



## ユーロ圏 Monthly Report (06年10月) ～ドイツ中心の域内需要に支えられ堅調に推移～

発表日：2006年10月31日(火)

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

- 9月のユーロ圏製造業PMIをみると、56.6（前月差+0.1p）と3ヵ月ぶりの上昇となり、景気を牽引している製造業の底堅い推移を示す結果となった。ユーロ圏の生産活動は、米国経済の減速を背景に4-6月期から域外向け輸出が鈍化しているものの、ドイツで国内需要回復が波及し、ユーロ圏内の域内需要が回復したことで支えられている。年内はドイツを中心とした域内需要に支えられ堅調に推移するものの、年明けには付加価値税引上げを背景としたドイツ国内需要減速により生産活動の鈍化が明確となろう。
- 8月のユーロ圏小売売上高は前月比+0.7%、前年比では+2.4%と増加し、個人消費の回復が続いていることが明確となった。今後も雇用環境の改善に伴い、ユーロ圏個人消費は緩やかな回復基調を辿ると予想する。
- 9月のユーロ圏消費者物価の上昇率は、エネルギー価格が低下したことを背景に前年比+1.8%と前月（同+2.3%）から大幅に低下し、2005年1月以来20ヶ月ぶりにECBの目標値である前年比+2%以下となった。10月のドイツ消費者物価は、タバコ・アルコールの値上げにより前年比+1.2%と前月（同+1.0%）から小幅加速するも低い水準に留まり、31日に発表される10月のユーロ圏消費者物価も前月に引き続きECBが目標とする前年比+2%程度になると見込まれる。
- ECBは10月5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3.25%、限界貸出ファシリティ4.25%、預金ファシリティ2.25%）。声明文の中で、物価の安定に対して、次々回利上げを示唆する「非常に注意深く監視する（monitor very closely）」という文言を使用したことなどから、12月7日に25bpの利上げを行うと予想され、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。一方、07年については、ドイツ付加価値税引上げなど景気減速が予想されること、金利が中立水準に近づいていることから利上げを一旦休止し、様子見に転じる可能性が高いと予想する。

### ●企業部門

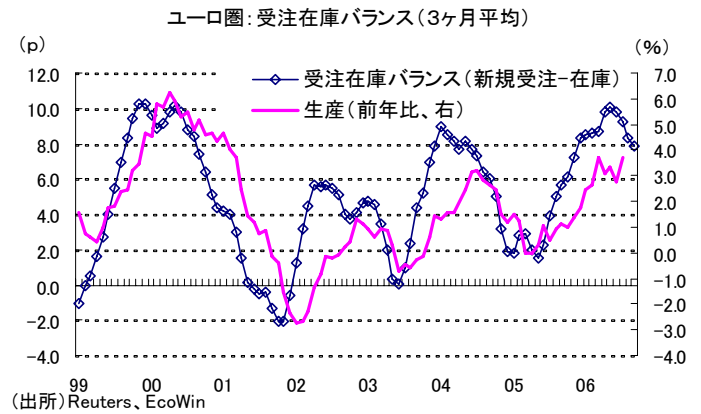
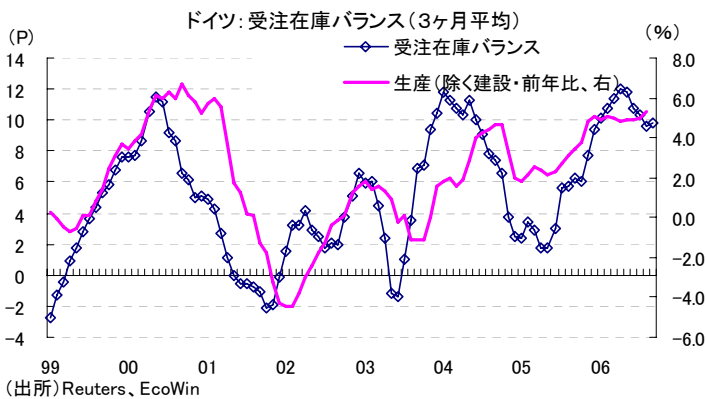
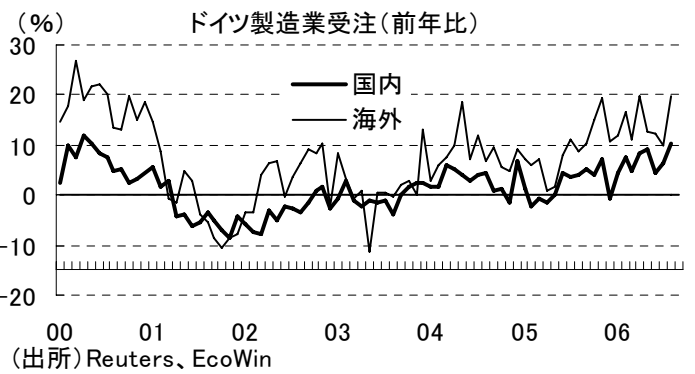
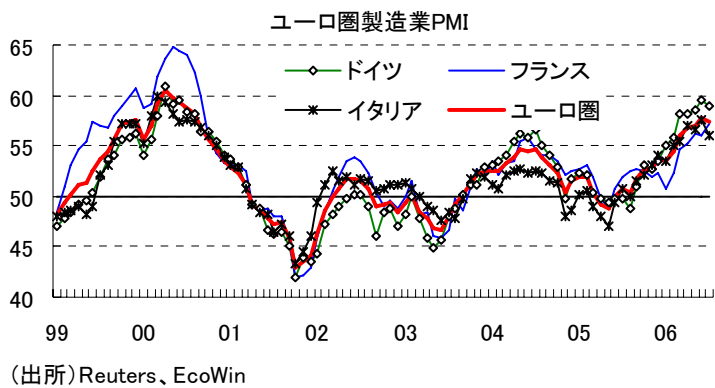
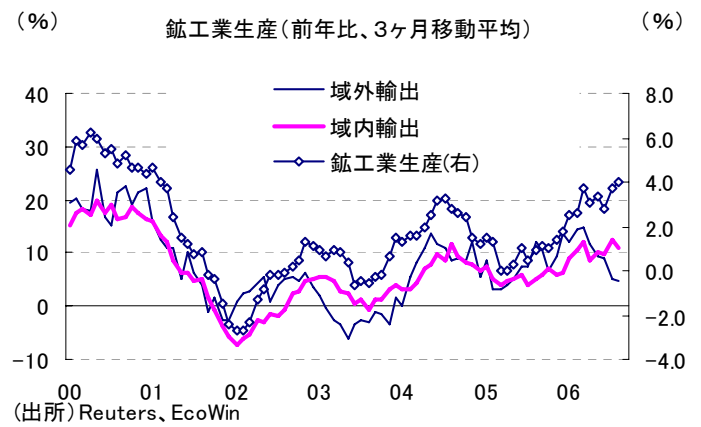
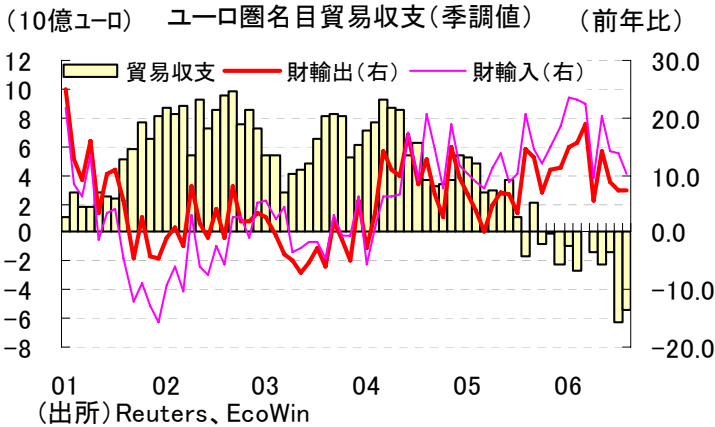
#### <生産動向> ～当面は堅調な推移が続く～

8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年比+7.4%と前月（同+7.3%）からほぼ横ばいとなった。輸入が同+10.3%（前月：同+13.7%）と縮小したため、貿易収支は▲54.5億ユーロ（季調済）と赤字幅が小幅縮小したものの、海外需要の拡大ペース鈍化傾向は続いている。8月のユーロ圏鉱工業生産（除く建設）は前月比+1.8%とユーロ圏最大の経済国であるドイツで資本財、中間財の生産が大幅に拡大しており、域内需要回復を背景にユーロ圏の生産活動は堅調に推移している。

9月に入ってからのユーロ圏生産活動を見ると、ユーロ圏製造業PMIは56.6（前月差+0.1p）と3ヵ月ぶりの上昇となり、景気を牽引している製造業の底堅い推移を示す結果となった。内訳をみると、主要な項目である生産指数が58.2（前月差▲0.2p）と3ヶ月連続で低下したものの、新規受注指数は58.4（同+0.6p）と3ヶ月ぶりに上昇した。

年内のユーロ圏の生産活動は、米国経済の減速を背景に域外向け輸出の鈍化が持続するものの、ドイツを中心としたユーロ圏域内需要の拡大に支えられ、堅調に推移しよう。ただし、ドイツの旺盛な国内需要の一部は

来年1月の付加価値税引き上げを背景とした年末の駆け込み需要を見越して、生産が前倒しされている可能性が考えられる。こうしたことから、年明けには付加価値税引き上げを背景としたドイツ国内需要減速により生産活動の鈍化が明確となるだろう。

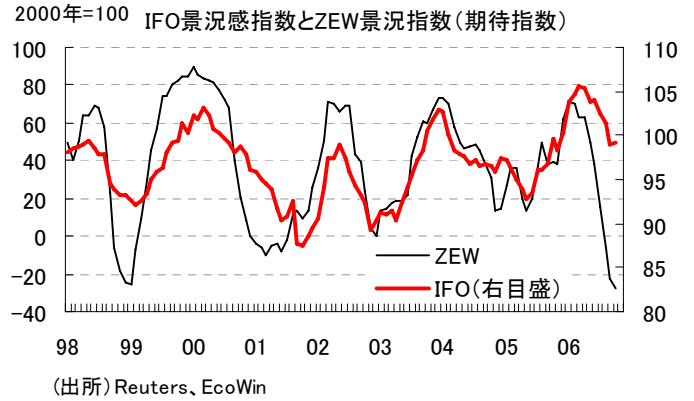
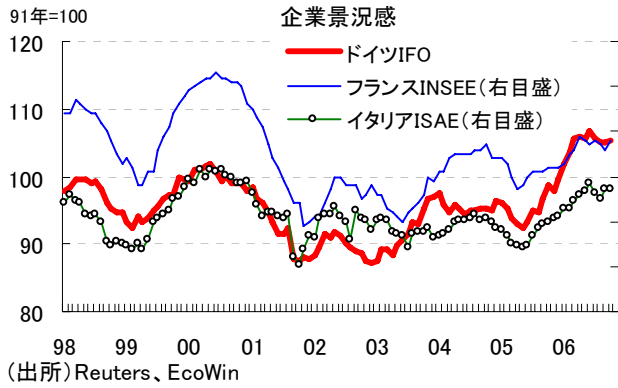


**<企業景況感> ~企業マインドが持ち直される~**

10月の主要国企業マインドを見ると、ドイツ（I f o景況感指数）、フランス（INSEE企業景況感）は改善、イタリア（I S A E景況感指数）は大幅に改善した前月から小幅悪化している。I f o景況感指数は105.3（同+0.4 p）と4ヶ月振りに上昇した。内訳をみると現状指数が前月から小幅拡大したことに加え、先行きを示す期待指数も低下を予想した市場予想に反して4ヶ月ぶりに上昇した。海外需要の鈍化や来年の付加価値税引き上げを背景に先行きに対する楽観的な見方の修正が続いていたが、原油価格の落ち着きに支えられ、先行きに対する見方が持ち直した。一方、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10月も▲27.4（前月差▲5.2 p）と悪化が続いたものの、10ポイント以上低

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。

下していた前月、前々月と比較すると先行きに対する悲観的な見方の強まりが一段落しつつある可能性は高い。米国景気減速や付加価値税引き上げにより悲観的な見方が強まっていたが、原油価格の低下を背景に米国経済がソフトランディングする可能性が高まったと判断され、さらにはドイツ国内需要の拡大により付加価値税引き上げの影響は想定されていたよりは軽微なものとなる可能性が高まったと判断されたと考えられる。こうしたことから、今後ZEWの持ち直しが期待される。

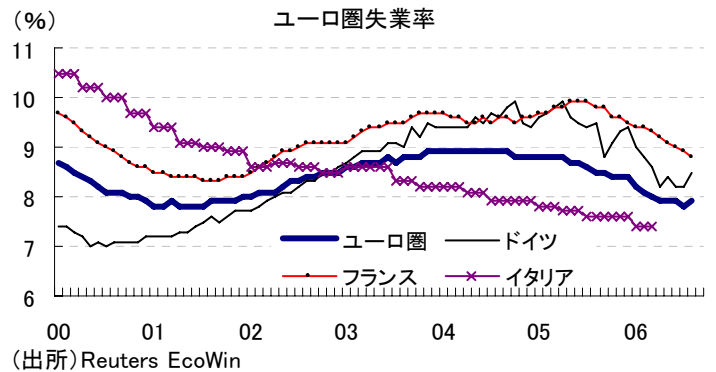
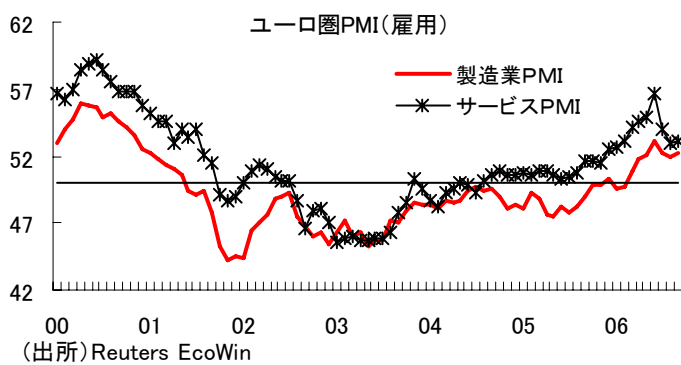


●家計部門

＜雇用環境＞ ～回復傾向は持続～

8月のユーロ圏失業率は7.9%と、先月(7.8%)からほぼ横ばいとなり、企業の堅調な生産活動などを背景に雇用環境は回復傾向を辿っていると言えよう。10月のユーロ圏PMI(雇用指数)をみると、足元で域内需要回復を背景に製造業が堅調に推移していることを背景に、製造業が52.3、サービス業も53.1とそろって前月から上昇し、水準自体も拡大を示す50を上回っており、雇用環境は緩やかな回復が続くだろう。

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ており、9月の失業者数は前月差▲1.7万人(季調値)と低下基調が続き、失業率も10.6%(前月差0.0%p)と依然低い水準となるなど、雇用環境は緩やかながらも回復傾向を辿っている。また、フランスの8月失業者数は同▲2.9万人(季調値)と6ヵ月連続の減少となった。失業率は9.0%(前月差+0.1%p)と小幅上昇したものの依然低い水準を保っている。



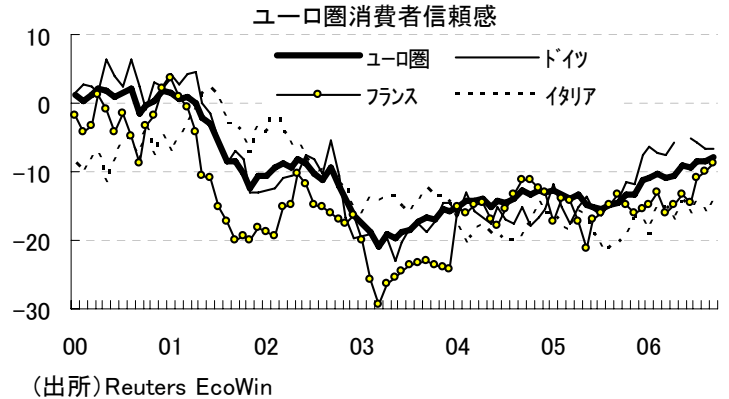
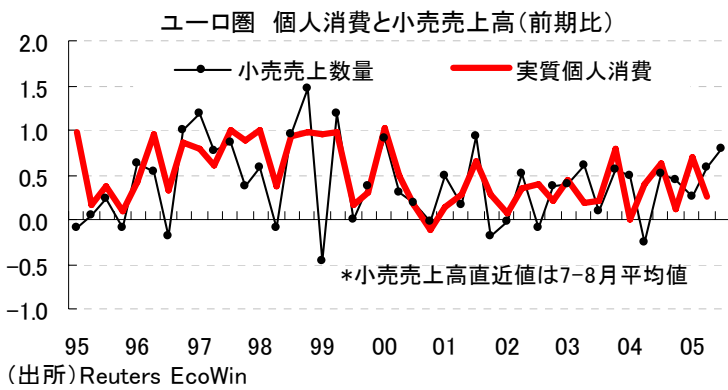
＜消費動向＞ ～緩やかな回復を持続～

8月のユーロ圏小売売上高は前月比+0.7%、前年比では+2.4%と増加し、個人消費の回復が続いていることが明確となった。国別にみると、ドイツは前月比0.0%と横ばい、フランスは同+0.7%と大幅に増加し、イタリア、スペインなどでも増加した。

9月のユーロ圏消費者信頼感は▲8.0(前月差+0.6p)と改善した。主要国別ではドイツ(同0.0p)が横ば

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。

いとどまったものの、イタリア（同+1.6p）、フランス（同+1.1p）が揃って改善した。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。



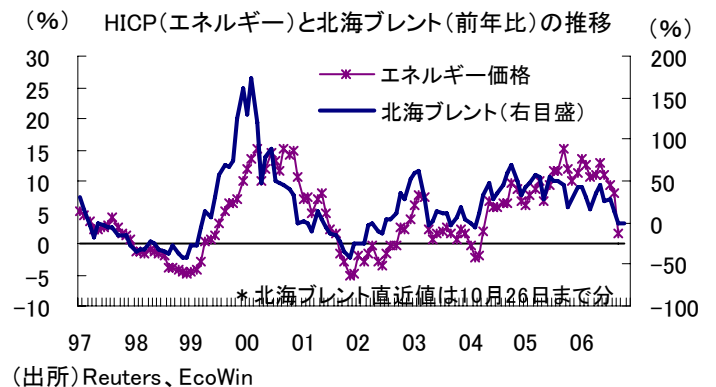
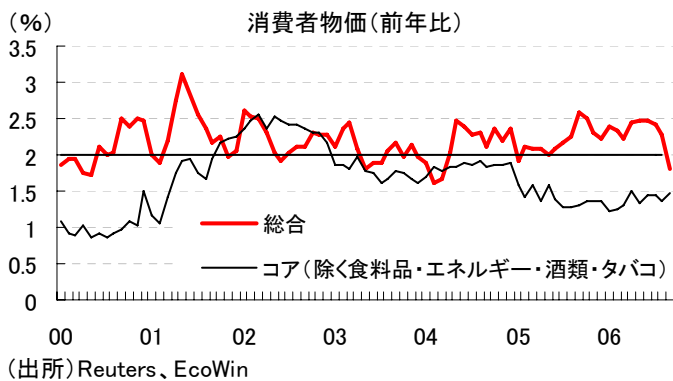
### ●物価・マネーサプライ動向

#### <物価> ～エネルギー価格の低下を背景に、物価上昇率は大幅低下～

9月のユーロ圏消費者物価の上昇率は、エネルギー価格が低下したことを背景に前年比+1.8%と前月（同+2.3%）から大幅に低下し、2005年1月以来20ヶ月ぶりにECBの目標値である前年比+2%以下となった。一方、コア指数は同+1.5%と、前月（同+1.4%）から小幅上昇した。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、野菜を中心に食料品の価格が上昇した一方で、エネルギー価格や電気など光熱費を含む住居費、ガソリン代を含む交通費が低下した。

10月のドイツ消費者物価は、タバコ・アルコールの値上げにより前年比+1.2%と前月（同+1.0%）から小幅加速するも低い水準に留まり、31日に発表される10月のユーロ圏消費者物価も前月に引き続きECBが目標とする前年比+2%程度になると見込まれる。

先行きをみると、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二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とから、今後もコア指数の大幅な加速は考えにくい。原油価格の落ち着きを背景に、消費者物価上昇率はECBが目標とする前年比+2%程度での推移が続くと予想する。



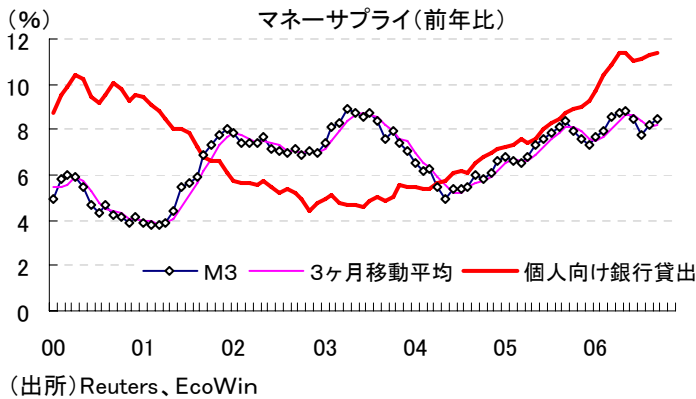
#### <マネーサプライ> ～ECBは家計、企業への貸し出しを警戒～

9月のマネーサプライ（M3）は前年比+8.5%（8月同+8.2%）と伸びが加速、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+11.4%（8月同+11.3%）と小幅加速するなど、高い水準での推移が続いている。ECBはマネーサプライについて、「マネーと信用の拡大ペースは低金利を反映して依然速い。民間部門への貸し出しは前年比2桁の伸びが続いており、家計と企業で広く拡大している」と判断し、

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。

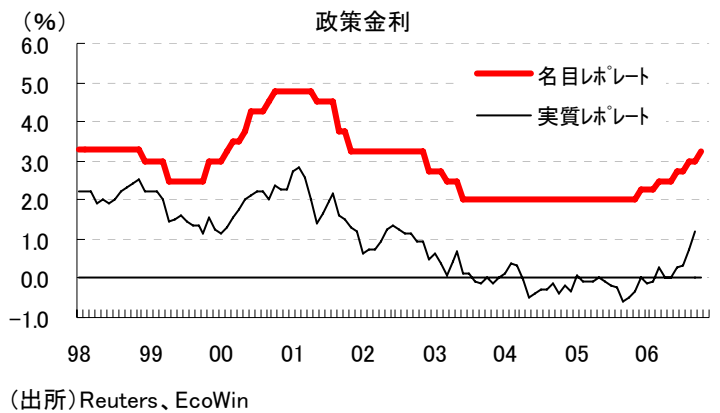


「十分な流動性のもとでの、このような強いマネーや信用の伸びが中長期的には物価の上振れリスクとなっている」との警戒を続けている。



●金融政策 ～年内 3.50%まで利上げ継続も 07 年前半は様子見に転じる公算大～

ECBは10月5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3.25%、限界貸出ファシリティ4.25%、預金ファシリティ2.25%)。声明文の中で、物価の安定に対して、次々回利上げを示唆する「非常に注意深く監視する(monitor very closely)」という文言を使用したことなどから、12月7日に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の景気見通しが正しければ、緩和的な金融水準の更なる修正が正当化される」とした。前述の通り、10月のユーロ圏消費者物価も前月に引き続きECBが目標とする前年比+2%程度になると見込まれる。しかし、ECBが現在の金利水準を緩和的であると考えていること、ユーロ圏経済が堅調に推移していることから、ECBは今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の景気見通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%に引き上げるだろう。

2007年については、景気先行き不透明感などから、利上げの有無について明確には言及されておらず、12月に発表されるECBの3ヵ月ごとの景気見通しが注目される。当社では、07年前半は海外景気減速、ドイツ付加価値税引上げなどを背景に景気減速の可能性が高いこと、金利が中立水準に近いレベルにまで引き上げられていることなどから、景気が再拡大する07年後半までは様子見を続けると予想する。

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。