



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

発表日：2005年12月13日（火）

～景気回復力が限られる中、ECBによる緩和政策は続く～

(No. ET-06)

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

- ユーロ圏の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.6%となり、2004年1-3月期以来の高い伸びを記録した。国別にみてもマイナス成長のところはなく、総じてみればユーロ圏経済は堅調な企業部門を中心に順調に拡大傾向を辿っていると言えよう。
- 企業部門を支えている最も大きな要因は海外需要の拡大である。また、ユーロ安によってユーロ圏企業が相対的に価格競争力を高めていることも輸出を押し上げる重要な要因となっている。輸出の増加は域内企業の生産活動を活発化させるという好循環に繋がっており、受注の拡大や企業景況感の改善から設備投資も底堅い推移が見られる。
- 企業マインドの改善は、設備投資のみならず雇用スタンスも変えつつあるようだ。製造業PMIの雇用指数を見ると、足元では49.9と拡大を示す50まで漸くあと一步のところまで到達した。ただし、企業によるリストラを背景に賃金上昇率は限定的であり、個人消費は依然として弱含んでいる。特にドイツでは他国に比べてリストラが厳しく、ここ数年雇用不安を背景に貯蓄率が上昇している。その結果、ドイツの個人消費はフランスなどに比べて低迷が目立つ。
- 以上を踏まえると、今後もユーロ圏の主要輸出相手国である米国、英国、中国を含めたアジア諸国経済が堅調に推移すると見られることから、輸出は引き続き拡大傾向を辿るだろう。一方、家計部門では最悪期を脱した雇用環境に沿う形で今後消費者は財布の紐を緩めていくと思われるが、賃金上昇率の大幅な伸びが期待できない中では消費の伸びも緩やかなものにとどまろう。ユーロ圏の実質GDP成長率は2005年に前年比+1.4%となった後2006年には同+2.0%と緩やかな拡大を辿るとみられるが、そのペースは潜在成長率並みとどまると予測する。
- 12月1日の政策決定理事会でECBは政策金利を25bp引き上げた。ECB高官の発言を見ると、ECBは今後も利上げを行う可能性は高い。ただ、2006年には消費者物価が前年比+2.0%を下回る局面がみられることや、足元の景気は海外需要増やユーロ安に助けられている面が多く、域内から景気を押し上げるほどの力強さは感じられないことなどから、今後の金融政策は連続して利上げされるほど良い経済環境とまでは言えない。1-3月期に再度25bpの利上げを行った後は、景気動向や物価上昇圧力を見守る状況が続く可能性が大きいと言えよう。

●足元の景気状況

ユーロ圏の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.6%となり、2004年1-3月期以来の高い伸びを記録した。国別では主要国であるスペインが同+0.8%と引き続き高い伸びを維持したほか、フランス(同+0.7%)やドイツ(同+0.6%)も底堅く推移した。他のユーロ諸国を見てもマイナス成長のところはなく、総じてみればユーロ圏経済は順調に拡大傾向を辿っていることを裏付ける内容であった。

項目別に見ると、個人消費が同+0.3%にとどまり依然として力強さが感じられない中、輸出が同+3.4%、設備投資が同+1.6%とそれぞれ大幅な伸びを記録し、全体のけん引役となった。4-6月期にボトムを付けたユーロ圏経済は堅調な企業部門を中心に拡大を続けている。

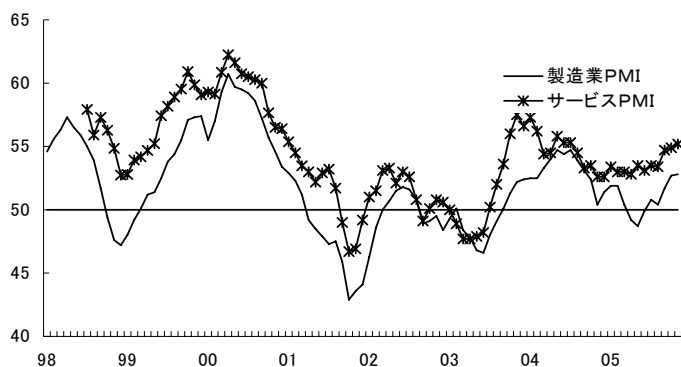
●企業部門 ～輸出の増加が生産活動の拡大に繋がる～

企業部門を支えている最も大きな要因は海外需要の拡大である。月次の貿易統計で確認すると、足元では米国やアジア、産油国、東欧向けなど幅広い地域で輸出増が見られるほか、財別でも最終財や中間財、資本財など伸びている品目が多種に及ぶなど、世界的な需要拡大に呼応していることが分かる。また、ユーロ安によってユーロ圏企業が相対的に価格競争力を高めていることも輸出を押し上げる重要な要因の一つとなっている。昨年末に1ユーロ=1.36ドルを付けた為替相場は、年初以来ユーロ安基調にあり、足元では同1.20ドルを切る水準で推移している。

輸出の増加は域内企業の生産活動を活発化させるという好循環に繋がっている。外需主導型のドイツでは7-9月期の鉱工業生産（除く建設）が前期比+1.4%と2003年10-12月以来の高い伸びを示したほか、フランスやイタリアでも前期水準を上回った。PMIで確認すると、堅調なサービス業に加えて、今年の半ば以降は製造業でも活動が順調に拡大している様子が読み取れる（図1）。

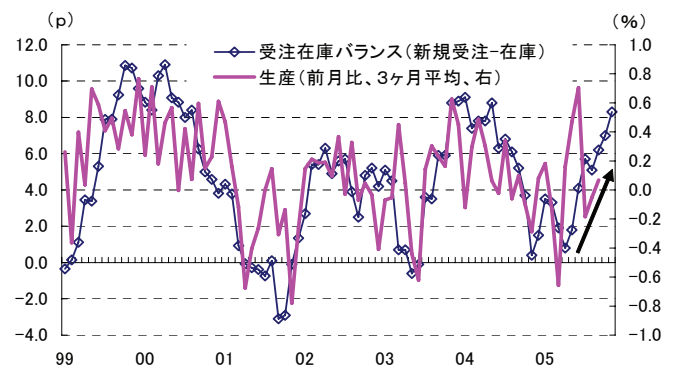
今後についても、ドイツの海外受注が前期比+7.2%とITバブル期の99年7-9月期以来の高い伸びを記録しているほか、フランスやイタリアでも製造業PMIの輸出受注が6月以降50を上回って推移していることから、輸出の増加を通じた生産活動の拡大が続くと予想される。また、在庫循環の視点に立っても、継続的に在庫が減少している一方、受注が増加していることを背景に今後は在庫積み増し局面へ移行すると見られることから、生産活動には前向きな要因となる（図2）。

図1 ユーロ圏PMIの推移



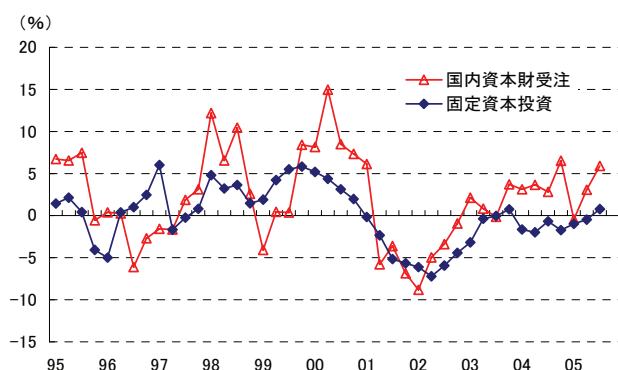
(資料) Bloomberg

図2 ユーロ圏受注在庫バランス (PMIより作成)



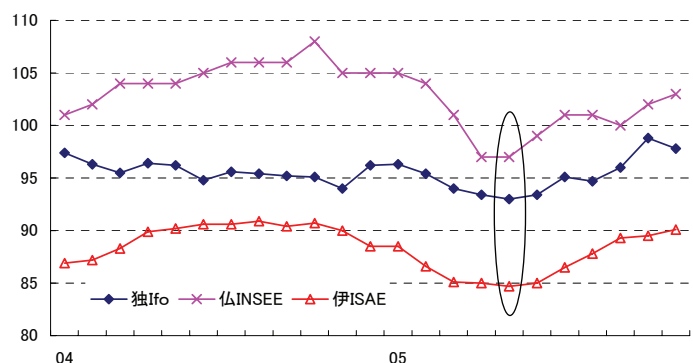
(資料) Bloomberg

図3 資本財受注と固定資本投資 (ドイツ)



(資料) Datastream

図4 各国別企業景況感



(資料) ドイツ Ifo、フランス INSEE、イタリア ISAE

GDPを押し上げたもう一つの要因である設備投資についても、今後も底堅く推移しそうである。ドイツの国内資本財受注が2期連続で拡大していることを筆頭に、ユーロ圏全体で見ても新規資本財受注が拡大傾向にあるためだ（図3）。さらに、海外経済の回復、通貨安基調、原油価格の落ち着き、株価上昇などを背景に、設備投資に大きな影響を及ぼすと考えられる企業の景況感も改善傾向にある

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。

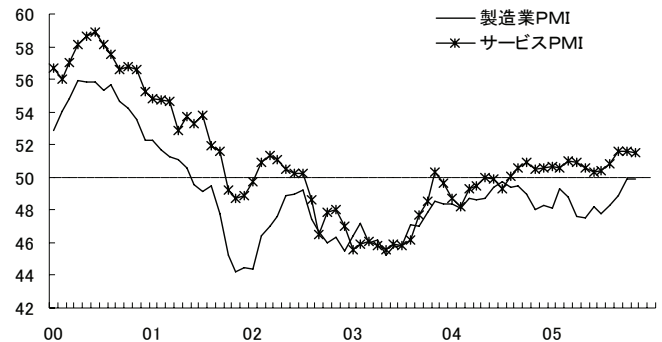
(図4)。企業の収益性や生産性が高まっている中で生産活動が拡大し、かつ企業家のマインドも少しずつ明るくなってきていることから、企業の設備投資に対する資金配分も少しずつ増加することが見込まれる。

●家計部門 ～雇用回復の兆しが見え始めたが、賃金の低迷から個人消費は弱含む～

企業マインドの改善は、設備投資のみならず雇用スタンスも変えつつあるようだ。PMIの雇用指数を見ると、サービス業での雇用拡大に加えて、製造業においても49.9と拡大を示す50まで漸くあと一步のところまで到達した。国別で確認すると、外需主導型のドイツやイタリアでは既に50を越えて推移しており、製造業における雇用拡大を示唆している。実際、ドイツの雇用者数の推移を見ると、サービス業が牽引する形で2005年5月から全産業の雇用者数(前月対比)は増加していたが、7月以降は製造業においても前月水準を上回って推移し始めている。

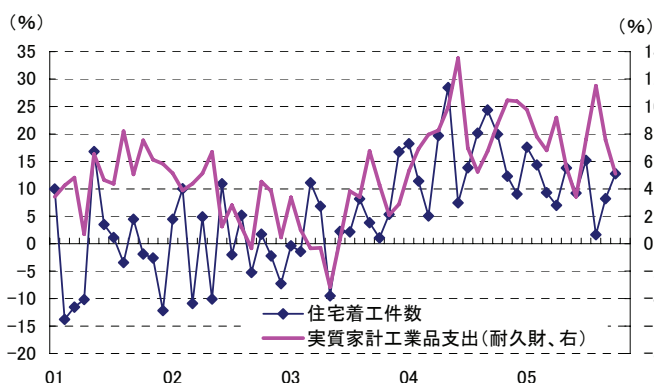
一方、企業部門とは対照的に、7-9月期のユーロ圏小売売上高は前期比+0.1%にとどまるなど、個人消費は依然として低調な推移を辿っている。フランスの家計工業品支出が同+2.2%増加と健闘したものの、ユーロ圏最大の消費国であるドイツの小売売上高は同▲0.7%となり、全体の足を引っ張った。フランスでは住宅着工件数が前年比+10%程度の高い伸びで推移しており、それに伴って耐久財を中心とした消費の拡大が続いている(図6)が、ドイツでは住宅投資が弱く、住宅効果による消費押し上げは観測されていない。また、企業による厳しいリストラを背景に賃金の伸びが鈍化していることも、フランスとドイツの個人消費の明暗を分けた要因と考えられる(図7)。これらのことから、ドイツではここ数年雇用不安を背景に貯蓄率が上昇しており、また、他国に比べて消費者マインドも低い。

図5 ユーロ圏PMI(雇用指数)



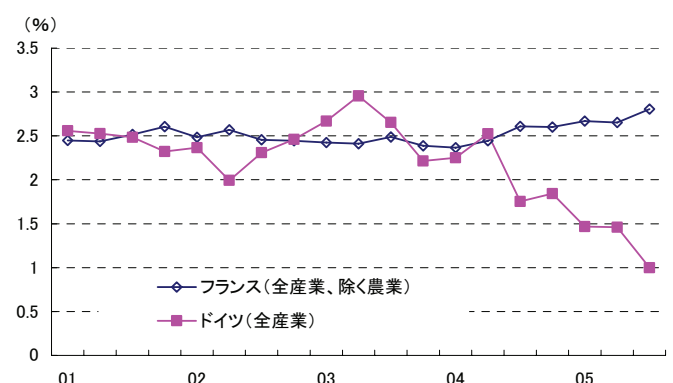
(資料) Bloomberg

図6 住宅着工件数と耐久財消費(フランス)



(資料) Datastream

図7 名目賃金の推移(月収)



(資料) Datastream

●見通し

以上を踏まえて先行きを予測すると、今後もユーロ圏の主要輸出相手国である米国、英国、中国を含めたアジア諸国経済が堅調に推移すると見られることから、輸出は引き続き拡大傾向を辿るだろう(図8)。また、これまでのユーロ安は今後しばらくはユーロ圏企業の価格競争力を高め、輸出を押し上げる効果として働こう。その結果、生産活動への波及を通じて設備投資の拡大も見込まれる。

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。

家計部門では最悪期を脱した雇用環境に沿う形で今後消費者は財布の紐を緩めていくと思われるが、大幅な賃金上昇率の伸びが期待できない中では消費の伸びも緩やかなものにとどまろう。報酬の伸びが限定的な中で、ユーロ圏全体で見たマクロ所得は雇用者数の増加に依存するところが大きい。その結果、個人消費も企業部門同様拡大が見られるが、その加速ペースはITバブル期のように大きいものではなく、2003年から2004年にかけて見られた前年比+2%程度の拡大になろう(図9)。

ユーロ圏実質GDP成長率は2005年に前年比+1.4%となった後2006年には同+2.0%と緩やかな拡大を見せるとみられるが、そのペースは潜在成長率並みとどまると予測する。

図8 世界経済の推移(主要4ヶ国の加重平均)

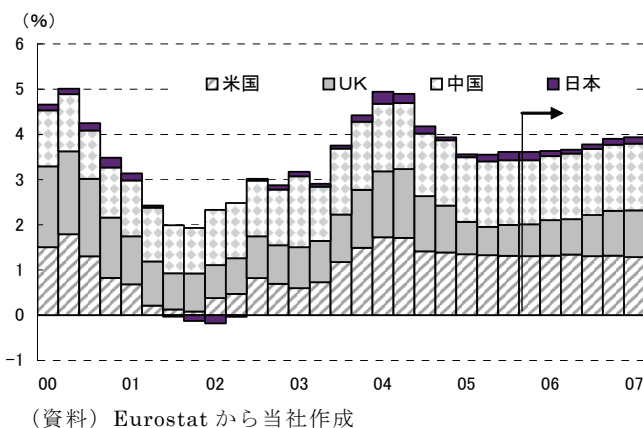
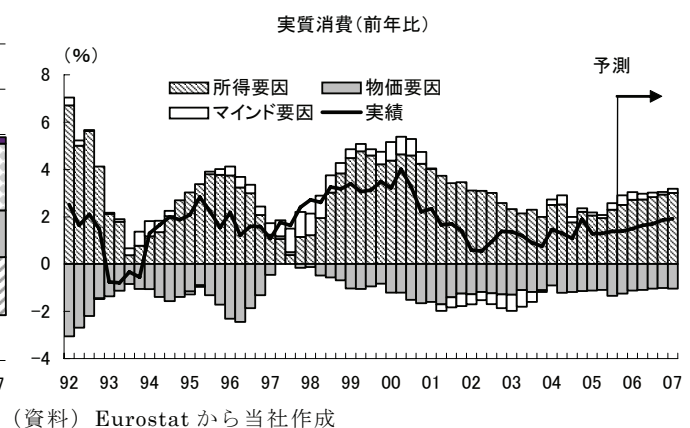


図9 実質消費の推移



● 物価・金融政策 ～3%までの利上げの可能性は低い～

12月1日の政策決定理事会でECBは政策金利を25bp引き上げた。歴史的低水準と言われた2.00%の政策金利は、景気回復が遅れたことから結局2年半据え置かれたが、米国に続いてユーロ圏でも漸く超低金利政策から一歩抜け出すこととなった。

今後についても、利上げが行われる可能性は高い。というのも、利上げ後に聞かれたECB高官の発言を見ると、「追加利上げの計画はない」「利上げサイクルに入るものではない」と連続的な利上げ期待をけん制する一方、「物価の安定が脅かされればいつでも行動を取る」、「再びインフレ懸念が高まれば、利上げを実施する可能性はある」と今後の利上げを示唆しており、ECBは今回の利上げをもって打ち止めということは考えていないと見られるためである。

このように今後も利上げが予想されるなか、重要なのは最終的にどの水準まで金利が上昇するかである。今回の利上げの目的は金利引き締めという性格のものではなく、中長期的な物価上昇圧力を未然に防ぐという意味合いが強かったため、注目されるのは今後もインフレ懸念が残るかどうかであろう。

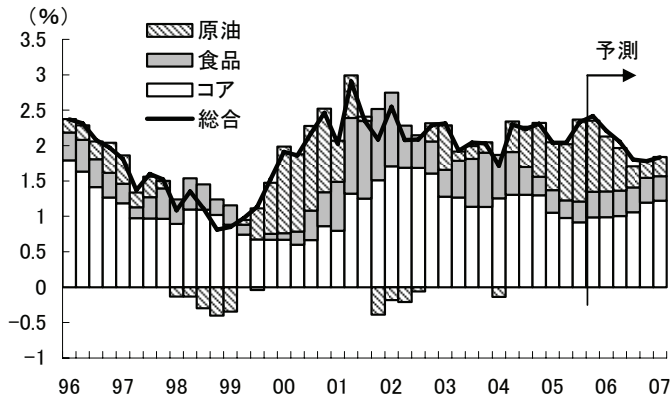
結論から言うと、2005年の消費者物価は前年比+2.2%とECBが目標としている同+2.0%を上回って推移しようが、2006年後半になると同+2.0%を下回る水準まで鈍化する局面もみられ、2006年を通して見てもECBの目標を大きく逸脱するような水準には至らないだろう(図10)。現在最も押し上げ寄与の大きいエネルギー価格の伸びが今後は鈍化する(ベース効果の剥落)ことが予想されるためである。一方、景気回復に伴ってコア物価は加速する公算が大きい、個人消費に明確な回復が見られない中では限定的なものになる可能性が高いため、総合で見た物価上昇率も加速感の欠くものとなる。したがって、2006年半ば以降は物価上昇圧力を根拠とした利上げは行われないと見るのが自然であろう。

さらにテイラールールを見ても、継続的な大幅利上げは回避される公算が高い。ここ数年の金融政策はユーロ圏全体の理論値よりも、ドイツの数値に近いところで推移していることが分かる(図11)。テイラールールは前提条件によって値が変化するため、幅をもって見る必要はあるが、①ドイツの実

質個人消費が3期連続のマイナス成長となっており、今後も家計部門に勢いが見込めないこと、②ユーロ圏全体でも足元の景気は海外需要増やユーロ安に助けられている面が多く、域内から景気を押し上げるほどの力強さは感じられないこと等を勘案すると、景気面からみても利上げ幅は限定されよう。

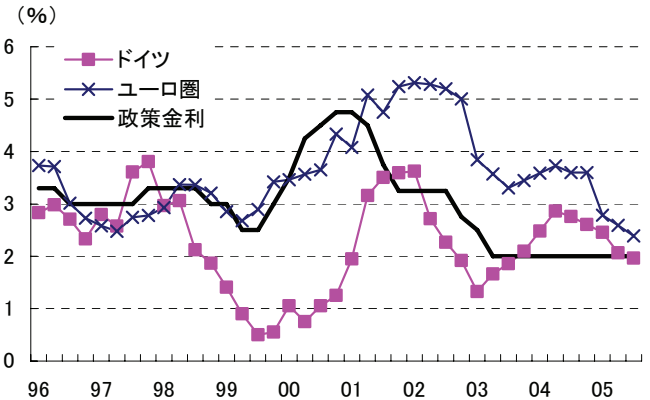
以上のことから、今後の金融政策は連続して利上げされるほど良い経済環境とまでは言えないのが現状であり、1-3月期に再度25bpの利上げを行った後、その後は景気動向や物価上昇圧力を見守る状況が続く可能性が大きいと見られる。2006年末時点で政策金利が3%まで引き上げられる公算は低い。

図10 消費者物価の推移(前年比)



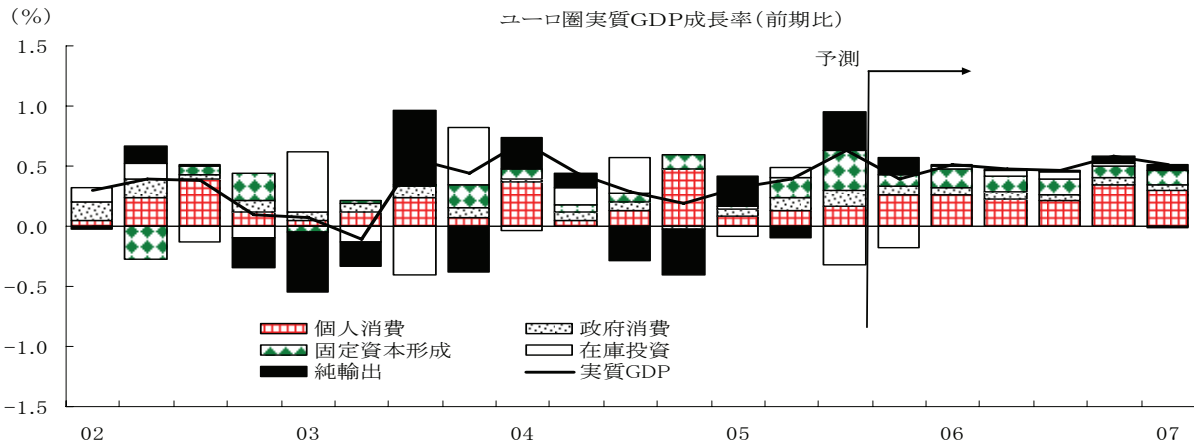
(資料) Eurostat から当社作成

図11 テイラールールと政策金利



(資料) Eurostat、ECB から当社作成

ユーロ圏の潜在成長率を2.0%、ドイツを1.5%とする
消費者物価はコアを使用



ユーロ圏経済(前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP								CPI
		内需	個人消費	固定資本投資	在庫	外需	輸出			
							輸出	輸入		
2001	4.3	1.9	(1.2)	1.9	0.5	(▲0.4)	(0.7)	3.7	1.9	2.3
2002	3.6	1.0	(0.4)	0.9	▲2.0	(▲0.2)	(0.5)	1.8	0.4	2.2
2003	2.9	0.7	(1.3)	1.1	0.8	(0.2)	(▲0.6)	1.3	3.1	2.1
2004	3.8	1.8	(1.7)	1.4	1.7	(0.3)	(0.1)	5.9	6.1	2.1
2005	3.1	1.4	(1.5)	1.4	2.3	(▲0.0)	(▲0.0)	4.5	4.9	2.2
2006	3.5	2.0	(1.7)	1.7	2.9	(▲0.2)	(0.3)	7.2	7.0	2.0

(注)カッコ内は寄与度。

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。