



EURO Trends

マクロ経済分析レポート

テーマ：2005年9月 ユーロ圏 Monthly Report
～企業は回復、家計は停滞～

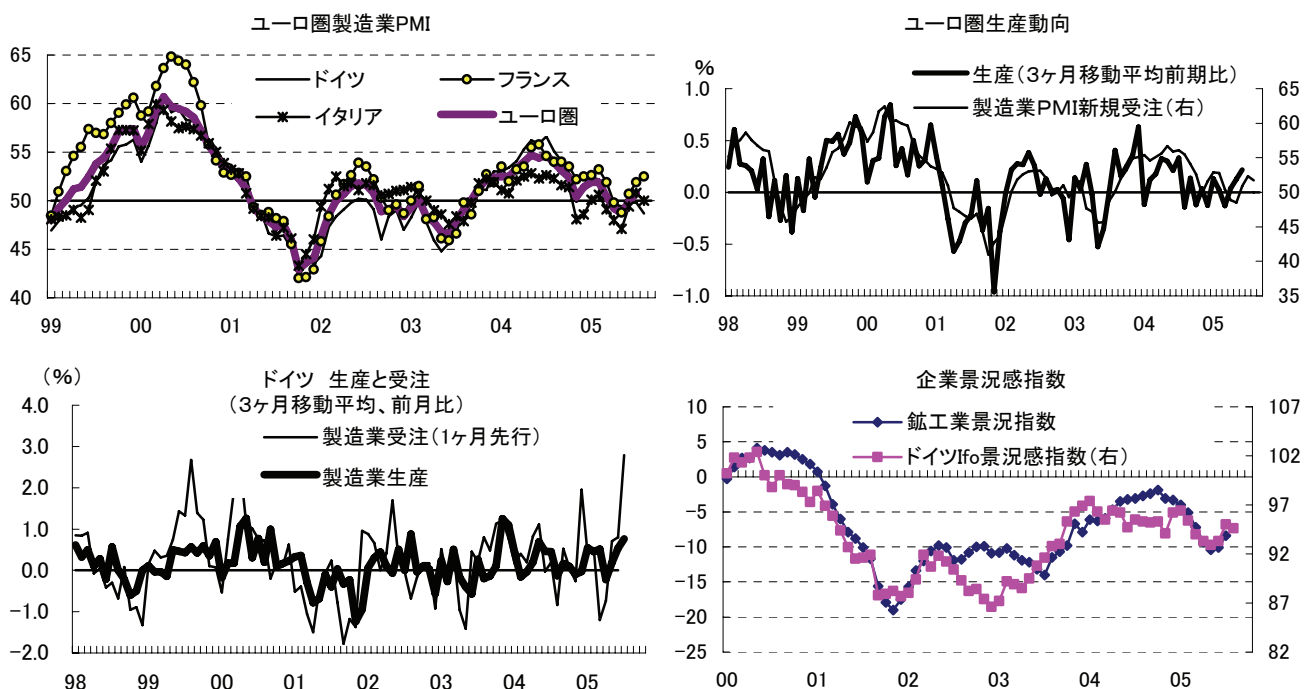
発表日：2005年9月12日（月）
(No. ET-3)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 高村 正樹(5221-4523)

●景気全般の現状と今後の方向性（要約）

- ・8月に公表された経済指標は原油価格高騰を背景に一部で弱含むものが確認されたが、総じて見れば生産活動は回復傾向を辿っているようだ。海外受注増加に伴う生産・輸出の拡大が背景にあり、企業マインドも先行きに対しては楽観的な見方が増えつつある。
- ・ただし、原油価格上昇による悪影響は企業による雇用創出意欲の抑制という点で家計部門に影響が表れており、雇用環境改善の遅れが個人消費の減速に繋がっている。また、賃金上昇率が限定的な中でのエネルギー関連価格の上昇が消費者の実質購買力を低下させていることもあり、7月のユーロ圏小売売上高は前月比▲0.5%とマイナスに転じた。
- ・9月1日のECB理事会では政策金利の据え置きが決定され、「(現行の政策金利は)適正水準である」とのスタンスが貫かれた。ただ、原油価格の上昇を受けて物価の見通しを上方修正していることや、貨幣の過剰流動性など物価の上振れリスクが存在していることから、今後ECBは再び利上げを視野に入れ始める可能性は高いだろう。

●企業部門



<生産動向>

7月の生産関連指標は各国でまちまちの結果となったが、総じて見ればユーロ圏の生産活動は拡大傾向を辿っていると言えよう。7月のフランス鉱工業生産は前月比▲0.9%と前月水準を4ヶ月ぶりに下回ったものの、ユーロ圏最大の工業国であるドイツは同+1.1%と前月(同+1.4%)に引き続き高い伸びを記録した。また、8月のユーロ圏製造業PMIは50.4と拡大・縮小の分かれ目である50を上回って推移しており、2ヶ月連続で

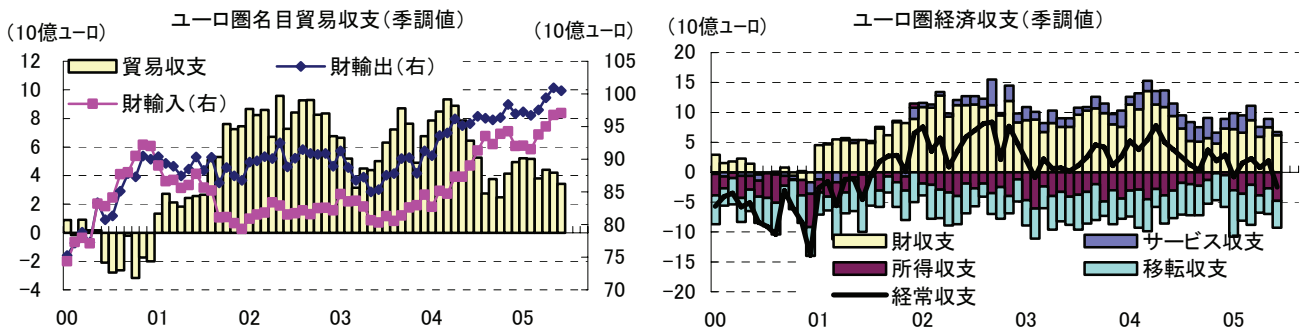
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

生産活動の拡大が示されている。原油価格高騰という景気に対してマイナス材料が存在する中で、生産が一本調子で拡大し続けることは見込み難いが、リストラの進展や輸出の増加を背景に、今後も緩やかながらも企業部門は回復傾向を辿ろう。

<企業景況感>

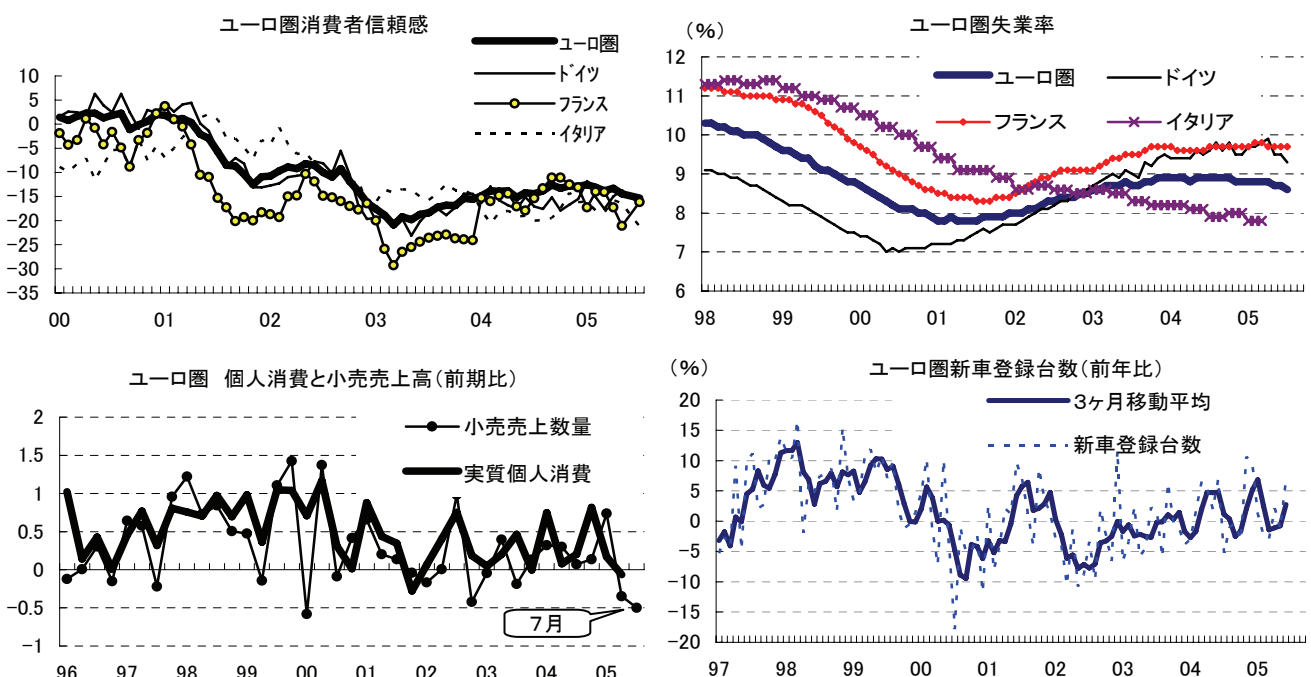
8月の企業マインドも国によって異なる結果となった。循環的な景気回復期待と原油価格上昇という景気下振れ懸念が混在する中、イタリア I S A E 企業景況感指数は 87.5 (前月差+1.1p) と3ヶ月連続の改善となった一方、8月のドイツ I f o 景況感指数は 94.6 (同▲0.4p) と3ヶ月ぶりに悪化した。ただし、ドイツに於いても今後は海外需要増加が見込まれることや年初来のユーロ安により輸出競争力が高まっていることから将来の見通しは改善しており、楽観的な見方が広がっている。

●外需



6月のユーロ圏域外貿易は輸出が前月比▲0.5%とマイナスに転じた一方、輸入は同+0.3%とプラスを維持したことから、黒字額は34億ユーロ(季調済み、前月比▲18.7%)と縮小した。7月分はまだ公表されていないが、既に公表されたドイツでは貿易黒字が縮小していることから、ユーロ圏全体も引き続き収支悪化となる公算は高い。ただし、輸入金額(価格×数量)の増加は輸入物価上昇に因るところが大きいと考えられることや、ドイツの7月製造業受注で海外受注が前月比+7.7%と大幅な伸びを示しているように、各国とも海外需要増加に伴って今後も輸出数量の拡大は続くと思われることから、それほど悲観的になる必要はないだろう。

●家計部門



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。

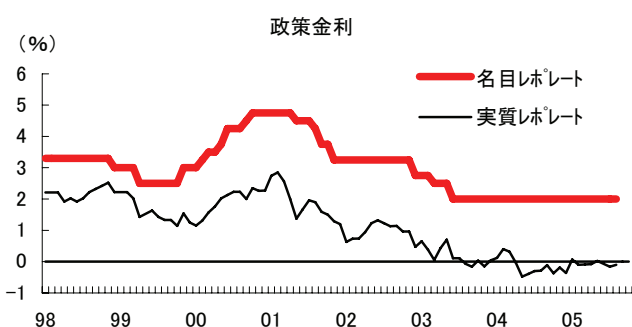
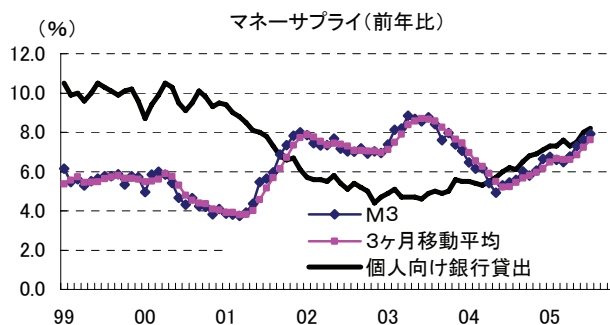
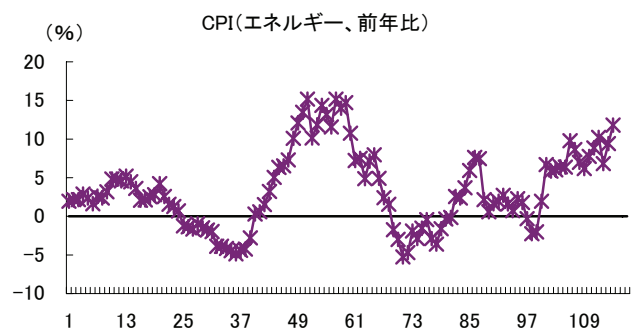
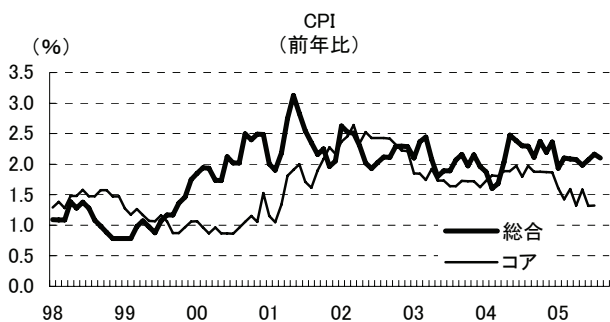
<雇用環境>

原油価格上昇による悪影響は家計部門に表れている。主要国企業は積極的なリストラを通じて事業の効率化や収益性の向上を図っていることから、外部環境の変化に対してはある程度の抵抗力を備えていると考えられる。しかし価格転嫁が容易ではない中での急激なコスト上昇は確実に企業収益を圧迫し、雇用創出意欲を抑制させる。製造業PMIの雇用指数が48.3(50未満は雇用削減を示す)と依然として低迷しているように企業は原油価格の動向に神経を尖らせており、今後も雇用環境の回復は鈍いと予想される。

<消費動向>

8月は夏休みのため、欧州委員会や仏INSEE消費者信頼感発表されず、足元の実態を的確に把握することは難しいが、雇用・所得環境改善の遅れは確実に消費者マインドに悪影響を及ぼしているようだ。また、賃金上昇率が限られている中での電気代やガソリン価格などの物価上昇は、消費者の実質購買力の低下をもたらし、個人消費の減速に繋がる。実際、7月の小売売上高はユーロ圏が前月比▲0.5%とマイナスに転じたほか、国別でもドイツが同▲0.6%と2ヶ月連続で前月水準を下回った。

●物価・マネーサプライ動向



<物価>

7月のユーロ圏消費者物価(暫定値)は前年比+2.1%と前月(同+2.2%)から伸びが鈍化した。エネルギー価格の上昇が続いており、引き続き消費者物価の押し上げ要因として働いているものの、需要の低迷から衣料品などの家庭用品の伸びは鈍化していることから、コア物価は減速した可能性が高い。

<マネーサプライ>

7月のマネーサプライ(M3)は前年比+7.9%となり、4ヶ月連続で加速した。また、ECBが政策決定の際に注目している民間部門向け銀行貸し出しは同+8.2%と2001年4月以来の高い伸びを記録した。政策金利が「歴史的な低水準である」2%に据え置かれ、実質金利がほぼゼロ%となった2003年以降、民間部門向け銀行貸し出しは増加傾向にある。なお、同時期(2003年)に前年水準を上回り始めたフランスの住宅着工戸数も7月は前年比+12.3%となり、引き続き高い水準で推移している。

●金融政策

9月1日の政策決定理事会でECBは政策金利の据え置きを決定した(レポレート2.00%、限界貸出ファシリティ3.00%、預金ファシリティ1.00%)。また、原油価格(WTI)が一時1バレル=70ドルを超え

るなど足元で不安定な動きをしており、景気に対しては下振れリスク、物価に対しては更なる上振れリスクとなっているため、E C Bが同時に発表した短期見通しでは、景気については前回予測(6月)よりも下方修正、物価については上方修正されている。なおE C Bは今後も原油価格の動向に警戒が必要としながらも、今回も「(景気・物価・貨幣流動性などを総合的に考慮すると、現行水準は)適正水準である」との判断に変わりはなかった。

トリシェ総裁は声明文や質疑応答の中で何度も「適正水準」との言葉を述べているが、物価の見通しが上方修正されていること、マネーフローの伸びを説明する時に何度も「(現在の)低金利が要因」と述べていることなどから、今後E C Bは再び利上げを視野に入れ始める可能性は高い。ただし、「ユーロ圏内でインフレ圧力が増しているという証拠はない」と再三指摘しているように、賃金上昇率が限定的であり、消費が弱含むなかではなかなか利上げに踏み切れないことも事実である。したがって、次回の利上げ時期は、企業収益の更なる拡大が家計部門に波及し、賃金が明確に上昇し始め、家計消費も増加し始める2006年以降となるだろう。