



## ユーロ圏 Monthly Report (06年7月) ～8月3日に25bpの利上げと予想～

発表日: 2006年7月28日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 柵山 順子 (03-5221-4548)

### 要約

- 5月のユーロ圏鉱工業生産(除く建設)は前月比+1.6%増加し、生産活動の拡大を示す良好な結果となった。6月のユーロ圏製造業PMIをみると、ようやく域内需要が回復の兆しを見せ始めたこともあり、57.7(前月差+0.7p)と5ヵ月連続で上昇した。一方で、輸出受注の伸びが鈍化しており、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ものの、これまでユーロ圏の生産活動の拡大を支えた海外需要の増加ペースに鈍化の兆しが見え始めていると考えられる。年末にかけて米国経済が潜在成長率程度にまで減速すると予想され、ユーロ圏の生産活動の拡大ペースも鈍化すると考えられる。
- 5月のユーロ圏小売売上高は前月比▲0.3%と小幅減少したものの、前年比では+1.0%と増加しており、個人消費は趨勢として緩やかな回復が続いている。企業の堅調な生産活動を背景に、雇用回復が遅れていた製造業でも雇用者数が増加し始め、失業率は5年半ぶりに7%台に低下した。雇用環境の改善に伴い、ユーロ圏の個人消費は緩やかな回復基調を辿ると予想する。
- ECBは7月6日の政策決定理事会で政策金利の据え置きを決定した。物価の安定に対して「強い警戒(strong vigilance)」という文言を使用したことなどから、8月3日に+25bpの利上げを行うと予想される。声明文の中身を見ると、期待インフレ率安定の必要性を強調しており、また調整には緩和的な金融政策を漸次修正する必要があるとの見方を示しているため、今後も利上げは継続されると考えられる。

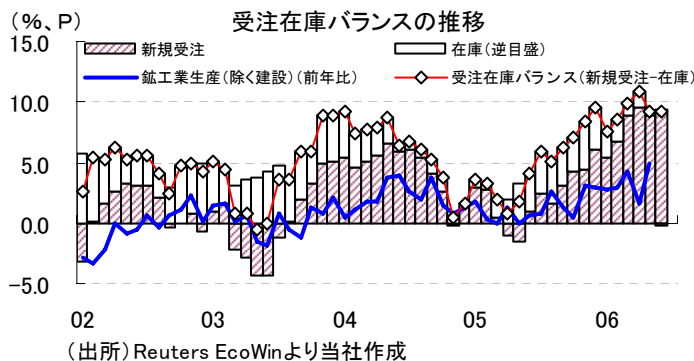
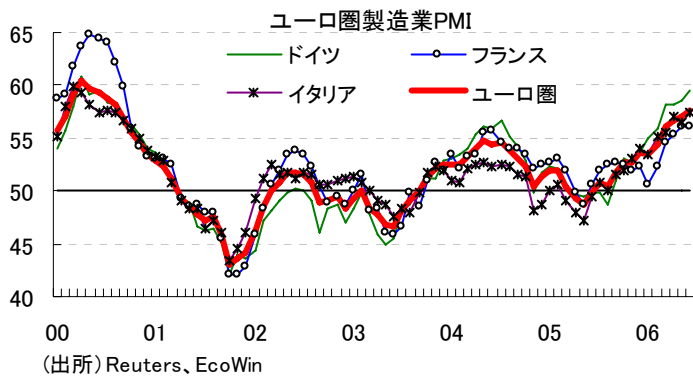
### ●企業部門

#### ＜生産動向＞ ～生産活動の拡大は持続～

5月のユーロ圏鉱工業生産(除く建設)は前月比+1.6%の増加、前年比でも+4.9%と、生産活動の拡大を示す良好な結果となった。

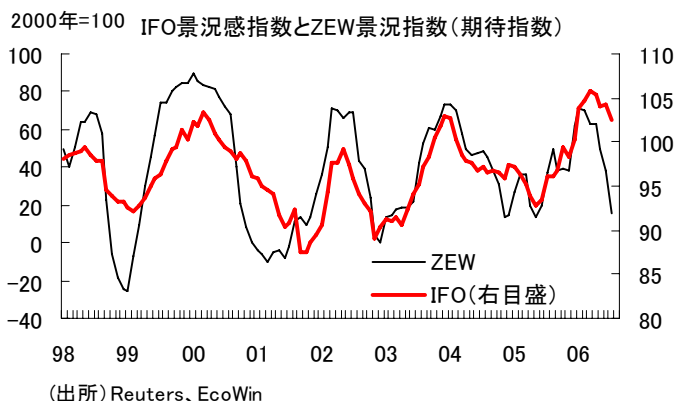
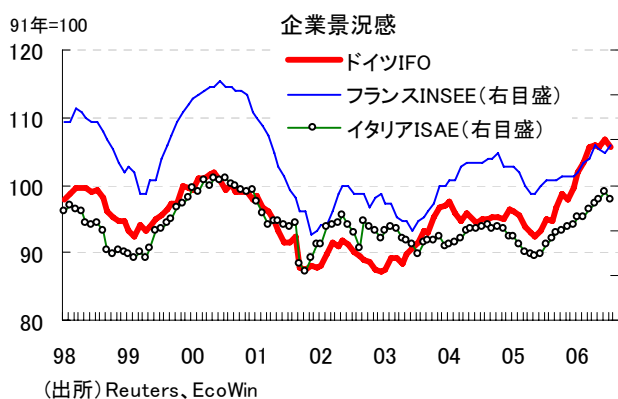
6月のユーロ圏製造業PMIをみると、57.7(前月差+0.7p)と5ヵ月連続の上昇となり、指数自体も2000年8月以来の高水準に達しており、非常に高いものとなった。内訳をみると、主要な項目である生産指数は60.0(同+0.5p)と上昇し、前月低下した新規受注指数も59.4(同+0.4p)と増加に転じている。ドイツ、イタリアでは輸出受注の上昇に比べて、新規受注の上昇幅が大きいことから、漸く域内需要にも回復の兆しが見え始めた。一方で、輸出受注に関しては、フランスは前月に引き続き低下し、ドイツやイタリアは5月に大きく低下した反動もあり上昇したが、4月の水準は取り戻せていない。これまでユーロ圏の生産活動の拡大を支えた海外需要の増加ペースに鈍化の兆しが見え始めている。

生産統計が再び増加を示したことや、製造業PMIなどサーベイデータの結果を踏まえると、足元ではユーロ圏の生産活動は拡大ペースが加速していると判断できる。ただし、年末にかけて米国経済が潜在成長率程度にまで減速すると予想され、ユーロ圏の生産活動の拡大ペースも鈍化すると考えられる。



**<企業景況感> ～企業マインドは楽観的な見方を修正～**

6月のユーロ圏鉱工業景況感指数は+3.0（前月差+1.1p）と7ヵ月連続の改善となった。また、7月の主要国の企業マインドをみると、ドイツ（I f o景況感指数）、イタリア（I S A E景況感指数）は低下したが、フランス（I N S E E企業景況感）では改善している。7月のI f o景況感指数は106.0（同▲1.2p）と低下したものの、依然高水準を維持した。内訳をみると、大幅に改善した前月からの反動などを背景に現状指数は8ヶ月ぶりの低下を示した。また、期待指数も来年の付加価値税引き上げが対象範囲になったことなどから低下した。先行きについては、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Z E W景況感指数（期待指数）でも15.1と6ヵ月連続で悪化している。①原油価格の高騰、②ドイツの法人税改正が企業の期待するほどの内容でなかったこと、③付加価値税引き上げ、④米国経済の減速が予想されることなどのマインド悪化要因を背景に、ドイツでは景気の先行きに対する楽観的な見方は修正され始めた。



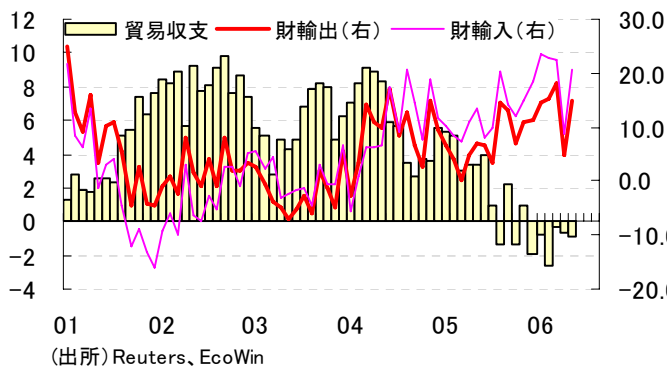
**<外需> ～原油価格の再上昇を背景に貿易収支は今後も赤字で推移～**

5月のユーロ圏域外貿易は、輸出が前月比+1.2%と前月（+0.0%）から増加し、輸入も原油価格の再騰による輸入金額上昇を背景に同+1.4%と増加幅を拡大させた。これにより、貿易収支は▲9.4億ユーロ（季調済）と6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を背景に、輸入金額の上昇が続く見込みである。加えて、年末にかけては米国など海外経済が減速すると予想されることから、輸出金額の伸びも鈍化する見込みである。こうしたことから、貿易収支は赤字での推移が続く可能性が高い。

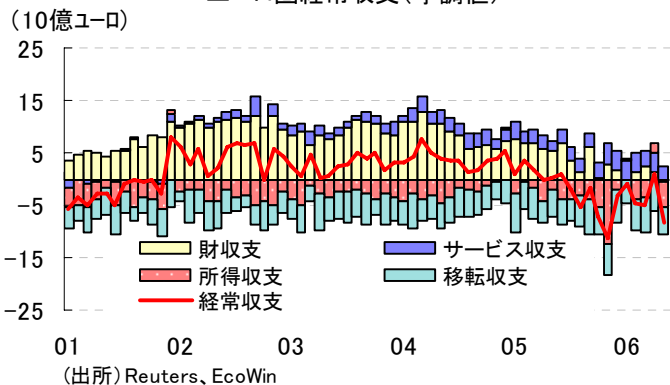
なお、5月の経常収支は前月（+9億ユーロ）から▲82億ユーロの赤字に転じた。内訳をみると、財収支は▲5億ユーロ（前月+15億ユーロ）、所得収支も▲47億ユーロ（前月+20億ユーロ）と、ともに赤字に転じている。

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。

(10億ユーロ) ユーロ圏名目貿易収支(季調値) (前年比)



ユーロ圏経常収支(季調値)

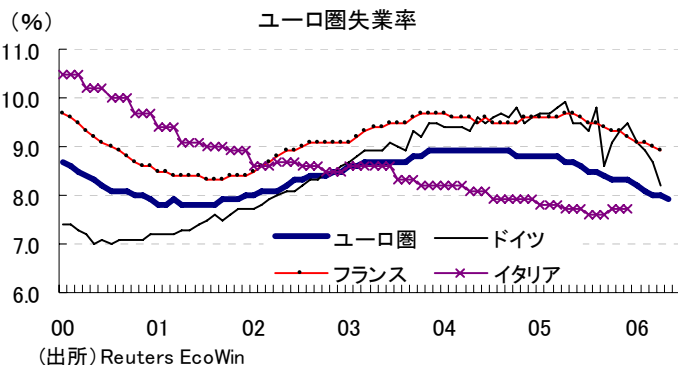
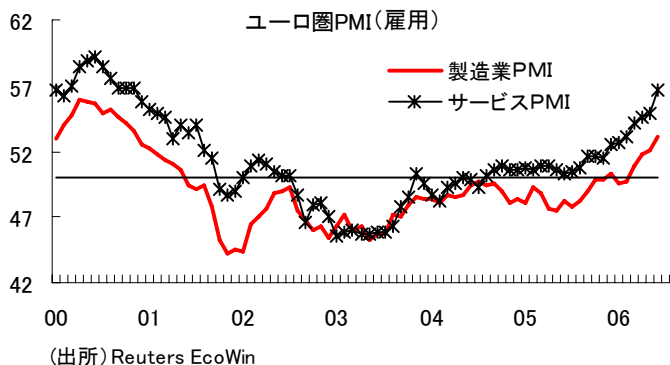


●家計部門

＜雇用環境＞ ～回復傾向は持続～

5月のユーロ圏失業率は7.9%と、およそ5年半ぶりに7%台に低下した。企業の堅調な生産活動などを背景に雇用環境は着実に回復傾向を辿っている。また、6月のユーロ圏PMI（雇用指数）をみると、サービス業が56.6、回復が遅れていた製造業も53.1と拡大を示す50を上回っていることに加え、前月からの改善幅も拡大させており、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6月失業者数は、前月差▲4.9万人（季調値）と3ヵ月連続の減少、失業率は10.9%（前月差▲0.1%p）に低下した。雇用調整圧力が強かった製造業でも緩やかに雇用者数が増加し始めており、雇用環境は緩やかながらも着実に回復している。一方、フランスの5月失業者数は同▲4.5万人（季調値）と4ヵ月連続の減少となった。失業率は9.1%（前月差▲0.2%p）と低下を続けており、政府が目標とする8%台も目前となった



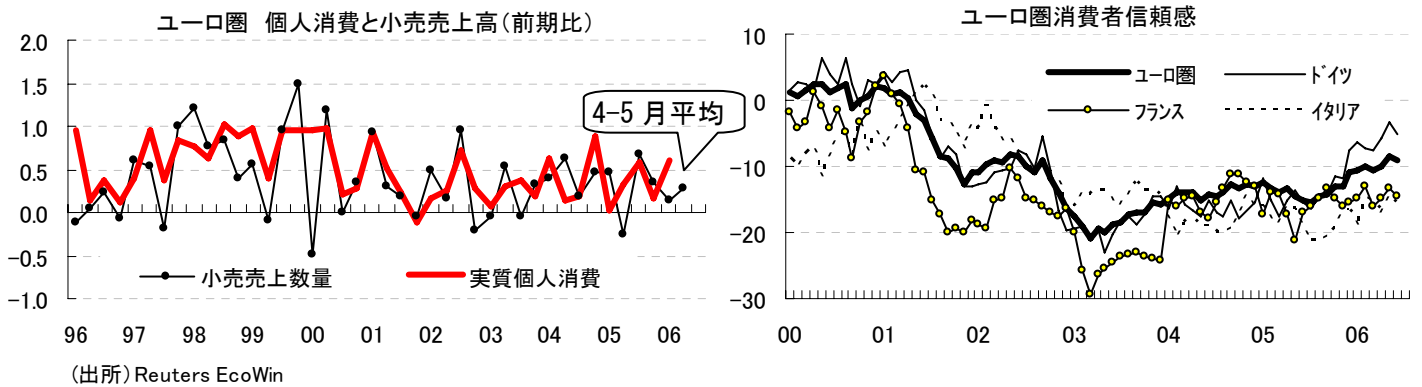
＜消費動向＞ ～指標悪化も回復基調は変わらず～

5月のユーロ圏小売売上高はイースター商戦などにより好調だった前月（+0.9%）の反動もあり、前月比▲0.3%と小幅減少したものの、前年比では+1.0%と増加しており、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、ドイツの5月の小売売上高（除く自動車・燃料）は前月比▲0.4%と小幅減少したが、前月からの反動と見られ、個人消費は緩やかながら回復傾向を辿っていると見られる。一方、フランスでは6月の家計工業品支出が前月比+1.7%と大幅に増加し、失業率が2002年9月以来の低水準になるなど、雇用環境の回復を背景に堅調な推移が続いている。

6月のユーロ圏消費者信頼感▲9.0（前月差▲0.5p）と悪化した。主要国別でもドイツ（同▲1.9p）、フランス（同▲1.1p）、イタリア（同▲1.7p）が揃って悪化している。雇用環境が回復傾向を持続していることな

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。

どから、緩やかな持ち直しの方向は変わっていないと考えられる。またフランスで7月中旬より 30 度以上の熱波が続き、労働担当相が屋外作業者の多い建築業界の雇用者に対して炎天下で長時間働く危険性を通達するなどしている。しかし、15,000 人が死亡した 2003 年ほどの状況には陥らないと見られ、7月の消費やマインドに影響は与えないと考えられる。



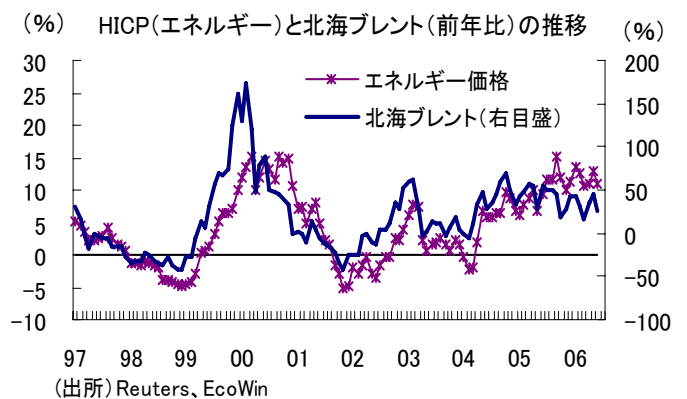
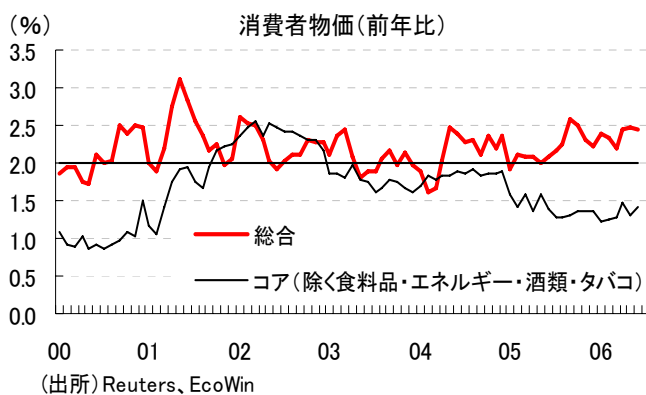
●物価・マネーサプライ動向

<物価> ~エネルギー価格上昇の2次的影響はないものの、物価上昇率は高止まりすると予想~

6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+1.0%p)を背景に前年比+2.5%と前月(同+2.5%)から同様の伸びとなった。一方、コア指数は同+1.4%と、前月(同+1.3%)から伸び率は小幅拡大している。

7月のドイツ消費者物価(EU基準)は、前年比+2.1%と前月(同+2.0%)から若干上振れた。ドイツ各州別の消費者物価内訳から、上振れた要因を探ると、食品で低水準だった前年からの伸び率が高く出たことやワールドカップの影響で娯楽が押しあがったこと、という一時的要因による可能性が高い。ドイツと同様に、7月のユーロ圏消費者物価も上振れる可能性があるが、ドイツの状況から考えるとインフレが加速している訳ではないと考えられる。

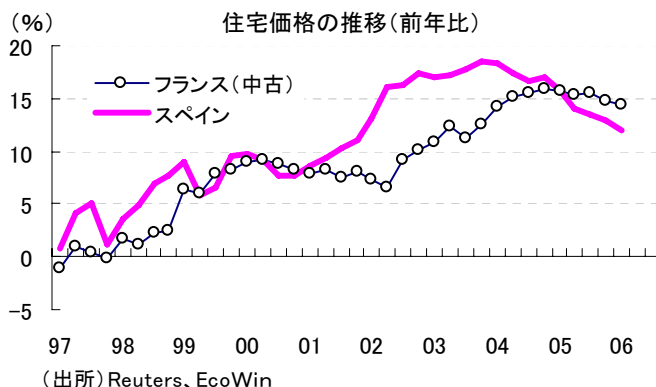
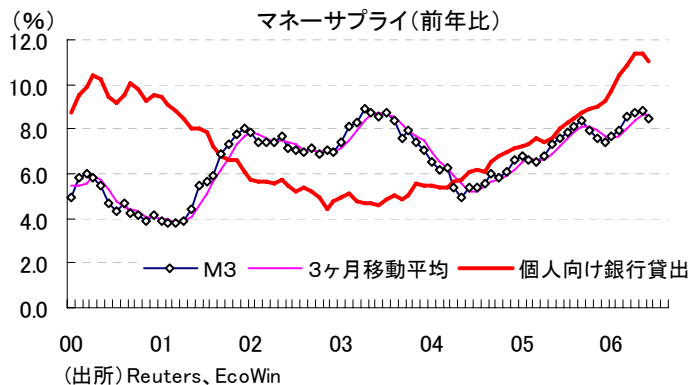
先行きをみると、原油価格の高止まりを背景に当面の消費者物価はECBが目標とする同+2%を超える推移が続く可能性が高い。ECBがインフレリスクとして挙げる、過去の原油価格高騰を起因とする価格転嫁や2次的影響としての賃金上昇を通じたインフレ圧力は、ユニット・レイバー・コストの上昇も鈍化するなど、確認されていない。このため、コア指数の大幅な加速は避けられる見通しではあるものの、物価上昇率は原油価格の影響により今後も高い上昇率が続く予想する。



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。

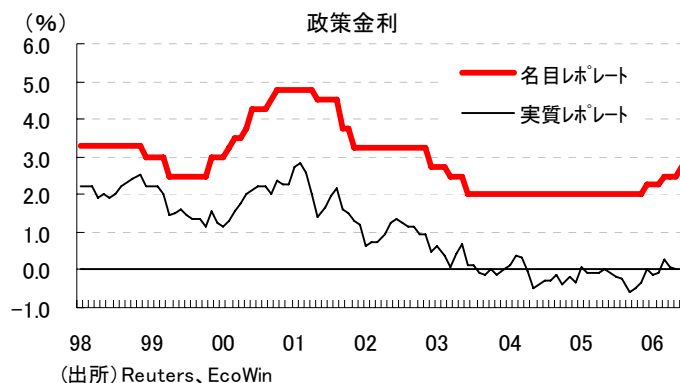
## <マネーサプライ> ~ECBは家計の住宅借入の増加を警戒~

6月のマネーサプライ（M3）は前年比+8.5%（5月同+8.8%）、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+11.0%（5月同+11.4%）と伸びを鈍化させたものの、高い水準が続いている。ECBは「既に十分な貨幣流動性がある状況のもと、さらなるマネーサプライと信用貸し出しの加速は長期的に物価安定への上振れリスクを強めることを示す」との警戒を持続している。特にECBは住宅価格の動向を警戒している。



## ●金融政策 ~8月3日に25bpの利上げと予想~

ECBは7月6日の政策決定理事会で政策金利の据え置きを決定した（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%）。物価の安定に対して、過去利上げの前月に使われてきた「強い警戒（strong vigilance）」という文言を使用したこと、次回の会合（8月3日）は電話会議の予定であったのを一堂に会するように変更したことから、従来の四半期ごとの利上げペースを速め、8月に従来通りの25bpの利上げを行うと予想される。



声明文の中でECBは「(インフレ) リスクへの対処法としては、期待インフレ率を安定的な物価水準と強固に固定することが重要である」と示している。足元で堅調なユーロ圏の景気動向を背景にマネーサプライが高い伸びを示し、原油価格の高騰により物価も高い水準となっている。このような経済環境の中で、期待インフレ率を上昇させないために、緩和的な金融政策の修正が継続されると考えられる。こうしたことを踏まえると、ECBは8月3日以降も景気や物価の動向を見ながら利上げを継続すると予想され、年内に政策金利を3.25~3.50%に引き上げる可能性がある。

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。