

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

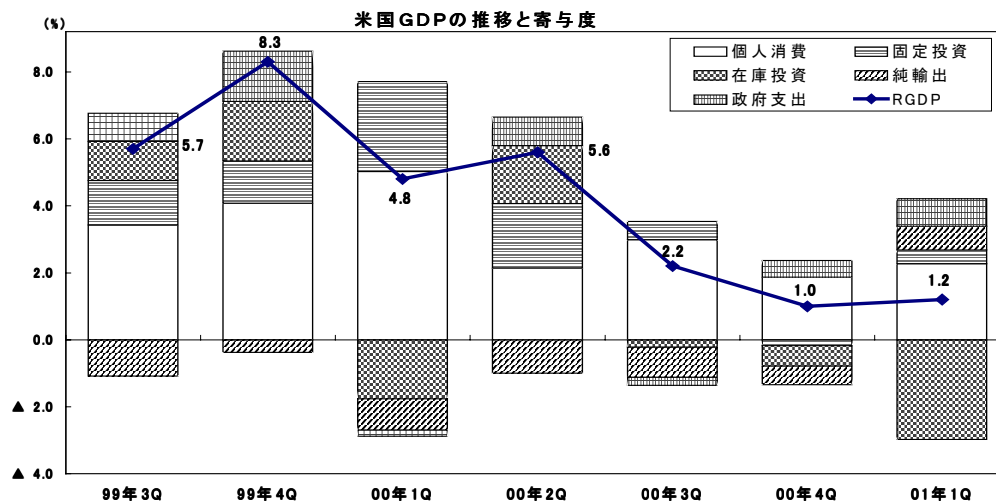
最近の欧米経済の動き / トピックス: 市場性指向を強める米国への資本流入

< 最近の欧米経済の動き >

1. 米国経済では、7月に発表された経済指標の中には消費の鈍化を示すものもみられ、生産部門の回復が、当面先送りされる状況の中、これまで景気を下支えしてきた消費の行方が注目される。
2. ユーロ圏では景気減速色が一段と強まる一方、インフレ率は5月をピークに鈍化しつつある。英国経済は外需と内需、製造業とサービス業、企業部門と家計部門の格差を伴いながら消費主導で底固く推移している。

< トピックス / 市場性指向を強める米国への資本流入 >

1. 経常赤字が続く米国には、一方で巨額な資本流入が続いている。こうしたインフローの推移をみると、民間部門を主体とする国債以外の有価証券への投資が顕著である。



主任研究員 (米国担当) 土肥原 晋 (03)3597-8433 doihara@nli-research.co.jp
副主任研究員 (欧州担当) 伊藤 さゆり (03)3597-8538 ito@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/>

< 米国経済の動き >

(担当：土肥原)

●景気下支え役の消費関連指標に低下の動き

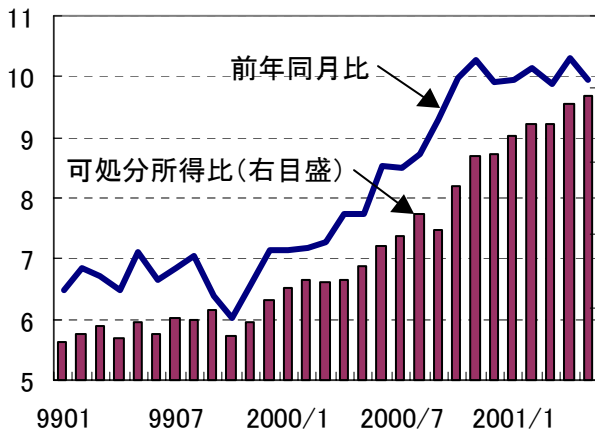
5月の消費支出は+0.3%(名目前月比、予想は+0.3%)と4月+0.5%より低下した。また、所得も+0.2%(名目前月比、予想は+0.4%)と4月の+0.2%に続き伸び悩んだ。このため、5月の貯蓄率は▲1.1%と4月の▲1.0%に続いてマイナスとなり、これまでの最低であった1月の▲1.3%に近づいた。

このため、消費者信用残高は、引き続き積上げをみせている。4月の前月比年率+10.5%の急騰後でもあり、5月は同+4.9%の伸びに留まったが、前年同月比では+10%前後の堅調な推移を続けている(図表1)。可処分所得比では21.9%に上昇している。なお、6月は自動車で販売攻勢を強めたため、引続き増加推移と見込まれる。

6月の状況としては、6月小売売上高が発表されたが、前月比+0.2%増と5月の+0.4%から低下をみせた。うち自動車販売は上記のインセンティブ販売により、同1.5%と急増(前月は▲0.2%)したものの、自動車除きの小売売上高は▲0.2%減となり(前月は+0.4%)、先行きが懸念される状況を示した。ただし、6月の消費者信頼感指数(コンファレンスボード発表)は、117.9と連月(5月116.1)の上昇、前年上半期の水準には遠くおよばないが、今年としては最高レベルを示した(図表2)。またミシガン大学の消費者信頼感指数も93.7(7月速報値)と6月の92.6から上昇し、同指数に含まれる期待指数は下図のとおり持続的な回復をみせ、指数面での消費マインドは若干改善している。消費については、利下げに加え、7月以降、減税効果が加わることもマインドの改善に影響していると思われる。

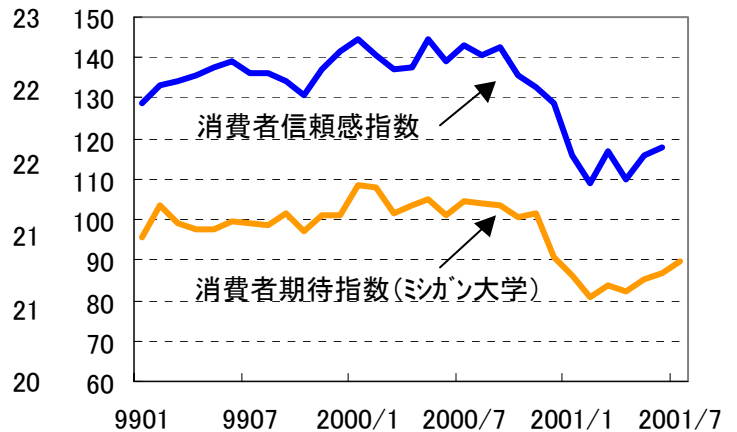
なお、7月に入って、企業業績予想の下方修正から株式市場は、一時的に、Nasdaqで2000ポイントを割込む動き等をみせた。マイナスの貯蓄率が株式の資産効果等で説明されてきただけに、一層の株式市場下落等の消費の下振れリスクには十分留意する必要がある。

図表1 米国消費者信用残高(%)



(資料)Dept.of Commerce

図表2 米国消費者信頼感指数



(資料)Conference bord, Michigan univ.

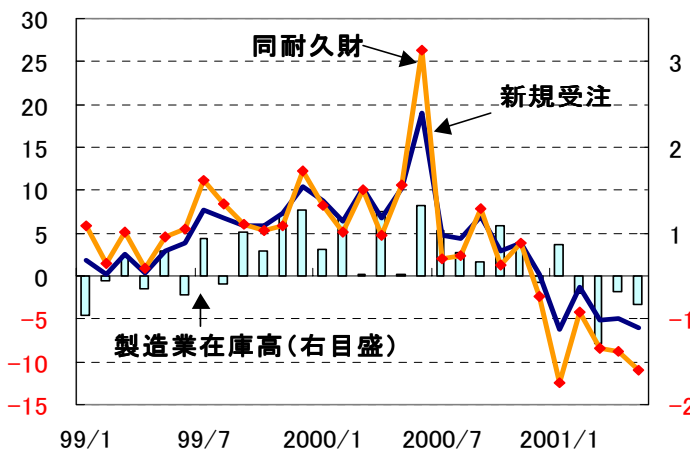
●製造業は生産・稼働率続落の中、受注が改善

今月になって発表された生産部門の指標は、概ね続落基調の中、若干の回復を見せる指標も見られた。5月の製造業新規受注では前月比+2.5%増、うち同耐久財では同+3.0%と改善する一方、製造業在庫は前月比で4カ月連続減少するなど在庫調整の進展が窺われる。但し、前年同月比で見ると新規受注 6.0%、耐久財 11.0%と落込んでおり水準は未だ低い(図表3)。

また、製造業の活動を見る上で注目されるNAPMインデックス(総合)をみると、6月は44.7と上昇した(図表4)。依然50を割込んでいるものの、5月の42.1及び予想平均42.5(Briefing.com社集計)を上回る回復をみせた。なお、NAPM構成指数のうち生産指数は46.2(前月比+3.5ポイント)、新規受注指数は48.6(同+3.1ポイント)、在庫指数は40.8(同+2.1ポイント)といずれも改善をみせており、景気転換の先行指標とされる指標だけに今後の推移が注目される。

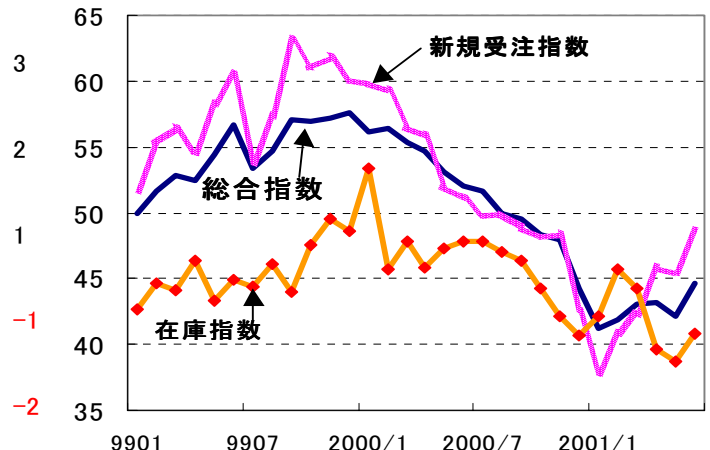
(注)一般的な目安としてNAPMでは、総合指数の50以上は製造業の成長拡大を意味し、42.7以上は経済全体としては拡大にあると判断、生産指数の49.4以上は生産指数(FRB)の上昇、新規受注指数の50.3以上は製造業受注の増加、在庫指数の41.3以上は製造業在庫(BEA)の積増しを意味する、としている。

図表3 製造業新規受注(前年同月比、在庫は前月比、%)



(資料) Dept. of Commerce

図表4 米国 NAPM 指数の推移



(資料) 全米購買部協会

一方、6月の鉱工業生産指数は、前月比 0.7%減となり、82年のリセッション以来の9カ月連続の減少となった。製造業では同 0.8%減、うち耐久財 1.2%、非耐久財 0.3%といずれも続落している。また、6月の稼働率は77.0%(前月比 0.6%)と6カ月連続の80%割れとなり、鉱工業生産共々、下げ止まり感の出ない状況が続いている。業種別では、半導体等電子部品産業が63.8%(同 2.3%)と厳しい冷え込みをみせ、ハイテク分野全体でも67.5%(同 2.0%)と5月69.5%に続き70%を下回った。

●雇用統計は再び悪化、連銀の金融緩和姿勢は持続の見込み

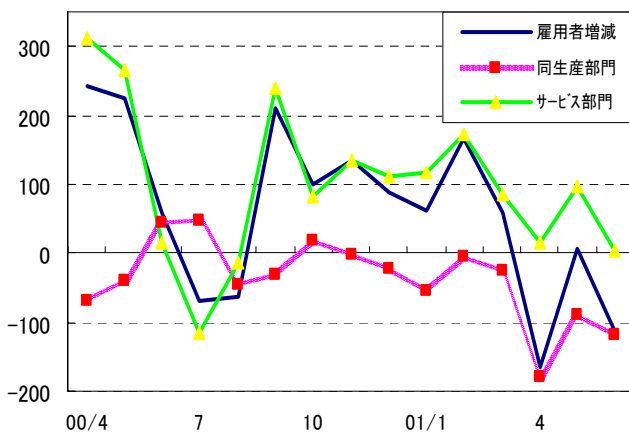
6月の非農業雇用者数は前月比 114千人減と前月の8千人増から再び減少に転じた。生産部門が 119千人減と前月の 89千人減からさらに悪化して全体の足を引っ張り(図表5)、製造業の中では電子機器等が最大の減少をみせ、産業機械がこれに次いでいる。

また、サービス部門では5千人増と前月の97千人増から増加幅が縮小した。内訳をみると、人材派遣業の減少(6月は 26千人)が続き、教育サービスが減少(25千人)したのに対し、健康産業・病院等が38千人増、エンジニアリング・マネジメントサービスが18千人増となり、全体として横這いに近い数値となった。

一方、失業率は4.5%と前月の4.4%から若干の上昇に留まった。ただし、経済的理由によるパート労働者は27万人増の364万人となり、就職希望者で求職活動をしなかったため雇用統計に含まれない人が496万人と最近のボトムである2000/11から約100万人増加するなど、雇用環境は着実に悪化している。

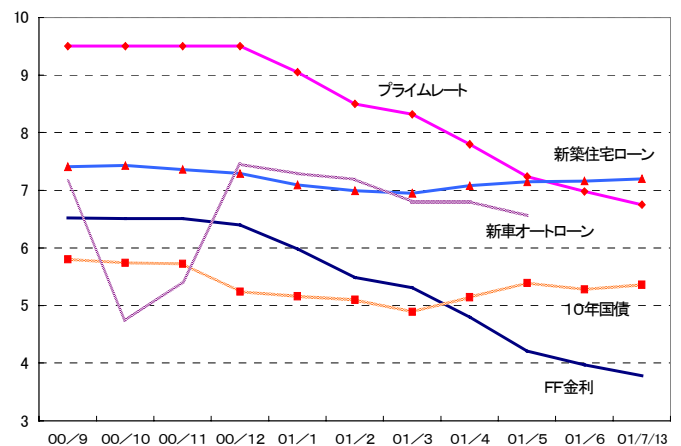
連銀は、設備投資の減少、個人消費の伸びの鈍化等が景気の足取りを重くしているとし、6/27日開催のFOMCで本年6度目となる利下げ(FF金利目標 4.0→3.75%)を実施した。利下げ巾は0.25%と小幅であったが、FF金利目標が4%を下回ったのは7年ぶり、公定歩合も3.25%に引下げられ、94年5月引上げ以前の近年の最低水準の3%に近づいた。連銀はこれまでの景気に配慮した緩和姿勢を維持するとしており、今後の利下げに含みを持たせている(次回FOMCは8/21)。当面、米エコノミストが引き下げ修正に動いている4-6期GDP速報値(7/27発表、予想平均は0.5%前後に低下)が注目されよう。

図表5 米国 非農業雇用者増減(前月比、千人)



(資料) Bureau of Labor Statistics

図表6 米国 主要金利の推移(%)



(資料) F.R.B.

< 欧州経済の動き ~ ユーロ圏ではインフレ鈍化の兆し ~ >

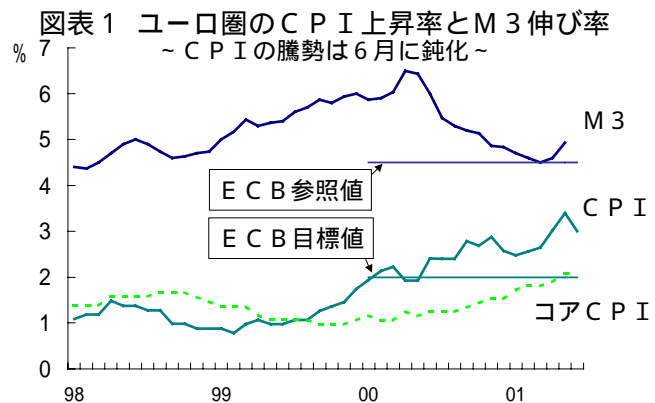
(担当: 伊藤)

ユーロ圏概況 ~ 国ごとの格差を伴いながら景気は減速、インフレ率は鈍化の兆し ~

(ユーロ圏のインフレ率はエネルギー価格と食品価格の落ち着きから鈍化の兆し)

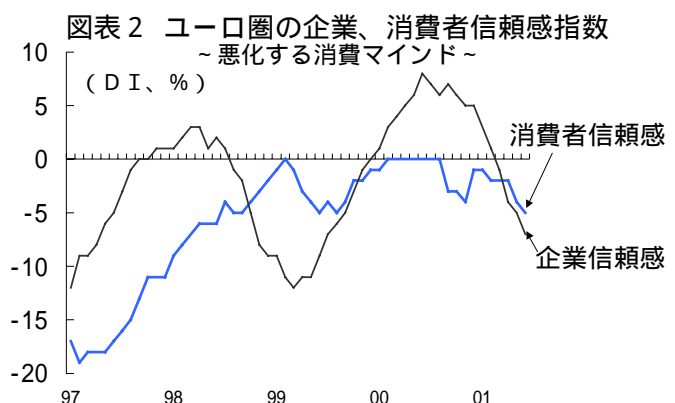
ユーロ圏では、景気減速と物価上昇が同時進行してきたが、最近の指標は、景気の減速色が強まる一方、インフレ率が5月をピークに鈍化する兆候を示している。

インフレ率は6月にHICP(EU統一算定方式のCPI)ベースで前年比3.0%と5月の3.4%を下回り騰勢が鈍化した。この間、インフレ圧力となってきたエネルギー価格が低下に転じたことが主因であり、食品価格も落ち着きつつある。ECBがインフレ・リスクをモニターするための第一の柱と位置づけているM3は、5月に前年比5.4%と4月の同4.8%から増勢が加速した。



これに対し、ECBは月報の7月号(12日発表)で非居住者保有分のMMFを除いたベースでのM3の増加率は参照値の4.5%の近傍とし、インフレ要因として懸念は小さいとの見方を示した。

一方、景気は企業部門の調整の影響が家計部門に波及するプロセスにあり、減速傾向はさらに深まっている。企業部門では輸出、生産の減速、設備投資の抑制など落ち込みが続いている。物価上昇や雇用の改善傾向の鈍化から高めの水準にあった消費マインドは悪化(図表2)景気を下支えてきた個人消費も先行きの減速が見込まれる。



今後のインフレ見通しについて、ECBではエネルギー価格と食品価格の落ち着きにより2002年は目標の2.0%を下回るとの見方を変えていない。当面、警戒すべきインフレ・リスクとされている物価と賃金上昇のスパイラル化が現実化する可能性は、国ごとにばらつきはあるものの雇用

改革が相応に進捗したことなどから小さいと見られる。

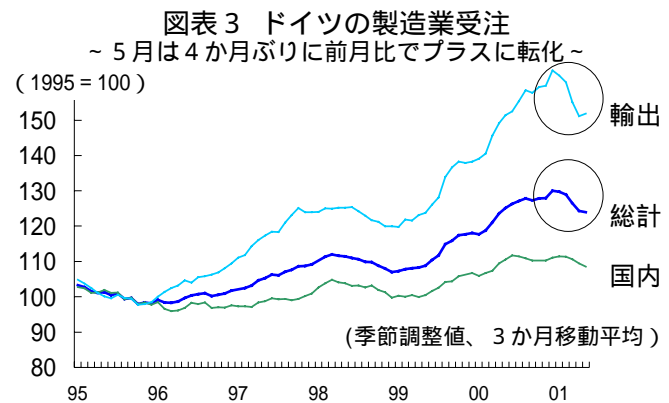
通常2週間ごとに開催される ECB の政策決定会合は、8月は夏季休会を挟み2日と30日の開催となる。インフレのピーク・アウトが確認されるにはもう少し時間が必要であり、利下げの時期は8月末ないし9月に入ってからの見方が優勢であるが、7月下旬に相次いで発表される実体経済の指標の内容次第では、夏季休暇前に利下げに踏み切ることも考えられよう。

主要国の動き～ドイツの景気はさらに悪化、フランスの景気は減速、英国は堅調～

(景気減速が目立つドイツでは景況感が引き続き悪化。インフレ率の上昇テンポは鈍化)

ユーロ圏12か国は、国ごとに景気格差はあるものの、総じて減速の方向にある。主要国の中では、引き続きドイツ経済の状況が厳しい。

ドイツ経済の不振は、米国の景気減速、ハイテク需要の鈍化により輸出主導の景気拡大が維持困難になる一方、労働市場改革の遅れやコスト高、旧東独地域の高い失業率などを背景に雇用環境の改善ペースが緩やかであったこと、統一ブーム後の建設業の低迷が依然として続いていることによるものである。年初の所得税減税の効果も物価上昇に相殺される形となり、個人消費も伸び悩んでいる。



こうした中、年初から4か月連続で前月割れとなっていた製造業受注が5月に+4.4%増、うち輸出受注が9.0%増と大きく持ち直し(図表3) 鉱工業生産も前月比0.4%増と2か月連続のマイナスからプラス転化した。これらはドイツ経済にとっての数少ない明るい材料ではあるが、月次の数字の振れ幅の大きさや外部環境の先行き不透明感を勘案すると、トレンドの転換と捉えるのは時期尚早であろう。

インフレ率は6月の消費者物価がガソリン価格の騰勢鈍化を主因に前年同月比3.1%と5月の3.5%から上昇テンポが鈍化、卸売物価は前年同月比3.1%、前月比0.5%と5月の同4%、0.5%から共に鈍化した。

2001年の経済成長率は6大研究所の1つであるIfo経済研究所が2.4%から1.2%、ドイツ経済研究所(DIW)が2.1%から1%、国際通貨基金(以下、IMF)も1.9%から1.3%とするなど1%台前半に相次ぎ下方修正された。独連銀チーフエコノミストやシュレーダー首相は、インフレ率の鈍化とともに減税効果があらわれ始め、個人消費が上向き始めるとの見方を示しているが、雇用情勢の悪化や展望の厳しさなどから、景気の持ち直しも緩やかなペースに止まると予想される。

(フランスの景気拡大にも息切れ感)

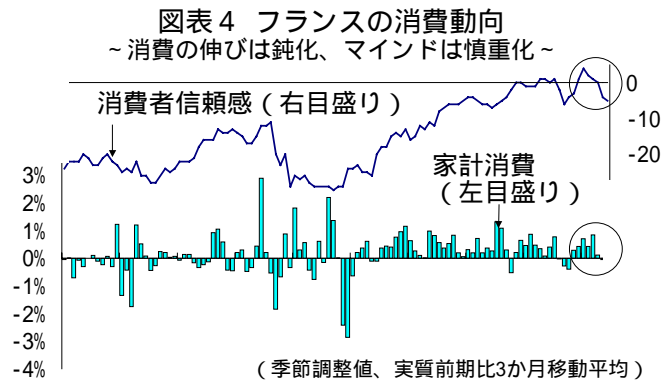
フランスは、ユーロ圏主要国の中で牽引役を果たしてきたが、4～6月期以降、景気の減速傾向が明確になっている。

企業部門では昨年下半年から、外部環境の悪化により輸出受注、生産が鈍化、企業の景況感の悪化が続いている。これに加え、年初まで好調に推移してきた個人消費も減税効果の剥落と雇用の先行き不透明感の台頭から伸びが鈍化、消費者信頼感は依然高水準ながら悪化が続いている(図表4)。

失業率は90年代半ばをピークに、週35時間制の採用などの労働市場改革の

進展、サービス業の雇用拡大などから趨勢的に低下してきた。5月の失業率も8.7%と前月比横這いで低水準に止まったが、失業者数は新規雇用の抑制から前月比で増加に転じた。雇用拡大の一巡により消費主導の景気拡大のペースは鈍化しようが、相対的には底固く推移する見込みである。

インフレ率はユーロ圏の平均を下回る推移が続いており、上昇テンポも6月(推計値)は前月比横這い、前年比2.2%となり、大幅な上昇となった5月の同0.7%、2.5%から鈍化した。



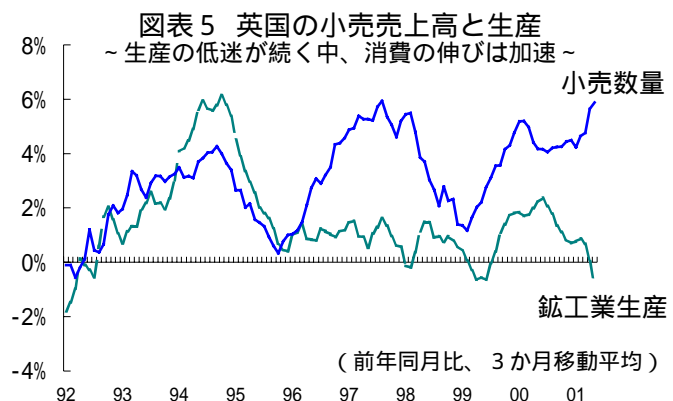
(英国経済は消費主導で堅調に推移。二極化傾向は持続)

英国経済は外需と内需、製造業とサービス業、企業部門と家計部門の格差を伴いながら、全体では比較的堅調に推移している。

外部環境悪化の影響から、輸出は低迷、製造業部門の不振が続いている。牽引役となってきたサービス業の景況感にはやや陰りが見られるものの、個人消費は雇用環境の改善、低インフレ、低金利、住宅価格の堅調に支えられ高い伸びとなっている(図表5)。

インフレ率はイングランド銀行(BOE)が政策目標としているRPIX

(住宅金利支払いを除く基礎インフレ率)は6月も2.4%と大幅に上昇した5月と同水準となった。ただし、RPIXはBOEの政策目標の2.5%以下、EU統一基準のHICPでは1.7%とEUの平均を下回っている。5～6月の物価上昇の加速はユーロ圏同様、エネルギー価格と食品価格の上昇が影響したものであり、これらの要因の剥落で騰勢は落ち着くものと見られる。



< ヒックス / 市場性指向を強める米国への資本流入 >

(担当: 土肥原)

米国のネット対外資産ポジションが大幅な悪化

米国の経常赤字が拡大し資本収支は大幅な入超となっている。米国の資本収支は、概ね、非居住者の在米資産増（インフロー）と居住者の海外資産増（アウトフロー）をネットिंगしたもので示される。2000年は海外への投資が5810億ドルだったのに対し、海外からの投資が10242億ドルで、差引4433億ドルのネットインフローとなり、昨年（4447億ドル）とほぼ見合いである。この結果、ストックベースでは、米国の海外資産ポジションが6.2兆ドル（市場価格ベースでは7.2兆ドル）であるのに対し、非居住者の米国資産ポジションは8.0兆ドル（同9.4兆ドル）とこれを大きく上回り、米国の対外資産のネットポジションは1.8兆ドル（同2.2兆ドル）となった。99年末の1.1兆ドルと比較すると67.6%減の大幅な悪化である。

図表1 米国の対内・対外資産ポジション

[非居住者の在米資産内訳]

(億ドル)

	インフロー			資産ポジション		
	99年	2000年	増減	99年末	2000年末	前年比%
外国政府	429	376	▲52	8,704	9,224	6.0
内米国債	122	▲102	▲224	5,782	5,690	▲1.6
外国民間	7,107	9,866	2,759	61,505	70,874	15.2
直接投資	2,755	2,877	121	10,944	13,695	25.1
米国国債	▲205	▲528	▲323	6,607	6,397	▲3.2
有価証券	3,315	4,856	1,541	25,220	29,640	17.5
社債等	2,328	2,929	601	10,619	13,743	29.4
株式	987	1,927	940	14,601	15,897	8.9
米国負債増	1,017	2,650	1,633	16,227	18,625	14.8
銀行以外	343	1,770	1,427	5,556	7,227	30.1
銀行	674	880	206	10,672	11,398	6.8
通貨	224	11	▲213	2,507	2,518	0.5
合計	7,536	10,242	2,707	70,209	80,099	14.1
時価ベース	7,536	10,242	2,707	87,317	93,772	7.4

[米国居住者の海外資産]

	アウトフロー			資産ポジション		
	99年	2000年	増減	99年末	2000年末	前年比%
合計	4,302	5,810	1,508	59,211	61,672	4.2
時価ベース	4,302	5,810	1,508	72,063	71,898	▲0.2

[米国ネットポジション]

	ネットインフロー			ネット資産ポジション		
	99年	2000年	増減	99年末	2000年末	前年比%
合計	▲3,234	▲4,433	▲1,199	▲10,998	▲18,427	▲67.5
時価ベース	▲3,234	▲4,433	▲1,199	▲15,253	▲21,874	▲43.4

(資料) Dept.of Commerce 他

米国への投資は、有価証券投資の比率が高まる中、国債のウェイトが減少

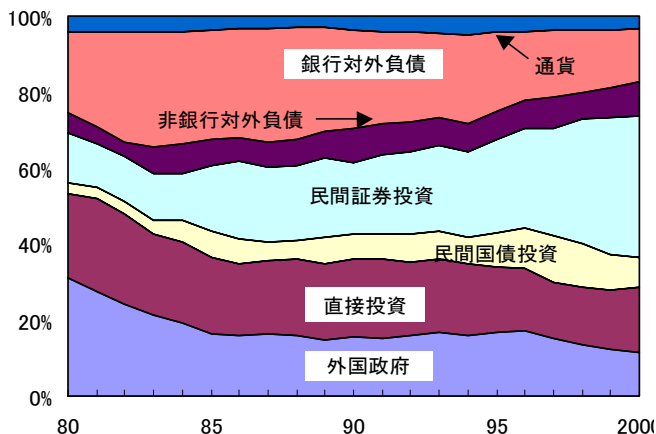
昨年の米国への投資額 1 兆ドルのインフローのうち、最大の投資先は社債・株式等の有価証券である。非居住者民間部門の国債以外の有価証券への投資は 95 年以降毎年拡大し、昨年には 4856 億ドルとインフローの 47% を占め、2 番目に多い直接投資の 2877 億ドルを大きく引き離れた。中でも、社債等は 2929 億ドルと前年比 601 億ドルの急増をみせたが、商務省では、信用度の高い米国発行体の金利が他の先進国の金利よりも高かったことを背景に、強い海外からの需要を受け発行を続けたためと説明している。また、米国の株式も 1927 億ドル（99 年は 987 億ドル）と記録的な増加をみせたが、株価の下落で相当分が減価している。

一方、かつて活発に取引された非居住者の米国国債投資については、官・民とも国債の持ち高を減らしている。外国民間部門でより金利の高い社債へのシフトをみせ 528 億ドル（99 年 205 億ドル）と減少、外国政府部門でも 102 億ドル（99 年+122 億ドル）と減少に転じた。財政黒字転換を背景に国債投資は 98 年より減少に転じており、米国への債券投資は、フローベースでは社債等（含む政府機関債）への投資が中心となっている。この結果、国債除きの民間証券投資の構成比は 37% と拡大の推移をみせている。（図表 2）

米国保有の海外資産ポジションでも有価証券投資が中心

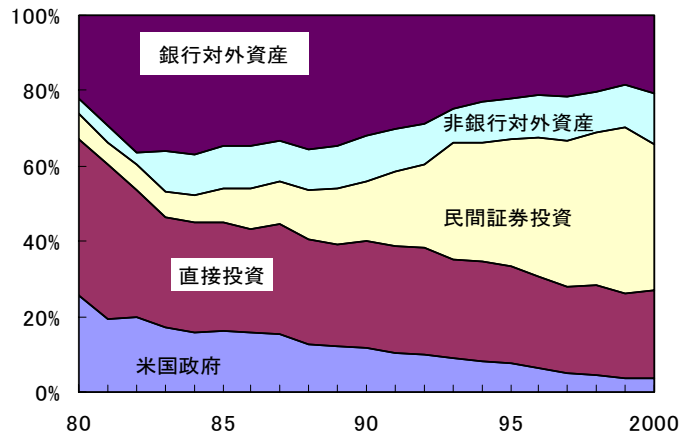
昨年の米国からの海外投資（アウトフロー）は 5810 億ドルあったものの、為替の減価等により残高は 6.2 兆ドルに留まった。従来、直接投資と証券投資が中心であったが、昨年は非銀行部門・銀行部門とも貸付等が倍増し、最大の項目となった。このため、ストックベースの証券投資の構成比は 81 年の 6.2% 以降、99 年の 44% にまで増加が続いたものの、昨年は 39% と 19 年ぶりに低下した。しかし、次に大きな直接投資の構成比 23.4% を大きく引き離している。なお、米国政府の海外資産に大きな動きはなく、残高も 2136 億ドルとこの 20 年あまり大きな変動はない。残高構成比も 20 年前には 25.5% を占めていたものの、その後ほぼ一貫した低下傾向を続け、3.5% となっている（図表 3）。

図表 2 非居住者の在米資産構成比



(資料) Dept. of Commerce

図表 3 米国保有の海外資産構成比



(資料) Dept. of Commerce

最近の米国の内外資産投資状況の特徴

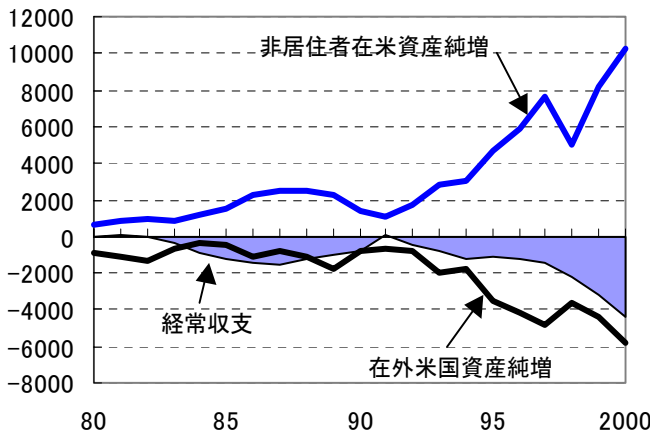
前述した投資状況を踏まえて、最近の米国内外資産投資状況を概観すると、幾つかの特徴的な傾向がみられる。第一に、近年のインフローの急速な拡大である(図表 4)。これにより非居住者の在米資産残高は、前記のとおり 8.0 兆ドルに達すると共に、対外資産ポジションを悪化させた。

第二は、対内・対外資産とも、最大の投資先は有価証券で構成比の中心をなしている。特に対内民間有価証券投資(国債除き)は、前年のインフローよりも 1500 億ドル強増加し、資産残高ベースの比較では前年比+18%の急増をみせている。

第三の特徴としては、対内・対外資産共、政府部門のウェイトが小さくなっていることである。外貨準備は保有通貨国の中央銀行に預けられるが、米国における非居住者資産のうち外国政府部門のウェイトは 96 年の 17.3%をピークに 2000 年の 11.5%まで急速に低下している。米国からのアウトフローも同様である。また、投資先としての米国国債も 98 年をピークに資産残高を減少させ、社債等の民間有価証券投資へのシフトが急である。

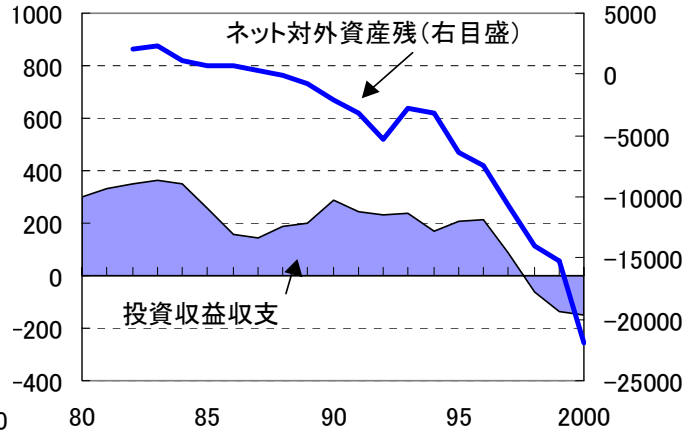
第四は、直接投資が近年増加に転じていることである。特に 98・99 年はインフローの 4 割弱を占め、構成比でも 97 年の 14.9%をボトムに昨年は 17.1%にまで拡大している。背景には、欧米間を中心に活発化している企業買収・再編の流れがある。

図表 4 米国の国際投資フロー推移(億ドル)



(資料)Dept.of Commerce

図表 5 米国ネットポジションと投資収益収支(億ドル)



(資料)Dept.of Commerce

市場性指向の投資増による今後の米国経済への影響

対内・対外投資額の伸長はそれ自体問題ではないが、経常赤字累積の産物でもあるその差額(ネット対外資産ポジション)の悪化は、経常収支に含まれる投資収益収支の悪化を通じて経常赤字を加速させる可能性もあるため(一方、再投資の場合はポジションの悪化となる)いつまでも続けられるわけではない。実際、投資収益収支は 98 年より赤字に転じている(図表 5)。

また、極端な対外投資ポジションの悪化自体、ドル安要因となる懸念を抱えているが、海外からの投資の市場性資産の選好の高まりは、米国内の金融市場に与える影響を拡大させる。金融市場との関連では、米国の金融市場が強いパフォーマンスを見せている時は、少々ドル安に動い



ても全体としてのパフォーマンスは維持されるが、米国の金融市場が弱い時にドル安が重なれば、資本流出入に大きく影響する可能性がある。投資額が膨れているだけに、米国の金融市場に与える影響も小さくない。

なお、米国の金融市場下落ケースでも、債券市場と株式市場が別方向に動く間は、両市場間のシフトも多く問題は少ない。より懸念されるのは、景気の鈍化とインフレが同時に生じ、ドル安が重なるようなケースであり、インフローの縮小、アウトフローの拡大が同時に起きる可能性がある。実際には、米国経済の鈍化時には他国にもその影響が及ぶため、投資の受け皿となりえる国は少なく、急激な資金流出が起きる可能性は小さいと思われるが、インフローの縮小等による一時的な混乱の可能性は否定できない。

米国は最大の経済大国で基軸通貨国であり、ドルへの信頼が強いため海外から年間1兆ドルを越えるインフローと8.0兆ドルに昇る海外資産が積上げられている。しかし、経済成長以上に海外資産が増加しているのも事実である。こうした信頼は、長期的かつ相対的に、強い経済・金融パフォーマンスが維持されるとの期待によって支えられており、半面、期待がはずれたときのリスクも年々積上げられているのである。

以上