



EURO Trends

マクロ経済分析レポート

2006・2007年 ユーロ圏経済見通し

発表日：2006年6月5日(月)

～2006年+2.1%、2007年+1.9%成長と緩やかに減速～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 齋藤 俊輔(03-5221-4547)

要旨

- 2006年1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.6%となり、前期(同+0.3%)から伸びが拡大した。国別では主要国であるドイツ、フランス、イタリアが揃って伸びを高めていることから、総じてユーロ圏経済の景気拡大ペースが再加速していることが示された。
- 足元ではユーロ圏の企業部門は好調な推移を続けている。堅調な海外需要を背景に1-3月期の鉱工業生産(除く建設)は前期比+0.9%と伸びを拡大させた。また、4、5月の製造業PMIは上昇傾向を辿っており生産活動の拡大持続を示している。
- 企業収益の回復などを背景に雇用環境も緩やかに改善傾向を辿っているが、所得面では、依然として明確な改善は見られない。こうしたことから、ユーロ圏全体の個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまっている。
- 先行きを展望すると、企業部門は、当面は外需や設備投資などが堅調に推移することで引き続き景気拡大の牽引役となろう。しかし、年後半以降は、米国経済が減速することなどを背景に輸出の伸びは鈍化するだろう。家計部門では、賃金の伸びが大幅に改善することは期待できないことから、趨勢として個人消費の回復ペースは緩やかなものになる公算が大きい。このためユーロ圏の景気拡大ペースは外需に左右される構図が続きそうだ。以上を踏まえると、2006年の実質GDP成長率は+2.1%と潜在成長率並みまで加速するものの、2007年には+1.9%まで再び減速すると予想する。
- 消費者物価については、当面は原油価格高止まりを背景に前年比+2.0%を超える推移が続くだろう。もっとも、コア指数が大幅に加速することは考えにくいことから、2006年が同+2.3%、2007年には同+2.0%とECBの目標値近傍に収斂していくと予想する。
- 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。声明文では物価の安定に対して、「警戒(vigilance)」という利上げの事前シグナルが盛り込まれたことから、6月に+25bpの利上げが実施される可能性がより強まった。その後は9月(政策決定理事会の開催は8月31日)に再度+25bpの追加利上げを行うだろう。しかし、2006年後半になると、①ユーロ圏の成長率が減速していくこと、②ユーロ圏経済の成長に大きく影響するドイツにおいて、個人消費の回復力が強まらないうえに、2007年からの付加価値税の引上げによる景気減速が予想されること、③賃金上昇を通じた2次的な物価上昇圧力は限定的であり、ユーロ圏の消費者物価が前年比+2%を大幅に越えて推移する可能性が低いこと、等を勘案すると、その後は追加的な利上げは行われず、政策金利は3.00%で様子見が続くと予想する。

○足元の景気状況 ～景気拡大ペースが再加速～

2006年1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.6%となり、前期(同+0.3%)から伸びが拡大した。需要項目別の内訳をみると、輸出の加速を背景に外需がプラス寄与に転じている。加えて、固定資本投資や個人消費など内需も揃って伸びを高めており、総じて良好な内容であったといえよう。また、国別でも、ユーロ圏GDPの約3割を占めるドイツが同+0.4%(前期同0.0%)、約2割を占めるフランスが同+0.5%(前期同+0.3%)と伸びを高めており、総じてユーロ圏経済の景気拡大ペースが再加速していることが示された。

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。

○企業部門 ～堅調な海外需要を背景に好調持続も次第に天井感も～

足元ではユーロ圏の企業部門は好調な推移を続けている。堅調な海外需要を背景に1-3月期の鉱工業生産（除く建設）は前期比+0.9%（前期同+0.5%）と伸びを拡大させた。国別にみると、ドイツでは同+1.0%と引き続き増加したほか、前期に減少したフランス、イタリアでは増加に転じている。また、4、5月の製造業PMIは上昇傾向を辿っており生産活動の拡大持続を示している（図1）。

生産活動のモメンタムが強まっているなか、設備投資は底堅く推移している。ドイツでは1-3月期の実質設備投資が前期比+2.2%と高い伸びとなっており同期の成長率加速に寄与している。

1-3月期のユーロ圏製造業新規受注は前期比+0.4%と拡大傾向を維持した。また、受注在庫バランスをみても、当面は生産活動の拡大が見込めるだろう（図2）。4-6月期の設備稼働率をみると、ドイツを筆頭にフランス・イタリアでも概ね上昇している（図3）。こうしたことから、設備投資も生産の増加に伴って底堅く推移するとみられる。加えて、企業収益の回復等を背景に企業マインドも高水準にあることなどから、引き続き企業は投資活動を促進させよう（図4）。

もっとも、5月の製造業PMIでは新規受注の改善に一服感がみられている。加えて、6ヵ月先の景気等を示唆するドイツIfo景況感指数（期待指数）は2ヵ月連続で低下するなど、企業部門の好調ぶりにピークが近いことも事実だ。

以上を勘案すると、当面は生産活動の拡大が予想されるが、年後半には米国経済が減速すること等を背景に輸出が伸び悩む可能性がある。一方、ユーロ圏内の個人消費の回復に力強さは見込めないことから、生産活動の拡大ペースは次第に鈍化していくと考えられる。

図1 ユーロ圏製造業関連指標

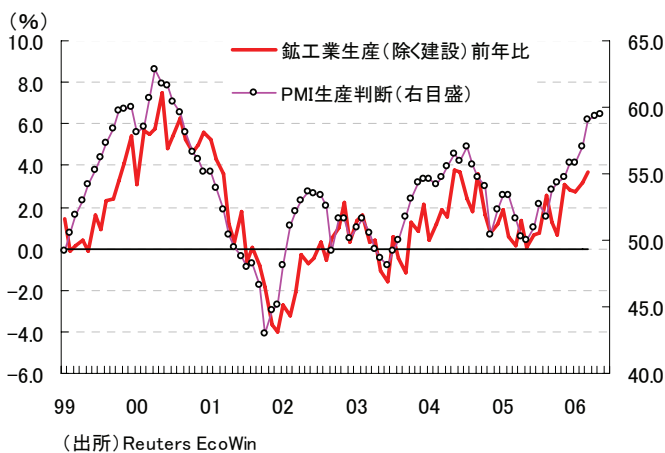


図2 受注在庫バランス(製造業PMIより作成)

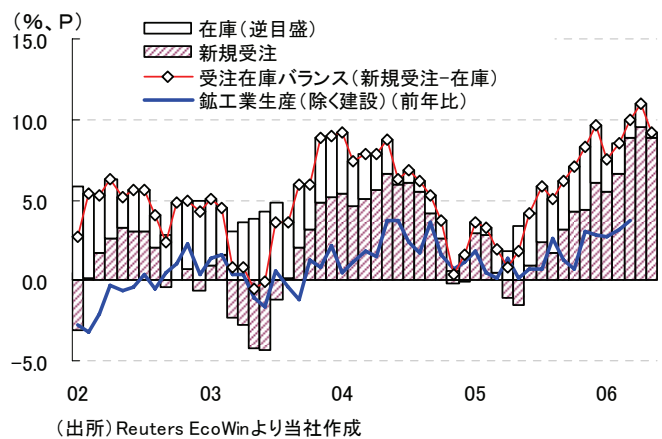


図3 主要国の設備稼働率の推移

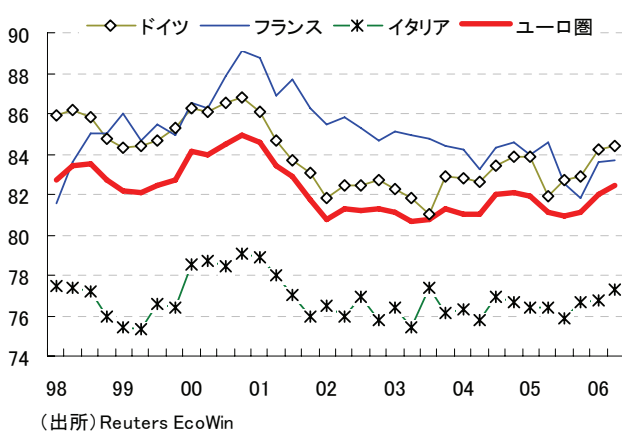
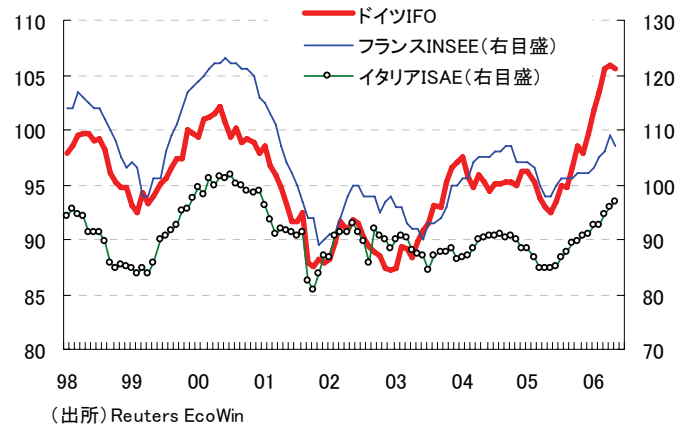


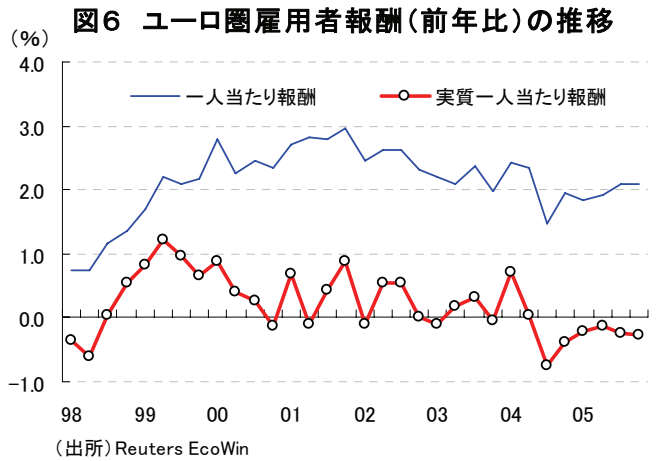
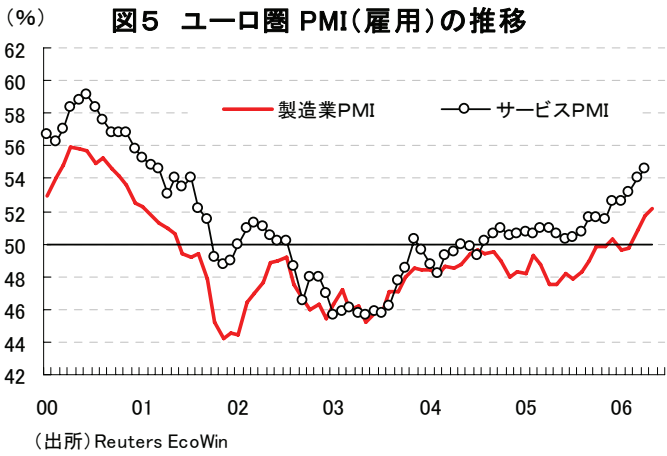
図4 主要国の企業景況感の推移



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。

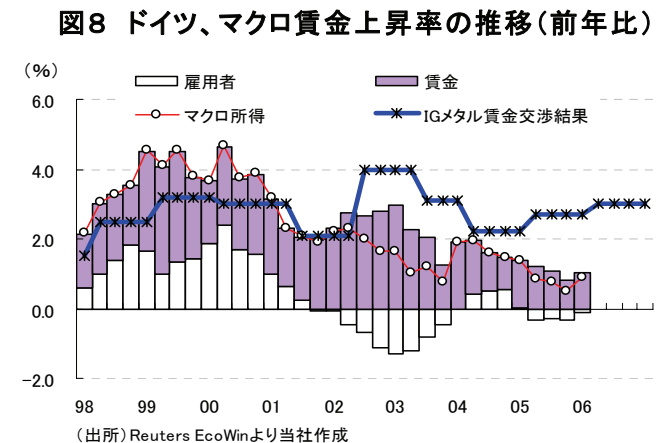
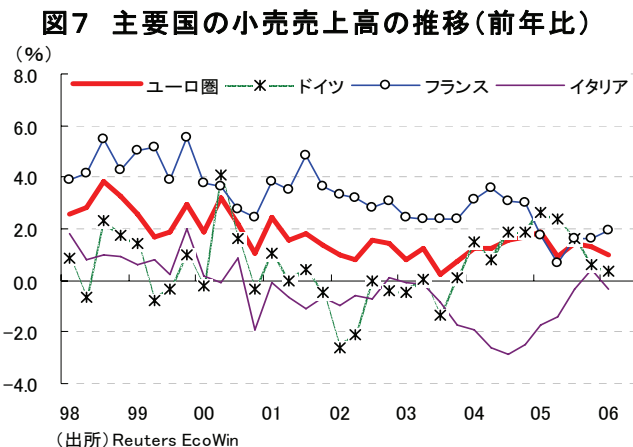
○家計部門 ～雇用環境の改善は続くものの、依然として個人消費の回復に加速感はなし～

企業収益の回復を背景にユーロ圏の雇用環境は改善傾向を辿っている。雇用者数の増加を牽引しているのはサービス業が中心であるが、製造業においてもPMIの雇用指数が3ヵ月連続で50を超えるなど、雇用の拡大が徐々に広がりつつある(図5)。一方、所得環境をみると、依然として明確な改善には至っていない。10-12月期の一人当たり報酬は前年比+2.1%と前期から改善は見られず、実質賃金上昇率では同▲0.3%とマイナスでの推移が続いた(図6)。



個人消費をみると、依然として回復に加速感は見られない。1-3月期のユーロ圏小売売上高は前期比+0.1%となり、前期(同+0.4%)から伸びが鈍化している。国別では、フランスは堅調に推移している一方、依然としてドイツでは軟調な推移が続いている(図7)。賃金上昇率の低さが目立つドイツがユーロ圏個人消費の拡大の足かせとなっている可能性がある。こうした状況のもと、注目されたIGメタル(金属労組)による賃上げ交渉であったが、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)で合意となっている。労働者側は5%の高い賃上げを要求したものの、経営者側の賃金抑制の姿勢が示された結果となった。ドイツでは失業率が低下傾向を辿るなど雇用環境の回復がみられる一方で、依然として大手製造業などでリストラ計画が進行していることも事実である。また、労働コストの安い東欧・ロシア等へ生産拠点の移動がさらに進む可能性もあり、やはり雇用賃金の調整圧力はしばらく残りそうだ。年後半には企業部門の好調を支える海外需要もやや減少すると予想されることなどから、先行きの賃金上昇率の伸びも緩やかに持ち直す程度にとどまろう(図8)。

ユーロ圏では失業率の低下など雇用環境の改善を背景に消費者マインドも持ち直しが続いている。ただし、最大の経済大国であるドイツの賃金上昇率に明確な改善は見込み難いことから、ユーロ圏全体の個人消費の回復ペースも緩やかなものとなるだろう。



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。

○見通し ～年後半は輸出の伸びが鈍化する一方、個人消費など内需の回復は緩やかなペース～

企業部門については、当面は外需や設備投資などが堅調に推移することで引き続き景気拡大の牽引役となろう。しかし、年後半以降には米国経済が緩やかに減速することや、足元のユーロ高がタイムラグを伴い輸出数量の抑制要因となっていくことが予想され、輸出の伸びも鈍化するだろう。もっとも、ユーロ圏の輸出を国別で見ると、東欧やアジアなどへの輸出のウェイトが拡大傾向にある(図9)。年後半からの米国経済は適度な減速にとどまること、今後も東欧やアジアでは底堅い経済成長が予想されることから、ユーロ圏の輸出が大幅に失速することは免れるだろう(図10)。

家計部門では、企業収益の回復を背景として雇用者数は緩やかな増加傾向が続くだろう(図11)。一方、賃金の伸びが大幅に改善することは期待できないことなどから、マクロ所得(=雇用者*賃金)の増加は緩やかなものになる見込みだ。こうした雇用所得環境を勘案すると、個人消費の回復はやや力強さに欠けるものとなろう。このため2006、2007年を通じてユーロ圏の景気拡大ペースは外需によって左右される構図が続きそうだ。なお、2007年1月からドイツで付加価値税の引上げ(16%→19%)が実施される影響で2006年末にかけて、一時的に個人消費が盛り上がる可能性はあるが、趨勢として個人消費の回復ペースは緩やかなものとどまる公算が大きい(図12)。

以上を踏まえて、2006年の実質GDP成長率は+2.1%と潜在成長率並みまで加速するものの、2007年には+1.9%と再び減速すると予想する。

図9 ユーロ圏輸出先ウェイトの推移

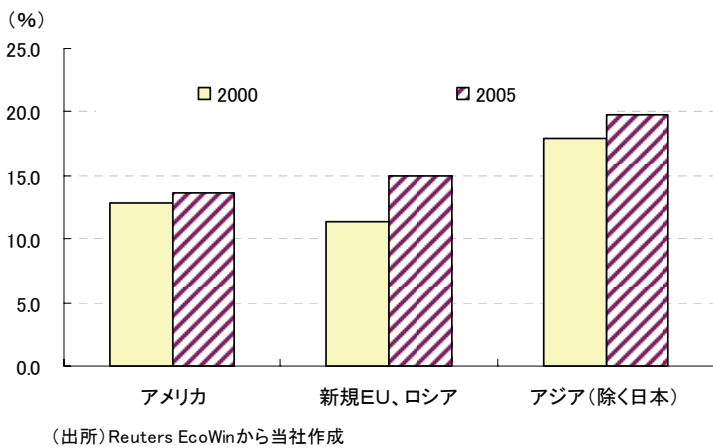


図10 ユーロ圏実質輸出の推移(前年比)

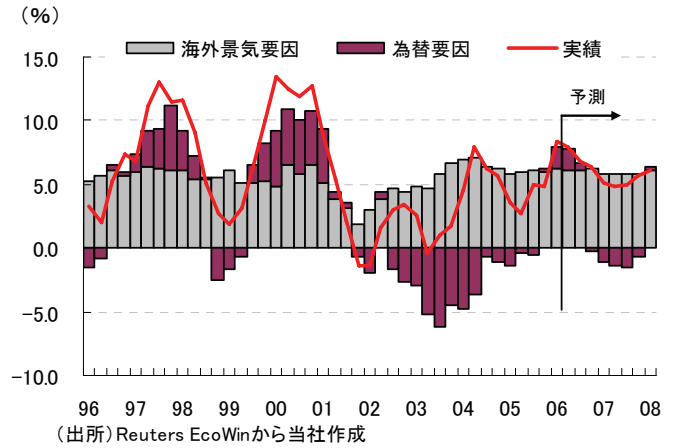


図11 ユーロ圏雇用者数の推移(前年比)

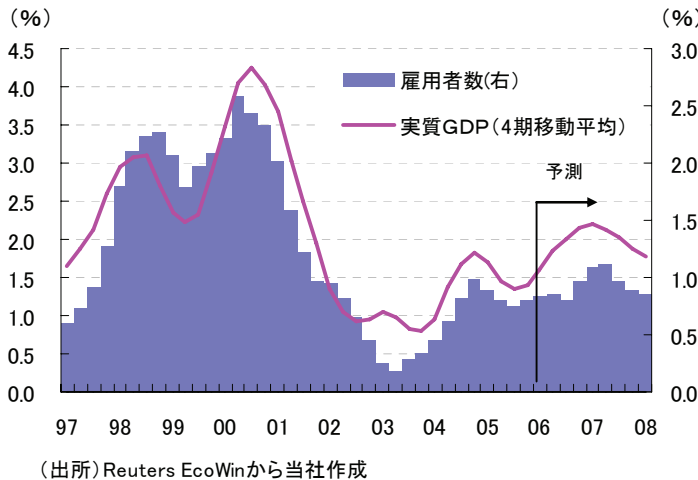
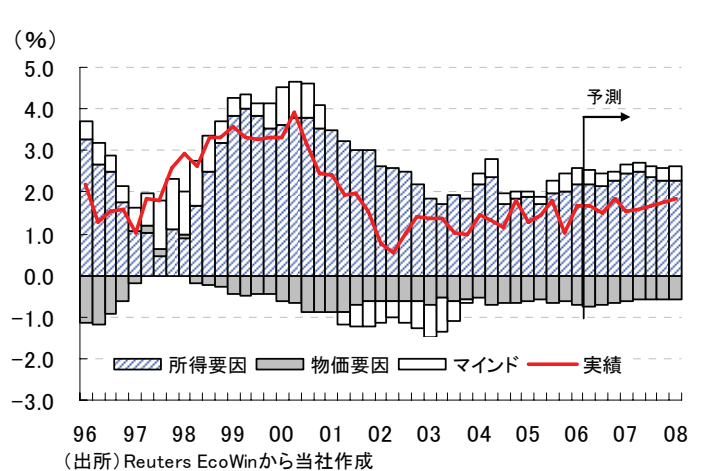


図12 ユーロ圏実質個人消費の推移(前年比)



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。

○物価・金融政策 ～6、9月に+25bpの追加利上げも、その後は様子見の可能性～

消費者物価はエネルギー価格の高止まりを背景に1-3月期は前年比+2.3%とECBが目標としている同+2.0%を引き続き上回る推移となった。しかし、同期のコア指数（除く食品・エネルギー・アルコール・たばこ）をみると、同+1.2%と安定的に推移しており、現時点ではECBが注視している原油価格の上昇が賃金などを通じて他の価格上昇をもたらすという二次的波及は強まっていない。

先行きを展望すると、当面は原油価格高止まりを背景に消費者物価（総合指数）は同+2.0%を超える推移が続くだろう。もっとも、コア指数が大幅に加速することは考えにくい。

まず、財価格についてはPPI段階での非エネルギー価格の上昇がCPI段階に波及するまで1年半程度かかるため、川下段階でしばらく上昇率が高まる可能性がある（図13）。

一方、単位労働コスト（以下、ULC）をみると、足元では伸びの鈍化が続いていることから、サービス価格の伸びは大幅には加速しないと考えられる（図14）。今後も賃金上昇率が加速しないこと、景気拡大に伴う労働生産性の上昇などを背景にULCの伸びは限定的と予想されることから、インフレ率の大幅な加速を緩和する要因となろう（図15）。原油価格の高止まりを背景とした緩やかな価格波及の一方、ウェイト（40.8%）が大きいサービス価格の伸びが大幅に加速しない見込みから、コア指数は僅かな上昇にとどまるだろう。

2007年になると、ドイツの増税といった特殊要因がユーロ圏の消費者物価を押し上げると予想されるが、エネルギー価格による押し上げが剥落することで概ね相殺されよう。

以上を踏まえると、消費者物価は2006年が前年比+2.3%、2007年には同+2.0%とECBの目標値近傍に収斂していくと予想する（図16）。

図13 CPI非エネルギーと生産者物価の推移(前年比)

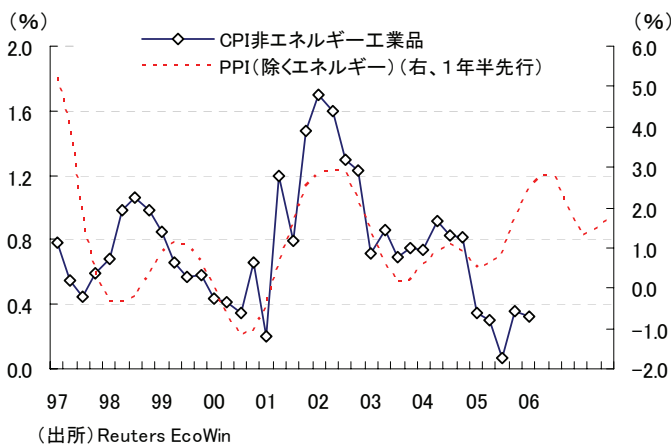


図14 ULCの推移(前年比)

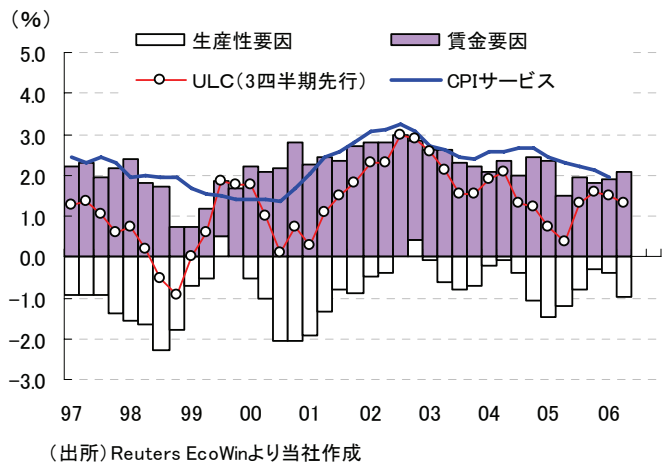


図15 消費者物価コアと雇用者報酬の推移(前年比)

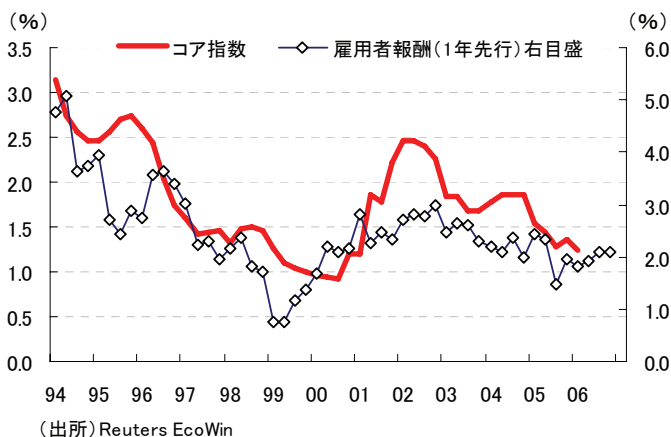
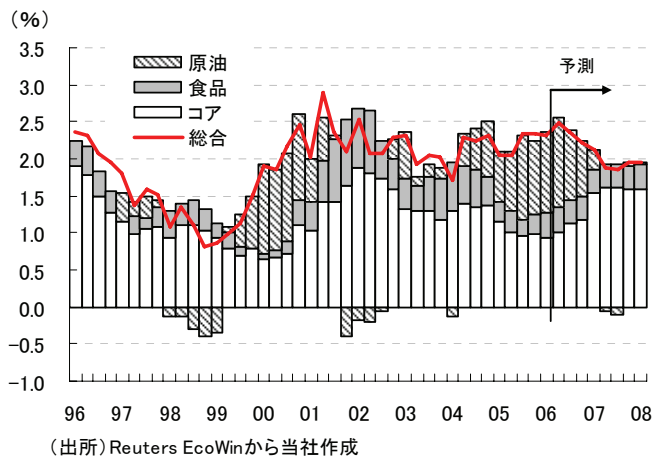


図16 消費者物価の推移(前年比)



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。

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。声明文では2.50%の金利水準を「名目・実質ともに依然として低水準であり、金融政策は緩和的である」との見方を引き続き示した。物価の安定に対しては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。また、足元でのマネーサプライ、特に民間部門向け銀行貸し出しの伸びの加速に対して「中長期的な物価安定への上振れリスクとなる」と引き続き注視している (図 17)。「警戒 (vigilance)」という文言は、利上げの事前シグナルとされており、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がより強まったといえよう。加えて、当面は着実な景気拡大が見込まれることから、9月 (政策決定理事会の開催は8月31日) に再度+25bpの追加利上げを行うとみられる。

その後は、2006年後半になると①米国経済の減速に伴いユーロ圏の成長率が鈍化していくこと、②ユーロ圏経済の成長に大きく影響するドイツにおいて、個人消費の回復力が強まらないうえに、2007年からの付加価値税の引上げによる景気減速が予想されること、③賃金上昇を通じた2次的な物価上昇圧力は限定的であり、ユーロ圏の消費者物価が前年比+2%を大幅に越えて推移する可能性が低いこと、等を勘案すると、追加的な利上げは行われず、政策金利は3.00%で様子見が続くと予想する (図 18)。

図 17 マネーサプライの推移 (前年比)

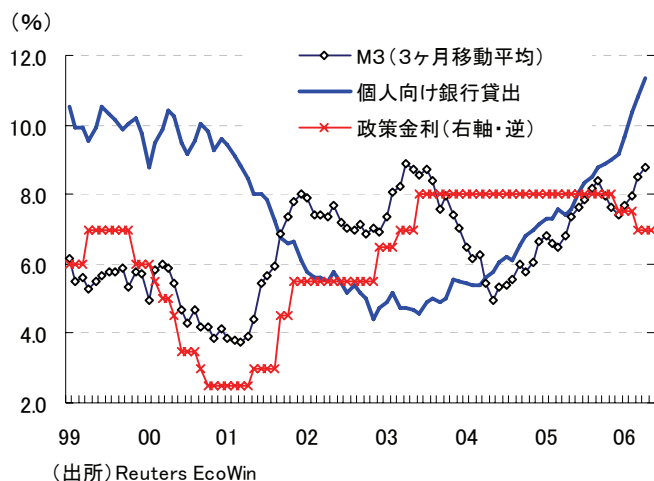
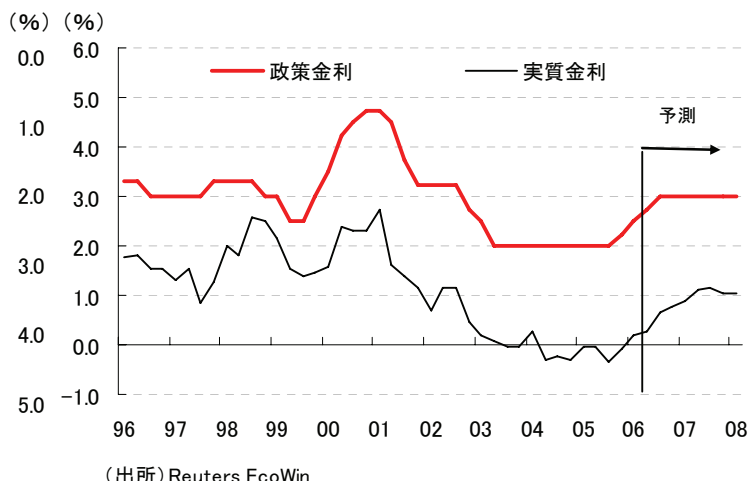
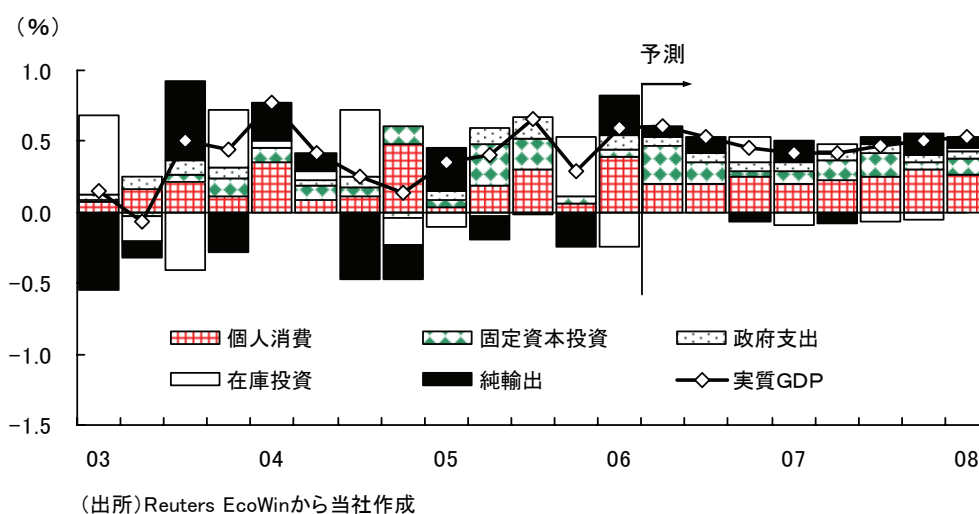


図 18 政策金利の推移



ユーロ圏の実質成長率 (前期比) の見通し



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。

ユーロ圏経済(前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP			個人消費	固定資本 投資	在庫	外需		消費者物価
		内需						輸出	輸入	
2001	4.3	2.0	(1.3)	2.0	0.6	(▲ 0.4)	(0.7)	3.7	1.9	2.3
2002	3.5	1.0	(0.4)	0.9	-1.5	(▲ 0.2)	(0.5)	1.7	0.3	2.2
2003	2.9	0.8	(1.4)	1.2	0.8	(0.2)	(▲ 0.6)	1.3	3.1	2.1
2004	3.7	1.8	(1.7)	1.4	1.8	(0.3)	(0.1)	6.1	6.2	2.1
2005	3.3	1.4	(1.7)	1.4	2.6	(0.1)	(▲ 0.3)	4.0	4.9	2.2
2006	4.3	2.1	(1.9)	1.7	2.7	(0.1)	(0.2)	7.3	7.3	2.3
2007	3.6	1.9	(1.7)	1.6	2.2	(0.0)	(0.2)	5.1	4.9	2.0

予測
↓

(注) カッコ内は寄与度