



2007・2008年ユーロ圏経済見通し

発表日：2007年8月17日(金)

～輸出の持ち直しに牽引されて、景気は今後も好調さを持続する公算大～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 柵山 順子(03-5221-4547)

要旨

- 4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率は、前期比+0.3%と前期(同+0.7%)から伸びは鈍化し、6四半期振りに潜在成長率を下回った。06年10-12月期、07年1-3月期と高成長が続いたことの反動や異常気象による消費の鈍化によるものと見込まれ、基調としては設備投資や新興国向け輸出を牽引役に景気は堅調さを維持していると考えられる。
- 足元の企業部門は引き続き堅調である。在庫調整の影響で生産は鈍化したものの、好調な新興国向け輸出や強い設備投資需要など内外需要は引き続き強い。
- 4-6月期の家計部門は、異常気象の影響で低い伸びに留まったものの、堅調な企業活動を背景にした雇用・所得環境の緩やかな拡大に伴い、基調としては緩やかな拡大が持続した。
- 先行きを展望すると、米国経済の再加速に伴う米国向け輸出の持ち直しを背景に生産活動は拡大ペースが加速するだろう。このため、設備投資は好調さを保ち、今後も景気の牽引役となるだろう。こうした企業部門の好調は、北京オリンピックが終わる2008年半ばまで持続するだろう。その後は世界経済の鈍化に伴い、ユーロ圏企業部門も鈍化すると予想する。家計部門では、これまでの景気回復に伴う雇用・所得環境の緩やかな拡大を背景に、消費の緩やかな拡大が続くと見込まれる。以上を踏まえると、ユーロ圏実質GDP成長率は、2007年は前年比+2.6%、2008年が同+2.5%と潜在成長率を上回る高成長が続くと予想する。
- 消費者物価については、昨年の原油価格高騰のベース効果が剥落し、今後伸びが加速するだろう。ただし、2008年にはドイツ付加価値税引き上げによる押し上げが剥落する。こうしたことから、消費者物価上昇率は、2007年が前年比+2.0%、2008年は同+1.7%とECBの目標値近傍に収斂していくと予想する。
- ECBは8月2日の政策決定理事会で政策金利を4.00%に据え置いた。急遽開催された総裁記者会見では、物価について「強く警戒する(strong vigilance)」と述べ、9月利上げを示唆した。その後のマーケットの混乱などで不透明感が出始めているものの、こうした混乱が8月下旬までに落ち着けば、当初の予定通り9月利上げが実施されるだろう。ユーロ圏経済は今後も高成長が続くと見込まれることから、ECBは利上げを継続し、政策金利は4.50%まで引き上げられると予想する。一方、2008年については消費者物価の伸びが大きく鈍化する可能性が高いこと、景気の高成長の鈍化が見込まれること等を勘案すると、2008年末に政策金利は引き下げられると予想する。なお、マーケットの混乱が実体経済に影響を与える可能性が出てくれば、政策金利は据え置かれるだろう。

○景気の現状 ～前期の反動や天候要因で成長率は大幅に鈍化～

4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率は、前期比+0.3%と前期(同+0.7%)から伸びは鈍化し、6四半期振りに潜在成長率(+2.25%)を下回った。国別に見ても、ドイツ、フランス、イタリア、スペインなど、主要国が揃って伸びを大幅に鈍化させている。

内訳は発表されていないものの(9月4日公表予定)、月次の統計から推測すると、景気の牽引役は

外需となったようだ。固定資本投資は高い伸びを示した前期（前期比+2.4%）の反動で、消費はドイツの大雨やイタリアの熱波など異常気象が重なった影響でそれぞれ低い伸びになったと予想される。さらに在庫も前期の反動で大幅なマイナス寄与となったようだ。こうした内需の鈍化に伴い、輸入の伸びが鈍化する中、新興国向けや域内向け輸出が高い伸びを維持したため、純輸出が大幅に拡大し、景気の牽引役になったと予想される。このように、4-6月期の成長率の鈍化は前期の反動や異常気象がその要因である。さらに、1-3月期と均してみれば潜在成長率程度の成長を維持していることから、ユーロ圏経済は足元まで堅調な推移が続いていると判断できる。

・企業部門 ～底堅い輸出や内需の拡大を背景に堅調に推移～

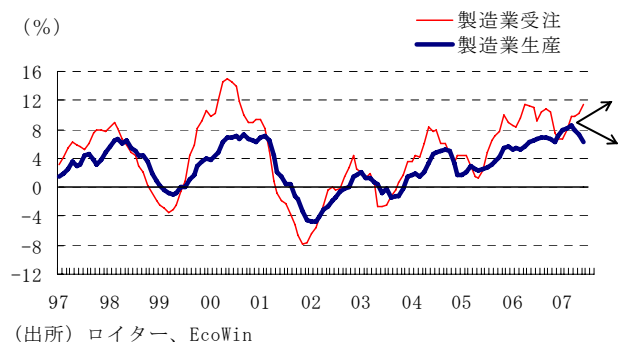
4-6月期の企業部門では、鉱工業生産（除く建設）が前期比+0.3%とおよそ2年ぶりの低い伸びとなった。この背景には、軽微な在庫調整があったと考えられる。1-3月期のGDP成長率を前期比で+0.4%p押し上げるほどであった在庫は、PMIやIfoを見る限り、4-6月期に大きく減少しており、在庫調整が生産を押し下げたと言える。こうした中、これまでユーロ圏経済を牽引してきたドイツでは、受注の高い伸びが続いており（図表1）、製造業は堅調さを保っていると判断できる。

輸出の伸びは鈍化基調が続いているものの、過去と比べると高水準を維持している。足元では米国など先進国向け輸出は前年対比で減少しているものの、新興国やユーロ域内（除くユーロ圏）向け輸出が牽引する形で（図表2）、全体としては高い伸びが続いている。

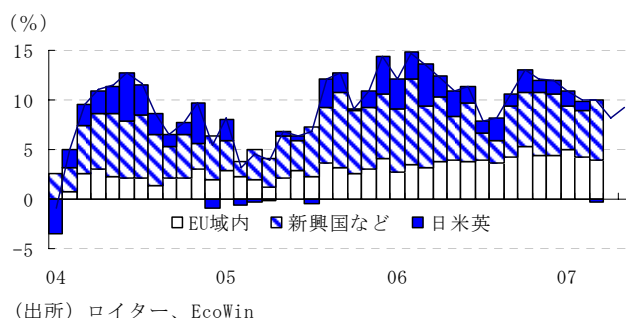
このように海外需要が底堅い推移が続いていることに加えて、去年は高成長にもかかわらず設備投資を抑制していたこともあり、ユーロ圏の設備稼働率はITバブル期の水準を上回っている（図表3）。また、足元の主要国の企業マインドでは、先行きに対する見方がユーロ高など悪条件の割に楽観的なものとなっており、引き続き企業マインドは良好と言える。こうしたことから設備投資需要は引き続き強く、資本財生産の好調な推移が生産活動を押し上げる要因の一つとなっている（図表4）。

総じて見れば、ユーロ圏製造業に対する需要は国内外ともに引き続き堅調に推移している。従って、4-6月期に生産は鈍化したものの、底堅い需要に支えられ製造業は堅調さを保っているといえる。

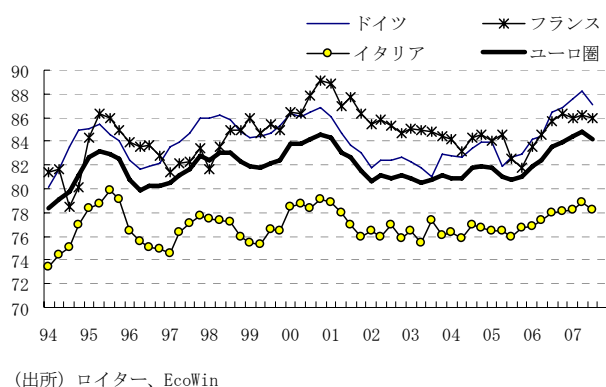
（図表1）ドイツ製造業関連指標
（3ヶ月移動平均前年比）



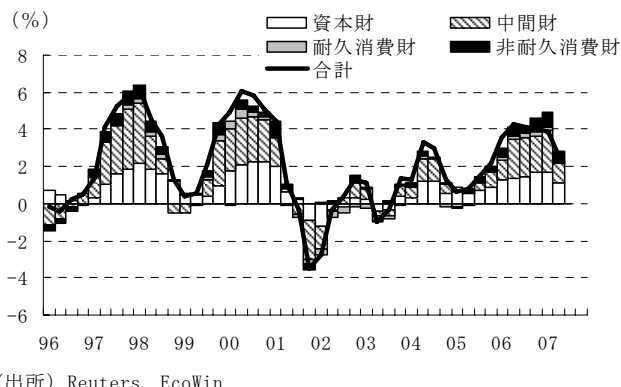
（図表2）ユーロ圏輸出の推移（前年比）



（図表3）設備稼働率



（図表4）鉱工業生産（前年比）



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。

・家計部門 ～天候要因で押し下げられるも、雇用・所得環境の改善を背景に拡大基調が持続～

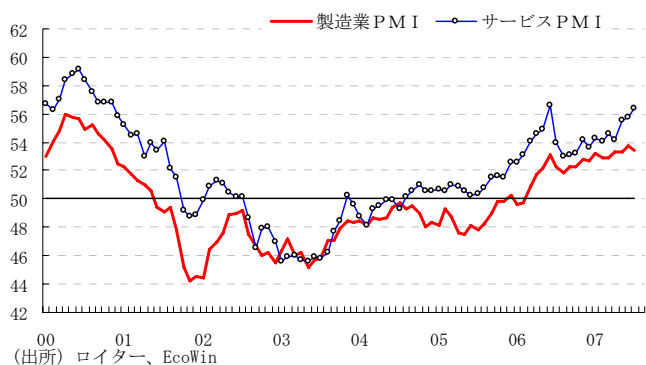
4－6月期の家計部門は、ドイツの大雨など異常気象の影響で消費が伸び悩んだものの、基調としては緩やかな拡大が持続した。

まず、ユーロ圏の雇用環境をみると堅調な企業活動を背景に緩やかな拡大が持続している。雇用者数の増加を牽引しているのは引き続きサービス業であるが、製造業においてもPMIの雇用指数は50を上回る推移が続いており（図表5）、幅広い産業で雇用の拡大が続いていると考えられる。これを受け、失業率は過去最低水準の更新が続いている（図表6）。

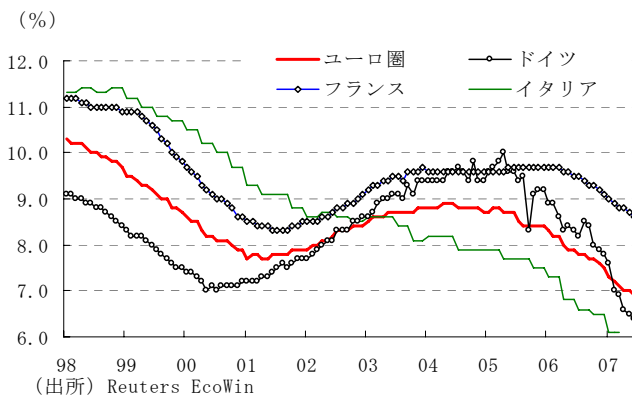
所得環境をみると、このような労働需給の引き締まりを背景に賃金の緩やかな改善が続いている。フランス、イタリアが安定的な拡大基調を保っていることに加え、実質賃金の低下が続いていたドイツでも、IGメタルの賃金交渉が前年比+4.1%と比較的高い伸びで妥結するなど、製造業の賃金には明確な回復が見える（図表7）。

4－6月期の小売売上高は、前期比+0.2%と前期（同▲0.1%）から伸びが加速した。しかし、2006年中の小売売上高は、雇用環境の改善に伴い前期比+0.5%程度の伸びが続いた。そうした中、1－3月期はドイツ付加価値税引き上げに伴い、大きく落ち込んでいたことを考えると、反動増がないだけでなく、昨年（2006年）の平均にも届かない4－6月期の伸びは期待はずれの結果と言える。この背景には、ドイツの大雨やイタリアの熱波など異常気象の影響が挙げられる。実際に、ドイツでは4月の小売売上高が前月比+1.6%と高い伸びになるなど、1月の大幅な落ち込み以降、持ち直しが続いていた。ところが、5月に入ると数十年ぶりという大雨の影響で同▲2.5%と大幅に落ち込み、6月も雨の多い天候が続き冴えない結果となった。こうした中、特に異常気象に見舞われなかったフランスでは、所得税減税が実施されたこともあって、雇用所得環境の改善に合わせる形で消費の拡大が続き、ユーロ圏個人消費を支えた（図表8）。

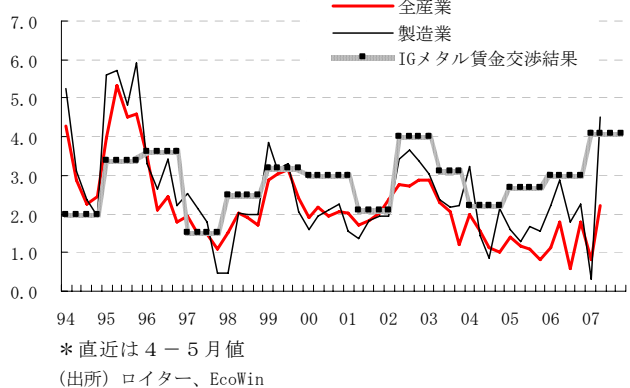
（図表5）ユーロ圏PMI（雇用）



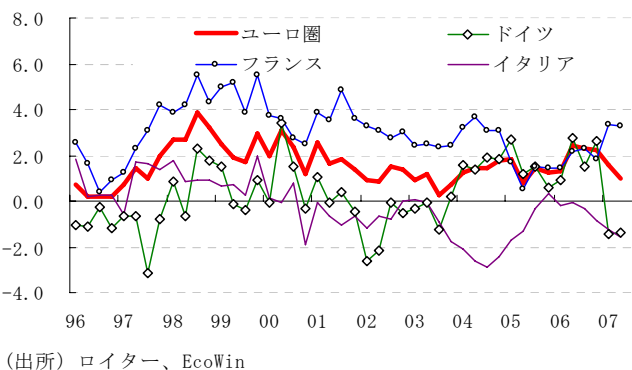
（図表6）ユーロ圏失業率



（図表7）ドイツ 賃金上昇率（前年比）



（図表8）小売売上高の推移（前年比）



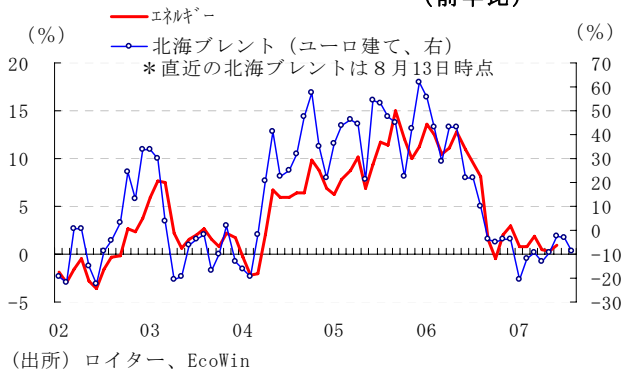
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

・物価、金融政策～物価安定も金利引き上げは継続～

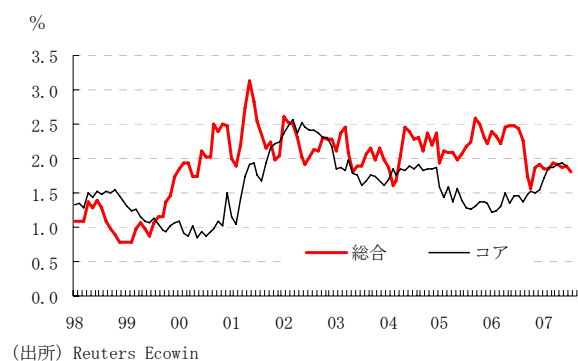
原油価格低下を受けてエネルギー価格の伸びが鈍化したことを背景に（図表9）、7月の消費者物価は前年比+1.8%と、11ヶ月連続でECBが目標としている同+2.0%を下回った（図表10）。一方、7月のコア指数（除く食品・エネルギー・アルコール・たばこ）は、同+1.9%と徐々に伸びが高まってきた。生産者物価をみても、生産者物価全体では大幅に伸びが鈍化しているものの、消費財価格については緩やかな上昇が続いている。消費の拡大に伴い、これまでの原油価格高騰の影響などが少しずつ消費者に価格転嫁されてきていると考えられる。

こうした中、ECBは8月2日の政策決定理事会で政策金利を4.00%に据え置いた。月報の序文では、物価の先行きについて、次月利上げを示唆する「強く警戒する（strong vigilance）」とした。また、金利水準について「良好な経済を考えると、依然緩和的である」とし、さらに「中期的な物価安定のために、タイムリーな対応をとることが正当化されている」とするなど、政策金利は中立的と見なすことが出来るレンジに入ったものの、強い景気動向を背景に利上げは継続する姿勢を示した。

（図表9）ユーロ圏エネルギー価格
（前年比）



（図表10）ユーロ圏消費者物価（前年比）



○見通し ～08年半ばまでは高成長が続く～

今後のユーロ圏経済は、輸出の持ち直しや設備投資の好調持続を背景に企業部門は好調な推移が続くだろう。こうした企業部門の好調さは、北京オリンピックが終わり、世界経済の鈍化が見込まれる2008年半ばまで続くだろう。一方、家計部門は雇用環境の改善に伴い緩やかな拡大が続くものの、企業の人件費抑制姿勢が強いことを考えると、景気の牽引役とまではならないと予想される。このため、ユーロ圏景気も2008年半ば以降、徐々に鈍化すると見込まれる。2007年の実質GDP成長率は前年比+2.6%と高い成長が続くだろう。一方、2008年についても年前半の高成長を受けて、同+2.5%と、潜在成長率を上回る成長になると予想する。

・企業部門 ～今後は輸出の持ち直しを背景に拡大ペース加速～

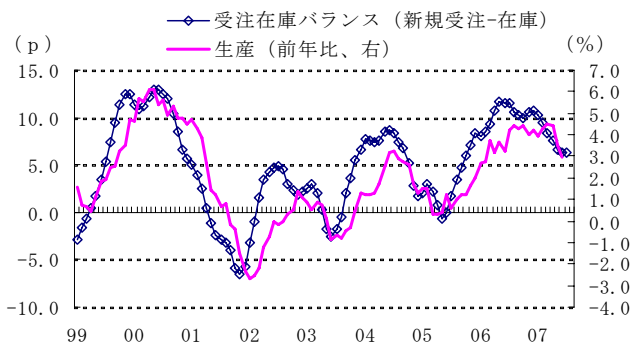
先行きを展望すると、米国経済の再加速、ユーロ高の一服を背景に生産活動は拡大ペースが加速するだろう。

4-6月期に生産を抑制し、在庫を削減したため、足元では在庫調整圧力はほとんど高まっていない（図表11）。また、今後は米国経済の再拡大に伴って、輸出の持ち直しが予想される。そのため、年末頃には、輸出を牽引役に生産の拡大ペースが加速すると予想する。生産の加速が予想される中、足元の設備稼働率が引き続きITバブル期並みの高水準であること、企業の設備投資計画が強いことから（図表12）、今後も設備投資は好調さを保ち、景気の牽引役となるだろう。設備投資が好調なドイツの減価償却費優遇制度が2007年度いっぱい終了することも、2007年の設備投資を押し上げる

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。

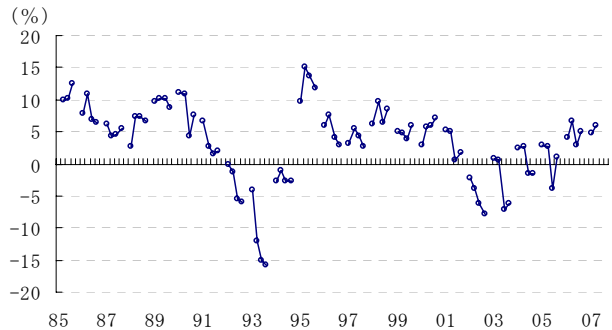
要因となるだろう。こうした企業部門の好調は、北京オリンピックが終了する2008年半ばまで続くとして予想する。その後は、世界的に景況感の悪化や在庫調整局面入りが見込まれる。ユーロ圏経済も、これまで景気を牽引してきた設備投資に一服感が生じ始め、2008年後半には企業部門は鈍化に転じるだろう。

(図表11) 生産と在庫調整 (3ヶ月平均)



(出所) ロイター、EcoWin

(図表12) ユーロ圏設備投資計画調査 (全産業、前年比数量)



(出所) EU委員会資料より、当社作成

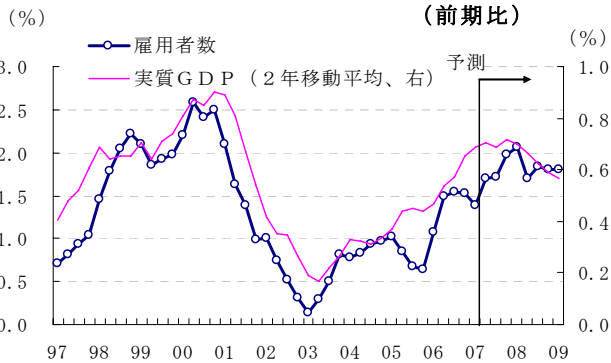
・家計部門 ～雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費の緩やかな拡大は持続～

家計部門をみると、前述のように、先行きも企業部門の堅調な推移が見込まれることから、これまでの景気拡大を受けた雇用環境の改善が途絶えることはなく、雇用者数の増加に伴って雇用者報酬は緩やかな拡大が持続するだろう。雇用所得環境の改善を背景に、個人消費も緩やかな拡大基調が持続すると予想される (図表13)。

これまで伸び悩んでいた所得についても、失業率がユーロ圏統合以来の最低水準を更新する中、企業の人手不足感は続いており、2008年にかけてもう一段の所得の回復が見込まれる。特に、企業の人件費抑制姿勢が強く、所得の伸び悩みが顕著であったドイツでも、製造業は企業活動が好調さを保つと見込まれ、所得の回復感が強まるだろう。一方、雇用の大半を担うサービス業については、付加価値税引き上げなどの影響で消費に力強い拡大までは見込みにくく、賃金の安い移民の労働力が豊富であることも考えると、引き続き賃金上昇率は抑制された状況が続く可能性が高い。こうしたドイツの賃金動向を考えると、ユーロ圏全体の所得環境についても、昨年来の景気拡大を受けて、改善はするものの、その程度は緩やかなものに留まるだろう。

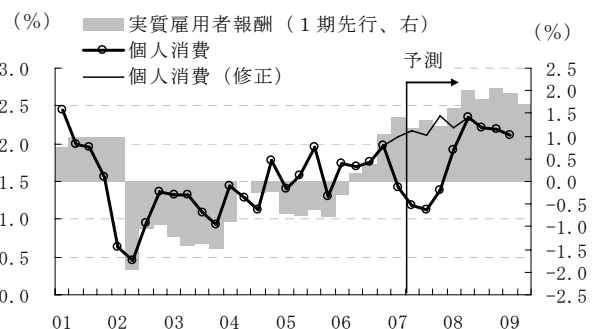
グローバル化の進展の中で、企業の人件費抑制姿勢はユーロ圏全体で強まっている。このため、雇用者数、賃金上昇率ともに、景気の拡大ペースの割には抑制されたものになっている。こうしたことを考えると、景気を牽引するほどに消費の拡大ペースが加速するとは想定しにくい。予測期間中は、雇用所得環境の改善ペースに合わせた形での個人消費の緩やかな拡大が続くだろう (図表14)。

(図表13) ユーロ圏 雇用者数の推移 (前期比)



(出所) ロイター、EcoWinより当社作成

(図表14) 消費の見通し (前年比)



*消費(修正)は、07年上半期が推計値通りに推移したと仮定した。
07年後半以降は、予測値と同じ伸びを使用。
(出所) ロイター、EcoWinより当社作成

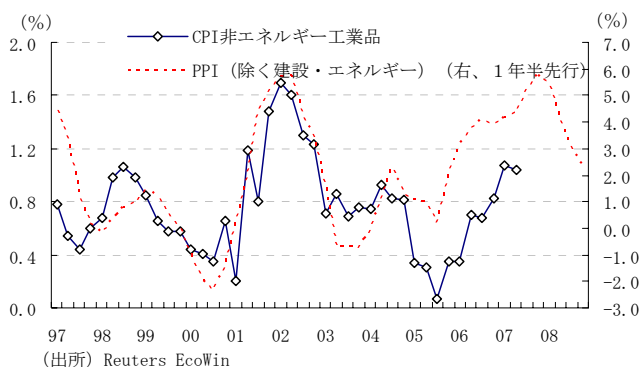
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

・物価・金融政策 ～07年は利上げ継続の公算が大きい～

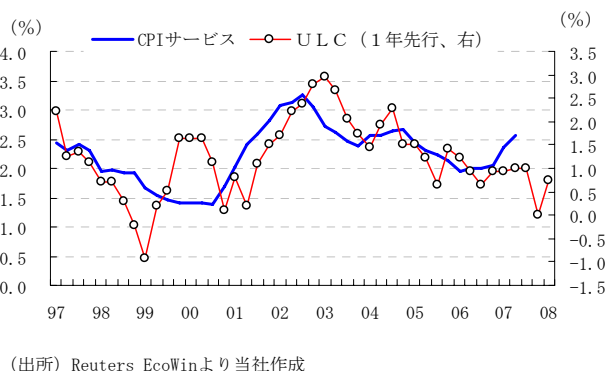
物価については、これまで物価上昇率を鈍化させてきたエネルギー価格のベース効果が剥落し、今後は伸びが高まるだろう。年末には、ECBが目標とする前年比+2.0%を上回る可能性が高い。ただし、2008年には、ドイツ付加価値税引き上げの影響が剥落し、消費者物価上昇率は前年比で▲0.3～▲0.4%p程度押し下げられることもあり、前年比+2.0%を下回る推移となるだろう。

コア指数について、財価格は過去の生産者価格（PPI）上昇の波及による押し上げが続いている。さらに、消費の持ち直しが続く中、これまでの原油価格高騰などのコストが価格転嫁されやすい環境となっており、財価格は今後も緩やかな上昇が続く可能性が高い（図表15）。一方、サービス価格については、ドイツ付加価値税や教育費引き上げの影響に加えて、消費の持ち直しを背景に外食・宿泊サービスの価格も上昇している。基調としては、グローバルな競争激化などを背景に今後も単位労働コストの伸びは限定的なものと思込まれるものの、制度的な要因もあり、当面は高めの伸びが続くだろう（図表16）。こうしたことから、今後コア指数は徐々に伸びが加速すると予想される。しかし、その高まりは、2007年末からのドイツ増税による押し上げ剥落で打ち消され、2008年にはコア指数も大きく低下すると見られる。以上を踏まえると、2007年の消費者物価上昇率は前年比+2.0%、2008年が同+1.7%とECBの目標値近傍に収斂していくと予想する（図表17）。

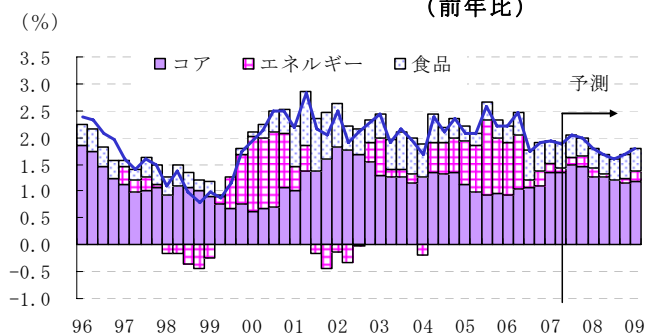
（図表15）CPI非エネルギーと生産者物価の推移（前年比）



（図表16）ULCの推移（前年比）



（図表17）ユーロ圏：消費者物価（前年比）

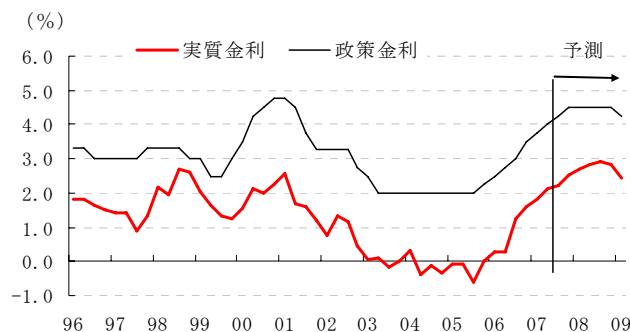


金融政策については、今後も堅調な景気動向を背景に利上げが継続されるだろう。前述の通り、ECBは、足元の4.00%という政策金利を堅調な景気見合いでは緩和的と判断している。また、8月の総裁記者会見やECB月報で、物価の先行きについて「強く警戒する（strong vigilance）」と次月利上げを示唆した。足元では、米国サブプライム問題に関連したマーケットの混乱が続いているものの、8月下旬までに落ち着けば、当初の予定通り9月利上げは実施されるだろう。仮に、マーケットの混乱を背景に9月利上げが見送られたとしても、ECBのインフレ懸念が強いことを考えると、マーケ

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。

ットが落ち着き次第、利上げは実施される可能性が高い。その後も年末にかけては、米国経済再加速などを背景に景気が好調さを持続すると見込まれる一方で、消費者物価上昇率はエネルギー価格やコア価格の上昇に伴い高まってくると見込まれる。このため、ECBは利上げを継続し、政策金利は4.50%まで引き上げられるだろう。一方、2008年に入ると、物価についてはドイツ付加価値税による押し上げ効果の剥落で伸びは鈍化するだろう。こうした中、年後半には景気減速が見込まれ、2008年末には、政策金利が引き下げられると

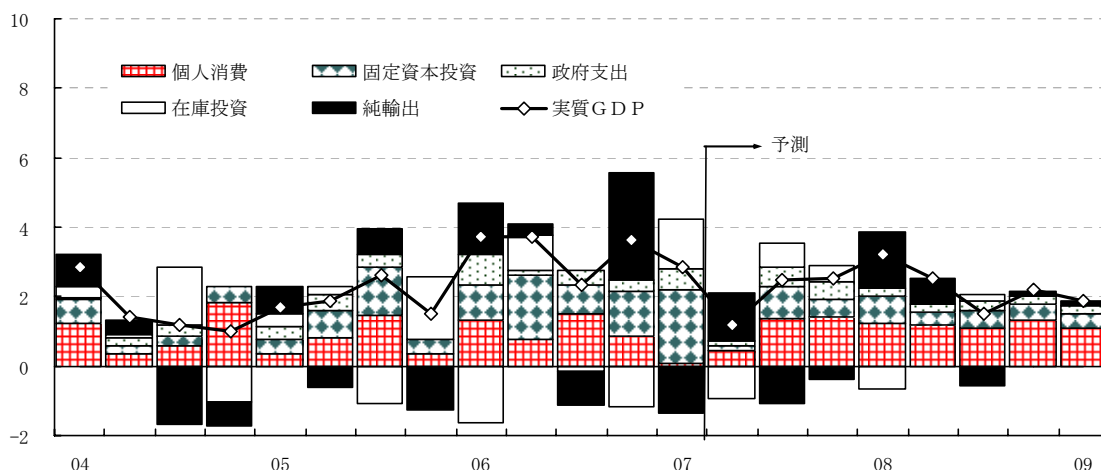
(図表18) 政策金利の推移 (四半期平均)



(出所) Reuters EcoWinより当社作成

予想する (図表 18)。なお、足元のようなマーケットの混乱が、極端に消費者マインドを冷やすなど、実態経済に影響を与える可能性が出てきた場合には、政策金利がすでに中立水準に近いと見られることもあり、利上げは見送られ、政策金利は4.00%で据え置かれるとみられる。

(%) (図表19) ユーロ圏実質成長率 (前期比年率) の見通し



(出所) Reuters EcoWinから当社作成

(図表20) ユーロ圏経済 (前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP		個人消費	固定資本投資	在庫	外需		消費者物価	
		内需					輸出	輸入		
2002	3.5	0.9	(0.4)	0.8	-1.5	(▲ 0.3)	(0.5)	1.6	0.3	2.2
2003	2.9	0.8	(1.5)	1.2	1.1	(0.2)	(▲ 0.7)	1.1	3.2	2.1
2004	3.7	1.8	(1.7)	1.4	1.9	(0.2)	(0.2)	6.3	6.3	2.1
2005	3.5	1.6	(1.9)	1.6	2.8	(0.1)	(▲ 0.2)	4.4	5.2	2.2
2006	4.7	2.9	(1.2)	1.8	5.1	(▲ 0.1)	(0.3)	8.4	8.0	2.1
予測 2007	5.1	2.6	(2.5)	1.4	5.3	(0.1)	(0.2)	5.6	5.3	2.0
2008	4.0	2.5	(2.1)	2.2	2.6	(▲ 0.0)	(0.4)	7.2	6.8	1.7

(注) カッコ内は寄与度

(出所) Reuters EcoWinから当社作成

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。