



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 >

急落した株価は8月に入ると反発を見せたものの、4-6月期GDPの急減速や消費者マインド、企業センチメントが悪化したこと等から、一時は、景気が二番底をつけるのではないかと懸念が強まった。各経済指標も、自動車関連の指標を除くと景気の鈍化を示すものが多くなっており、当面、力強い回復は見込みにくい。

< 米国金融 >

米国金融市場では、利下げ期待の高まりから長期金利が一時4.0%を割込んだ。一方、株式市場は企業の宣誓書提出により不透明要因が解消したとの見方から反発している。ボラティリティーの水準を見る限り、春先以降株安・金利低下を引き起こしてきた企業不信や景気回復鈍化などの不安材料を、市場は一旦価格に織込んだ模様だ。

< 欧州経済 >

ユーロ圏の景気回復は最大国のドイツの不振が響き、緩慢なペースに止まっている。ドイツの4~6月期成長率は前期比0.3%と1~3月期と同水準に止まった。7~9月期の生産・受注の回復は緩慢であり、海外環境の不透明感から先行きへの期待も下方修正されている。9月22日の総選挙を前に景気低迷、雇用悪化から与党・社会民主党（SPD）の支持率低下は続いており、苦しい選挙戦を強いられている。

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/>

< 米国経済の動き >

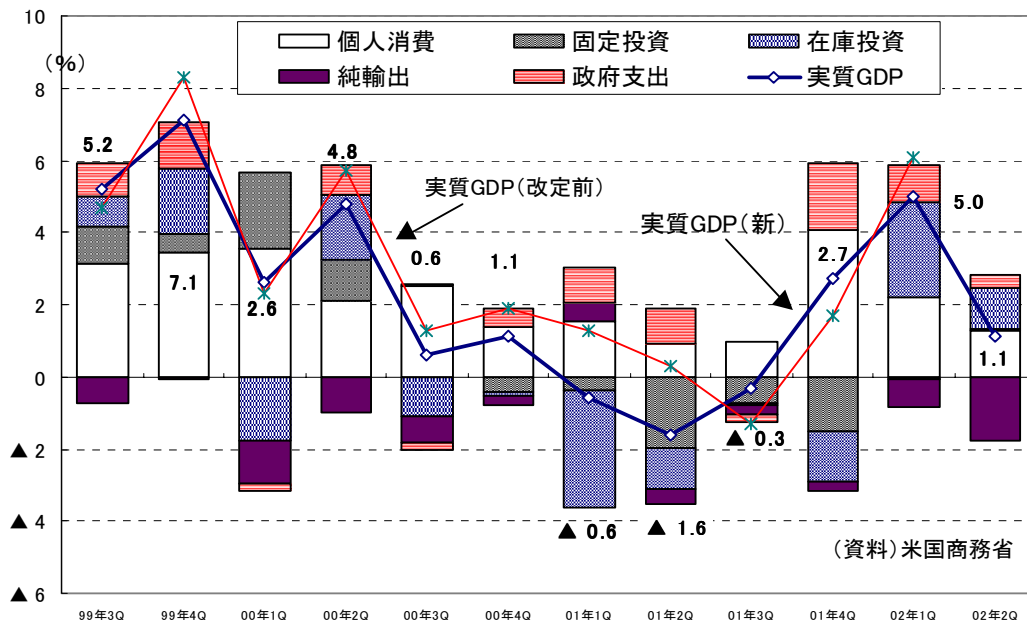
(担当：土肥原)

4 - 6月期GDPは急減速、株価急落を受けた景気鈍化が懸念材料

7月に入ってから株式市場は、企業会計への不信、景気失速懸念の高まり等から、一時、ダウ30種平均が8千ドルの大台を割るなど下げ足を早めた。8月下旬には9千ドル近辺への戻りも見られるが、7-9月期の景気は、こうした株式市場の急落から受ける影響が懸念されている。既に、消費者マインドや企業センチメントを示す経済指標は大幅な低下を見せており、株式市場の波乱が続けば実体経済への波及は避けられないことを示している。

こうした中、4-6月期の実質GDP成長率が前期比年率(以下同じ)+1.1%と前1-3月期(6.1%から5.0%に下方修正)から大幅な減速と発表され、景気が二番底をつけに行くのではないかとの懸念を強めた。4-6月期の実質GDP成長率低下の要因を見ると、消費支出の寄与度が1.3%(前期2.2%)、在庫の寄与度が1.15%(前期2.6%)へと前期から半減した。更に、輸入が急速な拡大を見せ、純輸出の寄与度が1.8%(前期0.8%)と足を引張った。

(図表1)米国：実質GDPの推移



特に、消費支出の寄与度は01年10-12月期の4.1%から2.2% 1.3%と急低下しており、7月以降の株価下落の影響による消費者マインドの低下もあって、景気への懸念を高めている。また、設備投資については寄与度が0.2%とマイナス幅が縮小し、住宅投資を合わせた固定投資での寄与度は

与度は0.04%と2000年7-9月期以来、7期振りのプラスに回復した点は注目されるが、企業業績の回復が遅れる中では力強い回復は見込みにくい。

なお、今回のGDP発表に伴い99年以降の数値が改定された。図表1のとおり、全般的に下方改定の傾向が見られるが、個人消費の下方修正によるところが大きい。また、01年1-3月期以降三期続いてマイナス成長(これまでは01年7-9月期のみ)に修正されたことから、リセッション下にあったことを改めて確認させる改定となった。

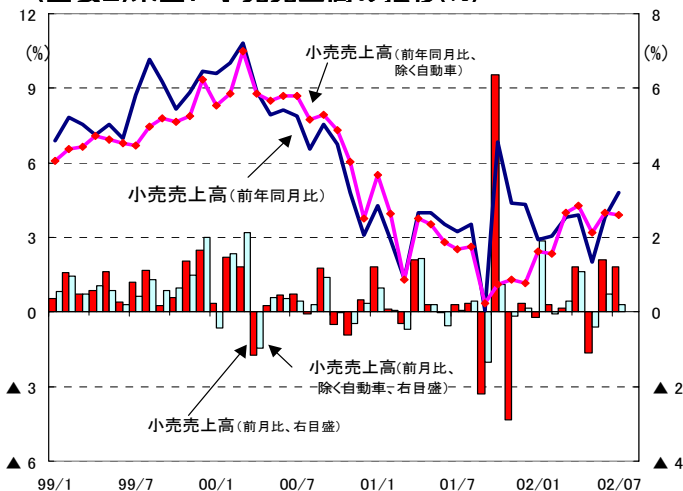
消費者マインドの急低下により、今後の消費支出への懸念が増幅

4-6月期の消費支出は、特に4・5月が天候不順や自動車販売の低下によって鈍化し、6月入り後は天候の回復等から回復に向ったものの、実質GDPベースでの伸び率は前期比年率1.9%(前期は3.1%)に留まった。7月は大手自動車メーカーのゼロ金利ローン販売の復活もあって、自動車販売が回復しており、7月小売売上高は前月比1.2%増と堅調に推移した(図表2)。内訳をみると自動車販売が同4.6%増(年率販売台数は18.1百万台、前月は16.5百万台)と伸張したが、衣料品(同▲1.3%)、家具等(同▲1.4%)、家電(同▲1.0%)の落込み等から自動車を除いた数値は同0.2%増に留まり、今後の消費への懸念は持続している。

一方、前記のとおり、株価下落は消費者マインド指数を大幅に低下させた。ミシガン大学の消費者マインド指数では、87.9(8月速報値)と先月の急低下(6月92.4→7月88.1)後も続落となった。株価下落の影響を色濃く受けているだけに、先月と同様、現在の景況感を示す現況指数よりも先行きの景況感を示す期待指数が80.0と低下が大きい(6月87.9→7月81.0、図表3)。

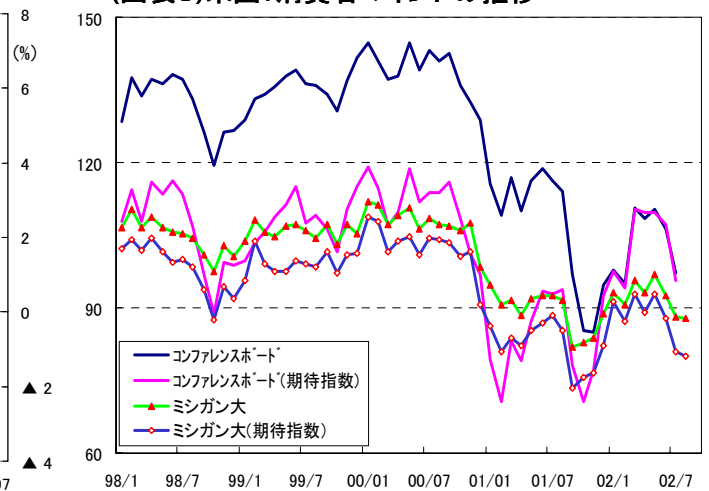
また、消費者マインドを示す別の指数であるコンファレンスボード消費者信頼感指数も7月は97.1と6月の106.3から急低下した。前月比▲9.2ポイント減はテロ事件直後の▲11.7ポイント以来最大の落ち込みである。こうした消費者マインドの低下は今後の消費に対する弱気の見方を急速に高めている。

(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：消費者マインドの推移



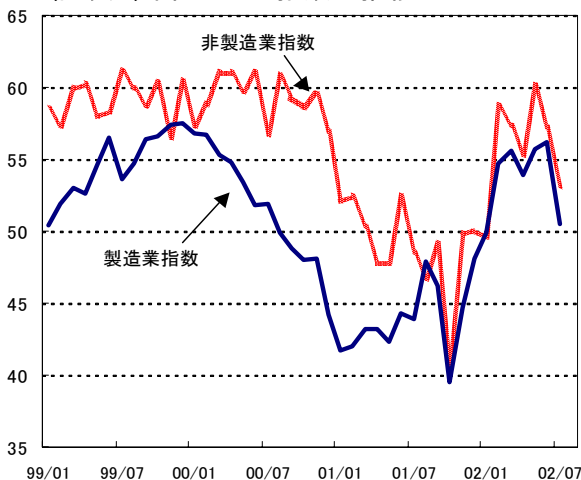
(資料) ミシガン大学、コンファレンスボード

●企業部門でもセンチメントの悪化が顕著

企業部門にも株価の急落の影響は、センチメントの悪化となって現われている。製造業企業のセンチメントを表すISM指数を見ると、製造業では6月の56.2から7月は50.5へ、非製造業では57.2から53.1へとそれぞれ急落した(図表4)。製造業指数の構成指数を見ると、新規受注指数が6月の60.8から50.4へと▲10.4ポイントもの急落を見せ、生産指数も61.4から55.7へと下落が大きく指数全体を押し下げた。製造業指数の50.5は製造業の拡張を意味する50を6ヵ月連続で上回ったものの、僅かに0.5ポイント上回ったに過ぎず、株価急落に端を発した景気への懸念は、漸く回復に向い始めた生産部門にも水を差した形である。

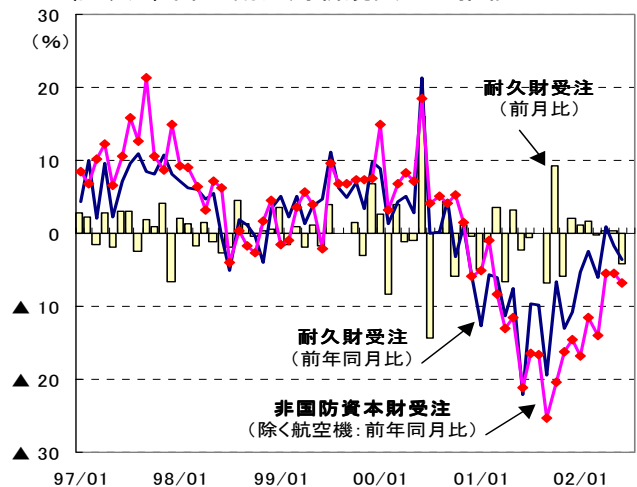
生産動向の先行きを見る上で欠かせない製造業受注は、6月は前月比▲2.4%減(5月+0.6%)、耐久財受注では同▲4.1%減(5月+0.4%)と大きく反落し(図表5)、耐久財受注水準は昨年11月のレベルまで押し戻された。なお、部門別の前月比受注では、機械部門が▲7.1%減(5月+1.5%)、コンピュータ・電子機器が▲4.5%減(5月0.0%)、輸送機器が▲5.8%減(5月▲0.5%)等主要部門の悪化が目立った。設備投資の先行指標として注目される非国防資本財受注(除く航空機)も前月比▲5.8%減(5月▲0.5%)と悪化した。上記の7月ISM指数のうち、新規受注指数が大きく落込んだことから、今後の受注動向が注目される。

(図表4)米国:ISM 指数の推移



(資料) The Institute for Supply Management

(図表5)米国:耐久財新規受注の推移



(資料) 米国商務省

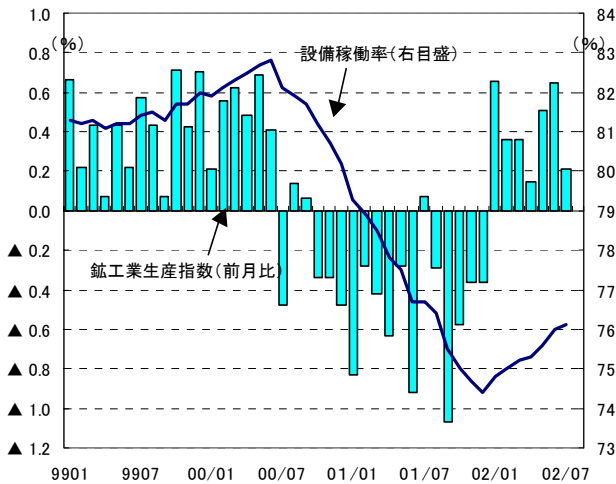
7月の鉱工業生産は140.7と前月比+0.2%の増加に留まったが(図表6)、今年に入って7ヵ月連続の上昇であり、生産の回復持続を示した。特に7月は、先月以上に自動車産業の回復(前月比+4.2%)に牽引された面があり、自動車産業を除くと前月比▲0.1%とマイナスになる(6月は同+0.5%)。なお、ハイテク産業では、半導体が前月比+1.1%と回復を見せた半面、通信機器の不振(同▲2.8%減)が足を引張り、前月比+0.1%増(6月は+0.7%)に留まった。

一方、稼働率を見ると7月は76.1%と6月の76.0%から若干の上昇を見せた。これも生産指数と同様に7ヵ月連続の上昇である。産業別では自動車産業が84.7%(前月81.4%)に上昇し、製造業の中

では恒常的に高い石油産業(94.1%)に次ぐ水準にある。

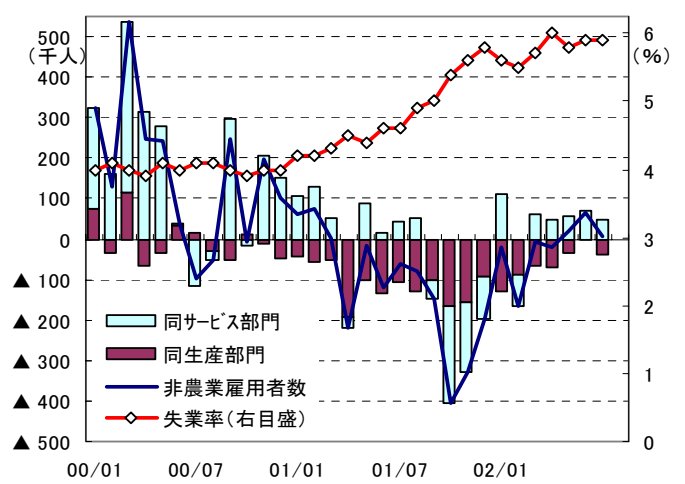
7月の失業率は5.9%と前月比変わらずだった(図表7)。一方、7月の非農業雇用者数も同+6千人の増加に留まり、雇用面の改善は先送りされた。非農業雇用者数の内訳をみると、サービス部門の増加(+46千人)を生産部門の雇用減(▲40千人)が相殺している構図が続いている。

(図表6)米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料) 米国 FRB

(図表7)米国: 非農業雇用者数の推移と失業率



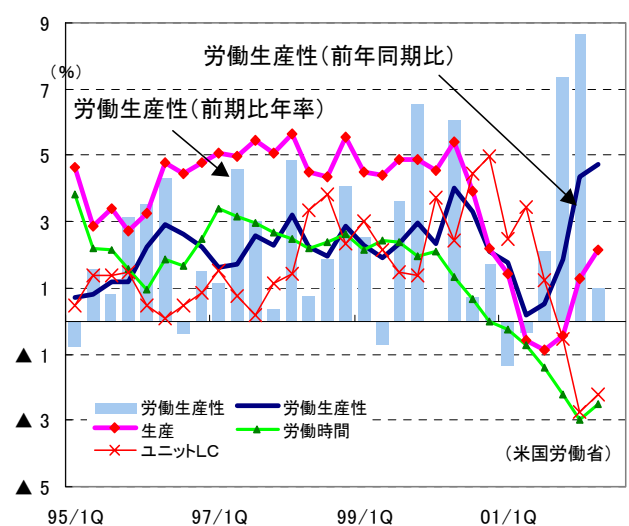
(資料) 米国労働省

労働生産性は前期比年率で急低下するも、改善トレンドは維持

4-6月期の非農業事業部門の労働生産性指数は122.1と前期比年率で+1.1%と前期の+8.6%から大幅に低下した(図表8の棒グラフ)。労働生産性指数は生産指数を総労働時間指数で割ったものであるが、4-6月期の低下は生産指数が同+0.5%(前期は+6.2%)と急低下したことが大きい。総労働時間指数は同0.7%とマイナスながら前期の2.2%ほど減少幅は大きくない。生産は微増ながら雇用の抑制は維持されている。なお、製造業の労働生産性指数は同+4.9%(前期+9.7%)、製造業耐久財では同+7.0%(前期+13.2%)と伸び率は前期から半減したが依然高水準にある。

また、前年同期比では、グラフに見られるとおり、生産回復の中、総労働時間の減少から、労働生産性指数は4.7%と続伸しており、生産性改善のトレンドが崩れたわけではない。なお、インフレの指標とされるユニットレーバークスト(時間当たり報酬を労働生産性指数で割ったもの)は前年同期比2.2%とマイナスが続いている。

(図表8)労働生産性の推移(前年同期比)



< 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

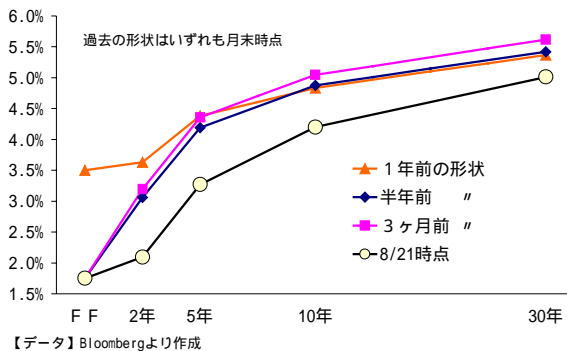
最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、企業の会計不信を市場が一旦消化したため、7月下旬には株価が反発し、長期金利（国債10年金利）は4.6%近くまで上昇した。しかし、その後に発表された4-6月期GDP、ISM指数、消費者信頼感指数など、一連の経済指標が相次いで市場予想を下回ったことから、今度はファンダメンタルズ悪化に伴う株安・金利低下の圧力が高まった。とりわけ、長期金利は利下げ期待、および一段の金利低下を不安視したヘッジの債券買いによって下げ幅を拡大し、一時4.0%を割込む水準にまで低下した。こうした中、株式市場は利下げ期待の高まりとともに、企業によるSECへの宣誓書提出（8/14）によって当面の不透明要因が解消したとの見方が強まったため、8月半ば以降急速に値を戻す展開となった。

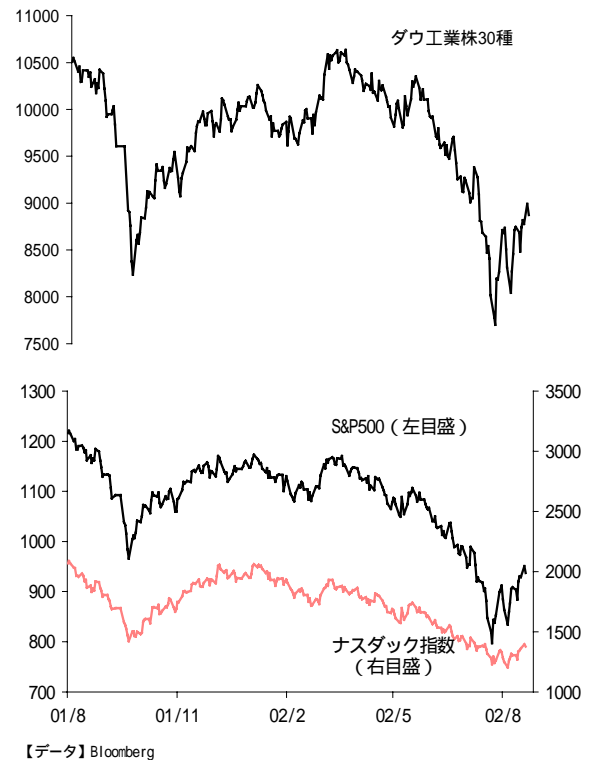
8/13に開催されたFRBの金融政策決定会合（FOMC）では、政策金利が据え置かれたものの、当面のスタンスについては、3/7以降続けてきた景気・物価に対する「中立」から、「景気重視」へと軸足を移した。こうした中、市場では「年内にも25bp利下げ」との見方が優勢になりつつあるが、株価の底打ちに伴い、過度の利下げ期待はやや弱まった模様だ。

イールドカーブ（国債）は、2-10年でのブルスティープ化が進み、2年金利は一時1.89%（8/5）

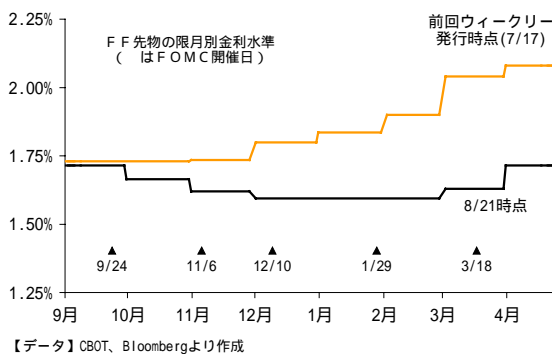
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化



とFFレートとの金利差がほとんどなくなる水準まで低下した。しかし、その後は株価の反発を受け、短期債から資金が流出したため、スティーブ化の流れは一服している。

春先以降の懸念材料を一旦価格に織込んだ米国金融市場

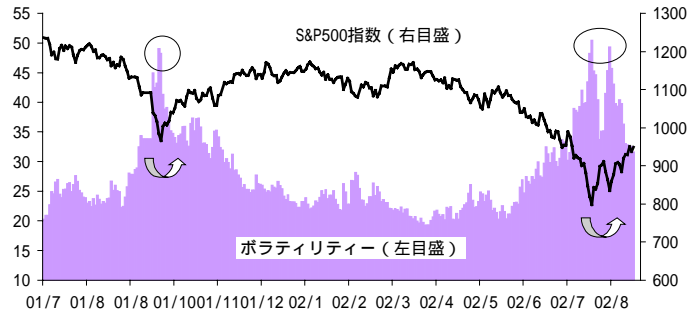
米国金融市場では、相次ぐ不正企業会計の発覚、およびGDPの減速や景況感の落込みによる景気回復鈍化を背景に、春先以降、株安・金利低下の流れが続いた。しかし、ここにきて株価・金利とも下げ止まりの兆しが見え始めており、上記に対する不安の増大を背景に、市場が変動するような環境は、一旦終息した模様だ。

市場参加者の不安心理がどの程度高まっているかを測る手段として、ボラティリティーの水準を見る方法がある。とりわけ、実際の変動率よりも、むしろオプション市場でプレミアムを計算する際に勘案されたインプライド・ボラティリティーの推移を見ることで、不安心理がオプションのプレミアムにどの程度含まれているのかを確認することができる。

ボラティリティーの推移と市場の動きを比較すると、ボラティリティーのピークと市場のボトムが一致するケースが多い。これは、恐らく不安心理の増大からボラティリティーがピークを付ける過程で、市場が先行き不安を価格に完全に織込み、ボトムを形成するためと思われる。これを念頭に、株式市場および金利市場における最近のボラティリティーの水準を見てみると、いずれも7~8月にかけて高水準にあったのが、ここにきて徐々にピークアウトしている。こうした動きを見る限り、米国金融市場は、これまで市場参加者の不安心理を高めていた材料を、一旦価格に織込んだものと思われる。

景気の本格回復が見込めない中では、当面は持続的な株高は望めないし、金利先高観の台頭による長期金利上昇も想定しづらい。しかし、ボラティリティーの動きから判断すると、これまでの材料（企業会計不信、早期回復期待の剥落）を背景に株安・金利低下が続くとは考えにくく、新たな材料が出現するまで（例えば「もう一段の減速 景気の二番底」など）米国金融市場は暫く落ち着きを取戻すものと思われる。

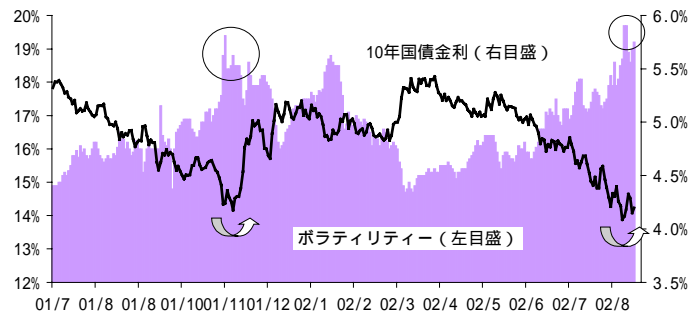
株式市場とボラティリティー



S&P100 指数オプションのインプライドボラティリティーを使用。

【データ】Bloomberg、CBOE

長期金利とボラティリティー



長期のスワプオプション・ボラティリティーを使用。

【データ】Bloomberg

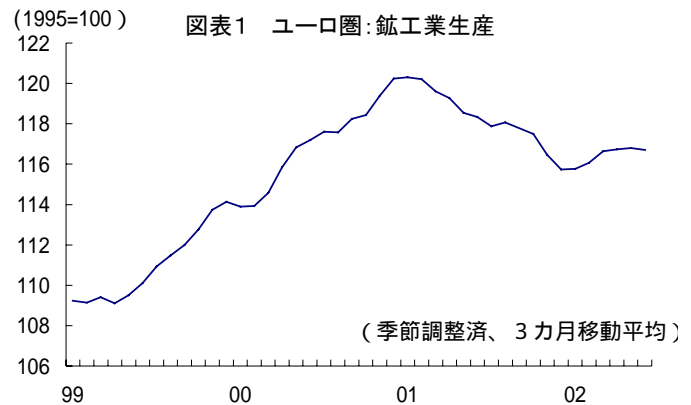
< 欧州経済の動き >

(担当：伊藤)

概況～ユーロ圏はドイツの不振から停滞感、英国は前期比 0.9%の高成長～

(ユーロ圏)

ユーロ圏の景気回復は、最大国のドイツの不振が響き、緩慢なペースに止まっている。6月の鉱工業生産高は前月比0.5%増となったが、5月の実績が速報値の0.5%増からゼロに下方修正され、4～6月期では前期比横這いと生産回復のテンポは1～3月期に比べて鈍ったことが確認された(図表1)。企業の景況感の改善にも米国経済の先行き不透明感や株価

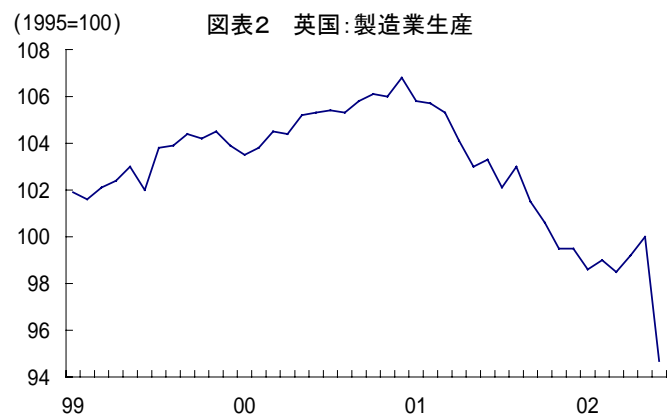


の調整などを背景に歯止めがかかっている。6月の失業率はドイツ、フランスにおける雇用情勢の悪化で8.4%と前月から0.1%上昇、雇用改善の兆しが見えない中、消費者信頼感は再度悪化に転じた。

物価は7月に前年比1.9%と2カ月連続で政策目標の2%を下回った。8月以降は、中・東欧地域を中心とする多雨など異常気象の影響で生鮮食料品価格の上昇圧力が強まっている。物価は今後やや上向くと見られるが、需要回復が緩慢に止まる中でインフレ懸念は後退している。

(英国)

英国は4～6月期のGDP成長率(速報)が前期比0.9%と1～3月期の同0.1%から大幅に回復した。サービス業の成長率が0.6%であることからすると、6期連続のマイナス成長が続いた製造業も持ち直しが推定された。しかし、GDP速報値発表後に明らかになった6月の製造業生産が、エリザベス女王即位50周年記念による祝日の変更や稼働日数の減少という特



殊要因により、前月比マイナス5.3%と事前の推定を上回る大幅な落ち込みとなったことを反映し、23日発表のGDPの二次改定値では下方修正が行われることが確実な情勢となっている。

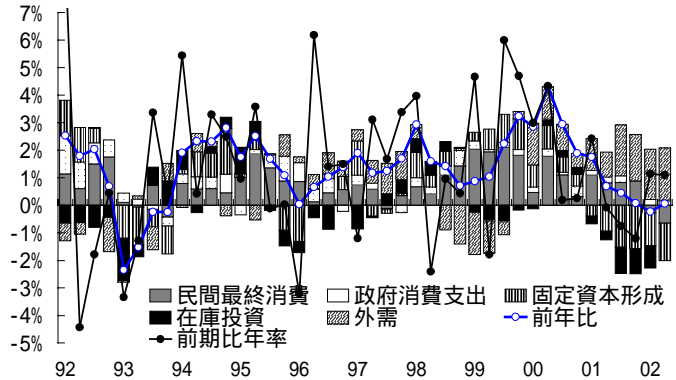
7月のRPIXは前年比2%と食料、住居費、被服費等の値上がりで1.5%から上昇、BOEのインフレターゲットの下限(2.5%から上下1%のレンジ)を割り込む可能性は遠のいた。

低迷が続くドイツ経済と総選挙に向けた動き

(4～6月期の成長率は1～3月期と同水準の前期比0.3%

ドイツの4～6月期 GDP 成長率は、前期比0.3%と1～3月期と同水準に止まった。1～3月期まで3期連続のマイナスとなった個人消費は前期比0.2%と緩やかな回復に止まり、固定資本形成は2000年10～12月期以来の前期比マイナスが続くなど、前期同様に外需頼みの構図となっている(図表3)。

(前年同期比) 図表3 ドイツ：実質GDP成長率



7～9月期入り後も生産・受注の回復は緩慢であり、先行き期待の下方修正も続いている。生産に3～4カ月先行するIfo先行き判断指数は5月をピークに7月まで悪化、アナリストや機関投資家のアンケート調査から作成されるZEW景況感指数は、8月に前月の69.1ポイントから43.4ポイントへと実に25.7ポイントという大幅な悪化となった。景況感の悪化は、米国経済の先行き不透明感の強まりにユーロ高が加わり、景気回復の牽引力としての輸出への期待感が急速に後退しつつあることを映じたものである。

(来年度実施予定の所得税減税を1年延期し、洪水被害を受けた東部復興の財源を確保)

8月に入り中・東欧を襲った洪水はユーロ圏でもドイツ東部とオーストリアに大きな被害を及ぼした。ドイツ東部では、農作物のほか、インフラの寸断や生産活動の停滞などの影響が見られた。洪水被害の広がりにはなお警戒を要する段階にあり、被害の全容は明らかではないが、政府の推定では被害額は最低でも150億ユーロ(GDP比0.7%相当)とされている。

ドイツ政府は19日に経済復興事業と被災者救済の財源確保のため、2002年予算執行の一時凍結と2005年までに段階的实施を予定していた減税政策を修正し、2003年1月に実施予定の所得税率引き下げを1年延期、69億ユーロの財源を確保することを決めた。負担の公平化のため、2001年に25%まで引き下げられた法人税も一年間に限り1.5%引き上げられる方向にある。

ユーロ参加国の財政赤字を抑制する規定である「成長安定協定」の取り決めでは、深刻な景気後退や自然災害等による場合は、財政赤字が上限のGDP比3%を突破しても制裁措置等の対象にはならない。しかし、復興事業への着手が急がれる一方、ユーロ導入にあたって財政健全化規定の導入を主張したドイツ自身の財政赤字拡大による規律の形骸化への懸念を払拭するために、財源を明確化し、緊縮型の財政スタンスを維持する姿勢を示したものと言えよう。

(総選挙の争点は雇用対策。景気回復の遅れと失業の増大から与党は劣勢)

9月22日の総選挙まで残すところ1カ月を切った。シュレーダー氏の首相候補としての人気自



体は、最大野党キリスト教民主・社会同盟（CDU / CSU）の首相候補シュトイバー氏を上回っているが、与党・社会民主党（SPD）に対する支持率の低下は続き、苦しい選挙戦を強いられている。

その最大の理由が、景気低迷と雇用情勢の悪化である。7月の失業者数は大型倒産の余波もあり400万人台を突破、失業者を350万人以下に抑えることを公約に発足したシュレーダー政権への逆風は、一段と強まっている。

政府は、雇用対策の切り札として労働市場改革の諮問委員会（フォルクスワーゲンの人事担当取締役ハルツ氏をまとめ役とする通称「ハルツ委員会」）を設置、16日には、3年間で失業者の半減を目標に掲げ、（1）再建融資機関（KfW）による失業者を採用する企業への優遇融資、地方自治体のインフラ整備資金貸付け、（2）就職や職業訓練を拒否した失業者に対する雇用保険給付の制限、（3）税金や社会保障費を課す最低収入の引上げ、などを内容とする答申が提出された。政府は21日の閣議で答申の早期実行を決めた。

総選挙で与野党いずれが勝利するにせよ、単一金融政策と財政健全化規定という枠内での政策運営となるため、経済政策面での違いは鮮明になりづらい。ただ、野党の勝利で政権が交代した場合には、今年2月のEU財政相・蔵相理事会で「成長安定協定」に基づく財政赤字拡大への「警告」を回避するため財政均衡の達成を約束した現政権に比べれば、より柔軟な姿勢が許容されることになる。懸案の雇用問題は、ハルツ委員会答申に盛り込まれた就業インセンティブの向上に加え、構造問題とされる高コスト体質の是正や一層の柔軟化なども必要である。この点は、労組を支持基盤とする中道左派の現政権が手を付けにくかった分野であり、野党側により踏み込んだ改革が期待されることになる。