



EURO Indicators

定例経済指標レポート

Euro Weekly (4/9~4/13)

発表日：2007年4月16日（月）

～ECBの次回利上げは6月の公算が大きい～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 柵山 順子 (03-5221-4548)

○先週の振り返り

発表日	指標、イベントなど	結果	コンセンサス	前回
4/9 (月)				
4/10 (火)	(独) 2月輸出 (季調値、前月比) (仏) 2月鉱工業生産 (前月比)	+1.9% +1.1%	+1.1% +0.6%	0.0% ▲0.2%
4/11 (水)				
4/12 (木)	(欧) 10-12月期実質GDP成長率 (改定値、前期比) (欧) ECB理事会	+0.9% 3.75%	+0.9% 3.75%	+0.9% 3.75%
4/13 (金)	(仏) 3月消費者物価 (EU基準、前年比) (欧) 2月鉱工業生産 (前月比)	+1.3% +0.6%	+1.2% +0.4%	+1.2% ▲0.5%

～ユーロ圏～

先週は主に生産関連の統計が多く発表された。ユーロ圏、フランスの鉱工業生産、ドイツの貿易統計ともに、ユーロ圏経済が域内外の底堅い需要に支えられ、堅調に推移しているとの見方を支持するものであった。また、10-12月期実質GDP成長率の改定値が発表された。改訂内容としては、設備投資が上方修正、個人消費が下方修正、そして過去の数字が上方修正された。昨年の高成長を支えたものが輸出や設備投資といった企業部門であったことをより印象付ける改訂であった。

12日に開催されたECB理事会では市場予想通りに政策金利は3.75%で据え置かれた。質疑応答でトリシェ総裁は、「6月という市場予想を変更させるような発言はしていない」としたため、6月利上げの公算が大きくなった。今後の注目は、6月利上げ以降のECBの姿勢となるが、中立金利と考えられる4%に達することから、インフレ警戒姿勢を完全には崩さないまでも、様子見に転じると予想する。

今週はドイツZEW景況感指数が発表されるが、ドイツ経済の好調を裏付けるものとなるだろう。

～イギリス～

先週は重要な指標は発表されなかった。イギリス小売店協会のサーベイでは、引き続き消費は好調を維持していることが示された。足元まで、消費の好調が景気を牽引している姿に変わりはないと予想される。

今週は、4月4、5日に開催された金融政策決定会合の議事録が発表される。金融市場の混乱で利上げ姿勢が弱まった前月から一転、金融市場の落ち着きを背景に、景気の堅調さや物価上昇率の高止まりを懸念した利上げ姿勢の強まりが確認できると予想される。

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。

		足もと	年後半	
ユーロ圏	景気	→	↗	内需が底堅さを持続。年後半には米国経済の再加速を背景に輸出の拡大ペースは加速する見込み。
	企業	→	↗	内外需の底堅さに支えられ堅調に推移。輸出の再加速が見込まれる年後半には拡大ペース加速。
	家計	→	↗	雇用所得環境の改善に伴い拡大基調。ドイツVAT引き上げの影響も短期的なものとなり、年後半にはドイツの回復で緩やかな拡大が見込まれる。
	物価	↘	↗	昨年の原油価格高騰の影響で前半は伸び鈍化するも、年後半にはその押し下げも薄れ伸び率は再加速する公算が大きい。
イギリス	景気	→	→	消費拡大やそれに伴い好調なサービス業の設備投資増加を背景に安定的な景気拡大が持続。
	企業	→	→	消費拡大に伴いウエートの高いサービス業は好調。製造業もユーロ圏経済の堅調さに支えられ底堅い推移が続いている。
	家計	→	→	良好な雇用環境や住宅価格の上昇を背景に消費は拡大。年後半には住宅価格の伸び鈍化するも雇用環境の更なる改善が見込まれ、拡大ペース持続と予想。
	物価	↗	↘	消費好調を背景に財価格などの上昇が続くと見込まれる。しかし、年後半には昨年のエネルギー価格高騰の影響で伸びは鈍化する見込み。

(注) 矢印の方向は、当該時点でのモメンタム（景気の前年比での勢いが前期より高まる場合は↗、減速する場合は↘）を示す。

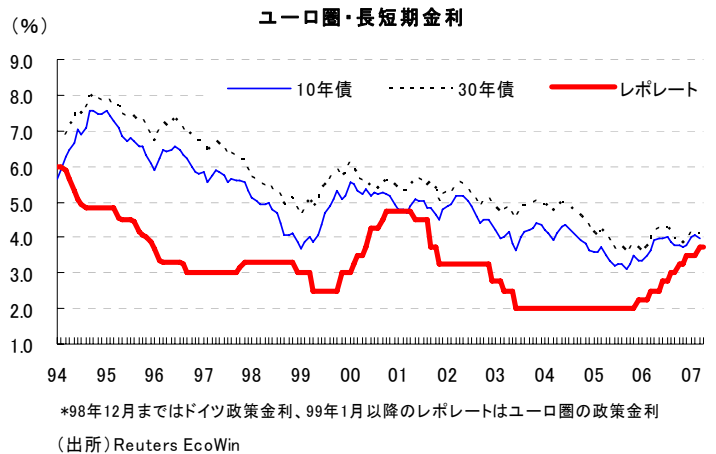
○ECB理事会～利上げ姿勢を持続～

ECBは4月12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3.75%、限界貸出ファシリティ4.75%、預金ファシリティ2.75%）。金利水準については、「適度である（moderate）」としながらも「緩和的なサイドにある」としており、政策金利が中立水準に近づきつつあるものの、利上げは継続する姿勢を示した。物価の先行きについては、「非常に注意深く監視する（very closely monitoring）」とした。さらに、質疑応答では「市場の期待している6月利上げを変更させるような発言はしていない」とした。こうしたことから、来月の政策決定会合では、利上げ前月にシグナルとして使用されてきた「非常に強く監視する（strong vigilance）」を使用し、6月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。

景気や物価に対する見方には大きく変化はなかった。景気については、外需に緩やかな鈍化が見られるものの堅調であり、内需も力強いとした。物価についても、当面は昨年エネルギー価格が高騰したことのベース効果で前年比の伸びは鈍化するものの、年末には伸び率は加速するとした。

先行きを展望すると、ドイツは新興国の旺盛な設備投資需要に、またフランスも消費税減税に支えられ、それぞれの強みを生かした経済成長が続くと予想される。ただし、アメリカ経済の先行き不透明感が高まる中で、市場ではFRBの利下げ観測も強まっている。その結果、ユーロ高が進んでおり、輸出産業などからはECB利上げに対する反対の声も多く出ている。一方、物価については当面ECBの目標圏内の伸びに収まることが見込まれる。こうしたことから、6月に政策金利を中立金利と予想される4%に引き上げた後は、これまでの利上げやユーロ高が景気に与える影響を見るために、ECBは様子見の姿勢をとるだろう。その後の利上げはアメリカ経済の再加速が確認される年末頃になると予想する。

（議事録の詳細は最終ページ）

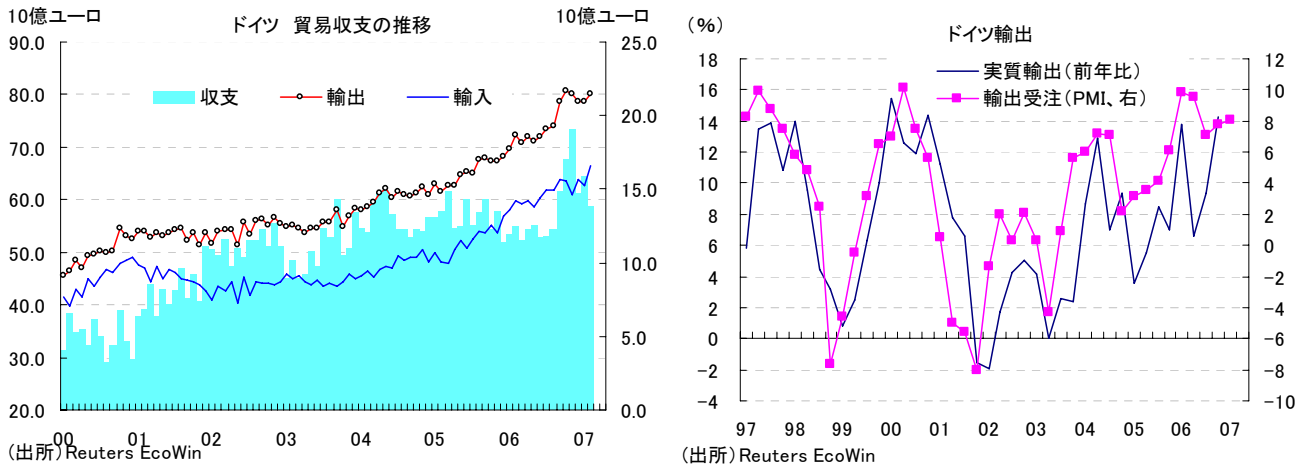


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

○ドイツ2月貿易統計～輸出は4ヶ月ぶりの前月比プラス～

2月は輸出が前月比+1.9%と4ヶ月ぶりのプラスとなった。一方、輸入も同+5.6%と大幅に拡大した結果、貿易収支は+142億ユーロと前月（+162億ユーロ）から黒字幅が縮小した。地域別に輸出の伸びをみると、EU27以外向けの伸びが前年比+4.4%とさえない中、ユーロ圏向けが同+12.8%、その他EU向けが同+18.6%と高い伸びを示しており、域内の需要が輸出を牽引したようだ。

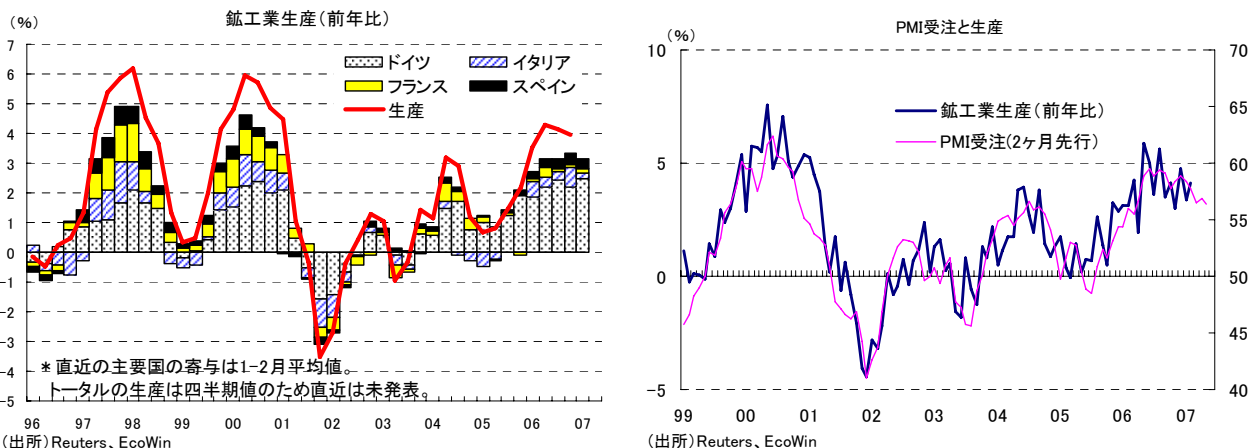
雇用所得環境の改善に伴う域内需要の拡大や中国、インドなど新興国の資本財需要の拡大を背景に、ドイツ製造業輸出は米国経済の鈍化にもかかわらず堅調な推移が続いている。すでに3月分が発表されているPMI輸出受注、IFO製造業輸出見通しなどで見ても、前期ほどではないものの、1-3月期もドイツ輸出は堅調な伸びとなった模様である。



○ユーロ圏2月鉱工業生産～域内外の底堅い需要に支えられ、堅調に推移～

ユーロ圏の2月鉱工業生産は前月比+0.6%、前年比+4.1%と前月から伸びが拡大した。主要国別に見ると、フランスの2月鉱工業生産は、年明け以降の家計消費拡大に伴い、消費財生産や自動車生産が大幅に拡大したことを受けて、前月比+1.1%と前月（同▲0.2%）から伸びが拡大した。ユーロ高や自動車生産の不調により、鈍化が続いているイタリアも同▲0.5%と前月（同▲1.4%）から低下幅が縮小した。先日発表されたドイツも前月比+0.9%と前月（同+0.7%）から伸びが拡大しており、ユーロ高や米国経済鈍化にも関わらず、ユーロ圏の生産活動は広い範囲で底堅く推移しているといえるだろう。

昨年以降、ドイツの目覚ましい拡大に牽引され、ユーロ圏鉱工業生産は好調に推移している。鉱工業生産に先行するPMI製造業の新規受注を見ると、ユーロ高や米国経済鈍化などにより今後は拡大ペースが緩やかに鈍化すると見込まれる。ただし、けん引役のドイツでは国内外で資本財に対する需要が強いこと、フランスの消費が年明け以降、拡大ペースを加速させており消費財需要が強いこと、年後半にはアメリカ経済の再加速が見込まれることを考えると、ユーロ圏生産活動の鈍化は緩やかで短期的なものに留まり、年後半には再加速する公算が大きい。

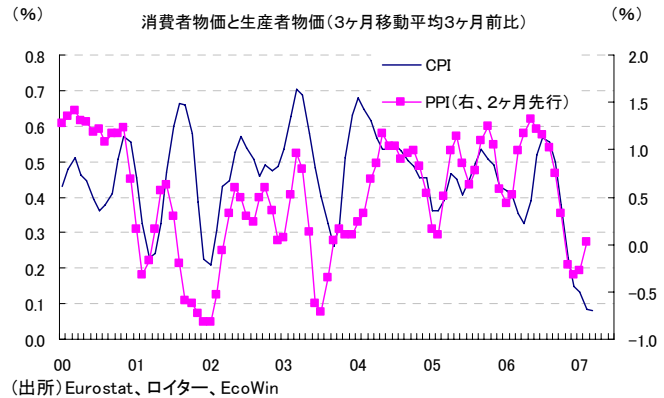
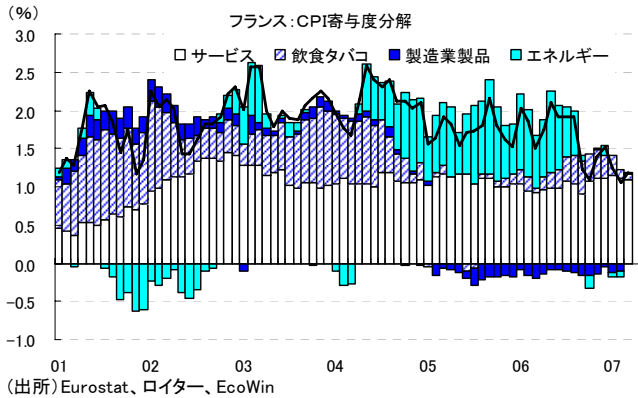


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

○フランス3月消費者物価～エネルギー、食品価格が低下～

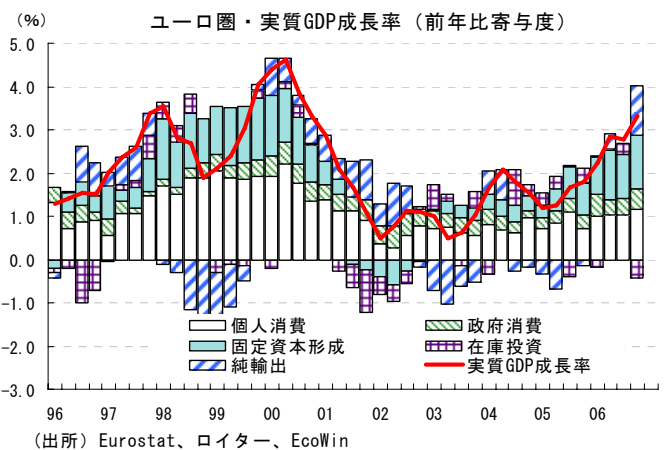
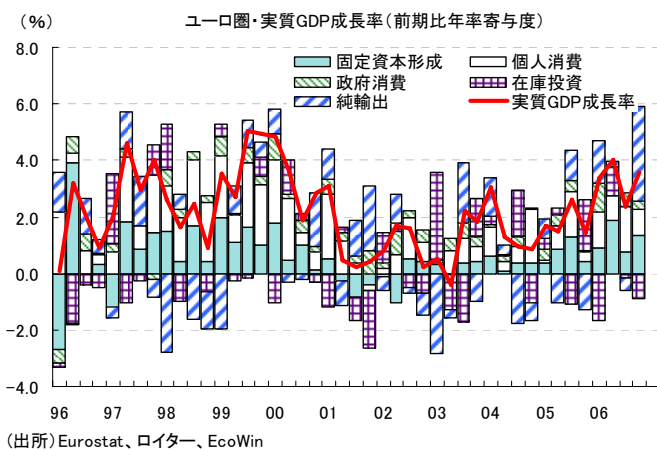
フランスの3月消費者物価（EU基準）は前年比+1.2%と前月から伸びは変わらなかった。詳細な内訳が発表されたフランス基準では同+1.2%と前月（同+1.0%）から小幅加速した。内訳を見てみると、昨年9月以来、エネルギー価格の押し上げ効果がなくなったことに加え、年明け以降は食品価格の押し上げがなくなっている。食品価格については、昨年の猛暑や暖冬といった異常気象により高騰していたのが、気温が平年並みにもどったことを受けて落ち着いたものと考えられる。

今週発表されるユーロ圏消費者物価（確定値）でもエネルギーや食品の押し上げ剥落が確認されると見込まれ、当面のユーロ圏、フランス消費者物価は落ち着いた推移が続くだろう。ただし、フランスの生産者物価は徐々に伸びが加速しつつあり、年後半以降、消費者物価も伸びが高まってくる可能性が高い。



○ユーロ圏10-12月期実質GDP～前期比+0.9%から変わらず～

固定資本投資が上方修正（前期比+1.2%→同+1.5%）、個人消費が下方修正（前期比+0.6%→同+0.4%）されたものの、GDP成長率自体は前期比+0.9%から変わらなかった。また遡及改定の結果、昨年4-6月期や7-9月期の成長率も小幅上方修正されている。ただしいずれの改定も見通しの変更を迫るほどのものではなかった。全体として昨年の好調が輸出で始まり、それが設備投資拡大に火をつけたという企業部門主導の経済成長であったことをより強く印象付ける改定であった。



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。

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

	4月12日	3月8日
金融政策	政策金利は据え置き。前回会合後に発表された情報はわれわれの3月の利上げが理に適ったものであることを示した。中期的な物価見直しには依然上振れリスクがあることが確かめられたため、すべての成長を非常に注意深く監視することが正当化された。中期的な物価安定に対するリスクを現実のものとしなないことが重要である。このことがユーロ圏の中長期的なインフレ期待を安定的な物価水準に固定することにつながる。そして、こうしたインフレ期待の固定が、金融政策がユーロ圏の持続可能な経済成長や雇用創出に貢献するための必要条件である。良好な経済環境の下で、ECBの適度な(moderate)金利水準や、マネーや信用の力強い伸び、十分な流動性を考えると、われわれの金融政策は緩和側の状態が続いている。それゆえ、先行きを見ると、中期的な物価安定のために、断固たる行動を適切な時期にとることが正当化される。	25bpの利上げを実施。今回の利上げは、中期的に物価水準が上振れるリスクに対応したもので、中長期的の期待インフレ率を安定的な物価水準まで低下させるためのものである。これは持続可能な経済成長や雇用創出に貢献する。足元の経済情勢を考えると今日の利上げ後も金融政策は緩和的である。政策金利は適度なもの(moderate)で、マネーと信用の伸びは強く、流動性は十分である。それゆえ中期的な物価安定のために断固、タイムリーな対応をとることが正当化される。注意深く監視する。
景気判断	最近の情報はユーロ圏は力強い経済成長が続くというわれわれの見直しと整合的である。ユーロスタットの10-12月期実質GDP成長率の改定値は前期比+0.9%だった。2006年全体では、前年比+2.7%(労働日数未調整)と速報値から変わらなかった。最新の指標、サーベイ、推計に基づく、2007年前半も力強い成長が続くだろう。	ユーロスタットの推計では2006年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%と予想を超えるものであった。我々の最近の評価では四半期の実質GDP成長率は、ドイツ付加価値税の影響が限定的であるために過去に想定していたよりも幾分滑らかなものとなりそう。また10-12月期の成長の強さはユーロ圏経済の強さを窺わせる。内需外需ともに成長に貢献しており、成長は広い分野に基づいている。経済指標やマインド調査は2007年も強い経済成長が続くことを示している。
景気見直し	中期的な経済見直しは良好でユーロ圏経済の成長は堅調である。世界経済の成長もよりバランスの取れたものとなっており、いくらか鈍化したものの、依然強い状態を維持している。こうした海外経済はユーロ圏輸出を支えとなっている。内需も引き続き比較的強い拡大モメンタムが続くだろう。投資は非常に良好な金融状況が続いていることやバランスシートが改善していること、企業の収益力が強いこと、効率性が高まったことによる企業収益拡大にともないダイナミックな伸びを維持している。消費も雇用環境の改善に伴う可処分所得の増加を背景に今後更に強まるだろう。	中期的な経済見直しは良好でユーロ圏経済の成長は堅調である。世界経済の成長もよりバランスの取れたものとなっており、しかも低い原油価格にも支えられていくらか強い状態を維持している。こうした海外経済はユーロ圏輸出を支えるだろう。内需も引き続き拡大モメンタムが続くだろう。投資は非常に良好な金融状況が続いていることやバランスシートが改善していること、企業の収益力が強いこと、効率性が高まったことによる企業収益拡大にともないダイナミックな伸びを維持している。消費も雇用環境の改善に伴う可処分所得の増加を背景に今後更に強まるだろう。ECBの見直しによれば実質GDP成長率は2007年が前年比+2.1%から同+2.9%、2008年は同+1.9%から同+2.9%である。これらの見直しは2006年後半の高い成長や低いエネルギー価格を反映して前回に比べて上方修正されている。もしこれらが続くなら実質可処分所得により影響を与える。
見直しに対するリスク	短期的には良好な経済見直しに対するリスクは均衡している。ただし長期的には依然として下振れリスクがある。それは原油価格の再騰、保護主義的圧力の増大、無秩序な成長による世界的不均衡に対する懸念である。	短期的には良好な経済見直しに対するリスクは均衡している。ただし長期的には下振れリスクがある。それは原油価格の再騰、保護主義的圧力の増大、無秩序な成長による世界的不均衡に対する懸念である。
物価見直し	物価については3月の物価上昇率は前年比+1.9%と前月、前々月の同+1.8%から伸びは加速した。先行きを見ると昨年のエネルギー価格のブレは今年重要なベース効果をもたらすだろう。現在の原油価格や原油先物価格を前提にすると、今後数ヶ月は物価上昇率が鈍化するものの、年末にかけては同+2%程度まで伸びが加速するだろう。中長期的に見れば物価には上振れリスクがある。それは原油価格の再騰、まだ発表決定されていない公共料金や間接税の引き上げである。よりファンダメンタルな面では、過去数四半期の労働市場の良好なモメンタムを十分に考慮した賃金が、これまでの予想以上に加速することは重大な物価上振れリスクをもたらす。賃金交渉は労働生産性だけでなく、価格競争力や高水準にある失業率を考慮したものであるべきだ。ECBではユーロ圏の賃金交渉を特に注意して監視する。	物価については2月の物価上昇率は前年比+1.8%と前月から伸びは変わらなかった。2006年夏からの物価上昇率の低下はエネルギー価格の低下を反映したものだ。先行きを見ると昨年のエネルギー価格のブレは今年重要なベース効果をもたらすだろう。現在の原油価格や原油先物価格を前提にすると、今年の夏まで物価上昇率は低下するものの、年末にかけては2%を再び超える可能性が高い。ECB見直しでは物価は2007年が前年比+1.5%から同+2.1%、2008年が同+1.4%から同+2.6%となっている。前回と比べると原油価格低下による影響で2007年の上限はやや低下した。一方2008年は逆に高まっている。期待以上の景気の強さが資源の利用効率やコスト面から物価上昇圧力に繋がるからだ。これらの見直しは原油や非エネルギー商品、金利の市場見直しに基づいている。中長期的に見れば物価には上振れリスクがある。それは原油価格の再騰、公共料金の高騰、まだ発表決定されていない間接税の引き上げである。よりファンダメンタルな面では賃金の予想以上の加速は物価上振れリスクである。賃金上昇率は過去数四半期の良好な経済成長率、労働生産性だけでなく、価格競争力や高水準にある失業率を考慮したものであるべきだ。ECBではユーロ圏の賃金交渉を注意深く観察する。
マネーサプライ	金融分析をみると中長期的な物価上振れリスクが続いている。2月のマネーサプライは前年比+10.0%と前月(同+9.9%)から加速した。民間貸出は鈍化の兆しがいくらかはみえるものの、前年比+10.3%と非常に強かった。この鈍化の兆しは、住宅ローン金利の上昇によりいくつかの地域では住宅価格の上昇が緩やかになったため、ここ数ヶ月は家計向け貸出がいくらか落ち着きを見せている事に加え、2月に非金融機関向け貸出が鈍化したことによるものである。ただし、単月の動きは一時的な要因に左右されることがあるため、注意が必要である。民間部門貸出の強い伸びは、2004年半ば以降の非金融機関向け貸出の強い拡大基調が続いていることを示している。先行きを展望すると、最近のデータはユーロ圏の広義のマネーの成長率は力強さを維持している。力強いマネーや信用の拡大持続は、低金利がユーロ圏の景気拡大期間や強さを押し上げていることを反映している。引き上げられた短期金利と低い長期金利の組み合わせはマネーや信用の個々の要素の成長には影響を与えるが、全体の強さには限られた影響しか与えない。数年間のマネーの強い伸びにより、ユーロ圏の流動性は十分なものとなっている。十分な流動性の下で、マネーや信用の強い拡大が持続することは中長期的な物価上振れリスクを指す。それゆえ、特に堅調な景気拡大や資産市場の強い上昇を背景とした、マネーの拡大には非常に注意深い監視が必要である。	金融分析をみると中長期的な物価上振れリスクが続いている。1月のマネーサプライは前年比+9.8%と前月と同率の伸びで、ユーロ統合以来の高水準が続いている。民間貸出は前年比+10.6%と1月も高い伸びだった。2004年半ばからの長期トレンドを超える非金融機関向け貸出の高い伸びが続いている。住宅ローン金利の上昇によりいくつかの地域では住宅価格の上昇が緩やかになった。家計借入も依然高い伸びではあるものの、ここ数ヶ月はいくらか落ち着く兆しを見せている。中長期的にはマネーと信用の伸びは最近の経済成長率の上昇基調が持続していることによる。また数年間マネーの強い伸びが続いていることはユーロ圏の流動性が十分であることを示している。

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。