

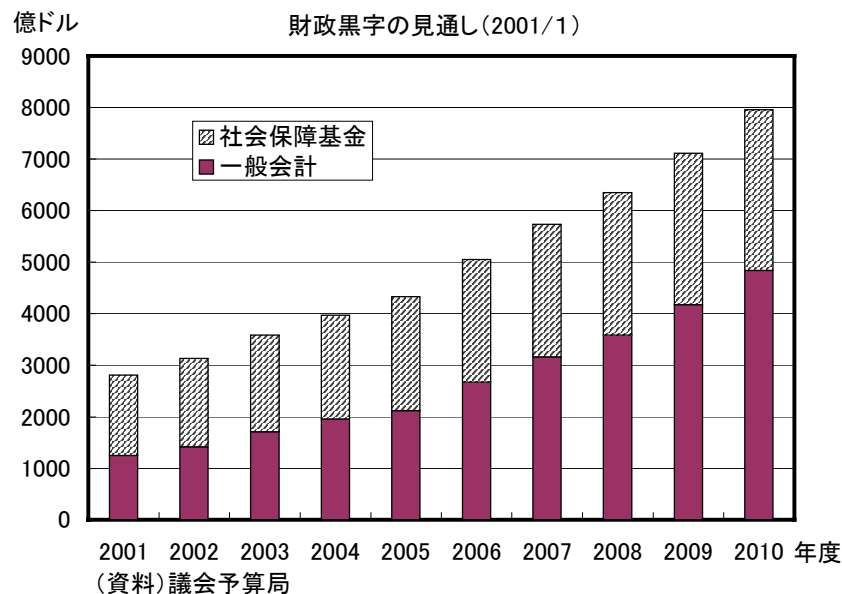
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

## 海外経済 ~ 米減税法案の見通しと意義

### <今週の焦点>

1. ブッシュ政権は、10年間（2002～11年度）で総額1兆6,000億ドルの減税法案を議会に提案し、法案の早期成立と年初にさかのぼっての実施を目指している。民主党との折衝の末、総額1兆ドル規模で7月には成立する見込みである。
2. 減税法案は、税制改革と財政黒字の還元という2つの目的がある。税制改革の観点からは、高所得者を優遇する小さな政府志向がみられる。黒字の用途は債務削減額が民主党案より少ないが、中期的には債券市場への影響に変化はない。



副主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3597-8538 ito@nli-research.co.jp

研究員 山田 剛史 (やまだ つよし) (03)3597-8537 yamada@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405  
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## < 米国経済 > 減税法案の見通しとその意義

研究員 山田 剛史

ブッシュ大統領は 2/28 に予算案を議会に提出し、今後 10 年間で総額 1 兆 6,000 億ドルの減税法案を中心とする財政黒字の使途と、02 会計年度（2001/10～02/9）予算の概要を示した。景気のリセッション懸念が強まる中で、政権では法案を早期に成立させ、年初にさかのぼって実施することにより、消費者マインドの改善と減税効果の波及を目指している。

### 減税法案は 1 兆ドル規模で夏場に成立見込み

#### 1) ブッシュ政権の減税法案の内容

2/8 に提案された減税法案は、大統領選キャンペーンの公約（1 兆 3,000 億ドル）を踏襲し、計算期間を 2002～11 年度に変更して規模を修正したものである。主な内容は以下の通り。

所得税率の引下げと税区分の緩和（8,100 億ドル）：現在 15～39.6% の 5 段階である所得税率を、2006 年にかけて 10～33% の 4 段階に簡素化する。最高・最低税率をともに引き下げて、減税規模の拡大と公平性の確保を図る。具体的には結婚世帯で 12,000 ドル以下の税率が 15% から 10% に、166,500 ドルを超える世帯で 36～39.6% から 33% に低下する。

所得控除の拡大（3,000 億ドル）：児童所得控除を 1 人当たり 1,000 ドルに倍増し、AMT（中低所得者向け減免制度）を適用する。控除所得の上限を、現行（単身世帯 75,000 ドル、結婚世帯 11 万ドル）から一律 20 万ドルに引き上げて、対象者を拡充する。また共稼ぎ世帯がそうでない世帯より税額の高いマリッジ・ペナルティーを緩和するため、所得の低い方の配偶者に 10% の所得控除（最高 3,000 ドル）を設ける。

相続税の廃止（2,600 億ドル）：高齢者の遺産動機貯蓄、および自営業者の事業承継の阻害要因である相続税を、2009 年までに段階的に廃止する。

企業向け減税として、2004 年までの次元措置となっている R&D（研究開発費）に対する 20% 税額控除を恒久化する。

減税規模には実施に伴う利払費増やその他の減税（キャピタルゲイン減税など）が含まれておらず、総額は 2.2～2.3 兆ドルになるとの見方がある。このため 02 年度の予算案は、裁量的支出の伸びを前年度の +8.5% から +4% に抑制し、総額 1 兆 9,600 億ドルとして財源確保を図っている。しかし 2001 年初にさかのぼって実施する場合、01 年度予算での減税額がゼロのため、財源に社会保障基金の黒字を活用せざるを得ない。これは債務削減を遅らせる要因となる。

#### 2) 今後の法案審議の見通し

一方民主党は前政権からの財政規律路線を継承する考えだが、財政黒字の見通しが上方修正さ

れたことや、景気減速が明確であるため、減税法案の審議に異論はない。しかし規模は、黒字のうち社会保障基金と高齢者医療保険（メディケア）を除く 2 兆 7,000 億ドルを、減税、国防・教育など優先順位の高い支出、債務削減に 3 等分し、総額 9,000 億ドル（利払費除く 7,500 億ドル）とする対案を 3/1 に示している。

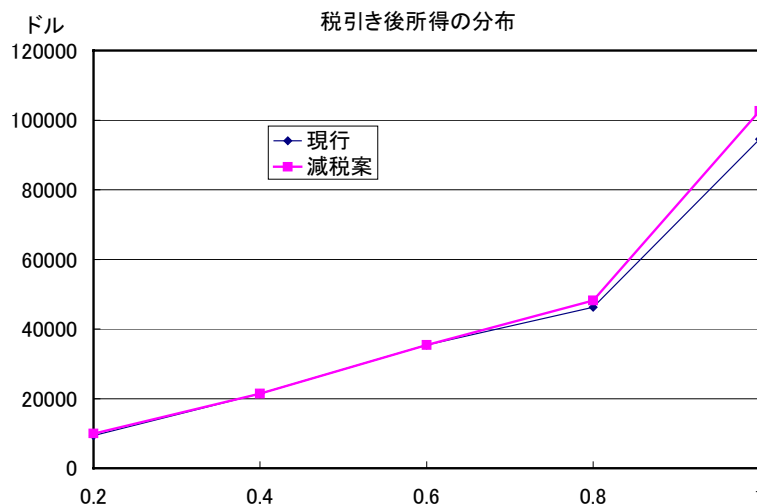
今後の法案審議の見通しについては、下院では共和党が多数を占めるが、上院は民主・共和両党の議席が同数のため、4/15 が決議期限である 02 年度予算審議を優先する公算が大きい。このため減税法案は下院で審議された後、5～6月に上院で審議され、7月までの成立を図るスケジュールが有力になっている。共和党のハスタート下院議長が政権案を重視している他、民主党のゲッパート下院院内総務も 1 兆ドル程度を容認しており、最終的に 1 兆ドルを超える規模での妥協が想定される。法案成立までに景気減速が強まれば、さらに上積みされる可能性もある。

## 減税法案は税制改革と財政黒字還元が目的

### 1) 税制改革としての減税法案

減税法案が夏場に成立し、年初から前倒しで実施された場合、還付時期の関係で減税による経済効果は 2001 年後半から現れる。年収 4 万ドルの平均的な世帯で 1,600 ドルの減税と試算されており、マクロでは 1 年間で 970 億ドルの減税で、実質 GDP を 0.5% 引き上げると予想される。このため現状では、景気対策として減税が評価されている面が大きい。

しかしブッシュ政権は当初景気対策として減税を打ち出した訳ではない。税率や税区分の変更を伴う構造的な税制改革であり、資源配分の効率化や税率引下げによる勤労意欲の拡大を意図したと考えられる。税引き後の所得分布を現行制度と比較すると、高所得者ほど改革の恩恵が大きい。これは過度の課税や再分配を是正する、小さな政府志向が反映されている。

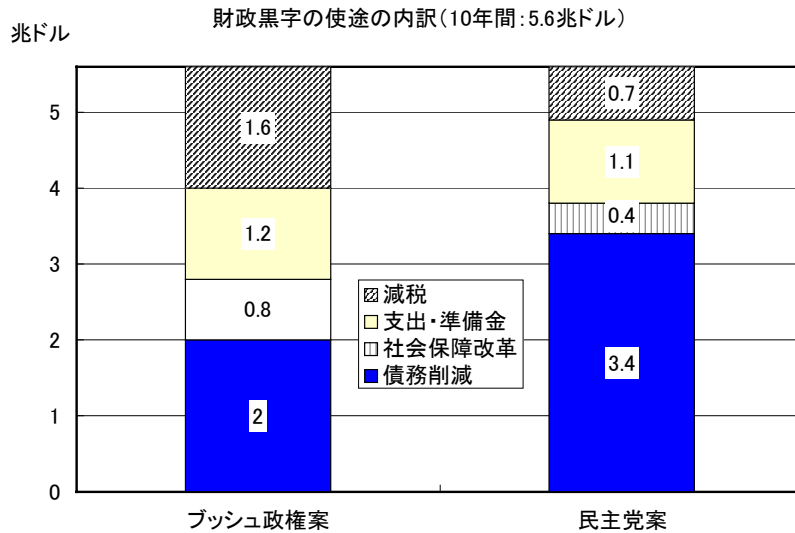


(注)99年基準。夫婦と子供世帯。相対順位別平均所得。

### 2) 財政黒字の用途は債務削減で格差

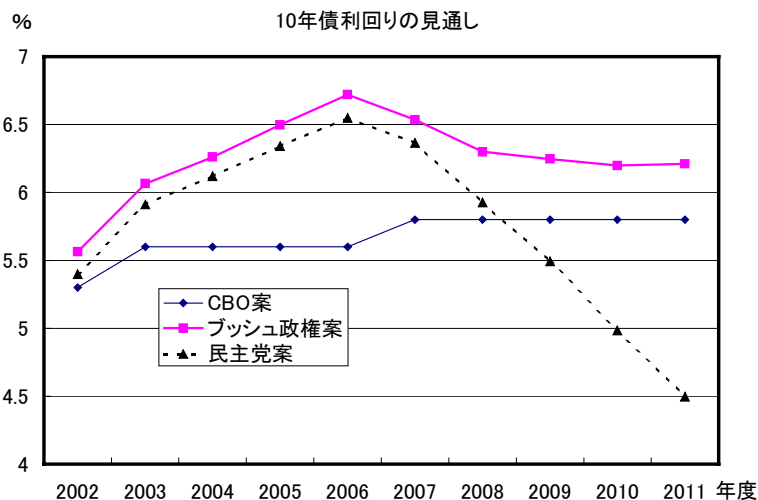
減税法案のもう一つの目的は、財政黒字の還元である。1/31 に発表された議会予算局（CBO）

の中期財政見通しでは、今後 10 年間で 5 兆 6,100 億ドルの黒字を見込んでいる。ブッシュ政権は黒字の使途として、減税の他に教育・国防への支出増や準備基金の確保、年金の個人貯蓄勘定創設を想定しており、債務削減の優先度は低い。国債の買戻しにも消極的である。一方民主党は債務削減を重視して、12 年度までに国債の民間保有をゼロとする考えである。想定される債務削減額は、ブッシュ政権 2 兆ドル、民主党 3.4 兆ドルと 1.7 倍の格差がある。



### 3) 中期的には債券市場への影響は変化なし

債務残高の長期金利への影響を考慮して、CBO 見通しをベンチマークとした両党案の金利シナリオが下図である。政権案では、02 年度に減税財源充当のため金利が押し上げられるが、07 年度までは両党の債務削減スケジュールに大差はなく、格差は 0.1~0.2%にとどまる。しかし 08 年度以降は、償還額を上回る黒字を債務削減に利用する民主党案の方が、最大 1.7%低くなる。従って 5 年程度の中期スパンでは、債券相場への影響に変化はないと考えられる。



## < 欧州経済 > 緩やかな成長鈍化シナリオは実現するのか

副主任研究員 伊藤さゆり

欧州の景気減速のペースは、年初、米国の予想を上回るスピードでの景気減速が明らかになった時点でも、相対的に緩やかとの楽観的な見方が優勢であった。しかし、ここに来て、ドイツのシーメンス、フィンランドのノキア、スウェーデンのエリクソンなどグローバルに展開する欧州の有力ハイテク企業が相次いで業績見通しを下方修正し、日米株価の連鎖安の影響から欧州市場も大幅な下落に見舞われるなど、外部環境の悪化から欧州の景気減速のペースが加速することへの懸念が強まりつつある。

以下では、ユーロ圏を中心に最近の欧州経済の動向を概観し、緩やかな成長鈍化シナリオの実現可能性について考えて行く。

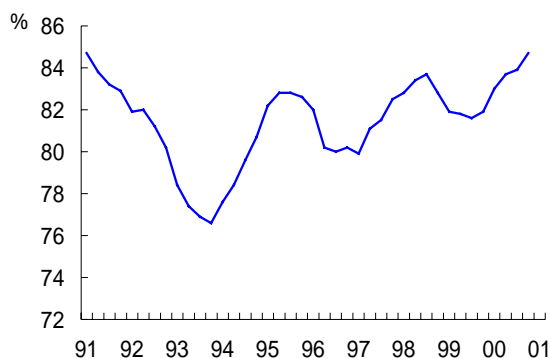
### 年初時点では欧州経済の減速は緩やかとの見方が優勢

初めに、これまで、欧州の景気減速が相対的に緩やかなものに止まると見られてきた理由を整理しておこう。理由は大きく分けて3つある。

第1の理由は、欧州経済の輸出依存度、特に域外への貿易依存度が低いことである。このため欧州は日本やアジア諸国に比べ、米国の景気減速の直接的な影響を相対的に受け難いと考えられてきた。

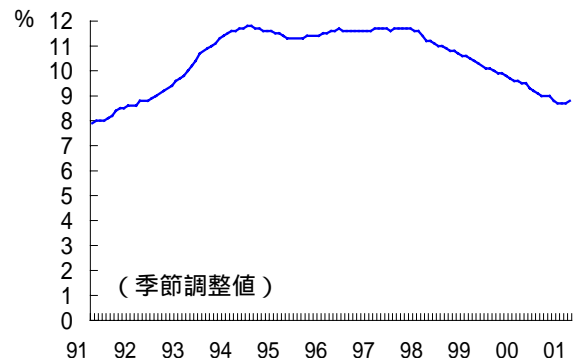
第2の理由は、欧州域内の民間需要が底固く推移すると見られてきたことである。90年代半ばの欧州企業は、ドイツ統一やEU市場統合のブームからの反動もあり、概してリストラ、効率化に重点を置いてきた。このため、設備投資は97~98年から本格的に回復局面に入り、設備投資循環は未だピークアウトしていないと見られている。93年下期を底に上昇トレンドを描いてきた設備稼働率は高めの水準にあること(図表1)、IT革命への対応の遅れから今後比較的高めの需要の伸びが見込まれていることなどから、設備投資は堅調な推移が予測されていた。また、個人消費も97年半ばをピークに失業率の低下傾向が続いてきたこと(図表2)

図表1 ユーロ圏の稼働率



(資料) Eurostat, Datastream

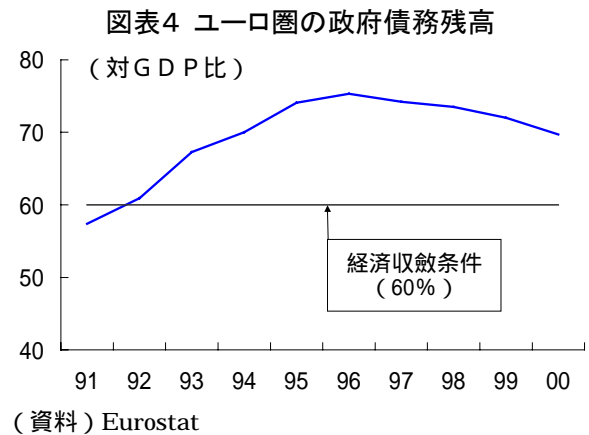
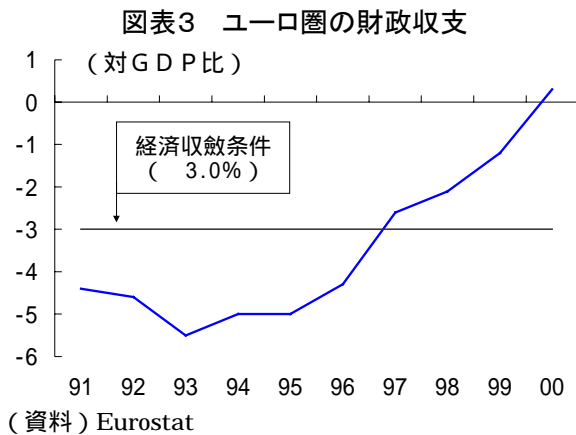
図表2 ユーロ圏の失業率



(資料) Eurostat, Datastream

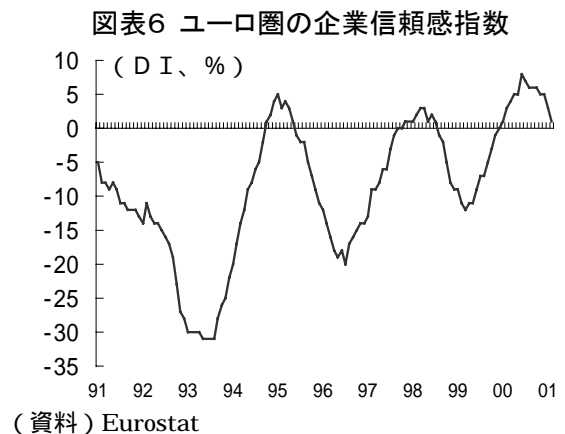
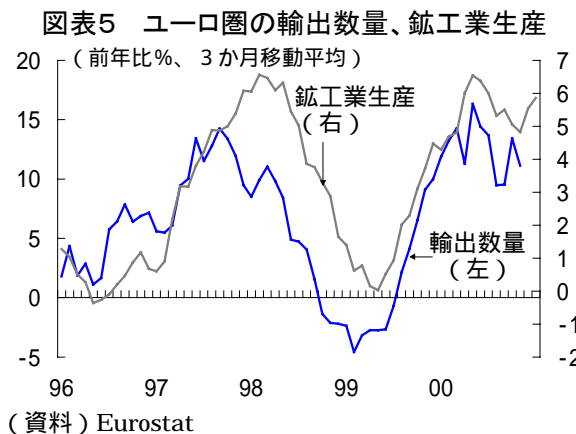
エネルギー価格の落ち着きによる実質所得の改善効果から高めの伸びが期待されていた。

第3は、財政による下支えへの期待である。90年代後半の欧州諸国は、ユーロ参加のための経済収斂条件達成に向けて緊縮財政を余儀なくされてきた。しかし、これまでに、趨勢的な金利低下と政府債務残高圧縮による利払い費の削減、景気回復による税収増などにより財政事情が好転（図表3、図表4）景気刺激策の導入が可能になっている国が多い。2001年初からはドイツ、フランス、イタリアを始めユーロ圏の多くの国で減税が実施されている。ユーロ圏全体で減税規模はGDP比0.75%と見積もられており、特に所得税減税の消費刺激効果が期待されている。



**米国の景気減速の輸出、生産面への影響はこれまでのところ軽微。景況感は悪化**

こうした期待に対し、実際のユーロ圏経済の動きはどうか。外部環境変化の影響を受けやすい製造業関連の指標を見ても、12月までは輸出、生産、受注は堅調に推移してきた（図表5）。しかしながら、年明け後、生産が前月比でマイナスに転じ、企業の景況感の悪化が目だっている。企業信頼感指数は2000年半ばのピークアウト後、比較的高めの水準を保ってきたものの、2月に大きく落ち込み（図表6）購買部協会指数（PMI）も前月から0.6ポイントと大きく低下、生産、新規受注、雇用の各項目とも悪化傾向が続いている。





こうした中、ユーロ圏からの輸出を通じた直接的な影響は軽微としても、企業業績を通じた影響への警戒感が広がってきている。過去においても欧州企業の景況感は米国企業にラグを伴いながら連動してきたが、近年では、欧州企業の収益基盤の強化を目的とする事業再編の過程で米国市場の重要性が以前よりも高まっているからである。

### 2001年のユーロ圏の成長率は2.3%。日米欧3極の中では最も安定感のある展開

ユーロ圏内での景況感悪化の兆候に加え、日米の経済・金融情勢が先行き不透明感を強めていることから、最近では冒頭で触れた楽観的な見方は後退しつつある。むしろ、ユーロ圏でも第2四半期以降、米国の景気減速の影響がタイムラグをもって波及することへの懸念が強まっている。

今後を展望すると、ハイテク産業を中心とする企業業績の下方修正の動き、企業マインドの悪化に加え、輸出環境の先行き不透明感、ユーロ圏内での高金利の持続、企業の外部資金調達におけるウェイトを高めてきた株式発行をめぐる資金調達環境の悪化などが、生産、設備投資の抑制要因となることが考えられよう。他方で、個人消費は、エネルギー価格の落ち着き、減税による実質可処分所得の増加からユーロ圏全体では比較的底固い推移が期待される。但し、先行きは製造業部門の調整が、雇用改善のペースを鈍らせ、消費者マインドにも影響を及ぼすことになろう。2000年の高成長に寄与した外需は、輸出入共に減速に向かうが、輸入の伸びが輸出を上回る展開が予想され、2001年の成長への寄与度はマイナスに転じると見ている。

図表7 ユーロ圏経済見通し

	単位	99	2000	2001	2000				2001				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質GDP	前年比%	2.5	3.4	2.3	3.5	3.7	3.2	3.0	2.6	2.3	2.2	2.0	
内需	寄与度%	3.0	2.7	2.4	2.6	3.1	2.7	2.5	2.5	2.3	2.5	2.4	
	民間最終消費支出	前年比%	2.8	2.6	2.4	2.6	3.1	2.4	2.1	2.1	2.1	2.5	2.7
	政府消費支出	"	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.4	1.6	1.5	1.6	1.8	1.4
	固定資本形成	"	5.3	4.6	3.2	5.7	4.9	4.0	3.9	3.1	3.4	3.1	3.3
	在庫投資	寄与度%	▲0.0	▲0.0	0.1	▲0.5	▲0.0	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	▲0.1
外需	寄与度%	▲0.5	0.6	▲0.2	0.9	0.6	0.5	0.5	0.1	▲0.0	▲0.3	▲0.4	
消費者物価(HICP)	"	1.1	2.3	1.9	2.0	2.1	2.5	2.7	2.2	2.1	1.8	1.6	
失業率	%	9.6	8.7	8.5	9.3	9.0	8.8	8.7	8.7	8.6	8.6	8.5	
経常収支	対GDP比%	▲0.1	▲0.4	▲0.3	▲0.5	▲0.4	▲0.4	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.1	
ECB主要オペレート	%	3.00	4.75	4.25	3.50	4.25	4.50	4.75	4.75	4.50	4.25	4.25	
為替	対ドル	1.066	0.924	0.955	0.986	0.933	0.905	0.868	0.930	0.950	0.970	0.970	
	対円	121.3	99.5	114.8	105.5	99.6	97.4	95.3	108.7	118.8	117.4	114.5	

(注) 金利は未値、10年国債はGDPによる加重平均値

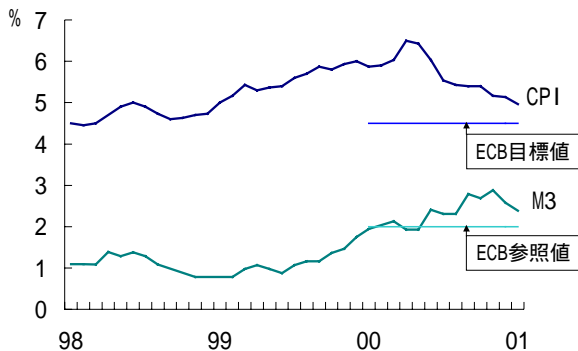
(資料) Eurostat、ECB 他

これらを総合すると、2001年のユーロ圏の成長率は2000年の3.4%から2.3%まで鈍化するものと考えられる(図表7)。年初時点のコンセンサスであった2%台後半から3%台のレンジは下回るものの、財政政策の効果もあり急減速は回避され、ECBやOECDが推計する潜在成長率2.0~2.5%のレンジ内に落ち着くことになろう。2001年については、欧州の景気は減速こそするものの、日米欧3極の中では最も安定感のある推移となる見込みである。

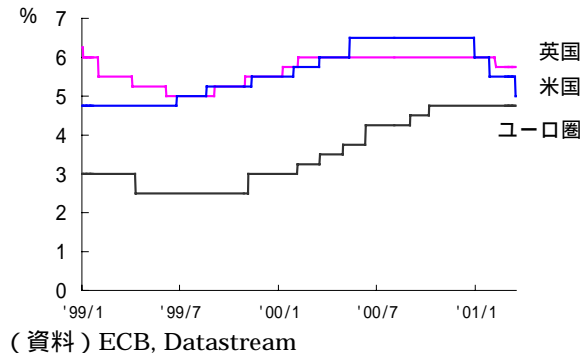
### 欧州中央銀行はインフレ・リスクの後退を確認した上で利下げに踏み切る見込み

金融政策面では、欧州中央銀行(ECB)は1999年11月から2000年10月にかけて合計7回、2.25%の引き上げ後、政策金利を据え置いている(図表8)。日米当局が一段の金融緩和に踏み切り、ユーロ圏の景気の先行きにも不安材料が台頭しつつあることから早期利下げへの期待は高まっている。しかしながら、ECBが政策決定の指標としている統合消費者物価指数(HICP)は2.6%(2月)、通貨供給量(M3)の3か月移動平均は5.0%(1月)と共に目標値の2.0%、参照値の4.5%を上回っており(図表9)、ECBはインフレ・リスクに対する様子見姿勢を継続している。

図表8 ユーロ圏のCPIとM3



図表9 ユーロ圏、米国、英国の政策金利



(注) 米国 = FF レート誘導目標水準、ユーロ圏 = 主要オペレート、英国 = レポ金利  
(資料) Eurostat, Datastream

今後、ユーロ圏のインフレ率は、原油価格の落ち着き、ユーロ安の修正による輸入インフレ圧力の緩和、賃金の伸びの抑制、景気の減速から低下に向かい、HICPは年半ばに目標の2%を下回り、通年で1.9%となる見込みである。ECBは、インフレ・リスクの後退を確認したところで利下げに踏み切ると見られ、第2四半期中に0.25%、第3四半期中に0.25%の利下げが予想される。欧州全域に広がりを見せている狂牛病、口蹄疫の影響は、ユーロ圏全体でGDPに占める農業のウェイトが2.5%と低いために景気への影響は限定的だが、食品価格への影響の度合いによっては、インフレ率の低下、利下げのタイミングを遅らせる要因となり得る。

ユーロの対ドル相場は、欧米景気格差の逆転や金利差の縮小によりユーロ高基調が続くものと見られる。但し、米国経済の低迷によりユーロ圏からの対米証券投資、直接投資の勢い



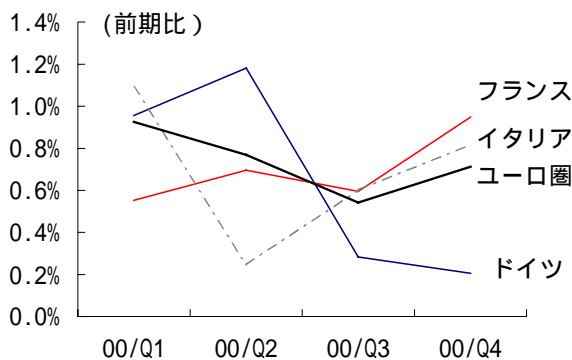
が鈍る可能性がある一方、米国株の下落による損失穴埋めのためにユーロ売りの動き、年半ばにかけて欧州経済の楽観的な見方への修正が進むであろうことなどから、一方的なユーロ高は進み難い状況にある。年末に向けて、対ドルで0.90台後半へと緩やかなユーロ高が進行するものと見込まれる。

### ユーロ圏内での景気格差に金融政策は一元的に対応せざるを得ないジレンマも

ユーロ圏経済が全体として減速傾向を示す中、主要国間の景気格差は再度拡大する兆しを見せている（図表10）。ユーロ圏で経済規模が最も大きいドイツでは、第4四半期の成長率が前期比0.2%となり、第3四半期の同0.3%から更に減速した。ドイツは雇用改革の成果が不十分で他の主要国と比較しても雇用改善のペースが相対的に鈍く、個人消費回復の基盤が弱いと見られる上に、年明け後は製造業受注の減少や失業率の上昇が明らかになっている。域外輸出への依存度が高く米国の景気減速の影響を受けやすいことから、企業の景況感も大きく悪化しており、年初に実施された減税の効果から1月の小売売上高が前月比で9か月ぶりにプラスに転化したことが数少ない明るい材料となっている。他方、ユーロ圏第2位のフランスは第4四半期の成長率が前期比0.9%と第3四半期の0.6%から加速した。雇用の改善傾向、大型減税の効果もあり、消費者マインドも石油製品価格上昇に対する抗議行動の影響から大幅に悪化した昨年8~9月の水準から大きく改善しており、個人消費の堅調な伸びが期待されている。

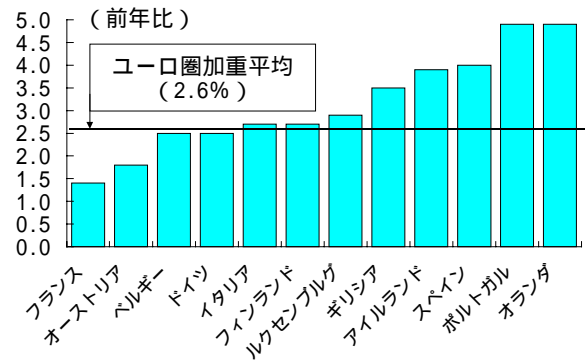
ユーロ圏内では主要国間の景気格差に加え、主要国と周辺国との間でも成長スピードやインフレ率の格差が目立っている（図表11）。こうした状況にあっても、ECBはユーロ圏経済の平均値に基づき一元的な金融政策を実施せざるを得ない。現段階ではユーロ・システムの外的ショックに対する機動的な政策対応力の如何を判断する材料も十分でなく、この地域固有のリスク要因として認識しておく必要がある。

図表10 ユーロ圏主要国の成長率



(資料) Eurostat, Datastream

図表11 ユーロ圏12か国のCPI(2001年2月)



(注)アイルランドのみ1月実績

(資料) Eurostat, Datastream

(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。