



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が続いている。
- 12月のユーロ圏消費者物価上昇率は、前年比+1.9と前月から伸びは横ばいとなり、引き続きECBの目標値である前年比+2%を下回った。
- ECBは1月11日の政策決定理事会で政策金利を据え置いた。声明文では、金利水準について「緩和的である」との判断を示し、利上げ継続を示唆した。また「市場の(3月利上げ)予想を変更するつもりはない」と答えた。こうしたことから、次回利上げは当初予想していた2月ではなく、3月8日の政策決定理事会にて25bpの利上げを実施すると予想する。2007年のユーロ圏経済をみると、年前半は海外需要の減速など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。このため賃金上昇懸念の高まりなどを懸念した利上げが今後も継続され、2007年中に政策金利は4.00～4.25%まで引き上げられると予想する。

●企業部門

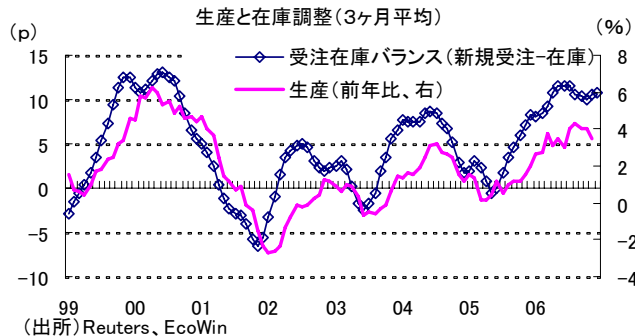
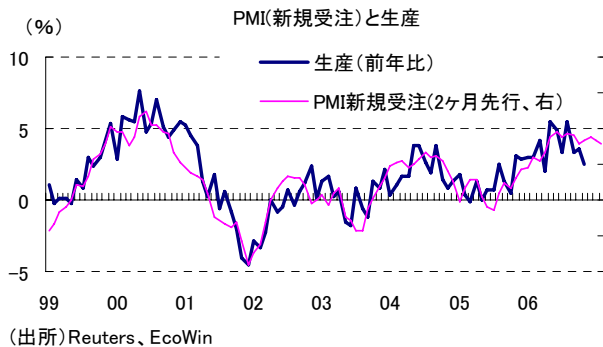
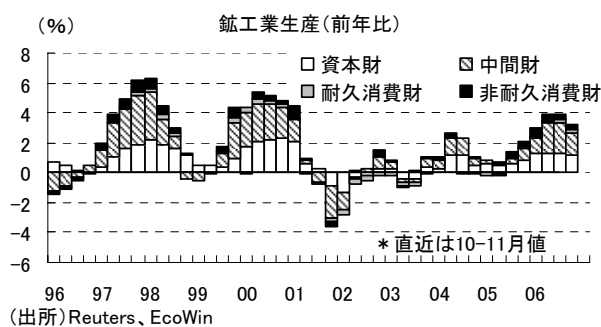
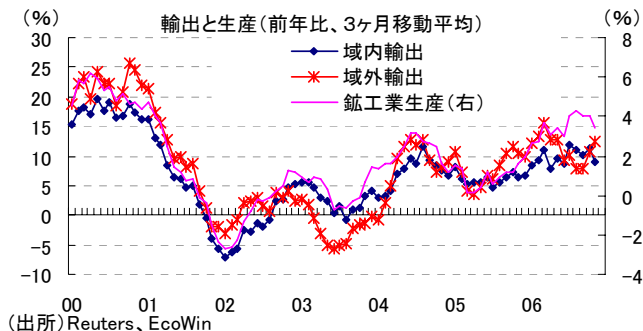
<生産動向> ～域内外の底堅い需要を背景に堅調に推移～

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。

11月の域外輸出(季調値)は前月比+1.7%と拡大、前年比でも3ヶ月連続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、年末商戦に向けて消費の好調な英米向け輸出が引き続き強かったと考えられる。

また域内需要を見ても、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。さらにドイツでは国内向け製造業受注(消費財)が好調に推移するなど、年末商戦や駆け込み需要を見込んだ消費財生産も堅調に推移している。こうした域内外の需要に支えられ11月の鉱工業生産(除く建設)は前月比+0.2%と小幅上昇した。先行する製造業PMI(新規受注)も底堅く推移しており、12月の生産活動も堅調な推移が見込まれる。

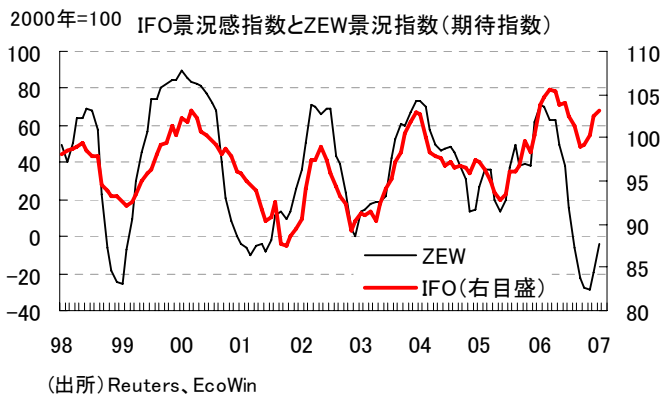
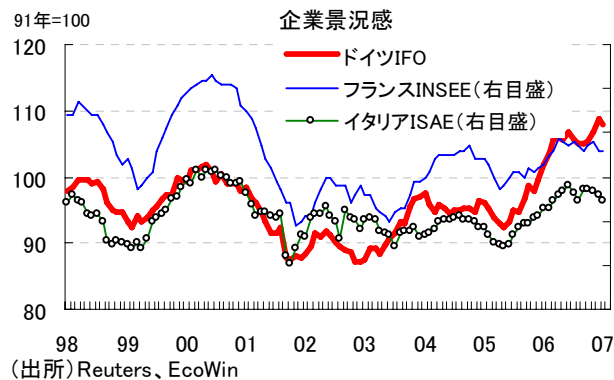
先行きを展望すると、ユーロ圏の生産活動はユーロ高や海外景気鈍化に伴う鈍化が予想される。ただし、域内需要が底堅いことや米国経済がソフトランディングに成功すると見られることなどから、鈍化は緩やかなものに留まるとみられる。また後述の通りドイツ駆け込み需要は予想されたほど強くなかった可能性が高くこれに向けた消費財は在庫が積みあがったと考えられるが、昨年12月までの在庫が低水準であることから、調整は軽微なものに留まるだろう。年後半には米国をはじめとする海外需要の拡大ペースの加速が見込まれ、輸出を牽引役に企業活動は再拡大が予想される。



<企業景況感> ~企業マインドは高水準を維持~

ドイツでは懸念材料であった付加価値税引き上げが実施され、1月のI f o景況感指数は現状判断が小幅低下したものの、先行きに対する見通しは改善が続いている。この背景には雇用環境の改善やエネルギー価格の低下による実質的な可処分所得増加に伴い付加価値税引き上げが消費に深刻なダメージを与える可能性が低下したことに加え、米国景気減速が軽微なものに留まる可能性が高まったとの判断が企業に広がったことが挙げられる。付加価値税引き上げ後もこの楽観的な見通しは変わらず、小売業の先行きに対する見方も大幅に改善した。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)も大幅に改善しており、先行きに対する見方は楽観的になっている。

その他主要国の企業景況感でも、1月のフランスI N S E Eは前月横ばい、指標が強弱入り混じっているイタリアI S A Eも現況判断は小幅低下も先行きに対する見方が強まった。



●家計部門

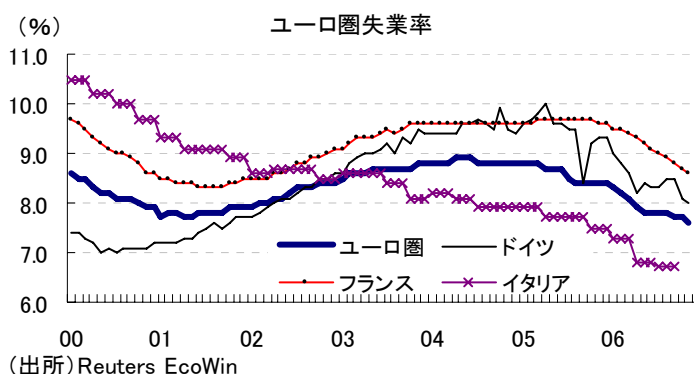
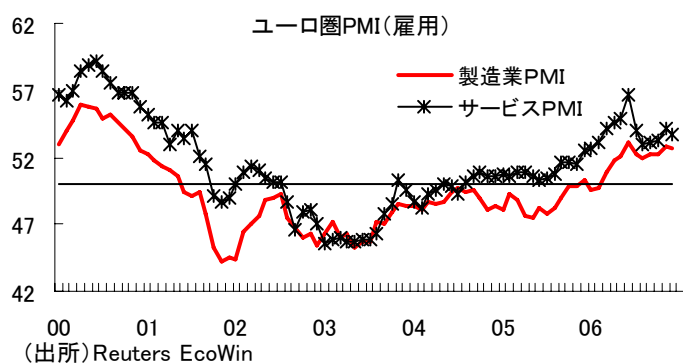
<雇用環境> ~改善傾向は持続~

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、12月のユーロ圏PMI(雇用指数)は製造業が52.7(前月差▲0.1p)、サービス業も53.7(同▲0.5p)と大幅に拡大した前月からは低下したものの、人手不足を示している(50超が人手不足)。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が、製造業でもリストラが進んだことや生産活動が堅調な推移を続けて

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。

いることを背景に人手不足感が続いている。過剰人員の整理が続いていたドイツ製造業でも雇用者数が 10、11 月連月で前年より増加するなど、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りつつある。失業率をみても、11 月のユーロ圏失業率は 7.6%（前月：7.7%）と過去最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。ただし国際的な価格競争が激化しているため、賃金は緩やかな回復に留まっている。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 I G 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ものの、国際的な価格競争を背景に加速ペースは小幅に留まると予想する。



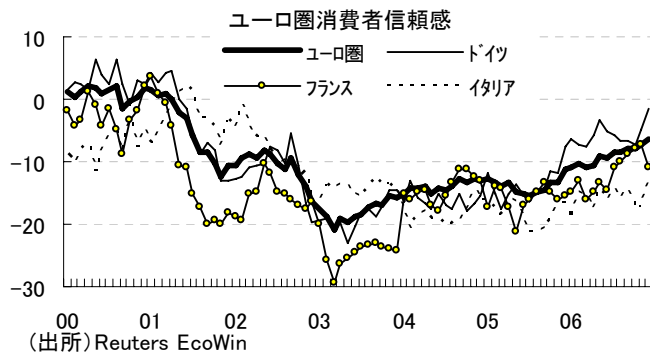
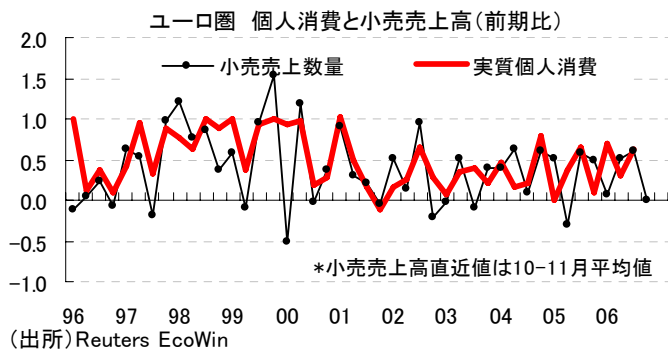
<消費動向> ～緩やかな回復を持続～

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るなど、暖冬を背景に冬物衣料販売が伸び悩んでいる（年明け1月もドイツは大雪に見舞われるも、その他は暖冬が続いている）。こうした逆風にもかかわらず、11月のユーロ圏小売売上高は前月比+0.3%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。12月の年末商戦については、駆け込み需要が予想されたドイツについては後述の通り予想されたほどの強さはなかったようだ。しかし、フランスの12月家計工業品支出は前月比+1.3%と大幅に拡大しており、フランスの消費の強さが改めて確認される結果となった。ユーロ圏全体でみれば堅調な推移となったようだ。

注目されるドイツの駆け込み需要について12月分の小売売上高は未発表であるが、その他の統計は強弱入り混じっている。たとえば新規乗車登録は11月に引き続き12月も2桁の伸びを示したものの、2006年GDP成長率（未季調）で見ると10-12月期の個人消費は前期から加速した気配はない。年明けの反動減についても、I f o（小売業）では現状判断は小幅悪化に留まり、先行きに対する見方は改善が続いている。昨年はドイツでサッカーワールドカップが開催されたため、テレビなど耐久消費財の一部が前倒しで購入され、12月単月で見れば過去の付加価値税引き上げ時に比べて駆け込み需要はそれほど大きなものにならなかった可能性が高いと考える。その結果、年明け以降についてもI f oが小幅低下に留まるなど、深刻な反動減は起きていないようだ。また一部企業が付加価値税増税分の値上げを見送ったことに加え、1月が冬物衣料のバーゲンシーズンであること、食料など基礎的消費にかかる税率は据え置きであることなどから、1月の消費は底堅いものとなった可能性が高い。

先行きのユーロ圏個人消費は、雇用・所得環境は改善持続が見込まれことに加えて、ドイツの反動減も軽微なものに留まる公算が大きいことから緩やかな回復基調は続くと考えられる。

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。

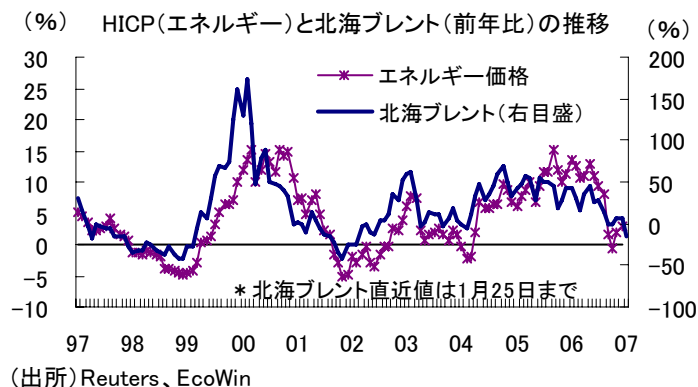
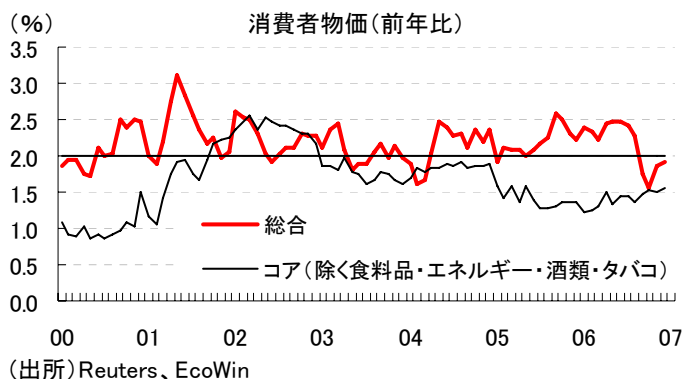


●物価・マネーサプライ動向

<物価> ~前年比+2%を下回る推移が続く~

12月のユーロ圏消費者物価上昇率は前年比+1.9%と前月から伸びは横ばいとなり、引き続きECBの目標値である前年比+2%を下回った。内訳を見ると、12月の原油価格が前年比で+7.2%と前月(同+5.3%)と小幅加速した影響でエネルギー価格が上昇したものの、これまで押し上げてきた生鮮食品が暖冬の影響で伸びを鈍化させたことがこれを打ち消した模様だ。

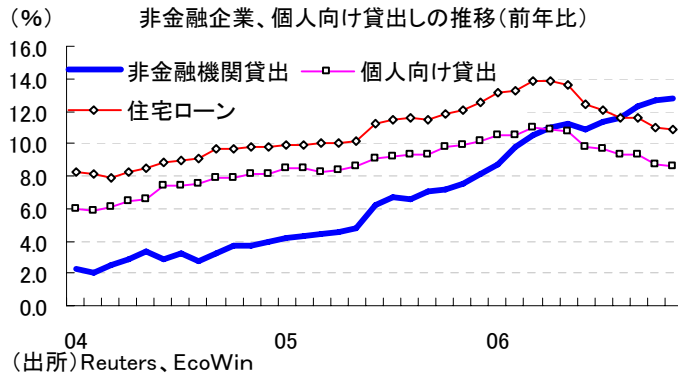
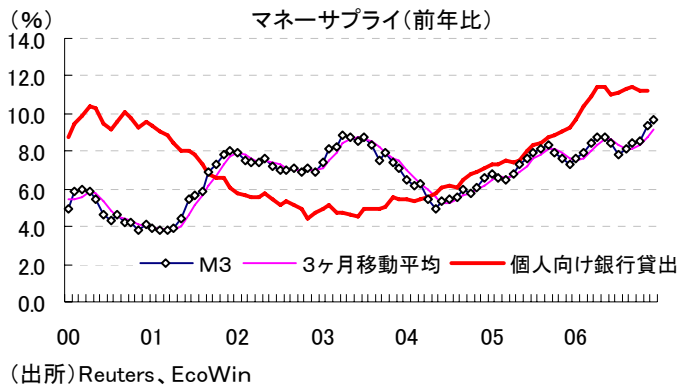
先行きをみると、ECBがインフレリスクとして挙げる過去の原油価格高騰を起因とする価格転嫁や二次的影響としての賃金上昇を通じたインフレ圧力は確認されていないものの、1月以降の消費者物価はドイツ付加価値税引き上げの影響で押し上げられるとみられる。ただし、当初0.3%p程度と見ていた押し上げ効果は、個人消費の抑制を懸念して一部のドイツ企業が増税分の値上げを見送っていることなどから、もう少し軽微なものとなりそうだ。一方、ユーロ建ての原油価格は低下が続いており、原油による押し上げ剥落が付加価値税による押し上げを相殺し、消費者物価上昇率はECBが目標とする前年比+2%程度での推移が続くと予想する。



<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~

12月のマネーサプライ(M3)は前年比+9.7%と前月(同+9.3%)から伸びが加速した。一方、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+11.2%(前月同+11.3%)と小幅鈍化したものの、高止まりしている。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ている。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。

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。



●金融政策 ～2007 年も利上げ継続の公算大～

ECBは1月11日の政策決定理事会で政策金利を据え置いた(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、金利水準については、「緩やかなものである」との判断を示し、利上げ継続を示唆した。物価の先行きについては、昨年12月と変わらず「非常に注意深く監視する(monitor very closely)」とし、その背景として質疑応答で「経済、金融環境は12月から大きく変化していない」との判断を示した。また「市場の(3月利上げ)予想を変更するつもりはない」、「(利上げの時期などについて)事前に約束はしないが、可能性が高いことについては予言する」と答えた。こうしたことから、次回利上げは当初予想していた2月ではなく、3月8日の政策決定理事会にて25bpの利上げを実施すると予想する。

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輸出の鈍化を背景に一旦成長は鈍化するだろう。しかし年後半には、海外需要の再拡大などを背景に、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。

