



# EURO Indicators

定例経済指標レポート

**Euro Weekly (7/16~7/20)**

発表日：2007年7月23日（月）

～BOEは利上げ継続の可能性が高いが、連月利上げは避けられる模様～

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
7/16 (月)	(欧) 6月消費者物価 (前年比、確定値)	+1.9%	+1.9%	+1.9%
	(独) 6月消費者物価 (前年比、確定値)	+2.0%	+2.0%	+2.0%
7/17 (火)	(独) 7月ZEW景況感調査 (期待指数)	+10.4	+19.5	+20.3
	(英) 6月消費者物価 (前年比)	+2.4%	+2.3%	+2.5%
7/18 (水)	(英) MPC議事録 (7月4、5日分)			
	(英) 6月失業率 (社会保障受給者ベース)	2.7%	2.7%	2.7%
	(英) 5月平均所得 (除くボーナス、3ヶ月移動平均前年比)	+3.5%	+3.6%	+3.6%
7/19 (木)	(英) 6月小売売上高 (前月比)	+0.2%	+0.3%	+0.4%
	(英) 6月マネーサプライ (前年比、速報値)	+13.0%	+13.4%	+13.9%
7/20 (金)	(英) 4-6月期実質GDP成長率 (前期比、速報値)	+0.8%	+0.7%	+0.7%
	(英) 5月サービス業指数 (3ヶ月移動平均3ヶ月前比)	+0.9%	+1.0%	+1.0%

## ～ユーロ圏～

先週発表されたユーロ圏消費者物価 (確定値) は速報値から変わらず前年比+1.9%と安定した推移が続いた。コア物価指数についても同+1.9%と高い伸びが続いたものの、6月は伸びの加速はなかった。ただし、景気拡大が続く中、コア物価の伸びは今後もゆるやかながらに加速基調を辿る可能性が高いこと、足元で原油価格が上昇に転じていることなどを考えると、ECBのインフレ懸念が弱まることはなさそうだ。

今週は、PMI (速報値) やI f o景況感指数が発表される。ユーロ圏経済は4-6月期に続き、7-9月期も堅調な推移が見込まれ、その好スタートを示唆する結果となるだろう。

## ～イギリス～

先週発表されたMPC議事録では、利上げ派が予想されたほど多数ではないことが判明した。今回利上げに投票した委員の一部は、それほどタカ派ではないと判断されるため、一部で予想された連月利上げの可能性は低そうだ。ただし、予想を上回ったGDP成長率や予想ほど鈍化しなかった物価上昇率、堅調な推移を続ける小売売上高などを考えると、BOEの利上げ姿勢は続く可能性が高いといえるだろう。

今週はネーションワイド住宅価格が発表される。前月は予想外に伸びが加速し、市場を驚かせる結果となったが、今月はさすがに利上げの影響もあり、伸びは鈍化するだろう。住宅市場は当面斑模様が続く可能性が高いものの、徐々にその鈍化が明確なものとなってくるだろう。

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。

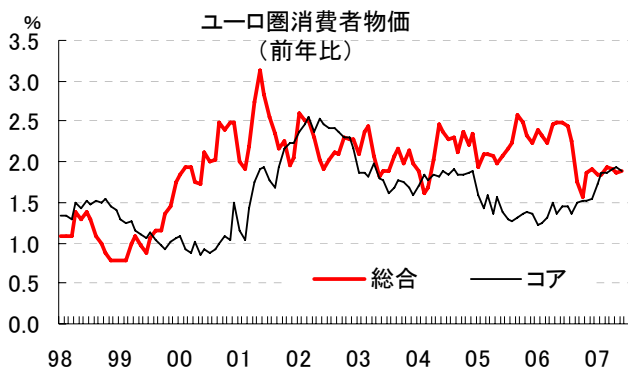
		4-6 月期	10-12 月期	
ユーロ圏	景気	→	↗	内需が底堅さを持続。年後半は米国経済の再加速を背景に輸出の拡大ペースは加速する見込み。
	企業	→	↗	内外需の底堅さに支えられ堅調に推移。輸出の再加速が見込まれる年後半には拡大ペース加速。
	家計	↘	↗	雇用所得環境の改善に伴い拡大基調も、足元は異常気象が続き伸び鈍化。年後半にはドイツの回復で緩やかな拡大が見込まれる。
	物価	→	↗	昨年の原油価格高騰の影響で安定した推移が続いているものの、年後半にはその押し下げも薄れ伸び率は再加速する公算が大きい。
イギリス	景気	→	→	消費拡大やそれに伴い好調なサービス業の設備投資増加を背景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。

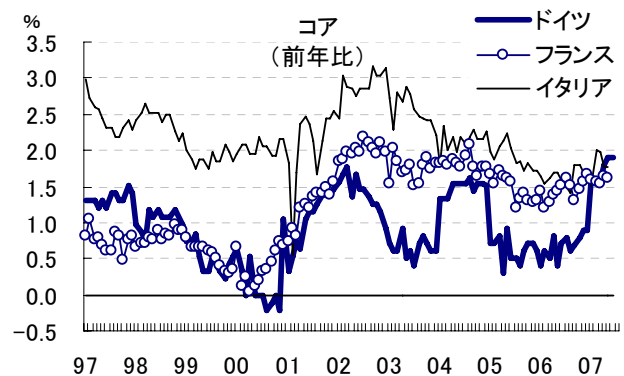
### ○ユーロ圏6月消費者物価～安定推移もそろそろ終焉か～

6月のユーロ圏消費者物価は、前年比+1.9%と前月と同率の伸びになった。原油価格高騰の影響で、エネルギー価格は上昇したものの、ユーロ高を背景にその影響は限定的なものに留まっている。7月についても、原油価格の高騰が続いているものの、ユーロ高も進んでいることを考えるとエネルギー価格が消費者物価を大きく押し上げるといことはなさそうだ。一方、コア物価についてみると、同+1.90%と前月（同+1.94%）と小幅伸びは低下したものの、高い伸びが続いている。

先行きを展望すると、昨年の原油価格高騰が8月、9月に落ち着きを一旦取り戻していたことを考慮すると、これまで物価の伸びを押し下げてきたベース効果は近々剥落するだろう。足元でエネルギー価格の伸びを抑制してきたユーロ高についても、原油価格の伸びを打ち消すほどの進展は期待しにくい。一方で、ユーロ圏景気について見てみると、堅調な推移を続けてきた企業部門は、米国製造業の回復を背景に今後拡大ペースは強まることが見込まれる。このため、雇用環境の拡大は今後も持続し、緩やかながらも家計部門は拡大を続けるだろう。こうしたユーロ圏景気の好調さが、今後もコア物価の伸びを高めていくと予想される。総じて見れば、エネルギー価格の押し下げ剥落とコア物価の高まりにより、年末にかけてのユーロ圏消費者物価上昇率は前年比+2.0%を超えていく可能性が高いだろう。



(出所) Reuters Ecowin



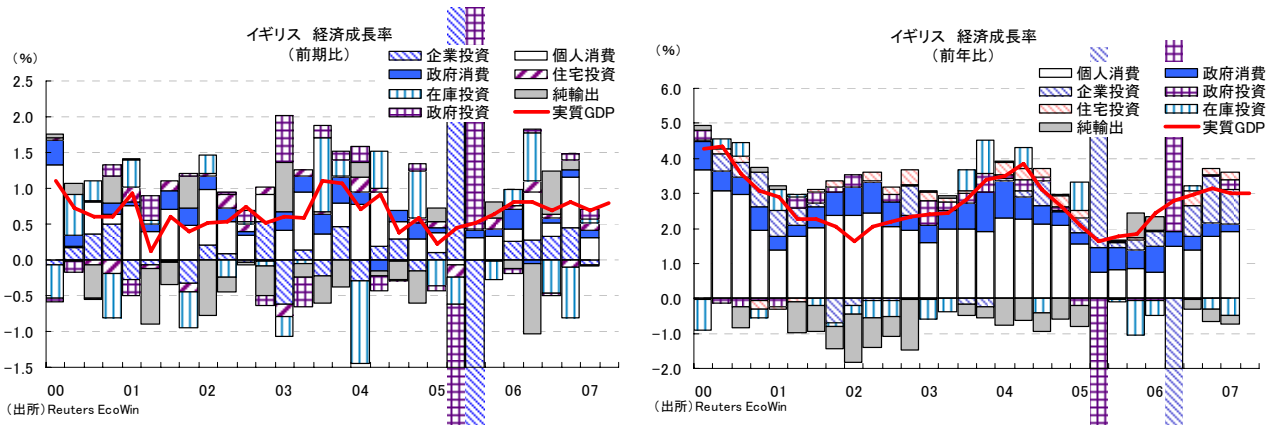
(出所) Reuters Ecowin

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。

## ○イギリス4-6月期実質GDP成長率～予想外の成長率加速～

イギリスの4-6月期実質GDP成長率は、前期比+0.8%、前年比+3.0%と高成長になり、前期から拡大ペースが加速した。産業別の内訳をみると、最大貿易相手国であるユーロ圏経済が好調さを保ったため、製造業は前期比でみて成長を+0.1%p押し上げた。景気の牽引役であるサービス業も同+0.6%p寄与と好調さを持続した。中でも金融業、企業向けサービス業が同+0.4%pと成長の約半分を担っており、好調な金融業が景気を牽引する姿が続いた。

需要項目別の内訳は公表されていないが(8/24公表予定)、月次の統計から推測すると、前期の反動もあり高い伸びが期待される個人消費や、好調な企業投資、底堅い住宅投資など内需主導での成長が続いたようだ。

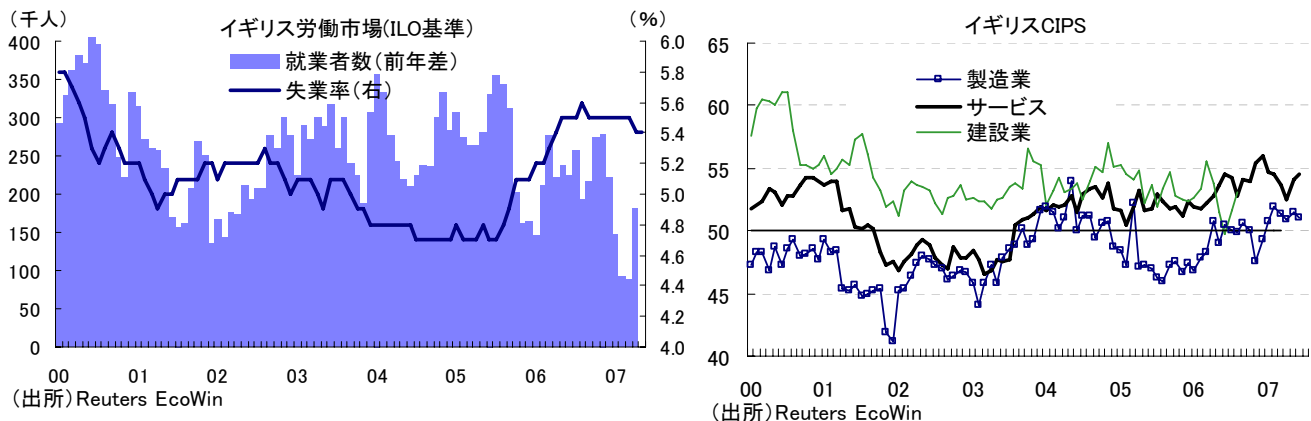


\* 2005年4-6月期、7-9月期の大きなぶれは英国燃料会社(BNFL)が政府投資から企業投資に移管されたことによる。

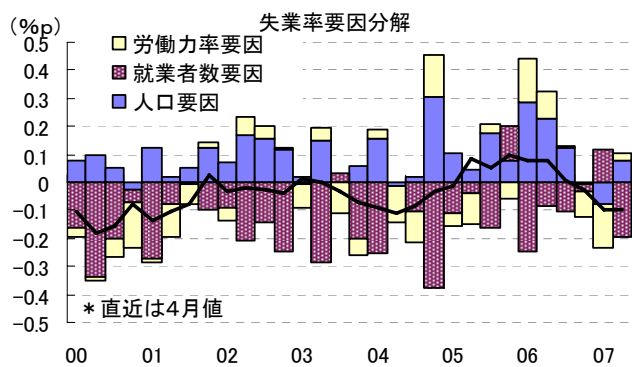
## ○イギリス6月失業率～就業者数の伸び鈍化に底打ちの兆し～

6月のイギリス失業率(社会保障受給者ベース)は2.7%と、前月から変わらなかった。ILO基準の5月失業率も5.4%と前月から変わらなかった。就業者数をみると、4月は弱いながらも就業者数が増加しており、昨年末以降の就業者数の拡大鈍化が底をうった可能性が挙げられる。やや企業活動が弱まった1-3月期から、ユーロ圏経済の好調さや、金融業の好調さに牽引され、4-6月期は企業活動が活発になった。CIPS(雇用)でも、雇用の大半を担うサービス業で雇用不足感が高まっていることが確認できる。統計局の発表によると、5月も就業者数の増加が続いたようだ。BOEでは、雇用の拡大ペースが弱いという指摘もあったが、とりえず1-3月期からはやや改善しつつある模様だ。今後もユーロ圏経済の好調な推移が見込まれる中、企業活動は活発化が期待され、就業者数増加基調が続くと予想される。

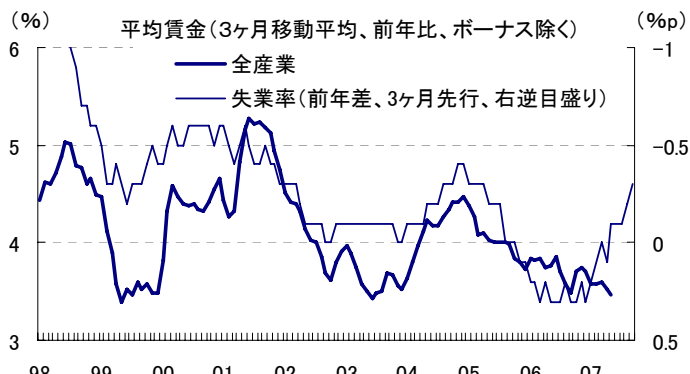
一方、所得環境を見てみると、5月の平均所得(除くボーナス)は前年比+3.5%と前月(同+3.6%)から伸びが小幅鈍化し、引き続き賃金の伸びが抑制された状況が続いた。ただし、好調な景気動向や、企業の人手不足感の高まり、すでに低位にある失業率を考慮すると、今後はゆるやかなながらも伸びが高まっていく可能性が高いと予想する。



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。



(出所) Reuters EcoWin

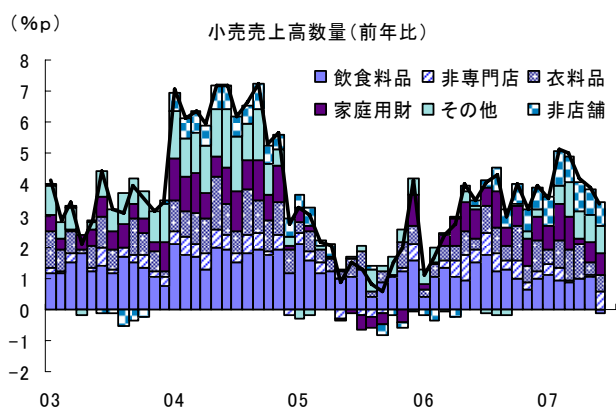


(出所) Reuters EcoWin

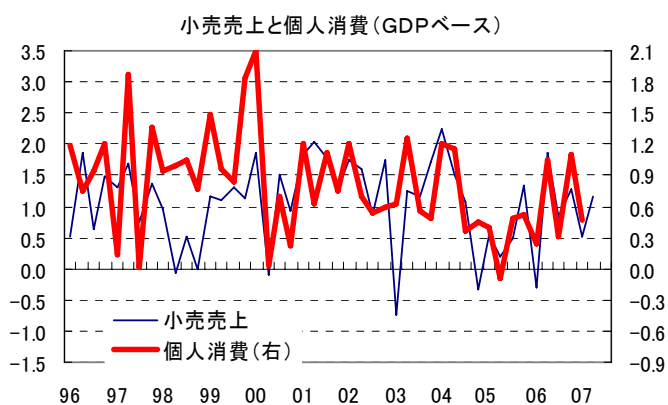
## ○イギリス6月小売売上高～雨にやられるも、拡大基調は持続～

6月のイギリス小売売上高は前月比+0.2%と前月(同+0.4%)から伸びが鈍化した。内訳を見てみると、食料品店の売上高が同▲1.0%と大幅に鈍化しており、これが全体を0.5%p程度押し下げている。イギリス気象局によると、6月のイギリスは非常に雨が多く、1914年以降の最高降水量を記録したようで、これが消費に影響した可能性が高い。こうした食料品店の押し下げがなければ、6月の小売売上高は高い伸びとなっていたと考えられ、イギリスの個人消費は基調としては好調を維持していると考えられる。

4-6月期の小売売上高は前期比+1.3%と、好調な年末商戦の反動で伸びが鈍化した前期(同+0.5%)から大きく加速した。この結果、過去の関係から推測すると、4-6月期の個人消費(GDPベース)は前期比+1.0%程度の伸びとなり、景気を牽引したと予想される。



(出所) Reuters EcoWin



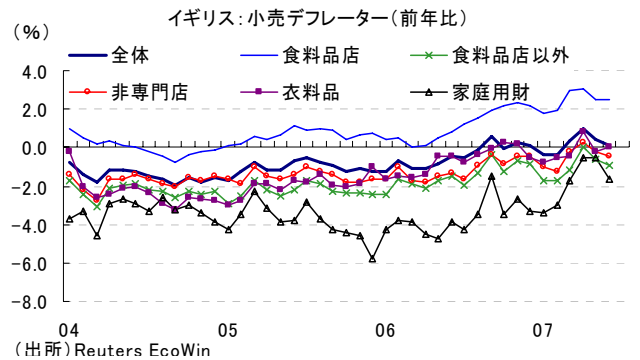
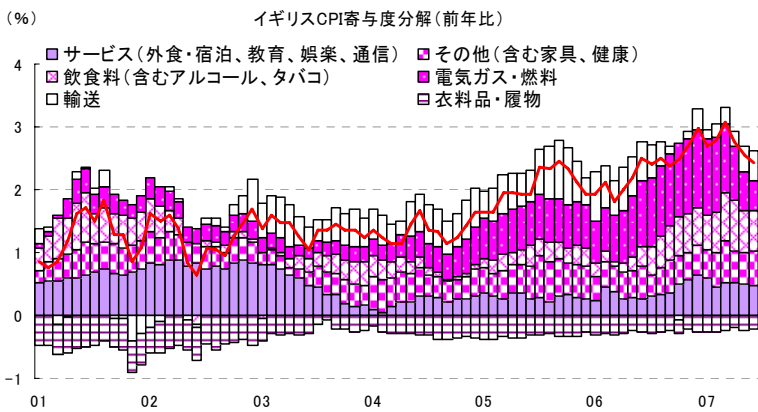
(出所) Reuters EcoWin

## ○イギリス6月消費者物価～電気ガス代の引き下げで伸び鈍化もその効果は期待以下～

6月のイギリス消費者物価は前年比+2.4%と前月(同+2.5%)から伸びが鈍化したものの、市場コンセンサス同+2.3%を上回った。今月の低下は電気、ガス価格の引き下げによるものだが、その効果が期待以下だったといえる。6月の引き下げをもって、5月のインフレーションレポートで予告された一連の引き下げは終了するが、足もとではすでに原油価格が上昇に転じており、電気ガスを除く燃料費については今後上昇してくることも予想される。このため、これまでの電気ガス価格高騰によるベース効果は一部打ち消される結果となるだろう。

一方、コア物価は前年比+2.0%と高い伸びが続いた。BOEが懸念を示す小売物価の上昇については、前月から全体的に伸びが鈍化した。ただし、プラス圏内の伸びは維持しており、消費が好調に推移していることを考えると、このまま伸びがマイナス圏にまで低下し、さらにそれが続くということは想定しにくい。総じて見ると、イギリスの消費者物価は今後伸びの鈍化が見込まれるものの、エネルギーの影響を除いたコア物価は高い伸びが続きそうだ。

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。



## OMPC議事録(7月4、5日分)～利上げ継続の公算が大きい～

MPC議事録により、7月の利上げは6対3で決定したことが判明、市場予想に比べると利上げ反対派が多かった。前月から利上げを主張していたキング総裁他3名の委員は、今回も企業活動の強さに伴う余剰生産能力の縮小などを背景に利上げを主張した。さらに、今月利上げを実施しなければ、必要以上に上げることにつながるとし、金融政策が後手に回ることへの懸念を示した。一方、前月は据え置きに票を入れたバーカー、タッカー両委員は、住宅や消費などの下振れリスクに注意するべきであるとしながらもそのリスクが足元で強まっていないことや、5月のインフレーションレポートや6月の議事録などにより、市場が利上げを織り込んでいることを背景に利上げに賛成した。両委員は、下振れリスクの存在を強調しており、キング総裁らと比べるとインフレ懸念はやや弱いようだ。ロマックス副総裁ら利上げ反対派は、固定金利の普及により過去の利上げの影響がまだ十分に家計に波及していないことや家計の債務残高の積みあがりを見ると、過去の利上げの効果が急速に今後出てくる可能性があり、それを見極める必要があるとした。

7月の理事会でもっとも議論されたテーマは、強い景気と弱い雇用統計の関係をどう解釈すべきか、ということであった。イギリスでは、潜在成長率(+2.75%程度)を小幅上回る成長が続いているものの、失業率の低下幅や雇用者数の伸びは小さなもので、賃金上昇率は抑制された状態が続いている。これに対して、利上げ派は、移民の影響が大きいと考えているようだ。移民の影響で失業者数が構造的に押し上げられている可能性や、移民の就労が正確に捕捉されていない可能性を指摘した。そのため、弱い雇用統計は移民の影響による構造的な面が大きく、この統計をもって余剰生産能力があるという解釈はできないというものであった。一方、据え置き派は、需要側のデータが実態よりも強く出ている可能性や、潜在成長率が想定よりも高く生産能力が逼迫していない可能性を指摘した。従って、弱い雇用統計は実態を示したものであり、生産能力の逼迫によるインフレ懸念はないという解釈である。

実際に、イギリスの雇用統計をみると、昨年半ばまでは就業者数が増加するものの、労働力人口の増加がそれを上回っているために失業率は低下せず、賃金も抑制されるというポジティブな状況であった。しかし、その後、米国経済の鈍化などに伴い、就業者数の伸びが鈍化する一方で、賃金が抑制されていることに嫌気がさした人たちが非労働力化した結果、失業率が低下するというネガティブな状況になっている。ただし、足元では製造業の拡大ペースが年始時点と比べて加速していることなどから、就業者数の伸びにも弱いながらも回復感が感じられる。今後、ユーロ圏経済に加え、米国など世界的な景況感の改善が見込まれることから、労働市場では就業者数の拡大、賃金の上昇が予想される。このため、労働市場に対する判断という観点からも、今回の利上げが正当化されると考える。

先行きを展望すると、これまでの利上げの影響で、今後住宅市場の鈍化が徐々に明確になってくるだろう。住宅価格上昇による資産効果が剥落し、消費の伸びも鈍化することが予想される。ただし、上述のように、雇用・所得環境のさらなる改善が見込まれることを考えると、消費の鈍化はゆるやかなものに留まりそうだ。そ

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。

のため、これまでの原油価格高騰の消費者への価格転嫁は進む可能性が高く、物価を押し上げる要因となるだろう。こうしたことから、今後もBOEのインフレ懸念は弱まることはなく、近く追加利上げが実施される可能性が高いと考える。ただし、前述の通り、タカ派といえるメンバーは4名と半数以下であることから、8月利上げの可能性は低く、次回利上げは年内9月以降と予想する。