンドから上方へ乖離し過熱感がみられた。その背景として、(1)人口や移民の増加による実需の拡大、(2)金融緩和にも支えられた世界的な長期金利の低下⁴と資金供給の拡大、(3)安定した経済成長の下での所得の増加等により住宅への需要が増大したことが挙げられる(第2-2-8(2)図)。

しかし、その後、05年12月から07年6月にかけての金融引締め等を背景に、07年には価格の伸びも鈍化するなど調整の動きが進んでいる。先行指標である新築住宅建設許可件数(ユーロ圏各国)や住宅新規受注額(英国)も国によって異なるものの06年後半から07年にかけてピークアウトし、07年以降減少している。こうした住宅市場の調整局面の中で住宅価格は今後さらに大きく下落する可能性もあると考えられる。

第2-2-8図 ヨーロッパの住宅価格及び住宅建設

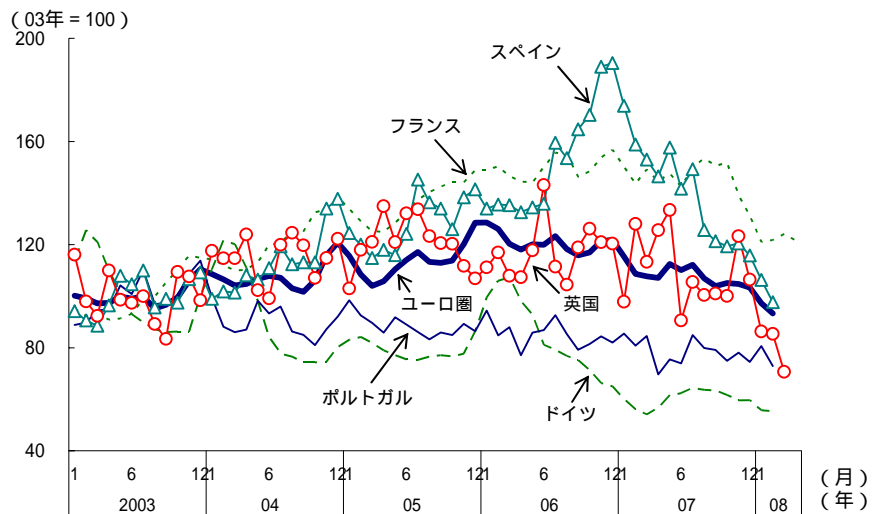
(1) ヨーロッパの名目住宅価格の推移



(備考) 1. 英国：ハリファックス、アイルランド：環境・遺産・地方自治省、フランス：INSEE、スペイン：住宅省、フィンランド：中央統計局、オランダ：中央統計局より作成。
2. 英国以外は未季節調整値。

⁴ 第1章参照。

(2) 新築住宅建設許可件数 (ユーロ圏) / 住宅新規受注額 (英国)



(備考) ユーロスタットより作成。

金融資本市場のヨーロッパへの波及

ヨーロッパでも、アメリカのサブプライム住宅ローン関連の証券化商品が金融機関等で多く保有されていたことなどから、07年夏以降、金融資本市場の混乱が続いている。

ドイツではサブプライム住宅ローン関連証券化商品の値下がりにより大きな損失を被ったI K B産業銀行やザクセン州立銀行が破綻し、政府系の金融機関から金融支援を受ける事態となった。

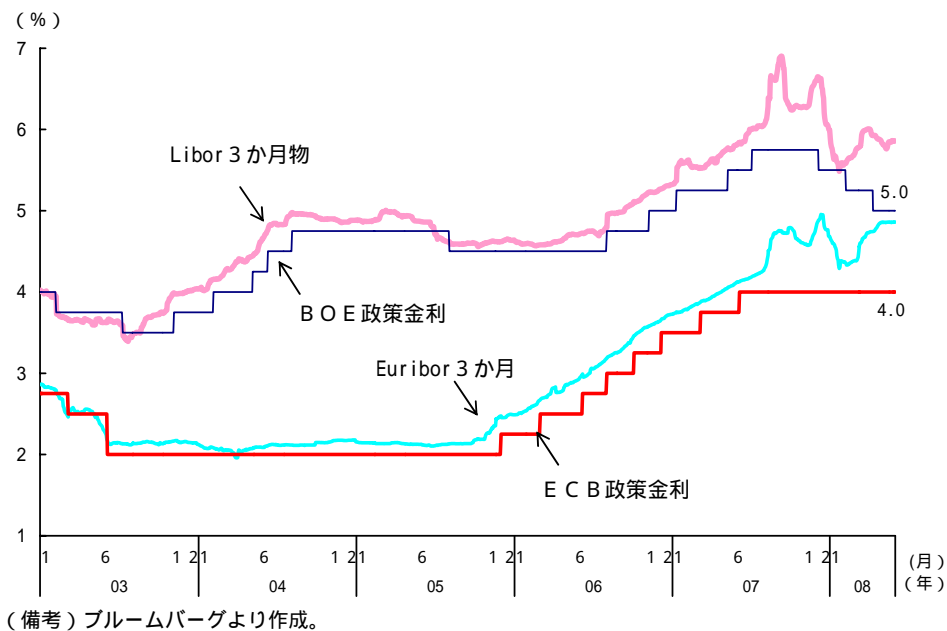
国際金融センターである英国ではグローバルな金融取引で金融・ビジネスセクターがこれまで大きな収益をあげ英国経済をけん引してきたが、国際金融資本市場の混乱を受けて07年10～12月期以降業況が悪化した。こうした金融資本市場の混乱の中で、サブプライム住宅ローン関連商品をあまり保有していなかったにもかかわらず市場からの資金調達に大きく依存していた中堅銀行ノーザン・ロックは、資金繰りが悪化し、ついに経営破綻に陥り、08年2月に国有化された。また、07年10～12月期のヨーロッパ大手金融機関の決算では、一部の金融機関がアメリカの大手金融機関並みのサブプライム関連損失を計上し、資本増強を迫られることとなった(第1章第1-4-6図参照)。その後、08年1～3月期決算ではさらなる追加損失の計上を迫られる金融機関も現れるなど問題の長期化が懸念されている。

サブプライム住宅ローン証券化商品の価格下落を受け、これらの商品の取引に携わってきた金融機関が短期資金の調達を急増させたことなどから、ヨーロッパの銀行間の短期金利は、07年半ばから徐々に高まり、据置きが続いている欧州中央銀行(ECB)政策金利とのスプレッドが拡大した(第2-2-9図)。こうした銀行間金利の上昇により

金融機関の資金調達コストは上昇しており、金融機関の貸出金利に影響して実質的な金融引締め効果が生じていると考えられる。こうした状況を受け、E C Bは07年夏以降、短期金融市場へ大量の流動性供給⁵を行ってきた。銀行間金利は、こうした流動性供給により07年末の資金需要が充足されたこと等により、08年初には一時的に落ち着いたものの、その後、政策金利とのスプレッドは再び拡大した。

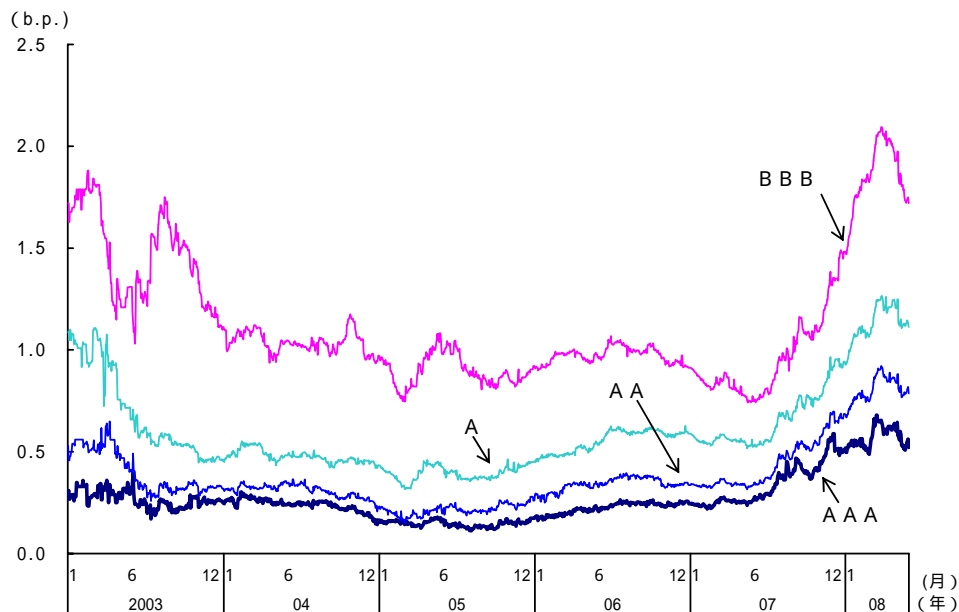
長期金利については、ヨーロッパでも「質への逃避」による国債買いから国債利回りが低下しているが、社債利回りは高水準で推移しており、国債利回りとのスプレッドが拡大している（第2-2-10図）。

第2-2-9図 ヨーロッパの市場（銀行間）金利と政策金利



⁵ 特に、07年12月には、年末の資金需要に対応するため、アメリカF R B他3国の中央銀行とともに、2,000億ドル規模の流動性供給を行い、その後も各国中央銀行との協調による流動性供給を拡大させている。

第2-2-10図 ユーロ圏：社債利回りの国債利回りとのスプレッド（10年）



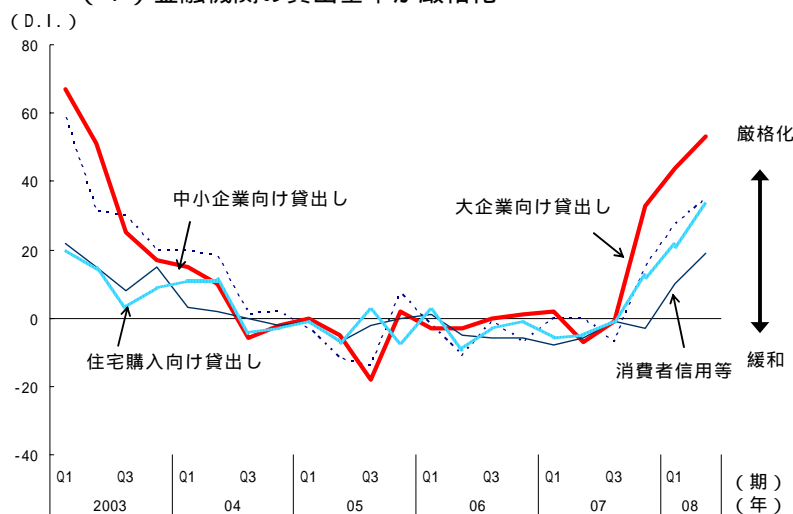
（備考）ブルームバーグより作成。

金融機関の損失拡大や銀行間金利の上昇を受けて、ユーロ圏内金融機関の貸出基準は、大企業向けや住宅ローンを中心に、07年10～12月期から急速に厳格化しており、今後、実体経済に及ぼす影響が注視される（第2-2-11(1)図）。ただし、これまでのところマネーサプライ（M3）と金融機関の貸出残高はむしろ高い伸びを続けている。M3の上昇率は、08年4月前年同月比10.6%となり、ECBの参照値同4.5%を引き続き大幅に上回っている。金融機関による民間部門への貸出残高は、家計部門については住宅ローンの伸びが06年後半から鈍化しているが、企業部門については、短期貸出し、中・長期貸出しともに堅調に推移している（第2-2-11(2)図）。これは、金融資本市場の混乱により、社債やA B C Pによる資金調達が困難となったことから、企業が銀行からの借入れにシフトしてきていることも影響していると考えられる⁶。ただし、今後、金融機関による貸出態度の厳格化が、企業や家計に対する貸出しを抑制し、消費や投資に影響を及ぼす懸念もある。

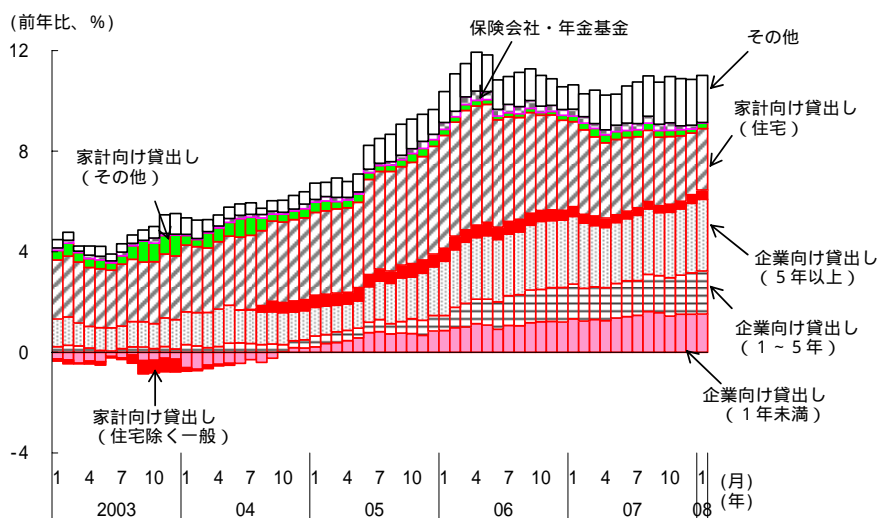
⁶ ECBのトリシェ総裁は、08年5月の政策理事会後の記者会見において、「多くの非金融企業が、CPや短期のCPを含めた債券等の発行を取りやめることを決断しており、ある程度の代替があることは明らかである。このことが、銀行貸出しのダイナミズムを説明している可能性がある。」と発言している。

第2-2-11図 ユーロ圏：金融機関の貸出基準と貸出残高

(1) 金融機関の貸出基準が厳格化



(2) 民間部門への貸出残高の伸びと部門別寄与度



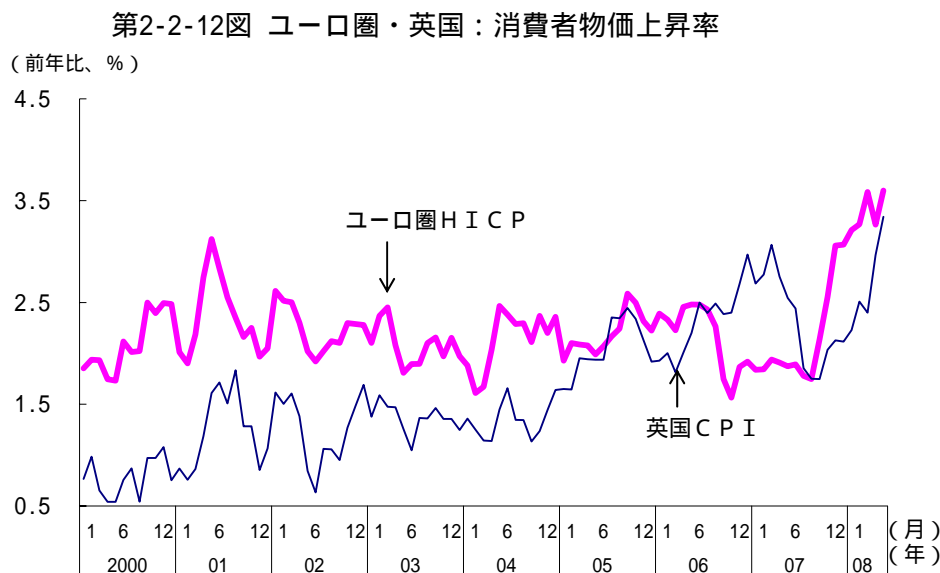
(備考) ECBより作成。

物価の上昇

また、ヨーロッパでもエネルギー価格、食料品価格の上昇を受けて、物価が上昇している。消費者物価上昇率（前年同期比）は、08年5月にユーロ圏では3.6%（ECBのインフレ参照値は2%を下回りかつ2%近傍⁷）、英国では3.3%（BOEのインフレ目標は2%）と高まっている（第2-2-12図）。エネルギーと食料品を除いたコアの物

⁷ ECB政策理事会は、「物価安定のため、中期的に消費者物価上昇率（前年比）を、2%を下回りかつ2%に近い水準に維持することを目指す。」としている。

値上昇率は比較的安定しているが、エネルギー価格、食料品価格の上昇が継続すれば、全般的な物価水準を高め、賃金上昇とのスパイラルによる、インフレ期待が一層高まることも懸念される。



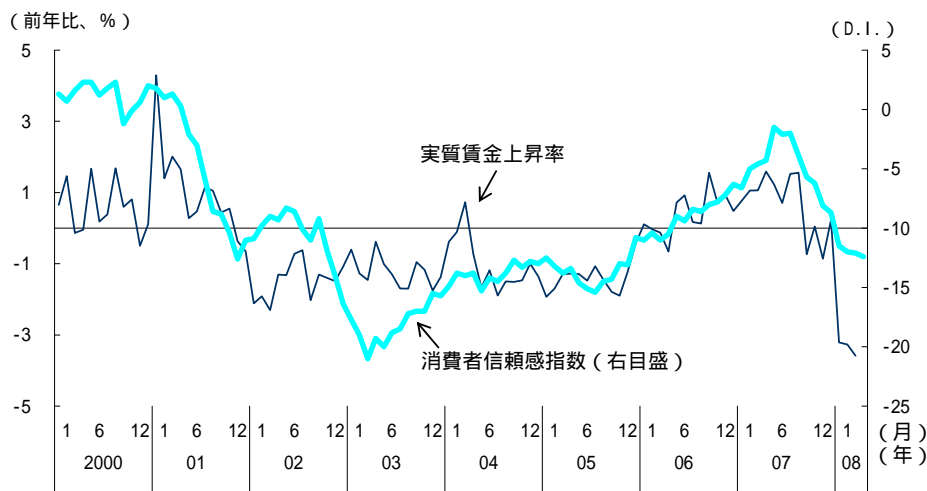
景気の減速

住宅市場の調整、金融資本市場の混乱、物価上昇を受けて、07年秋以降景気は減速している。金融資本市場の混乱による景気減速懸念と物価上昇等から、消費者のマインドは07年夏以降悪化しており、ユーロ圏では消費も07年秋以降弱い動きを示している(第2-2-13図、第2-2-14図)。また、これまで低下してきた失業率も08年に入って下げ止まり、おおむね横ばいの動きとなっている(前掲第2-2-2図)。一方、輸出、生産は08年に入ってから比較的堅調であり、設備投資は引き続き増加基調で推移している。しかし、全体としてみれば、ユーロ圏や英国では景気回復は緩やかになってきているとみられる。

また、金融資本市場の混乱を受け、欧州中央銀行(ECB)は、07年8月の政策理事会で、次回9月の会合における利上げを事実上予告していたにもかかわらず、同会合では利上げを取りやめた。その後は07年夏時点での政策金利が4.00%とアメリカや英国より低かったこともあり、物価上昇のリスクと、景気減速のリスクとの間で慎重な舵取りを行っていくとして金利を据え置いている。政策金利を一時5.75%とやや高い水準まで引き上げていたイングランド銀行(BOE)は、政策金利引下げにより景気減速に対応していく姿勢をみせており、07年12月以降、08年2月、4月に0.25%ず

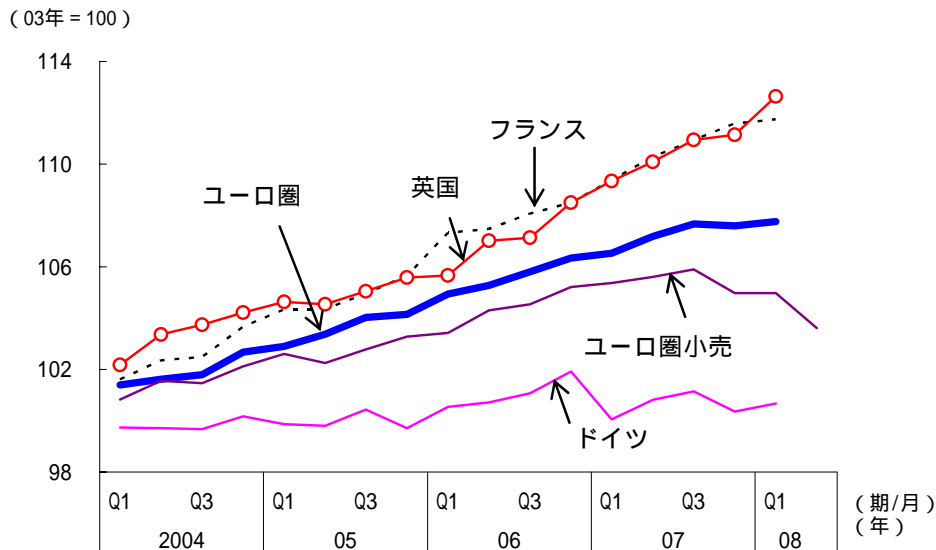
つ引き下げ、現在5.00%としている。

第2-2-13図 ユーロ圏：実質賃金上昇率と消費者信頼感指数



(備考) 1.ユーロスタットより作成。
2.賃金上昇率はH I C Pでデフレートした。

第2-2-14図 ユーロ圏・英国：個人消費の推移



(備考) ユーロスタット、英国統計局より作成。

今後の見通し

景気の先行きについては、住宅市場の調整は続くものの雇用情勢が歴史的にみれば良好であり、輸出、生産も堅調なことから緩やかな回復が続くと見込まれる。

こうした見通しに対する下方リスクとしては、金融資本市場の混乱が長期化した場

合、資金供給面から設備投資、住宅投資、消費が抑制されること、物価高が継続した場合の消費への悪影響、アメリカや世界経済の減速が予想以上のものとなることによる輸出や生産への影響等が挙げられる。