

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 欧州経済見通し—ユーロ圏経済は年末にかけてピーク・アウト—

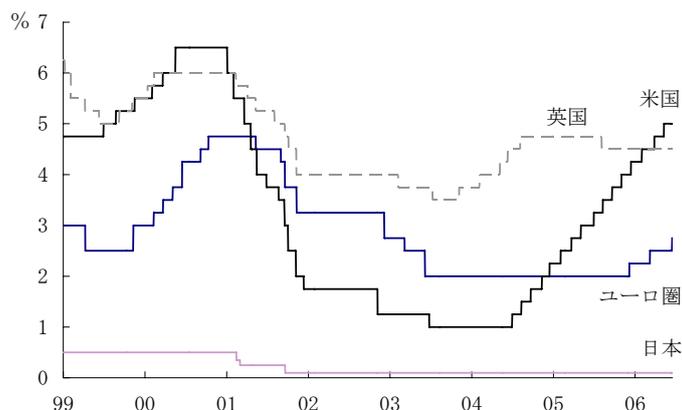
### < ユーロ圏：2006年2.0%、2007年1.7% >

- ・ ユーロ圏では輸出の好調と雇用の改善が続き、景気回復の基盤は広がりを見せている。4～6月期、7～9月期は引き続き潜在成長率並みの成長が続くが、今年末～来年前半にかけては世界景気の減速とユーロ安の修正に伴う輸出鈍化、利上げ効果の浸透、2007年初のドイツの付加価値税率引き上げなどの影響で減速が見込まれる。
- ・ ECBは6月の利上げ後も段階的に金融緩和を除去する意向を示したが、年末には景気は減速、インフレ・リスクも後退するため、9月の25bpの利上げで打ち止めとなろう。

### < イギリス：2006年2.3%、2007年2.3% >

- ・ イギリス経済は2四半期連続でトレンド並みの成長を維持、順調に回復しつつある。
- ・ 住宅市場の持ち直しで個人消費失速のリスクは後退したが、雇用への不安や高水準の家計債務残高が制約となり、今後も消費回復のペースはマイルドに留まろう。
- ・ 製造業は、ユーロ圏の景気拡大により輸出主導で長い停滞を脱しつつあるが、年末にかけて外部環境の変化に伴うピーク・アウトが予想される。
- ・ BOEは個人消費回復のサポートのため、政策金利を据え置くものと見込まれる。

ECBの超低金利政策の修正は段階的に進展



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

## ＜欧州経済見通し－ユーロ圏経済は年末にかけてピーク・アウト－＞

### ●概要

#### ＜ユーロ圏＞

- ・ユーロ圏では輸出の好調と雇用の改善が続き、景気回復の基盤は広がりを見せている。4～6月期、7～9月期は引き続き潜在成長率並みの成長が続くが、今年末～来年前半にかけては世界景気の減速とユーロ安の修正に伴う輸出鈍化、利上げ効果の浸透、2007年初のドイツの付加価値税率引き上げなどの影響で減速が見込まれる。
- ・ECBは6月の利上げ後も段階的に金融緩和を除去する意向を示したが、年末には景気は減速、インフレ・リスクも後退するため、9月の25bpの利上げで打ち止めとなろう。

図表 ユーロ圏：経済見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2005年		2006年				2007年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.4	2.0	1.7	1.6	1.7	1.9	2.1	1.9	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7
内需	寄与度%	1.7	2.5	1.9	1.7	1.8	2.1	2.8	2.6	2.5	2.6	1.7	1.6	1.6
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.9	1.5	1.8	1.0	1.7	1.8	1.8	2.3	1.7	1.6	1.5
	固定資本形成	〃	2.6	2.2	2.1	3.2	2.9	2.9	2.2	1.7	2.0	2.2	2.1	2.0
外需	寄与度%	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.7	0.1	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1
失業率	平均、%	8.6	8.0	7.8	8.5	8.3	8.1	8.0	7.9	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ECB市場介入金利	期末値、%	2.25	3.00	3.00	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.26	1.28	1.22	1.19	1.20	1.26	1.29	1.30	1.30	1.28	1.28	1.28

#### ＜イギリス＞

- ・イギリス経済は2四半期連続でトレンド並みの成長を維持、順調に回復しつつある。
- ・住宅市場の持ち直しで個人消費失速のリスクは後退したが、雇用への不安や高水準の家計債務残高が制約となり、今後も消費回復のペースはマイルドに留まろう。
- ・製造業は、ユーロ圏の景気拡大により輸出主導で長い停滞を脱しつつあるが、年末にかけて外部環境の変化に伴うピーク・アウトが予想される。
- ・BOEは個人消費回復のサポートのため、政策金利を据え置くものと見込まれる。

図表 イギリス：経済見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2005年		2006年				2007年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)						
実質GDP	前年比%	1.8	2.3	2.3	1.9	1.8	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3
内需	寄与度%	1.9	2.7	2.6	2.2	1.3	2.7	2.9	2.4	2.8	2.5	2.5	2.6	2.6
	民間最終消費支出	前年比%	1.7	2.0	2.5	1.3	1.5	1.8	2.1	2.1	1.9	2.3	2.4	2.5
	固定資本形成	〃	3.2	4.0	2.9	4.6	3.1	3.7	4.8	3.0	4.4	3.4	2.9	2.6
外需	寄与度%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.4	0.5	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3
消費者物価(CPI)	〃	2.1	2.0	2.0	2.4	2.1	1.9	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1
失業率	平均、%	2.8	3.1	3.1	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
イングランド銀行レポ金利	期末、%	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50

## 1. ユーロ圏

### ●成長率は2006年に2%に回復した後、2007年は1.7%に鈍化

( 1～3月期は前期比0.6%成長に加速 )

1～3月期のユーロ圏の成長率は、昨年10～12月の前期比0.3%から潜在成長率を上回る同0.6%に再加速した(図表1)。

個人消費と輸出の回復により、10～12月期にゼロ成長に失速したドイツが前期比0.4%に持ち直し、フランスも同0.3%から同0.5%に回復した(図表2、図表3)。低迷が続いたイタリアも、輸出と内需の回復でゼロ成長から前期比0.6%に加速、スペインは同0.8%と内需主導の高成長を維持し、主要国経済は揃って順調に拡大した。

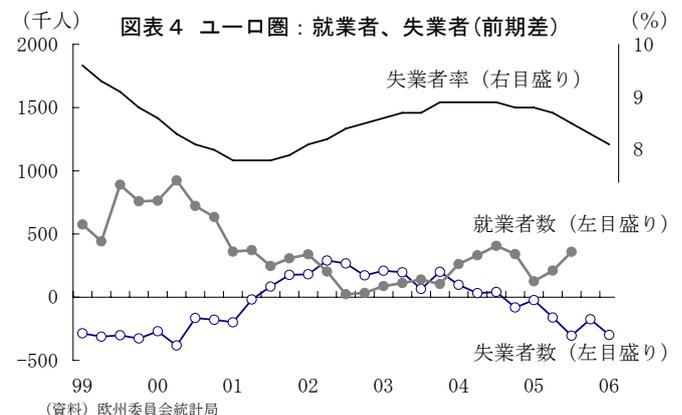
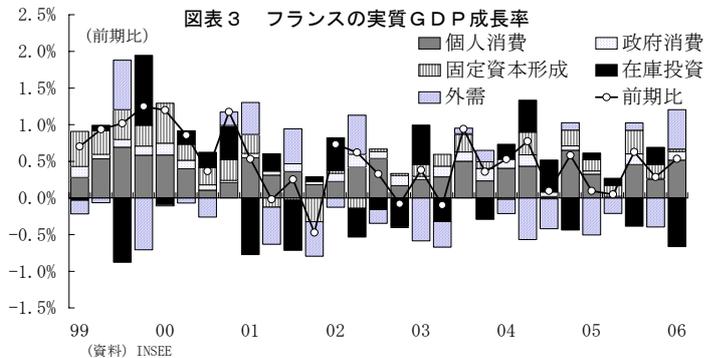
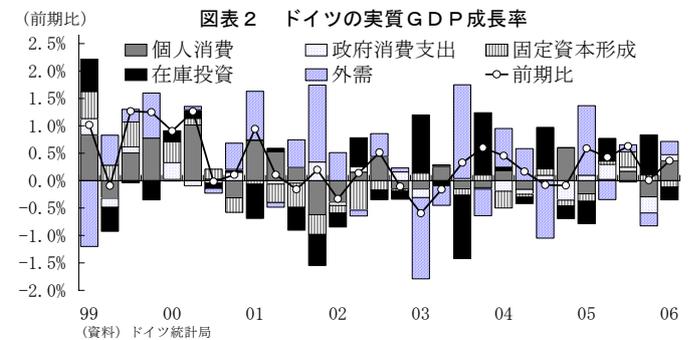
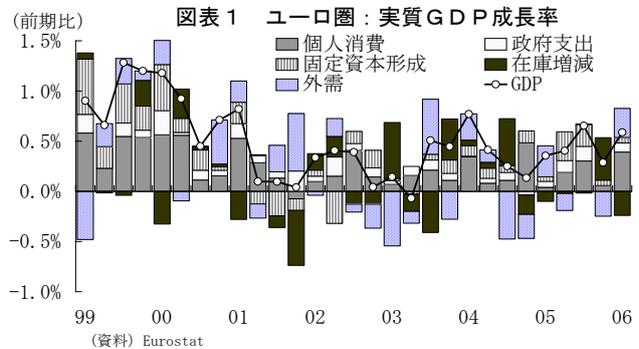
需要面から見ると、ユーロ圏全体では、前期比0.7%増となった個人消費が最も高い寄与となった。また、輸出が前期比3.1%と2000年10～12月以来の高い伸びに加速し、前期はマイナスとなった外需の寄与度も同0.3%のプラスとなった。

( 広がりを見せる景気回復の基盤 )

2003年4～6月期を底に景気が回復に転じた局面では、輸出が回復、設備投資は上向いたものの、雇用に波及しないままに輸出が失速、景気は腰折れした。特に、ドイツではこうした傾向が顕著に見られた。

これに対し、今回の景気回復局面では、世界景気の拡大とユーロ安の恩恵から、ドイツを中心に輸出の拡大が続く中で、設備投資が加速、さらに個人消費へと回復の基盤が広がりを見せている。

2003年後半の景気回復局面では雇用の改善テンポの鈍さから消費者マインドも抑えられていたが、今回は経済見通しの改善とともに失業見通しが大きく低下、単一通貨圏発足



(99年初)以来の平均水準にまで回復している(図表4、図表5)。

しかし、足許の個人消費の回復テンポも基調としては緩やかだ。1~3月期のGDP統計に表れた高い伸びは、新年のバーゲンの影響が大きい。月次の小売統計では4月は前月比1.4%と高い伸びとなったが、イースター休暇の影響や2~3月に連続で前月比マイナスとなった反動という面が少なくない。

ユーロ圏の個人消費の重石となってきたドイツでは、雇用の調整は一巡したが、国際的な競争の中で、賃金の伸びは抑制されている。その一方、スペイン、アイルランド、フランスなど住宅ブームが消費の押し上げ要因となってきた国では利上げの影響が見込まれる。このため、今後も回復のテンポは穏やかなものに留まることになろう。また、ドイツでは6~7月はサッカー・ワールド・カップ、年末にかけては2007年初実施予定の付加価値税率の引き上げ(16%→19%)などが攪乱要因となり、統計が振れやすい状況は続く見込みである。

( 企業サーベイは力強い景気の拡大と年末にかけての減速を示唆 )

企業サーベイは、足許でも景気の力強い拡大が続いていることを示している。

企業活動の実態が反映される購買部担当者指数(PMI)は、5月も拡大・縮小の分かれ目である50を大きく超える水準で改善、ドイツのIfo企業景況感指数では現状判断を示す指数が東西ドイツ統一後の好況期以来の高水準となっている。

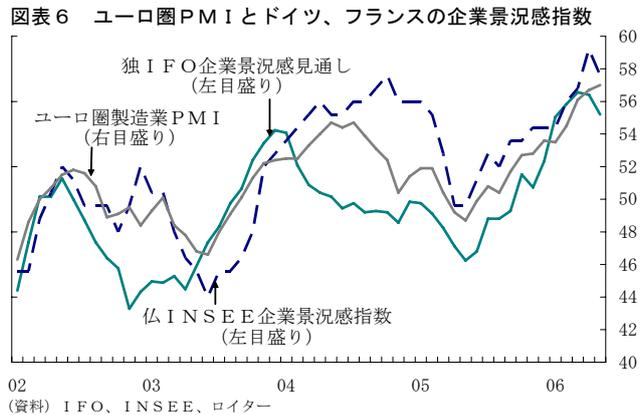
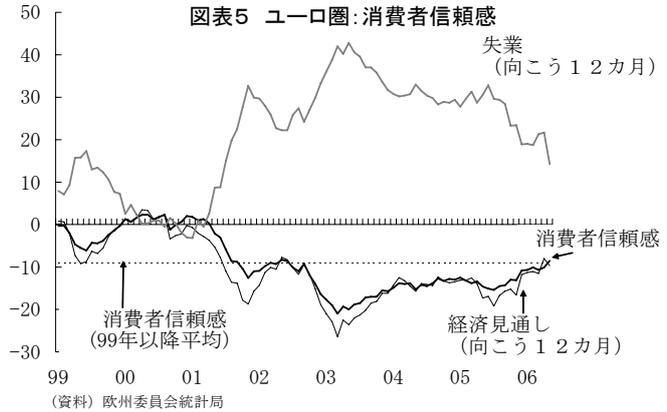
その反面、先行性の高いサーベイは年末にかけての減速を示唆するようになっている。機関投資家の6カ月先の見通しを基に作成するため、景況感の変化に敏感なドイツのZEW指数は、今年1月をピークにすでに低下が続いており、特

に5月は前月の62.7から50.0、さらに6月は37.8へと下げ幅が大きくなっている。

ドイツのIfo企業景況感指数も、現状指数の改善の一方、6カ月先の見通しを示す期待指数は5月に前月よりも低下、フランスのINSEE企業景況感指数も5月に悪化した(図表6)。

( 世界景気の減速、ユーロ高の進行が懸念材料 )

企業の景況感が先行きの減速を織り込み始めたのは、3月時点の見通しでリスク要因とした世



界景気の下振れ、ユーロ高、2007年の財政緊縮のうち2つが影響したものである。

まず第1に世界景気に関しては、5月をもって休止と考えられていた米国の利上げが、インフレ懸念の台頭で先行きが不透明なものとなり、オーバー・キルへの懸念が生じたことがある。米国の見通しの不透明化をきっかけに、欧米・日本といった主要国の株式市場だけではなく、商品市況やエマージング市場などもピーク・アウトしており、輸出環境の悪化が懸念されるようになっている（注1）。

第2に、ユーロ相場については昨年未まで続いたユーロ安基調が反転、ユーロ高が進みつつある。対ドルでのユーロ高は、為替相場の主たる決定要因が金利差から世界的不均衡の是正にシフトしたことによるものであり、年初来の上昇率は6.5%となっている。

その一方、対円相場は、ユーロ圏の景気拡大を裏付ける材料が出る一方、金融

政策面では、日本に比べればユーロ圏の方が金利正常化のテンポが早いとの見方から 2005 年初来の上昇基調が持続、6月6日には最高値を更新した。

しかし、対円、対ドルでのユーロ高の一方、対ポンドなどではユーロが安定していたため、貿易のウェイトに応じて加重平均した名目実効為替レートの上昇率は年初比 2.6%に留まっている（図表7）。この点は、ユーロが全面高となり、年初から半年間で 7.5%上昇した 2003 年のユーロ高局面とは大きく異なっている。

ユーロ圏の政策当局者は現在のユーロ相場の水準を容認しうるものとする一方、一層のユーロ高の進行や、速すぎる調整に対しては警戒感を示している。

（注1）詳細は「エコノミストの眼 2006年6月5日号 グローバルな金融環境の変化～試されるエマージング市場の対応力～」をご参照下さい。

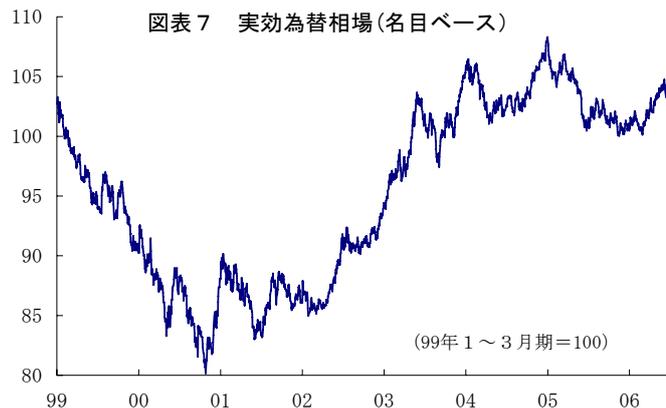
（注2）5月22日の欧州委員会のアルムニア委員（経済・通貨問題担当）や6月6日のU財務相会合ではフランスのブルトン経済財務産業相、ルクセンブルクのユンケル首相兼財務相らの発言など。

（ 2006 年末にかけて輸出の牽引力は低下、成長率は 2006 年の 2.0%から 1.7%に鈍化 ）

4～6月期、7～9月期は、輸出の拡大が続く一方、企業収益の好調、雇用改善の効果から、設備投資、個人消費ともに堅調な推移となり、潜在成長率を上回る推移が続く見込みである。

しかし、年末にかけて、世界景気の減速とユーロ相場反転の影響から、輸出の牽引力は低下する見込みである。2007年入り後は、年初のドイツの付加価値税率引き上げの反動減や利上げ効果の浸透、ユーロ圏主要国における財政均衡化措置の加速などが材料となり、内需の拡大テンポも抑えられる見込みである。

成長率は 2006 年は 2.0%と 2005 年の 1.4%を上回る見込みだが、2007 年は 1.7%に緩やかに



鈍化する見込みである。

## ● ECBの追加利上げはあと1回と予想

( 6月の利上げ後も段階的な金融緩和除去の意向を明言 )

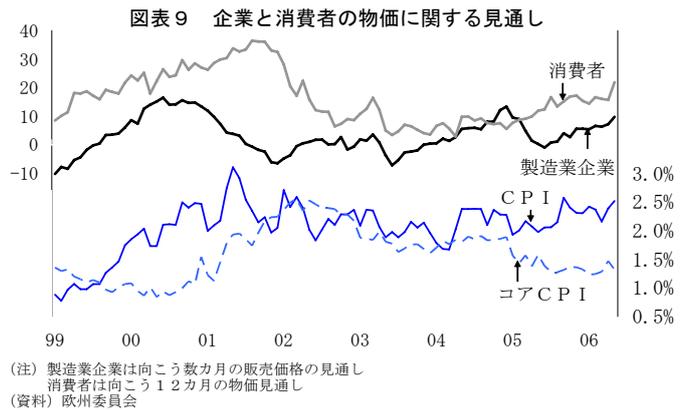
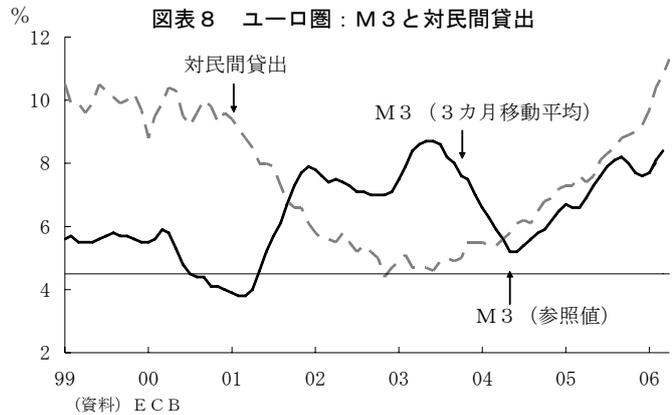
力強い景気拡大が続く一方、エネルギー価格上昇の影響で、インフレ率は5月も2.5%と欧州中央銀行( ECB )の目標水準( 2%以下でその近辺 )を上回る推移が続いている。ECBが中長期的なインフレ・リスクとして警戒しているマネー・サプライ( M3 )や民間貸出の伸びは一段と加速( 図表8 )、市場が織り込んだインフレ期待や、企業、家計のインフレ見通しもここにきて上振れが見られるようになっている( 図表9 )。

ECBは、今月8日の政策理事会で大方の予想通り25bpの利上げを実施した。先月の政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁が過去2回の利上げ前月に用いた「長期的な物価安定のリスクを警戒する( exercise vigilance )」という表現に、さらに「強く( strong )」を盛り込んでいたことから利上げは確実視されていた。

利上げ幅に関しては、強めの経済指標とECB関係者のタカ派的な発言が相次いだこともあり、50bpとの観測も広がっていたが、結果として過去2回と同じ25bpとされた( 表紙図表参照 )。

政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁は50bpの利上げも検討したことを明らかにし、インフレ率の上振れは原油価格の上昇によるもので、賃金の上昇率は抑制されているとの認識を示した。今後の政策に関しては、従来同様、事前のコミットメントはしないとしながらも、金利水準は「イールド・カーブ全体に亘り実質、名目ともに歴史的に低い」、金融環境は引き続き「緩和的( accommodative )」で、「今後も( 潜在成長率並みの成長と目標水準を上回る物価上昇という )我々のシナリオ通りの展開となれば、段階的な金融緩和の除去が正当化される( 注3 )」と追加利上げの意向を示した。

( 注3 ) 政策理事会と同日に公表されたユーロシステム( ECBと参加国各国中央銀行 )スタッフの見通しは、2006年の成長率見通し( 以下、レンジの中央値 )は前回( 3月 )と同じ2.1%で据え置く一方、インフレ率は2.2%から2.3%に引き上げた。また、2007年の成長率は原油高とユーロ高の影響で前回の2.0%から1.8%に下



方修正された。

( 年内の追加利上げは残り 1 回 )

市場では年内にあと 2 回、合計 50bp の利上げが行なわれ、3.25%まで引き上げられるとの見方が支配的である。利上げのペースは、過去 3 回と同様に 3 カ月おきに 25bp とする見方が主流だが、7 月にも連続利上げに踏み切るとの見方もある。

当研究所では、7～9 月期は、引き続き潜在成長率並みの景気拡大が見込まれる一方、原油高の影響が続くことで、インフレ率は 2%を上回り推移すると見ており、ECB のシナリオ通りの展開を予想している。しかし、利上げのペースを速める可能性は、トリシェ総裁が今回の記者会見で、インフレ・リスクへのスタンスを「警戒 (exercise vigilance)」ではなく「注視 (monitor closely)」という表現に留めたことや、ユーロ高の加速や株式市場の混乱の引き金となるおそれがあることから低いものと見られる。4 回目の利上げは 9 月 (政策理事会の開催は 8 月 31 日) に行なわれ、上げ幅は 25bp になろう。

10～12 月期については、景気の減速の一方、物価上振れの主因であった原油高の影響は低下する。このため、政策金利は据え置かれる可能性が高いと思われる。

## 2. イギリス

### ●トレンド並みの成長を回復

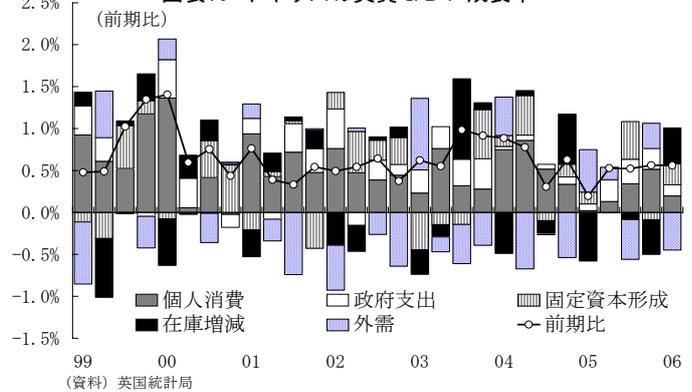
( 1～3 月期は 0.6%成長 )

イギリスの 1～3 月期の成長率は、前期比 0.6%となった。2 四半期連続でトレンド (前期比 0.6～0.7%程度の成長) 並みの成長を維持、景気は概ね順調に回復しつつある。

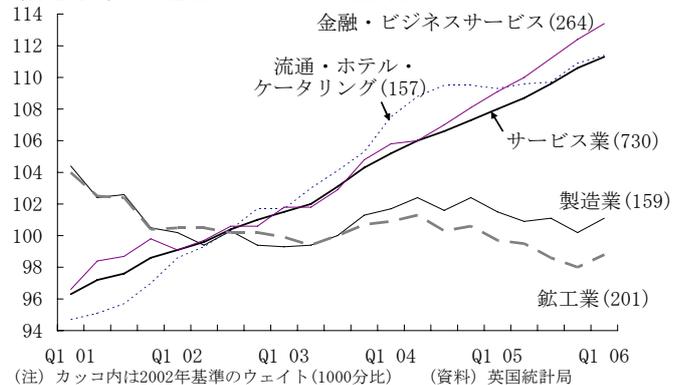
需要面では、10～12 月期に加速した個人消費が前期比 0.7%から同 0.2%に鈍化する一方、固定資本形成は前期の同マイナス 0.5%から同 1.5%に大きく持ち直した。政府支出は前期比 0.6%で引き続き成長に寄与した。輸出の伸びは前期の前期比 2.2%から同 4.7%に加速したものの、輸入の伸びが同 5.5%と上回ったため、外需の寄与度は再度マイナスに転じた (図表 10)。

供給面では、低迷が続いた製造業が前期比 0.7%成長に反発、この間、もっぱら成長の牽引役となってきたサービス業の同 0.6%成

図表10 イギリスの実質 GDP 成長率



図表11 イギリス産業部門別 GDP



長を上回った（図表 11）

（住宅市場は底入れしたが、雇用への不安、債務負担の制約は残存）

2004～2005 年のイギリスの成長鈍化は過熱感が見られた個人消費が減速に転じたことによるものであった。2003 年 11 月から 2004 年 8 月まで合計 5 回 125bp の利上げの効果が浸透し、住宅価格上昇による資産効果が剥落、家計がバランス・シートの改善に取り組み始めたことが個人消費の減速へとつながった。

今年 1～3 月期の個人消費の鈍化は、天候要因とバーゲンの反動で 1 月に落ち込んだことが原因で、2 月以降は 5 月まで前期を上回る伸びが続いている。2005 年 8 月の利下げ後、政策金利が据え置かれる中で、住宅価格や取引件数が持ち直しに転じるなど、住宅市場の調整は一巡しており（図表 12）、消費下振れのリスクは後退している。

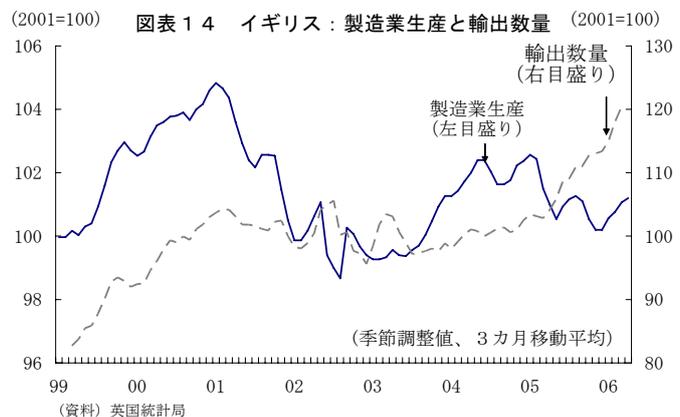
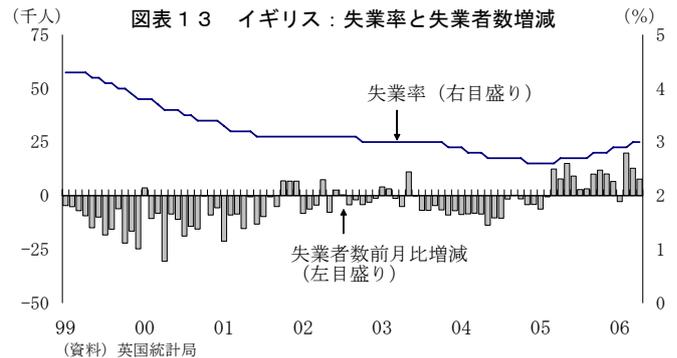
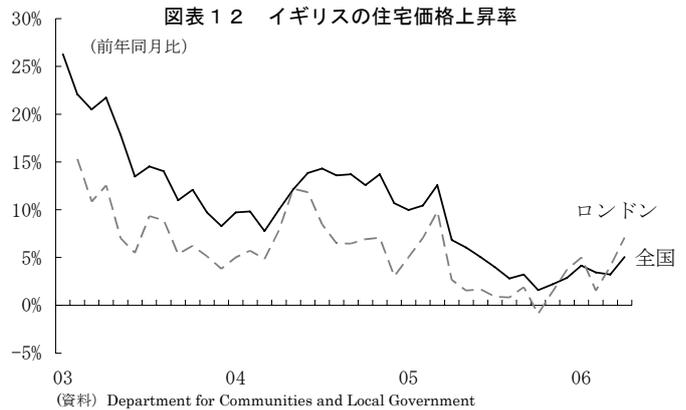
その一方、企業は、内外における競争の激化から、原油価格上昇などによるコスト上昇分を価格転嫁できず、マージンが圧縮されているため、雇用態度は慎重化、賃金の伸びも抑えられている。失業率は、歴史的になお低い水準ながら上昇傾向にあり、失業者数の増大も続いている（図表 13）。このため、家計の経済の先行きと雇用に対する見方もなお慎重である。

住宅価格の調整をきっかけとする消費底割れのリスクは低下したが、雇用・所得面での基盤の弱さ、さらに家計の債務残高が可処分所得比で 80 年代末～90 年代初頭のバブル期を上回る水準に達していることなどから、2003 年頃のブーム期のような勢いを取り戻すことは見込み難い状況にある。

（製造業の回復は輸出主導）

1～3 月期の製造業の回復は、IT バブルの崩壊以降、長く低迷していた輸出の伸びが、主要輸出相手国であるユーロ圏の景気拡大により加速したことによるものである（図表 14）。

企業サーベイ調査は、以下のとおり、7



～9月期にかけても輸出主導の回復、設備投資の拡大が続くことを示している。5月の製造業の購買部担当者指数（PMI）は53.2ポイントと10カ月連続で拡大・縮小の分かれ目となる50を上回り推移している。新規受注の減少などから前月の改定値を0.8ポイント下回ったものの、輸出受注については1.9ポイント上昇し54.8ポイントとなった。製造業の活動に関する先行指標となるCBI（英国商工会議所）の製造業サーベイ調査でも、輸出受注の力強い改善という同様の結果となっている。

（成長率は2006年、2007年ともに2.3%）

2006年の後半も個人消費の回復は緩やかなテンポに留まるが、公的支出の下支えと輸出主導の製造業の回復も続くことで、2006年の成長率は2005年の1.8%から2.3%へと回復が見込まれる。

2007年は、主要な輸出相手国である米国やユーロ圏の成長鈍化が見込まれることから製造業の回復は一巡しようが、内需主導で2.3%成長となる見込みである。

## ●BOEは様子見を継続

（5月のMPCは利下げと利上げに各1票）

米国が2004年6月からの利上げを継続、ユーロ圏が昨年12月以降3度の利上げを行なう一方、イギリスの利上げは2004年8月に休止された。2005年8月に景気下振れ懸念への対応として利下げが実施された後、政策金利は4.5%の水準に据え置かれている（表紙図表参照）。

昨年12月から今年4月までの5回の金融政策委員会（MPC）では、9人の委員のうちニッケル委員1人が25bpの利下げ票を投じてきた。しかし、5月には、引き続きニッケル委員が25bpの利下げに票を投じる一方で、ウォルトン委員は25bpの利上げ票を投じた。これと前後して、市場でも次の一手は利上げとの見方が広がりつつある。

5月のMPC議事録からは、利下げ論はトレンドを下回る成長が続く可能性が高いとの見方に基づくものであることがわかる。雇用・所得面の弱さやエネルギー価格の上昇の影響で、個人消費には下振れリスクがある一方、輸出や設備投資の実際の回復は企業サーベイ調査が示すほど力強くないことが懸念材料とされている。

これに対して、利上げ論は、住宅価格の反転やマネーサプライの伸びから金融は緩和的であると認識しており、企業サーベイ調査が輸出や投資がトレンドを上回る回復の可能性を示唆する中で、利上げが必要と考えていることが窺われる。

（BOEの様子見は2007年も継続する見込み）

消費者物価は、BOEの目標の中央値（2%）を一旦下回ったものの、エネルギー価格上昇の影響から3月1.8%、4月2.0%、5月2.2%と再度上向している。企業の産出価格の伸びは、競争激化や内需の弱さから抑えられてきたものの、投入価格は依然二桁の伸びが続いており、インフレ圧力が燻っていることも事実だ（図表15）。

しかし、輸出主導の製造業企業の回復は、年末にかけて外部環境の変化に伴うピーク・アウト

が見込まれるほか、雇用にタイト感はない。個人消費の拡大も緩慢に留まる中で、原油価格の上昇が価格転嫁や賃金上昇を通じて二次的影響を及ぼす可能性は低いと考えられる。

その一方、家計の債務残高が高水準に達している状況で、利上げが住宅市場の再調整、個人消費の減速を招くリスクにも十分な配慮が必要となろう。

これらの理由から、BOEは、物価上昇圧力を警戒しつつ、個人消費の回復をサポートするため、様子見を継続するものと思われる。

