



EURO Indicators

定例経済指標レポート

Euro Weekly (5/7~5/11)

発表日：2007年5月14日（月）

～ECBは来月の利上げを示唆、BOEは利上げを実施～

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
5/7（月）	(独) 3月製造業受注（前月比）	+2.4%	▲0.6%	+4.3%
5/8（火）	(独) 3月鉱工業生産（前月比）	▲0.1%	0.0%	+0.4%
5/9（水）	(独) 3月輸出（前月比）	▲1.4%	+0.2%	+1.8%
5/10（木）	(仏) 3月鉱工業生産（前月比）	+0.2%	+0.3%	+1.2%
	(欧) ECB政策決定会合	3.75%	3.75%	3.75%
	(英) 3月鉱工業生産（前月比）	+0.3%	+0.4%	▲0.2%
	(英) BOE理事会	5.50%	5.50%	5.25%
5/11（金）				

～ユーロ圏～

先週発表された指標は、景気は堅調に推移しているという見方に変更を与えるものではなかった。ドイツでは鉱工業生産がマイナスの伸びとなったものの、建設業の伸びが鈍化した影響が大きく、製造業は好調さを維持している。受注をみても、資本財を中心に国内外ともに高い伸びを示しており、国内外の設備投資需要をうまく取り込んでいる姿が確認できる。こうした資本財需要を背景に、ドイツ製造業は好調な推移が続きそうだ。一方、フランスでは、ユーロ高の影響で製造業に緩やかな鈍化が見られる。これは、ドイツと比べると需要の強い資本財のシェアが低いためである。しかし、フランスの個人消費の好調さを背景にした国内向け消費財の好調が生産活動を下支えし、鈍化も緩やかなものに留まっている。

こうした各国の堅調な景気動向を背景に、大方の予想通り、ECBは来月の利上げを示唆した。来月の利上げ後は、政策金利が中立金利に到達することもあり、米国経済再加速による影響が見込まれる年末ごろまでは政策金利は据え置かれると予想する。

今週はユーロ圏や主要各国のGDPが発表されるが、ユーロ圏経済の堅調さを示す結果となろう。

～イギリス～

先週は、BOE金融政策決定会合が開催され、大方の予想通り、政策金利は25bp引き上げられ、5.50%となった。声明文では、物価は昨年エネルギー価格高騰のベース効果などで近く大幅に伸びが鈍化するという見方を引き続き示した。ただし、余剰能力が少なくなる中、企業は値上げ姿勢を強めているとし、先行きの物価に対する上振れリスクを指摘した。今週発表されるインフレーションレポートでは、景気や物価の見通しが上方修正され、追加利上げの可能性が示唆されると予想する。

今週はインフレーションレポートをはじめ、来月以降の金融政策を見通すにあたって注目される指標が発表される。物価は、声明文でガス、電気代の伸び鈍化が指摘されたこともあり、コンセンサスを下回る可能性がある。ただし、雇用、小売売上高では家計部門の好調さが示され、BOEの利上げ姿勢は維持されるだろう。

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。

		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	→	→	消費拡大に伴いウェ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。

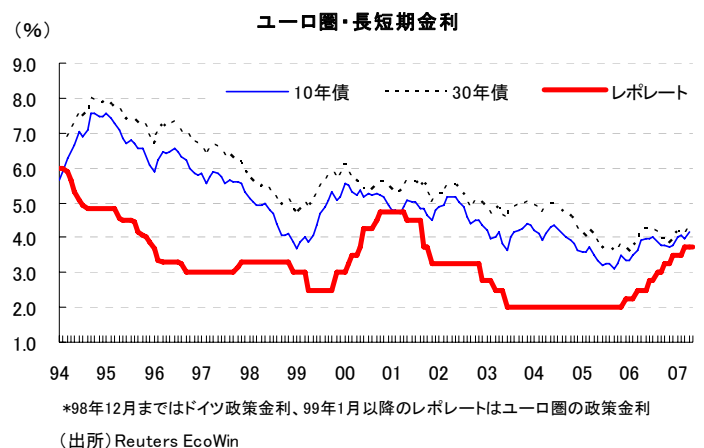
○ECB政策決定会合～6月利上げが示唆される～

ECBは5月10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。また物価の先行きについては、予想通り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）」とした。こうしたことから、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。物価については、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、フランスも所得税減税に支えられ、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、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見られる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、利上げ姿勢を維持しつつも、利上げペースはよりゆっくりとしたものへ進度変更されるだろう。アメリカ経済などの再加速を背景に、ユーロ圏経済の再加速が明確化し、需給逼迫感が強まる年末頃に利上げが実施されると予想する。

（議事録の詳細は最終ページ）



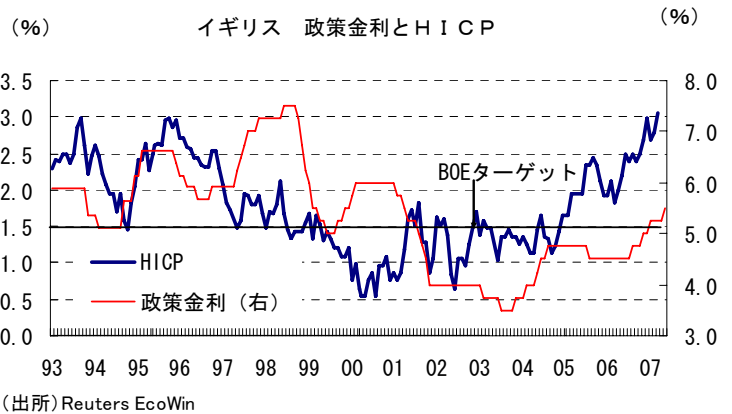
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

〇BOE理事会～利上げを実施し、政策金利は5.50%に～

BOEは5月9、10日の金融政策決定会合で政策金利を25bp引き上げた（政策金利は5.50%）。昨年8月、11月、そして今年1月に続き、4度目の利上げとなる（議事録は5/23公表予定）。

発表された声明文では、ガスや電気代の低下や輸入物価の影響で、物価上昇率は年内に前年比+2%程度に低下するという見通しに変更はなかった。一方、企業の余剰生産能力が減少していることや、企業の値上げ姿勢があることから、中長期的なインフレ圧力があるとした。

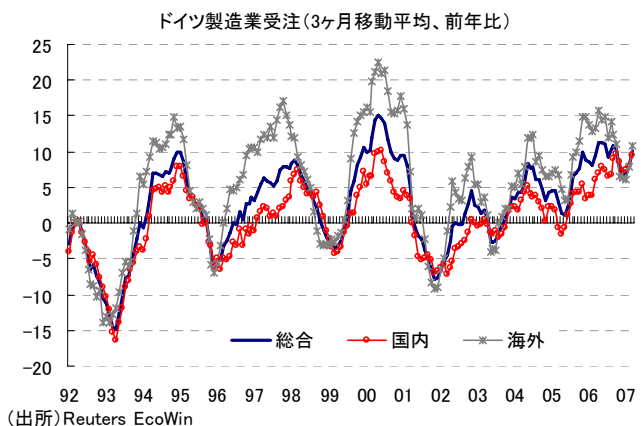
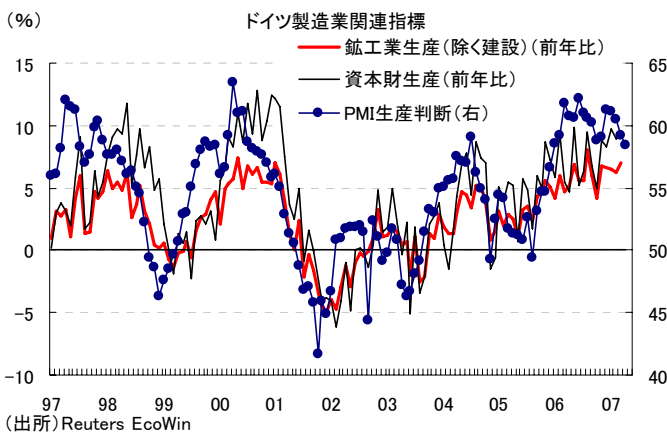
今週16日にインフレーションレポートが発表されるが、景気、物価ともに見通しは2月から上方修正されると予想する。



〇ドイツ3月製造業受注、鉱工業生産～国内外の強い需要を背景に、製造業は好調さを維持～

ドイツの3月鉱工業生産は前月比▲0.1%と、前月（同+0.4%）から伸びが低下した。内訳を見ると、製造業は安定した拡大が続いている一方で、建設業が同▲6.3%と伸びが大幅に低下、全体を▲0.5%p押し下げた。経済技術省の発表によると、建設業の低下は3月に気温が低かったことや雨が多かったことなど季節要因の影響が大きかったようだ。

3月製造業受注は前月比+2.9%、前年比+9.9%と前月に引き続き大幅に加速した。内訳をみると、海外向け、国内向けともに好調に推移している。中でも、国内向け資本財受注は非常に高い伸びを示しており、ドイツの設備投資需要が引き続き高いことが示された。ドイツ機械工業連盟（VDMA）の調査によると3月のドイツ設備機械受注は前年比+47%（海外向けが同+54%、国内向けも同+36%）と大幅に拡大した。今後も国内外からの強い資本財需要に支えられ、ドイツ製造業の好調は続くだろう。



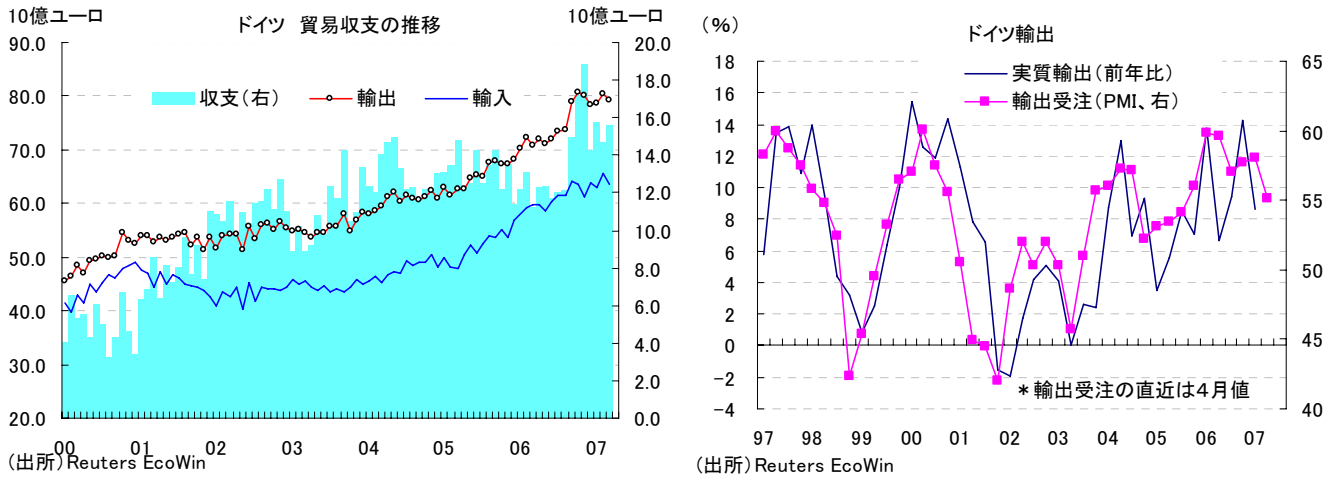
〇ドイツ3月貿易収支～輸出入ともに大幅鈍化～

3月は輸出が前月比▲1.4%と前月（同+1.8%）から伸びが鈍化した。一方、輸入も同▲3.0%と大幅に縮小した結果、貿易収支は+184億ユーロと前月（+142億ユーロ）から黒字幅が拡大した。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+5.3%と冴えない中、ユーロ圏向けが同+10.3%、その他EU

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。

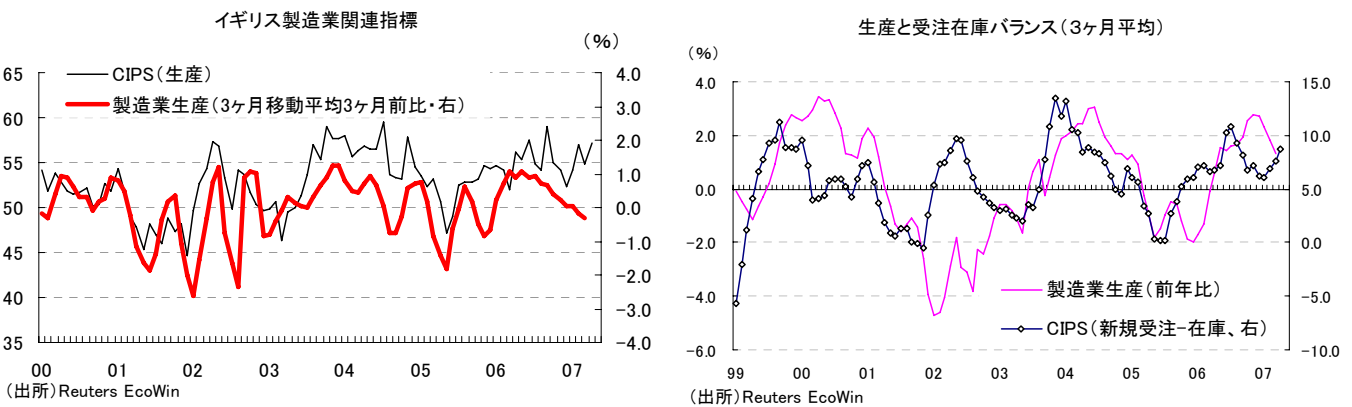
向けが同+14.1%と高い伸びを示しており、ユーロ高の影響が出にくい域内の需要が輸出を下支えしているようだ。

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ユーロ高や米国経済の鈍化にもかかわらず底堅い推移が続いている。前期が高い伸びであったこともあり、1-3月期のGDPでは外需はマイナス寄与が予想されるが、前述の通り海外向け製造業受注が大幅に加速していることを考えると、今後もドイツ輸出は底堅い推移が予想される。



○イギリス3月鉱工業生産～緩やかな鈍化傾向が続く～

3月鉱工業生産は前月比+0.3%、前年比▲0.2%となった。内訳をみると、製造業が前月比+0.6%と全体を牽引した一方で、鉱業や原油などエネルギー関連が足をひっぱった。海外景気の鈍化を背景に昨年夏以降、受注在庫バランスはプラス幅が縮小しており、足元では遅れて生産も調整に入っていると考えられる。また、年末にみられた個人消費の盛り上がりや安定的な拡大ペースに鈍化したことを受けて、消費財への国内需要は依然強いものの、やや弱まっていることも生産活動の鈍化につながっている。ただし、最大の貿易相手国であるユーロ圏が堅調に推移しており、すでに足元では受注在庫バランスは改善に転じていることから、イギリス鉱工業の鈍化は軽微かつ短期的なものに留まる可能性が高い。米国経済の再加速が見込まれる年後半には、製造業生産の拡大ペースも再加速すると予想される。



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。

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

	5月10日	4月12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。中期的な物価安定に対するリスクを現実のものとしないうちに、強い監視が重要である。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ことになる。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。	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いうことが重要である。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。
景気判断	最近の情報は景気拡大が1-3月期も持続し、堅調で広範囲に及んでいることを示している。	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。
景気見直し	中期的な経済見直しは良好である。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、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。
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。それは主に外的要因であり、保護主義的圧力の増大、原油価格の再騰、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。
物価見直し	物価については4月の物価上昇率は前年比+1.8%だった。先行きを見ると、さらなる原油価格の上昇がなければ、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。金融政策に関係の深い中長期的を見ると、物価には上振れリスクがある。それはユーロ圏経済の生産余力が少なくなっていること、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。	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。
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。すでに十分な流動性のもとで、マネーの強い伸びは依然続いている。これは、信用の高い伸びだけでなく、3月に前年比+10.9%と高い伸びを示したM3の動向を反映したものだ。マネーや信用の拡大の一部は、緩和的な金利水準や堅調な経済成長によるものだ。短期的なマネーや信用の拡大は、イールドカーブの形状や外的要因により影響を受けやすく、不安定な動きになりがちである。より高い短期金利は、マネーのダイナミックな拡大をくじくことはできなかったものの、マネーに影響を与えているというを示す指標がある。たとえば、M1は依然強い伸びではあるものの、ここ数四半期は緩やかな伸びとなった。また、民間貸出も前年比2桁の伸びが続いているものの、鈍化の兆しがいくらかはみえる。こうしたマネーの動きは、中長期的には物価の上振れリスクである。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。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。

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。