



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・金融動向

< 米国経済 >

1-3 月期の GDP は、前期の在庫調整の反動を主要因に 4% 台の強いものとなることが予想されている。在庫以外でも自動車除きの消費は底堅く、生産部門は回復に転じたとみられる。しかし、雇用や小売売上高等、最近発表された経済指標の中には回復スピードの鈍化を窺がわせるものも出てきている。

< 米国金融 >

4 月に入り F R B の利上げ時期に対する市場予想が年央以降へと後退しつつある。金利先高感がもう一段後退すれば、長期金利が一時 5% を割り込む可能性もあろう。

< 欧州経済 >

ユーロ圏の景気は 10~12 月期の前期比 0.2% を底に緩やかな回復過程にある。英国の景気も持ち直しつつあるが、生産の回復の足取りは重く、消費はなお高い伸びが続いている。

< トピックス：フランス大統領選挙 >

仏大統領選挙の結果は 5 月 5 日の決戦投票に持ち越される。一騎打ちが予想されるシラク現大統領とジョスパン現首相の有力 2 候補の形勢はほぼ互角である。公約には多少の温度差があるが、現実には財政事情の制約などから政策的自由度には限界があり、6 月の議会選挙でコアピタシオン（保革共存政権）存続の結果となれば、違いは更に曖昧になろう。

主任研究員（米国経済） 土肥原 晋 (03)3597-8647 doihara@nli-research.co.jp
副主任研究員（米国金融） 熊谷 潤一 (03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp
副主任研究員（欧州経済） 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/>

< 米国経済動向 >

(担当：土肥原)

〔概況〕

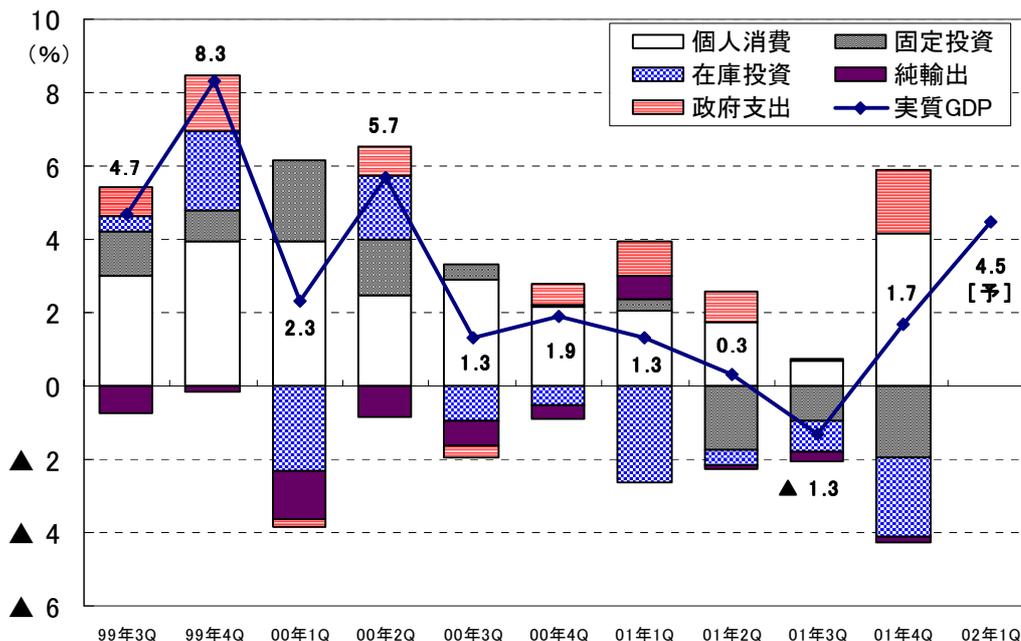
1-3 月期は高成長ながら、回復スピードは鈍化へ

4/26 に発表予定の 1-3 月期 GDP は、エコノミストの予想平均では 4 % 半ばの強いものとなっている。在庫調整の終了に伴う要因が大きく寄与するとみられるが、10-12 月期の反動が懸念された自動車販売の状況も当初予想されたほど悪くなく、消費も底堅い推移が予想されている。

しかし、4 月に入って発表された 2・3 月の経済指標には、これまでの強めの指標から雇用・小売売上高等、回復スピードの鈍化を示すものが出てきた。特に、中東情勢の緊迫化が原油価格に影響を与えており、ガソリン価格の上昇等から消費支出・企業収益等への悪影響が懸念される。株式市場でも、エンロン問題以降、尾を引いている会計・アナリスト問題に加え、1-3 月期の企業収益を気にした動きとなっている。

原油価格の上昇については、パレスチナ情勢の行方が不透明なことに加え、イラク問題が背後に控えていることから、一過性とみるのは過小に評価する恐れがある。1-3 月期については在庫の寄与が大きいいため、GDP が強めに出るのは揺るがないとみられ、市場の関心は 4-6 月期の景気動向に移行しつつある。こうした中グリーンズパン FRB 議長は、4/17 の議会証言でなお景気の動向を見極める考えを表明している。

(図表 1) 米国 GDP の推移と寄与度 (前期比年率)



(資料) 米国商務省、予想は 4/10 ブルチップ誌のコンソラス。

消費は堅調ながらスピード調整の動き

3月の小売売上高は前月比+0.2%増、自動車販売は前月比では0.4%のマイナスとなったため、自動車除きの小売売上高は同+0.4%増となった(図表2)。しかし、3月の小売売上高の中で同+3.8%と最も顕著な増加をみせたのはガソリンであり、ガソリン除きの小売売上高は同-0.02%とマイナスになる。ガソリンの増加が価格上昇によるものであることを考慮すれば、実質ベースの小売売上高はマイナスともいえる。

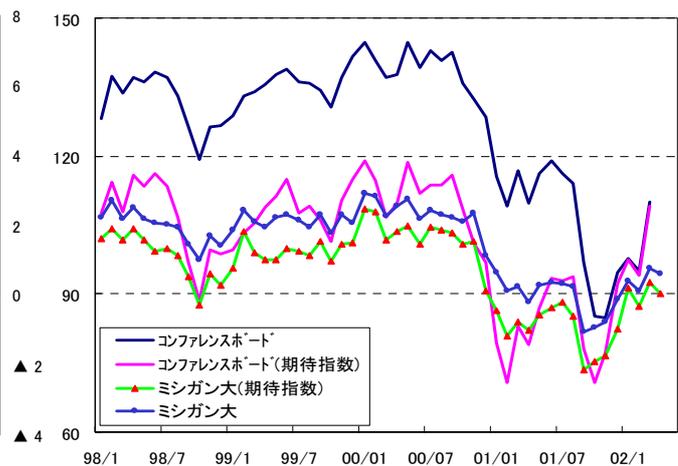
一方、3月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数(3/26発表)は予想を上回る大幅な上昇をみせ消費の強さを示したが、4/12発表のミシガン大学の消費者マインド指数(4月速報値)は94.4と反落した(図表3)。最近の中東情勢の悪化、ガソリン価格の上昇等が影響したものとみられるが、特に先行きの景況感を示す期待指数が90.2と2.5ポイントの下落となっており、個人消費の先行きに水を差した形となった。1-3月期の自動車販売の反動減は予想された程大きくなかったものの、4-6月期の景気動向をみる上でも今後の消費マインドの動きには注目したい。

(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) コンファレンスボード、ミシガン大学

〔生産部門の動向〕

鉱工業生産・稼働率は3ヵ月連続の改善

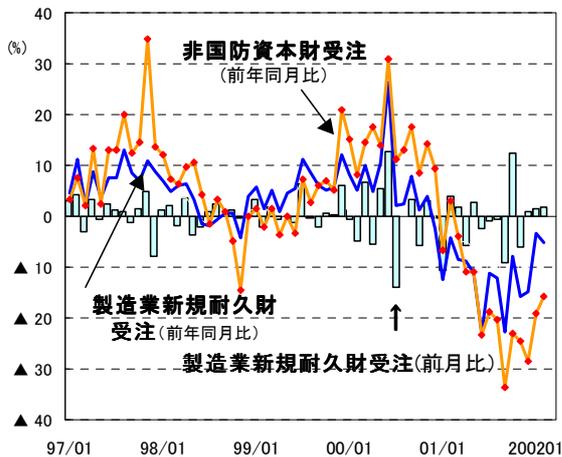
3月の鉱工業生産は前月比+0.7%と3ヵ月連続の回復を示した。3ヵ月連続の前月比増加は2000年4-6期以来のことであり、ながらく下降が続いた生産部門の底入れを一層はっきりと示した形である。しかし、生産の水準をみると3月の生産指数138.8は、前年3月を2.9%下回り、テロ事件前の8月にも僅かに届かず、生産水準自体は高くない。

同時に発表された稼働率をみると75.4とこれも3ヵ月連続の上昇ながら前年3月の78.5を3.1下回る水準に留まるなど生産指数と同様な動きである。稼働率を業種別にみると自動車産業が77.1と平均水準を上回っているのに対し、ハイテク産業は62.4と低水準にとどまっているのが目を引く。ハイテク産業の中では通信機器が55.2と出遅れが目立っている。

製造業の新規受注に関しては、2月は前月比0.1%と減少したが、耐久財は同1.8%増と3ヵ月連続で増加した(図表4)。設備投資の先行指標となる非国防資本財受注は前月比4.6%増と堅調ながら航空機によるところが大きく、これを除いたベースでは同0.9%増に留まる。前年同月比でみた水準は低いものの、回復方向に動いていることはより鮮明化してきたと言える。

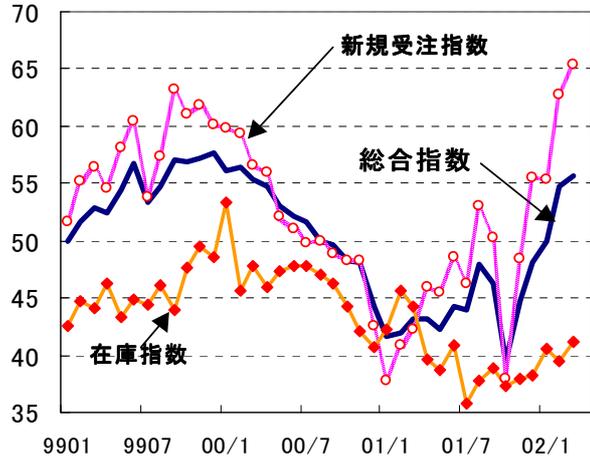
また、製造業の状況を示すISM指数は5ヵ月連続の上昇をみせている。特に受注指数の改善は急であり、3月は65.3と14年ぶりの高水準となった(図表5)。

(図表4) 米国：製造業新規受注の推移



(資料) 米国商務省

(図表5) ISM指数の推移



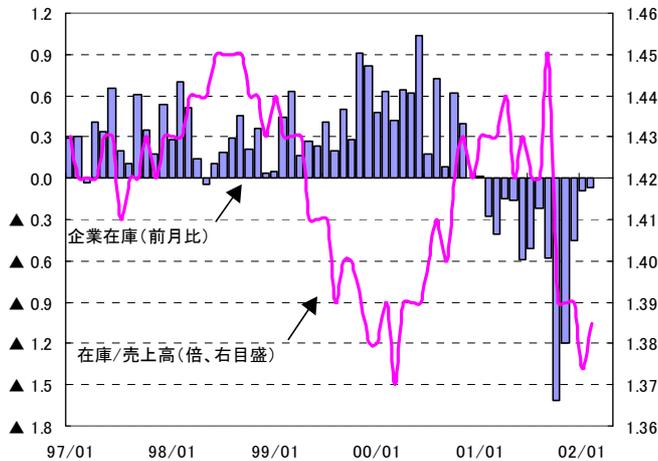
(資料) The Institute for Supply Management

在庫調整は終了局面

2月の企業在庫は前月比0.1%減と発表されたのに加え、1月速報値が+0.2%増から0.1%減に下方修正され、なお調整局面が続いていることを示した。このため1-3期のGDP予想も若干下方修正される可能性があるが、それでも在庫の寄与度は年率で4%に近いと思われる。内訳では、製造業と卸売業で前月比マイナスが続いているが、小売業では既に積み増しに転じている。

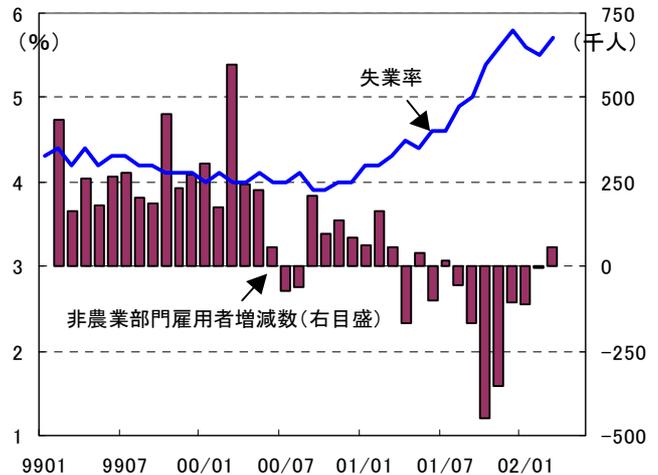
同時に発表された出荷をみると、製造業が前月比2.8%と落込みが大きかったため全体でも前月比0.9%減となったものの、小売・卸売業では引き続き増加をみせた。小売・卸売業の出荷の動きが今後も持続すれば製造業の出荷も安定してこよう。なお、在庫/売上高の推移は底入れの動きを見せており、在庫調整は終了局面にあると思われる(図表6)。

(図表6) 米国：企業在庫の推移 (%、倍)



(資料) 米国商務省

(図表7) 米国：失業率の推移



(資料) 米国労働省

失業率は5.7%へ上昇

3月の失業率は5.7%と2月の5.5%から0.2%上昇した(図表7)。昨年の11月以来5.5~5.8%の狭いレンジでの動きとなっている。一方、3月の非農業雇用者数は+5.8万人の増加となったが、2月は+6.6万人から0.2万人へと下方修正された。2月の数値は景気回復の強さを示す根拠の一つであったことから回復スピードの鈍化を窺わせる。非農業雇用者数の産業別の内訳では生産部門が7.7万人、サービス部門が+13.5万人とサービス部門の増加を生産部門の減少が減殺する構図が続いている。

なお、サービス部門に含まれる人材派遣業(help supply)は、一昨年9月から1月までに66.6万人の雇用減となるなど、この間の雇用の悪化の一因となっていたが、3月は+6.9万人と2ヵ月連続で増加し3月サービス部門の雇用増加の過半を占める等、一転回復の動きとなっている。

< 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

米国金融市場は、今年 1~3 月期の 4~5%の高成長を既に消化しつつ、原油価格上昇が今後の景気回復に水を差す可能性を懸念し始めた。更に、

4 月に発表された経済指標の多く（雇用、小売売上高、ミシガン大学消費者信頼感指数等）が市場予想よりも弱めの数字となったこと、

会計問題に絡んだ企業不信が株価の頭を抑え株式市場がレンジを抜け切れなかったこと、4/17 に行われた議会証言で米国の中央銀行である F R B (Federal Reserve Board) のグリーンズパン議長が、景気回復に対する慎重な見方から早急な利上げに否定的な発言を行ったこと、

等が加わった結果、金利先高観はやや後退した。

金利先高観の後退に伴い、3 月には一時 5%半ば近くまで上昇していた長期金利（国債 10 年）が、一時 5.1%台まで低下した。また、イールドカーブも 3 月時点では金利先高観を示すかたちで短期金利が上昇し、フラット化が進行していたが、4 月に入ると先高観の後退を映じて短期金利が低下した結果、ややスティーブになり、国債 2 年 - 10 年で見ると一時 170bp を割り込む水準まで縮小した金利差が再び 180bp 台まで拡大してきた。

このように、ここにきて金利先高観は後退しているとはいえ、米国が昨年末以降景気回復基調を続けている状況下、市場の焦点は依然として今後 F R B がいつ利上げに踏み切るのかに集まっていることに変わりはない。あとは、景気の現状と先行きを見ながら F R B がいつどの程度の利上げを行うかを市場が予想・期待し、それをどの程度イールドカーブに織込んでいくかが今後の焦点となろう。

市場の期待については、F F レート先物⁽¹⁾の限月毎の価格から算出される想定金利水準から確認することが可能である。現在、市場で織込んでいる利上げのタイミングは、次頁図表 5 のようになっている。これによると、3 月末時点で市場は F R B が政策金利である F F レート誘導目標水準を 5・6 月の F O M C (定例理事会) で現在の 1.75% から計 50bp 引上げた後、年末までに 3.25~3.50% まで引上げると予想していたが、その後利上げ期待が後退し、現在 (4/17 時点) は 8 月の F O M C までに 1 回 (25bp) 引上げ、および年末時点で 2.75% 程度までの利上げを織込んでいる模様だ。

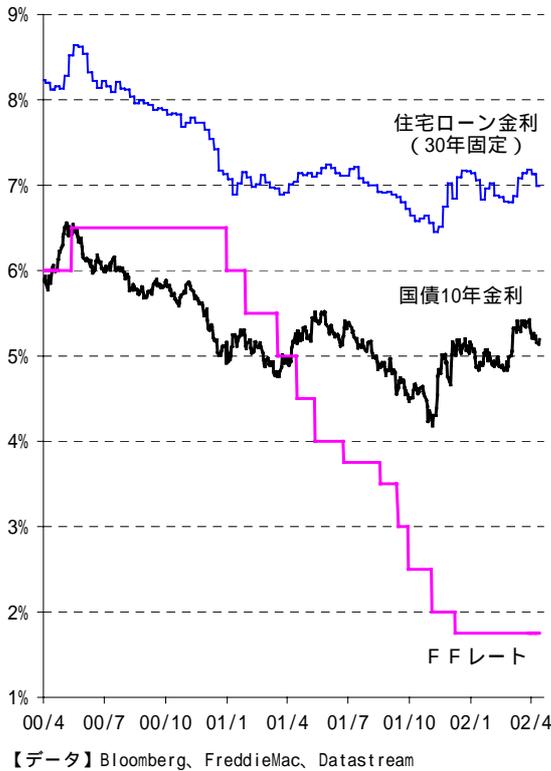
在庫調整が一巡して生産が回復軌道に乗りつつある米国経済の現状に対し、市場が楽観的になることについては妥当性がある。しかし、今後の回復スピードについては、最近の原油価格上昇に加えて、過剰設備解消に時間がかかる (ハイテクバブルの整理)、企業の価格支配力が欠如し

(1) 30 Day Federal Funds Futures. シカゴ商品取引所 (Chicago Board of Trade) に上場される先物商品。F F レートの月平均を 100 から引いたものが取引価格となり売買されている。

ている(ディスインフレの継続)、 会計問題に絡んだ企業不信が拭えない、等々の点を考慮した場合、市場が期待しているような急速な企業収益の回復 株価の本格上昇を伴う一本調子の回復が実現しない可能性がある。

その結果、企業収益の伸び悩みによる雇用回復の遅れおよびそれに伴う消費者マインド改善の衣服や消費の頭打ちを背景に、F R Bの政策金利変更時期が後ずれし、市場の金利先高観がもう一段後退するシナリオも否定できない。そのような場合、長期金利(国債10年)が一時5.0%を割り込む可能性も十分考えられるのではないだろうか。

図表1. 米国の主要金利



図表2. 米国の主要株価



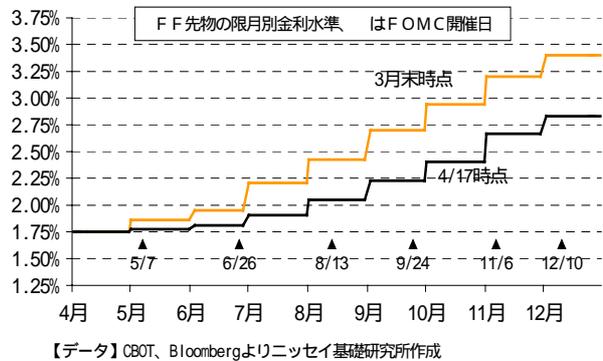
図表3. 米国の主要株価



図表4. 2年-10年スプレッド



図表5. 米金融政策に対する市場予想の変化

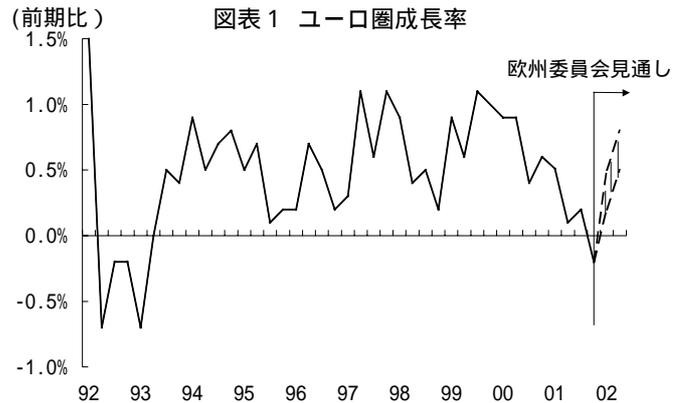


< 欧州経済の動き >

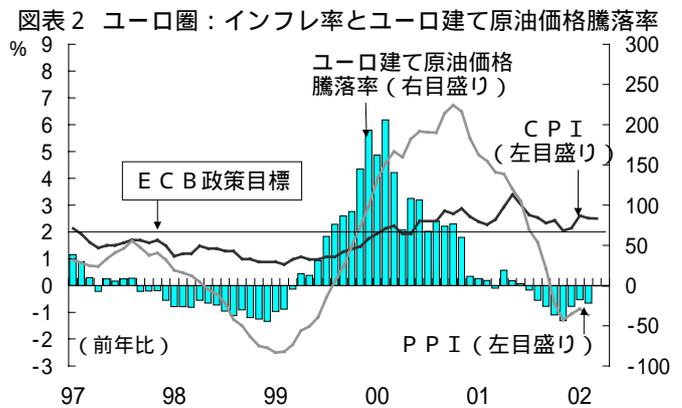
(担当：伊藤)

ユーロ圏：景気は緩やかに回復。米景気の回復力と原油価格が当面のリスク要因

ユーロ圏の景気は10～12月期の前期比 0.2%を底に、緩やかに回復している。欧州委員会は1～3月期は0.2%から0.5%成長、4～6月期は0.5%から0.8%成長とする予測を発表、3月時点の予測から、それぞれ0.1%ずつ上方修正を行った(図表1)。上方修正は、1月の小売売上数量が前月比0.6%と12月の同0.6%から好転するなど消費関連指標が改善したこと、米国の景気回復を織り込んだものである。米国経済の回復期待から企業の景況感は引き続き改善しており、主要国の雇用悪化にも歯止めがかかる兆候が顕れ始めた。



ただ、期待通りに、このまま景気が順調に回復し、年後半に潜在成長率へと回帰できるかという点には、なお不確実な面がある。最大の下振れリスクは、引き続き米国の景気回復の持続力であり、中東情勢の混乱で原油価格が高止まった場合の景気・インフレへの影響にも留意する必要があるが生じている。



今年初、ユーロ圏の物価は、間接税引上げや生鮮食品価格の上昇、ユーロ切り替え時の便乗値上の影響で跳ね上がった。年初の段階では、これら一時的な要因が剥落することで、政策目標の2%に向けて速やかに低下すると見られてきた。しかし、実際には3月も2.5%の上昇となり、低下のペースは鈍いものとなっている。3月のデータを品目別に見ると、食品やサービスの上昇率が相対的に高く、エネルギーは前年比 1.5%とむしろインフレ抑制要因となっている。しかし、3～4月の原油価格の上昇で、エネルギー価格低下の背景にあった前年比でのユーロ建て原油価格の下落幅は、ほぼ解消した形となっており、インフレ率の鈍化ペースは、今後も鈍いものとなる可能性がある(図表2)。

99～2000年時点と異なり、ユーロ相場は落ち着いているため、原油価格がOPECのターゲットレンジである22～28ドル/バレルから大きく乖離しなければインフレや景気への影響は限定

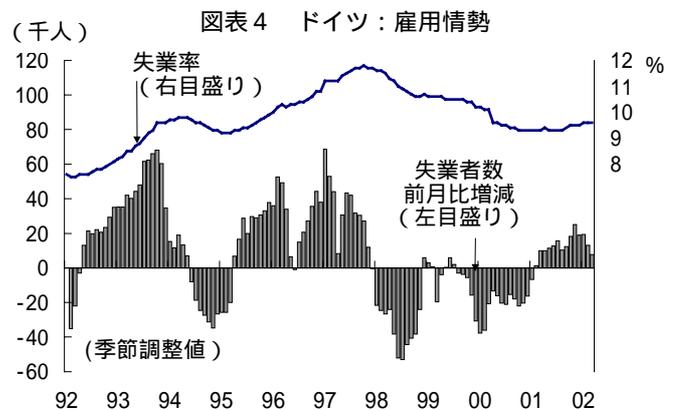
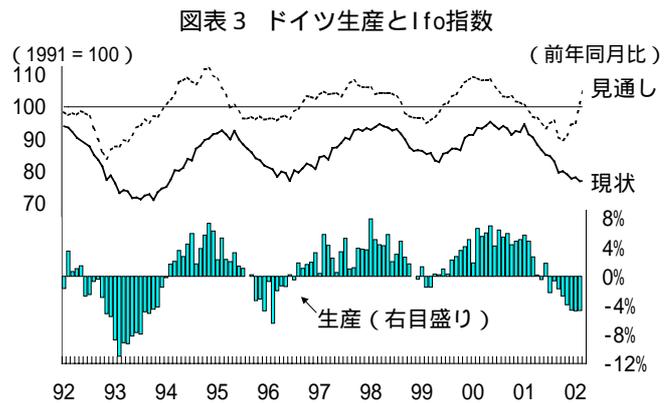
的であろう。しかし、仮に、中東情勢が緊迫化し、それを超えて高止まるような場合には、インフレ沈静化 実質可処分所得の増加による消費の持ち直しという下期の景気の本格的回復を阻む要因となりうる点に留意が必要である。

欧州中央銀行（ECB）は4月の定例理事会で金利を据え置いた。当面、景気回復のテンポと賃金交渉、原油動向などのインフレ・リスクに配慮しつつ、様子見の姿勢を継続すると見られる。

ドイツ経済：景気回復への期待と実際の回復テンポにはなおギャップ

ユーロ圏内で景気の低迷が目立つドイツでも、1～3月期には在庫調整の進展と輸出の持ち直しで景気は底入れしたものと見られる。企業の景況判断を示すIfo指数は、「現状判断指数」の改善ペースは鈍いが、「先行き判断指数」は過去の景気回復局面に比べて速いペースで回復しており、景気の先行きに対する高い期待があらわれている（図表3）。

ドイツの鉱工業生産は、過去、「先行き判断指数」に3～4カ月遅れで連動してきた。この経験則をあてはめれば、直近ではIfo指数の底である昨年10月から3～4カ月後の今年1～2月を底に、生産は速いペースで回復することになる。実際、鉱工業生産は、昨年12月以降、前年比のマイナス幅は4.7%で横這いだが、前月比ではプラスに転化、2月は0.9%と回復の兆候を示している。



しかし、当面の景気回復のスピードは、内需回復の基盤が脆弱であるため、期待ほどは加速しない可能性が高い。また、米国経済が再失速した場合に急速に冷え込むリスクにも留意が必要だ。製造業受注は国内受注の低迷が海外受注の好転（前月比0.3%）を相殺し、2月も1月に続く前月比マイナスとなった。小売売上数量は前月比では3カ月連続のマイナス、前年同月比では1月の1.4%から2月は2.8%へとマイナス幅が拡大している。消費低迷の一因である雇用については、3月に失業者数（季調値）が前月比8000人減と1年3カ月ぶりに減少するなど、悪化に歯止めがかかる兆しも出始めた（図表4）。当面、雇用の動きは、山場を迎えている賃金交渉の行方を含めて、ドイツ経済の回復の底固さを判断する材料として注目される。

英国経済：生産の回復の足取りは重く、消費はなお高い伸び

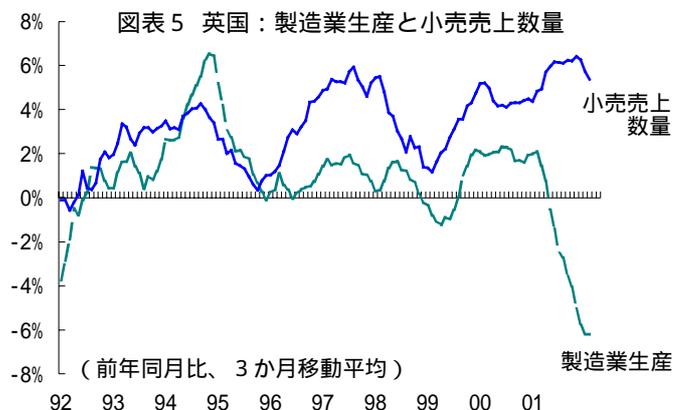
10～12月期にゼロ成長となった英国でも景気は持ち直しつつある。しかし、低迷が続いた生産の回復と過熱気味で拡大した消費の減速は、ともにマイルドなテンポに止まっている（図表5）。

2月の鉱工業生産は前年同月比 5.1%と1月の同 5.3%からマイナス幅が縮小したが、前月比では 0.6%と横這いで回復のペースは緩慢である。他方、小売売上数量は昨年12月、今年1月と2カ月連続

で前月比 0.3%と減少したが、2月は同 1.5%とプラスの伸びに転じた。低金利下で資産価格は堅調に推移、消費者信用残高の増加が続いている。加えて、雇用環境も失業率が2月に3.1%と前月比0.1%低下、失業者数も3月まで3カ月連続で減少するなど、悪化に歯止めがかかりつつあることも、消費減速のテンポが鈍い理由と考えられる。

3月の小売物価上昇率(RPIX)は、前年比2.3%と2月の同2.2%から上昇したが、BOEの政策目標2.5%のレンジ内にある。イングランド銀行(BOE)は4月3～4日の金融政策委員会(MPC)で政策金利を据え置いた。過熱消費抑制のために早期に利上げに踏み切るとの観測も一部では根強いが、英国内では生産や設備投資の回復スピードが鈍い一方、米国経済には回復ペースに鈍化の兆しが見られる中で、政策金利は当面、据え置かれるであろう。

17日に発表された2002年度予算案(2002年4月～2003年3月)には、国民医療制度(NHS)改善のための支出増と、その財源を確保するための国民保険への労使負担の1%引上げが盛り込まれた。今次予算案で発表された主要措置の多くは2003年4月以降に実施される予定であり、当面の景気に及ぼす影響は限定的である。



< トピックス：フランス大統領選挙 >

(担当：伊藤)

大統領選挙は4月21日の第1回投票後、5月5日の決選投票に進む見込み

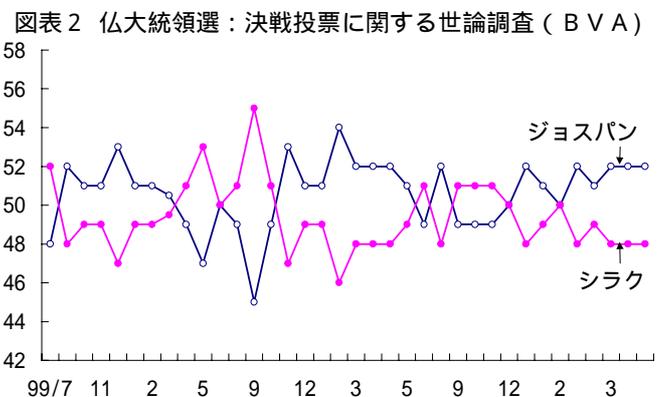
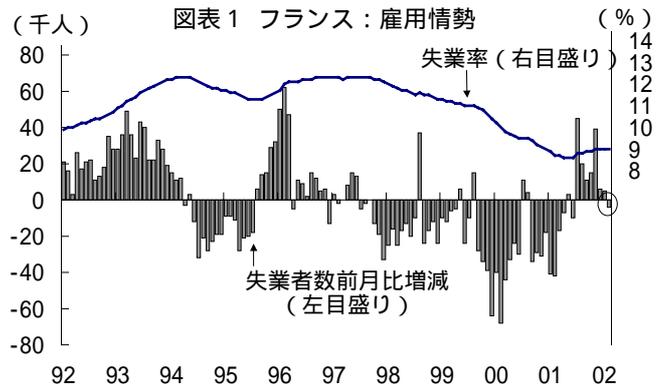
フランスでは4月21日に大統領選挙の第1回投票が実施される。立候補者は16名で、第1回投票で過半を占める候補がない場合、5月5日に決選投票が行われる。第一回投票に関わるBVAの世論調査では、現職で保守共和国連合(RPR)のシラク大統領と現首相で社会党のジョスパン氏が共に20ポイントで並び、極右の国民戦線のジャン・マリ・ル・ペン氏の12、極左の労働者の闘いのアルレット・ラギエ氏の11とその他の候補を大きく引き離している。このため、決着は決選投票に持ち越され、シラク、ジョスパンの一騎打ちとなることが確実である。

フランスの政治制度上、大統領は軍事・外交の指揮権を有し、内政は首相が掌握する。こうした役割分担はあるものの、大統領選挙選の争点は、続く国民議会の選挙でも自派が勝利するとの前提の下で、治安や経済政策などの内政に軸足が置かれている。

この間、内政を担当してきたジョスパン首相は、今回の大統領選挙で、いわば政策運営の実績を問われることになるが、概ね良好な成果と評価される状況での選挙戦となっている。

フランス経済は昨年10~12月期には輸出、設備投資の低迷に個人消費の減速が加わり、成長率は前期比0.1%とマイナスに転じた。しかし、ここにきて、生産が2カ月連続で前月比プラスとなり、雇用情勢も2月には失業者数は横這いながら求職者数が減少するなど、悪化に歯止めがかかる兆しが見え始めた(図表1)。

こうした中、決選投票について聞いたBVAの世論調査結果では、両候補がほぼ互角で推移し、直近はジョスパンの52ポイントに対し、シラクが48ポイントとややリードしているが(図表2)、別の調査では僅差でシラク優位となっており、最終結果の予測は極めて困難である。



シラク、ジョスピンの有力候補には実際の政策面での大きな違いはない見込み

大統領選挙でいずれの候補が勝利するにせよ、経済面に与える影響は限定的である。

今回の選挙に際しては、95年の大統領選挙の「通貨統合への参加」や97年の国民議会選挙の「週35時間労働制の導入」などの際立った争点はない。両候補は治安のほか、税制、労働、年金改革などに関わる公約を掲げている。内容はおおむね似通ったものであるが、シラクが産業競争力の強化に向けてより大規模な減税を予定していることや、週35時間労働制の見直しを盛り込んでおり、企業家・産業よりの姿勢が強い。

しかし、実際の政策運営において生じる違いは明確なものとはならないであろう。ユーロ参加後のフランスには、「成長・安定協定」で規定された財政赤字の削減が義務付けられている。フランス政府が、直近の財政健全化計画に盛り込んだ2004年の財政均衡の達成が現実的でないとしても、均衡に向けた努力を続ける必要はあり、大幅な景気刺激を行うことは難しい。このため、選挙の結果は、構造改革の内容、順序やスピードが多少変わるという程度に止まるであろう。

6月の国民議会選挙でのコアピタシオン（保革共存政権）解消の行方が焦点

さらに、新大統領の政策実行力は、6月9日に第1回投票、6月19日に第2回投票を予定している国民議会（下院）選挙の結果によっても変わってくる。

フランスでは97年5月の総選挙で保守陣営が社会党を中心とする左派に敗北し、6月に社会党のジョスパン第1書記を首相とする左派連立内閣が発足した。以来、大統領と議会の会派が異なるコアピタシオン（保革共存政権）が5年に及び、一体性を欠いたことが、欧州におけるフランスの政治的なプレゼンスの低下を招いたとの見方も根強い。

今回の大統領選挙でどちらの候補が勝利するにせよ、コアピタシオンが存続する場合には、中道的な政策運営が続き、両者の違いはより曖昧なものとなろう。中道右派のシラク大統領の下で、コアピタシオンが解消した場合には、追加減税や企業寄りの規制緩和期待から短期的にマインドが好転する可能性はあるが、財政事情やユーロ域内での政策協調の必要性によって政策的な自由度が狭めている状況は変わらない。

96年4月のイタリアにおける中道左派連立政権の誕生以降、ジョスパン政権の他にも、イギリスではブレア政権（97年5月）、ドイツではシュレーダー政権（98年10月）が誕生するなど、わずか2年半の間で、スペインを除くEU5大国で社会党や中道左派連立政権が誕生した。しかし逆に2000年以降は、2000年2月のオーストリア、イタリア、デンマーク、ポルトガルで次々と中道右派政権へと交代する流れが出来つつある。

今回のフランス大統領選挙／国民議会選挙と9月に予定されているドイツの総選挙と共に、これらに続き、欧州の政治地図が再び塗り変わることになるのかという点でも結果が注目されよう。