

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

欧米経済動向 / ユーロの現金流通と未参加国の動向

< 米国経済 >

1. 米国経済は底堅い消費と、在庫調整の進展等から、底打ちから回復に向かう局面と見られる。月末発表の 10-12 期 GDP 予想は 1%程度と景気の底は深くないと思われるが、一方、当面の消費支出を牽引する要因も見当たらず、1-3 期は前期の自動車販売増加の反動減が予想されるため、回復速度についても緩やかなものとならざるを得ないであろう。

< 欧州経済：ユーロ圏では一部の指標に改善の兆し >

1. ユーロ圏ではテロのショックが緩和しつつあるが、本格回復には今しばらく時間が必要。
2. 英国では生産低迷が続く中、12 月の小売が予想外の前月割れとなり減速懸念が再燃した。

< トピックス：ユーロの現金流通と未参加国の動向 >

1. ユーロ切替えによって、域内の価格収斂や産業再編が加速、制度調和や政治統合に弾みがつけば、通貨統合の成果は一段と明確になるだろう。
2. ユーロ圏の動向は未参加国の世論を通じてユーロ圏の拡大にも影響を及ぼすことになる。

ユーロの対ドル、対円為替相場



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/>

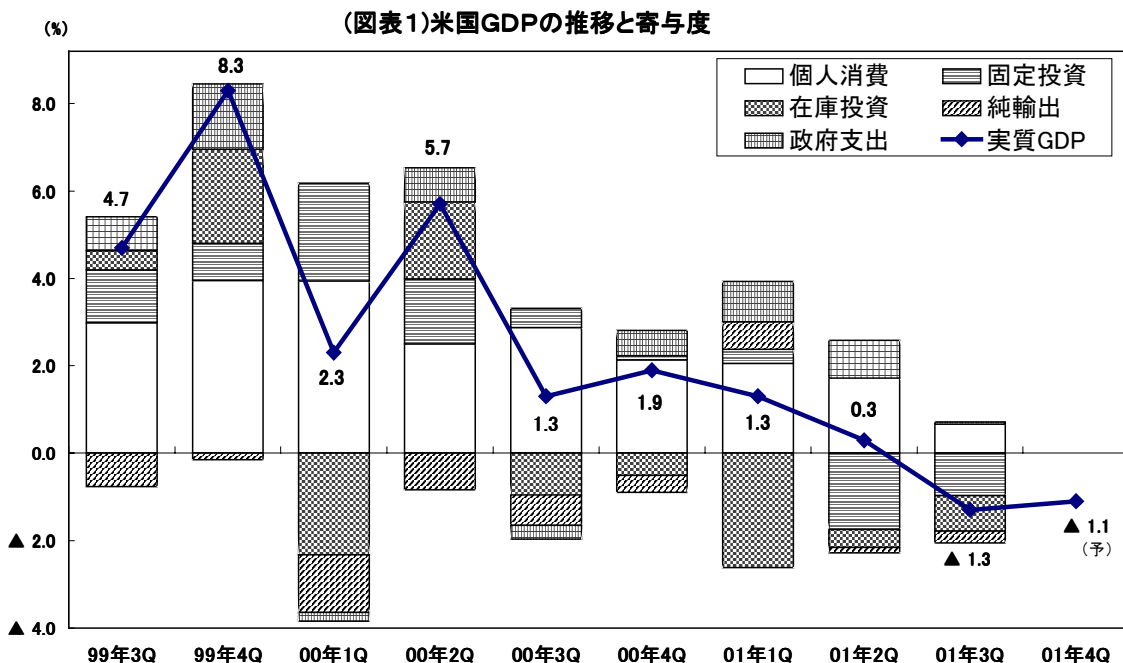
< 米国経済の動き >

(担当：土肥原)

【経済の概況】

最近の経済指標には経済が安定しつつあることを示すものが増え、景気の底入れは近いと思われる。注目のクリスマスセールは不冴えながら、当初予想された程は悪くなく、景気が一段の底割れを見せるといった悲観的な見方は遠のいている。但し、グリーンズパン FRB 議長も指摘のとおり下振れリスクは残存しており、年明けに一旦上げた株式市場も足踏み状態にある。1/30 に発表される 10-12 期 GDP はこうした経済指標の集大成でもあるが、ゼロ金利ローンによる自動車販売の急増が実体をわかりにくくしている。エコノミストの予想平均は前期比年率 1%程度で、自動車販売増による消費支出の増加を在庫減少が相殺した形が予想されるが、在庫変動がブレがちな点は考慮しておきたい。

今年 1-3 期の注目点は、自動車販売の需要先取りの反動と、自動車除きの消費動向、在庫減を受けた生産の回復状況等であろう。また、1-3 期 GDP の内訳については、消費支出の反動減、在庫減少幅の縮小等の、前 10-12 期の裏返しの動きが見込まれ、引続き在庫変動による振れが予想されるため、在庫変動を除いた最終需要 (7-9 期 0.3%、Final sales to domestic purchasers) の動向にも留意したい。



(資料) 米国商務省、予測は当研究所 (詳細は 01/12/21Weekly 参照)

〔家計部門の動向〕

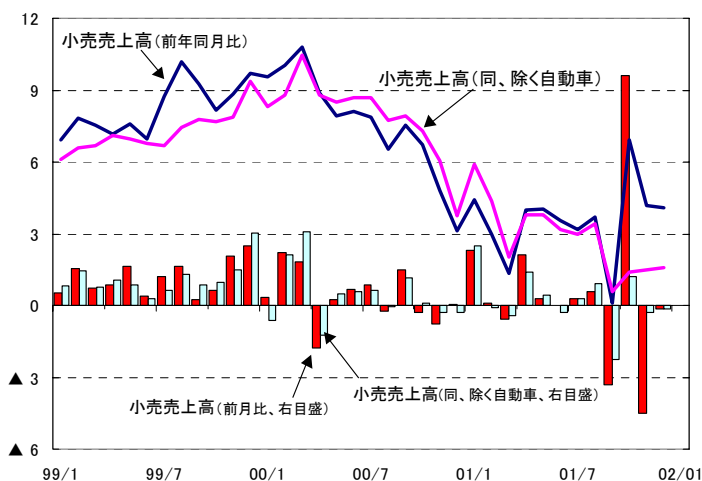
クリスマスセールは不況ながらも消費は概ね底堅い推移

販売サイドの消費統計である12月の小売売上高を見ると、前月比0.1%減、自動車販売除きでも同0.1%減とほぼ横這いの推移である(図表2)。自動車販売除きの事前の予想は同1.2-3%減であり、また、自動車販売と価格下落の影響を受けたガソリン売上を除いた小売売上高は前月比+0.3%増であることを考慮すれば、消費は予想以上に底堅い推移を続けているといえよう。品目別での前月比での増加は衣料品(同2.6%)、電気製品(同+2.0%)等で、マイナスが大きかったのはガソリン(同4.2%)、スポーツ・趣味等(3.3%)となっている。10-12月期の消費は自動車のゼロ金利ローン販売に代表されるようにディスカウント販売の影響が大きく、市場の関心はゼロ金利ローン販売終了後の自動車販売動向等、1-3期の消費動向に移りつつある。

自動車販売には反動減の懸念

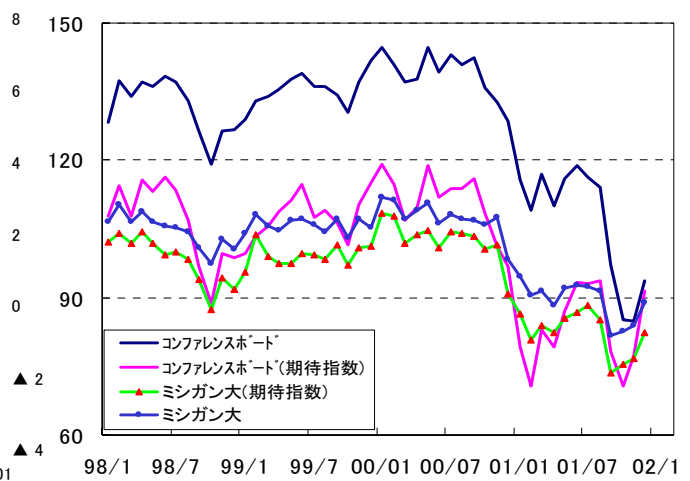
2001年の自動車販売台数は、テロ事件後のゼロ金利ローン販売が奏効し、1720万台(オートータ社集計、以下同)と史上2位の販売台数となった。好調な販売の一方、このキャンペーンでは採算を度外視して1-3期の需要を先取りしたと見られており、今後の需要動向が注目される。月別の売上台数(季調済年率)では10月2130万台、11月1800万台、12月1650万台と鈍化しており、1-3期はゼロ金利ローン販売の終了から反動減が予想される。このため、GM社では2002ドルのキャッシュバックという販売促進策を打ち出しているが、ゼロ金利ローン販売程のインパクトはないと思われる。2002年通年の販売予想は前年比150~200万台程度の大幅減少を見込む見方も出ており、自動車販売からの消費増への期待は薄い状況である。

(図表2)米国：小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表3)米国：消費者信頼感指数の推移



(資料) コンファレンス・ポード、ミシガン大学

消費マインドは改善

コンファレンスボードの12月消費者信頼感指数は93.7と前月の84.9から急上昇した。同指数を構成する期待指数が前月の77.3から91.5へと急騰したことが大きい。テロ事件以前の8月と比較すると、8月総合指数が114.0、期待指数が93.7であり、総合指数の水準はなお低い期待指数の回復が先行している状況である。消費世帯の景況感は、先行きについて楽観視する見方が増えているといえよう(図表3)。

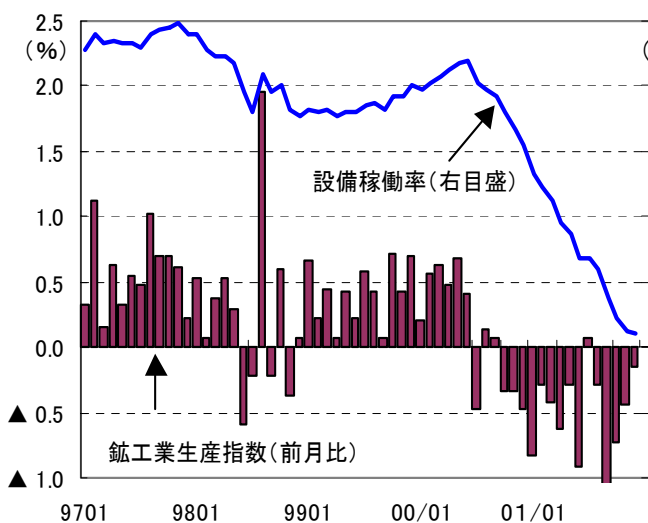
〔生産部門の動向〕

生産・稼働率は続落 / 製造業の非国防資本財受注は改善

12月の鉱工業生産指数は前月比0.1%の減少となった。5ヵ月連続の減少ではあるが、前月比でのマイナス幅はここにきて縮小の動きをみせている(図表4)。稼働率は先月発表された11月分が74.5へ下方修正され、12月は74.4と発表されたため、2000/8以来ほぼ一貫した下げ基調を続けている(図表4)。稼働率の動きを業種別にみると全般的に低下傾向にある中、自動車業界が2ヵ月連続の上昇をみせ77.3まで回復したのが目立つ。なお、ハイテク産業は60.2と下降を続け産業別でも最も低い水準にあるが、そのうちコンピュータ産業、半導体等電子部品業では前月比で若干改善しており、ハイテク産業にも下げ渋りの動きが窺える。

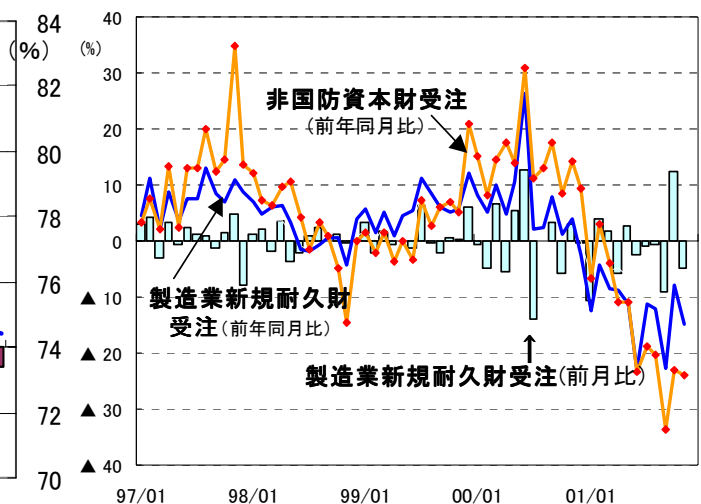
一方、11月の製造業の新規受注は、国防受注が急増した10月の反動減で前月比3.3%の減少となった。しかし、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注が同+5.0%と増加した点には注目したい(更に航空機も除いたベースでは同+3.2%増)。但し、非国防資本財受注を前年同月比でみると24%減と、なお回復感の出る水準には遠い状況にある(図表5)。

(図表4) 米国：生産と稼働率の推移



(資料) 米国 FRB

(図表5) 米国：製造業の新規受注の推移



(資料) 米国商務省

在庫は大幅な調整が持続

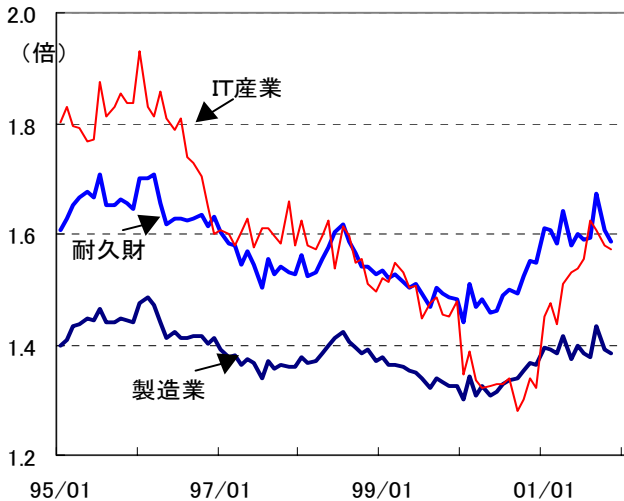
11月の企業在庫は前月比 1.0%と連月の大幅マイナスとなった(10月同 1.6%)。内訳では、卸売在庫は前月比 1.1%減少と6ヵ月連続の減少、減少幅も過去最大の10月の 1.2%に続き大幅な減少となった。特に、自動車ではゼロ金利ローン販売による販売増に在庫取崩しで対応したため卸売段階の在庫は同 3.3%となった他、電気製品が同 3.4%、コンピュータが同 3.4%と自動車を上回る減少をみせ、在庫調整の進展を窺わせるものとなった。

小売在庫は自動車が同 1.9%と前10月 8.9%から減少幅が縮小し、同 1.0%(10月 2.9%)となった。また、製造業の在庫も同 0.9%減と調整が進んでいる。ここでも自動車の減少幅が大きいものの、コンピュータも同 1.1%の減少を見せている。製造業の在庫/出荷比率をみると9月を直近のピークとして2ヵ月連続の低下となった(図表6)。

ISM 指数は急回復

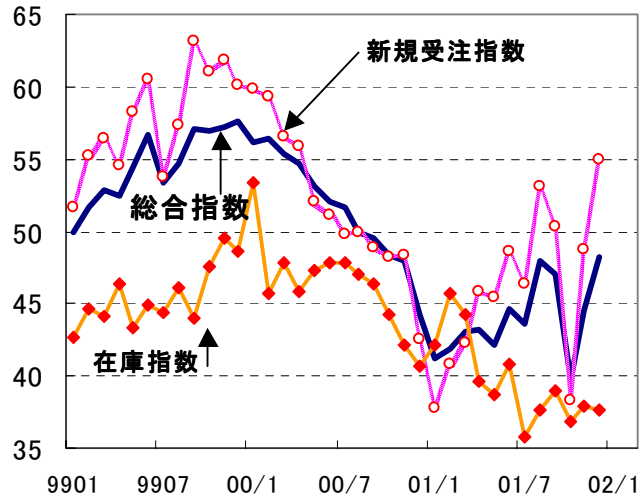
12月のISM指数(旧NAPM指数を改称)は48.2と連月の上昇をみせた。特に、新規受注指数は54.9へ、また生産指数も50.6へと急伸び、其々2ヵ月振りに50を越えた。ISM指数は2000年8月以来、製造業の拡張を示す50ラインを割込んでいるものの、テロ事件直前の2001/8の47.9を上回る水準を既に回復しており、在庫調整の進展と共に、今後の生産の回復が間近いことを示唆している(図表7)。

(図表6) 米国：製造業の在庫/出荷比率



(資料) 米国商務省

(図表7) 米国：ISM 製造業指数の推移



(資料) ISM(the Institute for Supply Management)

〔金融政策他〕

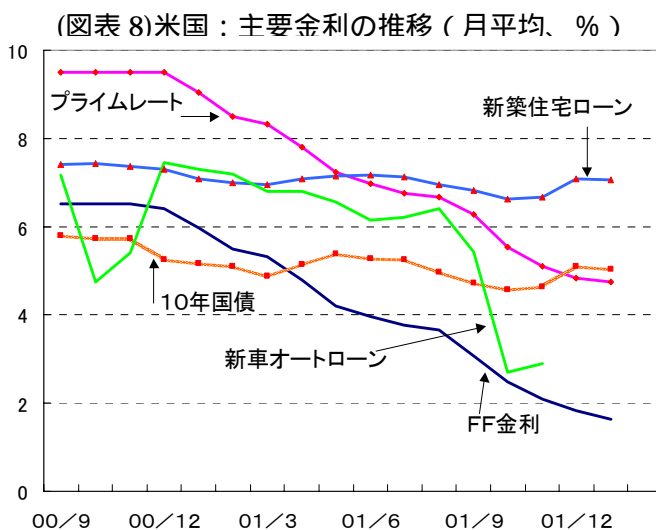
FRB 議長発言後、長期金利(10 年国債)は再び 5% 割れ

FRB のグリーンズパン議長は 1/11 日に講演を行い、景気が在庫調整の進展から反転の手掛かりを得たことに言及しながらも、企業収益と設備投資、失業等の懸念から短期的な下振れリスクを強調し、金融緩和持続の必要性を示唆した。その後発表されたページブック（地区連銀経済報告）でも同様の見方である。FRB では、景気回復には長期金利の上昇等の不確実性が相当程度みられ、また値引きセールを割引いてみる必要性を感じているようだ。このため、今月 29-30 日の FOMC で追加利下げ観測が強まり、10 年国債金利は景気回復見通しと起債増加懸念等から一時 5.1% 台へ上昇したが、再び 5% 割れの推移をみせた。また、景気回復を見込んだ金利の先高懸念から、企業は起債意欲を高め多額の公社債が発行されたが、概ね順調な消化をみせ、加えて、12 月 PPI が前月比 0.7% 減と連月のマイナスを示す等、物価の低下も金利低下を促した。

景気は底入れしつつも回復力は強くない状況

現下での経済環境をみると、低金利、低インフレ・低エネルギーコスト、株価反転等の支援材料の反面、企業業績、失業者増、消費者負債増等の懸念を抱えており、一層の景気底割れ懸念はなくても、回復には力強さが感じられない。懸念の一つである失業率は 5.8%（12 月）と悪化したが、労働時間の若干の増加がみられ、持続的な動きとなれば企業が雇用増に動く先駆けとなる。また、毎週発表される新規失業保険申請件数も 1/17 発表分は 38.4 万件と 2 週連続で 40 万人を下回り、4 週移動平均も 6 週連続減となるなど雇用状況の悪化にも歯止めがかかりつつある。

議会の景気刺激策はなお未決着であるが、1 月下旬には審議が再開され、ブッシュ大統領の一般教書演説が行われる予定である。議会の景気刺激政策等が加われば回復の足取りはより確実性を高めるものと思われる。



(資料) 米国 FRB

< 欧州経済 ~ ユーロ圏では一部の指標に改善の兆し ~ >

(担当: 伊藤)

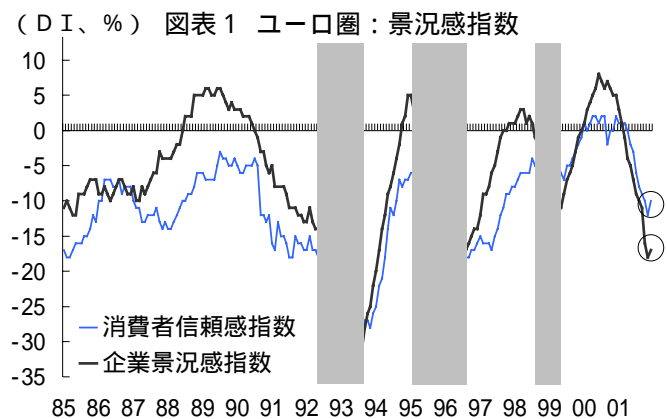
一部の経済指標はテロ後の大幅な悪化から持ち直し

ユーロ圏内では、悪化が続いていた景況感に下げ止まりの兆しが顕れ始めた。先行きについては慎重な見方が支配的だが、米国景気の回復の兆候、ユーロ切替えの円滑な進展（本号トピックス参照）インフレ率が ECB の政策目標水準 2.0% に向けて着実に低下していることなどが好材料となり、景気後退への懸念は緩和している。

(12 月のユーロ圏の景況感指数は小幅改善)

欧州委員会が発表しているユーロ圏の消費者信頼感指数は、11 月のマイナス 12 から 12 月はマイナス 10 へ、企業信頼感指数もマイナス 18 からマイナス 17 と共に改善した（図表 1）。共に 2000 年第 4 四半期に悪化に転じてから初の改善である。製造業、サービス業の購買部指数（PMI）にも同様の傾向が観察される

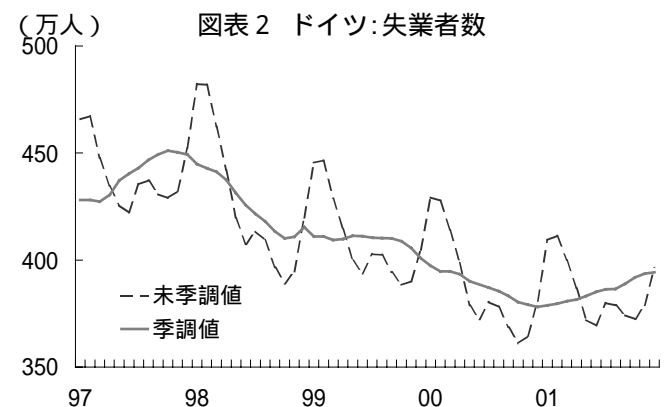
これらの指数の改善は、米テロ後の大幅な下げの反動という面が大きく、テロによる一時的ショックから立ち直りつつあるが、このまま回復に向かうとは判断し難い段階にある。



(景気低迷が続くドイツでは受注に改善が見られる一方、生産、雇用は悪化)

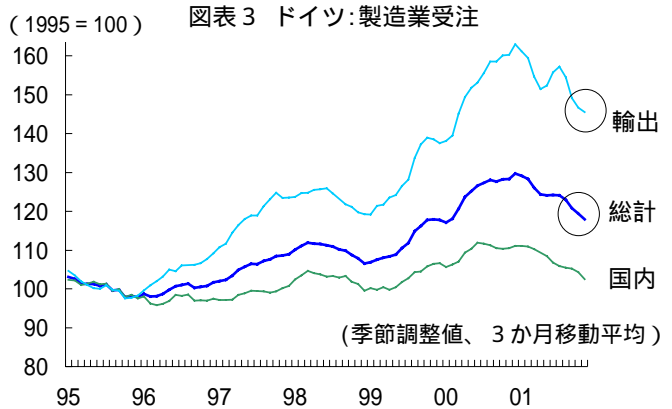
ドイツの 2001 年成長率は前年比 0.6%（速報値）と 1.5% 程度の成長が見込まれるユーロ圏の中でも低迷が目立った。ドイツでは生産、雇用の悪化が続く一方、ZEW 景況感指数が 3 か月連続で改善、受注、小売売上高は前月比でプラス転化するなど強弱が入り混じっている。

11 月の鉱工業生産は前月比 1.8% と前月の 1.2% からマイナス幅が拡大した。雇用情勢は 2001 年初から悪化に転じ、12 月の失業者数（未季調値）は 396.4 万人に達した（図表 2）。シュレーダー政権は、今年 9 月に予定されている次期総選挙までに失業者数を 350 万人に削減することを目標としてきたが、一転して、年前半の 400 万人の突破が確実な情勢となった。



1月12日には最大野党のキリスト教社会同盟がシュトイバー党首を首相候補として選出した。選挙選では、景気と雇用が当面の最大の争点となっており、政府は雇用対策として低所得労働者の雇用に対する補助金支出の拡大を決めた。新規雇用の創出効果は最大3万人というマイルドな効果に止まる見込みである。

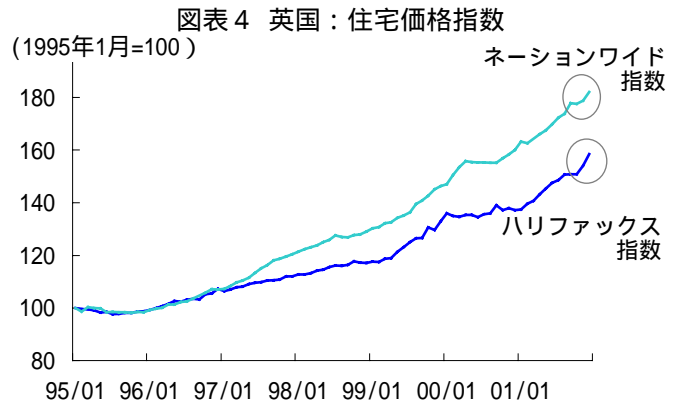
11月の製造業受注は全体では前月比0.9%増と持ち直したが、輸出受注が同2.2%増と拡大したことによるもので、国内受注(同0.4%)は減少した(図表3)。実質小売売上高は10月の前月比2.2%から11月は同1.1%へとプラス転化した。インフレの沈静化やユーロ切替の効果からクリスマス商戦や年明け後のバーゲンも好調が伝えられている。海外需要動向と共に金融緩和、雇用対策などの下支えで、このまま消費が持ち直すかが当面の焦点である。



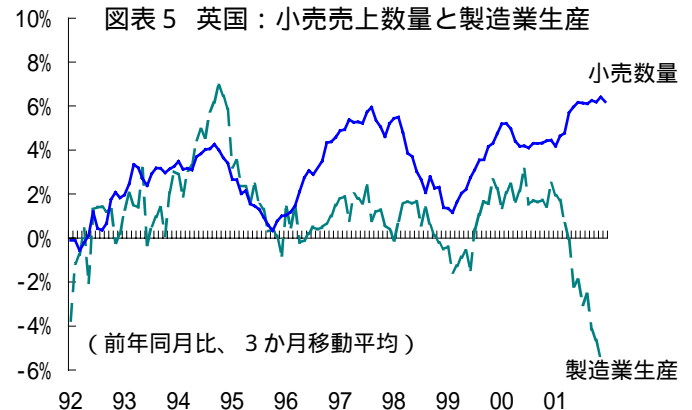
(英国では12月の個人消費の伸びが鈍化。生産は依然低迷)

4日、個人消費過熱への警戒感を表明したイングランド銀行のジョージ総裁は、14日には利上げのタイミングは世界経済の回復力次第とし、早期利上げ観測を牽制した。

消費を支えている要因としては、競争激化による価格の低下と昨年の累計2.0%の利下げで住宅価格が堅調に推移(図表4)した資産効果が考えられる。企業業績や雇用・所得環境は先行きは悪化が予想される。



17日に発表された12月の小売売上高は、クリスマス商戦の好調が伝えられたにもかかわらず、前月比0.3%と小幅ながら前月割れとなった(図表5)。前月の高い伸びの反動という面もあるものの、小売物価上昇率(RPIX)は12月も1.9%と政策目標の2.5%を下回る状況が続いていることから、早期利上げの可能性は遠のいたと見られる。



製造業生産は11月も前月比で0.7%、前年同月比では5.4%とマイナスが続いた。価格競争力の剥落による構造不況にハイテク産業の調整が加わり、過去10年間で最大の落ち込みとなった(図表5)。

< トピックス ~ ユーロの現金流通開始と未参加国の動向 ~ >

(担当：伊藤)

順調に進んでいるユーロへの切替え

年初にスタートした各国通貨からユーロへの切替えは、国ごとのスピードの差はあるものの、おおむね順調に進んでいる。欧州中央銀行（ECB）は、現金流通開始から約2週間にあたる11日には市場に流通する全通貨の総額に占めるユーロの比率は50%を越えたと発表した。

新旧通貨の切替えは、90年に始まった経済通貨同盟（EMU）の総仕上げであり、並行流通期間が終わる2月末にユーロ圏の法貨はユーロに一本化される。ユーロが実体ある通貨として

流通し始めたことで、人口では米国を上回り、経済規模では米国の6割に相当する巨大な単一通貨圏として、ユーロ圏の存在感は増し、ユーロは国際通貨としての地位を高めることが期待される。

ユーロ圏、米国、日本の規模比較

	人口 億人	名目GDP		
		米国=100	10億ユーロ	米国=100
ユーロ圏	3.0	109.0	6,553	61.2
EU15	3.8	135.6	8,526	79.6
米国	2.8	100.0	10,709	100.0
日本	1.3	45.6	5,145	48.0

(注) EU15のうちユーロ未参加国は英国、スウェーデン、デンマーク

通貨統合の成功には制度調和や政治統合への取組みも重要

ユーロへの切替えに際しては、消費者の混乱や犯罪の発生、便乗値上げなどのネガティブな側面が注目されてきたが、通貨統合の成否やユーロの信認向上の鍵として、今後、以下の3つの効果に注目してゆくべきであろう。

第1は、ユーロ圏内で価格表示が統一化、国境をまたぐ価格比較が容易になり、価格引き下げ圧力が強まることである。企業にとってはコストの比較が容易になるため、99年のユーロ導入を機に加速した企業の生産体制見直しはさらに活発になり、ユーロ圏域内の産業再編を促すであろう。

第2に、通貨統合の成功に不可欠な構造改革や制度調和、さらに政治統合に向けた動きを後押しする効果であり、今後、一段と重要性を増そう。

域内市場では92年末に市場統合が完成したことで、人、物、資金、サービスの移動は原則自由化されているが、現実には法制、税制、社会保障制度、会計基準などの違いによって円滑な移動は妨げられている。ユーロへの切替えによる価格の透明化によって、こうした違いはより明確になるため、調和への圧力は強まることになろう。また、市場統合に次いで、通貨統合が完成したことで、最終局面としての政治統合に向けた議論にも弾みがつくことが期待される。

ユーロ現金流通後のパフォーマンスは未参加国の世論にも影響

第3は、ユーロ圏内における現金流通開始がユーロ圏外に止まる国々の政策スタンスに及ぼす効果である。現在、EU加盟15か国中、ユーロには参加していない国は英国、スウェーデン、デンマークの3か国であり、これらが最も早いタイミングでユーロに参加する可能性がある。

(スウェーデンでは来年国民投票を実施。デンマーク、英国でも今後議論が本格化へ)

スウェーデンでは、9日、ペーション首相が2003年中にユーロ参加の是非を問う国民投票を実施する用意があることを明らかにした。その背景には、昨年下半年のスウェーデン・クローナの対ユーロ相場の減価、世論調査でユーロ賛成が2001年11月には40.9%と過去最高水準に達し、2000年11月の27.8%から急速に高まっていることがある。

デンマークでは昨年11月にフォ・ラスムセン政権が誕生、親ユーロの立場ではあるが、2000年9月の国民投票での否決もあり、現段階では慎重な立場を崩していない。しかし、最新の世論調査でユーロ賛成が57%と過去最高に達したこと、年初に外相がスウェーデンよりも早い段階での国民投票実施の可能性を示唆したことで、来年にも国民投票が実施されるとの観測が台頭している。

3か国の中では、ユーロ参加によるインパクトが最も大きいと考えられる英国でも、ブレア首相はユーロ参加に原則として賛成の立場をとっているが、具体的な参加の意思は、英国とユーロ圏経済の収斂の達成など5つの経済条件の適合状況を見極めた上で決定するとし、国民投票で是非を問う方針である。現段階では、国民の反対が過半を上回る状況が続いているが、500大企業の経営者を187人を対象とする最新のアンケートではユーロ賛成が昨年の44%から59%に増加するなどの結果も出ている。ユーロ参加の意思表示の目処とした2003年6月に向けた英国内での議論の行方と前記2か国の国民投票の動きが相互に及ぼす影響が注目される。

(ユーロ圏のパフォーマンスは未参加国の民意に影響)

2000年9月のデンマークの国民投票否決の理由としては、発足以来、ユーロ相場の減価が続き、ユーロへの信認やECBの政策運営に関わる不信感が醸成されたことが挙げられよう。また、2000年2月にオーストリアで発足した極右の自由党を含む連立政権にEUが二国間制裁措置を発動するといった当時の政治情勢への懸念も微妙に影響を及ぼしたものと思われる。

現在のユーロ圏では、ユーロ切替えの効果もあり消費が盛り返し、インフレの沈静化、米国景気の底入れなど景気を抑制してきた要因も緩和、マインドにも改善の兆候があらわれつつある。しかし、このまま回復に向かうかはまだ不透明な状況にあり、財政を通じた景気刺激策などを巡って政策協調の足並みが乱れる可能性も残されている。政治的にも、年初、イタリアで新ユーロ派の外相が辞任、中道左派が主流のEUの中で、極右勢力を含む中道右派連立政権として2001年5月に発足したベルルスコーニ政権の孤立が深まるのではないかと懸念が台頭している。

ユーロ圏内の政策協調路線が維持され、景気が速やかに回復、ユーロ相場が安定してくれば、ユーロ未参加国の早期参加気運が高まり、スウェーデンが目指す2005年のユーロ参加、2006年の現金流通で3か国の足並みが揃う可能性も出てくる。逆に、景気低迷が続き、政策協調の足並みの乱れや構造改革遅れが目立ってくれば、ユーロの信認低下を招くだけでなく、非ユーロ圏での国民投票可決の可能性が低下し、ユーロ圏拡大の時期も遠のくことになるだろう。