

# 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

## 2002～2003年 改定欧米経済見通し

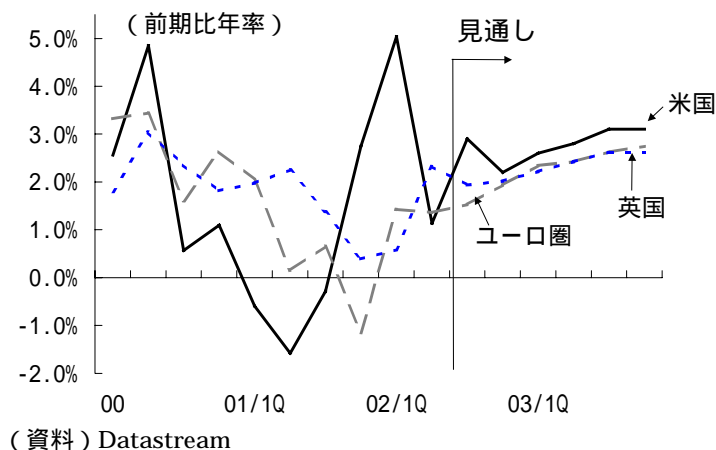
### < 米国経済見通し・今後の金融市場 >

1. 米国経済では、足許での自動車販売の好調が景気を押し上げる一方、雇用状況の回復の遅れ等が消費に影響しており、自動車販売の一巡後は緩やかな回復軌道を迎えると見込まれる。2002年の成長率は2.3%、2003年は2.6%と予測される。
2. 米国長期金利（10年国債金利）については、米国経済がデフレには陥らないとの見通しを前提に、4%台半ば近辺をフェアバリューとしながら横這うシナリオを想定している。

### < 欧州経済見通し >

1. ユーロ圏では、米国の景気回復テンポの鈍化を受けて輸出、生産の回復期待が下方修正され、景気回復の勢いは鈍っている。2002年の成長率は0.8%、2003年は2.2%となる。
2. 英国は製造業の回復ペースは抑制されるが、個人消費の腰折れは回避され、2002年は1.3%、2003年は2.3%となる。

米国、ユーロ圏、英国の成長率



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/>

## < 米国経済見通し >

(担当：土肥原)

### [見通しの概要]～米国経済は緩慢な成長ながら回復基調を維持する見込み、 2002年2.3%、2003年2.6%成長を予測

株価急落から一時は景気の二番底が懸念された米国経済であるが、自動車販売が伸張しており、今四半期のGDPを押し上げそうである。昨年の10-12月期ほどの勢いはないが、同四半期のように自動車販売増を在庫減が相殺するようなことはなく、また同期に足を引張った設備投資も、マイナス幅を相当縮小している。9月の自動車販売も好調なら7-9月期の実質GDPの上振れもあろう。しかし、懸念されるのは、自動車販売一巡後の消費支出である。株価下落の影響もあって消費者マインドは低下し、雇用の回復も遅れている。可処分所得を押し上げた減税等の効果も薄れてこよう。自動車販売の一巡後の消費支出はより低水準での推移となろう。

一方、出遅れていた生産部門であるが、設備投資に関連した経済指標は緩やかながら回復基調にある。4-6月期の設備投資はなお水面下にあるが、構築物を除くベースでは漸く前期比でプラスに転じてきた。ただし、いまだ稼働率は高いとは言えず、企業収益面での回復の遅れ、ハイテク産業の出遅れ等から設備投資の伸び率も低めのものとなろう。

このため、景気は腰折れを回避すると思われるが、一方、高い成長率も期待しにくい状況である。実質GDP成長率は、2002年は2.3%、2003年は2.6%程度と緩やかな景気回復の歩みを辿ると予測される。なお、イラク進攻については、既に市場に影響を与えているものの、実行の場合は、原油価格の上昇、リスク資産からの逃避、財政赤字拡大等からネガティブな不確定要因と見られ、想定数値を押し下げるものと思われる。

(図表1)米国経済の見通し

	2001年	2002年	2003年	2001年	2002年				2003年			
	(実)	(予)	(予)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP(前期比年率、%)	0.3	2.3	2.6	2.7	5.0	1.1	2.9	2.2	2.6	2.8	3.1	3.1
個人消費(〃、%)	2.5	3.0	2.6	6.0	3.1	1.9	3.2	2.2	2.4	2.7	2.8	2.8
固定投資(〃、%)	▲3.8	▲2.9	2.7	▲8.9	▲0.5	▲1.2	2.5	2.1	3.2	2.1	5.2	4.0
在庫投資(寄与度)	▲1.2	0.7	0.4	▲1.4	2.6	1.4	▲0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
純輸出(寄与度)	▲0.2	▲0.7	▲0.2	▲0.3	▲0.8	▲1.7	0.3	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.1
消費者物価(前年同期比、%)	2.8	1.6	2.2	1.9	1.2	1.3	1.6	2.2	2.4	2.1	2.2	2.2
失業率(平均、%)	4.8	5.8	5.8	5.6	5.6	5.9	5.9	6.0	5.9	5.8	5.7	5.7

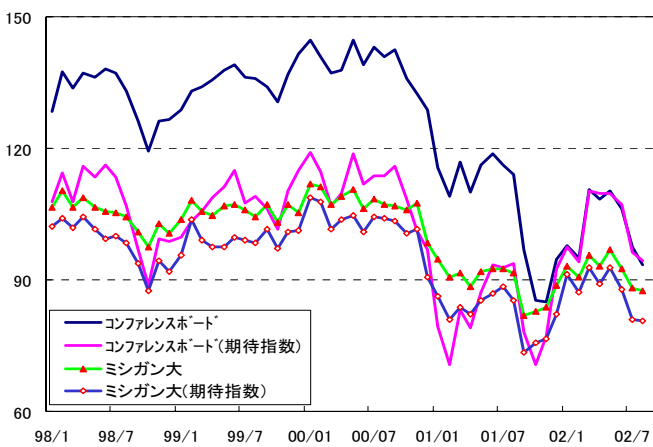
(資料) 米国商務省等

### 家計部門では消費マインドが低下しており、自動車販売一巡後の消費支出が懸念

ミシガン大学発表の8月の消費者マインド指数が87.6、コンファレンスボード消費者信頼感指数も93.5とそれぞれ3ヵ月連続の低下を見せ、最近の株価急落、雇用の改善の遅れ等が影響し消費者マイン

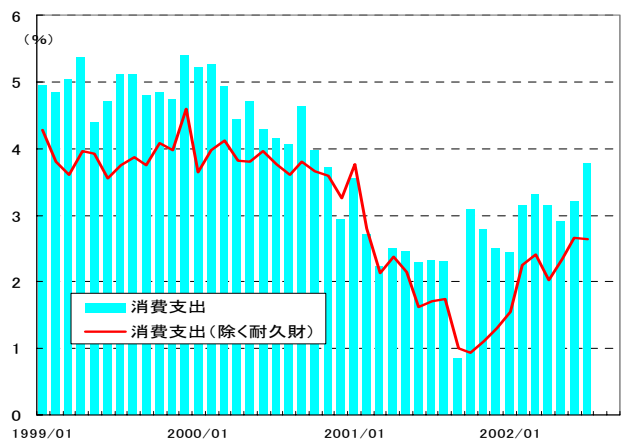
ンドの低下が急である。こうした中で、自動車販売が好調に推移している。7月の1810万台(季節調整済み年率)に続き、8月は同1870万台と伸張し、昨年10月(2130万台)以来の高水準となった。7月のゼロ金利ローン販売の復活によるものであるが、好調な販売を見て、ゼロ金利ローン販売を10月末まで延長し2003年型車をも対象とするなどの攻勢に出た自動車メーカーもあり、目先は好調な自動車販売が消費を支えよう。ただし、図表3の通り、テロ事件後の耐久財を除いた消費支出は、全体の消費の伸びを一段下回る伸びに留まっており、牽引役の自動車販売の一巡後は消費支出の伸びはより低水準での推移が想定されよう。

(図表2) 米国:消費マインドの推移



(資料) ミシガン大学、コンファレンスボード

(図表3) 米国:実質消費支出の推移(前年同月比)

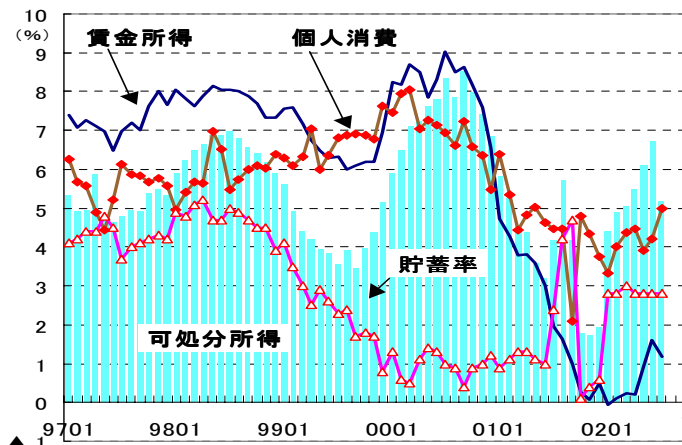


(資料) 米国商務省

### 消費支出の本格回復は、賃金所得の回復待ち

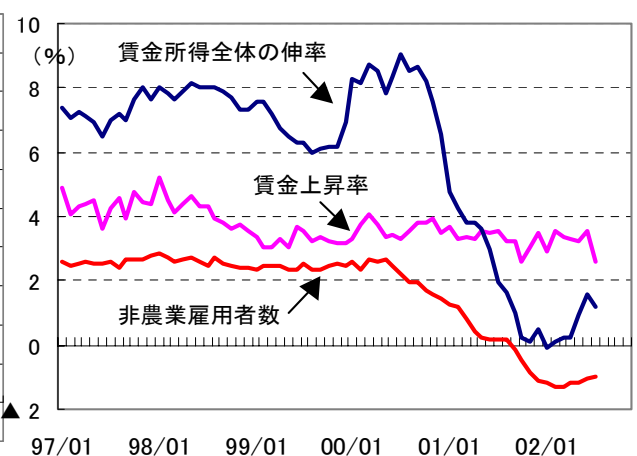
上記のように耐久財を除いた消費支出は低水準ではあるが、テロ事件後は緩やかに回復している。こうした消費支出を支える所得面を見ると、賃金の伸び率が2000年半ばにピークを付け、本年初にボトムを付けた後も、なお前年同月比で1%台と低迷している半面、可処分所得の回復が目される(図表4)。

(図表4) 名目消費支出と可処分所得(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

(図表5) 賃金所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省・労働省

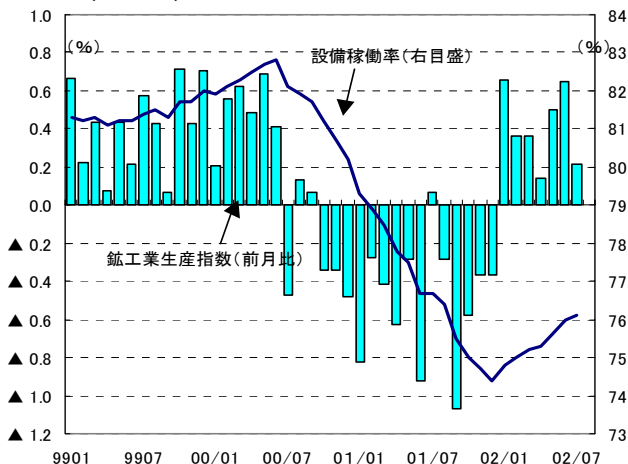
可処分所得の回復は、多くは減税の恩恵によるところが大きく社会保険の受取増加等の要因も寄与しているが、その効果も次第に薄れていくと見られ、今後の動向を見る上での最大のポイントはやはり可処分所得の7割近くを占めている賃金動向にある。賃金所得は、前年同月比で賃金上昇率が伸び悩むなか雇用者数が減少しているため、雇用の回復待ちの状況にある(図表5)。雇用の改善が進めば、賃金所得の伸率も回復に向うと思われるが、それまで所得面からのサポートには大きな期待はできないだろう。

### 生産部門では緩やかな回復が持続～自動車産業に牽引された面は強いものの、次第に設備投資の環境を整えつつある状況

設備投資動向に関連して最近の生産部門の経済指標を見ると以下の通りである。

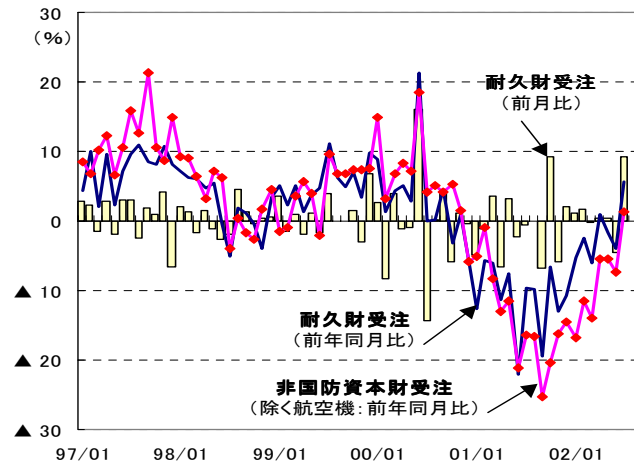
**鉱工業生産**は、7月は前月比+0.2%の微増ながら、今年に入って7ヵ月連続の上昇となり生産の回復持続を示した(図表6)。特に、自動車産業の回復(前月比+4.2%)に牽引された面があり、自動車産業を除くと前月比▲0.1%とマイナスになる(6月は同+0.5%)。なお、ハイテク産業では、半導体が前月比+1.1と回復を見せた半面、通信機器の不振(同▲2.8%減)が足を引張り、前月比+0.1%増(6月は+0.7%)に留まった。

(図表6)米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料) 米国FRB

(図表7)米国: 耐久財新規受注の推移



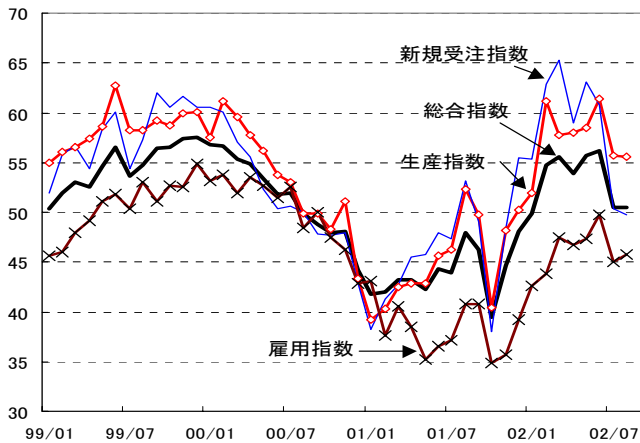
(資料) 米国商務省

- ② **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%(6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。
- ③ 7月の**製造業受注**は前月比+4.7%増(6月2.5%)、**耐久財受注**では同+9.2%増(6月4.5%)と前月のマイナスから一転急伸し、株価急落の影響を懸念していた市場を安心させた(図表7)。なお、設備投資の先行指標とされる**非国防資本財受注**(除く航空機)は前月比+8.8%と前月のマイナス(6.3%)を相殺する伸びを見せ、前年同月比でも+1.3%増と2000年以来のプラスに浮上した。
- ④ 製造業企業のセンチメントを表す**ISM指数**(製造業)は7月分が50.5(総合指数)と急低

下した後、8月も同水準で横這いとなったため(図表8)、金融市場の失望感を誘った。特に、新規受注指数は、7月に急低下した後(60.8→50.4)、8月も続落(49.7)して9ヵ月振りに50割れとなり、設備投資の先行指標である受注統計の先行きに影をさした。

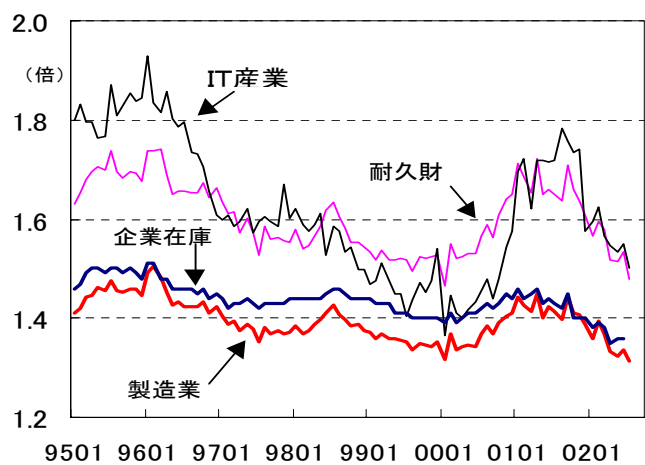
- ⑤ 一方、製造業ではなお在庫調整が続いており、**在庫率**は低下トレンドを続けている。製造業・耐久財等では近年の最低水準に到達しているものの、IT産業ではなお若干の在庫調整の余地が窺われる(図表9)。在庫面からは生産を促す段階にさし掛かりつつある。

(図表8)米国: ISM 製造業指数の推移



(資料) The Institute for Supply Management

(表9)米国: 在庫／出荷比率の推移(倍)

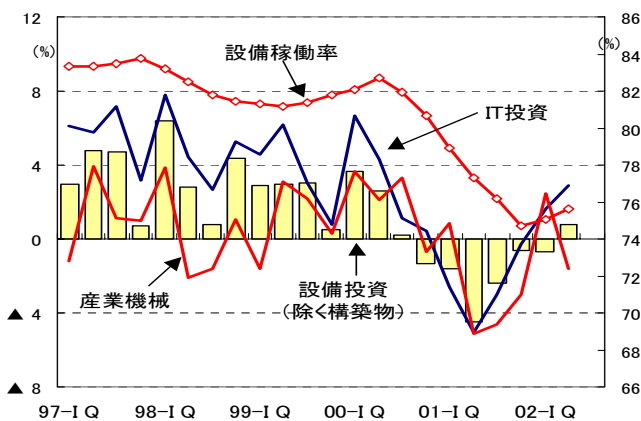


(資料) 米国商務省

### 設備投資は緩やかな回復へ

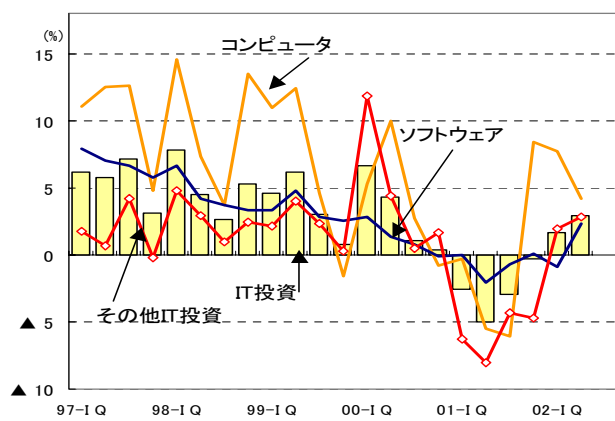
4-6月期の設備投資(除く構築物)は前期比0.8%増と7期振りにプラス転換した。IT投資がV字型の回復を見せているものの、産業機械や運送機械への投資は前期比マイナスとなったため、全体の伸び率は小振りのものとなった(図表10)。これまで過剰なIT投資のストック調整を中心に設備投資の調整が長引き景気の足を引張ってきたが、漸くIT投資が回復を見せてきた。

(図表10)米国: 設備投資の推移とIT投資(前期比)



(資料) 米国商務省

(図表11)米国: IT投資の推移と内訳(前期比)



(資料) 米国商務省

そのためIT投資の動向には注目したいが大きな期待が出来る状況にはない。4-6月期はコンピュータに続いてソフトウェア・その他IT投資も前期比プラスの伸びを見せており、IT投資は2期連続のプラス成長となったが(図表11)、前年同期比では+1.1%増と5期振りに漸くプラス転換したばかりであり水準は高くない。またIT投資自体、通信機器等、なおストック調整下にある業種を抱えており、来年の米国パソコン出荷予想も下方修正(6月時点10.3% 4.2%増、IDC社発表)されたこと等から、直ぐに設備投資の牽引役になるとは思われない。

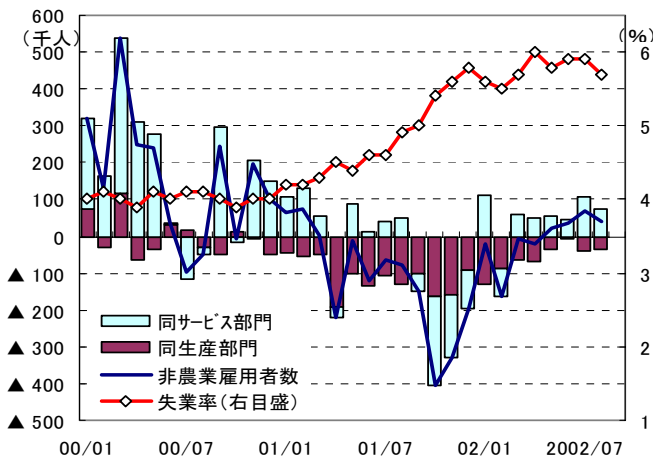
なお、設備投資の環境を見る上で重要な、前述の受注・生産・稼働率とも回復に向っているものの水準は高くなく、製造業のセンチメントを示すISM指数は7・8月と50ポイントすれすれまで低下している。企業利益の回復も遅れており、設備投資は回復しつつあるとはいえ、高い伸びは期待できないだろう。

●遅れる雇用の回復 ~ 失業率は5.7%に改善するも、雇用者数は若干の増加に留まる

8月の失業率は、5.7%と前月比0.2%の改善となったが、テロ事件後に急上昇した後、5%台後半での一進一退の動きが続いているため、労働省でもトレンドがどちらを向いているのか不明とコメントしている。8月の非農業雇用者数は、同+3.9万人の増加となった。非農業雇用者数の内訳を見ると、サービス部門の増加を生産部門の雇用減が相殺する形が続いている(図表12)。この生産部門の雇用のマイナスは2000年11月以来続いているもので、今次、景気回復の中での生産部門の弱さを物語っている。一方、サービス部門の雇用は本年3月以降6ヵ月連続増となっているが、8月は売上の芳しくない百貨店で同4.1万人減となり全体でも同7.2万人増に留まるなど、力強さは見られず、未だに前年同月比ベースでのプラスを回復できていない(図表13)。

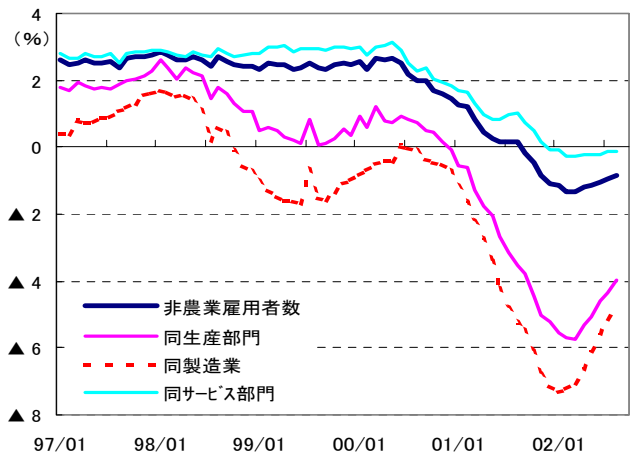
こうした雇用の回復の遅れについては、「雇用無き回復に近い」(ダラス連銀総裁)との指摘も出ている。生産が好調な自動車業界を見ても、本年4月から7月までに稼働率は5%増加し84.7%となった半面、雇用人員(派遣社員を除く)は横這いに留まっている。先行きの生産拡大に慎重な中では、雇用回復の動きも、当面、緩慢なものとならざるを得ないと思われる。

(図表12)米国:非農業雇用者数と失業率(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表13)米国:業態別雇用者の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省

## < 今後の米国金融市場 >

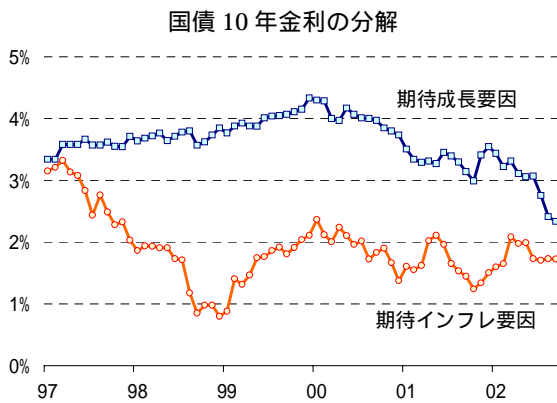
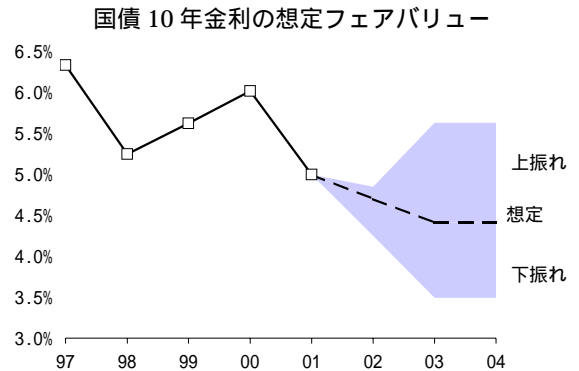
(担当：熊谷)

### 長期金利シナリオ

長期金利のシナリオについては、米国経済が二番底を辛うじて回避し、デフレにはならないとの見通しを前提に、金利水準が10年国債で4%台半ば近辺をフェアバリューとしながら、基本的に4%前半～半ばを中心に横這うシナリオを想定している。

米国経済は2001年以降、1年間で475bpもの迅速かつ大幅な金融緩和による政策的な下支えを背景に、景気後退の長期化を食止め、企業のバランスシート調整を家計のバランスシート拡大が補うかたちで、大幅な底割れを回避してきた。しかし、短期金利の引下げ余地も残り175bpのみとなり、これまでのような効果は期待できない。

反面、低金利を維持しつつ、減税を通じた可処分所得の底上げなど、財政面から下支えを探ること、企業部門の調整を家計に補ってもらう構図を続ける余地は残っている。その場合、市場の関心も、徐々に金融政策から財政政策に移る可能性がある。



国債とインフレ連動国債(いずれも10年物)を使用して作成。

【データ】Bloomberg

国債とインフレ連動国債(いずれも10年物)を使って今年の金利低下要因を見てみると、期待成長率の下方屈折によるところが大きく、デフレを懸念するまでには至っていない。財政赤字拡大は、長期金利の低下を抑制し、長短スプレッドを拡大させる要因となりやすい。今後、米国がドル安や財政出動などでデフレを回避すると仮定した場合、期待成長率の停滞(金利低下要因)を財政赤字拡大(上昇要因)が相殺し、長期金利の低下は抑制されよう。

なお、住宅価格の下落などを通じてデフレが現実問題となるケースも否定しきれない。その場

### 米国主要金利の見通し

	単位	2001年	2002年	2003年	2002年				2003年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末(%)	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
国債10年金利	平均(%)	5.0	4.7	4.5	5.1	5.1	4.4	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5

合、世界的な規模で不況の深刻化と金利低下が進み、米国の長期金利のフェアバリューも下振れしよう。

### 最近の米国金融市場の動き

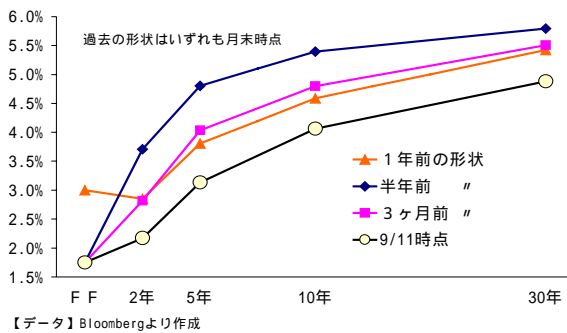
米国金融市場では、企業によるSECへの宣誓書提出(8/14)によって不透明要因が一巡したとの見方が強まった8月半ば以降、株式市場が急速に値を戻す展開となり、7月以降低下が続いていた長期金利も下げ止まった。

しかし、8月下旬以降は、消費者信頼感指数の低下などにより、経済・業績に対する先行き不安が高まったことや、米国によるイラク攻撃への懸念が高まったことから、株価が軟調推移に転じ、長期金利の低下基調が再び強まった。更に9月初には、ISM指数が予想よりも弱めの結果を示すとともに、日本株のバブル後最安値更新に伴う世界同時株安への懸念が高まったため、国債10年金利は8月上旬以来4.0%を割り込んだ。

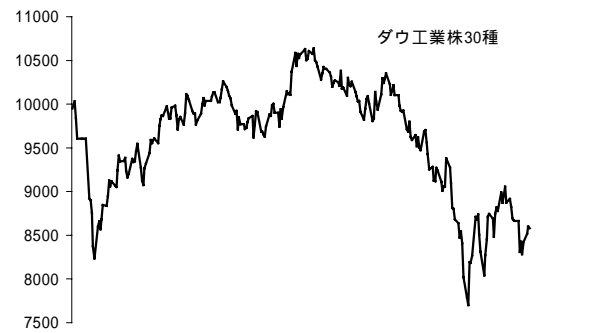
その後、9/6に発表された雇用統計における失業率の予想外の低下や、9/11にテロ事件が起きなかったことへの安堵感などから、長期金利は再び4%台まで小反発している。

こうした中、FFレート誘導目標水準に対する市場の見方は、景気の先行きに対する不透明感を懸念しつつも、失業率の低下などを受け株価が下げ止まっていることから、「年末までに25bp下げ」の可能性をやや後退させている模様だ。9/11に公表されたFRBの地区連銀経済報告(ページブック)は、経済活動の一部鈍化を示したものの、FRB理事が景気の下振れリスクを認めつつも、現状の金利水準が十分緩和的であるとコメントしていることから、9/24の金融政策決定会合(FOMC)では、景気配慮型を維持しながらも政策金利自体は据え置かれよう。

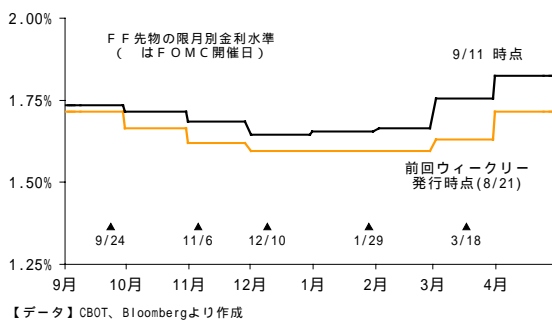
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化



S&P500 (左目盛) / ナスダック指数 (右目盛)





## < 欧州経済見通し >

(担当：伊藤)

### 概要

#### ユーロ圏

- ・2002年4～6月期の成長率は前期比0.3%と1～3月期の同0.4%から伸び率が低下した。7～9月期には米国経済の回復の足取りが鈍ったことで、ユーロ圏の輸出、生産回復期待は下方修正され、雇用底入れの遅れから消費者マインドも再度悪化に転じた。
- ・設備投資の底入れも、消費の停滞と米国経済の先行き不透明感から先送りされる見込みである。二番底に至るリスクは低いが、景気の停滞感は続き、2002年通年の成長率は0.8%(前回1.1%)、2003年は2.2%(同2.8%)となろう。
- ・物価は夏季の異常気象による生鮮食品価格上昇、原油価格上昇の影響でやや上振れる見込みである。しかし、内需の伸びが鈍い中で特殊要因による物価上昇は中期的な物価安定を脅かす材料とは判断されず、政策金利は当面据え置かれるものと予想する。

図表 ユーロ圏：経済見通し

	単位	2001年	2002年	2003年	2002年				2003年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.4	0.8	2.2	0.3	0.6	0.8	1.6	1.8	2.1	2.3	2.5	
内需	寄与度%	0.8	0.2	2.1	▲0.2	▲0.2	0.4	1.0	1.6	2.0	2.3	2.5	
	民間最終消費支出	前年比%	1.8	0.6	2.0	0.4	0.3	0.6	1.0	1.7	1.9	2.2	2.2
	固定資本形成	"	▲0.6	▲2.0	2.2	▲2.7	▲2.9	▲1.9	▲0.4	0.8	2.4	2.7	2.9
外需	寄与度%	0.6	0.6	0.1	0.5	0.8	0.4	0.5	0.2	0.1	0.0	▲0.0	
消費者物価(HICP)	"	2.5	2.2	2.1	2.6	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.3	2.2	
失業率	%	8.0	8.3	8.4	8.1	8.3	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.3	
ECB市場介入金利	%	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	

(注) 政策金利は未値

#### 英国

- ・英国経済は4～6月期に前期比0.6%と前期の同0.1%から回復テンポが加速した。消費の堅調と外需の改善によるもので、固定資本形成は製造業の回復の遅れで3期連続マイナスとなった。
- ・製造業生産の回復テンポは輸出環境の悪化から鈍りつつある。このため、年末にかけても製造業の回復は軌道に乗らず、消費が景気回復基調維持の鍵を握ろう。消費は、減速の兆候を示しているが、雇用が金融などサービス業の伸びによって堅調に推移していること、金利急騰のリスクも小さいことから腰折れは回避されるであろう。成長率は2002年は1.3%(前回1.2%)、2003年は2.3%(同2.7%)となろう。
- ・BOEは、米国経済・金融動向への不透明感の強まり、世界同時株安、英国国内では住宅価格の過熱感に緩和の兆しが見られる中、住宅価格の急調整による消費腰折れを招くリスクを伴う政策金利の利上げは当面見送るであろう

図表 英国: 経済見通し

	単位	2001年	2002年	2003年	2002年				2003年			
		(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	1.9	1.3	2.3	1.1	1.2	1.3	1.7	2.1	2.1	2.3	2.5
内需	寄与度%	2.5	2.3	2.7	2.5	2.1	2.5	2.3	2.4	2.5	2.8	3.0
民間最終消費支出	前年比%	4.1	3.4	2.8	3.5	3.9	3.4	2.8	3.0	2.5	2.7	2.9
固定資本形成	"	▲ 0.4	▲ 2.9	3.0	▲ 5.1	▲ 5.4	▲ 1.0	▲ 0.1	2.2	3.1	3.3	3.5
外需	寄与度%	▲ 0.6	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.5
消費者物価(RPIX)	"	2.1	2.1	2.2	2.4	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.3	2.3
失業率	%	3.2	3.2	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1
イングランド銀行レポ金利	%	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00

(注) 政策金利は未値

## ユーロ圏 ~ 2002 年は 0.8%、2002 年は 2.2% 成長へ ~

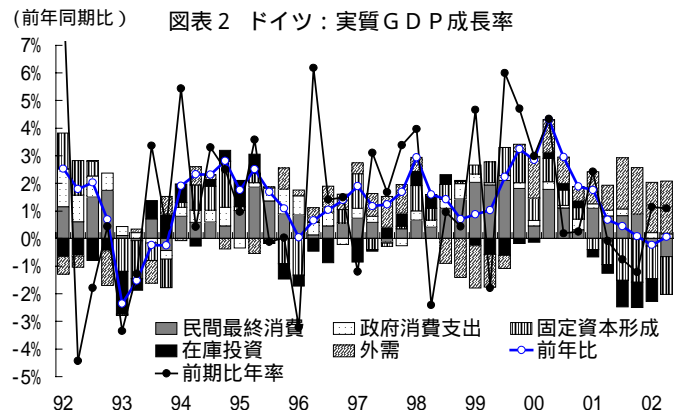
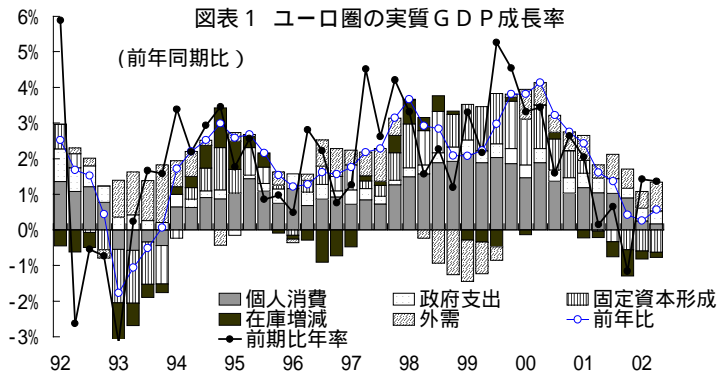
### 1 概況

(ユーロ圏は 4~6 月期は前期比+0.3% 成長)

ユーロ圏の 4~6 月期の成長率は前期比では 0.3% と 1~3 月期の 0.4% から伸びが鈍化、前年同期比では 0.6% と前期の 0.3% から持ち直した(図表 1)

需要項目別の寄与を前年同期比で見ると、純輸出の寄与度が最大、次いで政府消費支出となっており、個人消費の寄与は縮小、在庫、設備投資の寄与度はマイナスとなっている。生産の底入れが民間国内需要へと波及していない様子が明らかになった。

主要国の 4~6 月期の成長率は、フランスは前期比 0.5%、ドイツは同 0.3% と共に前期と同水準に止まる一方、イタリアは同 0.2% と前期の同 0.1% から回復、スペインは同 0.5% から同 0.4% へと減速するなどばらつきが見られるが、総じて低めの水準に止まった。



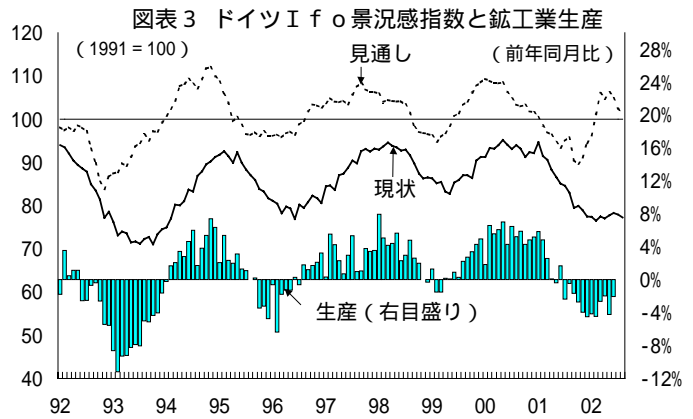
( ドイツ景気回復は輸出頼み )

ドイツの4~6月期の成長率は、前期比0.3%と2期連続のマイナス成長後にも関わらず回復のペースは緩慢である(図表2)。需要面では、前期に続いて、外需がもっぱら景気に寄与する構図が続いている。固定資本形成は7期連続のマイナスとなり、個人消費は1~3月期まで3期連続のマイナスからプラスへと転化したが、前期比0.2%と緩慢な伸びに止まった。

7~9月期以降、ドイツの景気回復のテンポはさらに鈍る可能性がある。生産に3~4カ月先行するIfo景況感指数は春先までの急回復の後、米国経済の先行き不透明感の強まり、ユーロ高という外部環境の悪化から下方修正が加わっている(図表3)。8月のIfo調査が、東部ドイツと中東欧地域を襲った洪水被害

が拡大している最中に実施されたこともあり、現状判断指数も再度悪化に転じた。

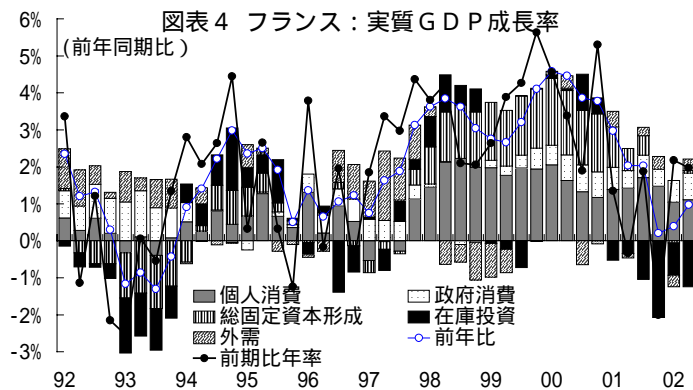
生産、企業収益の改善が見込み難い状況で、雇用の悪化にも歯止めが掛かっておらず、消費の低迷は続いている。



( フランスの景気回復テンポも鈍化 )

フランスの4~6月期の成長率は前期比0.5%と1~3月期と同水準に止まった(図表4)。個人消費の回復が緩慢に止まる一方、1~3月期にプラスに転化した在庫の寄与が再度マイナスに転じ、総固定資本形成の伸びも前期比0.4%から0.1%に低下するなど企業部門の需要の伸びは鈍化した。

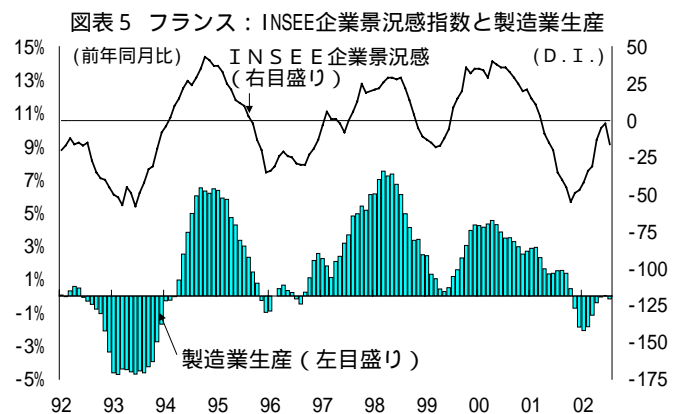
フランスでも、輸出主導の生産回復のテンポが年半ばから鈍り、企業景況感にも悪化の兆候が見え始めた(図表5)。消費は雇用面からは抑制されやすく、設備投資の本格回復への期待は遠のいている。



2 見通し

( 2002年は0.8%成長に下方修正 )

2002年下期も米国経済の回復の緩慢さが抑制要因となり、ユーロ圏の景気は力強さにかける展



開が続こう。通年の成長率は 0.8%と低位に止まる見込みである。2003 年は外部環境の改善、雇用の底入れ、設備投資の持ち直しにより 2.2%成長へと回復する見込みである。

( ドイツでは総選挙の結果次第で 2003 年度の財政政策に変化 )

ドイツでは、景気回復の牽引役となってきた輸出回復のテンポが鈍化し、停滞感が強まるであろう。企業収益は、今年の賃金交渉の妥結水準が高めになったことからも圧迫されやすくなっており、製品価格への転化が難しい状況では、雇用を手控える可能性が高く、設備投資の回復にも時間を要するものと思われる。個人消費も雇用改善の遅れ、年金改革に対応した貯蓄性向の高まりもあり、2003 年入り後も力強さに欠ける状況が続こう。

150 億ユーロ ( GDP 比 0.7% ) 程度と見積もられる洪水の被害によって、7~9 月期に生産等への影響の一部は復興事業が本格化することで相殺されることになろう。2002 年度は予算執行停止 (25 億ユーロ) と運輸建設費 (10 億ユーロ) の充当によって、2003 年度以降の財源手当ては 2003 年 1 月に実施予定の所得税率引き下げを 1 年延期で 70 億ユーロ、法人税の一年間限り 1.5% の引き上げによって 12 億ユーロ程度が確保されることになろう。

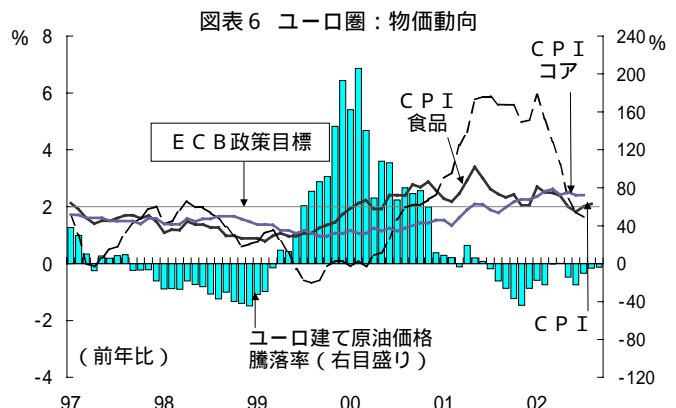
9 月 22 日の総選挙で与党が勝利した場合には、2003 年度に増税案が実行に移されるが、野党勝利の場合には代替案として提唱しているドイツ連銀の剰余金が充当され、増税は見送られることになる。総選挙の結果次第で、景気、財政収支への影響には微妙な違いが出てくることになる。

( フランスは新政権下で減税が実施される予定 )

フランスでは、6 月の総選挙で成立したラファラン新政権による 2003 年度予算案が 9 月 18 日に発表される。予算案の詳細は現段階では不明だが、選挙公約であった治安や国防予算の増額実現のため大規模な支出削減策が盛り込まれる見込みである。

新政権は 1998 年に社会党政権によって導入された週 35 時間労働制の弾力運用と 5 年間で 150 億ユーロ規模の減税を公約に成立した。減税はすでに 5% の所得税減税を実施したほか、2003 年には法人税減税の実施が予定されている。

フランスは、ユーロ圏に健全な財政運営を求める「安定成長協定」に基づく目標として、2004 年の財政均衡実現を目標としてきたが、新政権は財政均衡の実現は 3% 成長が前提とし、安定成長協定で規定された赤字上限 ( 対 GDP 比 3% ) は遵守するが、均衡の実現時期は先送りする立場を明らかにしてきた。しかし、景気



の減速によって今年 1~7 月期の財政赤字が前年同期の 3 割増となるなど上限に抵触する可能性も出てくる中、法人税減税の実現の可能性は微妙な情勢となっている。

( ECB は政策金利を据え置く見込み )

ユーロ圏の物価は 8 月 (速報値) に前年同月比 2.1% と落ち着いている (図表 6)。コアインフレ率が同 2.4% と高めの推移となったが、食品価格とエネルギー価格の落ち着きが年央の物価安定化要因となってきた。

しかしながら、夏季の異常気象の影響で生鮮食品価格が上昇に転じたこと、原油価格の高値推移による、エネルギー価格上昇の影響も加わり、今後は ECB の政策目標である 2% 台での推移が続こう。

ECB のインフレ警戒感、世界及びユーロ圏の需要回復テンポが鈍化したことで徐々に弱まりつつある。米国の景気回復の持続力、金融市場の動向、ユーロ圏の内需基盤の弱さなどから、当面は政策金利を据え置くものと予想される。

## 英国 ~ 2002 年は 1.3%、2002 年は 2.3% 成長へ ~

### 1 現 状

( 2002 年 4 ~ 6 月期は前期比 0.6% 成長と急回復 )

英国の 4 ~ 6 月期成長率は前期比 0.6% となり、前期の同 0.1% から急回復した (図表 7)。需要面では個人消費が 1 ~ 3 月期の前月比 0.5% から同 1.2% まで復調したこと、4 期連続でマイナスが続いた輸出のプラス転化によって純輸出が好転したことがある。他方、総固定資本形成は 3 期連続のマイナスと回復が遅れている。

産業部門別には製造業は 4 ~ 5 月に前

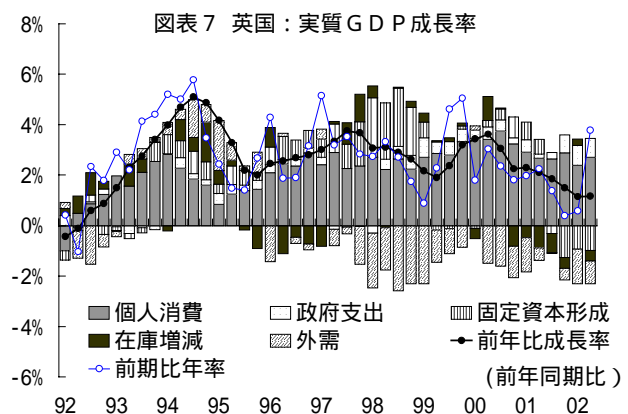
月比プラスの伸びとなり回復の兆候を見せていたが、6 月にエリザベス女王即位 50 周年記念による祝日の変更や稼働日数の減少という特殊要因で前月比マイナス 5.5% と大幅な落ち込みとなり、4 ~ 6 月期も結局 6 期連続のマイナスに終わった。

### 2 見通し

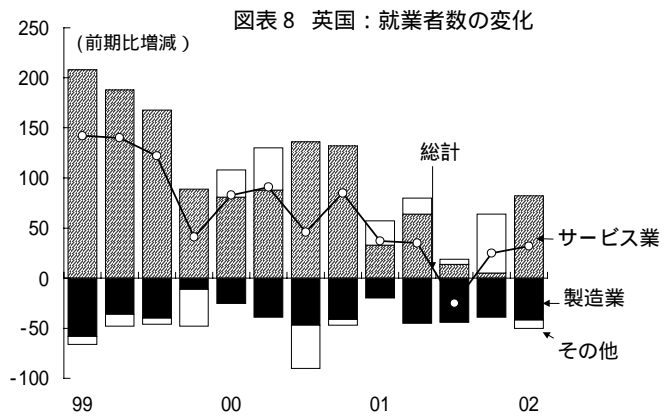
( 消費の伸びは鈍化に向かうが、堅調な雇用と低金利がサポートし腰折れるリスクは小 )

7 月の製造業生産は 6 月の落ち込みの反動から前月比 4.9% の増加となったが、生産の水準は 4 月のレベルを回復したに過ぎない。海外需要の緩慢な伸びが展望される状況で、英国製造業の生産回復テンポも抑制される状況は続くであろう。

景気再減速を回避のポイントとなる消費はやや鈍化する傾向を示しているが、腰折れのリスク



は小さいと見られる。消費堅調を支えてきた要因のうち、住宅価格は、前年比上昇率は20%を超えているが、7月には前月比の騰勢がやや鈍化、住宅ローン等の伸びも減速するなど過熱感には緩和の兆しが見られる。他方、雇用・所得面では、所得の伸びは鈍化しているが、雇用は製造業の雇用減を金融などのサービス業が吸収（図表8）失業率は3.1%と1975年以来の低水準に止まっている。金利が急騰するリスクが低い中では、個人消費は雇用の堅調に下支えられると考えられよう。



7月15日には2005年度までの向こう3年間に亘る大規模な歳出増加計画が明らかにされた。今回の計画による歳出増は1970年代以来の大規模なもので、「強い英国」を目指し、教育支出を年6%、医療支出を年7.3%増加させるほか、運輸、防衛、住宅対策、治安対策などへの支出も増やす計画である。この結果、2001年度はGDP比0.9%の水準であった公的部門による純投資額は、2005年度には2%まで拡大する見通しとなっている。

米国、ユーロ圏経済の回復テンポが緩やかに止まるなど外部環境は厳しいものの、消費の底固さと景気刺激的な財政運営によって、成長率は2002年1.3%、2003年2.3%となるものと予想される。

イングランド銀行は、高騰する住宅価格の持続性について警戒感を示していたが、夏場以降は株価や内外景気の不透明感からくる下振れリスクへの懸念をむしろ強めており、利下げの可能性も議論され始めている。当面は、住宅価格の動きや消費減速のスピードを見極めるため、政策金利を据え置くものと予想される。