



# EURO Indicators

定例経済指標レポート

**Euro Weekly (6/4~6/8)**

発表日：2007年6月12日（火）

～ECBは利上げを実施、今後も利上げ継続の公算大～

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
6/4（月）				
6/5（火）	(欧) 5月PMIサービス (欧) 4月小売売上高（前月比）	57.3 +0.2%	57.1 +0.5%	57.0 +0.4%
6/6（水）	(欧) ECB理事会 (独) 4月製造業受注（前月比）	4.00% ▲1.0%	4.00% ▲1.0%	3.75% +1.1%
6/7（木）	(英) BOE金融政策決定会合	5.50%	5.50%	5.50%
6/8（金）	(独) 4月鉱工業生産（前月比） (英) 4月鉱工業生産（前月比）	▲2.3% +0.3%	+0.6% +0.2%	+0.2% +0.2%

## ～ユーロ圏～

先週開催されたECB理事会では、大方の予想通り政策金利が25bp引き上げられ、4.00%とされた。注目された利上げ後の金利水準に対する判断は、「足元の堅調な景気動向を勘案すれば、依然緩和的なサイドにある」とされ、利上げ継続姿勢が示された。一方、前月まで使用された「適度である (moderate)」という文言は削除され、利上げ打ち止めが近づきつつあることも示された。今後、米国経済の拡大ペース加速を背景に、世界的な景況感の改善やユーロ高の一服が見込まれ、ユーロ圏経済も輸出の回復に伴い景気のパネルが強まるだろう。このため、ECBの利上げは継続され、政策金利は4.50%まで引き上げられると予想する。

今週は、4月のユーロ圏鉱工業生産が発表されるが、ドイツの大幅減速などを考慮すると、ユーロ圏全体でも減速した可能性がある。ただし、この減速の要因が昨年後半からの米国経済鈍化の影響が大きいことを考えると、今後も減速が続くとは考えにくく、減速は短期的なものに留まるだろう。

## ～イギリス～

先週開催されたBOE金融政策決定会合では、政策金利は5.50%で据え置かれた。議事録が未公表のため、議論の詳細は不明であるが、足元までの経済指標をみると、利上げ姿勢が弱まったとは考えにくく、次回インフレーションレポート発表月である8月に利上げが実施されるとの予想に変更はない。

今週は、5月消費者物価が発表され、これまで物価を押し上げてきたガス、電気代引下げの影響が注目される。また、賃金上昇率や失業率などの雇用統計、小売売上高などの重要指標が発表されるが、BOEのインフレ懸念を弱めるような結果にはならないだろう。

		4-6 月期	10-12 月期	
ユーロ圏	景気	→	↗	内需が底堅さを持続。年後半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安定した推移が続いているものの、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	↘	↘	昨年の原油価格に遅れて高騰していたガス価格の引き下げにより、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（景気の前期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。ただし、物価は前年比での勢いを示している。

### ○ECB理事会～堅調な景気動向を背景に利上げ継続姿勢を示す～

ECBは6月6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4.00%、限界貸出ファシリティ5.00%、預金ファシリティ3.00%）。

金利水準については、前月まで使用されてきた「適度である (moderate)」との文言はなくなっており、政策金利がより一層中立水準に近づいた、もしくは中立的と見なすことが出来るレンジに入ったとみられる。ただし、引き続き「今回の利上げ後も、堅調な景気を考えると依然緩和的なサイドにある」との判断も示され、予想以上に強い景気動向を背景に利上げは継続する姿勢を示したと考えられる。

物価の先行きについては、「注意深く監視する (monitoring closely)」とした。この文言は、昨年前半の3ヶ月サイクルでの利上げ時に、利上げ実施月に使用されていたもので、昨年後半の2ヶ月サイクル時や年明け以降の3ヶ月サイクル時では「非常に注意深く監視する (monitoring very closely)」が使用されていた。こうした文言の変更は、利上げの最終局面が近づくにあたり、ECBは利上げ時期を縛られたくなかったためと考えられる。足元で米国経済の先行きについて住宅市場を中心に調整が長引く可能性も指摘される一方、ISMの改善などを背景に楽観的な見方も徐々に広がっており、世界経済の景況感に変化が出る可能性が出てきている。このため、ECBではもう1ヶ月、世界経済の動向を見てから、利上げ時期について決定したいと考え、時期について選択の余地を残したとみられる。当研究所の見通しでは、今後米国経済は企業部門を牽引役に拡大ペース加速の動きが見られると予想している。こうしたことから、9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。

3ヶ月ごとの景気見通しは、前回（3月発表）と比べると、2007年が小幅上方修正され、2008年は小幅下方修正された。その背景としてECBは、足元の原油価格の上昇を挙げたが、ECBの景気判断に特に変化は見られなかった。こうしたことから、2007年見通しの上方修正は1-3月期の高成長の影響が大きいと考えられる。また、景気見通

ECB景気見通し (%)

		07年	08年
HICP	6月見通し(今回)	1.8-2.2	1.4-2.6
	3月見通し(前回)	1.5-2.1	1.4-2.6
GDP	6月見通し(今回)	2.3-2.9	1.8-2.8
	3月見通し(前回)	2.1-2.9	1.9-2.9

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。

しのリスクについても特に変化はなく、短期的にはリスクは均衡、長期的には下振れリスクがあるとし、その要因として保護貿易主義の高まりや原油価格の再騰などを引き続き挙げた。物価に対する見方については、足元の原油価格の上昇を背景に2007年が小幅上方修正、2008年は変わらなかった。

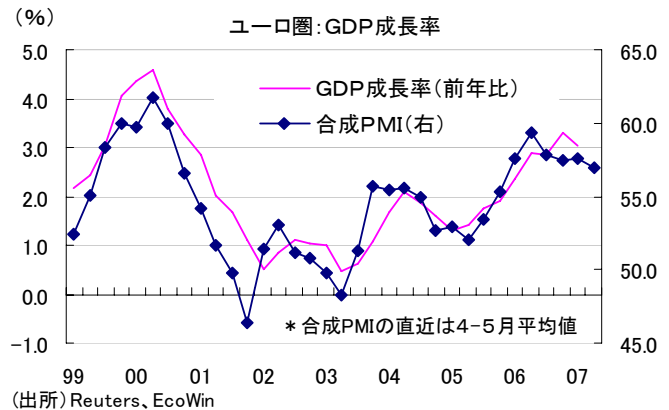
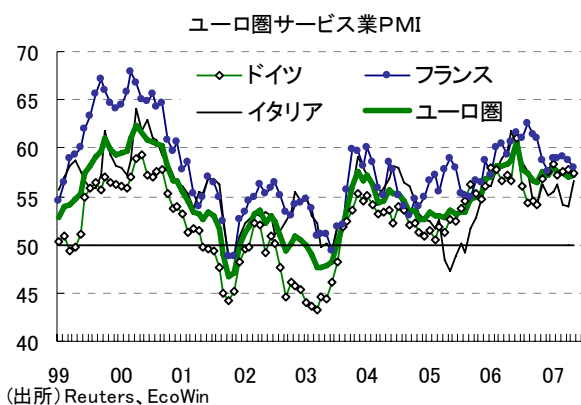
先行きを展望すると、ドイツは新興国の旺盛な設備投資需要に、フランスも所得税減税に支えられ、それぞれの強みを生かした経済成長が続くと予想される。また、アメリカ経済の先行きに対して、徐々に楽観的な見方が広まっていく中で、ユーロ高一辺倒の状態は収束しつつある。今後、アメリカ経済は企業部門を牽引役に拡大ペースの加速が見込まれ、足元までのユーロ高は緩やかに修正され、ECBが今回の見通しで前提条件とした為替水準よりは、ユーロ安になると予想される。こうしたことから、2007年後半から2008年前半にかけて、世界経済の拡大ペース加速やユーロ安を背景にユーロ圏経済もモメンタムが強まり、ECB見通しを上回る可能性が高い。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。ただし、昨年の原油価格高騰のベース効果が剥落する秋以降は、前年比+2.0%を越える可能性が高い。こうしたことから、ECBは9月に政策金利を引き上げた後も、景気の好調さや物価上昇率の高まりを背景に利上げを継続すると予想する。

(議事録の詳細は最終ページ)

### ○ユーロ圏5月サービス業PMI～金利上昇を背景に好調に推移する金融業を牽引役に高水準維持～

ユーロ圏の5月サービス業PMIは57.3と前月(57.0)から上昇した。PMI指数を公表しているNTCリサーチによると、05年末からのECBによる金利引き上げの影響で、金融業が好調に推移し、全体を押し上げたようだ。

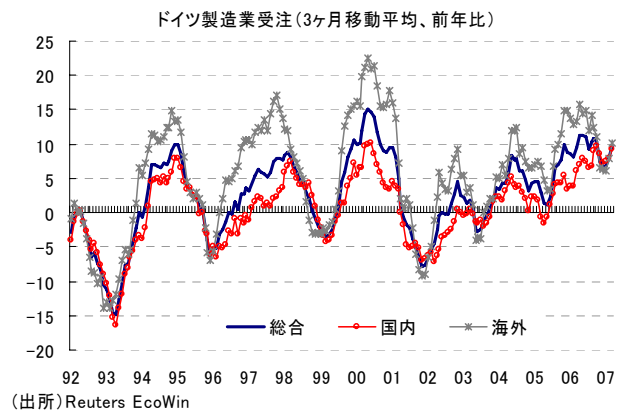
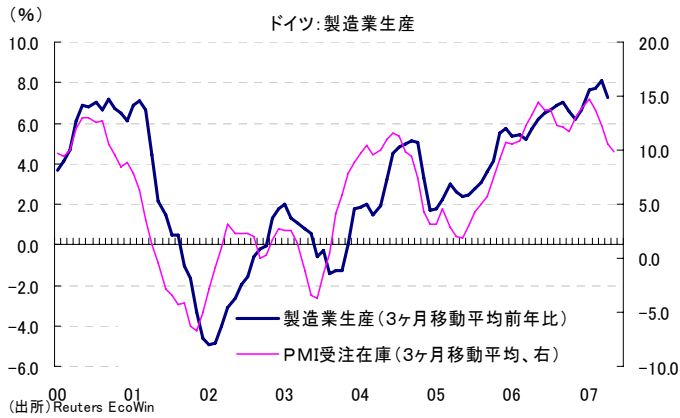
ウェートの高いサービス業PMIが上昇したものの、製造業が鈍化、小売業も天候不順により大幅に悪化したため、5月の合成PMIは56.8と前月(56.9)から小幅低下した。合成PMIでみると、昨年6月をピークに、景気は緩やかな拡大ペースの鈍化が続いている。4-5月平均値は56.9と1-3月平均(57.5)から鈍化したものの、後述の通り、6月は5月に大きく全体を押し下げた小売業の持ち直しが見込まれるため、4-6月平均値は、1-3月期から小幅低下に留まるだろう。合成PMIは、GDP成長率と相関が高いことを考えると、ユーロ圏経済は4-6月期も潜在成長率を小幅上回る程度の堅調な推移が続いた可能性が高い。



### ○ドイツ4月鉱工業生産、製造業受注～ユーロ高などを背景に伸びは鈍化～

ドイツの4月鉱工業生産は前月比▲2.3%と、前月(同+0.2%)から伸びが大幅に低下した。内訳をみると、製造業が同▲2.4%と大幅に減速している。製造業PMIでは、ユーロ高や米国経済の鈍化を背景に、輸出受注の伸びの鈍化が続いており、過去の関係からは今後ドイツ鉱工業生産も伸びの鈍化が続くそう。ただし、国内の設備投資需要や新興国向け輸出の好調といった下支え要因があること、今後は米国経済も再加速が見込めること、FRBの利下げ期待が払拭されユーロ高も一服すると予想されることなどから、ドイツ製造業の拡大ペース鈍化は限定的なものとなるだろう。

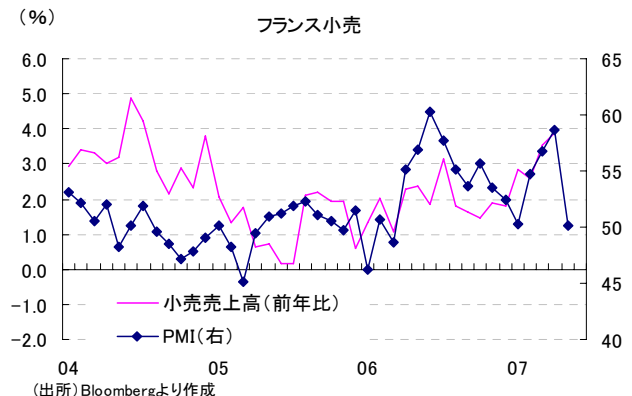
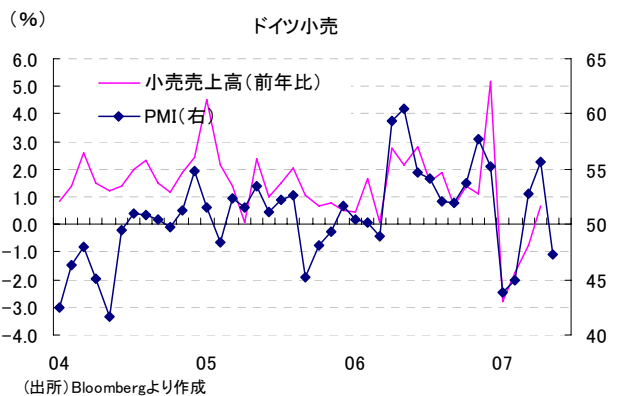
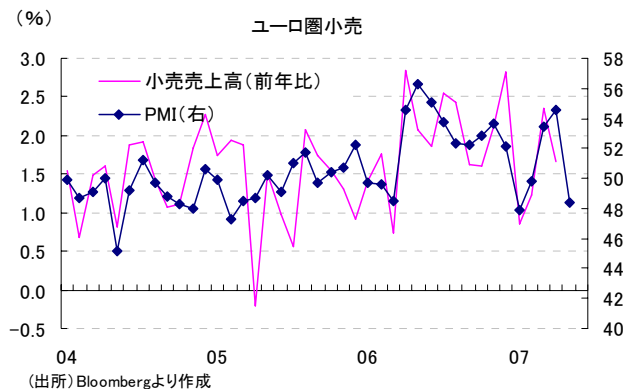
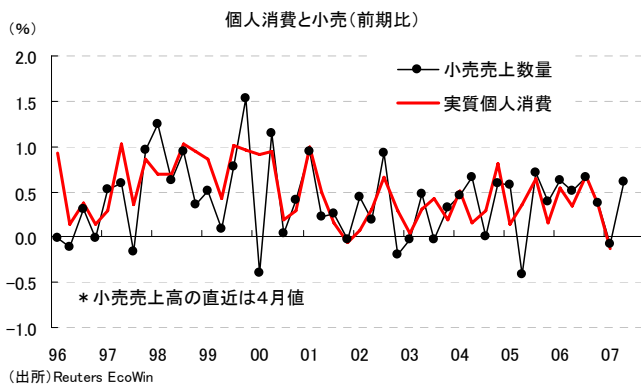
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



## ○ユーロ圏4月小売売上高〜

ユーロ圏の4月小売売上高は前月比+0.2%と前月に引き続き緩やかに拡大した。主要国別にみると、これまで重石となってきたドイツは前月比+2.6%と大幅に拡大し、付加価値税が引き上げられた1月以降はじめて、前年比が+0.6%とプラスになった。一方、フランスは前月比+0.9%と、引き続き好調に推移している。

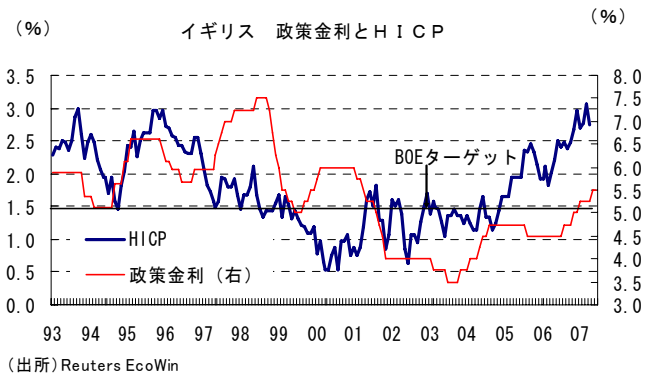
ユーロ圏小売業PMIを見ると、5月は大幅に低下している。これは、ドイツで平年の2倍の降水量となるなど、天候不順の影響が大きいと見られる。このため、5月はユーロ圏小売売上高も低下するだろう。ただし、ユーロ圏では、4月の失業率が7.1%と過去最低水準を更新するなど、雇用環境の改善が続いている。5月の製造業、サービス業PMIでも、堅調な企業活動を背景に人手不足感が高まっており、雇用環境の改善は今後も続くと思われる。ユーロ圏個人消費は、今後も雇用環境の改善に沿った形で緩やかな拡大が続くだろう。



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。

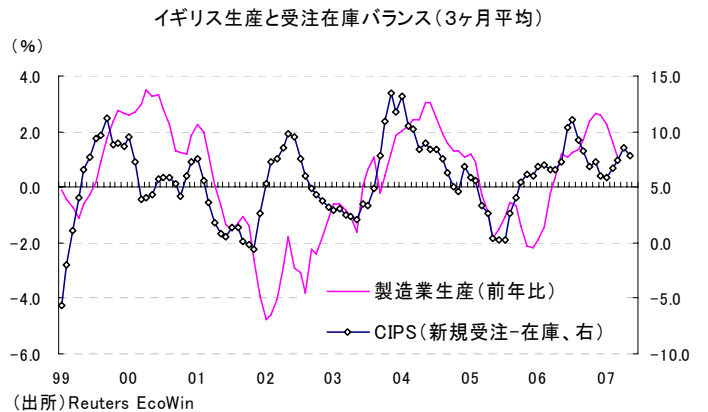
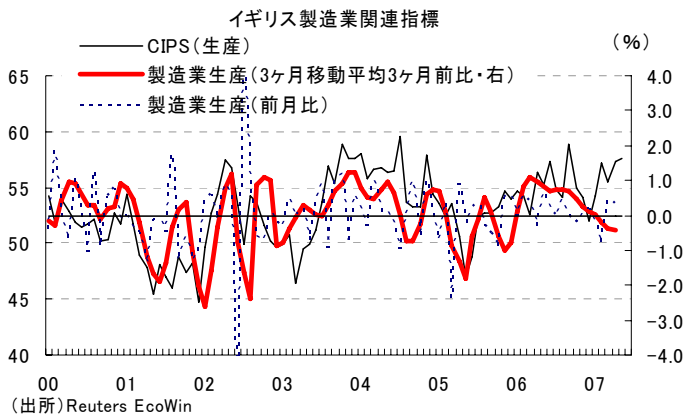
## 〇BOE金融政策決定会合～政策金利は据え置き～

前月の議事録、インフレーションレポートでは、利上げ継続姿勢は示されたものの、「堅調な景気動向が続けば、更なる利上げが必要となる」などとされており、急を要するようなものではなかった。議事録が発表されるまでは、議論の詳細は不明だが、利上げ姿勢は継続され、次回インフレーションレポート発表月である8月に利上げを実施すると予想する。



## 〇イギリス4月鉱工業生産～消費財生産に牽引され、堅調さを持続～

4月の鉱工業生産は前月比+0.3%と前月（同+0.2%）から小幅伸びが拡大するなど、堅調さを保った。内訳をみると、非耐久消費財が同+0.7%と比較的高い伸びを示し、全体を押し上げた。ポンド高や米国経済鈍化を背景に、イギリス鉱工業生産は緩やかに拡大ペースが鈍化してきた。ただし、昨年以降の雇用所得環境の改善に伴う個人消費の拡大や、堅調さを保つユーロ圏経済に支えられ、鈍化は緩やかなものに留まっている。月次の統計ではすでに拡大に転じているものも多く、今後は米国経済の再拡大を背景に、イギリスの生産活動はモメンタムが強まってくると予想する。



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。

