

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

欧州経済見通しー自律性が高まるユーロ圏経済ー

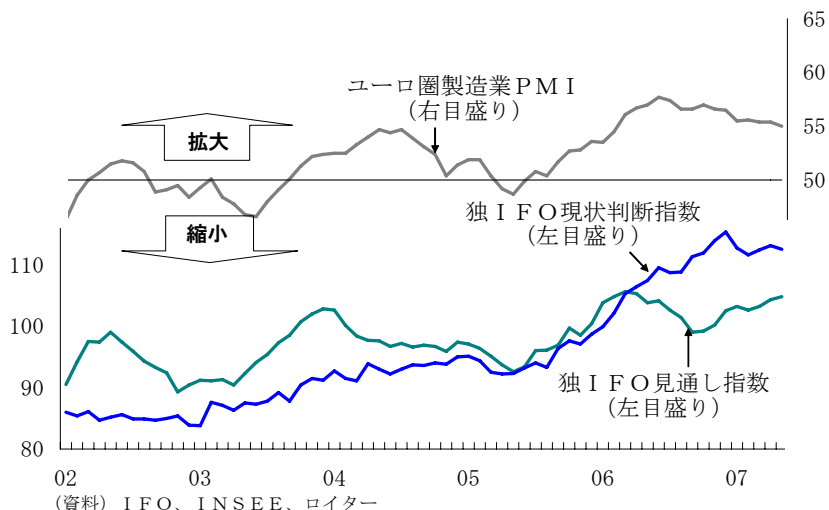
< ユーロ圏：2007年2.7%、2008年2.2% >

- ・ユーロ圏経済は、潜在成長率を上回るペースで拡大を続けている。成長を牽引してきた設備投資はペースこそ鈍るものの底固く、個人消費は雇用・所得環境の改善に支えられた安定的拡大が見込まれる。成長率は2007年2.7%、2008年2.2%となろう。
- ・ECBは、内生的インフレを防止するため、9月に追加利上げを行なう見通しである。

< イギリス：2007年2.8%、2008年2.6% >

- ・イギリスではトレンド並みの成長が続いている。個人消費には、高水準の債務の制約は残るが、雇用改善により拡大、設備投資も、サービス部門の意欲はやや減退しているが、製造業の拡大が見込まれ、成長率は2007年2.8%、2008年2.6%と堅調を維持しよう。
- ・BOEは5月に2006年8月の利上げ再開以来4度目の利上げを実施した。政策金利の水準は、すでに引締め領域に入っているが、金融政策委員会(MPC)は企業のマージン引き上げの動きへの警戒を強めており、8月には追加利上げを実施しよう。

サーベイ調査は景気拡大の持続を示唆



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－自律性が高まるユーロ圏経済－＞

●概要

＜ユーロ圏＞

- ・ユーロ圏経済は、潜在成長率を上回るペースで拡大を続けている。成長を牽引してきた設備投資はペースこそ鈍るものの底固く、個人消費にも雇用・所得環境の改善に支えられた安定的拡大が見込まれる。成長率は2007年2.7%、2008年2.2%となろう。
- ・ECBは、内生的インフレを防止するため、9月に追加利上げを行なう見通しである。

ユーロ圏：経済見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008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)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	2.8	2.7	2.2	2.8	3.3	3.0	2.7	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2	
	前期比年率%	2.8	2.7	2.2	2.4	3.5	2.4	2.5	2.2	2.0	2.0	2.2	2.3	2.4	
内需	前年比寄与度	2.6	2.7	2.1	3.0	2.3	3.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.1	1.9	2.4	
	民間最終消費支出	前年比%	1.8	1.6	2.3	1.7	1.9	1.2	1.7	1.6	1.8	2.5	2.3	2.2	2.2
	固定資本形成	〃	3.7	5.7	2.6	4.8	5.9	7.2	5.7	5.4	4.5	2.6	2.5	2.5	2.7
外需	前年比寄与度	0.3	▲0.0	0.0	▲0.2	1.0	0.1	▲0.0	0.1	▲0.3	0.0	0.0	0.2	▲0.2	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.2	2.0	2.0	2.2	1.8	1.9	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
失業率	平均、%	7.9	7.1	6.8	7.8	7.6	7.3	7.1	7.0	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	
ECB市場介入金利	期末値、%	3.50	4.25	4.25	3.00	3.50	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	
10年国債	%	3.8	4.3	4.4	3.9	3.8	4.0	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4	4.5	4.5	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.26	1.35	1.36	1.27	1.29	1.31	1.35	1.36	1.36	1.36	1.36	1.36	1.36	
対円為替相場	平均、円	146	161	158	148	152	156	162	165	162	162	158	158	154	

＜イギリス＞

- ・イギリスではトレンド並みの成長が続いている。個人消費には、高水準の債務の制約は残るが、雇用改善により拡大、設備投資も、サービス部門の意欲はやや減退しているが、製造業の拡大が見込まれ、成長率は2007年2.8%、2008年2.6%と堅調を維持しよう。
- ・BOEは5月に2006年8月の利上げ再開以来4度目の利上げを実施した。政策金利の水準は、すでに引締め領域に入っているが、金融政策委員会(MPC)は企業のマージン引き上げの動きへの警戒を強めており、8月には追加利上げを実施しよう

図表 イギリス：経済見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008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)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	2.8	2.8	2.6	2.9	3.0	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.7	
	前期比年率%	2.8	2.8	2.6	2.7	2.7	2.9	2.7	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	
内需	前年比寄与度%	3.1	2.9	3.0	3.1	3.4	3.0	2.5	3.0	3.0	3.0	2.9	3.0	3.0	
	民間最終消費支出	前年比%	2.0	3.0	3.0	2.1	2.7	3.1	2.8	3.2	2.8	3.0	2.9	3.0	3.0
	固定資本形成	〃	6.5	6.4	3.5	5.6	8.2	7.7	7.4	6.1	4.4	3.5	3.5	3.5	3.6
外需	前年比寄与度%	▲0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.5	▲0.1	0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.4	
消費者物価(CPI)	〃	2.3	2.3	2.1	2.4	2.7	2.9	2.3	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	
失業率	平均、%	3.0	2.8	2.8	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	
イングランド銀行レポ金利	期末、%	5.00	5.75	5.75	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	

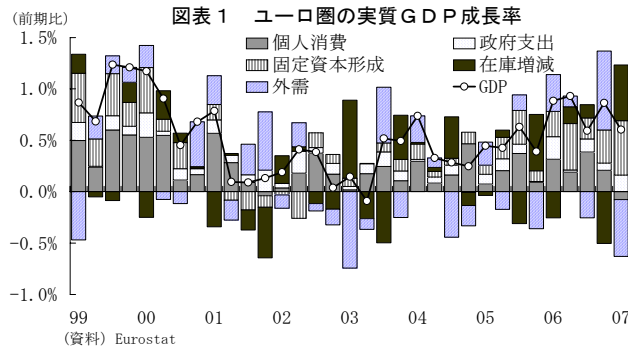
1. ユーロ圏

● 5 四半期連続で潜在成長率を上回る拡大

(1～3 月期は設備投資主導の傾向が一段と鮮明化)

ユーロ圏は 2007 年 1～3 月期まで、5 期連続で 2.25% 程度とされる潜在成長率を上回るペースで拡大を続けている。

ユーロ圏の景気が再加速した過去四半期を見ると、「累計 3% の成長に対する固定資本形成の寄与度は半分」となっており (注 1)、足もとの景気拡大は設備投資主導の色が濃い。



1～3 月期は、年初のドイツの付加価値税率 (以下、VAT) 引き上げの影響で、個人消費は前期比マイナス 0.1% となった。また、輸出が、米国経済の調整の影響や、前期の同 3.5% 増の反動から同 0.3% と伸び悩む一方、輸入は同 1.6% と高い伸びを維持したため、純輸出の寄与度は前期比 0.5% のマイナスとなった。これらのマイナス要因があったものの、固定資本形成が前期比 2.5% に加速、前期に取り崩された在庫の積み増しも貢献し、前期比 0.6% の成長を確保した (図表 1)。

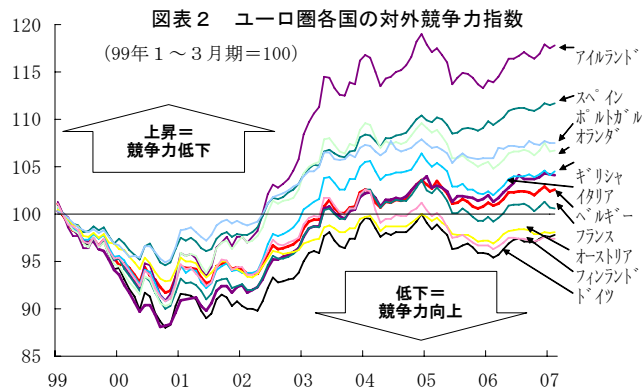
VAT が引上げられたドイツでは、個人消費が前期比マイナス 1.4% と落ち込んだが、総固定資本形成が同 4.2% 拡大したことで、前期比 0.5% の成長を維持しており、投資主導の傾向は、特に鮮明であった。

(注 1) 6 月 7 日の ECB 理事会後の記者会見でのトリシェ総裁の発言。潜在成長率についても「2.25% 近辺」と言及した。

(ドイツ経済の復活がユーロ圏経済の成長を牽引)

足もとのユーロ圏経済の好調には、建設部門の調整の一巡と、内外における生産拠点の再配置を通じた製造業の競争力の回復で、ドイツが長期に亘る低迷を脱したことが大きく貢献している (注 2)。

ドイツが、賃金・物価の抑制を通じて価格競争力を回復する一方、単一通貨を導入しているユーロ圏内では、スペインやポルトガルのように、相対的に速いペースの物価上昇が続き、価格競争力が低下している国がある (図表 2)。こうした国の場合、競争関係の変化に対応した構造調整が図られなければ、ユーロ高に



(注) CPI により実質化、44 通貨と域内を対象 (資料) 欧州中央銀行

より相対的に大きな影響を被ると想定される。

また、低金利が住宅市場の活況を支え、内需主導の成長を続けてきたスペインやフランスなどの場合、利上げによる影響を相対的に受け易いと言えよう。ユーロ高と金利上昇という環境の変化は、国ごとのパフォーマンスの格差を広げる要因になり得るものだ。

しかし、1～3月期の実績を見る限り、イタリアでは10～12月期の前期比1.1%という高成長の反動もあって前期比0.3%と低下が目立ったものの、内需主導の拡大が続くスペインの同1.1%、フランスは同0.5%など、押し並べて前期並みの堅調な推移となっている。

(注2) 詳しくは「欧州経済動向～長期低迷を脱したドイツ経済～」(Weekly エコノミスト・レター2007.05.25号)をご参照下さい。

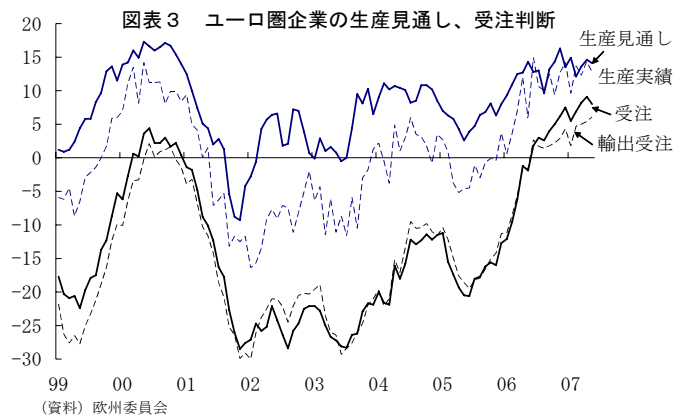
●2008年にかけて設備投資が底固さを保ち、個人消費も安定的に拡大

(生産・受注の好調、高水準の稼働率を背景に設備投資の拡大は続く見込み)

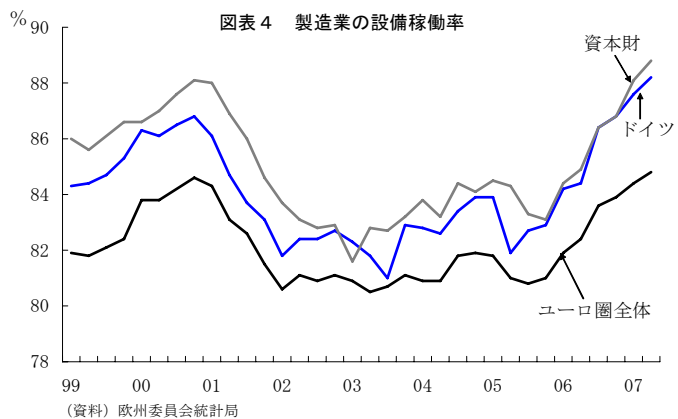
ユーロ圏経済の先行きを見るポイントは、この間の成長を牽引してきた設備投資の持続力と個人消費の回復力にある。

設備投資に関しては、テンポこそ鈍るものの、生産・受注の底固さが見込まれること、稼働率が高水準に達していることから、底固さを保つと考えられよう。

経済指標の中には、1～3月期の輸出の伸び悩み、4月の生産の減少(前月比マイナス0.8%)など弱いものもある。しかし、欧州委員会サーベイの輸出受注や、ドイツの国外受注統計が、年末～年始に停滞した後、回復に転じたことや、ドイツIfoや、ユーロ圏製造業PMI、欧州委員会企業景況感調査(図表3)などの主要なサーベイ調査が、ピーク・アウトしてはいるが、水準はなお高いことから、生産・輸出・受注の調整は一時的なもので、ペースこそ鈍るものの、拡大基調は続くと思われる。



欧州中央銀行(以下、ECB)のトリシェ総裁は、8度目の利上げを決めた6月の政策理事会後の記者会見で、「設備稼働率の高まりが設備投資主導の成長の背景にある」との見方を示した。ユーロ圏の製造業の稼働率は、2002年から2005年までは抑えられてきたが、成長が加速した2006年に大きく持ち直し、



2007年入り後、国別にはドイツ、財別には資本財で、一段とタイト感が強まっている（図表4）。

設備投資計画については、1月と6月の年2回、欧州委員会がサーベイ調査を行っている。今月29日に公表予定の調査結果からは、稼働率の高まり、需要の増大に対応した設備拡張型投資への積極姿勢が裏付けられると思われる。

（雇用増大、失業の削減も続く）

拡張型の設備投資の意欲の高まりと共に、企業は雇用に対しても積極姿勢に転じており、雇用増大、失業削減の傾向は、足もとにかけて一段と明確になっている。

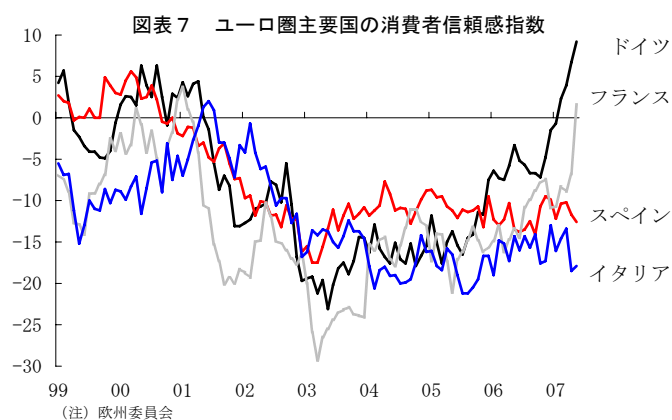
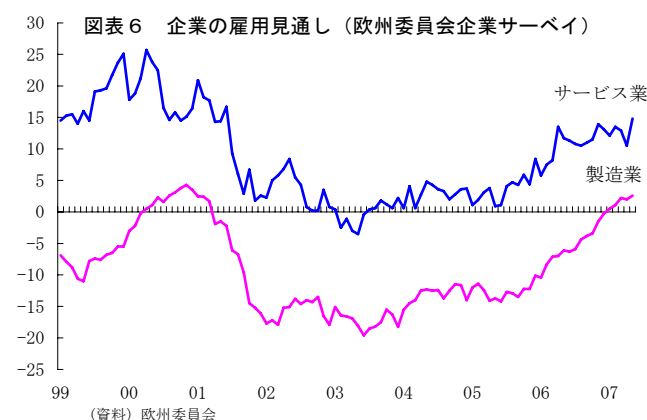
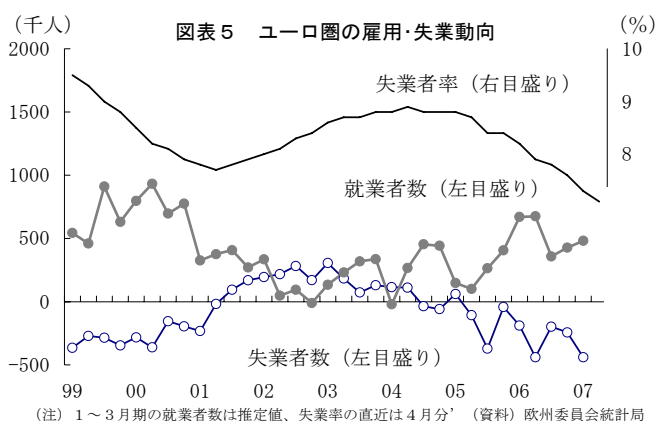
失業率は6カ月連続で低下し、4月には7.1%となった。雇用の伸びは、1～3月期は前期比0.4%、前年同期比1.4%と昨年上期に比べると鈍化しているものの、拡大基調が続いている（図表5）。

2006年には削減が続いた製造業の雇用も僅かなプラスに転じたが、サーベイ調査からは、サービス業と共に製造業の雇用意欲も高まっている様子が伺われる（図表6）。

企業の雇用意欲が回復し、失業の削減が進展したことで、所得環境も変わりつつある。賃金調整が続いたドイツでも、今年度の賃金交渉では、生産性の伸びの範囲内ながら、高めの賃上げ率を許容するようになってきている。ドイツでは、雇用が増加に転じた直後は、低賃金の非正規雇用が中心であったため、所得の伸びに結びつかなかったが、足もとでは正規雇用も増加に転じており、所得の伸びに結びつく見通しだ。

雇用・所得面での不安の解消で、消費者マインドもユーロ圏全体では大きく好転している。但し、この間の雇用・所得

環境の展開や、金融環境変化への懸念の度合いが異なるために、ドイツ、オーストリア、オラン



ダなどではマインドの好転が目立つ一方で、フランスの改善は遅れ気味、イタリアやスペイン、ギリシア、ポルトガルは横這い、アイルランドは悪化するなど、温度差が大きい（図表7）。

2007年後半以降、これまで内需主導で成長してきた国では利上げの影響が強まりそうだが、ドイツなどでは、雇用・所得環境の改善に支えられて、個人消費が安定した拡大軌道に乗ることが予想されるため、全体としては底固さを保つことになるだろう。

（ 2007年は2.7%、2008年は2.2%成長へ ）

2007年の下期は、設備投資が幾分スローダウンすることで、景気拡大のテンポは鈍るが、個人消費の回復によって、景気は自律性を増すであろう。ユーロ高への対応力が高く、個人消費拡大の余力があるドイツ経済がユーロ圏をリードする構図は一段と鮮明化しよう。

昨年10～12月期の成長加速でいわゆる「成長のゲタ」が高くなっていることと2007年上期の好調で、通年の成長率は2.7%となり、昨年に続き、潜在成長率を大きく上回る見込みである。

2008年には、設備投資の拡大ペースがさらに鈍るものの、個人消費は力強さを増すことと、外部環境の好転が見込まれることから、潜在成長率並みのペースで拡大、通年の成長率は2.2%と予測する。

●内生的インフレ防止のため、ECBは9月に追加利上げ

（ インフレ率は穏当な推移 ）

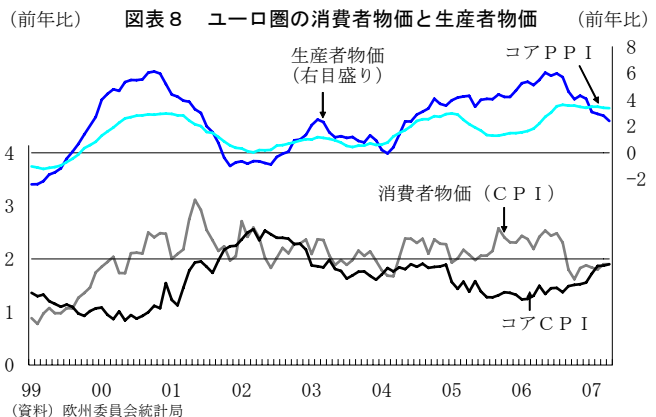
インフレ率は、原油価格が前年同月を下回るようになった昨年9月以降、欧州中央銀行（以下、ECB）の目標水準（2%以下でもその近辺）で推移しており、5月も前年同月比1.9%であった。うちエネルギー・食品を除くコアCPIは3カ月連続で同1.9%となっており、上振れ傾向に一応の歯止めが掛かっている（図表8-下）。

また、企業部門による価格転嫁の指標となる生産者物価（PPI）も、原油要因により、2006年7月の前年同月比6%をピークに低下に転じており、4月は同2.4%となった（図表8-上）。財別に見ると、中間財価格は、素原材料価格上昇分の価格転嫁で高止まり傾向が見られたものの、足もとでは伸びが鈍化し、前年同月比5.8%になった。また、上昇傾向が見られた資本財価格も同2.0%で前月と同水準になった。他方、耐久消費財は同1.8%、非耐久消費財は同1.6%と引き続き、低めの水準で推移している。

現時点では、内生的なインフレの高まりは見られないと言えよう。

（ ECBは内生的インフレ・リスクへの警戒を強化 ）

6月の利上げで、ECBの政策金利は4%となり、景気に対して中立的と見られる水準に達し



た。トリシェ総裁自身、記者会見で、「中立金利などの概念に捉われない」と述べているが、①政策金利の水準を、3月の3.75%への利上げ時に従来の「低い」から「穏当 (moderate)」に変更、さらに6月には政策金利の水準に関する評価自体が削除したこと、②金融環境は「良好な経済環境に対して、緩和的である (on the accommodative side)」という3月の利上げ後から用いられている表現を踏襲したが、「引き続き (continue to)」から「なお (still)」に変更したことなどから、おおむね中立水準に達したとの認識が存在することが伺われる。引締めの意味合いが出てくる一層の利上げには、これまで以上に慎重な対応で臨むと考えられよう。

すでに見たとおり、足もとの物価指標は安定しており、当面、大きく上振れることはないだろう。原油価格の物価安定化効果は10~12月期には剥落するが、その後もユーロ高による物価安定化効果が続くと思われるからだ。

ECBでも、当面、物価は安定圏内で推移するとの見方を維持しているが、予想を上回る景気拡大で、設備稼働率の上昇と労働市場の改善が続いているため、企業の価格転嫁と賃金インフレによる内生的なインフレへの警戒は強めている。6月のトリシェ総裁のコメントも、物価上振れのリスクとして、原油価格上昇、公共料金、間接税などの外的・政策的な要因に優先して内生的なインフレのリスクに言及、強い警戒を滲ませた。

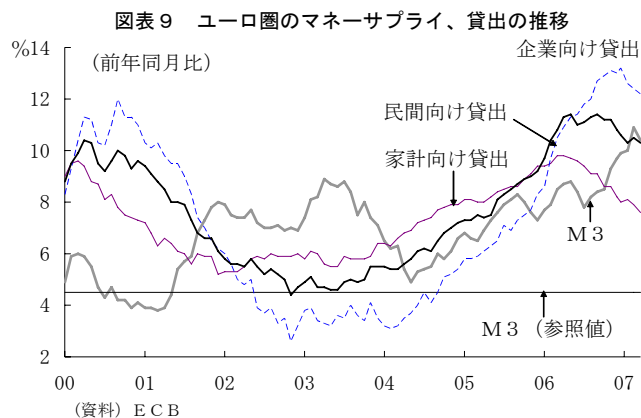
(ECBは、9月追加利上げ後、利上げ効果を見極めるため様子見に転じる見込み)

トリシェ総裁は、6月のコメントで、インフレ・リスクに対するスタンスを「注視 (monitor closely)」、「特に注視 (monitor very closely)」、「強く警戒」の3段階のうち、最も弱い「注視」で表現し、ある程度時間をおいた形での追加利上げに布石を打った。

先行指標を見る限り、夏場も設備稼働率の高止まりと、労働市場の改善は続く見込みであり、ECBが9月にも追加利上げに踏み切る可能性は高いと言えよう。

しかし、内外での競争圧力の働きで、賃金が生産性を大きく上回るペースで上昇するリスクは低く、14日に公表された1~3月期の労働コスト指数も、前年同期比2.2%と10~12月期と同水準に抑えられた。価格転嫁については、需給バランスや価格支配力に応じて、異なった対応となる見込みであり、消費財への価格転嫁は手控えられるだろう。このため、2007年~2008年のインフレ率は、平均では目標上限の2%で推移しよう。

利上げ効果は、マネー・サプライや貸出など、流動性の指標には表れており(図表9)、米国に連れてユーロ圏の長期金利も上昇している。9月利上げ後の段階でも、内生的インフレへの強い警戒は維持しそうだが、これまでの利上げ効果を見極めるため、利上げは一旦休止となるだろう。



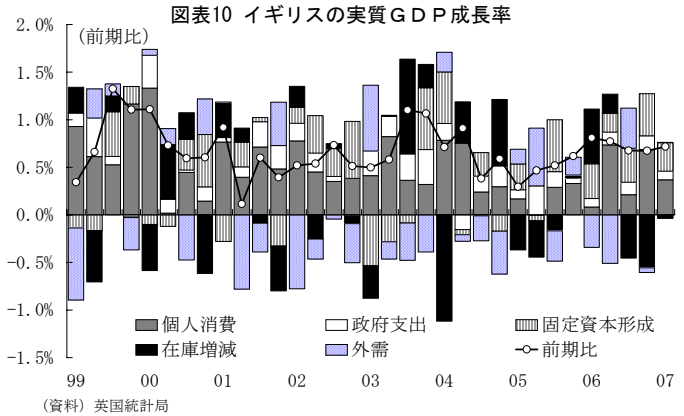
2. イギリス

●景気と物価の上振れに対応しBOEは利上げを実施

(トrend並みの成長が持続)

1～3月期のイギリス経済は、前期比0.7%となり、2006年から引き続いて、過去10年のTrend並みのペースで堅調に推移している。

供給面では、金融・ビジネス・サービス、運輸・通信などのサービス業が牽引役という構図が維持された。製造業はプラス成長が4期続き、回復が軌道に乗りつつあったが、1～3月期は前期比0.4%のマイナスとなった。



需要面では投資の力強い拡大が続き、個人消費は、10～12月期の前期比1.1%から1～3月期は同0.6%に鈍化した(図表10)。個人消費は投資に比べて力強さを欠くものの、5月の小売統計も前月比0.4%となるなど、住宅ブーム期の勢いはないものの、緩やかな拡大基調を保っている。

(BOEは5月に利上げ、6月は据え置き)

イングランド銀行(以下、BOE)は、2006年8月に利上げを再開した後、5月まで4度目の利上げを実施、6月6日～7日の金融政策委員会(以下、MPC)では、政策金利の据え置きを決めた。

現在の政策金利5.5%は、2006年8月の利上げ休止後、政策金利を据え置いている米国を上回る水準にあり、「引締め」の領域にある。

先月23日に公開された5月のMPCの議事録では、一部の委員が50bpの利上げを提案したが、利上げの効果を見極める必要があるとして、最終的には25bpの利上げを全員一致で決定したことが明らかになった。また、議事録が、「経済が見通しのメイン・シナリオ通りに展開した場合には、必要に応じて利上げを行なうことで一致した」と締め括られたことで、追加利上げ観測は根強いものとなっている。

(5月のインフレーション・レポートでも物価の中長期的な上振れリスクを強調)

5月のMPCの議論の叩き台となったのは、四半期毎に作成される「インフレーション・レポート」である。5月号の同レポートの見通しのメイン・シナリオは、「景気は、過去10年のTrend並みペースで拡大し、設備投資と公共投資の減速とともに鈍化する」、「物価は、企業がマージン引き上げに動くものの、国内のエネルギー価格が引き下げられるため、2008年にかけて、インフレ目標の2%に向けて急低下する」というものである。

また、中長期的には、「予想を上回る需要拡大」、「インフレ期待の上振れ」、「エネルギー・輸入物価の見通し」、「余剰生産能力の度合い」などから、物価のリスクは上振れ方向にあるとした。

(物価指標の一層の上振れは回避されているが、企業は価格転嫁に意欲的)

5月の利上げの直接的な要因は、3月の消費者物価上昇率(以下、CPI)が前年同月比3.1%とインフレ目標の2%から1%以上乖離したことにあつた。その後、ガス・電力料金や金融サービス手数料の引き下げで4月は同2.8%に低下、5月はさらに食品価格の伸びの鈍化が加わり、2.5%となっており、5月時点でのBOEの予測通り、CPIは低下トレンドを辿っている。

生産者物価では、投入価格は、輸入金属価格の上昇の影響で4月のマイナス0.8%から、5月に同1.2%に再びプラス転化しているが、産出価格は、3月の前年同月比2.7%の後、4月～5月はともに同2.5%と上昇テンポの加速は見られない(図表11)。

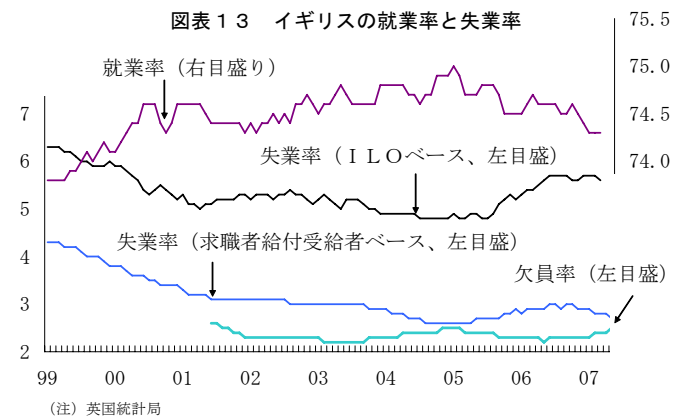
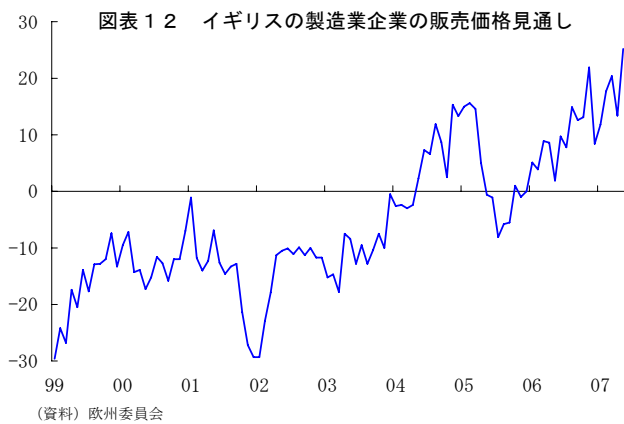
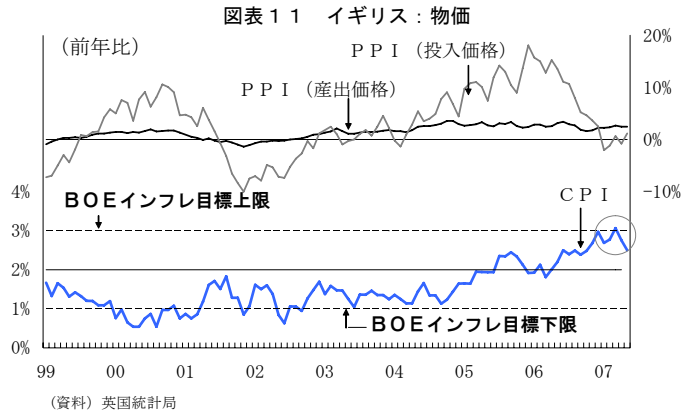
しかし、企業サーベイ調査では、2006年4～6月期を底とする製造業の設備稼働率の上昇と、販売価格見通しの上昇トレンドが明確になっている(図表12)。

需給のタイト化とともに、素原材料価格の上昇分をマージンの圧縮で企業部門が吸収するという構図が変化しつつある点は、財価格の上振れリスクとして警戒する必要がある。

(雇用は緩やかな改善の兆し)

イギリスの場合、労働市場からのインフレ圧力は、景気の順調な拡大にも関わらず、雇用が伸び悩んできたため、余り大きくないと見なされてきた。

景気拡大が雇用に結びつかなかつた「謎」について、5月のMPCでは、統計に関わる問題(GDP統計の過大評価、移民労働者の増加が十分に反映されていないなど)や、生産性の上昇やスキル面でのミスマッチなどの理由で、企業が雇用を手控えている可能性などが議論された。



直近の労働市場関連の統計でも、雇用の明確な回復は見られないが、ILOベース、求職者給付受給者ベースでも失業者は減少し、統計の違いによる方向の違いは解消、欠員率も前月から0.1ポイント上昇している（図表13）。

雇用環境は改善しつつあるが、当面は、賃金インフレに結びつく程の逼迫感はないと見られる。

●トレンド並みの成長が持続、BOEは8月利上げへ

（ 続く内需主導の成長 ）

雇用の伸び悩みと高水準の家計の債務残高は、個人消費の伸びを抑える要因となってきたが、雇用環境は改善するとの見通しが広がっており、消費者のマインドは持ち直している。金融は引締めが継続される中で、債務残高からの制約は残るため、個人消費が2003年までの住宅ブーム期のような勢いまで加速する可能性は低いが、緩やかな拡大は続くだろう。

設備投資については、従来の主役であったサービス業の投資意欲はやや減退しているものの、設備稼働率が急上昇している製造業では投資意欲が高まっている。

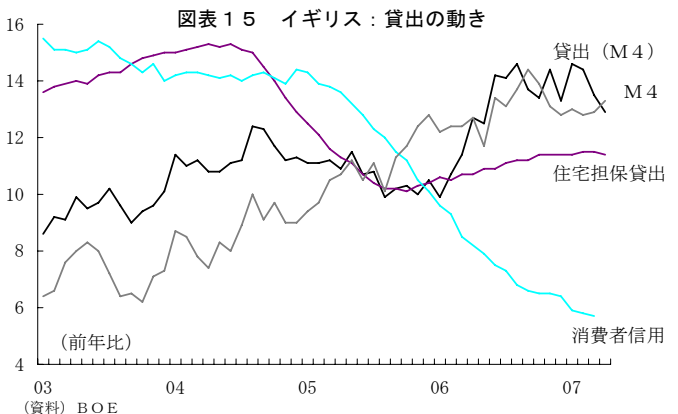
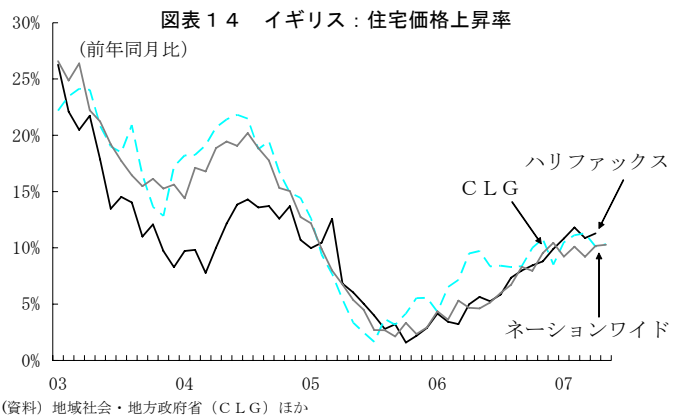
2007年下期以降も、内需主導の景気拡大は続き、2007年の成長率は2.8%、2008年も2.6%とトレンド並みの成長となるだろう。

（ BOEは8月利上げ後、様子見に ）

BOEは、企業の価格転嫁の動きを牽制するため、8月にも25bpの追加利上げに踏み切る見込みである。

8月に利上げが行なわれれば、政策金利は5.75%となり、引締めの度合いが一段と強まる。利上げの再開後、住宅価格の騰勢は頭打ちとなり（図表14）、貸出やマネー・サプライの伸びにも歯止めが掛かっている（図表15）。個人消費の基盤が必ずしも強固でない状況では、過去の利上げの効果の浸透状況や、海外の金利上昇の影響を見極める必要は高まってこよう。

このため、8月の利上げ後は、様子見の姿勢に転じるものと思われる。



（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)