



ユーロ圏 Monthly Report (06年4月) ～1－3月期の景気拡大を示唆～

発表日：2006年4月19日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 齋藤 俊輔(5221-4547)

要約

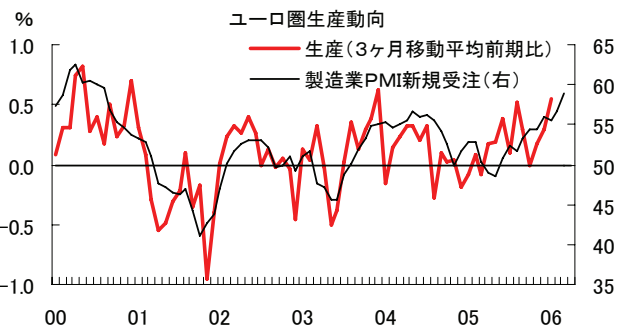
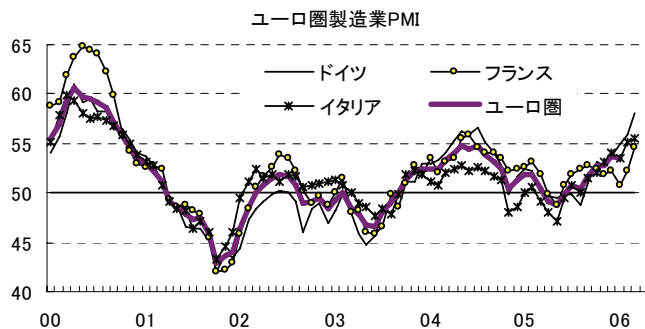
- 足元でユーロ圏の生産活動の拡大を示唆する指標が公表されている。3月のユーロ圏製造業PMIは56.1と2ヶ月連続の上昇となり、拡大・縮小の分かれ目である50を9ヶ月連続で上回っている。特に生産指数や新規受注指数が前月から大幅に上昇しており、生産活動のモメンタムが一段と強まっている可能性が高い。さらに米国など海外を中心とした底堅い需要を背景に企業マインドも改善傾向を続けている。企業部門は、年央にかけて海外需要の拡大が予想されることから当面は好調を維持するだろう。
- 雇用環境が回復傾向を辿っていることから、足元の消費者マインドも緩やかに持ち直している。個人消費をみると、ユーロ圏小売売上高は1・2月平均では10－12月期対比+0.3%となっており、緩やかな回復が続いているといえよう。もっとも、個人消費の回復ペースを左右する所得環境をみると明確な改善はみられていない。ユーロ圏の最大消費国であるドイツではIGメタルによる賃金交渉は依然として難航している。企業部門の雇用リストラ圧力継続を背景に雇用者数も緩やかな増加に留まると予想される中、明確な賃金の上昇も見込めないことから、マクロ所得（＝雇用者×賃金）の伸びは限定的なものとなるだろう。以上を踏まえると、先行きの個人消費の改善幅は緩やかなものにとどまる公算が大きいと考えられる。
- 4月6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（政策金利の水準は2.50%）。今回も「名目・実質とも金利は低水準であり、引き続き緩和的である」との判断は変わらなかった。物価に対しては3月の「注視する（monitor closely）」から4月は「非常に注意深く監視していく（monitor very closely）」とトーンを強めている。また、2月のマネーサプライの伸びは加速、特に民間部門向け貸し出しが前年比+10.3%（1月、同+9.6%）と過剰流動性が懸念される状況が続いていることから、ECBは中長期的なインフレリスクを引き続き注視する姿勢を示している。加えて、1－3月期の成長率は再加速した可能性が高いことなどを踏まえると、「3ヶ月ごとの利上げ」通り6月に追加利上げ（+25bp）を行う可能性が高い。

●企業部門

<生産動向>

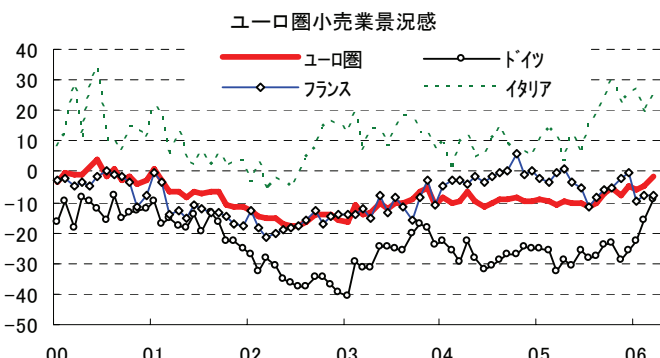
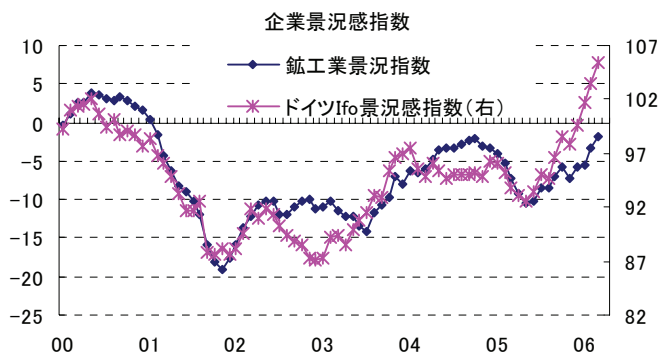
2月の生産関連指標は各国でまちまちの結果となった。フランスの鉱工業生産（除く建設）は、自動車が前月の反動で減少（前月比▲3.9%）したことなどを背景に前月比▲0.9%とマイナスに転じた。趨勢として、やや低調な推移となっている。一方、イタリアの鉱工業生産は同+0.8%と生産活動は拡大している。

3月のユーロ圏製造業PMIは56.1と2ヶ月連続の上昇となり、拡大・縮小の分かれ目である50を9ヶ月連続で上回っている。特に生産指数や新規受注指数が前月から大幅に上昇しており、生産活動のモメンタムが一段と強まっている可能性が高い。また、国別でもドイツを筆頭にフランスやイタリアでも同様のトレンドがみられることから、広がりを伴いながらユーロ圏の製造業は拡大ペースを加速しているようだ。以上を踏まえると、総じてユーロ圏の生産活動は緩やかに拡大していると評価できる。先行きも企業部門は、年央にかけて海外需要の拡大が予想されることから当面は好調を維持するだろう。



<企業景況感>

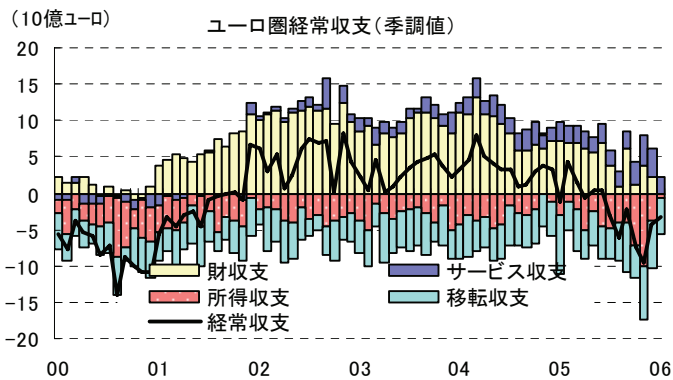
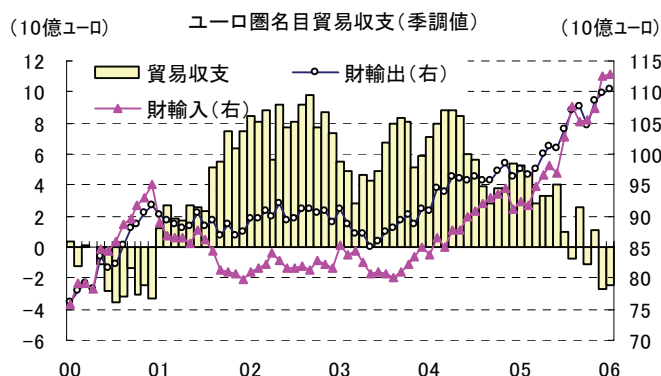
米国など海外を中心とした底堅い需要を背景に新規受注などが拡大していることから、企業マインドは改善傾向を続けている。3月のユーロ圏鉱工業景況感指数は▲0.8と4ヶ月連続の改善となった。国別でも、同月のI f o景況感指数（ドイツ）は105.4と4ヶ月連続の改善となり、東西統一後の1991年3月以来の高い水準に達している。また、I S A E景況感指数（イタリア）も改善傾向が続いていることから、ユーロ圏全体において企業マインドは引き続き改善傾向を辿っている。ただし、I f o景況感指数（ドイツ）などにみられる小売業の改善は6月のワールドカップ開催など一時的要因も影響していると考えられることから、過度に楽観視はできないだろう。



<外需>

1月のユーロ圏域外貿易は、輸出が前月比+0.4%と3ヶ月連続で増加したものの、伸び幅は鈍化している。また、輸入は同+0.3%の増加となった。貿易収支は原油価格の高止まりを背景とした輸入金額の増加により、▲25億ユーロ（季調済）と2ヶ月連続の赤字となった。2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足元好調な輸出を背景に黒字幅が拡大し、フランスでは赤字幅が縮小したことから、ユーロ圏全体でも赤字幅は縮小した可能性が高い。

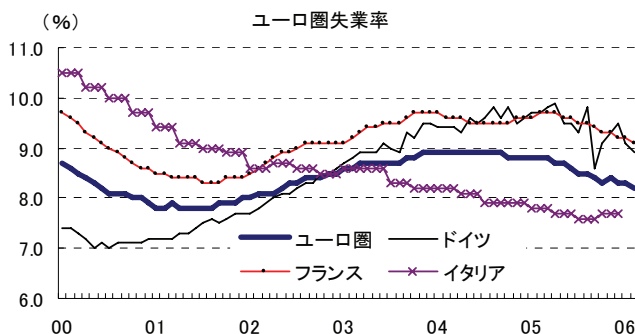
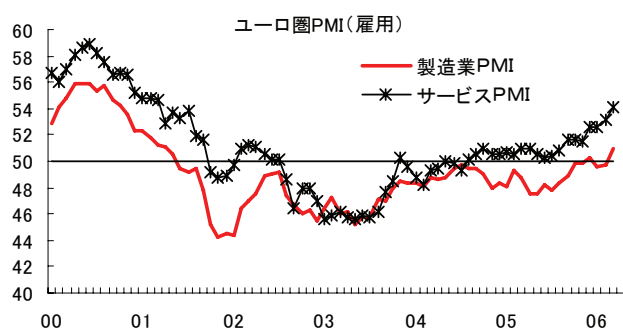
1月の経常収支は▲33億ユーロと7ヶ月連続の赤字となったものの、所得収支の赤字幅の縮小を背景に全体の赤字額も引き続き縮小している。先行きもユーロ圏の輸出は受注の拡大しているドイツ主導で増加傾向が続くだろう。



●家計部門

<雇用環境>

2月のユーロ圏失業率は8.2%と引き続き低下傾向を辿っている。製造業を中心とした企業部門の活況や企業家マインドの改善を背景に緩やかな雇用拡大が続いている。3月のユーロ圏PMI（雇用指数）をみると、サービス業が引き続き54.1と拡大を示す50を超えて推移していることに加えて、製造業も50.9と3ヶ月ぶりに拡大しており、雇用環境の改善を示唆している。ただし、国別にみるとドイツとフランスでは若干異なる状況のようだ。2月のドイツ失業者数は、寒波による建設業での雇用抑制などを背景に前月差+3万人（季調値）と2ヶ月ぶりに増加とした。また、雇用者数も5ヶ月連続で減少するなど、足元で雇用環境の回復傾向はやや足取りを重くしているようだ。実際、大手自動車メーカー等がリストラ策を発表するなど、依然として主に製造業において人件費抑制圧力が掛かり続けている。一方、フランスの2月失業者数は同▲1万5千人（季調値）と2ヶ月ぶりの減少となり、趨勢として雇用環境の改善傾向は持続している。

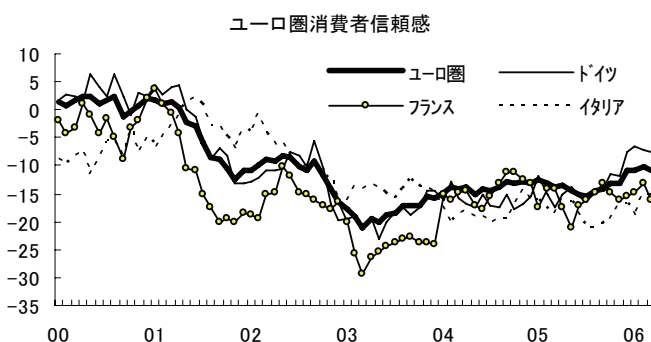
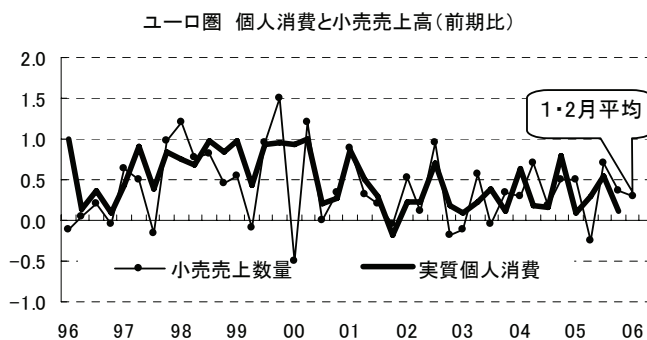


<消費動向>

雇用環境が回復傾向を辿っていることから、足元の消費者マインドも緩やかに持ち直している。3月のユーロ圏消費者信頼感は▲10.7（前月差▲0.6）と単月では低下したが、トレンドとしては回復傾向を辿っており、水準自体も2002年1月以来のものとなっている。国別でみると、特に低下が目立ったフランス（前月差▲3.2）では、CPE（初期雇用契約）問題といった一時的要因がマインドの低下に影響したと考えられる。

個人消費をみると、2月のユーロ圏小売売上高は前月比▲0.2%となった。1・2月平均では10-12月期対比+0.3%となることから、緩やかな回復が続いているといえよう。国別でみると、ドイツの2月小売売上高は前月比▲0.6%と前月の高い伸びの反動で減少した。ただし、1・2月平均では10-12月期対比+1.5%と持ち直している。また、フランスでは2月家計工業品支出が前月比+1.8%と2ヶ月連続の増加となり、足元堅調に推移している。

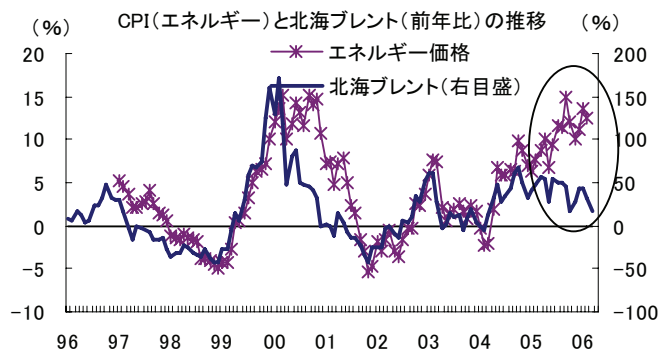
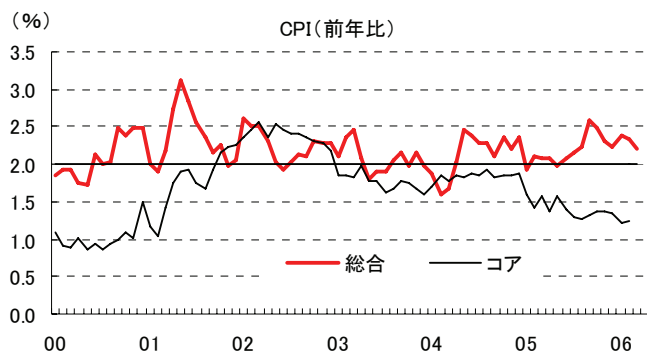
個人消費の回復ペースを左右する所得環境をみると、明確な改善はみられていない。独IGメタルによる賃金交渉は依然として難航しており、5%の賃上げ要求がそのまま通る可能性は低い。企業部門の雇用リストラ圧力継続を背景に雇用者数も緩やかな増加に留まると予想される中、明確な賃金の上昇も見込めないことから、マクロ所得（＝雇用者×賃金）の伸びは限定的なものとなるだろう。以上を踏まえると、先行きの個人消費の改善幅は緩やかなものにとどまる公算が大きいと考えられる。



●物価・マネーサプライ動向

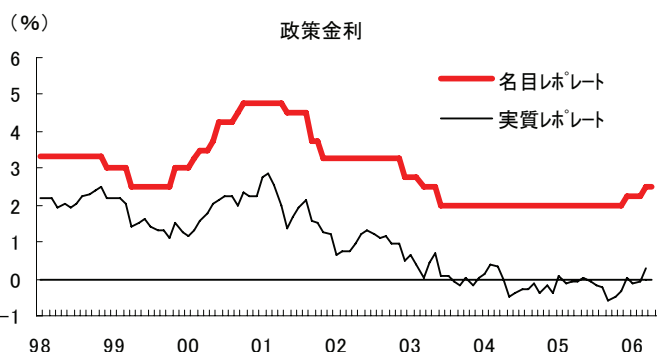
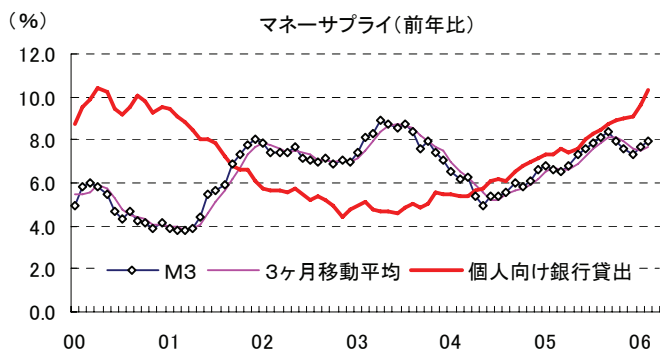
<物価>

3月のユーロ圏消費者物価（暫定値）はエネルギー価格の伸びが一服したこと等を背景に前年比+2.2%と前月（同+2.3%）から鈍化している。また、2月コア物価は前年比+1.2%と引き続き安定的に推移している。先行きについても、原油価格の高止まりを背景に消費者物価は当面ECBが目標とする同+2%を超えた推移が続くだろう。もっとも、①先行きの賃金上昇率が加速しないこと、②エネルギー価格高止まりから他の財への二次的波及が限定的であることから、このままインフレ率が大きく上昇するとは考えにくい。



<マネーサプライ>

2月のマネーサプライ（M3）は前年比+8.0%（1月同+7.6%）と伸びが加速していることに加え、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も同+10.3%（1月同+9.6%）と1999年6月以来の高い伸びを記録している。ECBはこれを受けて、4月6日の理事会において「ユーロ圏の貨幣流動性は過剰であり、中長期的なインフレ圧力となる」との判断を引き続き示しており、過去のブンデスバンクと同様に利上げ要件として今後使われる可能性がある。



●金融政策

4月6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（政策金利の水準は2.50%）。今回も「名目・実質とも金利は低水準であり、金融政策は引き続き緩和的である」との判断は変わらなかった。物価に対して、3月の「注視する (monitor closely)」から4月は「非常に注意深く監視していく (monitor very closely)」と声明文のトーンを強めている。記者会見の中でトリシェ総裁は、「次回（5月）の政策委員会において利上げの可能性が高いという市場の見方は、政策委員会の見方と一致しない」と述べている。また、5月前倒し観測の一因となった“フランクフルト以外で政策委員会を開催する場合（6月はマドリードで開催）は利上げ実施を行わない」という経験則的な見方に対しても、政策委員会の見方に合致しないことを示した。こうしたことから5月の利上げ前倒し観測は後退し、次回利上げは3ヵ月ごとの利上げサイクル通り6月に実施されとの見方が強まった。

ECBが5月に利上げを前倒しするといった見方が急速に強まった背景には、足元で強めの経済指標の発表

が続いていたことが挙げられる。しかし、結果的には過去2回の利上げ前月（11、2月）に盛り込まれていた「警戒（Vigilance）」という事前シグナルが今回の声明文では盛り込まれなかったことなどから、5月の利上げ前倒しの可能性は急速に後退した。ECBが5月に利上げをしない背景を考えると、①足元の物価が2%程度で推移し、賃金の上昇率も落ち着いている、②次回のECB政策決定理事会（5月4日時点）ではユーロ圏の1－3月期の実質GDP成長率が公表されておらず、最も重要なハードデータによる景気拡大を確認できない、③当面、先行きの家計部門の回復は緩やかなものに留まると予想される、④独IGメタルと経営者側による賃金交渉の難航（一部で時限スト突入）といった景気に水をさす可能性のあるリスクが解決していない、ことが挙げられよう。

先行きを展望すると、2006 年前半は企業部門の回復加速に加えて、家計部門も緩やかな回復が続く見込みだ。もっとも、年後半には世界的に景況感の改善に歯止めがかかると予想され、ユーロ圏の拡大ペースも鈍化するだろう。以上を勘案すると、ECBは「3ヶ月ごとの利上げ」を踏襲し、6月に+25bp、9月（開催日は8月31日）に+25bpの追加利上げを行うと見込まれる。その後、年後半の景気拡大ペースの鈍化に伴い、ECBはしばらく様子見を続けると予想する。