



EURO Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ：2005・2006年 ユーロ圏経済見通し（5月予測）

発表日：2005年5月27日（金）

～ 回復基調を辿るものの、拡大ペースは緩やかなものに ～

(No. ET-01)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 高村 正樹 (03-5221-4523)

要旨

- 1 - 3月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.5%となったものの、内需は総じて弱く、内容的にはあまり良くない。
- 内需が弱い原因の一つに原油価格の動向が挙げられる。持続的な原油価格の上昇は企業収益を圧迫し、企業家のマインドを悪化させる。その結果、企業は投資行動や雇用スタンスに対してより慎重になる。
- 雇用環境の改善が遅々として進まない中で消費者マインドの低迷が続いていることや、原油価格の上昇が消費者の実質購買力の低下を招くことから、目先個人消費の伸びも鈍化する可能性が高い。
- 以上のことから、2005年前半のユーロ圏経済は、内需に際立ったけん引役が見られない中で、成長率は減速していくだろう。2005年後半になると海外経済の拡大ペースが緩やかながら加速するため、輸出も伸びを高め、2006年入り後はそれが内需に波及すると見られる。ただし、予測期間中は原油価格の上昇が続くこともあり、ユーロ圏の実質GDP成長率は2005年+1.3%、2006年+1.9%と緩やかな回復にとどまろう。
- 消費者物価は、個人消費の持ち直しに力強さが見られないことに加えて、原油価格の押し上げ寄与が鈍化することから、全体としては予測期間を通じて前年比+2.0%を下回る水準で推移すると見られる。2005年は同+1.8%、2006年は同+1.6%と予測した。
- 2006年になると、ある程度持続的な内需の回復が見込まれることや、賃金が持ち直しインフレ圧力が幾分高まる可能性が生じることから、ECBは政策金利を2.50%まで引き上げると見られる。

● 足元の景気状況 ～ 輸出頼みの回復は続く ～

ユーロ圏の1 - 3月期実質GDPは前期比+0.5%となり、前期(同+0.2%)より伸びが加速した。しかし同時に公表された5ヶ国(ドイツ・イタリア・オランダ・ベルギー・フィンランド)についてみると、ドイツがプラス成長(同+1.0%)となったものの、残りの国は横ばい若しくはマイナス成長となった。なお、ドイツについても、個人消費の低迷を背景に内需は2四半期連続でマイナス成長となるなど、決して良い内容と言えるものではなかった。

足元については、4月のユーロ圏製造業PMIが2ヶ月連続で前月を▲1.0ポイント以上下回り、生産活動の拡大・縮小の分かれ目である50を20ヶ月ぶりに切った(図1)。PMIの主要項目である生産の拡大ペースが鈍化した他、新規受注も3ヶ月連続で前月を下回っている。ユーロ圏最大の経済大国であるドイツの製造業受注をみると、輸出の先行指標である海外向け受注が底堅く推移する一方、今後の設備投資を示唆する国内向け受注は弱含んでいる(図2)。また、サービス業PMIは50を上回ってはいるものの、鈍化傾向が続いている。こうしたことから、4 - 6月期は再び成長率の鈍化が見込まれる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

図1 ユーロ圏PMIの推移

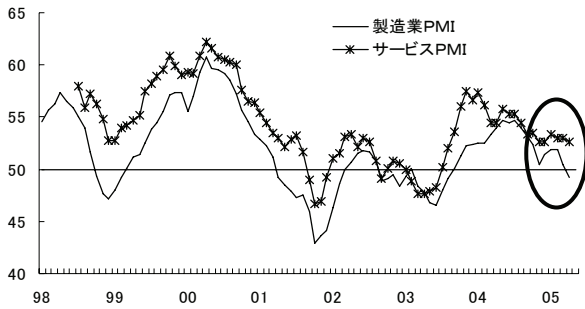
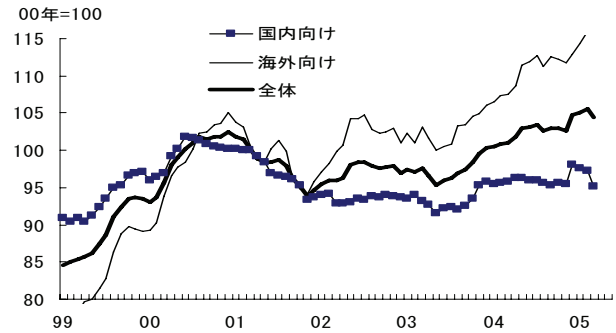


図2 ドイツ製造業受注 (季調値、3ヶ月移動平均)



内需が弱い原因の一つに原油価格の動向が挙げられる。持続的な原油価格の上昇は企業行動に様々な悪影響を及ぼしている。新興国との価格競争が厳しく、また最終需要が弱いために価格転嫁が容易でない状況のもと、投入コストの増加はそのまま企業収益を圧迫し、企業家のマインドを冷やす。図3によると、中間財価格は素材関連価格の高騰を背景に2004年に入ってから大幅な上昇が見られる一方、消費財は前年比2%を下回る水準で推移しており、川上から川下へ価格上昇の波及は進んでいない。中間財が今回と同程度まで上昇した2000年から01年にかけては、内需の強さを背景に消費財はタイムラグを置いて同+4%程度上昇した。しかし、今回は前回ほど個人消費に力強さが見られないため、今後も消費財価格の伸びは限定的なものとなろう。その結果、企業は収益の低下を受けて、投資行動に対して慎重になり、設備投資は抑制される。

このまま原油価格が上昇し続け、今後WTIが1バレル=60ドルで推移した場合、2005年のGDPにどの程度影響が及ぶかを試算してみた(表1)。家計部門では、物価の上昇は消費者の実質購買力を低下させ、個人消費を押し下げる。企業部門では、個人消費の減速が生産活動を抑制する他、株価の下落を通じて企業家のマインドを低下させ、設備投資意欲を減退させる。試算結果によると、国内需要の低迷は輸入の減少を通じて輸出と輸入の差である外需寄与を押し上げるが、圧倒的に内需への悪影響の方が大きく実質GDPは▲0.35%ポイント押し下げられることとなる。

図3 生産者物価の推移 (前年比)

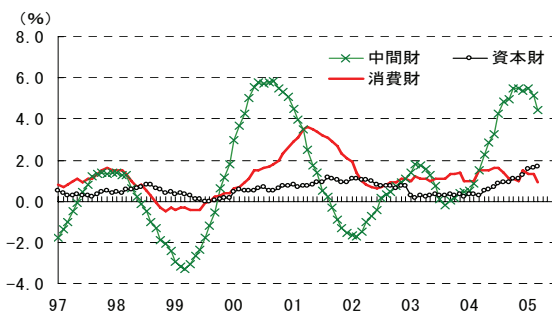


表1 WTIが今後60ドル/バレルで推移した場合の影響

		(%ポイント)
実質GDP	内需	▲0.38
	個人消費	▲0.23
	固定資本投資	▲0.15
	外需	+0.03
		▲0.35

図4 ユーロ圏製造業PMI (雇用)の推移

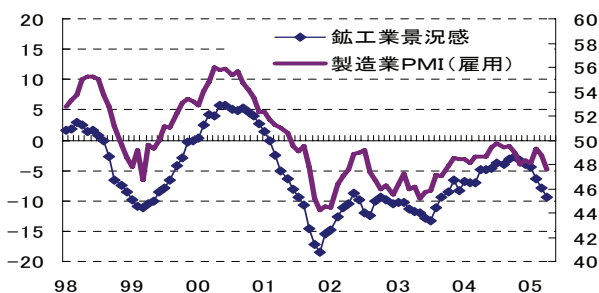
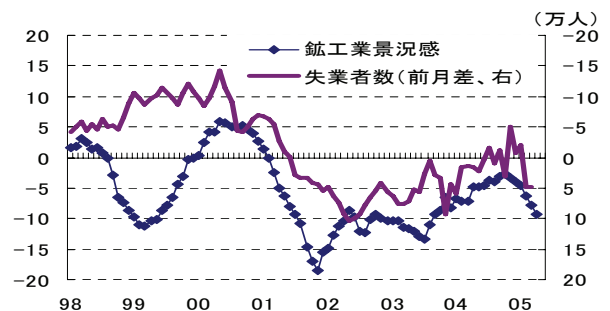


図5 ユーロ圏失業者数の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

さらに、企業収益の鈍化や企業マインドの低下は、雇用環境にも悪影響を及ぼす。製造業PMI（雇用）や失業者数をみると、企業の景況感と雇用の間には強い相関があり、足元に見られるマインドの悪化が雇用削減をもたらす要因の一つであると考えられる（図4、図5）。実際、ドイツやフランスといった主要国の失業率は過去最悪水準で推移している。

家計部門に目を移すと、ユーロ圏全体の1-3月期小売売上高は、バーゲンセールや減税効果を背景に前期比+0.6%と盛り上がりを見せたものの、自動車登録台数（当社独自季調）は前期比▲3.7%と減少に転じた。このため、同期の個人消費は前期に引き続きプラス成長は維持したものの、伸び率は鈍化が見込まれる。雇用環境の改善が遅々として進まない中での消費者マインドの低迷や、原油価格の上昇による消費者の実質購買力の低下は、今後の個人消費にとって下押し圧力となる。図6、図7によると、消費者信頼感の推移は1期程度個人消費に先行することから、目先個人消費は鈍化傾向を辿る可能性が高いと言えよう。

図6 個人消費と消費者マインド（ユーロ圏）

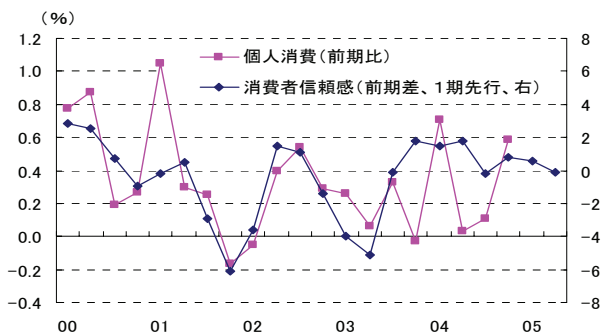
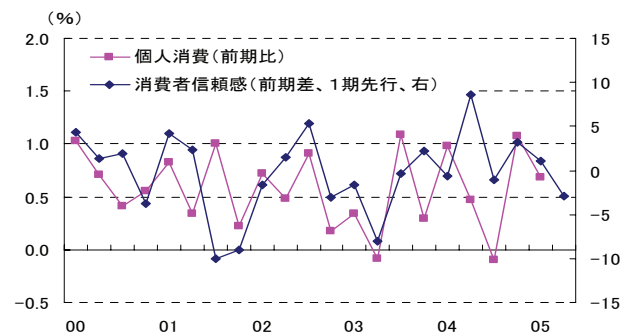


図7 個人消費と消費者マインド（フランス）



●予測 ～ 内需にバトンタッチするのは2006年入り後～

以上のように、2005年前半のユーロ圏経済は、内需に際立ったけん引役が見られず成長率は減速していくと見られる。ただし、2005年後半になると海外経済の拡大ペースが緩やかながらも加速するため、それに合わせて輸出の伸びも増勢に転じよう（図8）。なお、2004年後半に急激に進んだユーロ高による輸出の下押し圧力は2005年中続こうが、輸出を決定する要因としては価格要因よりも所得要因の方が影響は大きいため、輸出は堅調に推移しよう（図9）。その結果、2005年後半は外需寄与の拡大が内需の低迷を補い、成長率は次第に高まっていくと見られる。

2006年入り後は、輸出の拡大が設備投資や生産に波及し、雇用の拡大につながる。ただし、2006年も原油価格は高水準での推移が予想されることから、企業による雇用削減意識の緩和や賃金の改善は限定的なものとなろう。消費者マインドの上昇も限られることから、個人消費の改善ペースも鈍いものにとどまると見られる。ユーロ圏の実質GDP成長率は2005年が+1.3%となった後、2006年も+1.9%と内需の本格的な回復には至らず、拡大ペースは鈍いものとなろう。

図8 ユーロ圏輸出先GDP成長率
（前年比、主要5ヶ地域の加重平均）

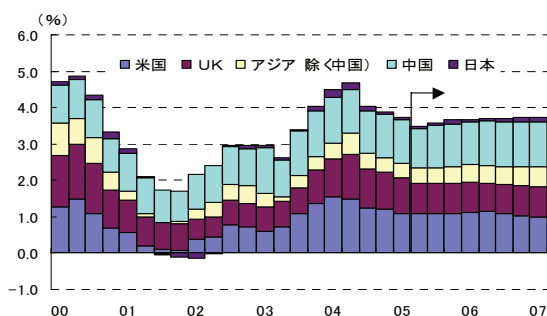
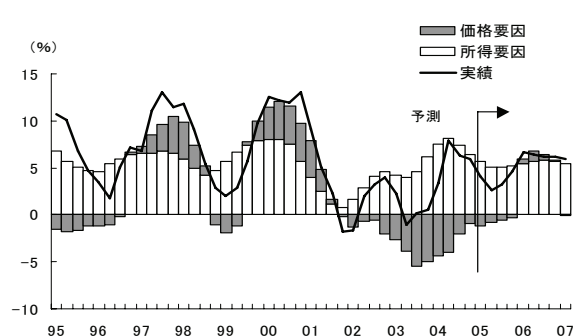
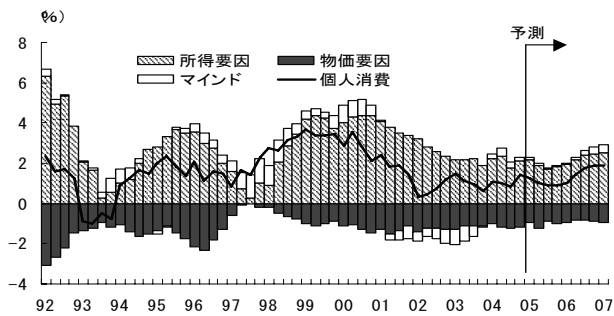


図9 実質輸出の推移
（前年比、寄与度分解）



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

図 10 個人消費の推移（前年比）



●物価 ～ 成長率は低いものの、賃金上昇に伴って利上げが行われよう ～

4月の消費者物価は前年比+2.1%となり、3ヶ月連続でECBのインフレターゲットである同+2.0%を上回った。一方、消費の低迷や、昨年1月に実施された薬価や診察料など医療費の値上げによる押し上げ寄与が剥落したこと等から、食品やエネルギー価格等の変動を控除したコアは同+1.6%と落ち着いており、ECBはインフレ圧力が高まったとは判断していない。

今後については、個人消費の持ち直しに力強さが見られないことに加えて、原油価格の押し上げ寄与が鈍化することから、全体としては予測期間を通じてECBのターゲットである前年比+2.0%を下回る水準で推移すると見られる。2005年は同+1.8%、2006年は同+1.6%と予測した。

ECBのトリシェ総裁は、1-3月期のGDPの結果を受け「2%という現在の政策金利の水準は適正である」と述べ、今まで通りのスタンスを貫いた。5月の理事会においてECBは現状の景気判断を下方修正したものの、緩和的な現行水準はユーロ圏の経済活動に対して既に十分貢献しているとし、一段の利下げの可能性を完全に否定していた。今回の発言からも「今後も利下げを行なう気はない」という強気の姿勢を示していると受け止められる。一方で2005年4-6月、7-9月期の実質GDPは、1-3月期よりも成長ペースの鈍化が見込まれることから、経済状況を総合的に判断してこの時期に敢えて利上げにも踏み込まないと見られる。

2006年になると、ある程度持続的な内需の回復が見込まれることや、賃金の持ち直しを背景にインフレ圧力が幾分高まる可能性が生じることから、ECBは極端に緩和された水準から中立水準に向けて金利を引き上げよう。ただ、2006年もそれほど高い経済成長率は望めないため、GDPギャップは殆ど解消されない。テイラールールに基づけば予測期間中の利上げ幅は限定的なものとなり、最終的には50bp上昇の2.50%にとどまると見られる（図12）。

図 11 消費者物価の推移（前年比）

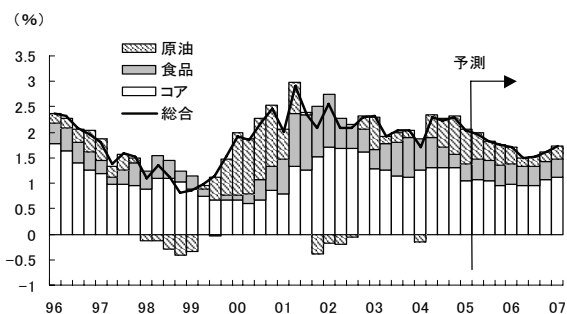
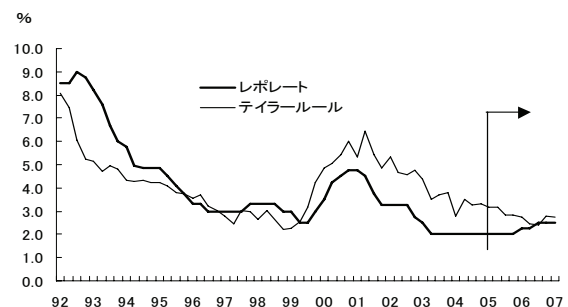
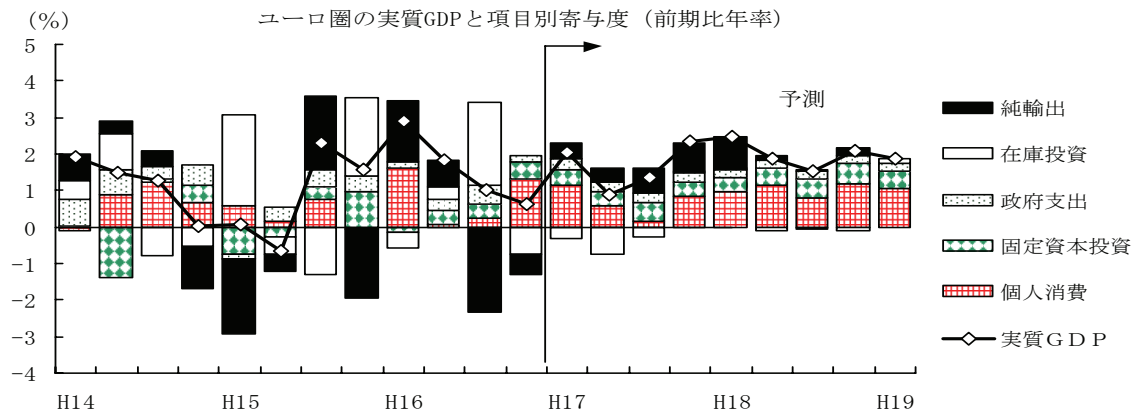


図 12 ユーロ圏政策金利





ユーロ圏経済 (前年比、%)

(2005年5月時点)

暦年	名目GDP	実質GDP	内需		個人消費	固定資本投資	在庫	外需		政府支出
								輸出	輸入	
2000	5.1	3.6	(3.1)	2.8	5.2	(▲ 0.1)	(0.6)	12.4	11.3	2.4
2001	4.1	1.6	(0.9)	1.9	▲ 0.2	(▲ 0.6)	(0.7)	3.5	1.8	2.4
2002	3.4	0.9	(0.4)	0.7	▲ 2.5	(▲ 0.1)	(0.5)	1.9	0.5	3.1
2003	2.6	0.5	(1.2)	1.0	▲ 0.5	(0.4)	(▲ 0.6)	0.5	2.3	1.6
2004	3.8	1.8	(1.7)	1.1	1.6	(0.4)	(0.1)	5.8	6.0	1.6
予測 2005	2.9	1.3	(1.4)	1.3	2.1	(▲ 0.1)	(0.0)	3.6	3.9	1.4
2006	3.6	1.9	(1.4)	1.5	2.1	(▲ 0.1)	(0.5)	6.3	5.4	1.1

(注) カッコ内は寄与度。