



ユーロ圏 Monthly Report (06年6月)

発表日: 2006年6月29日(木)

～早期利上げの可能性は低い～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 齋藤 俊輔 (03-5221-4547)

要約

- 4月のユーロ圏鉱工業生産(除く建設)は前月比▲0.6%の低下、前年比でも+1.9%と拡大ペースが鈍化した。一方、5月のユーロ圏製造業PMIは、57.0(前月差+0.3p)と4ヵ月連続の上昇、指数自体もITバブルの2000年8月以来の高水準に達している。内訳をみると、主要な項目である生産指数や新規受注指数はともに拡大を示す50を引き続き大きく超えており、足元で生産活動は好調に推移していると考えられよう。実体の生産活動はやや軟調な結果となったものの、製造業PMIなどサーベイデータを踏まえると、ユーロ圏の生産活動は足元では拡大傾向が持続していると判断できる。ただし、ユーロ圏の企業部門は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減速すると予想され、生産活動の拡大ペースも次第に鈍化していく公算が大きい。
- 4月のユーロ圏小売売上高はイースター商戦や前月(▲0.7%)の反動などを背景に前月比+1.4%の増加、前年比では+2.8%となり、個人消費は趨勢として緩やかな回復傾向が続いている。国別にみると、ドイツでは4月小売売上高(除く自動車・燃料)は前月比+1.8%と3ヵ月ぶりに増加に転じている。また、フランスでは5月の家計工業品支出が前月比+0.6%と安定的な賃金の伸びを背景に堅調な推移が続いている。先行きを展望すると、ドイツでは主に製造業などで雇用調整圧力が残っていることから、賃金の伸びは小幅なものにとどまると予想される。このため2007年1月からの付加価値税の引上げ前の駆け込み需要による個人消費の押し上げ効果は限定的と考えられる。以上を踏まえると、ユーロ圏全体の個人消費の回復も緩やかなペースにとどまる公算が大きい。
- ECBは6月8日の政策決定理事会で政策金利を25bp引き上げた。ユーロ圏経済の景気回復感が強まっていく中、3月に25bp利上げを実施して以来3ヵ月ぶりの利上げとなった。声明文では「今回の利上げ後も金利水準は歴史的にみて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ていることから、今後の利上げ継続の可能性は高い。次回の利上げ時期を探ると、6月の声明文で物価安定について5月の「警戒(Vigilance)」から「注視する(monitor closely)」にトーンダウンされている点は12、3月と同様であることなどから、既定路線では8月31日の政策決定理事会となる。一方、市場の一部では再び利上げ前倒し観測が浮上している。ECBのトリシェ総裁は足元の景気拡大は潜在成長率程度と引き続き判断していることなどから、利上げペースを速める理由としては、やはりインフレリスクしか見当たらない。ただし、足元の消費者物価はエネルギー価格に左右される構図が続いており、先行きはエネルギー価格による押し上げが次第に剥落することに加え、ECBが懸念する賃金上昇を通じたインフレ圧力も緩やかなものにとどまると予想される。以上を踏まえて、当研究所では3ヵ月サイクルを踏襲して8月31日での利上げ(+25bp)が本命との見方を維持する。

●企業部門

<生産動向> ～やや振るわない結果だが、生産活動の拡大は持続～

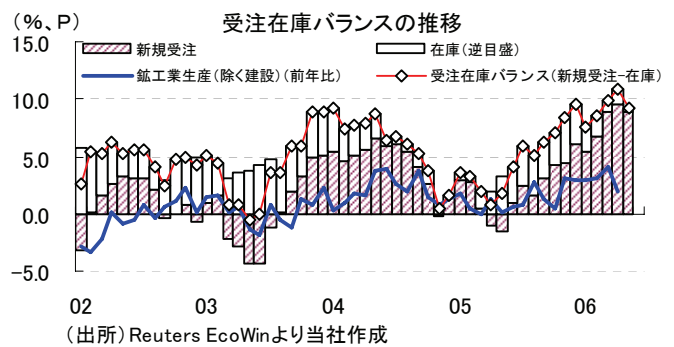
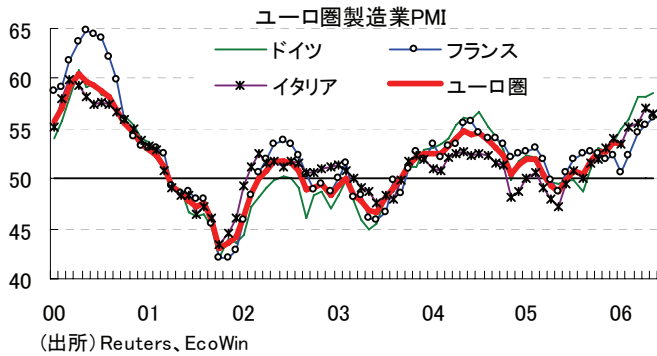
4月のユーロ圏鉱工業生産(除く建設)は前月比▲0.6%の低下、前年比でも+1.9%と拡大ペースが鈍化しており、やや振るわない結果となった。

主要国をみると、底堅い海外需要を背景にドイツがユーロ圏の生産活動の拡大を牽引する構図となっている。

ドイツの4月鉱工業生産（除く建設）は前月比+0.7%と、ストなどの影響による前月（3月同▲1.1%）の落ち込みから上昇に転じた。前年比でも+4.7%と比較的高い伸びを維持している。一方、フランスの鉱工業生産（除く建設）は、同▲1.4%（3月同+1.6%）と再び低下した。実勢としてフランスの製造業の回復は小幅なものにとどまっている。また、イタリアの鉱工業生産は同▲1.0%と2ヵ月連続の低下と弱含みの結果となった。

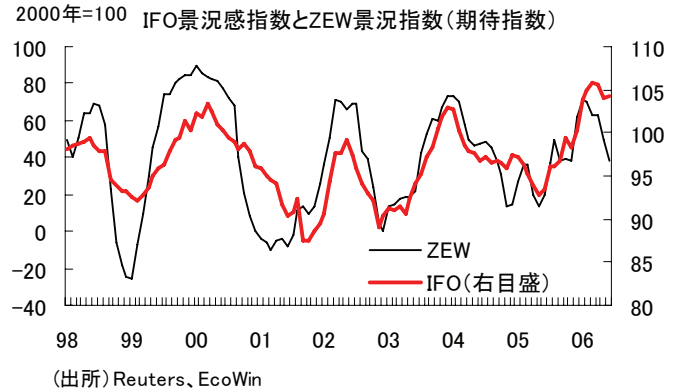
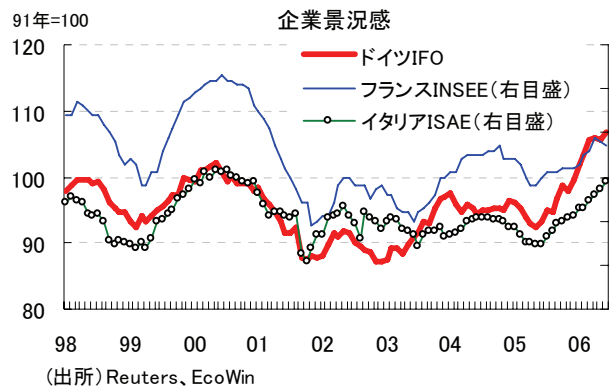
5月のユーロ圏製造業PMIをみると、57.0（前月差+0.3p）と4ヵ月連続の上昇となっている。また、指数自体もITバブルの2000年8月以来の高水準に達している。内訳をみると、主要な項目である生産指数は59.5（同+0.2p）と上昇した一方、新規受注指数は58.9（同▲0.6p）と低下に転じている。両指数ともに拡大を示す50を引き続き大きく超えており、足元で生産活動は好調に推移していると考えられよう。ただし、生産指数の改善幅が縮小していること、受注在庫バランスの改善が一服していることなどから、生産活動の拡大ペースにピークが近づいている可能性がある。

実体の生産統計はやや振るわない結果となったものの、製造業PMIなどサーベイデータを踏まえると、足元ではユーロ圏の生産活動は拡大傾向が持続していると判断できる。ただし、ユーロ圏の企業部門は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減速すると予想され、生産活動の拡大ペースも次第に鈍化していく公算が大きい。



<企業景況感> ~企業家マインドは高水準を維持~

5月のユーロ圏鉱工業景況感指数は+2.0（前月差+0.6p）と6ヵ月連続の改善となった。また、6月の主要国の企業マインドをみると、フランス（INSEE企業景況感）は低下したものの、ドイツ（IFO景況感指数）、イタリア（ISAE景況感指数）では予想外の改善となっている。IFO景況感指数は106.8（同+1.1p）と1991年2月以来の高水準に達した。内訳をみると、ワールドカップ開催といった一時的要因などを背景に現状指数は大幅な改善を示したことに加えて、期待指数も3ヵ月ぶりに改善に転じた。もともと、金融機関のファンドマネージャーなどに6ヵ月先の景気等を調査するZEW景況感指数（期待指数）が37.8と5ヵ月連続で悪化となっていることから、米国経済の減速が予想されることや原油価格の高止まりなどを背景に景気の先行きに対する楽観的な見方は今後修正されていく可能性が高い。

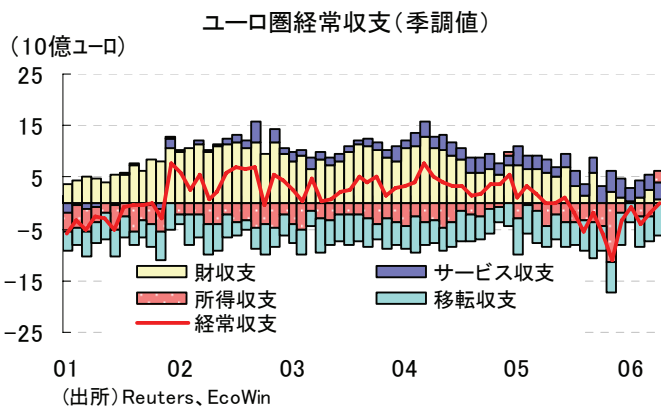
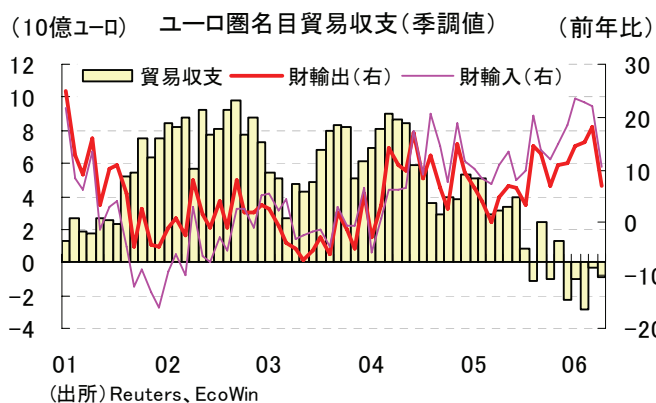


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

<外需> ~原油価格の再上昇を背景に貿易赤字幅は拡大~

4月のユーロ圏域外貿易は、輸出が前月比+1.6%と2ヵ月連続で増加、輸入は原油価格の再騰による輸入金額上昇を背景に同+2.0%と増加に転じた。これにより、貿易収支は▲8.7億ユーロ（季調済）と5ヵ月連続で赤字となっている。当面は原油価格の高止まりが続く見込みから、輸入金額の上昇により貿易収支は赤字での推移が続く可能性がある。

4月の経常収支は前月（▲18億ユーロ）から均衡となった。財収支は+9億ユーロと前月（+27億ユーロ）から黒字幅が縮小した一方、所得収支は+23億ユーロと前月（▲27億ユーロ）から黒字に転じている。

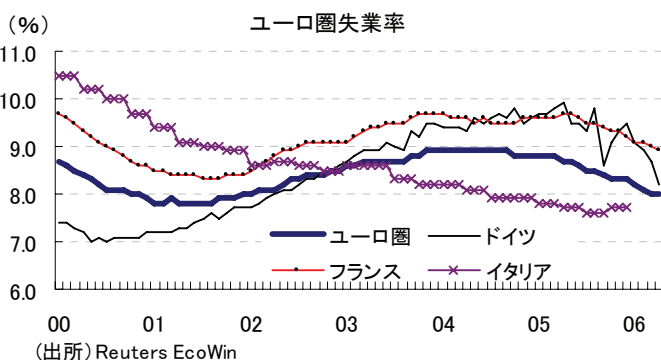
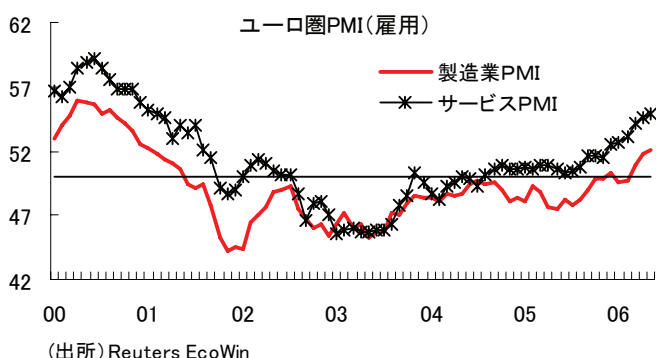


●家計部門

<雇用環境> ~回復傾向は持続~

4月のユーロ圏失業率は8.0%と2002年1月以来の低水準となった。企業収益の高まりなどを背景に雇用環境は回復傾向を辿っている。また、5月のユーロ圏PMI（雇用指数）をみると、サービス業が55.0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52.1と3ヵ月連続で50を上回っており、雇用環境は緩やかな回復が続く見込みだ。

国別にみると、ドイツの5月失業者数は、前月差▲9.3万人（季調済）と2ヵ月連続の減少、失業率は11.0%（前月差▲0.3%p）に低下した。ただ、主に製造業などで依然として雇用調整圧力が払拭できていないことなどから、雇用回復は引き続き緩やかなペースとなるだろう。一方、フランスの4月失業者数は同▲3.9万人（季調済）と3ヵ月連続の減少となった。失業率は9.3%（前月差▲0.2%p）と2002年11月以来の低水準となっており、雇用環境は着実な改善傾向を辿っているようだ。



<消費動向> ~イースター商戦などを背景に増加に転じる~

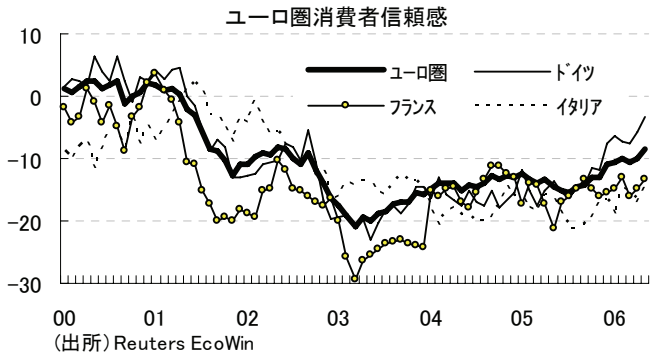
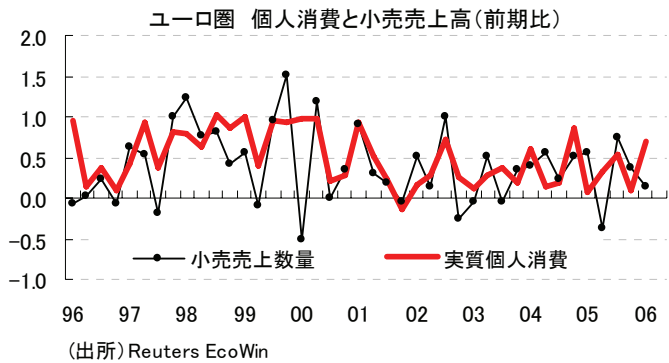
雇用環境の回復傾向を背景に足元の消費者マインドは緩やかな持ち直しが続いている。5月のユーロ圏消費者信頼感は▲8.5（前月差+1.6p）と2ヵ月連続の改善となった。主要国別でもドイツ（同+2.5p）、フランス（同+1.3p）、イタリア（同+3.0p）が揃って改善を示している。もっとも、このところドイツの消費者マインドの改善ぶりが目立っているが、ワールドカップ開催など一時的な要因が影響しているとみられ、過度の楽

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。

観視は禁物であろう。

4月のユーロ圏小売売上高はイースター商戦や前月（▲0.7%）の反動などを背景に前月比+1.4%の増加、前年比では+2.8%となり、個人消費は趨勢として緩やかな回復が続いている。国別にみると、ドイツは4月の小売売上高（除く自動車・燃料）は前月比+1.8%と3ヵ月ぶりにプラスに転じており、軟調な推移が続く個人消費に明るい兆しがみられた。また、フランスでは5月の家計工業品支出が同+0.6%と安定的な賃金の伸びを背景に堅調な推移が続いている。

先行きを展望すると、ドイツでは主に製造業などで雇用調整圧力が残っていることから、賃金の伸びは小幅なものに留まると予想される。このため2007年1月からの付加価値税の引上げ前の駆け込み需要による個人消費の押し上げ効果は限定的と考えられる。以上を踏まえると、ユーロ圏全体の個人消費の回復も緩やかなペースにとどまる公算が大きい。

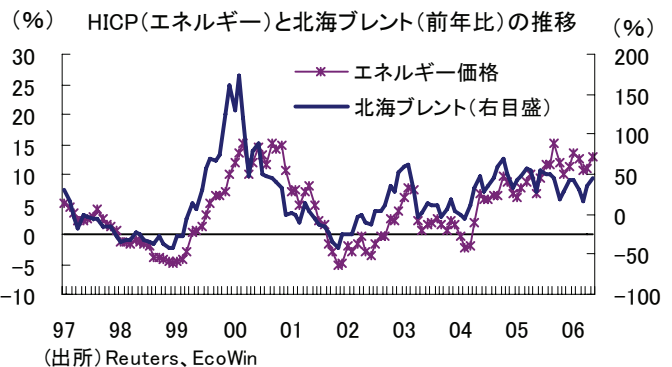
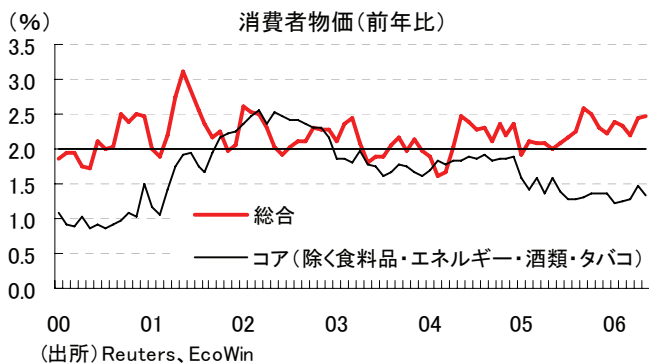


●物価・マネーサプライ動向

<物価> ~エネルギー価格の上昇率に左右される構図が続く~

5月のユーロ圏消費者物価はエネルギー価格の上昇（寄与度+1.2%p）を背景に前年比+2.5%と前月（同+2.4%）から小幅加速した。一方、コア指数は同+1.3%とイースター休暇による娯楽関連費の押し上げ寄与が剥落したことなどから、前月（同+1.5%）から伸び率は低下している。なお、1-3月期のユーロ圏労働コストは同+2.2%と前期（同+2.1%）から小幅な伸びにとどまり、賃金上昇に加速感はみられていない。

先行きは、原油価格の高止まりを背景に当面の消費者物価はECBが目標とする同+2%を超える推移が続く可能性が高い。ただし、賃金上昇を通じたインフレ圧力は緩やかなものととどまると予想されることなどから、コア指数の大幅な加速は避けられる見通しだ。消費者物価（総合指数）はエネルギー価格の上昇率に左右される構図がしばらく続くだろう。

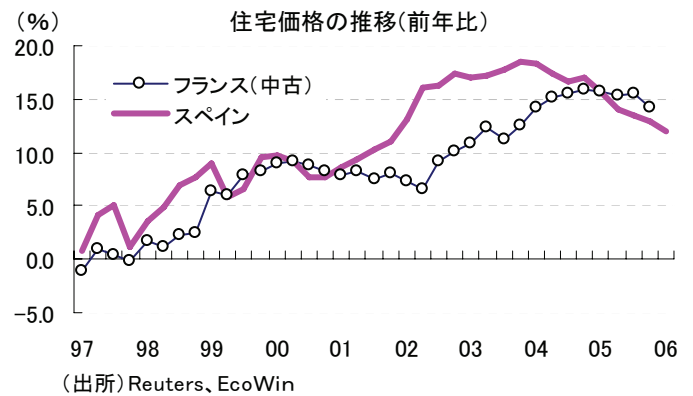
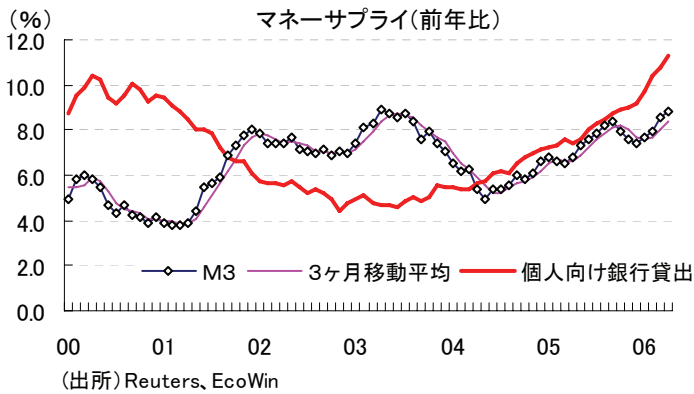


<マネーサプライ> ~ECBはマネーサプライの加速に警戒~

4月のマネーサプライ（M3）は前年比+8.8%（3月同+8.5%）と加速、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+11.3%（3月同+10.8%）とさらに伸びを高めている。ECBは「既に十分な貨幣流動性にある状況のもと、さらなるマネーサプライと信用貸出しの加速は長期的には物価安定へ

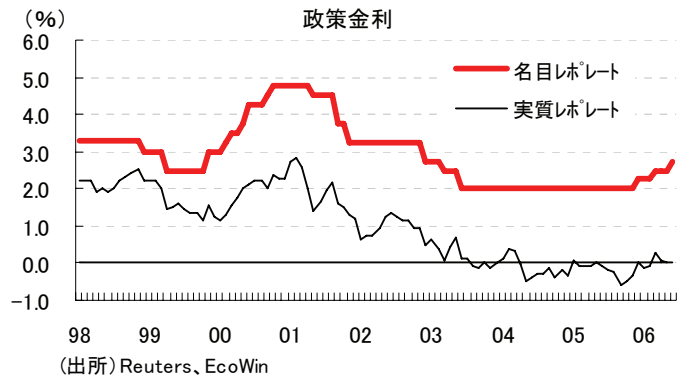
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の上振れリスクを強めることを示す」と特に警戒を強めている。こうした過剰流動性は一部の国の住宅市場などに流れ込んでいるようだ。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が、依然として高い上昇率が続いている。こうしたことから、ECBは引き続き住宅市場の動向に対して注意深い監視の姿勢を崩していない。



●金融政策 ～予想通り 25bp の利上げ～

ECBは6月8日の政策決定理事会で政策金利を25bp 引き上げた(レポ・レート 2.75%、限界貸出ファシリティ 3.75%、預金ファシリティ 1.75%)。ユーロ圏経済の景気回復感が強まっていく中、3月に25bp 利上げを実施して以来3ヵ月ぶりの利上げとなった。声明文では「今回の利上げ後も金利水準は歴史的にみて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ていることから、今後の利上げ継続の可能性は高い。もっとも、物価の安定に対しては4月の「強い警戒 (strong vigilance)」から、「注視する (monitor closely)」という文言に変更されており、7月に追加利上げを行うとの見方は後退している。



次回の利上げ時期を探ると、6月の声明文で物価安定について5月の「警戒 (Vigilance)」から「注視する (monitor closely)」にトーンダウンされている点は12、3月と同様であることなどから、既定路線では8月31日の政策決定理事会となろう。一方、足元では相次ぐECB理事会メンバーによるタカ派的発言が続いていることから、8月3日の電話会議での利上げも完全には否定できなくなってきた。ただし、ECBのトリシェ総裁は足元の景気拡大ペースは引き続き潜在成長率程度と判断している(6月19日のインタビュー内容)。加えて、各種統計から判断する限り、景気が過熱していくことまでは想定しにくい。そうなると利上げペースを速める理由としては、やはりインフレリスクとなるが、前述の通り足元の消費者物価はエネルギー価格に左右される構図が続いており、先行きはエネルギー価格による押し上げが次第に剥落する見込みだ。加えて、ECBが懸念する賃金上昇を通じたインフレ圧力も緩やかなものにとどまると予想される。以上を踏まえて、当研究所では3ヵ月サイクルを踏襲して8月31日での利上げ(+25bp)が本命との見方を維持する。

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。