



ユーロ圏 Monthly Report (06年5月)

発表日: 2006年5月26日(金)

～6月に利上げの可能性が強まる～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 齋藤 俊輔(5221-4547)

要約

- 3月のユーロ圏鉱工業生産(除く建設)は前月比+0.4%の増加、1-3月期でも前期比+0.9%と生産活動の拡大を示す良好な結果となった。また、4月のユーロ圏製造業PMIは56.7と3ヵ月連続の上昇となった。内訳をみると、主要な項目である生産指数、新規受注指数が共に上昇を示している。両指数の改善幅は前月から鈍化したものの、引き続き生産活動の拡大を示唆していると考えられる。ただし、ユーロ圏の企業部門は堅調な海外需要によって押し上げられているところが大きい。年後半には米国など海外経済は緩やかに減速すると予想され、生産活動も年前半から鈍化すると考えられる。
- 個人消費をみると、3月のユーロ圏小売売上高は前月比▲0.8%の減少、1-3月期では前期比+0.1%と前期から伸びは鈍化している。こうした背景にはドイツの個人消費が軟調であったことが挙げられよう。3月小売売上高は前月比▲1.9%と2ヵ月連続の減少となり、依然としてドイツの個人消費の回復力は強まっていない。また、IGメタルによる賃上げ交渉は、ノルトライン・ウェストファーレン州で3%の賃上げと一時金支給で合意に至った。こうしたことから、先行きの賃金上昇は小幅なものに留まると見込まれることから、ドイツの個人消費に明確な改善が見込み難い。以上を踏まえると、先行きのユーロ圏全体の個人消費の改善も緩やかなものに留まる可能性が高い。
- ECBは5月4日の政策決定理事会で政策金利の据え置きを決定した(政策金利の水準は2.50%)。ただし、物価の安定に対して、4月の「非常に注意深く監視していく (monitor very closely)」から、「強い警戒 (strong vigilance)」という文言に変更された。「警戒 (vigilance)」という文言は、利上げの事前シグナルとされている。また、1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6% (速報値) と前期 (同+0.3%) から再加速しており、ドイツ、フランスなど主要国でも明確な景気拡大が確認されている。こうしたことから、景気・物価の見通しが公表される6月に+25bpの利上げが実施される可能性はより強まった。

●企業部門

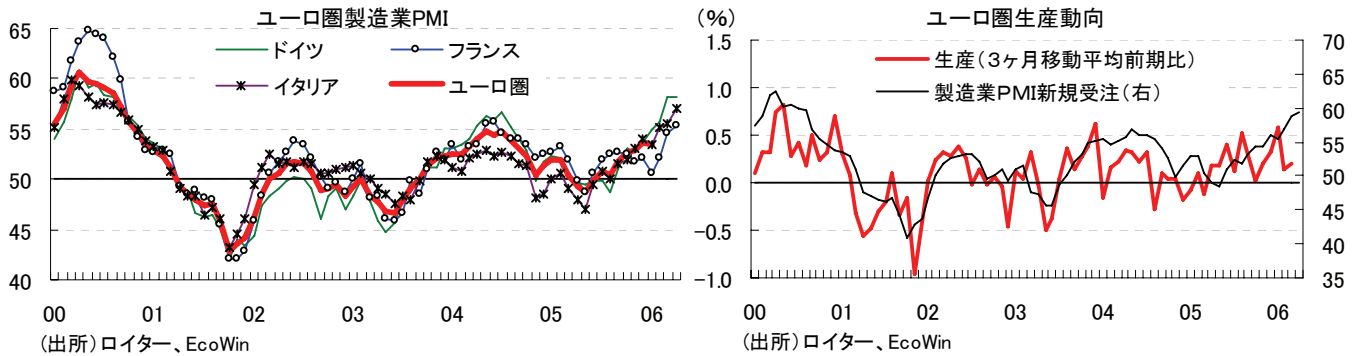
<生産動向> ～概ね良好な内容も、年後半には拡大ペースが鈍化する可能性～

3月のユーロ圏鉱工業生産(除く建設)は前月比+0.4%の増加、1-3月期でも前期比+0.9%と生産活動の拡大を示す良好な結果となった。主要国でみると、やや軟調な推移となっていたフランスの鉱工業生産(除く建設)は、資本財が同+2.8%(2月同▲1.6%)と大幅に増加したことなどを背景に同+1.6%(2月同▲1.2%)とプラスに転じている。1-3月期でも、前期比+0.8%(前期:同▲0.3%)とようやく明確な増加がみられた。また、イタリアでは3月は前月比▲0.1%と単月ではマイナスに転じたが、1-3月期では前期比+1.4%の増加と前期(同▲0.5%)から大幅増加となった。一方、予想外の低下となったのはドイツだ。3月の鉱工業生産(除く建設)は同▲1.7%と前月(2月同+1.0%)から減少に転じた。内訳をみても、資本財(同▲2.5%←2月同+1.5%)や消費財(同▲1.0%←2月同+0.2%)などがマイナスとなった。ただし、前年比でみると+4.1%と伸びは鈍化したものの、比較的高めの伸びを保っている。また、同国の4月の製造業PMI(生産指数)も60.8と高水準となっていることから、先行きは引き続き底堅い推移が予想されよう。

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。

4月のユーロ圏製造業PMIは56.7（前月差+0.6p）と3ヵ月連続の上昇となった。内訳をみると、主要な項目である生産指数が59.3（同+0.3p）、新規受注指数が59.5（同+0.6p）と共に上昇を示している。両指数の改善幅は前月から鈍化したが、引き続き生産活動の拡大を示唆していると考えられる。

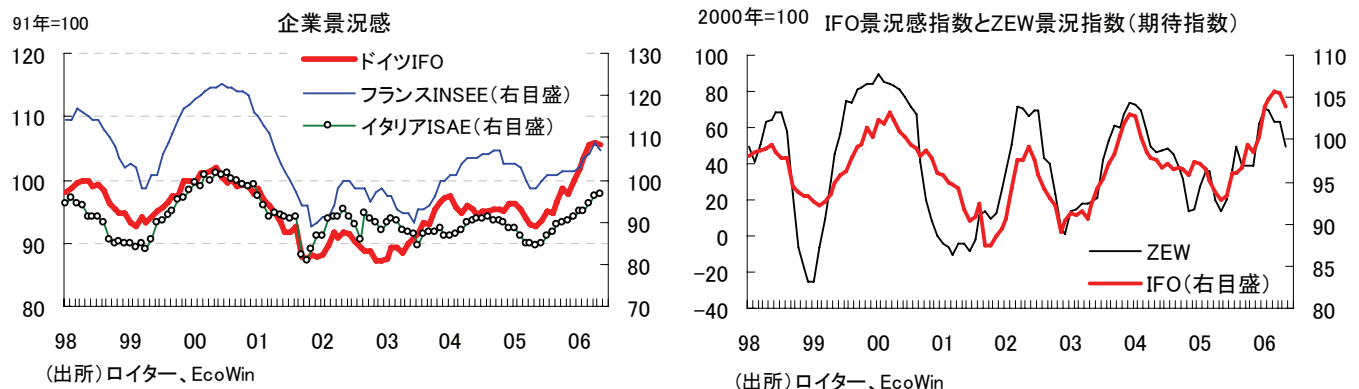
足元の原油価格は、地政学リスクなどを背景に依然として高止まりしている。また、米国の利上げ打ち止め観測を背景に為替相場は1ユーロ=1.28ドル近傍まで上昇している。こうした先行きの企業収益への懸念材料はあるものの、年央にかけて企業部門は好調を維持するだろう。ただし、ユーロ圏の企業部門は堅調な海外需要によって押し上げられているところが大きい。年後半には米国など海外経済は緩やかに減速すると予想され、生産活動も年前半から鈍化すると考えられる。



<企業景況感> ~足元は高水準だが天井感も~

4月のユーロ圏鉱工業景況感指数は+1.0（前月差+1.8p）と5ヵ月連続の改善となり、2001年1月以来のプラス転化となった。一方、5月の主要国（ドイツ、フランス）の企業マインドは共に楽観的な見方が修正されている。IFO景況感指数（ドイツ）は105.6（同▲0.3p）と6ヵ月ぶりの低下となった。ただし、現状指数は引き続き改善を示しており、指数自体も高い水準を維持していることから、足元の企業部門は好調と判断できる。

一方で企業部門の好調ぶりに天井感を示す指標もみられ始めた。6ヵ月先の景気等を示唆するIFO景況感指数の期待指数が104.0（同▲1.5p）と2ヵ月連続で低下している。これは金融機関のエコノミストなどを調査対象としたZEW景況感指数（期待指数）が既にピークアウト（4ヵ月連続で悪化）していることと、概ね整合的な動きとなっている。前述の原油価格の高止まりやユーロ高などを背景に年後半の景気に対して楽観的な見方が修正される結果となった。



<外需> ~輸出の加速が景気拡大を牽引~

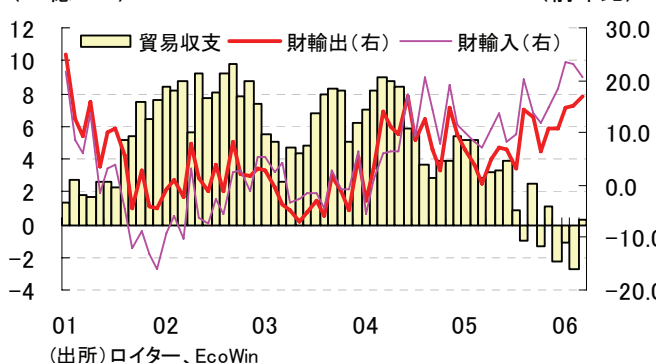
3月のユーロ圏域外貿易は、輸出が前月比+1.2%とプラスに転じた一方、輸入が同▲1.5%の減少となったことから、貿易収支は+2.6億ユーロ（季調済）と4ヵ月ぶりに黒字となった。これにより、1-3月期の輸

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。

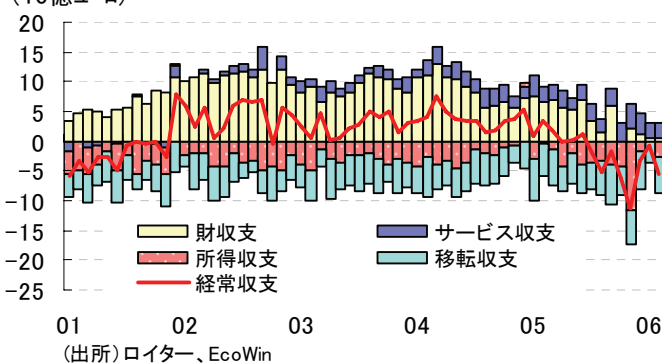
出は前期比+2.7%と伸びを拡大させており、再加速した同期の実質GDP成長率の牽引役となったことを示唆している。

2月の経常収支は▲56億ユーロと8ヵ月連続の赤字となり、前月（▲7億ユーロ）から大幅に赤字幅が拡大した。海外からの証券投資の増加を背景に所得収支の赤字幅が拡大したことが主な要因となっている。

(10億ユーロ) ユーロ圏名目貿易収支(季調値) (前年比)



(10億ユーロ) ユーロ圏経常収支(季調値)

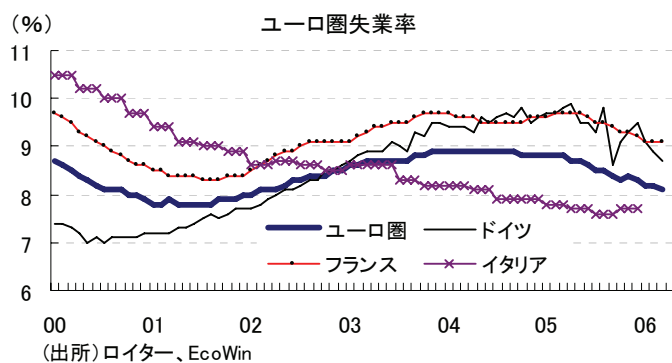
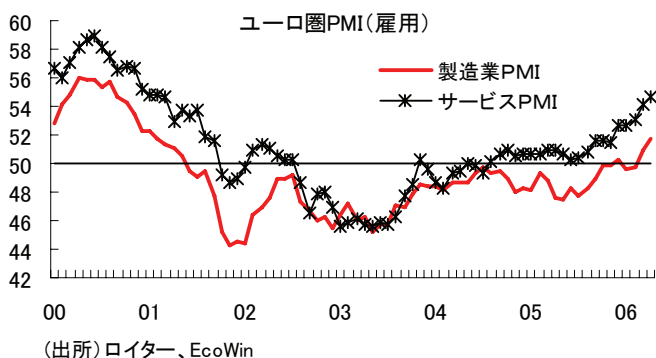


●家計部門

<雇用環境> ~緩やかな回復傾向が続く~

3月のユーロ圏失業率は8.1%と前月から▲0.1%p低下、企業収益の回復と、それに伴う企業家マインドの改善を背景に雇用環境は回復傾向が続いている。4月のユーロ圏PMI（雇用指数）をみると、サービス業が54.6と引き続き雇用拡大を示す50を上回っていることに加えて、回復が遅れていた製造業も51.8と2ヵ月連続で50を上回っており、先行きの雇用環境の改善を示唆している。

国別にみると、ドイツの3月失業者数は、前月差▲4万人（季調値）と2ヵ月ぶりの減少となった。気温上昇を背景に建設業などで雇用者数が増加したことが主因となった。ただ、大手製造業などでリストラ計画が進行しており、雇用環境の回復傾向は緩やかなものに留まるだろう。一方、フランスの3月失業者数は同▲3万人（季調値）と2ヵ月連続の減少となり、引き続き雇用環境の改善傾向は持続している。



<消費動向> ~個人消費の回復ペースは緩やかに留まる見込み~

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な持ち直しが続いている。4月のユーロ圏消費者信頼感は▲10.1（前月差+0.6p）と2ヵ月ぶりの改善となった。主要国をみると、ドイツ（同+1.7p）、フランス（同+1.5p）では共に改善を示している。一方、低下が目立ったイタリア（前月差▲2.1p）では、上下院総選挙の結果が僅差であり、政局の混乱が懸念されたことが一時的にマインドの低下に影響したと考えられる。

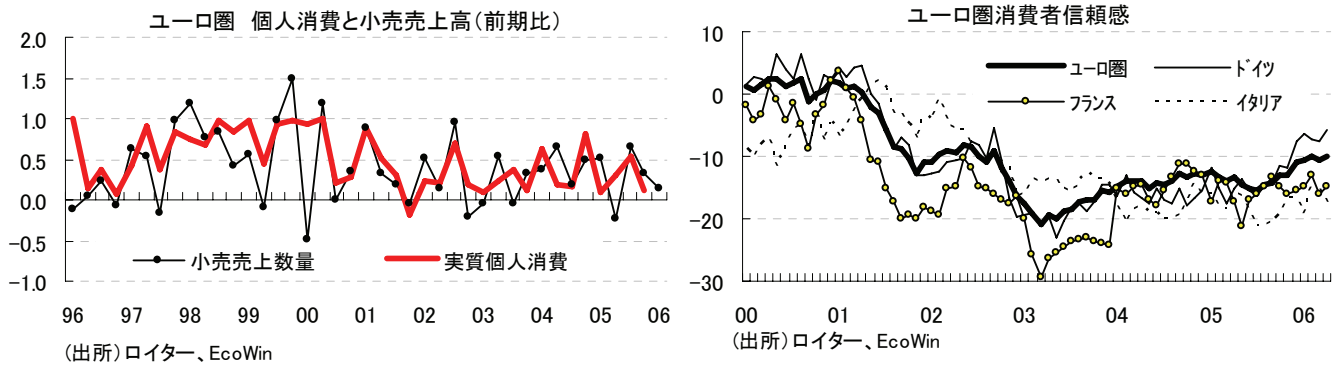
個人消費をみると、3月のユーロ圏小売売上高は前月比▲0.8%の減少、1-3月期では前期比+0.1%と前期から伸びは鈍化している。こうした背景にはドイツの個人消費が軟調であったことが挙げられよう。3月小売売上高は前月比▲1.9%と2ヵ月連続の減少と低調な推移となり、依然としてドイツの個人消費の回復力は

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。

強まっていない。一方、フランスでは1-3月期の家計工業品支出が同+1.3%と前期（同+0.4%）より伸びを拡大させており、足元堅調な推移が続いている。

独IGメタルによる賃上げ交渉はノルトライン・ウェストファーレン州で3%の賃上げと一時金支給（310ユーロ）で合意に至った。企業収益の回復を受けて、組合側は5%の高い賃上げを要求したが、厳しい国際競争圧力を背景に経営者側の賃金抑制の姿勢が示された結果となっている。

ドイツでは雇用者数の増加が緩やかなものに留まると予想されるうえ、賃金の上昇も小幅なものに留まると見込まれることから、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。ドイツの個人消費に明確な改善が見込み難いことなどから、先行きのユーロ圏全体の個人消費の改善も緩やかなものに留まる可能性が高い。

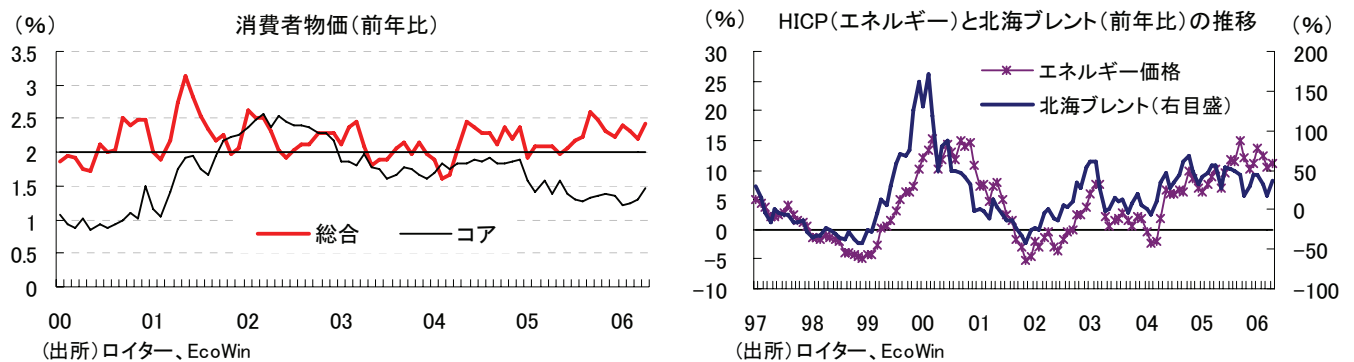


●物価・マネーサプライ動向

＜物価＞ ～原油価格の再騰を背景に加速～

4月のユーロ圏消費者物価は原油価格が再騰したことを背景に前年比+2.4%と前月（同+2.2%）から上昇率が拡大している。また、イースター休暇による娯楽関係費の上昇などを背景にコア指数も同+1.5%と小幅加速した。

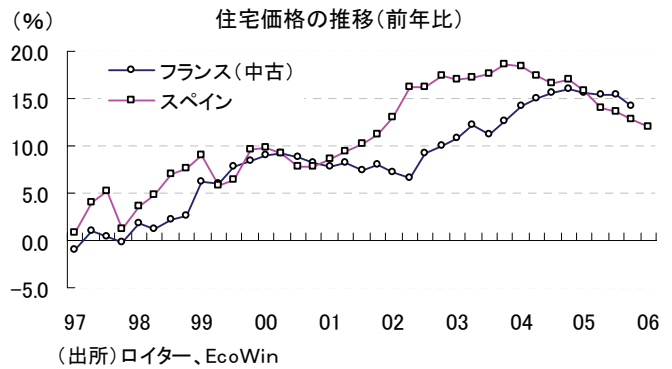
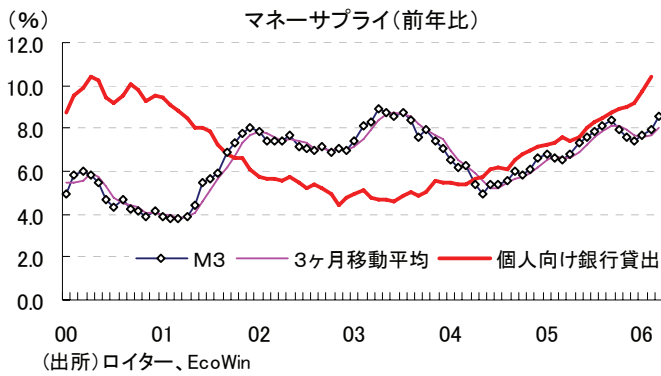
先行きについては、原油価格の高止まりを背景に消費者物価は当面ECBが目標とする同+2%を超える推移が続くだろう。もっとも、ECBが注視している賃金上昇を通じたインフレ圧力は引き続き緩やかなものに留まる公算が大きいことなどから、このままコア指数が大幅に加速していくとは考えにくい。



＜マネーサプライ＞ ～ECBはマネーサプライの伸びを引き続き警戒～

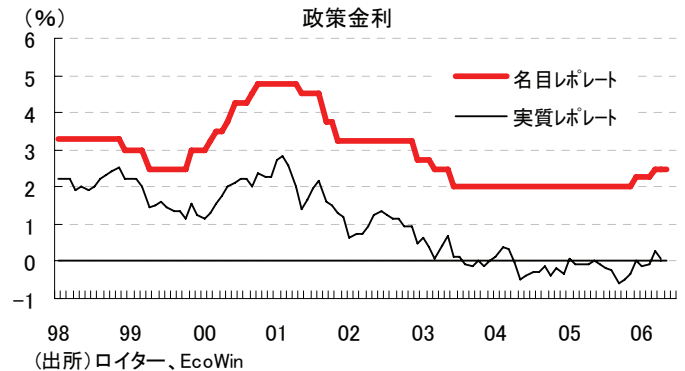
3月のマネーサプライ（M3）は前年比+8.6%（2月同+7.9%）と伸びが加速した。加えて、ECBが政策決定の際に注目している民間部門向け銀行貸し出しも同+10.8%（2月同+10.4%）とさらに伸びを高めた。ECBは「こうしたマネーサプライの高い伸びの主因は低水準にある金利」としており、「マネーサプライや信用貸し出しの伸びのさらなる加速は、中長期的な物価安定への上振れリスクとなる」と特に警戒を強めている。また、フランスやスペインの住宅価格をみると、伸びは鈍化しているものの、依然として高い上昇率が続いていることから、特に住宅価格の動向に対して注意深い監視の姿勢を示している。

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。



●金融政策 ～6月に利上げの可能性が強まる～

ECBは5月4日の政策決定理事会で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。ただし、物価の安定に対して、4月の「非常に注意深く監視していく（monitor very closely）」から、「強い警戒（strong vigilance）」という文言に変更された。「警戒（vigilance）」という文言は、利上げの事前シグナルとされている。また、1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%（速報値）と前期（同+0.3%）から再加速しており、ドイツ、フランス、イタリアといった主要国でも明確な景気拡大が確認されている。



こうしたことから、ECBは景気・物価の見通しが公表される6月に追加利上げを実施する可能性が高い。

先行きは、個人消費は雇用環境の回復や消費者マインドの持ち直しを背景に緩やかながらも回復傾向を辿るだろう。また、年央にかけて企業部門は好調さを維持する公算が大きく、ユーロ圏経済は堅調に推移しよう。ただし、年後半には、米国経済の緩やかな減速が予想され、ユーロ圏の拡大ペースも鈍化すると予想される。インフレ率に関しては原油価格の高止まりを背景に目標値である同+2.0%を上回る推移が続くものの、前述の通り賃金上昇を通じたインフレ圧力は引き続き緩やかなものに留まる見込みから、大きく上振れることまでは考えにくい。

以上のような景気、物価動向を踏まえると、ECBは6月、9月（政策決定理事会は8月31日）にそれぞれ+25bpの追加利上げを行うと予想される。ただし、秋以降は景気拡大ペースの鈍化が明らかになると予想されることから、ECBは9月以降しばらく様子見を続けるとの見方を維持する。