

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

- 生産活動は輸出の底堅い推移や設備投資など内需の拡大を背景に堅調さを持続している。2007年の景気減速が軽微なものとなる可能性が高まったことなどをを受けて、企業マインドも高水準での推移が続いている。
- 堅調な企業活動を背景に雇用・所得環境の緩やかな改善が続いている。これを受けて、個人消費も緩やかな拡大を維持している。
- 11月のユーロ圏消費者物価上昇率は、天然ガスの急騰を受けて前年比+1.8%と前月(同+1.6%)から小幅加速したものの、引き続きECBの目標値である前年比+2%を下回った。
- ECBは12月7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3.50%、限界貸出ファシリティ4.50%、預金ファシリティ2.50%)。ECBは利上げ後の金利水準について緩和的であるとの判断を示し、利上げ継続の可能性を示唆した。また物価の安定に対しては利上げ前々月のシグナルとして使用されてきた「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、2007年2月に利上げが実施されると予想する。今後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下、ECBの挙げる賃金やマネーサプライの高い伸びといった物価上昇懸念が続くため、利上げは継続され、2007年中に政策金利は少なくとも4%に引き上げられると予想する。

## ●企業部門

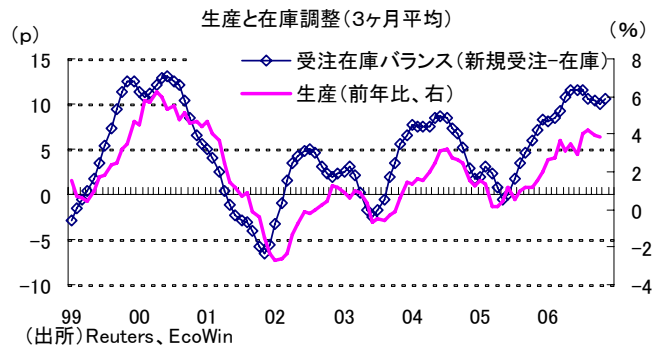
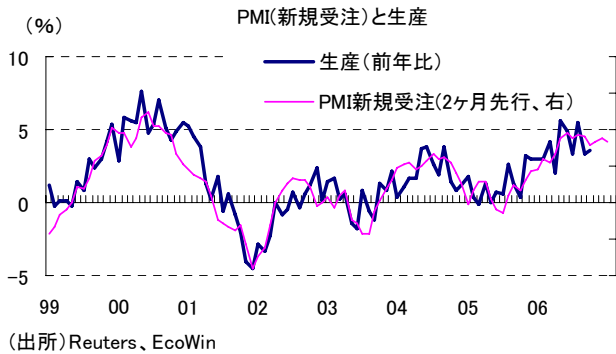
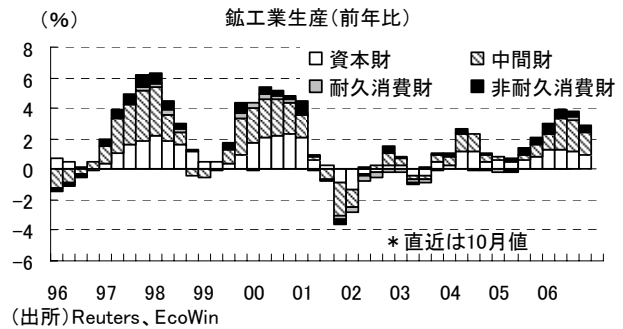
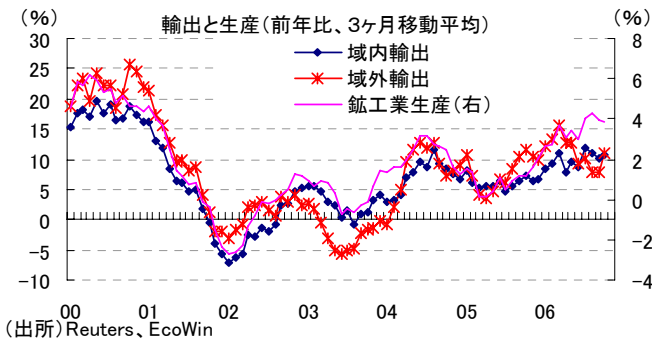
### <生産動向> ～域内外の底堅い需要を背景に堅調に推移～

生産活動は輸出の底堅い推移や設備投資など内需の拡大を背景に堅調に推移している。

10月の域外輸出(季調値)は前月比横ばいとなったものの、前月は6年ぶりの高い伸びとなったこと、前年比では5ヶ月ぶりの二桁増になったことなどを勘案すれば、海外需要は底堅い推移が続いていると判断される。内訳をみると、消費財が堅調に推移しており、年末商戦を前に消費の好調な英米向け輸出が強まったと考えられる。

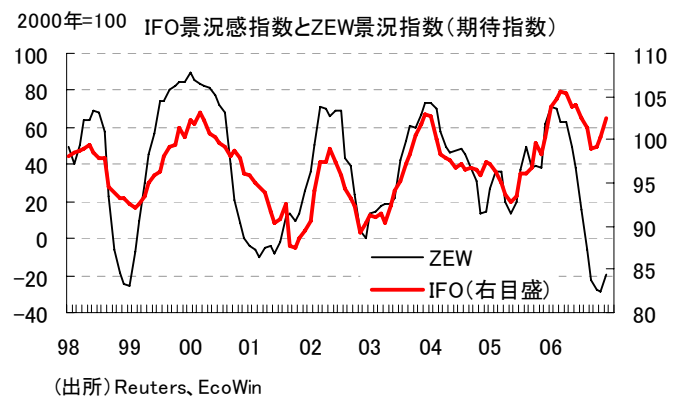
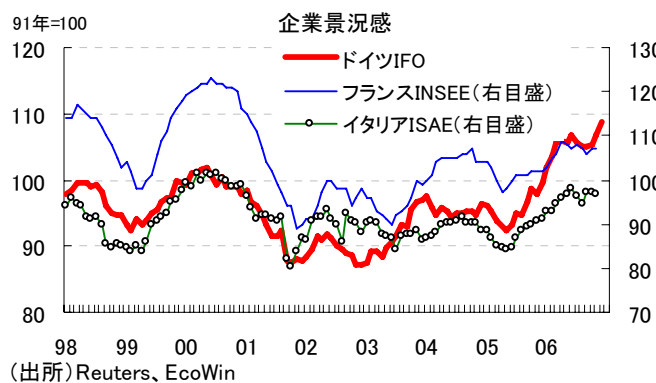
また域内需要を見ても、長期にわたる景気拡大にもかかわらず設備投資が抑制されてきたため、設備稼働率は上昇基調を辿っている。このため設備投資目的の民間企業向け貸出の拡大が続く(ECB調査)など、企業の設備投資意欲は強まっており、好調な資本財生産が生産活動を押し上げている。こうした域内外の需要に支えられ製造業PMI(新規受注)は底堅く推移している。10月の鉱工業生産(除く建設)は前月比▲0.1%と小幅低下したものの、生産に先行するPMIが底堅いことから生産活動は堅調さを維持していると判断できる。

先行きを展望すると、年明け以降のユーロ圏の生産活動はユーロ高や海外景気鈍化に伴う鈍化が予想される。ただし、域内需要が底堅いことや米国経済がソフトランディングに成功すると見られることなどから、鈍化は緩やかなものに留まるとみられる。また受注在庫バランスから見ても、在庫は積みあがっておらず、調整は軽微なものに留まるだろう。2007年後半には米国をはじめとする海外需要の拡大ペースの加速が見込まれ、輸出を牽引役に企業活動は再拡大が予想される。



### <企業景況感> ~企業マインドは高水準を維持~

ドイツでは雇用環境の改善や原油価格の低下に伴い、先行きの懸念材料であった付加価値税引き上げや米国景気減速の影響が軽微なものとなる可能性が高まったと判断され、12月のI f o景況感指数(期待指数)は3ヶ月連続で上昇した。付加価値税引き上げの影響を推し量るために注目されていた小売業の先行きに対する見方も6ヶ月振りに改善しており、付加価値税引き上げが個人消費に与える影響は、雇用環境の改善などを背景に短期的なものに留まるとの見方が広がっているようだ。さらに、金融機関のファンドマネージャーなどを対象としたZ E W景況感指数(期待指数)も▲19.0(前月差+9.5 p)とおおよそ1年ぶりに上昇に転じており、先行きに対する見方の悪化は一段落しつつあるとみられる。



### ●家計部門

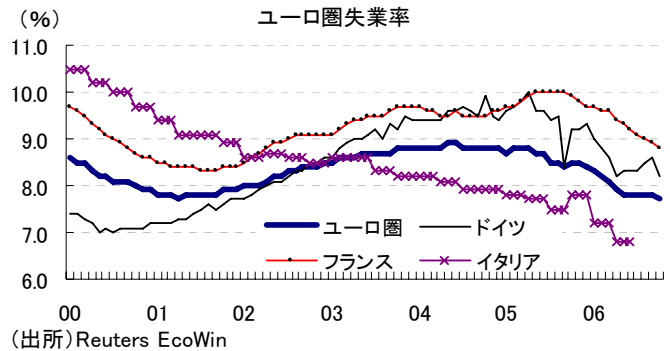
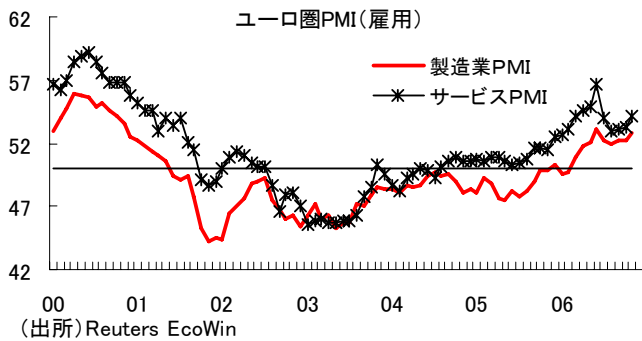
#### <雇用環境> ~改善傾向は持続~

堅調な企業活動を背景にユーロ圏雇用・所得環境の緩やかな改善は続いている。まず雇用者についてみると、引き続き雇用の拡大を牽引しているのはサービス業である。ただし、製造業でもリストラが一服しつつあることや生産活動が堅調な推移を続けていることを背景に人手不足感が出始めており、11月のユーロ圏PMI(雇用指数)は製造業が52.8(前月差+0.6 p)、サービス業も54.2(同+1.0 p)とそろって拡大を示した。過剰

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。

人員の整理が続いていたドイツ製造業でも雇用者数の前年差が▲0.6万人とほぼ前年水準を捉えるなど、およそ5年間続いた製造業雇用者数の減少にもようやく歯止めがかかる可能性が出てきた。失業率をみても、10月のユーロ圏失業率は7.7%（前月：7.8%）と5年半ぶりの低水準になっており、長期にわたる景気拡大を背景に雇用環境の緩やかな改善は続いている。先行きについても、企業部門に大幅な落ち込みが予想されない中、雇用環境の改善が続くだろう。

所得環境についても、ユーロ圏の足元の失業率は、賃金上昇を加速させないとされる失業率水準（7.8%：EU委員会算出）を下回り始めている。こうしたことから、賃金は緩やかな回復傾向を辿っていると考えられる。先行きを展望すると、引き続き失業率は低下基調が見込まれることや賃金動向に大きな影響を与えるIGメタルが強気の姿勢を示していることから、賃金の上昇ペースは2006年と比べると加速すると予想する。

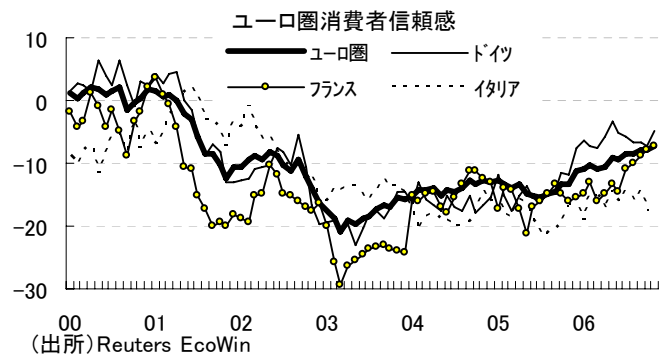
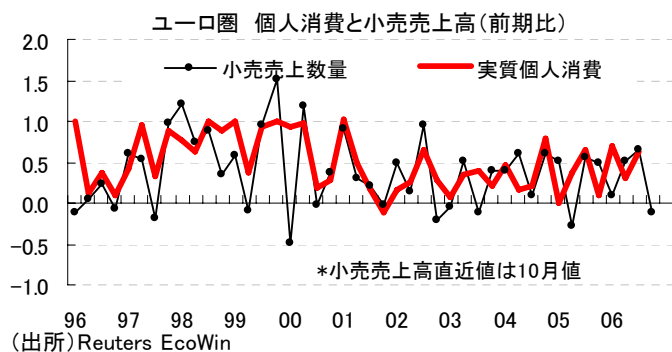


### <消費動向> ~緩やかな回復を持続~

ユーロ圏では夏の熱波の後も異常気象が続き、今冬は数百年ぶりの暖かさとも発表されており、冬物衣料販売が伸び悩んでいる。こうした逆風にもかかわらず、10月のユーロ圏小売売上高は前月比+0.2%と拡大するなど、雇用所得環境の改善を背景に個人消費の緩やかな回復は続いている。

年末にかけての個人消費は、異常気象による押し下げとドイツの駆け込み需要という特殊要因が拮抗し、方向性の読みにくいものとなるだろう。ただし雇用環境の改善を受けて11月のユーロ圏消費者信頼感が▲7.2（前月差+0.6p）となるなどマインドの改善が続いていることや、前述の通り先行きも雇用・所得環境は改善が見込まれることから今後も個人消費の緩やかな回復基調は続くと考えられる。

注目されるドイツの駆け込み需要は11月の新規乗用車登録が前年比+18.5%（前月同+1.4%）と大幅に加速するなど、顕在化してきた。またドイツでは数十年続いていた小売業の営業時間規制が緩和されたため、平日の夜間なども営業する店舗が足元で増加しつつあることも、消費を後押しすると考えられる。年明けには駆け込み需要の反動が予想されるが、雇用環境の改善やそれに伴う消費者マインドの改善、消費機会の拡大などにも支えられ、反動は短期的なものに留まり、基調としてはドイツの個人消費も堅調な推移が続くと予想する。



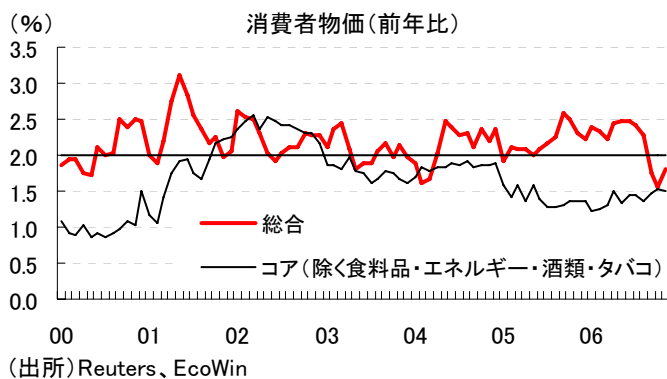
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## ●物価・マネーサプライ動向

### ＜物価＞ ～前年比+2%を下回る推移が続く～

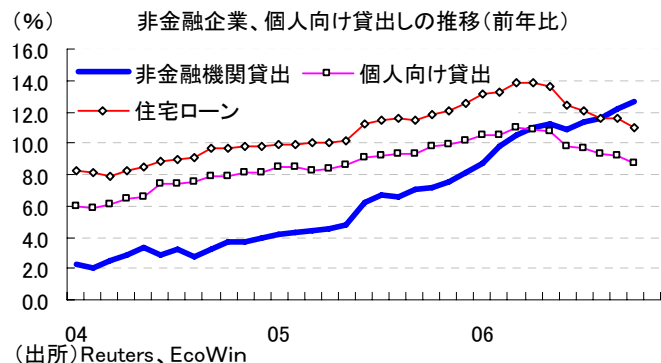
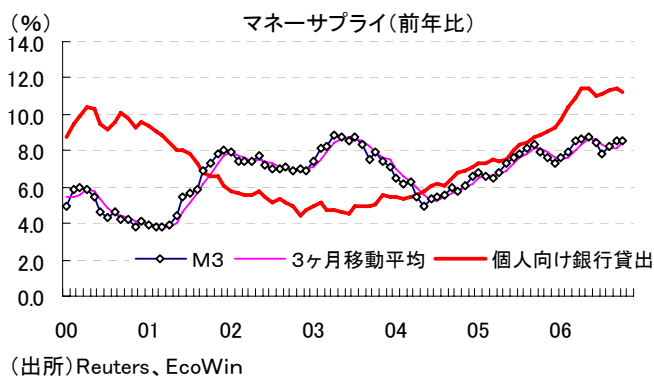
11月のユーロ圏消費者物価上昇率は、前年比+1.8%と前月（同+1.6%）から小幅加速するも、引き続きECBの目標値である前年比+2%を下回った。11月の加速の背景には天然ガスの急騰に伴うエネルギー価格の上昇が挙げられる。ただし、足元では天然ガスは低下に転じていることやユーロ高に伴い原油などの輸入価格は低下が続いていることから、12月の消費者物価上昇率がさらに加速するということは考えにくい。

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ものの、年明けにはドイツ付加価値税引き上げの影響で消費者物価が0.3%p程度押し上げられるとみられる。しかし、前述の通りユーロ建ての原油価格は低下が続いており、原油による押し上げ剥落が付加価値税による押し上げを相殺し、消費者物価上昇率はECBが目標とする前年比+2%を下回る程度での推移が続くと予想する。



### ＜マネーサプライ＞ ～ECBの懸念する企業向け貸し出しは加速が続く～

10月のマネーサプライ(M3)は前年比+8.5%と前月横ばい、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は同+11.4%(9月同+11.2%)と小幅加速した。民間部門向け銀行貸し出しの内訳をみると、住宅ローンなど家計向け貸出は鈍化が続いているものの、ECBが声明文で特に懸念を示している非金融機関向け貸出は引き続き加速した。ECBの調査によると、非金融機関向け貸出の加速を牽引しているのは、設備投資を目的とする企業貸出と推測される。堅調な生産活動や循環的要因を背景に企業の設備投資需要は強まっており、非金融機関向け貸出は当面高い伸びが続くと予想される。

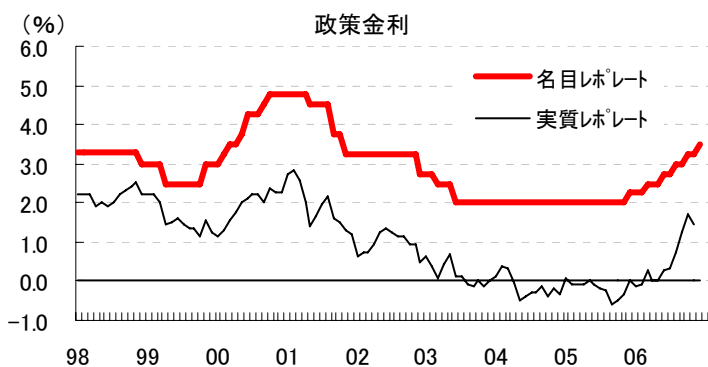


●金融政策 ～2007年利上げ継続の公算大～

ECBは12月7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3.50%、限界貸出ファシリティ4.50%、預金ファシリティ2.50%）。注目される2007年の金融政策について、ECBは利上げ後の金利水準について「緩和的である」との判断を示し、利上げ継続の可能性を示唆した。ただし、前月まで使われてきた「我々の見通しが正しければ、さらなる金融緩和の解除が正当化される」とのコメントはなく、政策金利は中立的な水準に近づきつつあると判断できる。そのため今後の利上げは従来よりも慎重なものとなりそうだ。また物価の安定に対しては利上げ前々月のシグナルとして使用されてきた「非常に注意深く監視する（monitor very closely）」という文言を使用した。さらに2007年の賃金動向に大きな影響を与えるドイツIGメタルが強気の要求を挙げていることを、ECBは物価上昇リスクとして懸念しており、この賃金交渉が本格化する前に利上げを実施する可能性が高い。こうしたことから、緩和的な金利水準や堅調な景気動向を背景に2007年2月に利上げを実施すると予想する。

ECBが3ヶ月ごとに発表する物価・景気見通しでは、原油価格の見通しが引き下げられ、その波及効果も考慮されたことに伴い、経済成長率が上方修正、消費者物価上昇率が下方修正された。この結果、2007年の見通しは経済成長率が+2.2%、消費者物価上昇率が+2.0%、2008年は同+2.3%、同+1.9%となっている。物価見通しについては上振れリスクがあるとし、要因として賃金上昇率の加速、マネーサプライの高止まり、原油価格の再騰などを挙げた。中でも、賃金とマネーサプライに特に強い懸念を示した。

2007年のユーロ圏経済をみると、年前半は海外需要の減速やユーロ高による企業部門の鈍化や、ドイツ付加価値税引き上げに伴う駆け込み需要の反動を背景に一旦成長は鈍化するだろう。しかし年後半には、海外需要や消費の再拡大を背景に、ユーロ圏景気も再度潜在成長率を超える成長へ加速すると見込まれる。このため労働市場にも逼迫感が生じ、賃金上昇懸念は再度高まると予想される。また企業の設備投資需要も大幅な減速は想定できず、非金融機関向け貸出は高い水準での推移が続くだろう。こうしたことから、ECBは2007年中に政策金利を4.00～4.25%まで引き上げると予想する。



(出所) Reuters、EcoWin

ECB景気見通し (%)

		06年	07年	08年
HICP	12月見通し(今回)	2.1-2.3	1.5-2.5	1.3-2.5
	9月見通し(前回)	2.3-2.5	1.9-2.9	-
GDP	12月見通し(今回)	2.5-2.9	1.7-2.7	1.8-2.8
	9月見通し(前回)	2.2-2.8	1.6-2.6	-

(出所) ECB

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。