

# 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

## 欧州経済見通しー底堅さを保つユーロ圏経済ー

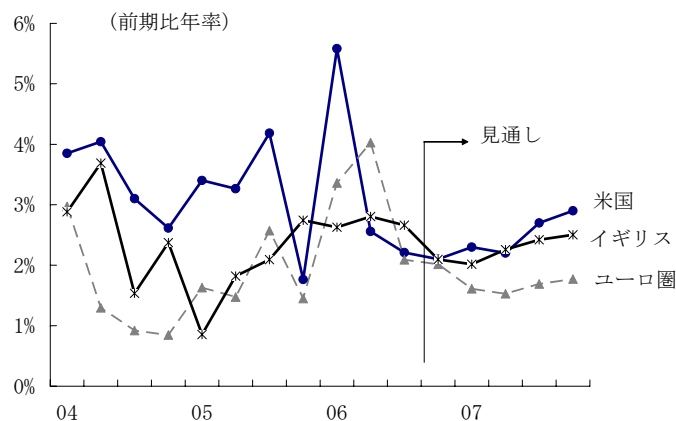
< ユーロ圏：2006年2.7%、2007年1.9% >

- ・ 7～9月期の成長率は、上半期の高成長の反動で前期比0.5%に鈍化した。企業部門の回復が雇用・所得環境に波及する自律的な循環の持続を期待する状況にある。
- ・ 2007年の成長率は、6年ぶりの高成長となる2006年（2.7%予想）に比べれば鈍るが、1.9%と潜在成長率並みの水準を保とう。米国経済の減速、ドイツのVAT引き上げ、さらに利上げやユーロ高が累積的に影響するが、内需の底固さは続く見込みである。
- ・ ECBのトリシェ総裁は、12月の記者会見で景気の底堅さとインフレへの警戒感を示し追加利上げに含みを残した。追加利上げは1～3月期に実施、以後は据え置かれよう。

< イギリス：2006年2.5%、2007年2.3% >

- ・ 個人消費は緩やかな回復に留まったが、設備投資が加速、2006年の成長率は、長期トレンド並みの2.5%に回復した。2007年は、海外景気の減速や利上げの影響で、成長率は2.3%に鈍化する見込み。
- ・ BOEは物価の上振れに対応し、8月に続き11月も25bpの利上げを実施。特殊要因の剥落後は、物価のピークアウトが見込まれるため、追加利上げは見送られよう。

ユーロ圏の成長テンポは鈍化するが底堅さを保つ見込み



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－底堅さを保つユーロ圏経済－＞

### ●概要

#### 〈ユーロ圏〉

- ・ 7～9月期の成長率は、上半期の高成長の反動で前期比 0.5%に鈍化した。企業部門の回復が雇用・所得環境に波及する自律的な循環の持続を期待する状況にある。
- ・ 2007年の成長率は、6年ぶりの高成長となった2006年(2.7%)に比べれば鈍るが、1.9%と潜在成長率並みの水準を保とう。米国経済の減速、ドイツのVAT引き上げ、さらに利上げやユーロ高が累積的に影響するが、内需の底固さは続く見込みである。
- ・ ECBのトリシェ総裁は、12月の記者会見で景気の底堅さとインフレへの警戒感を示し追加利上げに含みを残した。追加利上げは1～3月期に実施、以後は据え置かれよう。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.4	2.7	1.9	2.2	2.8	2.7	2.9	2.4	1.8	1.7	1.7	
内需	寄与度%	1.6	2.6	1.6	2.2	2.6	2.7	2.6	2.3	1.7	1.4	1.3	
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.9	1.7	1.8	1.8	1.8	2.2	1.8	1.9	1.7	1.6
	固定資本形成	"	2.7	4.7	2.7	4.0	5.3	4.7	4.8	4.2	2.4	2.1	2.0
外需	寄与度%	▲ 0.3	0.1	0.3	0.0	0.3	0.0	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.2	2.2	2.0	2.3	2.5	2.2	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	
失業率	平均、%	8.6	7.9	7.6	8.2	7.8	7.8	7.7	7.6	7.6	7.6	7.6	
ECB市場介入金利	期末値、%	2.25	3.50	3.75	2.50	2.75	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.25	1.26	1.20	1.26	1.27	1.30	1.30	1.28	1.28	1.26	
対円為替相場	平均、円	137	138	139	141	144	148	152	147	141	134	132	

#### 〈イギリス〉

- ・ 個人消費は緩やかな回復に留まったが、設備投資が加速、2006年の成長率は長期トレンド並みの2.5%に回復した。2007年は、海外景気の減速や利上げの影響で成長率は2.3%に鈍化する見込み。
- ・ BOEは物価の上振れに対応し、8月に続き11月も25bpの利上げを実施。特殊要因の剥落後は、物価のピークアウトが見込まれるため、追加利上げは見送られよう。

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.9	2.5	2.3	2.3	2.6	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2	2.3	
内需	寄与度%	1.8	2.9	2.6	2.4	3.1	2.9	3.0	2.5	2.7	2.5	2.6	
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	2.1	2.5	1.4	2.3	2.4	2.3	2.5	2.2	2.5	2.6
	固定資本形成	"	2.7	5.6	3.7	4.9	5.9	5.7	5.6	4.3	4.5	2.9	3.1
外需	寄与度%	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	
消費者物価(CPI)	"	2.1	2.3	2.3	1.9	2.2	2.4	2.5	2.6	2.4	2.2	2.1	
失業率	平均、%	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
イングランド銀行レポ金利	期末、%	4.50	5.00	5.00	4.50	4.50	4.75	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	

## 1. ユーロ圏

### ●2006年は2.7%の高成長、2007年は1.9%に鈍化

( 7～9月期は前期の高成長の反動で成長率は低下 )

7～9月期のユーロ圏の成長率は、天候やサッカー・ワールド・カップなどの特殊要因で押し上げられた4～6月期の反動もあり鈍化したものの、前期比0.5%とほぼ潜在成長率並みの水準を維持した。

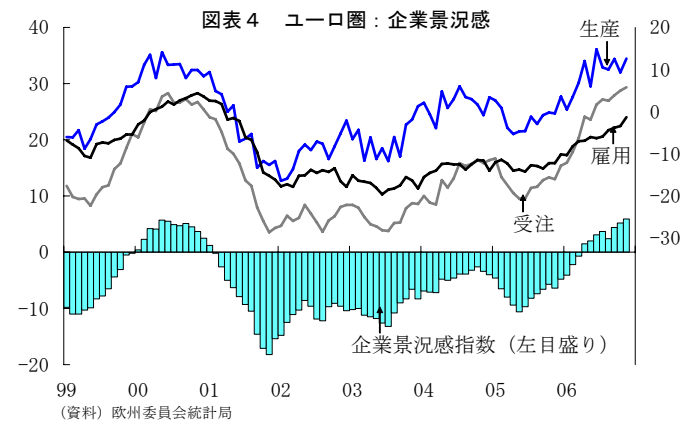
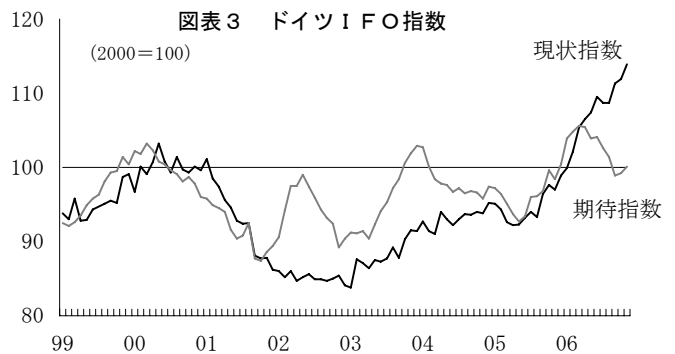
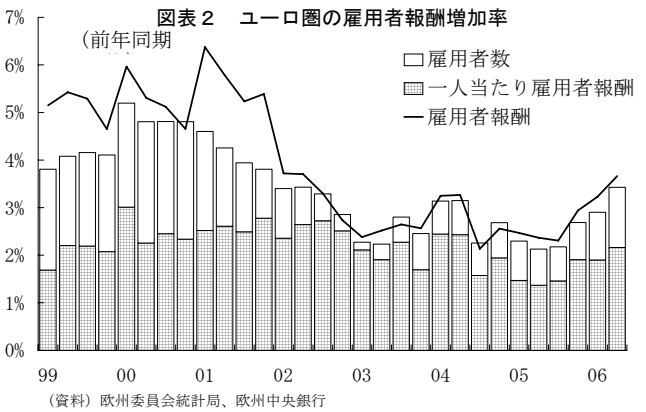
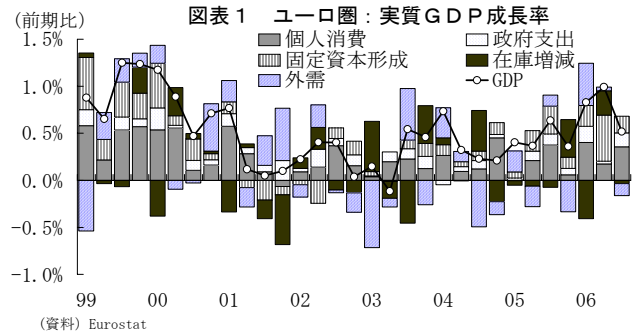
国別には、フランスが前期比1.2%からゼロ成長に失速したことが大きく響いた。ドイツ、ベルギー、オランダというその他のコア国の成長率も軒並み前期を下回ったが、前期比0.6%と底堅さを保った。2003年4～6月期に現在の景気拡大局面に入ってから、一貫して高成長を続けているスペインは、7～9月期も前期比0.9%と前期と並ぶ成長となり、景気拡大基調を維持した。

( 消費は雇用所得の伸びに支えられ回復 )

需要面から見ると、7～9月期の成長率低下の原因は、固定資本形成はなお強いものの前期に比べて伸びが鈍化したことと、輸出加速のペースを上回る輸入の伸びで外需の寄与がマイナスになったことにある(図表1)。個人消費の回復は、企業部門の回復が設備投資とともに雇用の拡大にもつながり、所得の伸びも高まっていることにより支えられている(図表2)。

ドイツのI f oやZ E Wなどの企業やエコノミストを対象とするサーベイ調査は、現状判断が歴史的な強さを保つ中、年央以降加速した先行き減速への懸念も緩和しつつある。I f oの期待指数は9月を底に改善(図表3)、Z E Wの期待指数も、12月は前月のマイナス28.5ポイントという93年3月以来の低い水準から、マイナス19ポイントへと大きく改善した。

欧州委員会のサーベイ調査では、企業部門では生産・受注の伸びの持続、雇用への意欲の高



さが示されている。リストラの進展もあり、企業収益は好調に推移、稼働率の上昇が続いていることから、設備投資は堅調が見込まれる。家計部門では、経済の先行きと雇用に関する見通しの改善に支えられた消費マインドの好転が続いており、自律的な循環が期待し得る内容となっている（図表4、図表5）。

2006年の成長率は2.7%と6年ぶりの高成長となるだろう。2007年は、米国経済の減速やドイツのVAT引き上げに象徴される主要国の財政健全化への取り組み、さらに累積的な利上げ、ユーロ高の影響などが下押し要因となる。外部環境では米国経済の動向が最大の懸念材料であるが、2007年春頃には利上げに転じることで、年後半に持ち直す見込みであり、底割れの可能性は低い。景気拡大のテンポは、2006年と比べれば鈍るが、ユーロ圏の内需の底堅さが期待されることから、成長率は1.9%とおおむね潜在成長率なみの水準となるだろう。

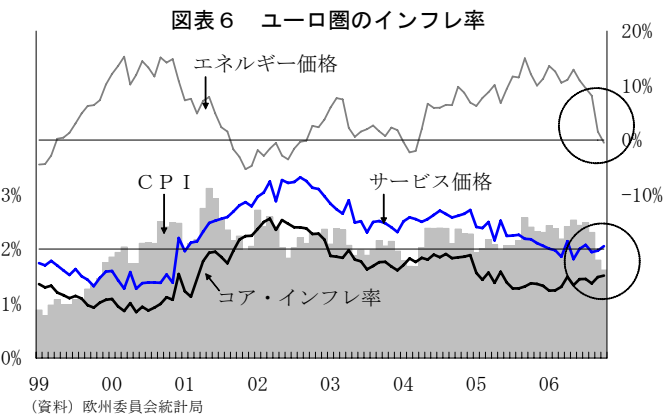
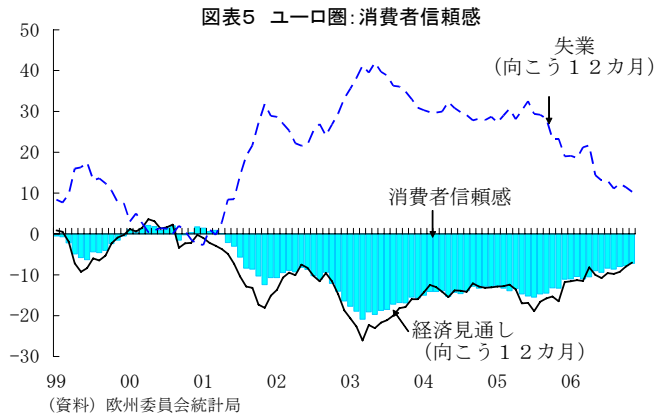
なお、2007年初のドイツのVATの引き上げ（16%→19%）は、個人消費や住宅投資に一定の影響を及ぼそう。しかし、雇用・所得環境が長い低迷からの回復局面にあること、消費者が慎重な姿勢を保つ中で消費税分の価格転嫁がある程度抑えられると見られること、増税による税收の一部は失業保険料率の引き下げに充当されること、さらに原油価格低下による実質可処分所得の増大効果も見込まれること等から、景気を大きく下押しする要因にはならないであろう。

（注目されるコア・インフレ率の動向）

インフレ率（HICP）は、8月以降の原油価格の軟化によって、総合指数が9月に2%を下回り、以後、10月同1.6%、11月（速報値）同1.8%と欧州中央銀行（ECB）の目標水準（2%以下でその近辺）で推移している（図表6）。2006年通年では、インフレ率は2.2%程度に落ち着く見込みである。

2007年はVAT引き上げ分の価格転嫁という上昇要因があるが、原油価格がおおむね現状水準（平均61.5バレル/ドル）で推移することを前提とすると、エネルギー価格は物価下押し要因となり、インフレ率は平均2%と目標水準から大きく上振れることなく推移する見込みである。

エネルギー価格の直接的影響の緩和が見込まれる中、今後は、2000～2001年に見られたような原油高の二次的影響、すなわち価格転嫁や賃金上昇を招くことなく、コア・インフレ率の低位安定を保つことができるかどうか金融政策面での焦点となろう。



## ● ECBはインフレ・リスク牽制のため、2007年の追加利上げに含み

( トリシェ総裁は2007年の追加利上げを示唆 )

欧州中央銀行(以下、ECB)は12月7日に、昨年12月の利上げ開始以来、6度目となる25bpの利上げを実施、政策金利は3.5%となった。

政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁は金融環境に関して「緩和的(accommodative)」との判断を残し、追加利上げに含みを残しながら、従来用いられてきた「段階的な金融緩和の除去(further withdraw monetary accomodation)」を「堅実で適切な方法での行動(acting in a firm and timely manner)」という表現に差し替えることによって、今後の動きは、過去1年間のようなコンスタントなペースではないとの意図が窺われるものであった。

今回の利上げ局面では、インフレ・リスクに関する判断を「注視(monitor closely)」、「特に注視(monitor very closely)」、「強く警戒(exercise <strong>vigilance)」の3段階で表現、昨年12月と今年3月は利上げ月に「注視」、今年6月、8月、10月は「特に注視」の表現を用いることで、利上げのタイミングを予告してきた。トリシェ総裁は、12月も「特に注視」という表現を用いたが、質疑応答でこの表現が「2月の利上げを意味するという解釈は誤り」と明確に否定した。「物価安定の実現と信認の確保の必要性に応じて適切な判断を下す」といった発言から推し量ると、追加利上げのタイミングや回数は、諸経済指標の結果次第となろう。

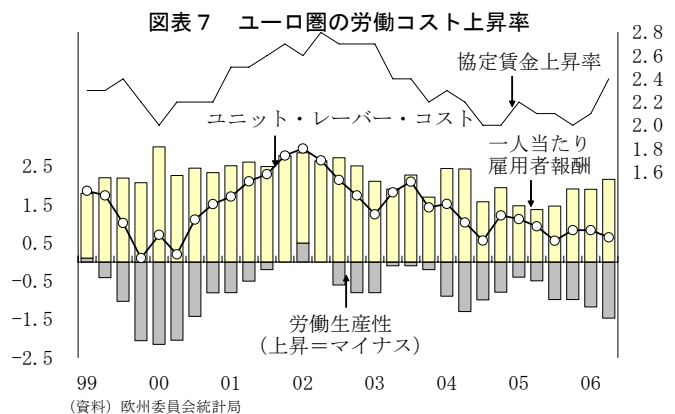
( 過剰流動性と労働市場からのインフレ圧力を引き続き警戒 )

12月の政策理事会の当日発表されたECBのスタッフ見通しでは、原油価格の低下を反映して、2007年の成長率見通し(中央値)を2.1%から2.2%に上方修正する一方、インフレ見通しは2.4%から2.0%に下方修正された。しかし、原油高再燃も含めて、物価には「上振れリスクがある」との判断が維持された。今後も、金融政策による対応が可能な過剰流動性や、労働市場からのインフレ圧力を警戒する姿勢を継続する構えである。

ECBが過剰流動性の指標としているM3の伸び率は、7月に前年比7.8%まで一旦低下したものの、10月には同8.5%まで再度上振れている。民間部門への貸出も企業向けが主導する形で、8~10月の平均で11.3%と高い伸びが続いている。過剰流動性に関しては中長期的な物価の安定へのリスクとして「とても注意深い監視

(require very careful monitoring)が必要」というスタンスが示された。2007年入り後の利上げ継続の判断材料の1つになるものと思われる。

賃金の伸びも、景気の拡大が長期化、雇用情勢の改善が続く中、徐々に高まってきている。失業率は10月も0.1%ポイント低下、7.7%とユーロ導入以来の最低水準に達した。





ユニット・レーバー・コストの伸びは、生産性の上昇によって抑えられているが（図表7）、トリシェ総裁は、12月の記者会見の中で「賃金交渉にあたっては、失業率の高さや価格競争力という観点から、生産性の動きを考慮にいれなければならない」として、賃金交渉の動きを牽制した。

（ 1～3月期に追加利上げを実施、以後は据え置き ）

2006年下期は2カ月に一度のペースで利上げが行なわれてきたが、次回の利上げは、経済指標で年初のVAT引上げの影響などを見極めることができる3月の可能性が高いと考えている。

メインシナリオでは、景気の底堅さを確認した上で追加利上げを実施、以後、2007年中は政策金利を据え置くことになろう。

### ● 1～3月期にかけてユーロ高は持続

（ 金利先高観から対円相場は最高値更新、対ドルでもユーロ高が再燃 ）

ユーロ相場は、2006年中にユーロ高が加速した対円相場で13日には一時、1ユーロ=155.4円と最高値を更新した。対ドルでのユーロ相場も、5日には1ドル=1.33ユーロ台に加速、2004年12月につけた最高値（1ドル=1.36ユーロ）に迫る勢いとなった。ECBがモニターしている実効為替相場ベースでもここに来てのユーロ高の加速ぶりは明らかである（図表8）。



ユーロ高のきっかけは、ECBが11月の政策理事会で少なくとも12月の追加利上げの方向が明確に打ち出され、金利先高観が強まったのに対し、日銀のスタンスは不透明なこと、米国では来春にも利下げに転じる可能性が高まってきたことがある。

（ ユーロ金利の先高観が残る1～3月期もユーロ高基調は続く ）

12月の政策理事会でもECBが追加利上げの方向を示したことで、2007年1～3月期もユーロ圏の利上げと米国の利下げによる金利差拡大の観測から、ユーロの対ドル相場は堅調な推移が見込まれる。2007年4～6月期以降は、米国景気の回復期待とユーロ圏の景気減速による景気格差が材料となり、ユーロ高の修正が進むが、高めの水準は続き、通年でも2006年を僅かに上回る水準となろう。

対円相場は、当面、日銀の動向を見守る展開となろう。2007年入り後は、ユーロ圏の景気が減速、追加利上げ観測が後退するに連れて、2006年中に急ピッチで進んだ対円でのユーロ高に修正が加わると予想される。

## 2. イギリス

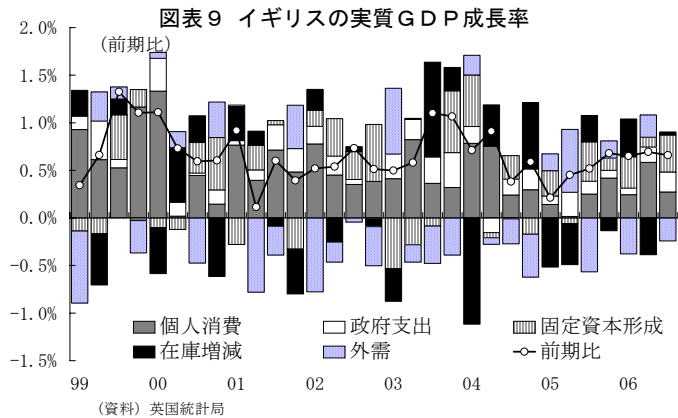
### ●景気と物価の上振れに対応しBOEは利上げを実施

( 7～9月期まで4期連続で前期比0.7%成長 )

イギリス経済は昨年10～12月期から今年7～9月期まで4期連続の0.7%成長と長期のトレンド(2.5%程度)上回る成長が続いている。

個人消費の伸びは、サッカー・ワールドカップという押し上げ要因の剥落や8月の利上げの影響で、4～6月期の前期比0.9%から同0.4%に鈍化したものの、固定資本形成は同0.6%から2.3%に加速、最大の景気押し上げ要因となった。外需は輸出入ともに前期を下回ったが、輸出の減少幅が輸入を上回ったことで、成長への寄与度はマイナスとなった(図表9)。

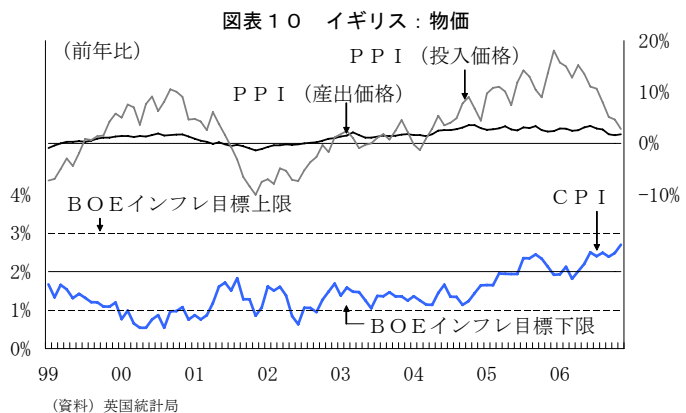
2006年の通年の成長率は、長期トレンド並みの2.5%に回復する見込みである。



(原油価格下落後も物価の上振れ続く)

BOEの政策目標であるインフレ率(CPI)は、4月以降、目標の中央値(2.0%)を上回る推移が続いており、11月は前年比2.7%となった。

物価の押し上げ要因となった公共料金や交通費の引上げの影響は、原油価格の下落によって徐々に緩和している。しかし、大学授業料の値上げや、食品価格の上昇などが相殺要因となり、高めの推移となっている(図表10)。



( BOEは8月に利上げを実施 )

イングランド銀行(以下、BOE)は11月の金融政策委員会(以下、MPC)で25bpの利上げを決め、政策金利を5.0%とした。10月のMPCの時点では25bpの利上げ票2対据え置き票7であったが、11月は25bpの利上げ票7に対して利上げ票2となり、利上げが決まった。

11月のMPCの議論の叩き台となった11月の「インフレーション・レポート」や議事録によれば、見通しのメイン・シナリオは、「トレンド並みの成長が続く」一方、「物価は短期的には上振れた後、沈静化する」というものだ。しかし、住宅市場で価格上昇や需給のタイト化、住宅ローンの再加速が見られ、広義のマナーサプライ(M4)の伸び率も14%を超え、90年以来の高

い伸びとなり過剰流動性が警戒される。需給両面からの物価の上振れリスクに対応することが、25bp の利上げの目的である。

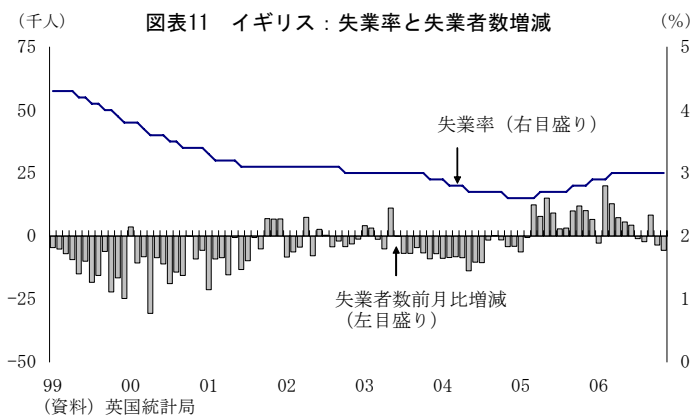
●2007 年も緩やかな景気拡大が持続、インフレ率は鈍化

( 2006 年は長期トレンド並みの 2.5%成長、2007 年は 2.3%に減速 )

2006 年の景気回復の牽引役は企業部門であった。個人消費の伸びは、失業の増大と所得の伸び悩みという雇用所得面での回復基盤の弱さが続いたほか、家計の債務残高の水準が可処分所得比で歴史的な高水準に達していることで、緩慢なものに留まった。

2007 年は、海外景気の減速や利上げなど環境は厳しくなるが、企業の設備投資意欲はなお旺盛であり、底固さは続こう。個人消費は、雇用が持ち直し、失業の増大にも歯止めがかかるなど、雇用所得環境は安定しつつあることから (図表 11)、緩やかなテンポでの回復が見込まれる。

12 月 6 日に発表された 2007 年度の予算編成方針では、教育や社会保障に重点配分する一方、環境負荷の大きい分野への税率引き上げによる財源確保の方針が示されている。



( 政策金利は据え置かれる見込み )

物価は、2007 年入り後、原油価格の下落に伴う鈍化傾向がより明確になろう。足もとも CPI は高めの推移が続いているが、生産者物価を見ると、7 月まで二桁で推移していた投入価格の伸びは 11 月には前年比 2.8%まで低下している(図表 10)。投入価格に比べ上昇率が抑えられてきた産出価格の伸びも同 1.8%と低めの



水準で安定しており、コスト面からのインフレ圧力は緩和しつつある。EU新規加盟国からの移民流入もあって労働市場にはタイト感はなく、賃金を通じたインフレ・リスクも高い状況ではない。ポンド高による輸入物価抑制効果も見込まれることから (図表 12)、インフレ率は原油高や大学授業料値上げといった特殊要因の剥落後、ピーク・アウトするであろう。

BOE の利上げは 11 月で一旦休止となり、2007 年中は政策金利は据え置かれることになる。

(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)