



EURO Indicators

定例経済指標レポート

Euro Weekly (9/3~9/7)

発表日：2007年9月7日（金）

～金融市場の混乱を背景に、ECBとBOEが揃って政策金利据え置き～

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
9/3（月）	(欧) 8月製造業PMI（確定値）	54.3	54.2	53.3
	(独) 8月製造業PMI	56.0	56.2	53.3
	(仏) 8月製造業PMI	52.5	53.0	56.8
	(伊) 8月製造業PMI	53.6	52.8	54.2
	(英) 8月製造業CIPS	56.3	55.0	55.9
9/4（火）	(欧) 4-6月期実質GDP成長率 (改定値、前期比)	+0.3%	+0.3%	+0.3%
9/5（水）	(欧) 7月小売売上高（前月比）	+0.1%	+0.3%	+0.6%
	(欧) 8月サービス業PMI（確定値）	58.0	57.9	57.9
	(独) 8月サービス業PMI	59.8	58.1	58.5
	(仏) 8月サービス業PMI	58.4	58.5	58.9
	(伊) 8月サービス業PMI	56.2	58.0	58.5
	(英) 8月サービス業CIPS			
9/6（木）	(欧) ECB理事会	4.00%	4.00%	4.00%
	(独) 7月製造業受注（前月比）	▲7.1%	▲2.5%	+5.1%
	(英) BOE金融政策決定会合	5.75%	5.75%	5.75%
	(英) 7月鉱工業生産（前月比）			
9/7（金）	(独) 7月鉱工業生産（前月比）	+0.1%	+0.9%	▲0.2%

～ユーロ圏～

先週発表された統計は、ユーロ圏経済が堅調さを保っていることを示す内容であった。こうした中、開催されたECB理事会では、インフレ懸念は引き続き示したものの、金融市場の混乱を背景に政策金利は据え置かれた。また、10月の利上げを示唆するような文言は発表されなかった。先行きについては、金融市場の混乱が実体経済に影響を与えるかどうかには左右される展開となるが、現段階では実体経済には影響が及ばず、ユーロ圏経済は高成長が続く可能性の方が高いと考えている。だとすれば、短期市場が落ち着き次第、ECBは利上げを再開し、年内に政策金利は4.25%にまで引き上げられると予想する。世界的な景況感次第では、年始にさらに利上げを実施することも可能になるだろう。

～イギリス～

先週発表された統計は、最大貿易相手国であるユーロ圏経済の堅調な推移を背景に、イギリス経済も製造業を中心に拡大ペースが加速していることが示された。こうした中、BOEは金融市場の混乱を見極めるには時間が必要とし、政策金利を据え置いた。今後は、これまでの利上げを背景とした住宅価格の鈍化が、消費の伸びを弱め、景気のパフォーマンスも低下してくると予想されることから、政策金利は年内据え置かれるだろう。

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。

		7-9 月期	08 年 1-3 月期	
ユーロ圏	景気	→	↗	内需が底堅さを持続。今後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。輸出の再加速に牽引され拡大ペースが加速する見込み。
	家計	↗	↗	雇用所得環境の改善に伴い拡大基調が続く。年末には労働市場も徐々に逼迫感が出始め、賃金の緩やかな上昇を受けて、消費も拡大が明確化するだろう。
	物価	↗	↘	昨年の原油価格高騰による押し下げ剥落や消費拡大によるコアの高まりを受け、物価の伸びは加速。来年はドイツVATの影響剥落で伸びは一旦鈍化。
イギリス	景気	↘	↘	これまでの利上げの影響による内需の鈍化を背景に、景気の拡大ペースも徐々に鈍化してくる見込み。
	企業	→	→	金融業を牽引役にサービス業は好調さを持続。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くだろう。
	家計	↘	↘	住宅価格の伸びの鈍化にあわせる形で消費は鈍化。ただし、雇用環境の改善がそれを下支えすると見込まれ、鈍化は緩やかなものに留まるだろう。
	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。

○ (欧) 4-6 月期実質 GDP (改定値) ~ 輸出と消費が牽引役に ~

(前期比、%)

ユーロ圏実質 GDP 成長率

	ユーロ圏								ドイツ 実質 GDP	フランス 実質 GDP	イタリア 実質 GDP				
	名目 GDP	実質 GDP	内需				外需					デフレ率			
			(寄与度)	個人消費	固定資本投資	在庫投資 (寄与度)	政府支出	(寄与度)					輸出	輸入	
2005年	4-6	+1.0	+0.5	(+0.8)	+0.4	+1.6	(+0.1)	+0.7	(▲ 0.2)	+2.1	+2.9	+0.5	+0.3	+0.2	+0.6
	7-9	+1.1	+0.7	(+0.4)	+0.6	+1.4	(▲ 0.3)	+0.3	(+0.2)	+2.2	+1.9	+0.5	+0.6	+0.7	+0.4
	10-12	+1.1	+0.4	(+0.7)	+0.1	+0.8	(+0.4)	+0.1	(▲ 0.4)	+1.0	+2.0	+0.7	+0.3	+0.4	▲ 0.1
2006年	1-3	+1.1	+0.9	(+0.3)	+0.7	+0.6	(▲ 0.4)	+1.0	(+0.4)	+3.1	+2.2	+0.2	+0.8	+0.7	+0.8
	4-6	+1.6	+1.0	(+1.1)	+0.4	+2.7	(+0.3)	+0.2	(+0.1)	+1.6	+1.3	+0.6	+1.3	+0.9	+0.6
	7-9	+1.0	+0.6	(+0.5)	+0.5	+0.7	(▲ 0.0)	+0.5	(▲ 0.3)	+1.1	+1.9	+0.5	+0.7	+0.1	+0.3
	10-12	+1.4	+0.9	(+0.3)	+0.5	+1.7	(▲ 0.5)	+0.4	(+0.7)	+3.1	+1.6	+0.5	+1.0	+0.4	+1.1
2007年	1-3	+1.4	+0.7	(+0.8)	+0.0	+2.0	(+0.2)	+0.8	(▲ 0.1)	+0.8	+0.9	+0.6	+0.5	+0.5	+0.3
	4-6	+0.9	+0.3	(+0.1)	+0.5	▲ 0.2	(▲ 0.1)	+0.1	(+0.2)	+1.1	+0.6	+0.5	+0.3	+0.3	+0.1

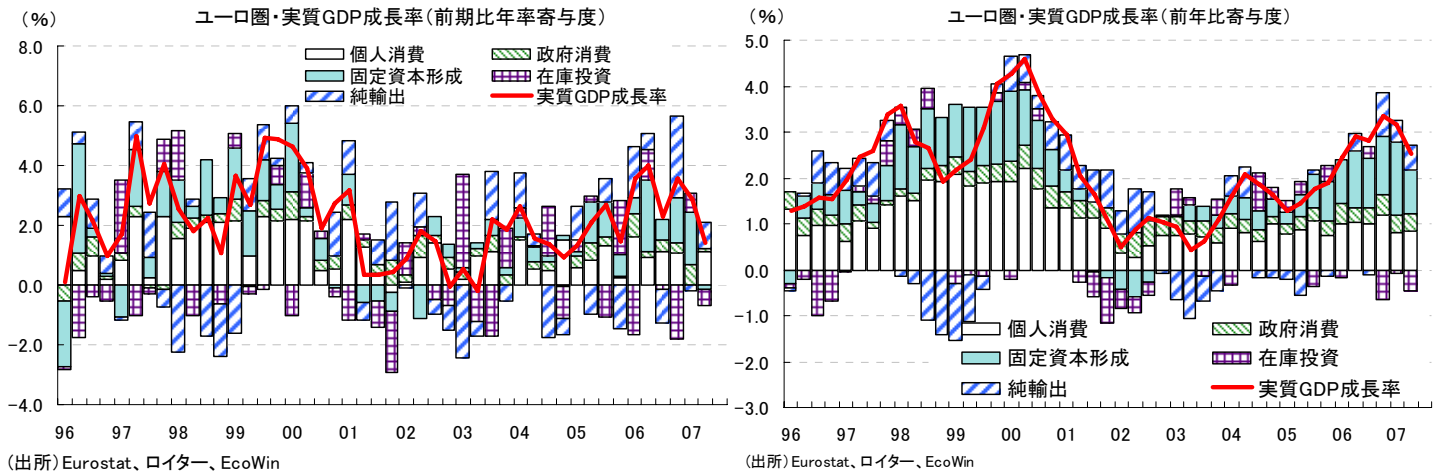
(出所) 欧州委員会、Reuters EcoWin

ドイツ・フランス・イタリアのGDPは各国統計局発表数値

(注) 在庫、純輸出は前期比寄与度

4-6 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は、前期比+0.3%、前年比+2.5%と速報値から変わらなかった。内訳をみると、景気の牽引役は個人消費と輸出であった。個人消費については、天候不順の悪影響の中であったが、前期がドイツ付加価値税引き上げの影響で低い伸び（同+0.0%）だったことや、雇用所得環境の改善が続いていることを背景に、伸びが拡大した。一方、これまで景気を牽引してきた固定資本投資については、前期の建設投資が暖冬の影響で高い伸びを示した反動でマイナスの伸びとなり、成長を押し下げた。また、4-6 月期は、企業部門で在庫調整が行われた結果、在庫はマイナスの寄与となった。こうした企業部門の鈍化を背景に輸入は前期から鈍化したものの、輸出は新興国向けなどの好調を背景に高い伸びが続いたため、純輸出が拡大し、成長を押し上げた。総じて見れば、これまで企業主導であったユーロ圏経済の景気拡大は、雇用環境の改善を通じて、徐々に家計部門に波及してきており、バランスのとれた成長になってきたといえる。

先行きについては、足元の金融市場の混乱の影響次第といった感があるが、後述の通り、現段階では金融市場の混乱は実体経済に大きな影響は与えない可能性が高い。今後も米国経済をはじめとする世界経済の拡大持続を背景に、ユーロ圏経済は好調さを持続するだろう。



○ (欧) ECB理事会～金融市場の混乱を背景に政策金利は据え置き～

ECBは、9月6日の理事会で政策金利の据え置きを決定した(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%)。声明文の内容をみると、景気は堅調に推移しており、物価には上振れリスクがあるとの見方に変更はなく、政策金利の水準についても依然緩和的なサイドにあるとの判断を維持した。一方で、足元の金融市場の混乱を背景に、景気の見通しなどでは不確実性が高まっているとし、さらなる情報収集や新しい情報の確認の必要があるとした。こうしたことから、ECBは金融市場の混乱を背景に利上げを見送ったといえる。また、当面の金融政策を示すとして注目されるキーワードについては、「非常に注意深く監視する (monitoring very closely)」と述べるにとどめており、10月の利上げを示唆することはなかった。

9月の政策金利引き上げの有無については、米国サブプライム問題に関連する金融市場の混乱を背景に、ECBの対応も二転三転していた。これまでの経緯を整理すると、8月3日の理事会後にトリシェ総裁が緊急記者会見を開催し「強く警戒する (strong vigilance)」と9月利上げを示唆したため市場では利上げをほぼ100%織り込んでいたものの、その後の金融市場の混乱、ECBによる大量資金供給(8月9日～)を経て、利上げ期待は弱まってきていた。8月22日には金融政策の方針には変更がないとの旨が発表され、再び利上げ期待が高まったものの、27日にトリシェ総裁が会見を開き、金融政策の方針には変更がないものの、金融市場の動向を見極めながら決定すると発言したため、利上げ期待は再び弱まった。さらに、理事会前日である9月5日には、トリシェ総裁が金融マーケットの混乱を収めるための対応策を準備していると発言、利上げ期待は完全に消滅しており、今回の政策金利据え置きについては特にサプライズはなかった。

同時に発表された景気、物価見通し(3ヶ月ごとに発表)をみると、景気見通しは、2007年について前回(6月予測)からやや下方修正されたものの潜在成長率(2.25%程度)を上回る成長が、2008年については前回から変更なく潜在成長率程度の成長が予想されている。2007年の下方修正の背景としては原油価格の想定値の引き上げや、金融市場のタイト化を挙げた。また、景気見通しのリスクは下振れとし、リスクの一つに金融マーケットのリスク再評価のインパクトを挙げた。

物価見通しについては、前回から特に変更はなく、2007年後半に物価上昇率は高まるものの、2008年には、ECBの目標水準程度に収まるとしている。ただし、2008年については、雇用環境の改善やそれに伴う家計消費の拡大を背景にしたユニットレーバークロス上昇による物価押し上げ圧力を、付加価値税の影響剥落が打ち消すとの見方を示した。なお、引き続き物価見通しのリスクは上振れとしており、リスクとしては予想以上

ECB景気見通し (%)

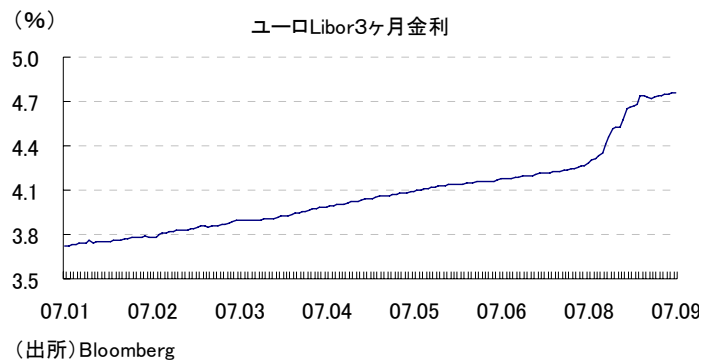
		07年	08年
HICP	9月見通し(今回)	1.9-2.1	1.5-2.5
	6月見通し(前回)	1.8-2.2	1.4-2.6
GDP	9月見通し(今回)	2.2-2.8	1.8-2.8
	6月見通し(前回)	2.3-2.9	1.8-2.8

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。

の賃金上昇や企業の値上げ圧力の高まりなどを挙げた。

また、金融分析については、物価上振れリスクがあるものの、金融市場でのリスク再評価が、マネー拡大に影響を与える可能性が高いとした。総じて見て、声明文は全体的に金融市場の混乱による不確実性の高まりを非常に強調した内容になっている。

実際に、景気の先行きについては、足元までの金融市場の混乱が实体经济にどの程度の影響を与えるかによって左右される。ユーロ圏の短期金融市場では、いまだに混乱が続いており、銀行間取引の金利であるユーロ Libor 3ヶ月物金利も高止まりが続いている。どの金融機関がどれほどの米国サブプライム問題関連の資産を抱えているのかが不明なため、疑心暗鬼から手元資金を積み増す金融機関が増え、資金の出し手がないために、銀行間での取引は資金がタイトな状態が続いている。



ただし、ECBは6日も資金供給に応じるなど、短期金融市場に対してきめ細やかな対応を行っている。また、足元までの世界的な景況感、9月の米国ISM統計などに見られるように、ほとんど悪化はみられない。さらに、ユーロ圏経済の牽引役であるドイツではバランスシートの改善が進展しており、設備投資資金さえも内部留保の枠内にほぼ収まっていることを考えると、ユーロ圏経済が足元の金融市場の混乱から直接悪影響を受ける可能性は低いと考えられる。一部の報道では、ドイツ金融機関の不安定さが報じされているが、すでに政府系金融機関が支える例が出たことや、ECBが理事会で長期の資金供給の実施を決定したことなどを考えれば、实体经济に深刻な影響を与えるような事態とはならないだろう。こうしたことを考えると、現段階では金融市場の混乱は实体经济に影響を与えず、ユーロ圏経済の好調は持続、それに伴いECBも利上げを再開する可能性の方が高いと判断する。

これまで、ECBは潜在成長率を2.25%とし、4.00%の政策金利に対して緩和的なサイドにあるとしてきたことを考えると、景気が堅調さを維持するならば、政策金利が中立金利といえる4.25%に引き上げられることは確実だろう。その後、米国経済が当社見込み通り加速するならば、輸出を牽引役にユーロ圏経済も潜在成長率を上回る成長を遂げると予想されるため、年明け以降には引き締め域と考えられる4.50%までの利上げも可能になるだろう。

なお、次回利上げ時期については、少なくとも銀行間の取引金利が落ち着き次第となろう。質疑応答でトリシェ総裁は「資金供与（による金融緩和）と利上げ（による金融引き締め）は異なる事柄である」、「資金供与を実施することを金融政策上のスタンスと混同してはならない」としたものの、利上げのインパクトが計り知れない中では、銀行間金利が落ち着くまでは利上げは見送られるだろう。

(声明文の内容は最終ページを参照)

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。

○ (欧) 8月製造業PMI (確定値) ~景気は好調さを維持~

ユーロ圏製造業PMI

		総合								ドイツ	フランス	イタリア
		生産	新規受注	雇用	配達時間	在庫	投入価格	産出価格				
2006	5	57.0	59.5	58.9	52.1	39.4	49.7	71.1	55.6	58.5	56.1	56.6
	6	57.7	60.1	59.3	53.1	38.5	50.1	71.5	56.0	59.5	56.1	57.5
	7	57.4	59.4	59.1	52.3	37.4	49.7	73.5	57.3	58.9	57.2	56.1
	8	56.6	58.4	57.7	51.9	39.1	51.2	68.7	55.2	58.3	56.2	54.8
	9	56.6	58.2	58.4	52.3	39.6	50.8	69.3	56.0	58.4	56.0	54.8
	10	57.0	58.6	58.9	52.2	39.6	51.7	68.1	55.3	58.2	56.3	56.2
	11	56.6	57.8	58.4	52.8	40.1	50.5	64.0	55.0	58.3	56.5	54.8
	12	56.5	58.0	57.8	52.7	39.9	51.3	62.9	55.9	59.4	54.2	55.0
2007	1	55.5	57.0	56.5	53.2	42.1	50.0	66.5	58.4	58.5	52.4	53.5
	2	55.6	58.0	56.8	52.9	43.0	49.3	64.2	57.5	57.2	53.4	54.2
	3	55.4	57.5	56.4	52.9	42.5	49.2	66.1	57.0	56.9	53.8	53.8
	4	55.4	56.9	55.8	53.3	41.6	50.2	65.6	54.7	57.0	53.9	53.9
	5	55.0	56.1	55.4	53.3	41.5	49.2	64.3	54.5	56.1	54.3	55.0
	6	55.6	56.8	56.2	53.7	41.5	49.8	66.0	54.3	57.3	53.8	54.0
	7	54.9	56.0	55.3	53.5	42.2	49.3	67.1	54.5	56.8	53.3	53.3
	8	54.3	56.1	54.8	52.5	43.3	48.6	62.3	53.6	56.0	52.5	53.6

(出所) Reuters Ecwin

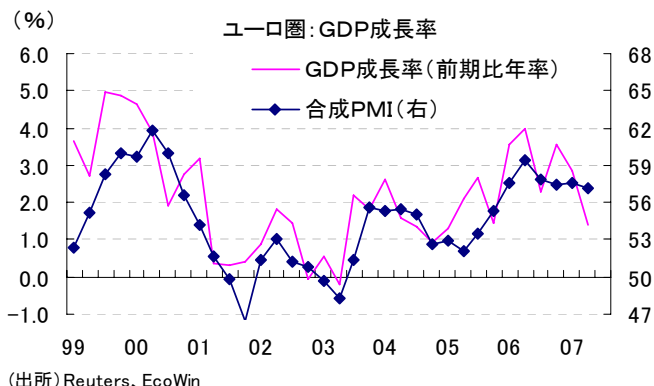
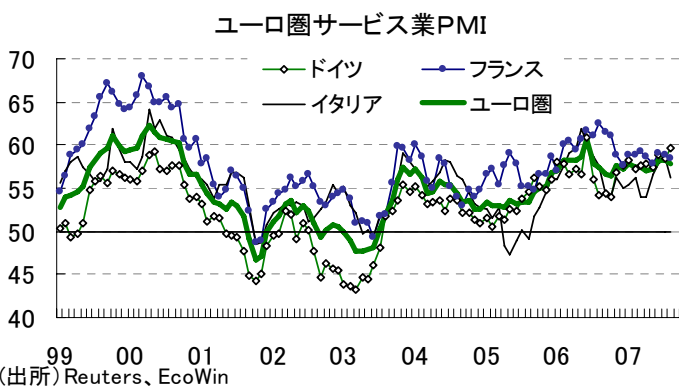
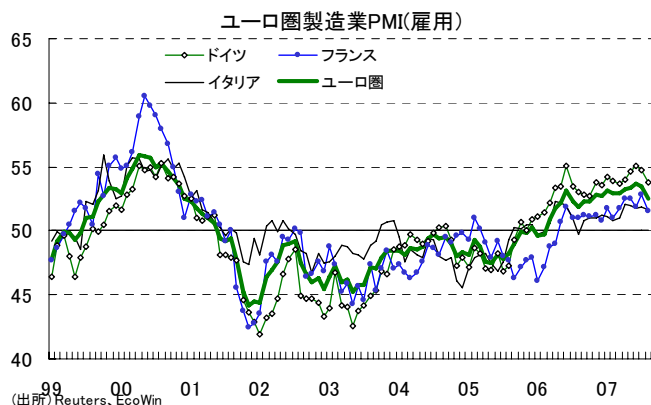
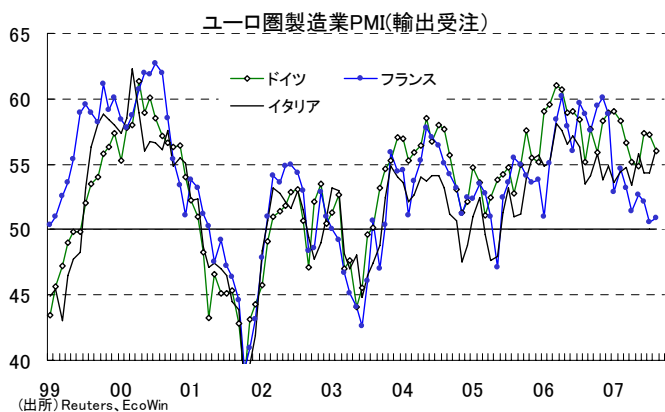
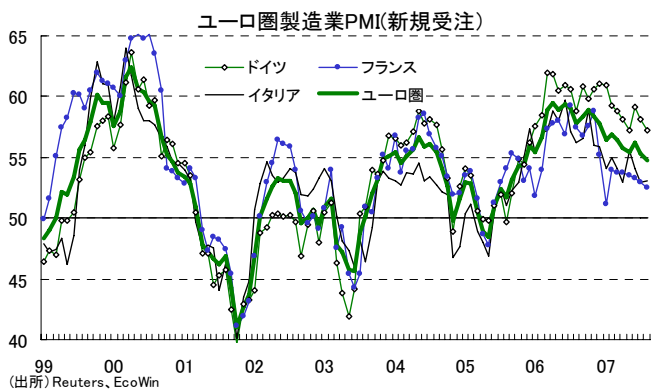
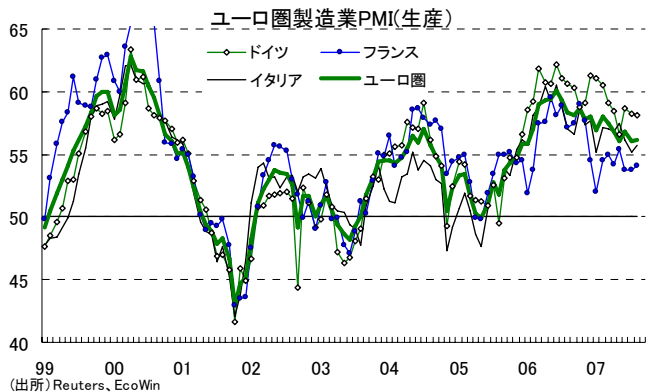
8月のユーロ圏製造業PMIは54.3となり、ユーロ高や原油高を背景とした緩やかな拡大ペースの鈍化が続いた。ただし、新興国向け輸出の好調などを下支えに、その鈍化ペースは非常に緩やかなものに留まっている。この結果、水準としては高水準を維持しており、前回ピーク(54.7)を小幅下回る程度である。こうしたことから、ユーロ圏製造業は8月も堅調な推移が続いたと判断できる。

主要国別にみると、ドイツは56.0と前月(56.8)から低下し、1年半ぶりの低水準となった。生産は前月からほぼ横ばいで推移したものの、輸出受注が鈍化したため、国内とあわせた新規受注が低下し、全体を押し下げた。発表元であるNTCによると、消費財、中間財受注は好調を維持したものの、資本財受注が鈍化したようだ。これは、ここ数ヶ月、輸出受注を押し上げていたエアバスからの受注分が剥落した影響とみられ、今後も鈍化が続くというようなものではない。フランスでも、輸出受注や新規受注が冴えない中、人手不足感が弱まったことを受けて、52.5と前月(53.3)から低下が続いた。ただし両国ともに、昨年後半以降続く緩やかな鈍化基調の範囲内であり、牽引役のドイツの水準は過去と比べると依然高いことも考えると、世界経済の鈍化やユーロ高の中、ユーロ圏製造業はむしろ堅調さを保っているといえるだろう。

先行きを展望すると、ユーロ圏製造業は世界経済の拡大ペース加速を背景に堅調な推移が続くと見られる。牽引役であるドイツでは、足元まで設備投資や輸出が好調さを維持している。今後、米国経済を中心に世界経済の拡大持続が見込まれることを勘案すると、これまで鈍化基調の続いていた輸出受注の拡大が見込まれる。また、雇用所得環境の改善を背景に、家計部門も持ち直しが続いており、各国の国内需要も製造業の下支えになるだろう。ただし、足元では米国サブプライム問題に関連した金融マーケットの混乱や、世界経済の先行きに対する不透明感の高まりが生じている。世界経済の先行き不透明感の高まりは企業マインドを悪化させ、設備投資の抑制要因となる。ドイツ経済の牽引役が設備投資と投資財輸出であることを考えると、その先行きにとって大きなリスク要因と言える。前述の通り、金融市場の混乱が实体经济に影響を与える可能性は低いとみられるものの、今後も企業マインドの変化には注意が必要である。

サービス業PMIについては、主要各国で改善しており、雇用環境の改善が徐々に家計部門に波及してきている姿が確認できる。この結果、合成PMIは57.4と前月(57.5)からほぼ横ばいで、7-9月期もユーロ圏景気は好調さを維持する可能性が高まった。

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。

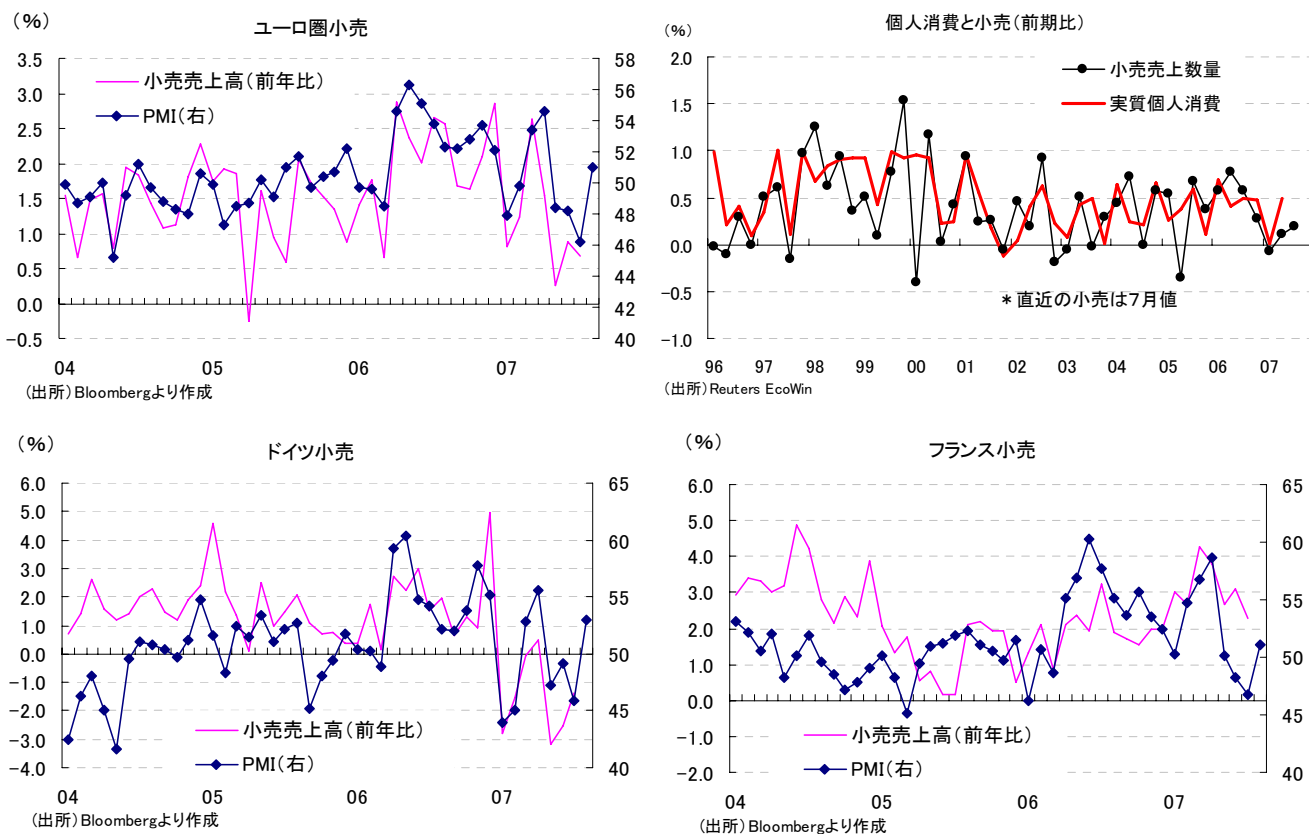


○ (欧) 7月小売売上高～消費に持ち直しの兆し～

7月のユーロ圏小売売上高は前月比+0.1%と、比較的高い伸びを示した前月(同+0.6%)から、拡大が続いた。主要国別に見ても、ドイツが6月に高い伸びを示した後となるにもかかわらず、7月分も前月比でプラスの伸びを維持したことに加えて、フランスでは堅調な推移が続いている。年明け以降のユーロ圏家計消費は、年始のドイツ付加価値税引き上げや5月以降にドイツ、イタリアなどを襲った異常気象の影響で、冴えない動きが続いていた。ここへ来て、それら押し下げ要因が剥落し、雇用環境の改善にそったペースでの持ち直しの兆しが出始めている。

すでに発表されたドイツの8月失業率は8.9%と前月(9.0%)から低下していることや、8月の各種PMIの雇用指数は引き続き人手不足感が強いことなどから、8月も雇用環境の改善が続いたようだ。先行きについては、金融市場の混乱次第ではあるものの、現段階では景気の堅調さが維持され、雇用環境も改善基調が続く可能性が高い。こうしたことから、今後もユーロ圏家計消費は持ち直しが続くと予想される。

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。



○ (英) BOE金融政策決定会合～金融市場の混乱を警戒、政策金利は据え置き～

9月5、6日のBOE金融政策決定会合で、政策金利の据え置きが決定された(現在の政策金利は5.75%)。発表された声明文では、企業の生産活動の拡大が続いているため、余剰生産能力がわずかとなっており、企業の値上げ圧力が徐々に高まってきていることに対する懸念を示した。一方で、当面は物価がBOEの目標(前年比+2.0%)近辺で推移する可能性が高いこと、消費に鈍化の兆しがあること、賃金は引き続き抑制されていることを挙げており、インフレ懸念が差し迫ったものではないことを示した。また、足元の金融市場の混乱が、企業や家計に対する貸出にどのような影響を与えるのか、ひいては物価にどのような影響を与えるのかを判断するのは時期尚早とした。総じて見れば、インフレ懸念が差し迫ったものでないことから、金融市場の混乱の波及を警戒して、政策金利を据え置いたといえる。

先行きを展望すると、これまで景気の牽引役である消費を押し上げてきた住宅価格の伸びは、昨年8月より続く政策金利の引き上げを背景に今後は徐々に鈍化すると予想される。住宅価格の鈍化に伴い消費の伸びが弱まり、イギリス経済のモメンタムも徐々に低下してくるだろう。BOEのインフレ懸念がそれほど強くないことも勘案すると、金融市場の動向を警戒している間に景気のモメンタムが低下し、結果的に政策金利は5.75%で据え置かれると予想する。

○ (英) 8月製造業CIPS～景気は好調さを維持～

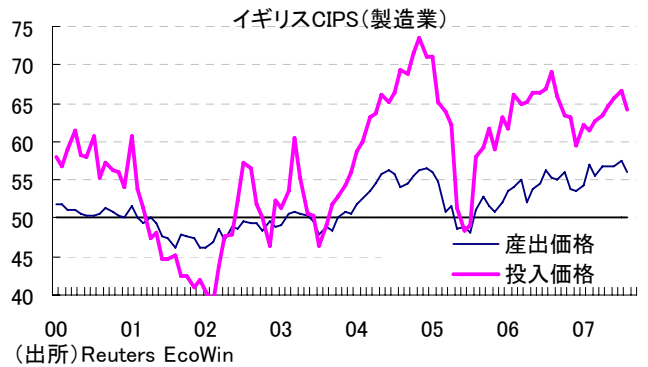
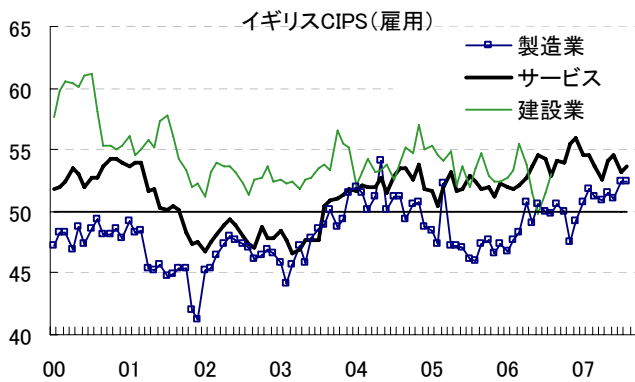
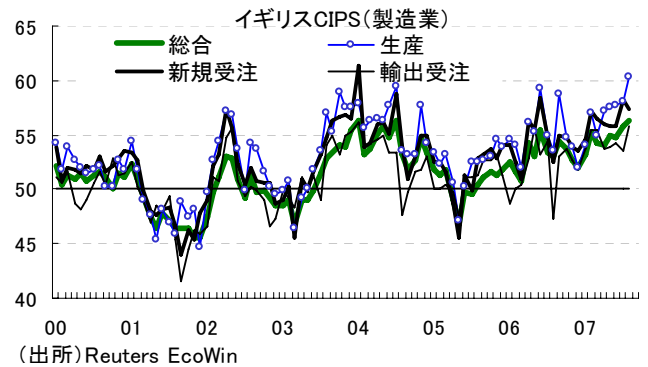
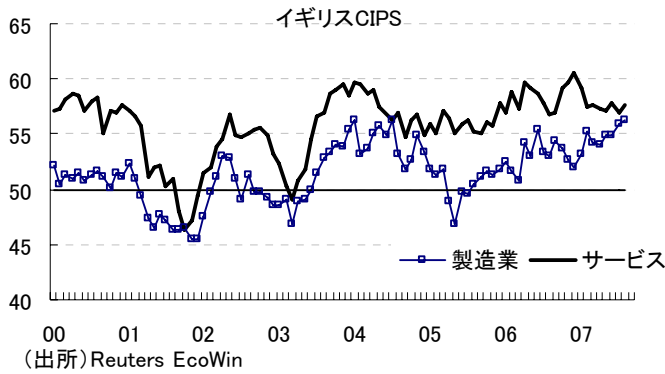
イギリスの8月製造業CIPSは56.3と前月(55.9)から拡大が続いた。内訳をみると、新規受注が57.4と大幅に上昇した前月(58.3)から低下した一方で、輸出受注が55.8と前月(53.6)から大幅に上昇し、全体を押し上げたようだ。最大貿易相手国であるユーロ圏経済で在庫調整が進展したことや家計部門の持ち直しが続いていることから、ユーロ圏向け輸出が拡大したと見込まれる。

サービス業CIPSも、57.6と前月(57.0)から伸びが拡大した。個人消費には年末年始ほどの勢いががないため、個人向けサービスはやや鈍化しているものの、牽引役である金融業や企業向けサービスは好調を維持しているとみられ、サービス業CIPSはここ半年57.0～57.5程度で安定的な推移が続いている。

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。

こうした活発な企業活動を受けて、企業の人手不足感も強い状況が続いている。前述の通り、住宅価格の鈍化を背景に個人消費も鈍化が予想されるが、雇用環境の改善が消費の下支えとなり、消費の鈍化は限定的なものとなるだろう。

なお、BOEが注目する製造業の産出価格については、エネルギー価格の低下に伴う投入価格の伸び鈍化を背景に、8月は伸びが鈍化している。今後は、消費の鈍化が見込まれることから、企業の値上げ圧力も徐々に弱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。

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

	9月6日	8月月報
金融政策	政策金利は据え置き。前回合会以降発表された情報は、中期的な物価の上振れリスクを示すものだった。経済指標からは、ユーロ圏経済のファンダメンタルズの強さが確認でき、中期的な成長見通しが良好であることを示唆した。こうした環境の元、マネーや信用の伸びが強いことを考えると、我々の金融政策は依然緩和側の状態が続いているといえる。同時に、ここ数週間の金融マーケットのブレやリスクの再評価は不確実性を増す結果になっている。こうした高い不確実性を考えると、我々の中期的な物価安定をねらった金融政策においては、情報収集や新しい情報の吟味を経て金融政策を決定すべきである。それゆえ我々はすべての指標を注意深く見る。基本的な我々の判断の元、断固、タイムリーな対応によって、中期的な物価を安定させ、期待インフレ率を安定的な水準に固定する。より重要なことは、足元で金融マーケットはぶれが大きく、また不確実性が高まっていることだ。こうした金融マーケットに対して、我々は今後も強い注意を払い続ける。	政策金利は据え置き。前回合会以降発表された情報は、これまでの判断が正しかったことを示唆するものであった。経済指標などは、4-6月期も安定的な成長が続いたことを示唆している。原油価格の上昇、生産能力の逼迫、潜在的な賃金上昇圧力、世界的な商品価格の上昇など、物価には上振れリスクがあるとする我々の判断が正しいことを示している。マネーの拡大のもと、中長期的な物価の安定性には、上振れリスクがある。それゆえ、こうしたリスクを現実のものとしないうちに、強い監視が必要である。中長期的な期待インフレ率を安定的な物価上昇率に固定することが重要だ。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。ポジティブな経済環境を考えると、われわれの金融政策は依然緩和側の状態が続いている。金融環境は依然良好で、マネーや信用の伸びは強く、流動性は十分である。先行きを見ると、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。
景気判断	4-6月期のGDP成長率は鈍化したものの、ぶれが原因であり、均してみると前半の成長率は安定的なものであった。7-9月期についても、様々な調査から見ると安定的な拡大が続いている。とりわけ、最近の失業率は低い水準となっており、景気感指数は8月も高かった。	ユーロスタットは1-3月期のGDP成長率を前期比+0.7%に上昇修正した。さらに最近の調査によると、景気は多くの部分でポジティブな状態が続いており、ユーロ圏4-6月期も堅調な成長を続けるという我々のベースシナリオに沿ったものになっている。
景気見通し	米国の鈍化を新興国の高い成長が打ち消し、世界経済の拡大は続くだろう。こうした海外経済の拡大は、輸出や投資を支えるだろう。加えて、雇用環境の更なる改善を背景とした可処分所得の増加に伴い、消費はさらに強まるだろう。金融マーケットのぶれや実体経済のリスクの再評価の潜在的なインパクトを考えると、今後の景気動向への適切な監視が必要だ。こうした見方はECBスタッフによる9月見通しに反映されている。ECBの見通しによれば実質GDP成長率は2007年が前年比+2.2%から同+2.8%、2008年は同+1.8%から同+2.8%である。2007年の見通しは前回の見通しからやや下方修正した。これは原油価格の想定値の上昇や、リスクプレミアムの上昇に伴う金融市場のタイト化を反映したためである。見通しのレンジは経済の不確実性を示しており、特に最近の金融市場の不確実性によるものである。	中期的な経済見通しは良好である。ユーロ圏経済は安定的な成長が続くだろう。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に支えられるだろう。
見通しに対するリスク	景気見通しには下振れリスクがある。それは主に金融マーケットのリスク再評価に伴う潜在的な広いインパクトや、世界的な不均衡、保護主義の高まり、そして更なる原油価格や商品価格の上昇である。	短期的には良好な経済見通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る。特に金融市場のセンチメントのシフトや、さらには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な不均衡に対する懸念である。
物価見通し	8月の物価上昇率は前年比+1.8%と前月から伸びは変らなかった。しかしながら、年後半の物価上昇率は前年比+2.0%を上回るだろう。ECB見通しでは物価は2007年が前年比+1.9%から同+2.1%、2008年が同+1.5%から同+2.5%となっている。2008年については、予想以上に強い賃金上昇や、競争の低い分野での値上げ圧力の高まりである。こうした動きは物価安定にとって上振れリスクだ。このため、すべての団体が自身の責任を果たす必要がある。こうしたリスクが現実のものとなる可能性や、その弱まりを中止する必要がある。	7月の物価上昇率は前年比+1.8%と6月から伸びが鈍化した。先行きを見ると、昨年のエネルギー価格のブレが今年大きなベース効果をもたらすために、当面は原油価格の動向に左右されるだろう。徐々に上昇しつつある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は現在の水準にあるものの、ベース効果の影響で、年末にかけては明確に伸びが加速するだろう。金融政策に関係の深い中長期的な動向を見ると、物価には上振れリスクがある。最近の原油価格高騰は、国際的な商品価格が与える物価上振れリスクを再認識させるものだ。しかしながら、リスクの大部分は内需要因である。特に設備稼働率が高く、労働市場は改善が続いており、こうした剰余生産能力の減少は、予想以上の賃金上昇率につながる可能性がある。加えて、このような環境の下、緩和的な(low)競争により、価格転嫁をすすめる企業も増加している。こうした動きは物価安定にとって上振れリスクだ。このため、すべての団体が自身の責任を果たす必要がある。特に、賃金交渉は、価格競争力や地域によっては高水準にある失業率、セクターごとの労働生産性を考慮したものであるべきだ。ECBでは、インフレに繋がり、購買力低下を導くような賃金上昇率の加速を防ぐことの重要性を強調する。また、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や、いくつかの国の財政赤字に対する基本的な政策スタンスも、物価に対して上振れリスクだ。
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。(7月末までのデータであるが)マネーの強い伸びは依然続いている。これは、7月に前年比+11.7%と高い伸びを示したM3や二ケタの伸びが続く民間向け貸出の動向を反映したものだ。金融政策の柱としてマネーや信用の拡大の背景を見るとときには、短期的なブレや、一時的な要因によるインパクトの影響を取り除くことが重要だ。こうした見方をとると、高い短期金利が金融市場に影響を与えていることを示すいくつかの指標がある。たとえば、M3の最も流動的な資産をもつ機会費用が上昇することを通して、短期金利の上昇がM1の伸び鈍化に貢献している。また、より高い短期金利が小額の民間向け貸出の伸びをいくらか正常化させており、民間貸出も前年比2桁の伸びが続いているものの、家計向けの貸出は鈍化し、住宅価格や不動産価格の伸びを鈍化させている。マネー全体の伸びは弱まっているものの、イールドカーブのフラット化を背景に金融資産の魅力が流動性の低い長期的なものに比べて高まり、マネーの拡大に繋がっている。それゆえ、非金融機関向け貸出はここ数ヶ月ふたたび高まりを見せている。最近の状況では、こうしたマネーの拡大の影響に対して、金融マーケットのぶれの方が一時的に勝る可能性がある。これまでの経験では、民間部門のリスクに対する認識や態度、そしてポートフォリオの決定がマネーの拡大に強く影響する。7月のデータでも、民間部門のポートフォリオの考え方に影響が出始めている可能性があり、9月末に発表される8月のデータに対してより影響がある可能性が高い。しかしながら、過去に示されてきた、マネーの徹底的で広範囲の分析は、金融マーケットの情勢のマネー拡大に対する影響を理解することでの、そして、より長期のインフレ傾向に関して金融政策の方針に関連したシグナルを抽出する支えとなる。こうした状況の下ではECBの金融分析は意味が大きい。総じて見ると、マネーや信用の強い拡大が続いていることは、中長期的には物価の上振れリスクである。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。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、6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は、良好な金融環境や堅調な経済成長を反映したものだ。金融政策の柱としてマネーや信用の拡大の背景を見るとときには、短期的なブレや、すぐに巻き戻す可能性があるイールドカーブや外的要因の影響を取り除くことが重要だ。こうした見方をとると、マネーの伸びはまだ明確な鈍化を見せないもの、より高い短期金利が金融市場に影響を与えていることを示すいくつかの指標がある。たとえば、狭義のM1は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桁の伸びが続いてはいるものの、06年後半からは安定の兆しがいくらかはみえる。こうした貸出の伸び安定は家計向けの貸出で確認でき、住宅価格の伸びも、依然高いもの、鈍化してきている。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、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。