



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

- 7月のユーロ圏製造業PMIをみると、57.4（前月差▲0.3p）と6ヵ月振りに低下するも、市場予想を上回る結果となった。足元ではユーロ圏の生産活動は堅調に推移しているものの、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勢に鈍化が見え始めている。年末にかけて米国景気が減速すると予想され、ユーロ圏の生産活動も鈍化すると考えられる。
- 6月のユーロ圏小売売上高は前月比+0.4%、前年比では+1.6%と増加しており、ドイツで開催されたサッカーワールドカップによる押し上げ効果を差し引いても、個人消費は緩やかな回復が続いていると見込まれる。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、失業率はユーロ通貨統合以降の最低水準に並ぶまで低下した。今後も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8月3日の政策決定理事会で政策金利を25bp引き上げた。物価の安定に対して従来利上げ前々月に使用してきた「非常に注意深く監視 (monitor very closely)」という文言を使用したことなどから、10月に+25bpの利上げを行うと予想される。理事会から1週間後に発表された月報でECBは、7-9月期の成長見通しを潜在成長率を超える水準に上方修正した。声明文で「ECBの景気見直しが正しければ、緩やかな金融水準の更なる修正が正当化される」との姿勢を継続しており、7-9月期の成長を11月に確認した上で、12月にも利上げが実施され年内に政策金利は3.50%まで引き上げられる可能性が高い。

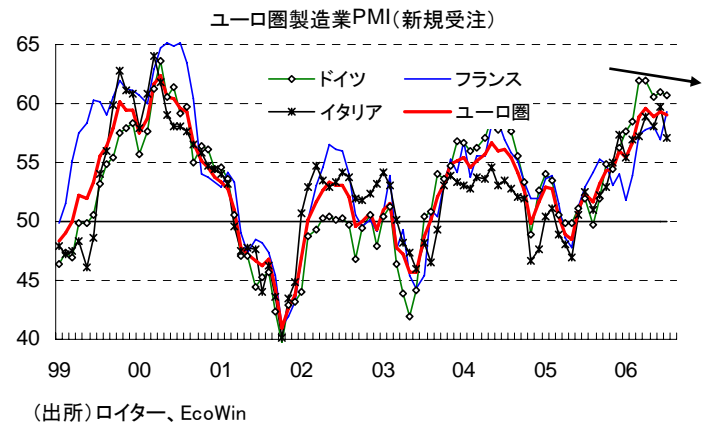
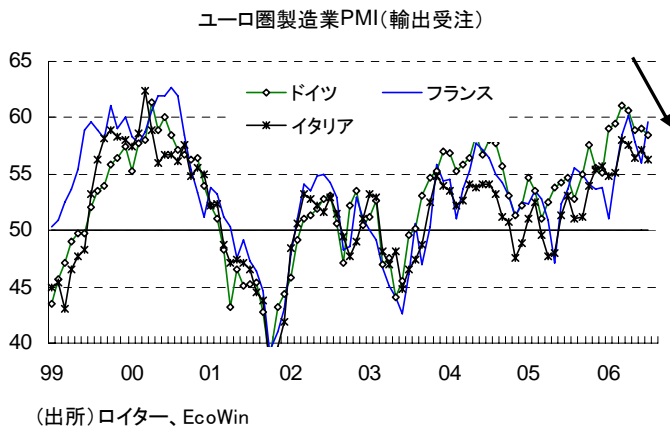
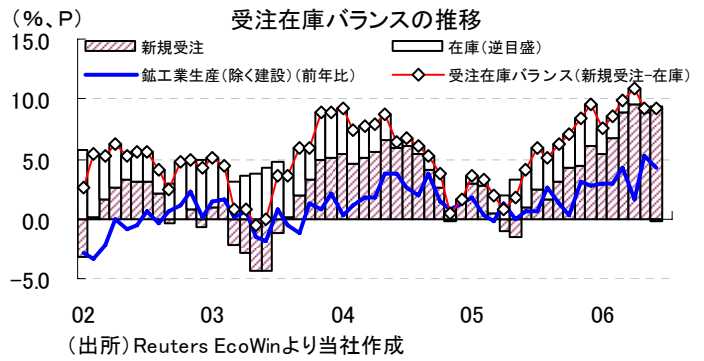
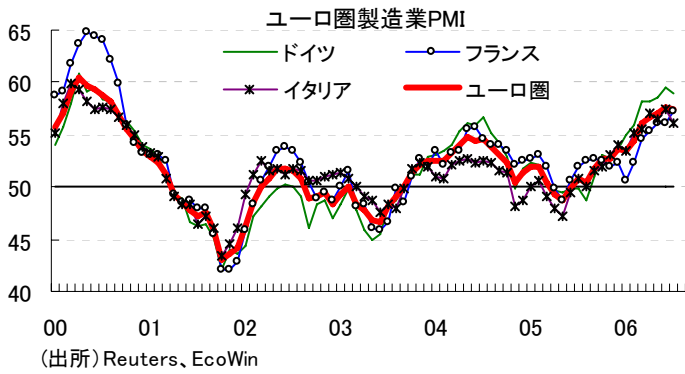
●企業部門

<生産動向> ～生産活動はピークアウト～

6月のユーロ圏鉱工業生産（除く建設）は前月比+0.0%と横ばい、前年比では+4.3%と堅調な生産活動を示す結果となった。

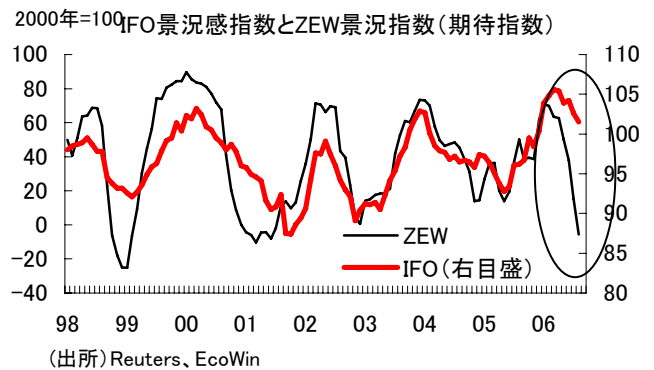
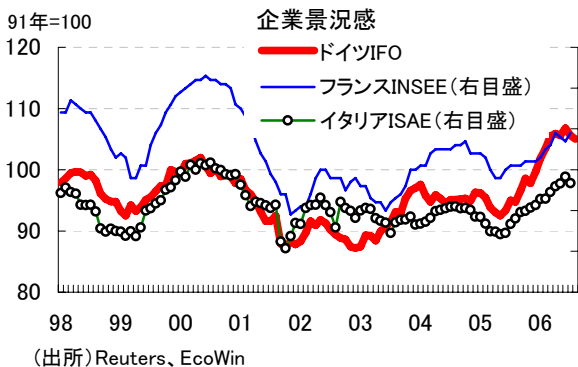
7月のユーロ圏製造業PMIをみると、57.4（前月差▲0.3p）と6ヵ月ぶりの低下となり、景気を牽引してきた生産活動がピークアウトした可能性が高まった。内訳をみると、主要な項目である生産指数が59.4（前月差▲0.7p）と11ヶ月振りに低下、新規受注指数は59.1（同▲0.3p）と低下した。ユーロ圏経済を牽引してきたドイツを見てもすべての指標が前月より低下した。ただし、ドイツの新規受注低下は海外受注が低下した影響と考えられ、国内需要の回復は続いていると判断される。

ユーロ圏の生産活動は、主要各国で輸出受注の増勢に鈍化が見られるなど米国経済の減速を背景に4-6月期をピークに鈍化し始めたと判断できる。ただし、ドイツで国内需要が回復を続けていることや受注在庫バランスの調整が緩やかであることから、生産活動の急激な悪化は考えにくい。今後の生産活動は海外需要の減速を国内需要が一部下支えする形で、緩やかに鈍化していくと予想する。



<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+3.8(前月差+0.8p)と8ヵ月連続の改善となった。また、8月のI f o景況感指数は105.0(同▲0.6p)と低下したものの、依然高水準を維持した。内訳をみると、現状指数は前月から横ばいとなり、足元のドイツ経済の堅調さを示した。期待指数は米国経済の鈍化が明確になってき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)は▲5.6(前月差▲20.7p)と大幅に悪化しており、先行きの見方についてI f oとZ E Wで大きく乖離している。先行きに対して楽観的な見方が修正されたのは、米国経済の鈍化が明確になってきたこと、原油価格の高止まりや2007年1月の付加価値税引き上げなどによると考えられる。しかし、米国経済は鈍化するも潜在成長率程度の成長を維持すると見られること、付加価値税引き上げはそれほど大きな影響を及ぼさないと考えられることから、先行きの景気が急激に悪化するとは考えにくい。先行きについてファンドマネージャーによるZ E W期待指数は過度に悲観的になっていると判断され、企業経営者によるI f oが示すように、緩やかな鈍化となる可能性が高い。

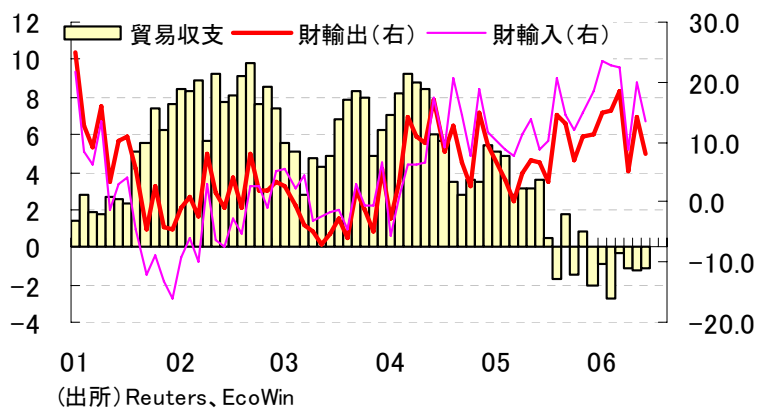


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

<外需> ~貿易収支は赤字基調が続く~

6月のユーロ圏域外貿易は、米国経済の鈍化により輸出が前月比+0.3%と前月(+0.5%)から鈍化、輸入も原油価格の上昇が落ち着いたことを受け同+0.3%と増加幅が縮小した。これにより、貿易収支は▲11.2億ユーロ(季調済)と7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、輸入金額は高止まると考えられることに加え、米国など海外経済の鈍化により、輸出金額の伸びは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。

(10億ユーロ) ユーロ圏名目貿易収支(季調値) (前年比)

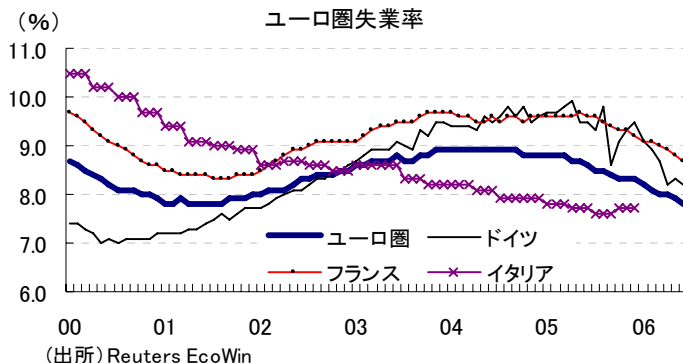
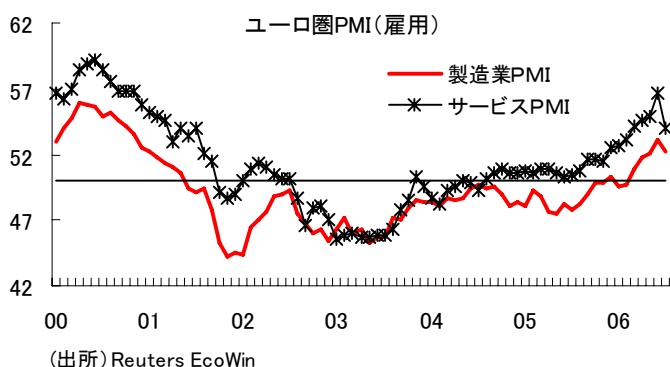


●家計部門

<雇用環境> ~回復傾向は持続~

6月のユーロ圏失業率は7.8%と、ユーロ通貨統合以来の最低水準に並んだ。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。7月のユーロ圏PMI(雇用指数)をみると、生産活動のピークアウトを背景に、サービス業が54.0、製造業も52.3とそろって前月から低下したものの、拡大を示す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、ドイツでは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たこともあり、7月失業者数は、前月差▲8.4万人(季調値)と4ヵ月連続の減少、失業率は10.6%(前月差▲0.2%p)に低下するなど、雇用環境は緩やかながらも着実に回復している。さらに、伸び悩んでいた賃金も、IGメタル賃金交渉の結果が反映され、製造業の月当たり賃金が伸びを拡大させ始めており。また、フランスの6月失業者数は同▲3.4万人(季調値)と5ヵ月連続の減少となった。失業率は9.0%(前月差▲0.1%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

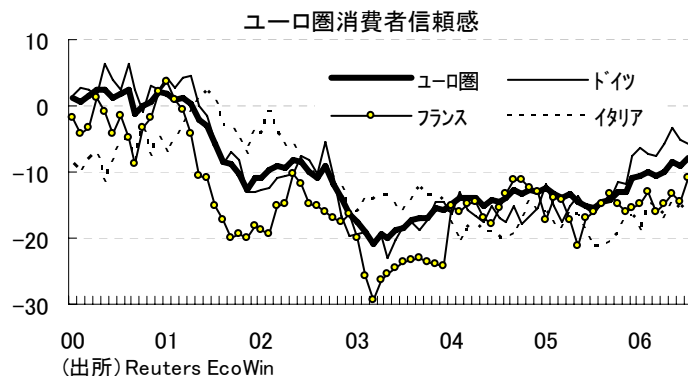
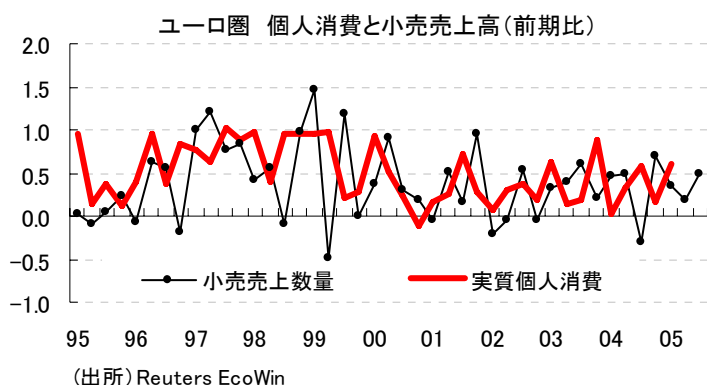


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

<消費動向> ～緩やかな回復を持続～

6月のユーロ圏小売売上高は前月+0.4%、前年比では+1.6%と増加した。増加の一部はドイツで開催されたワールドカップによる影響と考えられるが、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6月の小売売上高（除く自動車・燃料）は前月比+1.1%、フランスでも6月の家計工業品支出は前月比+1.7%と大幅に増加したが、ワールドカップによる押し上げ効果が含まれていると見られ、雇用環境の改善レベルから推測すると、個人消費の回復は依然緩やかなものにとどまっていると考えられる。

7月のユーロ圏消費者信頼感 \blacktriangle 8.0（前月差+1.0p）と改善した。主要国別ではワールドカップを終えたドイツ（同 \blacktriangle 0.5p）が前月に引き続き低下したが、フランス（同+3.7p）、イタリア（同+1.7p）が揃って改善している。雇用環境が回復傾向を持続していることなどから、今後も個人消費は緩やかな回復が続くと考えられる。



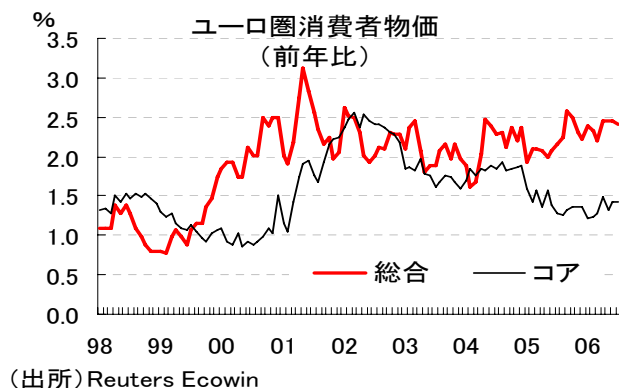
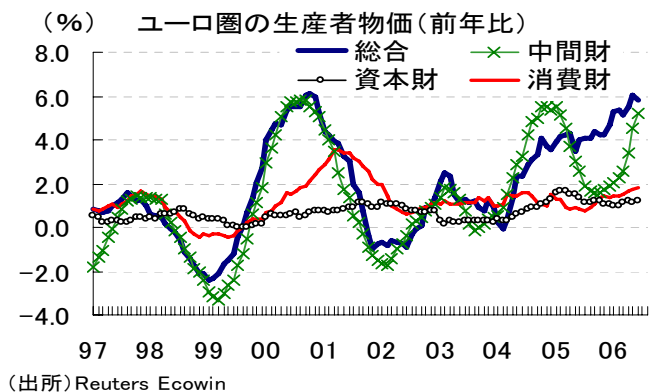
●物価・マネーサプライ動向

<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～

7月のユーロ圏消費者物価の上昇率はエネルギー価格の上昇が鈍化したことを背景に前年比+2.4%と前月（同+2.5%）から低下した。一方、コア指数は同+1.4%と、前月（同+1.4%）から横ばいとなっている。内訳を見ると、熱波やフランス、イタリアの少雨の影響で、肉、果物、野菜を中心に、食料の価格が上昇しており、エネルギー価格や電気など光熱費を含む住居費の低下が打ち消されている。

8月のドイツ消費者物価（EU基準）の上昇率は、前年比+1.9%と前月（同+2.1%）から低下した。原油価格の伸びが鈍化した影響と見られ、8月のユーロ圏消費者物価も上昇幅は縮小する可能性が高い。

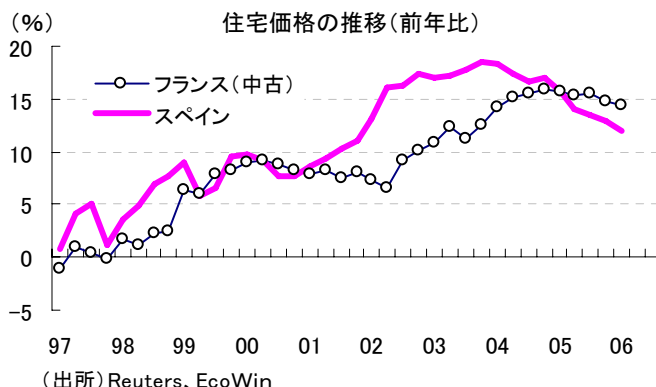
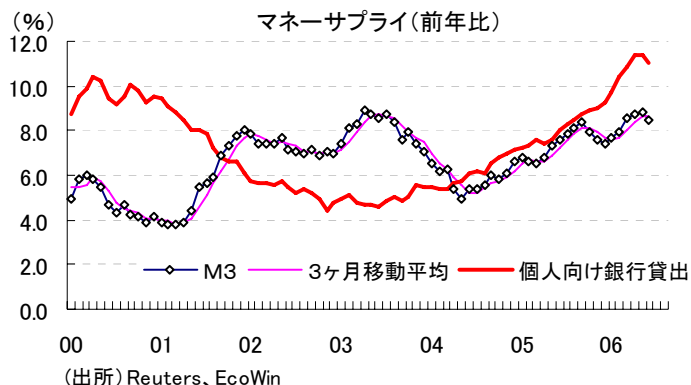
先行きをみると、原油価格の高止まりを背景に当面の消費者物価の上昇率はECBが目標とする同+2%を超える推移が続く可能性が高い。しかしECBがインフレリスクとして挙げる、過去の原油価格高騰を起因とする価格転嫁や2次的影響としての賃金上昇を通じたインフレ圧力は、確認されていない。このため、コア指数の大幅な加速は避けられる見通しではあるが、物価上昇率は原油価格の影響により今後も高い水準が続くと予想する。



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。

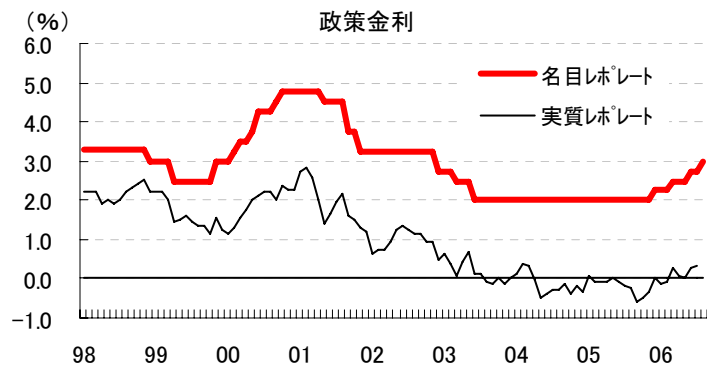
<マネーサプライ> ～ECBは家計の住宅借入の増加を警戒～

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、依然高い水準が続いている。ECBが特に住宅価格の動向を警戒している中、今月発表された国際決済銀行(BIS)のレポートではスペインとフランスの住宅市場に警鐘が鳴らされた。特にスペインの住宅ローンは、フランスと違い、その多くが変動金利であるため、昨年末からのECBによる利上げの影響が注目された。しかしスペインでは共稼ぎ世帯の増加を背景に世帯所得の拡大が続いており、所得に対する負債の割合はEU平均は上回っているものの米国と比べるとかなり低いことやECBによる利上げも年内で一旦休止する見込みであることなどから、スペイン経済の急激な悪化の可能性は低いと考えられる。



●金融政策 ～次回利上げは10月の見込み～

ECBは8月3日の政策決定理事会で政策金利の25bp引き上げを決定した(レポ・レート3.00%、限界貸出ファシリティ4.00%、預金ファシリティ2.00%)。物価の安定に対して、過去利上げの前々月に使われてきた「非常に注意深く監視(monitor very closely)」という文言を使用したこと、4-6月期のGDP成長率が高かったことを受けて8月のECB月報で7-9月期のGDP成長見通しを上方修正(前年比+2.1%から同+2.3%へ)したこと、従来の四半期ごとの利上げペースを速め、10月に25bpの利上げを行うと予想される。



声明文の中でECBは「(利上げ後も)金利水準は名実ともに低い水準である」とし、「ECBの景気見直しが正しければ、緩和的な金融水準の更なる修正が正当化される」とした。しかしその後に発表された月報で7-9月期の成長見通しを上方修正したことは、足元のユーロ圏の景気動向が従来のECBの景気見直しよりも強かったことを意味していると判断できる。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10月に見込まれる利上げ後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る。11月に予定される7-9月期のGDP成長率がECBの景気見直しから大きく低下しない限り、12月にも利上げを実施し、年内に政策金利を3.50%に引き上げる可能性が高い。

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。