



2006・2007年 ユーロ圏経済見通し

発表日：2006年11月29日（水）

～2007年も+2.0%と潜在成長率程度の成長を維持～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 柵山 順子(03-5221-4547)

## 要旨

- 7－9月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.5%となり、前期（同+0.9%）から伸びは鈍化したものの、引き続き潜在成長率を上回る堅調な推移となった。個人消費や設備投資といった内需が成長を牽引したと見込まれる。
- 足元の企業部門は引き続き堅調である。海外需要の減速が限定的であったことや設備投資など内需が拡大したことを背景に、7－9月期の鉱工業生産（除く建設）は前期比+0.9%と高い伸びを維持した。
- 堅調な企業活動を背景に雇用・所得環境は緩やかな拡大が持続している。こうしたことから、個人消費は緩やかな拡大を続けている。
- 先行きを展望すると、米国経済減速やドイツの付加価値税引き上げを背景に、年明け後は企業部門の活動は一旦鈍化しよう。ただし、ドイツ増税の影響は限定的なものに留まりユーロ圏域内需要は堅調な推移が続くと見込まれること、米国経済がソフトランディングに成功する可能性が高いこと、07年後半には米国経済が再拡大すると予想されることなどから、ユーロ圏企業部門の鈍化も限定的なものとなろう。家計部門では、これまでの景気回復に伴う雇用・所得環境の緩やかな拡大を背景に、消費の緩やかな拡大が続くと見込まれる。以上を踏まえると、前年比+2.5%と6年ぶりの高成長となった06年からは減速するものの、07年も同+2.0%と潜在成長率を維持すると予想する。
- 消費者物価については、原油価格の低下を背景に前年比+2.0%を下回る推移が続き、07年には同+1.8%とECBの目標値近傍に収斂していくと予想する。
- ECBは11月2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、12月に+25bpの利上げが実施される可能性が強まった。07年についても、ユーロ圏の成長率が潜在成長率程度を維持する限り、ECBによる緩和的金融政策の修正は継続され、政策金利は07年末までに4%に引き上げられると予想する。ただし、ユーロ圏の消費者物価が前年比+2%を上回って推移する可能性が低いこと、潜在成長率を大幅に超えた成長までは見込みにくいこと等を勘案すると、4%を超える引き締め的な利上げは行われないと予想する。

## ○景気の現状 ～潜在成長率を超える成長が続く～

7－9月期のユーロ圏実質GDP成長率（暫定値）は、前期比+0.5%となった。表面的には前期（同+0.9%）から鈍化する結果となったが、4－6月期がワールドカップという一時的要因により押し上げられており、当期にはその反動が出ていると見られる下で引き続き潜在成長率を上回っていることを勘案すれば、むしろ当期の数値は堅調なものだと判断できよう。現時点で需要項目別の内訳は発表されていないが（11月30日公表予定）、月次統計からは外需が小幅マイナス寄与となったものの、設備投資の拡大や雇用環境改善による消費の回復など内需が今期の成長を牽引した公算が大きい。

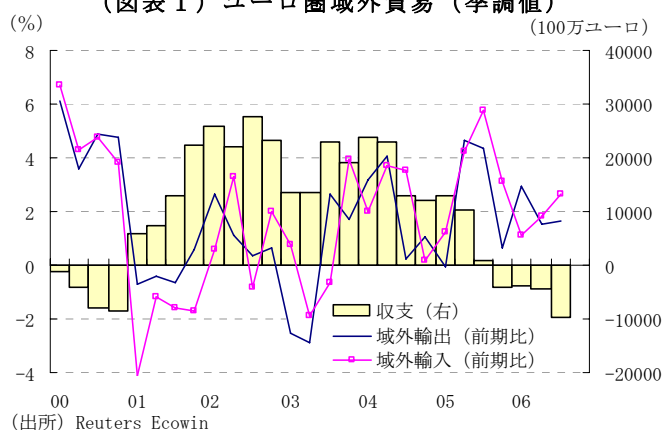
・企業部門 ～底堅い輸出や内需の拡大を背景に堅調に推移～

7-9月期の企業部門は、鉱工業生産（除く建設）が前期比+0.9%と高い伸びを維持するなど、総じて堅調に推移した。この背景として、輸出の底堅い推移や設備投資など内需の拡大が挙げられる。前述の通り外需寄与度はマイナスだったとみられるが、これは輸入が好調な域内需要を反映して急拡大したことによるもので、輸出は引き続き底堅く推移し（図表1）、堅調な生産活動につながった。

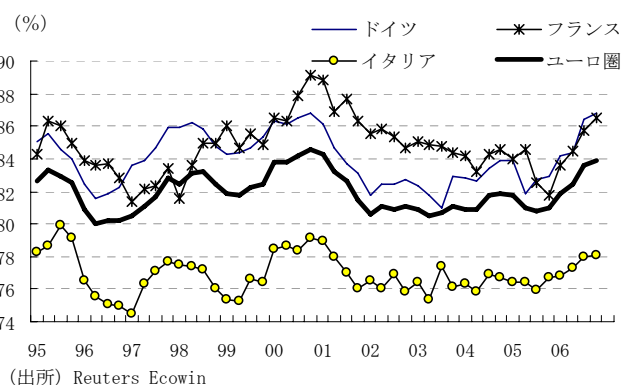
また長期にわたる景気拡大にもかかわらず設備投資は抑制されてきたため、設備稼働率は上昇基調を辿っており（図表2）、中でもドイツの設備稼働率はI Tバブル期以来の高水準となっている。こうしたことから設備投資需要が徐々に強まっており、資本財生産の好調な推移が堅調な生産活動を押し上げる要因の一つとなっている（図表3）。

こうした状況下、足元で主要国の企業マインドは高水準で推移している。ドイツ I f o 景況感指数の現状判断は15年ぶりの水準にまで上昇しており、フランス I N S E E 景況感指数やイタリア I S A E 景況感指数も堅調に推移している。また6月以降低下の続いていたユーロ圏製造業 P M I は10月に4ヶ月ぶりに上昇に転じている（図表4）。

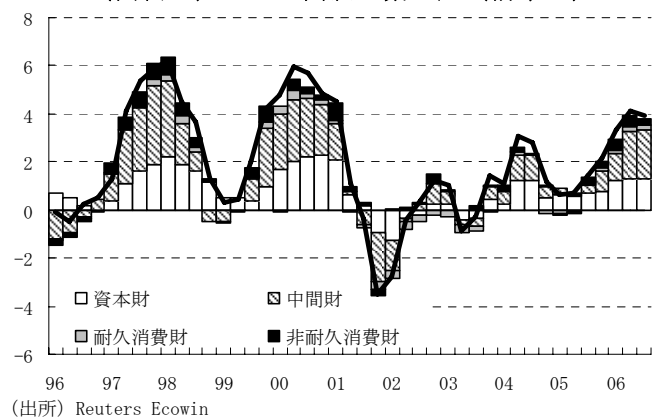
（図表1）ユーロ圏域外貿易（季調値）



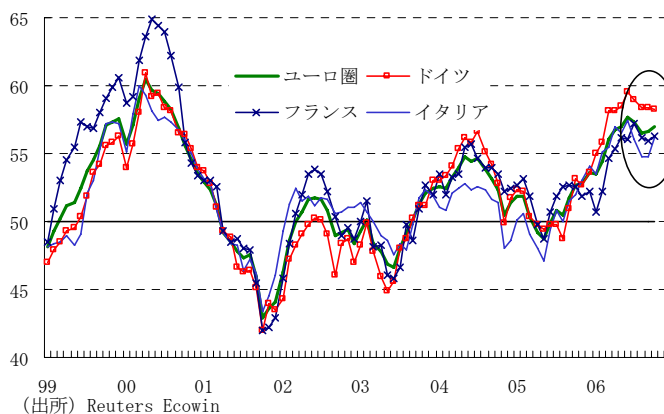
（図表2）設備稼働率



（図表3）ユーロ圏鉱工業生産（前年比）



（図表4）製造業 P M I



・家計部門 ～雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費の緩やかな拡大が持続～

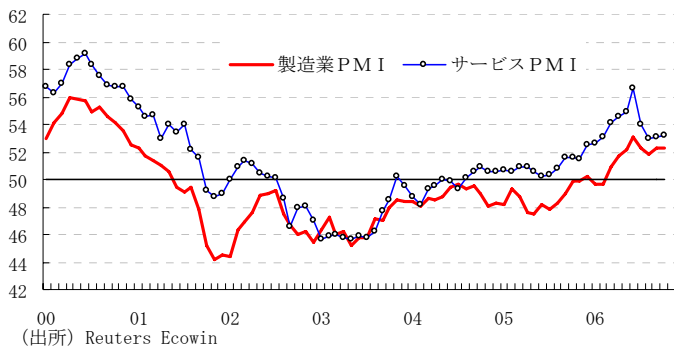
7-9月期の家計部門は緩やかな拡大が持続した。まず、ユーロ圏の雇用環境をみると堅調な企業活動を背景に緩やかな拡大が持続している。雇用者数の増加を牽引しているのは引き続きサービス業であると思われるが、製造業においても P M I の雇用指数は 50 を上回る推移が続いており（図表5）、足元では雇用の拡大ペースは加速していると予想される。これを受け、失業率はおよそ5年ぶりの水準にまで低下した（図表6）。所得環境をみると、このような労働需給の引き締まりを背景に賃金の緩やかな改善が続いている。フランス、イタリアが安定的な上昇基調を辿っているのに加え、実質賃金

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。

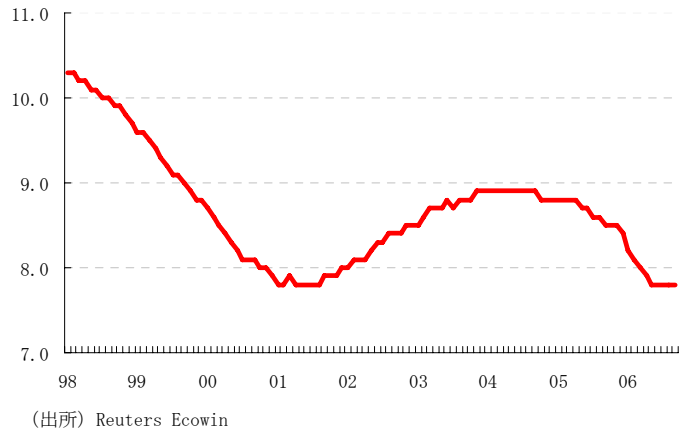
の低下が続いていたドイツでも 06 年春の I G メタル交渉の結果（3%の賃上げ）を受けてようやく物価上昇率程度の回復を見せ始めたようだ。回復の遅れていたユーロ圏の実質賃金もようやく改善し始めた（図表 7）。

雇用所得環境の改善を背景に、7-9 月期の小売売上高が前年比+1.9%（前期：同+1.6%）となるなど消費の緩やかな拡大は続いている（図表 8）。ワールドカップによる押し上げ要因剥落後も目立った反動は生じておらず、足元でむしろ伸びを高めていることから消費の基調は強いと判断できよう。

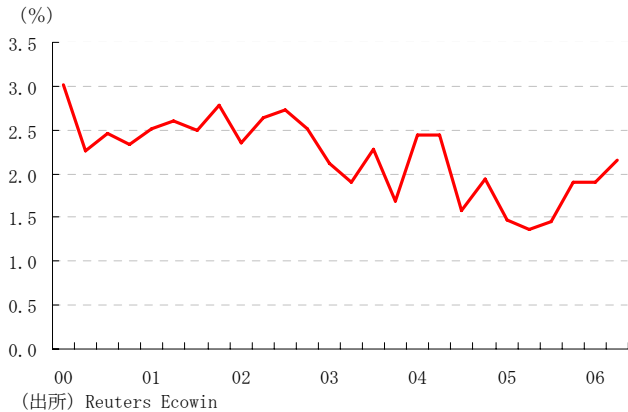
（図表 5）ユーロ圏 PMI（雇用）



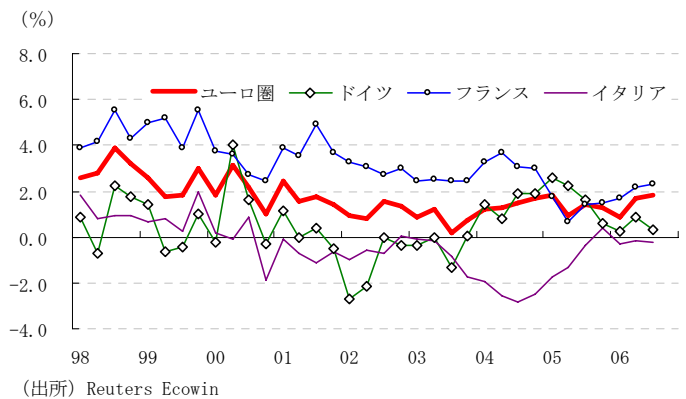
（図表 6）ユーロ圏失業率



（図表 7）ユーロ圏 1 人当たり雇用者報酬（前年比）



（図表 8）小売売上高の推移（前年比）



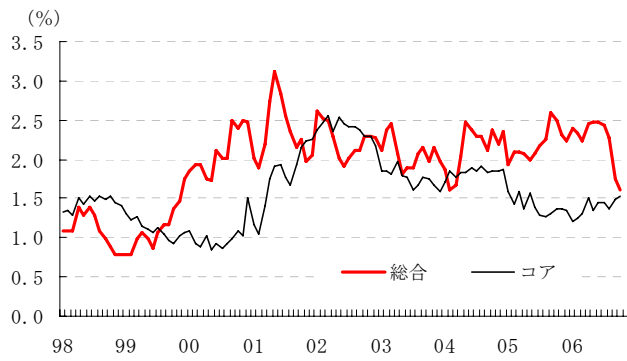
### ・物価、金融政策～物価安定も金利引き上げは継続～

原油価格低下を受けてエネルギー価格の伸びが鈍化したことを背景に、10 月の消費者物価は前年比+1.6%と、ECB が目標としている同+2.0%を下回った。さらに、10 月のコア指数（除く食品・エネルギー・アルコール・たばこ）をみると、同+1.5%と安定的に推移しており、現時点では ECB が懸念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 2 次的波及は強まっていない（図表 9）。

こうした中、ECB は 11 月 2 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 3.25%の金利水準に対して「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。また企業向け貸し出しの伸びが加速している（図表 10）ことが中長期的なインフレ圧力になるとし、物価の安定に対して「強い警戒 (strong vigilance)」という文言が使用された。この文言は利上げ前月に利上げのシグナルとして使用されており、事実上 12 月の利上げを示唆したと判断できる。

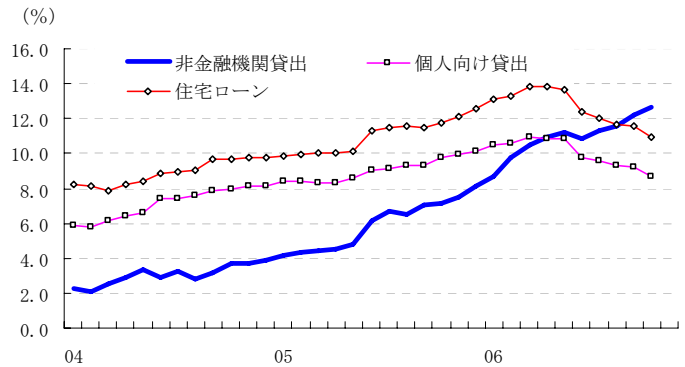
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表9) ユーロ圏消費者物価 (前年比)



(出所) Reuters Ecowin

(図表10) 非金融企業向け貸出しの推移 (前年比)



(出所) Reuters Ecowin

### ○見通し ~07年は減速するも、潜在成長率程度の成長は持続すると予想~

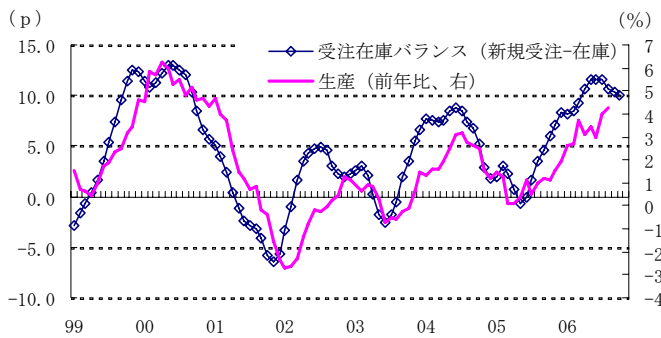
07年後半に海外需要が再拡大するまでのユーロ圏景気は外需の鈍化を消費など内需が下支えするという構図となりそうだ。前年比+2.5%と6年ぶりの高成長を遂げた06年からは減速するものの、07年には同+2.0%と潜在成長率を維持すると予想する。

### ・企業部門 ~07年後半には輸出主導で再拡大~

先行きを展望すると、年明け後は海外需要減速による輸出への影響の顕在化や付加価値税引き上げによるドイツ国内需要の減速を背景に生産活動の鈍化が予想される。まず、受注在庫バランスからは、現時点で調整圧力の高まりが見られず(図表11)、堅調なユーロ圏景気や原油価格低下などを背景に主要国の企業マインドが高水準である(図表12)ことを考慮すると、近い将来に急激に生産活動が悪化する可能性は低い。

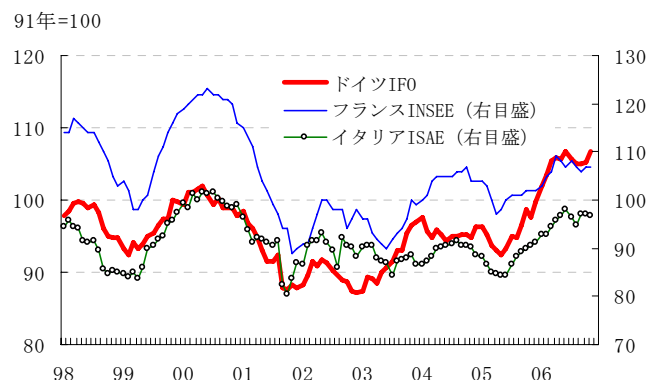
また米国経済がソフトランディングする可能性が高まっていることを考慮すれば、ユーロ圏生産活動の鈍化は限定的なものに留まるだろう。生産調整が限定的なものであれば、設備稼働率が高水準を維持すると考えられるため、先行きも設備投資は堅調に推移すると予想される。さらにドイツにおける増税の影響も軽微なものに留まり、ユーロ圏家計消費は先行きも緩やかな拡大が続くと見込まれる(詳細は後述)。こうした堅調なユーロ圏域内需要が生産活動を下支えするだろう。07年後半には米国など海外経済が再拡大する見通しであることから、輸出をけん引役にユーロ圏企業部門は再拡大すると予想する。

(図表11) ユーロ圏生産と在庫調整 (3ヶ月平均)



(出所) Reuters Ecowin

(図表12) 企業景況感



(出所) Reuters Ecowin

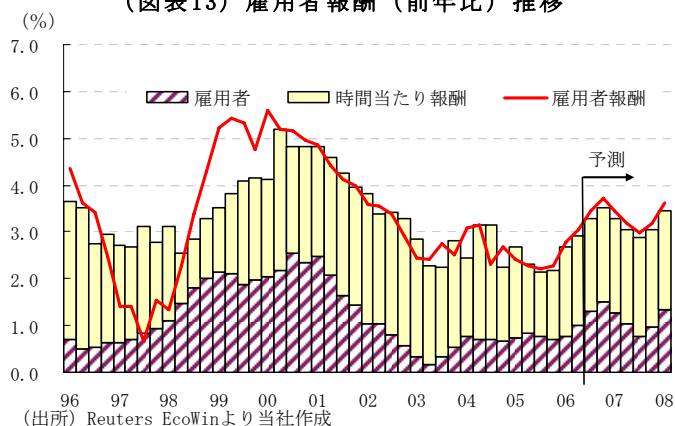
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## ・家計部門 ～雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費の緩やかな拡大は持続～

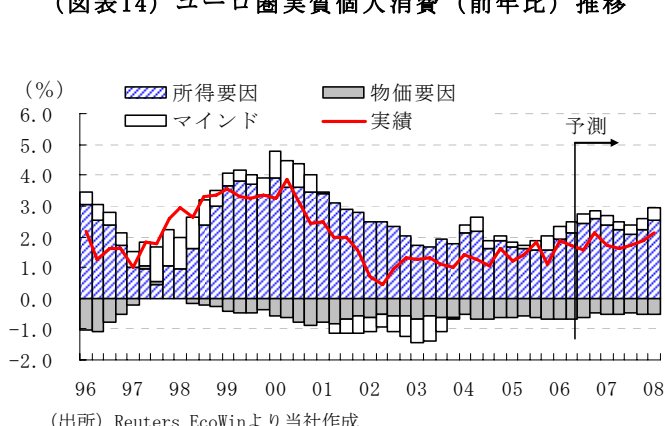
家計部門をみると、今後も雇用所得環境の改善を背景に、個人消費は緩やかな拡大基調が持続すると予想される。先行きも生産の減速が緩やかなものに留まると見込まれることから、これまでの景気拡大を受けた所得雇用環境の改善が途絶えることなく、雇用者報酬も緩やかながらも増加するだろう（図表 13）。また失業率がユーロ統合以来の最低水準まで低下するなど、雇用環境の緩やかな拡大を背景に持ち直しが続いている消費者マインドの改善傾向も持続すると考えられる。以上のような雇用所得環境およびマインドの改善に支えられ、今後も個人消費の緩やかな拡大が続くと予想する（図表 14）。

先行きのリスクとしては、07年1月から実施されるドイツの付加価値税引き上げ（16%→19%、食品などに適用される軽減税率は7%で据置）が挙げられる。ただし、増税分で実施される雇用促進や原油価格低下による事実上の可処分所得増加を考えると、影響は軽微なものとなる可能性が高い。

（図表13）雇用者報酬（前年比）推移



（図表14）ユーロ圏実質個人消費（前年比）推移



## ・物価・金融政策 ～07年も利上げ継続の公算が高い～

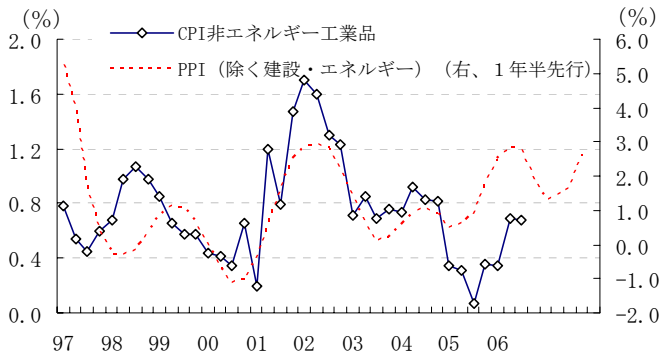
物価については、ドイツ増税（07年1月実施）といった特殊要因が07年の物価上昇率を0.3%ポイント程度押し上げる。一方で、原油価格による押し上げ効果が剥落することから、全体で見れば前年比+2.0%を下回る推移となるだろう。

コア指数について、財価格は過去のPPI価格波及による押し上げはいったんピークアウトしており（図表 15）、予測期間中は消費者物価指数を大幅に押し上げることはないと思込まれる。またサービス価格についても、グローバルな競争激化などを背景に今後も単位労働コストの伸びは限定的なものと思込まれることから、安定した推移が続くだろう（図表 16）。こうしたことから財価格、サービス価格ともに安定した推移が予想され、先行きもコア指数はドイツ増税の影響など僅かな上昇にとどまるものと思られる。以上を踏まえると、06年の消費者物価上昇率は前年比+2.1%とECBの目標を上回るものの、07年には同+1.8%と目標値近傍に収斂していくと予想する（図表 17）。

金融政策については、すでに示唆されている12月の利上げ後も利上げが継続され、07年末までに政策金利は4%に引き上げられると予想する。ECBは11月に発表された月報でテーラールールによる金利の中立水準を4%と試算しており、現状（3.25%）の金利水準について極めて緩やかであると認識しているものとみられる。従って、07年もユーロ圏経済が潜在成長率程度の堅調な成長を維持する限り、ECBは利上げによる緩やかな金融政策の修正を継続すると判断した。ただし、ユーロ圏の消費者物価が前年比+2%を下回って推移する可能性が低いこと、潜在成長率を大幅に超えた成長までは見込みにくいこと等を勘案すると、ECBは引き締めの利上げは行わないと考えられ、4%で様子見に転じるだろう（図表 18）。

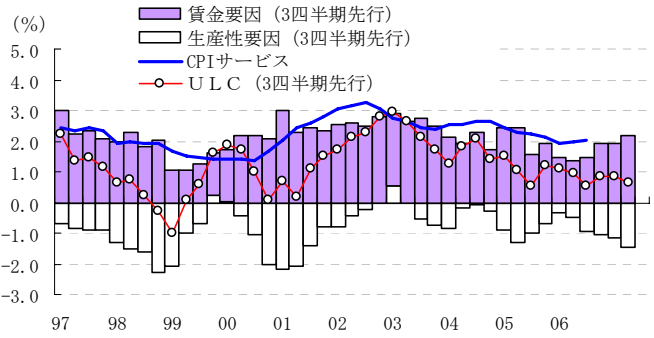
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表15) C P I非エネルギーと生産者物価の推移 (前年比)



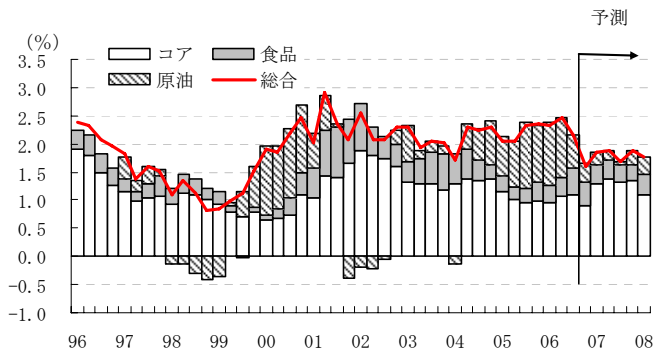
(出所) Reuters EcoWin

(図表16) U L Cの推移 (前年比)



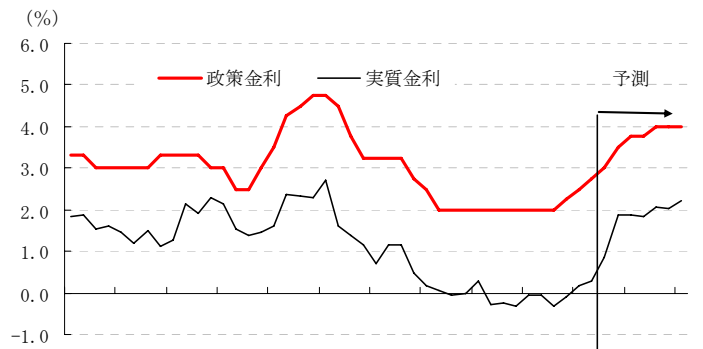
(出所) Reuters EcoWinより当社作成

(図表17) 消費者物価 (前年比) の推移



(出所) Reuters EcoWinより当社作成

(図表18) 政策金利の推移 (四半期平均)



(出所) Reuters EcoWinより当社作成

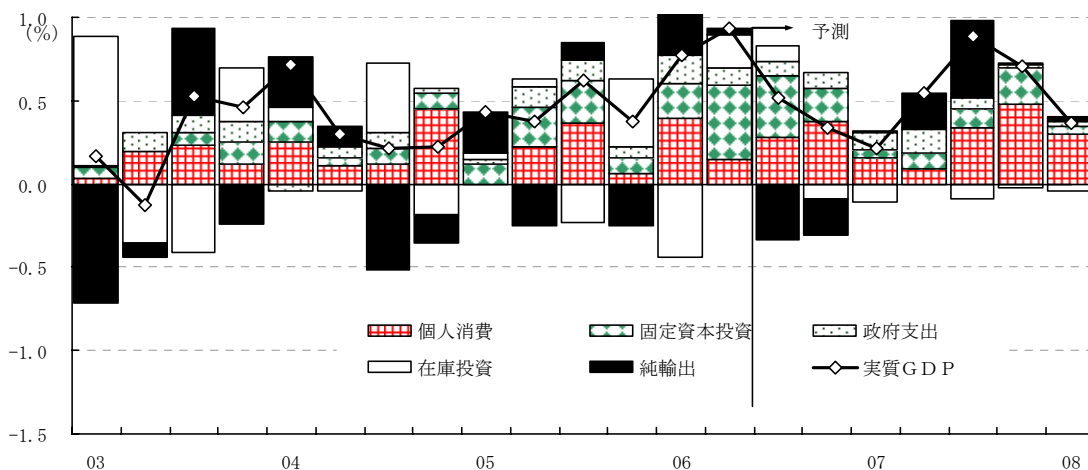
(図表19) ユーロ圏経済 (前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP	内需			在庫	外需	輸出		消費者物価
			個人消費	固定資本投資	政府支出			輸出	輸入	
2001	4.4	1.9	(1.2)	2.0	0.6	(▲ 0.5)	(0.7)	3.8	1.9	2.3
2002	3.5	0.9	(0.4)	0.9	-1.5	(▲ 0.2)	(0.5)	1.6	0.3	2.2
2003	2.9	0.8	(1.5)	1.2	1.1	(0.2)	(▲ 0.7)	1.1	3.1	2.1
2004	3.7	1.7	(1.5)	1.3	1.7	(0.2)	(0.2)	6.3	6.2	2.1
2005	3.4	1.5	(1.8)	1.4	2.8	(0.1)	(▲ 0.3)	4.5	5.5	2.2
2006	4.1	2.5	(2.5)	1.8	4.9	(▲ 0.1)	(0.0)	8.3	8.6	2.1
2007	3.5	2.0	(2.0)	1.7	3.1	(▲ 0.1)	(0.1)	5.3	5.4	1.8

(注) カッコ内は寄与度

(出所) Reuters EcoWinより当社作成

(図表20) ユーロ圏実質成長率 (前期比) の見通し



(出所) Reuters EcoWinより当社作成

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。