

2008年も半年が過ぎた。年初来の世界の株式市場を振り返ってみると、欧州のパフォーマンスの悪さが目立つ(7/14までの現地通貨ベース)。米 S&P500 指数の-16.3%に対し S&P 欧州株価指数は-25.6%と、厳しい結果である。また、日本の-13.2%(TOPIX)、香港の-20.8%(ハンセン指数)などアジア各国のパフォーマンスにも劣後している。

そこで本稿では、欧州経済に焦点を当ててみたい。特に、過去と異なった動きを見せるユーロ圏の消費と、これまでの欧州景気拡大を外需という点で支えてきた欧州新興国動向を取り上げて、見通しのヒントを探りたい。

はじめに、GDPの大半を占める消費(ユーロ圏では全体の約6割)について考察する。

図1はドイツの製造業雇用DIとユーロ圏の小売売上を見たものである。過去、両者の動きは時間的なラグもなくほぼ一致して推移しており、雇用と小売売上には強い関係があることが分かる。

しかし、2007年以降は雇用DIと小売売上が大きく乖離した動きを見せている。雇用DIが2007年半ばにかけて、97年来となる最高水準まで急拡大したにもかかわらず、小売売上は2006年中旬から伸び率の拡大が止まり、2007年以降は急速に落ち込み始めて現在では1%を超えるマイナス圏に沈んでいる。

この背景は、原油価格の急上昇と考えられる。図2は原油価格と小売売上の関係を見たものだが、2007年以降は両者の動きがほぼ一致している。また、ユーロ圏の消費者心理と原油価格は、2007年半ば以降、過去に例がないほどに一致して推移している。つまり、欧州においては好調な雇用環境よりも、原油価格が消費行動を左右していると言える。この点からは、ドイツに代表される欧州諸国の雇用環境が今後も好調を維持したとしても、原油価格が大きく下落しない限りは、欧州の消費が回復すると期待することは難しいのかもしれない。

続いて、欧州の景気拡大を後押ししてきた外需に視点を移す。ユーロ圏最大の経済国ドイツでは、輸出が過去4四半期平均で前年比7%伸び、景気拡大を支えてきた。したがって、今後の欧州経済を占う上では、外需動向のチェックが欠かせない。そこで注目したいの

は、欧州新興国であるチェコとポーランドの景気である。ドイツからの国別輸出先に占める両国を合わせた比率は、2番目の大きさの米国とほぼ同じで、約7%に上る。しかも、ドイツからの輸出伸び率(過去12ヶ月平均)は、米国が-3%なのに対して、チェコは+15%、ポーランドは+23%と、極めて高い伸び率であり、需要ドライバーとしての役割を担ってきた。今後もこの両国の強い需要が維持されるかどうか、欧州経済の先行きを占う上で重要な鍵の一つとなるだろう。

まず、チェコとポーランドの生産伸び率と政策金利の推移(図3)を見ると、2007年初旬から急速に生産伸び率が減速していることが分かる。特に、チェコに関してはこの1年近くで、生産伸び率は+14%から+4%に急減速している。また、チェコの製造業新規受注は5月時点で-1.9%(前年比)となっており、生産活動は今後も鈍化すると考えられる。

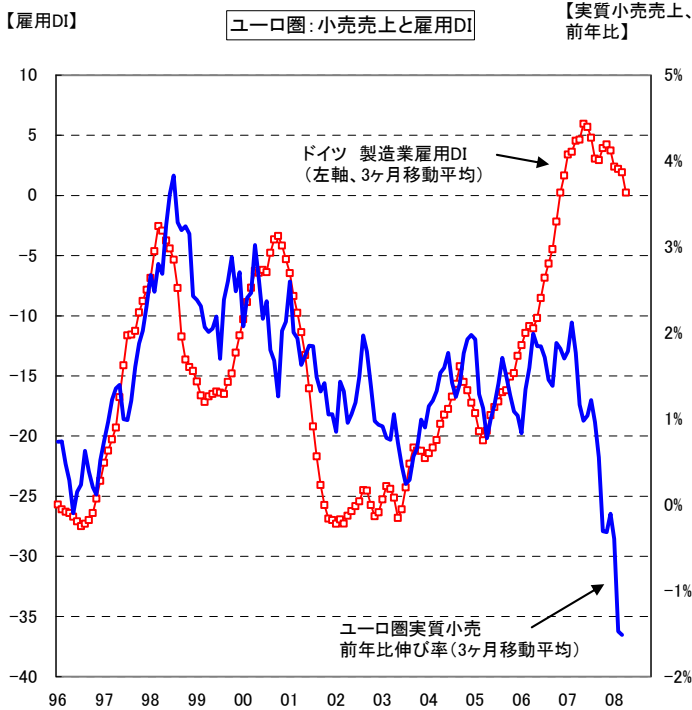
この減速の理由としては、図にある通り、政策金利が両国で2007年春から連続的に引き上げられてきたことが挙げられ、その利上げの背景には物価上昇が存在する。物価上昇は、利上げを通じて企業活動を鈍化させるとともに、消費にも影響を及ぼしている。

図4は物価上昇率と小売売上の推移を見たものである。ポーランドの小売売上高はようやくピークをつけたような動きになっているが、明確に減速局面に入ったというほどではない。しかし、チェコについてはスローダウンが見られる。小売売上伸び率は2007年初をピークに鈍化し、足下では1%未満まで低下している。この理由は、物価上昇率の加速だと考えられる。チェコの消費者物価指数は2007年半ばから最近にかけて、伸び率が2%台から7%まで急拡大しており、これが消費者の心理を悪化させたと推測できる。一方ポーランドの物価は、伸び率は拡大しているものの、そのペースは緩慢なため、チェコほどには消費への打撃はまだ認められない。

ユーロ圏の消費と欧州2大新興国であるチェコ・ポーランドの景気動向を見てきた。欧州経済は原油高などの物価上昇と政策金利の引き上げが景気に悪影響を与えていると考えられ、現在の状況が続く限りは、今後の先行きを慎重に見ざるを得ないと言える。

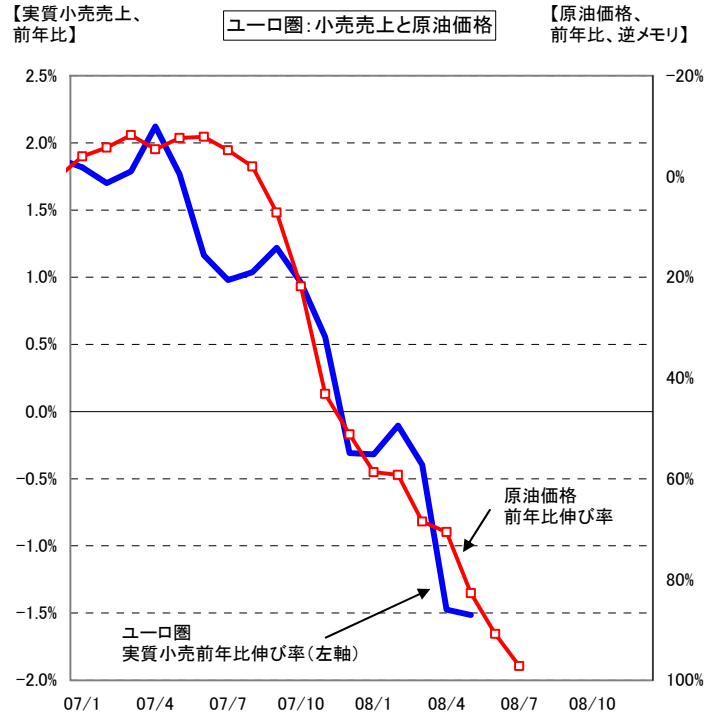
(2008年7月17日記)

図 1



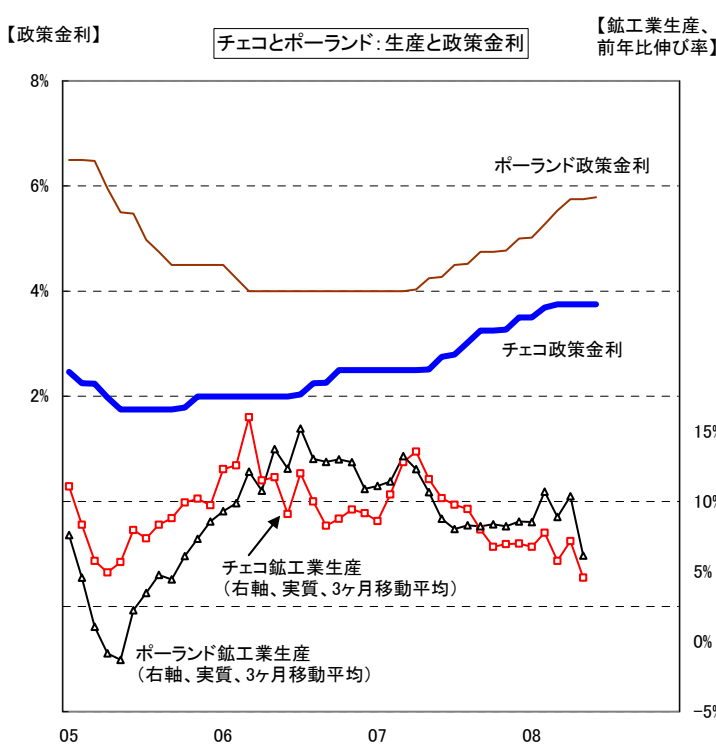
出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図 2



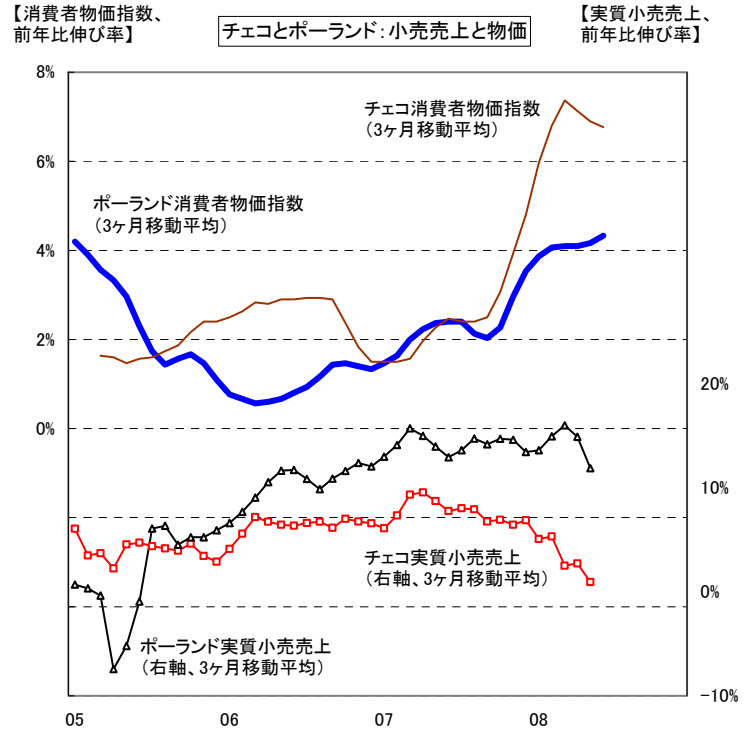
出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図 3



出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図 4



出所：Reuters EcoWin、Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）