

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

欧州経済見通しーECBはインフレ・リスクへの対応を優先ー

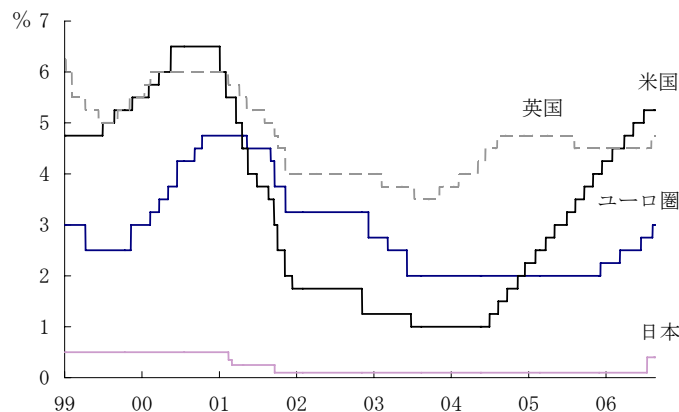
< ユーロ圏：2006年2.5%、2007年1.9% >

- ・ ユーロ圏では、前期比0.9%に加速した4～6月期の後も、企業部門の好調と雇用の改善を伴う個人消費の拡大が続いている。
- ・ 2006年の成長率は2.5%と6年ぶりの高水準になるが、2007年の成長率は、米国経済の減速やユーロ高、原油高、ドイツのVAT引き上げの影響で1.9%に低下しよう。
- ・ ECBは昨年12月以来、合計4回100bpの利上げを行ってきたが、賃金を通じたインフレを未然に防止するため、10月、12月に追加利上げを実施する見込みである。

< イギリス：2006年2.6%、2007年2.3% >

- ・ イギリスでは、年前半の成長を牽引した個人消費の伸びは鈍化しつつあるが、企業収益の好調に支えられ設備投資が底堅く推移、2006年の成長率は2.6%に回復する見込みである。2007年も個人消費の伸びは穏やかに留まる一方、輸出環境の悪化も景気回復テンポを抑える要因となり、成長率は2.3%とトレンドをやや下回るものとなる。
- ・ BOEはインフレ・リスクに対応し8月に利上げを実施したが、特殊要因を除けばインフレ圧力は抑えられているため、景気に配慮し、追加利上げを見送るであろう。

ECBは10月に追加利上げ、BOEは据え置き



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－ECBはインフレ・リスクへの対応を優先－＞

●概要

〈ユーロ圏〉

- ・ユーロ圏では、前期比 0.9%に加速した4～6月期の後も、企業部門の好調と雇用の改善を伴う個人消費の拡大が続いている。
- ・2006年の成長率は2.5%と6年ぶりの高水準になるが、2007年の成長率は、米国経済の減速やユーロ高、原油高、ドイツのVAT引き上げの影響で1.9%に低下しよう。
- ・ECBは昨年12月以来、合計4回100bpの利上げを行ってきたが、賃金を通じたインフレを未然に防止するため、10月、12月に追加利上げを実施する見込みである。

図表 ユーロ圏:経済見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2006年				2007年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.5	2.5	1.9	2.1	2.6	2.7	2.8	2.4	1.9	1.7	1.7	
内需	寄与度%	1.7	2.5	2.1	2.1	2.2	2.5	2.4	2.5	2.2	1.9	1.9	
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7	2.2	1.8	1.9	1.7	1.5
	固定資本形成	"	2.5	4.6	2.6	3.7	4.6	4.2	4.4	4.0	2.3	2.1	2.0
外需	寄与度%	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.4	0.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.2	2.4	2.3	2.3	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1	
失業率	平均、%	8.6	7.9	7.6	8.2	7.9	7.7	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	
ECB市場介入金利	期末値、%	2.00	3.50	3.50	2.25	2.75	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.26	1.28	1.20	1.26	1.28	1.30	1.30	1.28	1.28	1.28	

〈イギリス〉

- ・イギリスでは、年前半の成長を牽引した個人消費の伸びは鈍化しつつあるが、企業収益の好調に支えられ設備投資が底堅く推移、2006年の成長率は2.6%に回復する見込みである。2007年も個人消費の伸びは穏やかに留まる一方、輸出環境の悪化も景気回復テンポを抑える要因となり、成長率は2.3%とトレンドをやや下回るものとなろう。
- ・BOEはインフレ・リスクに対応し8月に利上げを実施したが、特殊要因を除けばインフレ圧力は抑えられているため、景気に配慮し、追加利上げを見送るであろう。

図表 イギリス:経済見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2006年				2007年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.9	2.6	2.3	2.3	2.6	2.7	2.6	2.4	2.2	2.2	2.3	
内需	寄与度%	1.8	3.0	2.6	2.3	3.3	3.0	3.2	2.7	2.4	2.5	2.6	
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	2.2	2.4	1.6	2.4	2.6	2.3	2.5	2.2	2.4	2.6
	固定資本形成	"	3.0	4.9	3.0	5.0	6.8	4.2	3.7	3.0	2.9	3.0	3.1
外需	寄与度%	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.3	0.0	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	
消費者物価(CPI)	"	2.1	2.3	2.3	1.9	2.2	2.5	2.8	2.5	2.3	2.2	2.1	
失業率	平均、%	2.8	3.1	3.2	3.0	3.0	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	
イングランド銀行レポ金利	期末、%	4.50	4.75	4.75	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	

1. ユーロ圏

●2006年は2.5%の高成長、2007年は1.9%に鈍化

(4～6月期はW杯効果もあり前期比0.9%成長)

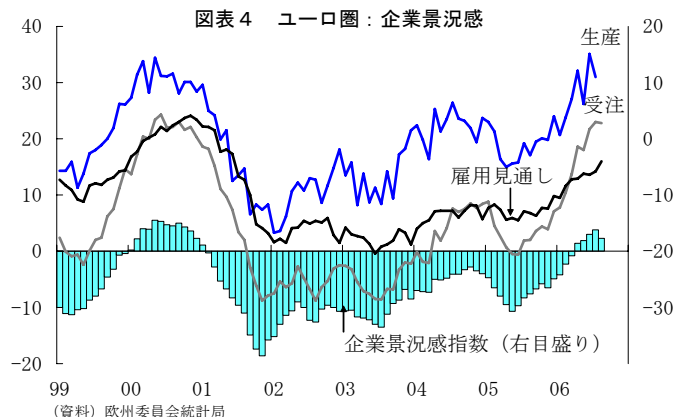
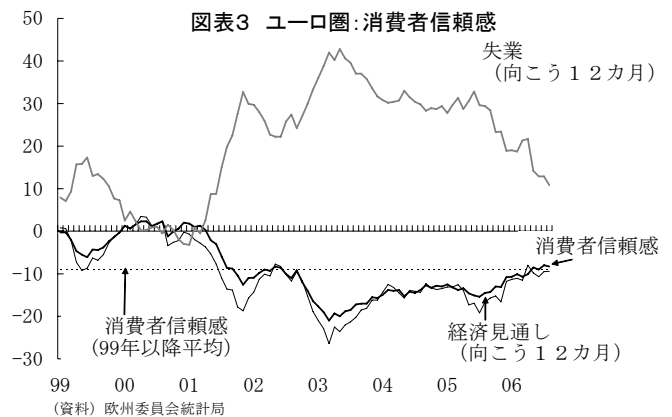
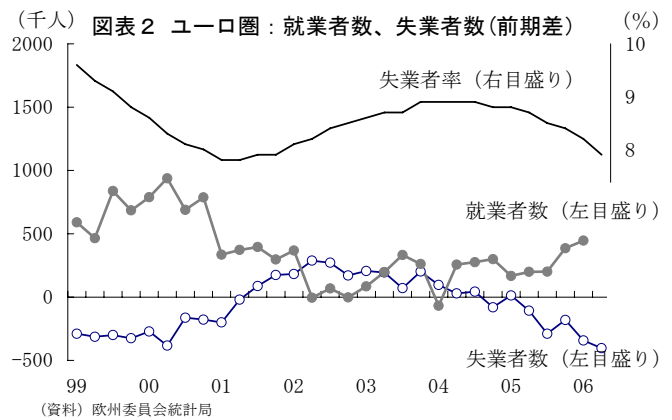
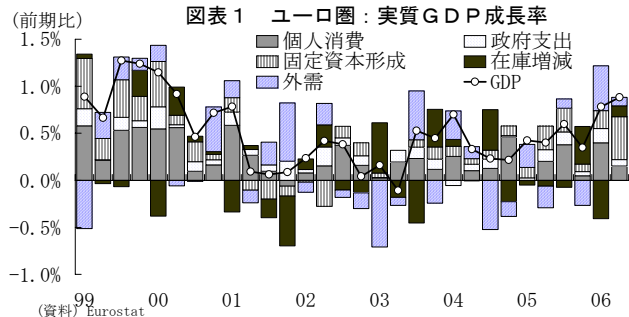
4～6月期のユーロ圏の成長率は、1～3月期の前期比0.6%からさらに加速し、同0.9%と6年ぶりの高成長となった(図表1)。フランスの前期比1.2%を筆頭に、オランダ、オーストリアが同1.0%、ドイツ、スペインが同0.9%、ベルギーが同0.8%など4～6月期のユーロ圏諸国は総じて高い成長となった。

需要面では、ユーロ圏全体では、1～3月期の天候不良の反動や、ドイツで来年初実施される付加価値税(以下、VAT)の引き上げの駆け込み需要から固定資本形成が前期比2.1%と加速し、同0.4%と最も大きく成長に寄与した。1～3月期に急減した在庫は反動増で同0.1%の寄与となった。個人消費は、ドイツで前期比マイナス0.4%となったことで、全体でも前期比0.3%と1～3月期の同0.7%から伸びが鈍化した。外需の寄与度は、輸出が前期比0.5%と輸入の伸びを上回ったことで、前期比0.1%のプラスとなった。

(7～9月期も底堅さは持続)

4～6月期の成長は、天候やサッカー・ワールド・カップ(以下、W杯)などの特殊要因で押し上げられた部分もあるため、7～9月期の成長率は、4～6月期を下回る見込みだ。しかし、年後半を通じて、企業部門の好調が続き、雇用・所得環境の改善に支えられて個人消費も緩やかに拡大、潜在成長率並みの成長を維持すると見られる。

製造業PMI(購買管理者指数)は、6月をピークに2カ月連続で悪化しているが、8月も56.5ポイントと活動の拡大・縮小の分か



れ目となる 50 を上回る水準となっている。欧州委員会の企業サーベイ調査も、8月は7月を下回ったものの、高めの水準が続き、生産、受注、さらに慎重ながら雇用拡大の見通しが示されている。

ユーロ圏の失業率は6月に7.8%とおよそ5年振りの水準にまで低下、ドイツにおける雇用調整の一巡で、2001年から2003年まで続いた雇用と失業が同時に増大する局面を脱し、失業者数は減少、就業者数は増加するようになっている(図表2)。所得の伸びも雇用環境の好転を背景にここにきて回復、停滞が続いた消費者マインドも改善に転じている(図表3)。

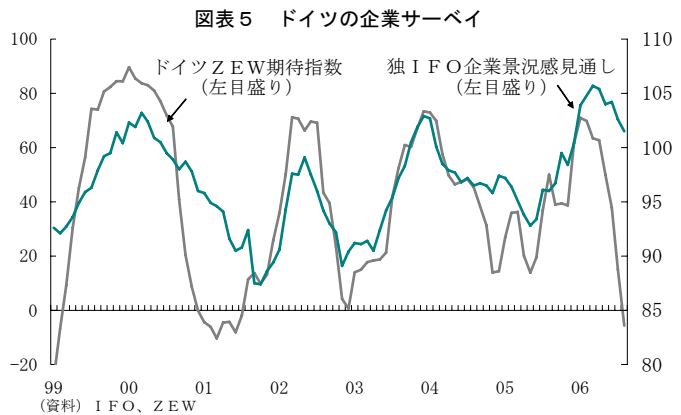
雇用・所得環境の改善、マインドの改善に支えられ、個人消費の指標である7月の小売売上高は、W杯効果の剥落でドイツが6月の前月比1.1%からマイナス1.5%に大きく減少したものの、全体では前月比0.6%と好調を維持している。

(2007年入り後の景気減速の兆候強まる)

足もとの景気が予想以上の強さを保つ反面、2007年入り後の景気減速の兆候は強まっている。

ドイツのI f o企業景況感見通し指数やZ E W期待指数など半年程度の先行性を持つサーベイの結果は、米国経済の減速やユーロ高、原油高、ドイツのV A T引上げなどを織り込んだ悪化傾向がより鮮明になっている。

ドイツのI f oは現状指数が東西ドイツ統一後の好況期以来の高水準となった6月のピークから僅かな低下に留まる一方、見通し指数は3月をピークとする低下基調が続いている。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Z E W期待指数は、景気悪化の予想が改善を上回り、7月の15.1ポイントからマイナス5.6ポイントと大きく低下した。この水準は、I Tバブルの崩壊をきっかけとする米国経済の減速の影響が世界的に広がった2001年以来の低いものである(図表5)。



(2006年は6年振りの高成長、2007年は1.9%に鈍化)

今年末にかけて米国経済の減速とユーロ高の影響から、輸出の牽引力は徐々に低下する見込みだが、年前半の景気加速に加え、年後半も内需の堅調が見込まれるため、2006年の成長率は2.5%と、2%台前半とされる潜在成長率を6年振りに上回る見込みである。

2007年入り後は、ドイツのV A T引き上げの駆け込み需要の反動や、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、年前半に景気が減速、通年の成長率は1.9%に鈍化する見込みである。

2007年初のドイツのV A Tは16%から19%に引き上げられる予定であり、引き上げ幅は過去

25年間の3回の引上げ（83年7月：13%→14%、93年1月：14%→15%、98年4月：15%→16%）の中で最も大きい。個人消費や住宅投資に一定の影響を及ぼす^{（注）}ものの、雇用・所得環境が長い低迷からの回復局面にあることや、消費者が慎重な姿勢を保つ中で消費税分の価格転化がある程度抑えられると見られること、増税による税収の一部は失業保険料率の引き下げに充当されることから、景気を大きく下押しする要因にはならないと見ている。

（注）ドイツ連邦銀行はGDPの下押し効果は最大0.25%と試算している。

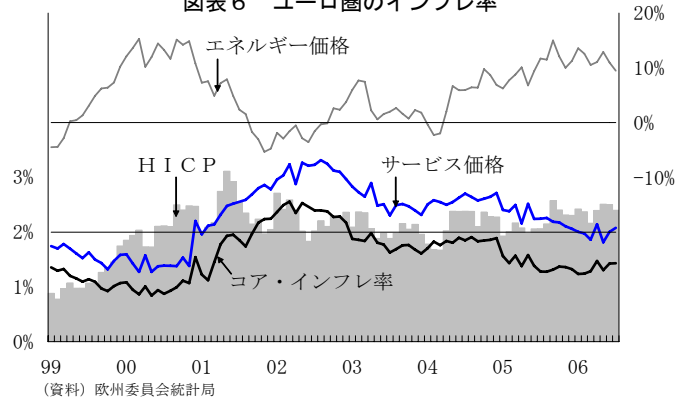
（インフレ率は2007年も通年で2%を超える見込み）

インフレ率（HICP）は、エネルギー価格上昇を主因に、8月（速報値）も2.3%と欧州中央銀行（ECB）の目標水準（2%以下でその近辺）を上回り推移している。原油価格が前年同期を上回る状況は2007年初頭まで続く見込みであり、2006年のインフレ率は2.4%とユーロ発足以来、最も高い水準となろう。

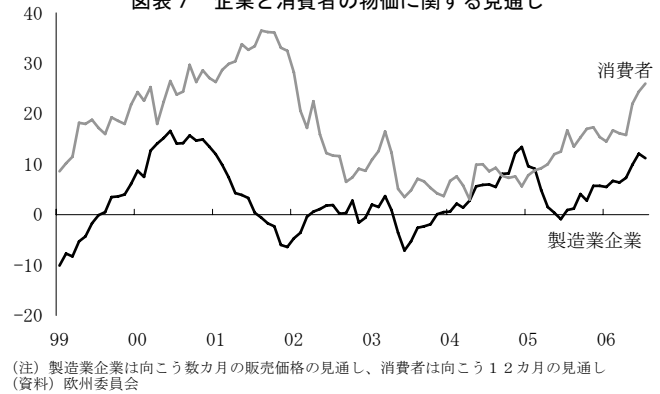
2007年半ば以降は、エネルギー価格が物価押し下げ要因に転化すると見込まれる一方、2000～2001年のように、エネルギー価格が下落に転じた後に、賃金上昇という二次的影響でサービス価格、コア・インフレ率が上昇し、HICPが2%を超える状況が続くのかどうか焦点となる（図表6）。

これまでのところ、賃金の伸びは、企業間・国家間の競争の激化、構造改革の進展によって労働市場の柔軟性は高まっていることなどから加速の気配は見られない。一人当たりで見た雇用者報酬は、低賃金あるいは非正規雇用の増大が図られたことや、時間当たりの労働コストもドイツで広がった賃金を据え置いた労働時間延長の動きなどを反映し、伸びの鈍化が続いてきた。さらに、生産性も高まっており、ユニット・レーバー・コストも落ち着いており、賃金面からのインフレ圧力は抑制されてきたと言えよう（図表8）。しかしながら、ユーロ圏の失業率は、

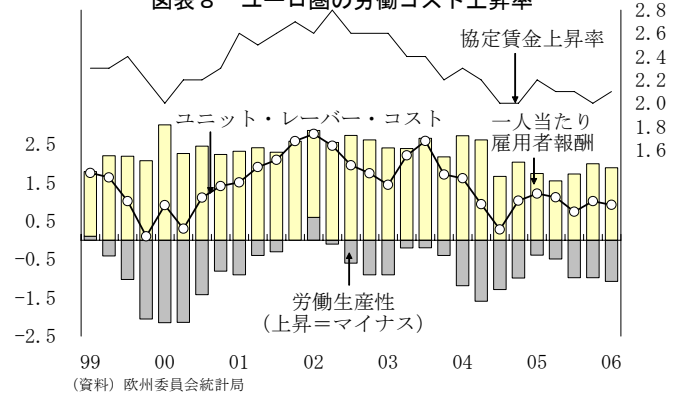
図表6 ユーロ圏のインフレ率



図表7 企業と消費者の物価に関する見通し



図表8 ユーロ圏の労働コスト上昇率



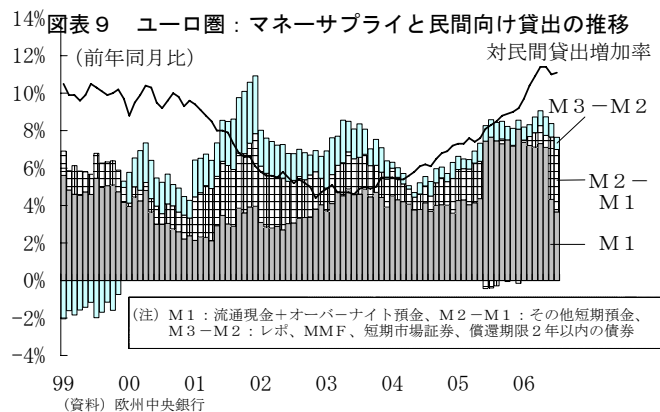
すでに2001年以来の低水準で、欧州委員会が推計するNAIRU(インフレを加速させない失業率、2005年は8.2%)を下回る水準に達しており、潜在成長率を上回る成長が続く中で、労働市場からのインフレ圧力を警戒する必要は高まっていると言えよう。

後述のとおり、ECBの追加利上げもあって賃金インフレの圧力は抑制されると見ているが、年初のドイツのVAT引上げがコア・インフレ率を押し上げる要因となるため、2007年も通年のインフレ率は2%を上回る状況が続くであろう。

●ECBはインフレ・リスクに対応し、10月、12月に追加利上げ

(利上げのペースは短縮化)

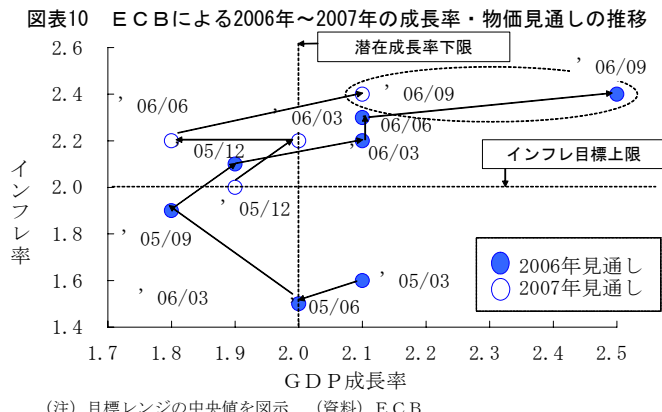
欧州中央銀行は8月3日に昨年12月の利上げ開始以来、4度目となる25bpの利上げを実施した。今年6月まで3回の利上げがECBのスタッフによる経済見通しの発表月に合わせ、3カ月に1度とされてきたのに対して、8月に2カ月に1度へと短縮されたのは、景気拡大テンポの加速で二次的影響のリスクが高まったことや、民間部門向け貸出の加速を伴うマネー・サプライ(M3)の上振れという中長期的なインフレ・リスクに対応する必要が高まったことがある。



M3の伸び率は、利上げ効果の浸透もあり、5月の8.8%をピークに6月8.5%、7月7.8%と低下傾向を示している。構成項目を見ると、2005年に急拡大したM1(流通現金+オーバーナイト預金)の伸びの鈍化が目立っている点が特徴である(図表9)。マネーサプライの変動を信用面から見ると、民間部門への貸出は5月の11.4%は下回っているが、依然11%台で高止まっている。過剰流動性に対しても、8月、9月も「注意深く監視(careful monitoring)」というスタンスが示されたが、7月の「監視強化(enhanced monitoring)」からは一段階引き下げられている。

(追加利上げは10月、12月、2007年中は据え置かれる見込み)

8月の利上げで政策金利が3%となった後も、金融環境に関する判断は「緩和的(accommodative)」とされている。8月31日の政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁が翌月の利上げを示唆するキーワードである「強い警戒(strong vigilance)」を用いて事実上予告されたため、次回10月5日の政策理事会での利上



げは確定的となっており、市場の関心は、理事会後の記者会見で金融政策のスタンスがどのように表現されるのかという点に移っている。

8月31日に公表されたECBの経済見通しが、成長率、物価見通しをともに上方修正し、2007年も潜在成長率を上回る成長が続き、インフレ目標の上限を上回るとの見方が示されたことから、12月に追加利上げを行なうとの見方が強くなっている。2007年入り後の景気減速が、急テンポとなるリスクが浮上してはいるものの、足もとの景気が強さを保つ中で、労働市場からのインフレ圧力を警戒する必要は高まっている。10月5日の記者会見においても、金融環境については「緩和的」との判断が維持、インフレ・リスクに関しても「特に注視」とし、12月の追加利上げの方向性が示されることになろう。

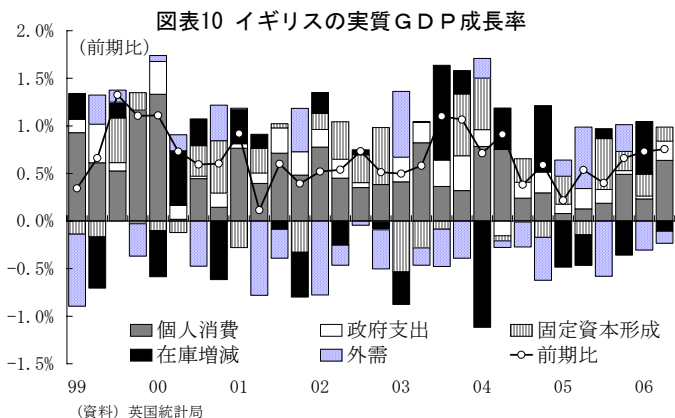
2007年入り後は、成長率は潜在成長率を下回る水準に減速、インフレ圧力の緩和が見込まれることから、政策金利は据え置かれるであろう。

2. イギリス

●景気と物価の上振れに対応しBOEは利上げを実施

(4～6月期の成長は前期比0.8%に加速)

イギリス経済は、2003年11月からの合計5回125bpの利上げの影響で長期のトレンド(2.5%程度)を下回る成長が続いていたが、2005年8月の25bpの利下げにより持ち直し、前期比0.8%となった今年4～6月期まで3期連続で僅かながらもトレンドを上回る成長となった(図表10)。



2004年下期～2005年上期にかけての

成長鈍化の最大の要因は、住宅市場の調整に伴う個人消費の減速であった。しかし、利上げの停止と利下げの実施によって、住宅価格は持ち直し、住宅ローンが増加に転じるなど、住宅市場の調整は一巡、個人消費はW杯も押し上げ要因となり、4～6月期は同1.0%と1～3月期の0.3%から大きく回復した。

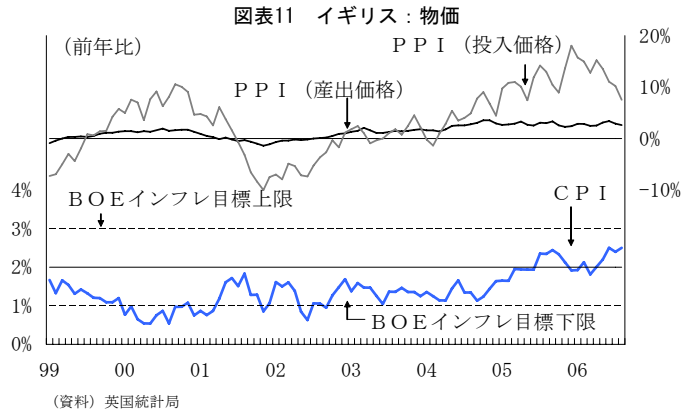
前期に加速した固定資本形成は、製造業投資の減少で全体の伸び率は同1.4%から同0.9%に低下したものの、サービス業の拡大で高めの伸びが続き、政府支出も引き続き成長に寄与、外需の寄与度のマイナス幅は、輸出の伸びが輸入を上回ったことで同0.3%から同0.1%に縮小した。

(BOEは8月に利上げを実施)

イングランド銀行(以下、BOE)は8月の金融政策委員会(以下、MPC)で25bpの利上げを決めた。7月の前回一致の据え置きから、一転して利上げ票6対据え置き票1へと転じた予想外のものであった。

MPCのメンバーの間で、8月に利上げ支持が急速に広がった背景には、今年4～6月期の統計で個人消費が加速するなど、昨年8月の利下げの動機となった景気下振れリスクの後退が確認されたことと、エネルギー価格の高騰からCPI上昇率が6月には97年1月の統計開始以来の高い水準である前年比2.5%まで高まり（図表11）、BOEのインフレ目標の中央値2%からの乖離が広がったことがある。

8月のMPCでの議論の叩き台となった8月の「インフレ報告書」においても、これらの材料に基づいて成長率と物価の見通しは上方修正された。

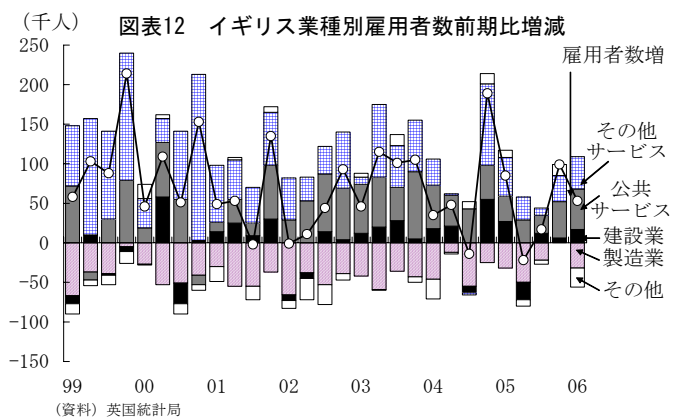


●個人消費の伸びは鈍化、追加利上げは見送り

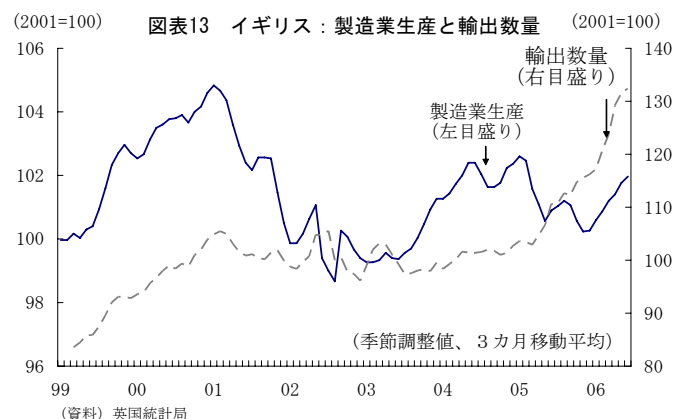
(成長率は2006年は2.6%まで回復、2007年は2.3%に減速)

2006年4～6月期の成長は、個人消費の回復が大きく寄与したが、7～9月期には伸びが鈍化しそうだ。5カ月連続で前月比プラスとなってきた小売売上高もW杯効果の剥落で7月は前月比で減少した。消費者信頼感指数は、前月のマイナス4からマイナス8に大きく下げた。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から、金利の変動に敏感になっており、消費者マインドの悪化は、8月の利上げと追加利上げへの懸念を映じたものと思われる。

個人消費に関しては、雇用所得面からの回復基盤はなお脆弱である。雇用は2005年後半にはサービス業を中心に増大に転じたが（図表12）、サービス業の成長はPMIが4月にピークアウトする



など鈍化の兆しを示しており、雇用吸収力は低下する見込みである。雇用減少が続いた製造業は、ユーロ圏向けの輸出増加に牽引され好調に推移しているが（図表13）、雇用に対する姿勢は依然慎重であるため、低調な推移が見込まれる。失業者数は、EU新規加盟国などからの移民流入の



増加もあって、ペースこそ鈍っているが増加が続いており（図表 14）、7月には4年ぶりという高水準に達している。

これらの要因に加えて、公共料金の引上げなども影響し、2006 年後半は個人消費の減速による成長鈍化が見込まれが、年前半の高めの成長と、企業収益の好調に支えられて設備投資が底堅さを保つため、通年の成長率は 2.6%に回復する見込みである。

2007 年も個人消費の伸びは穏やかに留まる一方、主要な輸出相手国であるユーロ圏や米国の成長鈍化という輸出環境の悪化から景気回復のテンポは抑えられ、通年では 2.3%とトレンドをやや下回る成長となる見込みである。

（追加利上げは見送られる見込み）

BOEとECBの金融政策は、8月はともに 25bp の利上げ、9月はともに据え置きと足並みが揃った。BOEのキング総裁が8月の「インフレ報告書」でインフレ見通しを上方修正し、「インフレ見通しが（インフレ目標の上限である）3%を超える可能性は5割」と述べたこともあって、ECB同様にBOEについても年内の追加利上げ観測が支配的である。

実際、イギリスのCPIは6月に前年比 2.5%に上振れた後も、7月同 2.4%、8月同 2.5%と一進一退で推移している。しかし、生産者物価は、投入価格の上昇率が8月のMPCの時点の前年比 11.1%（6月分）から同 7.6%（8月分）に、産出価格も同 3.4%から同 2.6%と低下（図表 11）、企業が原油価格上昇などによるコスト上昇分の価格転嫁を抑制する状況は続く中で、コスト面からのインフレ圧力は緩和しつつある。すでに見たとおり、労働市場の状況も、ユーロ圏と異なり、賃金を通じたインフレ圧力の強まりが警戒される状況ではない。

BOEが今後のCPIの上昇要因と見ているエネルギー価格の高騰と、大学の授業料の値上げという特殊要因が剥落した後は、インフレ率は鈍化に向かうことになろう。このため、次回11月の「インフレ報告書」で景気・インフレ見通しがさらに上方修正される可能性は低く、BOEは年内の追加利上げを見送るものと考えられよう。

