

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は追加利上げ、BOEは様子見を継続ー

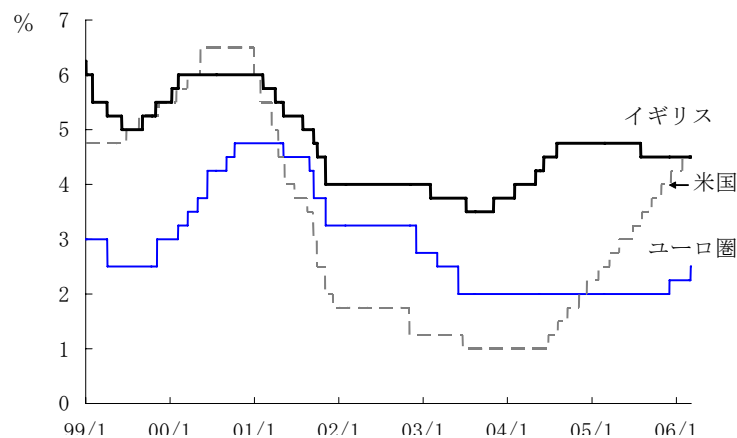
< ユーロ圏：2006年2.0%、2007年1.7% >

- ・ 2006 年前半は、輸出回復と消費の緩やかな拡大で回復基調が持続、年後半は輸出の牽引力が鈍るが、2007 年初のドイツの付加価値税率引き上げを睨んだ駆け込み需要もあり、通年で2%成長を回復。2007 年は米国の景気減速、ECBの利上げ効果の浸透、財政緊縮などの影響で、景気拡大テンポが遅く、通年の成長率は1.7%に鈍化しよう。
- ・ インフレ率も原油高の影響で年前半は高止まり、ECBは昨年12月、今年3月に続いて、6月に25bpの追加利上げを行なうものと思われる。

< イギリス：2006年2.3%、2007年2.3% >

- ・ 2005 年の成長鈍化の主因となった個人消費に関しては、住宅価格調整による下振れリスクは後退したが、2006 年も雇用環境の不安定さと高水準の家計の債務残高という制約要因は残存する。低迷が続いた製造業は輸出主導により下げ止まりが期待されるが、2006 年、2007 年とも成長率は2.3%と比較的低めの水準に留まる見込み。
- ・ 個人消費の回復力に不安が残る一方、景気回復に伴うインフレ圧力への配慮も必要のため、BOEは様子見を継続する見込み。

ECBはもう一段の利上げを実施、BOEは様子見を継続



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は一段の利上げ、BOEは様子見を継続－＞

●概要

〈ユーロ圏〉

- ・2006年前半は、輸出回復と消費の緩やかな拡大で回復基調が持続、年後半は輸出の牽引力が鈍るが、2007年初のドイツの付加価値税率引き上げを睨んだ駆け込み需要もあり、通年で2%成長を回復。2007年は米国の景気減速、ECBの利上げ効果の浸透、財政緊縮の影響などの影響で、景気拡大テンポが遅く、通年の成長率は1.7%に鈍化しよう。
- ・インフレ率も原油高の影響で前半は高止まり、ECBは昨年12月、今年3月に続いて、6月に25bpの追加利上げを行なうものと思われる。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.4	2.0	1.7	1.6	1.7	2.0	2.1	1.9	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7
内需	寄与度%	1.6	2.0	1.7	1.7	1.5	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6	1.6
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.5	1.7	1.9	0.8	1.2	1.4	1.3	1.8	1.7	1.6	1.6
	固定資本形成	"	2.2	3.1	2.1	2.7	3.2	3.7	3.3	2.8	2.5	2.2	2.1	2.0
外需	寄与度%	▲0.2	▲0.0	0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	2.2	2.2	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9
失業率	平均、%	8.5	8.2	8.0	8.4	8.3	8.3	8.2	8.1	8.1	8.0	8.0	8.0	8.0
EOB市場介入金利	期末値、%	2.25	2.75	2.75	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.21	1.22	1.22	1.19	1.20	1.20	1.21	1.21	1.22	1.22	1.22	1.23

〈イギリス〉

- ・2005年の成長鈍化の主因となった個人消費に関しては、住宅価格調整による下振れリスクは後退したが、2006年も雇用環境の不安定さと高水準の家計の債務残高という制約要因は残存する。低迷が続いた製造業は輸出主導によって下げ止まりが期待されるが、2006年、2007年とも成長率は2.3%と英国としては比較的lowめの水準に留まる見込み。
- ・個人消費の回復力に不安が残る一方、景気回復に伴うインフレ圧力への配慮も必要のため、BOEは様子見を継続する見込み。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.8	2.3	2.3	1.8	1.8	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	
内需	寄与度%	2.0	2.8	2.7	2.0	1.7	2.7	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.5	
	民間最終消費支出	前年比%	1.8	2.4	2.6	1.4	1.7	2.2	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5
	固定資本形成	"	3.8	4.2	3.1	4.7	4.9	4.8	5.5	3.4	3.2	3.2	3.1	3.1	2.9
外需	寄与度%	▲0.2	▲0.5	▲0.3	▲0.3	0.1	▲0.5	▲0.7	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	
消費者物価(CPI)	"	2.1	2.0	2.1	2.4	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	
失業率	平均、%	2.8	2.9	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	
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

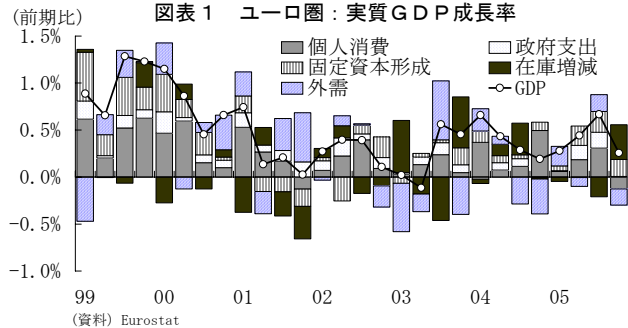
●10～12月期の輸出、消費の減速は一時的

(10～12月期は個人消費の減少と外需の悪化が成長を下押し)

2005年のユーロ圏経済は4～6月期以降、景気が再加速し、成長率は前年比では10～12月期にかけて1.2%、1.6%、1.7%と順調に回復したが、前期比では10～12月期は0.3%と前期の同0.7%から減速した。

需要面から見ると、リストラの効果もあり企業収益は好調に推移しているため、10～12月期も固定資本形成は前期比0.2%の

成長押し上げ要因となった。しかし、個人消費は同0.1%のマイナスに転じ、外需の寄与度も、輸入は3期連続で前期を下回ったものの、輸出の伸びが7～9月期の前期比1.3%から同0.2%へと大きく鈍化したため、マイナスとなった(図表1)。

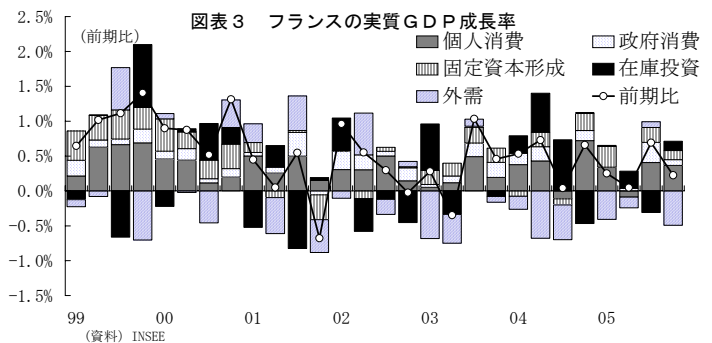
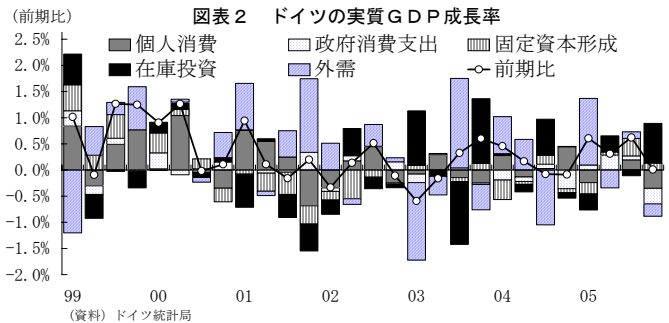


(ドイツ、フランスはともに大きく減速)

国別に見ると、スペインは前期比0.9%と前期と並ぶ高成長を維持、オランダが同0.7%から同1.0%へと回復が続いたが、ドイツは7～9月期の0.6%からゼロ成長、フランスが同0.7%から同0.2%に大きく減速したことが響いた。

ドイツの成長率の低下は、固定資本投資と在庫投資が増加する一方、消費が前期比マイナス0.6%と落ち込んだほか、政府消費支出が減少、さらに外需も輸出の大幅な減速でマイナスとなったことによるものである(図表2)。

これに対して、フランスでは個人消費が7～9月期に続く前期比0.7%で成長に0.4%寄与したのを始め、内需は総じて堅調に推移した。しかし、外需の寄与度は、輸入の伸びが7～9月期の同2.7%に対して、10～12月期も同2.4%と高止まる一方、輸出は3.2%から0.9%へと大きく減速したことから、マイナス0.5%へと悪化、成長を下押しした(図表3)。



(先行指標は1～3月期の輸出・生産の再加速を示唆)

このように、10～12月期のユーロ圏の成長率は、輸出と消費の減速で低下したが、世界景気の堅調とユーロ安という環境で、関連産業への波及効果が大きいエアバス社の受注が好調に推移していることもあり、2006年入り後、主要な先行指標は総じて力強い改善を示している(図表4)。

ユーロ圏の製造業の購買部協会指数

(PMI)は、2006年1月に前月水準を0.1ポイント下回り、2005年5月以来の改善に歯止めが掛かったが、2月は生産と新規受注主導で改善、水準も拡大・縮小の分かれ目である50を大きく上回る54.5となっている。

企業景況感の強さが特に目立つドイツでは、生産との連動性が強いIFO企業景況感指数は、2月も現状判断、6カ月先の見通し共に改善した。機関投資家やアナリストへの聞き取り調査に基づくことから、より先行性が強いZEW景況感指数も、現状指数は改善が続いている。その一方、6カ月先の見通しを表すZEW期待指数は2006年1月には71.0まで跳ね上がったが、ECBの利上げを織り込み、2月69.8、3月63.4と高水準ながらも低下し初めており、景気の先行きに関する期待には修正の動きも見られるようになっている。

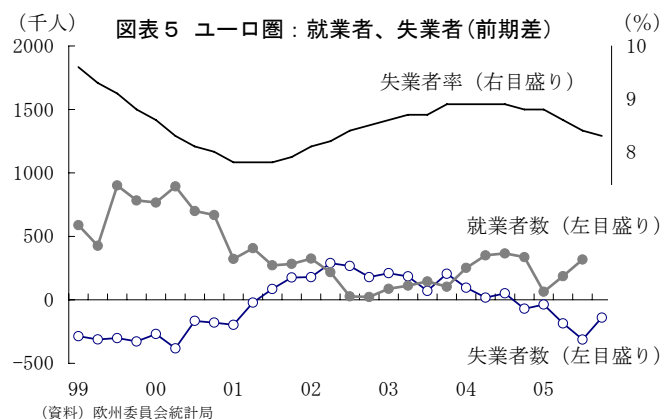
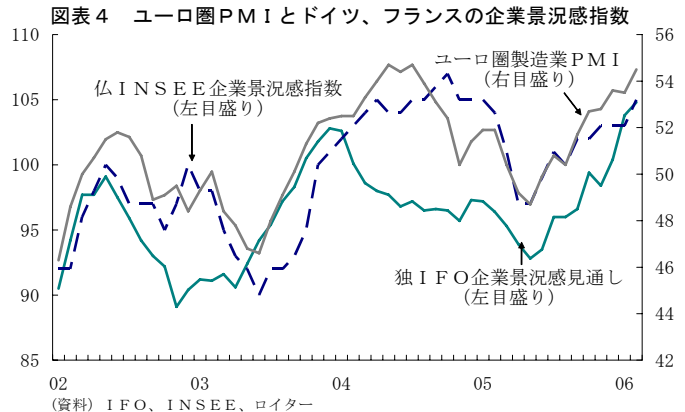
フランスのINSEE企業景況感指数も2005年半ばの急回復の後、足踏みしていたが、年明け後は輸出見通しの改善に牽引される形で持ち直している。10～12月期の成長鈍化の原因となった輸出減速は一時的で、1～3月期には反発することを示唆するものだ。

従来、サーベイ調査というソフト・データに留まっていた年明け後の改善は、1月のドイツの製造業生産、特に競争力の高い資本財の急増(前月比1.3%、うち資本財同2.2%)、製造業受注の輸出主導の反発(前月比1.4%、うち輸出受注同3.3%)、フランスの鉱工業生産(エネルギー、食品を除くベースで前月比0.7%増)といったハード・データでも裏付けられるようになっており、10～12月期の鈍化は一時的なもので、1～3月期には輸出・生産の再加速が見込まれる。

(個人消費は年初に大きく回復)

個人消費も10～12月期はユーロ圏全体でマイナスとなったが、1～3月期の連続的な落ち込みは回避される見込みだ。

10～12月期のユーロ圏のデータを押し下げたのは、小売売上高が11月前月比マイナス0.4%、12月同マイナス0.7%と2カ月連続で減少していたドイツである

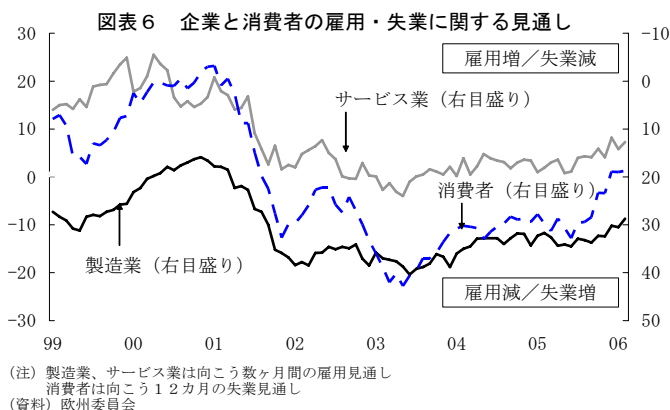


が、1月には同2.7%と大幅に反発した。ドイツのほか、フランス、オーストリア、フィンランドでも新年のバーゲンの影響と思われる12月の減少と1月の反発というパターンが見られる。ユーロ圏全体では、12月の同マイナス0.1%から1月は同0.8%に大きく改善した。

雇用を目を転じると、失業率は2005年10月に8.3%に達した後は改善ペースが鈍り、失業者数の減少幅も7～9月に比べて縮小した。しかし、企業収益の好調、就業率向上に向けた政策対応^(注)により、就業者数の増加は続いている(図表5)。欧州委員会のサーベイでも、製造業、サービス業の双方で企業の雇用意欲は着実に上向いている(図表6)。

今後、雇用の緩やかな改善が、個人消費の拡大を支えていくことが期待される。

(注)詳しくはWeeklyエコノミスト・レター2006.2.24号「新リスボン戦略に見るEUの労働市場の現状」をご参照下さい。



●2006年の成長率は2.0%に回復、ECBは4～6月期に25bpの追加利上げへ (2006年後半は輸出、投資の牽引力は低下するが、底堅さを保つ見込み)

2006年前半は、企業部門の好調が家計に波及するかたちでおおむね順調な推移が見込まれる。年後半は、米国を始め、世界景気の拡大テンポが緩やかながら鈍化することで、ユーロ圏では輸出、投資による牽引力の低下が見込まれるが、雇用改善に伴う個人消費の緩やかな回復が続き、底堅く推移する見込みである。ユーロ圏の約3割の経済規模を持つドイツにおいて、雇用調整が一巡し、所得の伸びが期待されることに加え、年央(6月9日～7月9日)にワールド・カップが開催、年後半には2007年初の付加価値税引き上げ(16%→19%)前の駆け込み需要が予想されるなど、消費を刺激する特殊要因が働き易くなっていることも、消費の押し上げ要因となろう。

2001年以降、潜在成長率の下限とされる2%を下回ってきた成長率も2006年は通年で2%を超える見込みである。2007年については、米国の景気減速の影響、利上げ効果の浸透、駆け込み需要の反動、主要国における財政均衡化措置の加速(後述)などから、景気拡大テンポは次第に鈍化、通年の成長率は1.7%に低下すると思われる。

(ECBは昨年12月に続き、3月にも利上げを実施)

欧州中央銀行(ECB)は、大方の予想通り、今月2日の政策理事会で昨年12月に続く25bpの利上げを実施、政策金利は2.50%となった(表紙図表参照)。

2回の利上げは、共に四半期に一度のECBのスタッフによる経済見通しが公表される月に実施された。前回12月の見通しでは、2006年のインフレ率(レンジの中央値)はECBの物価安

定の定義の上限（2%）を上回る水準（＝インフレ・リスクの上昇）、成長率（同上）は潜在成長率の下限を上回る水準に引き上げられた（＝景気後退リスクの低下）が、今回の見通しでは2006年とともに、2007年についても、インフレ率、成長率の上方修正が行なわれた（図表7）。

すでに見たとおり、10～12月期は成長率自体低かったが、サーベイ調査で景気回復テンポの加速が確認された。その一方、インフレ・リスクに対しては、原油価格の上振れ、参照値（4.5%）を大きく上回るマネー・サプライ（M3）の伸びの持続、民間貸出の伸びの加速（図表8）などから、それを警戒する必要が高まったことが、利上げを後押ししたことが分かる。

3月の政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁は、前回の利上げ後と同様に「金利はイールド・カーブ全体に亘って実質、名目ともに非常に低い水準にあり、金融は緩和的に留まる」との判断と、原油高の二次的影響と過剰流動性というインフレ・リスクを注視する姿勢を示した。

（追加利上げは6月実施）

追加利上げがコンセンサスとなる中、市場には年内2回、合計50bpの利上げが織り込まれているが、今回の予測では、6月に25bpの利上げを実施した後は据え置くものとした。

年前半は、輸出の伸びが内需に波及し景気が底堅く推移する一方、物価上昇率は原油価格の高止まりから2%を超える推移が続くと見られるため、景気・物価の高めの見通しが維持され、6月の利上げについては、実施の可能性が高いと思われる。

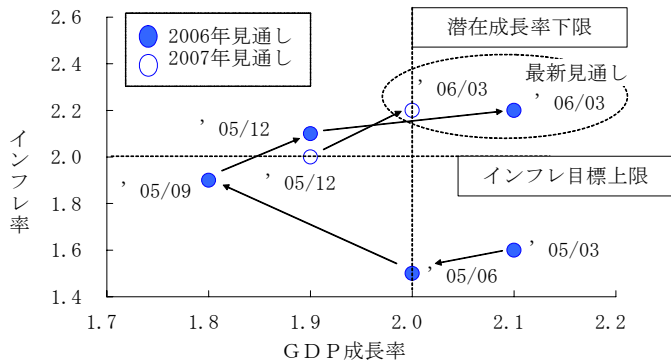
しかし、年後半には景気が緩やかな減速に転じ、物価も原油高の影響が緩和することで、9月以降は、ECBのスタッフによる見通しが下方修正される可能性がある。このため、政策金利正常化への動きは、6月までの累計75bpで一旦終止符が打たれるものと考えている。

●リスク要因は世界景気の下振れ、ユーロ高、2007年の財政緊縮

（外部環境の変化は自律的回復への移行を妨げるリスク要因）

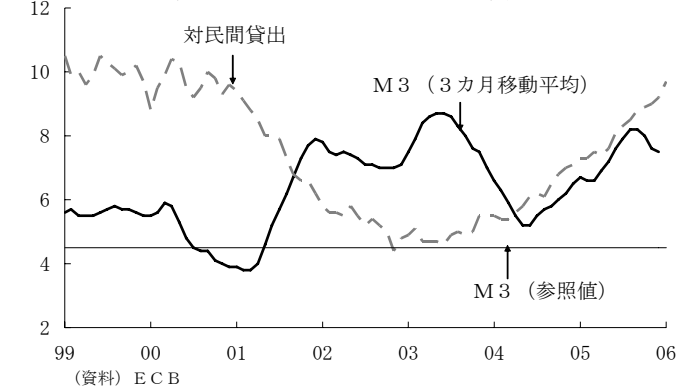
ユーロ圏経済の見通しは、この数年では最も明るく、企業のリストラや労働市場改革の前進といった、ユーロ圏における構造改革の成果が表れ始めたことが裏づけとなっている点で、一定の

図表7 ECBによる2006年～2007年の成長率・物価見通しの推移



(注) 目標レンジの中央値を图示 (資料) ECB

図表8 ユーロ圏：M3と対民間貸出

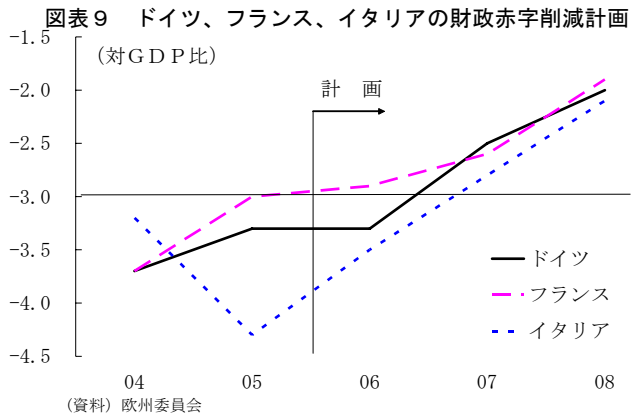


(資料) ECB

底堅さを持つ。しかし予測が前提としている、世界経済の拡大、ユーロ相場の1ドル=1.2ユーロ台での低位安定、原油価格の1バレル当たり50ドル台への緩やかな低下という構図の一部が崩れた場合には、ユーロ圏の景気を主導している輸出が減速し、潜在成長率並みの成長の達成が困難となるリスクがある点には留意が必要である。

(内的要因では 2007 年の構造的財政赤字削減への取り組みに注意が必要)

さらに、ユーロ圏内の要因としては、景気回復を支えてきた超金融緩和政策の修正に加え、財政面でも「安定成長協定」が上限としているGDP比3%を超える赤字を計上してきた国々（ドイツ、フランス、イタリア、ギリシア、ポルトガル）が、2006年から2007年にかけて、構造的赤字削減への取り組みの加速を予定している点に注意が必要である（図表9）。



2005年はゼロ成長に失速し、財政赤字がGDPの4.3%まで膨らんだイタリアでは、主として歳出の削減によって、2006年に同0.8%、2007年に同0.7%相当の赤字を削減し、2007年の基準達成を目指している。ドイツは、2006年は自律的な回復を支えるため、本格的な措置を見送るが、2007年はVATの引き上げや、求職者への基礎控除、公的医療保険制度への財政移転の見直しなどによって、財政赤字をGDP比3.3%から2.5%へと削減する計画である。フランスも2007年に2010年の財政の均衡回復に向けた措置を本格化させる予定である。

景気回復のモメンタムが鈍化する2007年は、景気下振れのリスクが、より高いものと思われる。

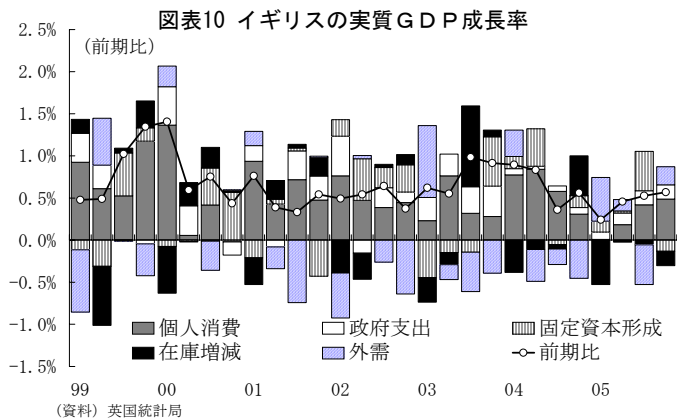
2. イギリス

●個人消費に回復の兆し

(10~12月期はトレンドに回帰)

イギリスの10~12月期の成長率は前期比0.6%と前期の同0.5%（改定値）から僅かながらも上向き、4四半期ぶりでトレンド（前期比0.6~0.7%程度の成長）に回帰した。

2004年下期以降の成長鈍化の主因となった個人消費が7~9月期の前期比0.6%に続いて同0.7%と回復したほか、前期に大幅なマイナスとなった外需の寄

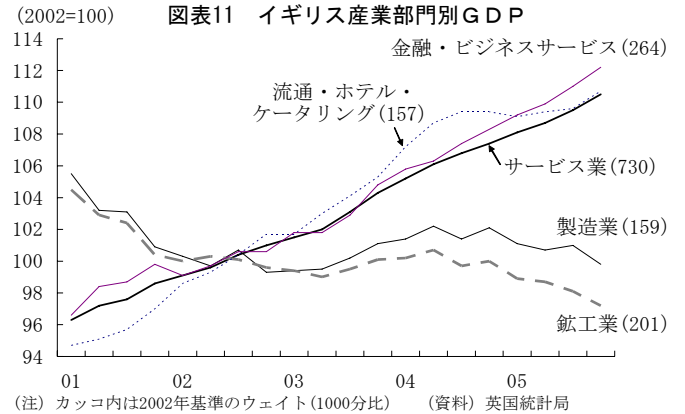


与も輸出の加速と輸入の減速でプラスに転じ、成長の押し上げ要因となった。逆に、固定資本形成は7～9月期の前期比2.8%という大幅増の反動もあり、同0.8%のマイナスとなった(図表10)。

(サービス業の成長は加速、製造業の低迷は持続)

供給面では、金融・ビジネス・サービスが前期比1.1%と好調を維持、7月の同時多発テロの影響もあり、7～9月期は前期比0.2%という低成長となった流通・ホテル・レストランが前期比0.9%に加速した。このためサービス業は前期比0.9%と高い伸びとなったものの、鉱工業は同マイナス0.8%と明暗を分けた(図表9)。

鉱工業のうち、鉱業は石油関連施設のメンテナンスや火災という特殊要因による7～9月期の前期比マイナス8.1%という落ち込みから幾分回復した。しかし、前期に下げ止まりの兆しが見られた製造業が、前期比マイナス1.0%と再度大きく落ち込んだため、全体では引き続きマイナス成長となった。



●2006～2007年の成長率は2005年を上回るものの、なお低めの水準

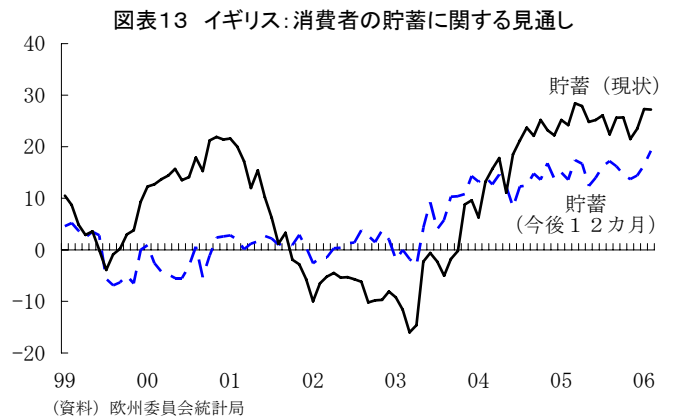
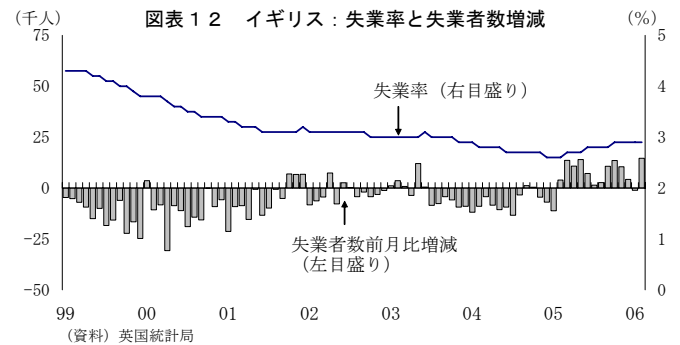
(住宅市場の調整は一巡したが、雇用への懸念と債務負担の制約は残存)

2004～2005年の成長鈍化の主因は、2003年11月から2004年8月まで合計5回125bpの利上げによって住宅価格の上昇率が鈍化、資産効果が剥落したことと、家計がバランス・シートの改善に取り組み始めたことで、個人消費の伸びが鈍化したことにある。

今年1月の小売売上高は、前月比マイナス1.6%と落ち込んだが、天候要因やバーゲンが押し上げ要因となった11月～12月の増加の反動という面が大きく、2月は同0.5%と持ち直した。

今後については、利上げの打ち止め、さらに2005年8月の25bpの利下げもあり、主要な住宅価格指数の伸び率は再度加速しており、住宅市場の調整に伴う消費下振れのリスクは後退している。

その一方、雇用環境の不安定さと高水準の家計の債務残高は、消費の伸びを制約する要因と



して残存している。雇用は、公共サービスでは高い伸びが続いているが、民間企業は、製造業を中心に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、雇用への態度が慎重化している。さらに、退職年齢の引き上げや移民の流入なども就業率低下の一因となっている。2005年初めに2.6%であった失業率は10月に2.9%となった後、横這っているが、今年2月の失業者数は1万4600人と92年12月以来の大幅な増加となっており(図表12)、ピークアウトは確認できない。

家計の債務残高も、可処分所得比で80年代末～90年代初頭のバブル期も大きく上回る高い水準に達している。相対的に金利が低く抑えられているため、返済面での問題が生じているケースは少ない。しかし、2003年の利上げへの転換を境とする貯蓄性向の高まりは直近まで続いており(図表13)、少なくとも消費がブーム期のような勢いを取り戻す環境にはないと言えよう。

(製造業は下げ止まるが、回復は緩やか)

2005年に後退が目立った製造業は、ユーロ圏景気の持ち直しなどの輸出環境改善もあって、一層の悪化は回避される見込みである。

2005年を通じて、輸出数量の伸びに対して、製造業生産は遅れをとってきたが、直近では回復の兆しが見られるようになっている(図表14)。

先行指標の1つであるCBI(英国商工会議所)の製造業サーベイ調査でも、海外受注の好転によって受注の減少傾向に歯止めが掛かっており、今年に入ってから、生産見通しも改善に転じている。

生産は下げ止まっても、製造業企業は、エネルギー価格の上昇や新興国との競合という環境でマージンの縮小に悩まされていることから、設備投資や雇用に対しては慎重な姿勢が継続するものと思われる。

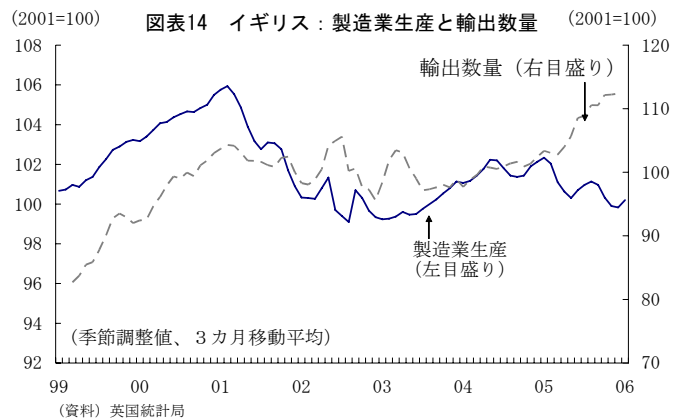
(成長率は2006年、2007年ともに2.3%)

2005年の成長鈍化の要因となった個人消費が緩やかに回復、製造業も下げ止まることで、2006年の成長率は、2005年の1.8%から回復するものの2.3%と英国としては比較的低めの水準に留まる見込みである。2007年も、ユーロ圏の成長鈍化など外部環境の悪化により景気拡大のテンポは抑えられ、2006年と同程度の水準に留まるものと見られる。

(BOEは政策金利を据え置き)

2005年8月の利下げ後、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2月までに開催された3回のMPCでは9人の委員のうちニッケル委員1

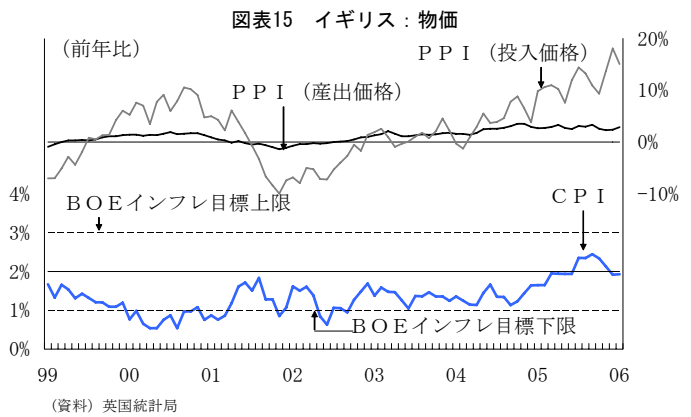


人が 0.25bp の利下げ票を投じているが、最新の 2 月の議事録でも、「景気が回復の兆候を示している段階での利下げは住宅市場や消費の下支えになると同時に、中長期的にインフレ率を目標から上振れさせるリスクを伴う」としており、追加利下げ観測は後退している（3 月 8 日～9 日分の議事録は 22 日公表予定）。

実際、前回の利下げが行なわれた 8 月時

点と比較すると、景気は力強さを欠くものの一応回復、昨年夏～秋にかけて原油高の直接的影響で上振れていた消費者物価は 12 月には 1.9%と目標の中央値（2%）近辺に落ち着いてきた。企業の産出価格は、競争激化や成長がトレンドを下回ってきたことなどで同 2.9%と抑えられてきたが、投入価格が燃料価格等の上昇で 2 月も前年比 15.0%と高い伸びとなっていることから（図表 15）、今後の景気回復のスピード次第ではインフレ圧力に目配りをする必要が高まってこよう。

BOEは最新（2月）の「インフレーション・レポート」で、現行水準の政策金利を維持する前提で、2006～2007 年ともに目標の中央値の 2%近辺で推移するというインフレ見通しを示している。BOEは、この見通しに沿って、個人消費の回復力と物価上昇圧力の両面に配慮したかたちで、様子見を継続する可能性が高いものと思われる。



(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)