

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

2003年 欧米経済見通し

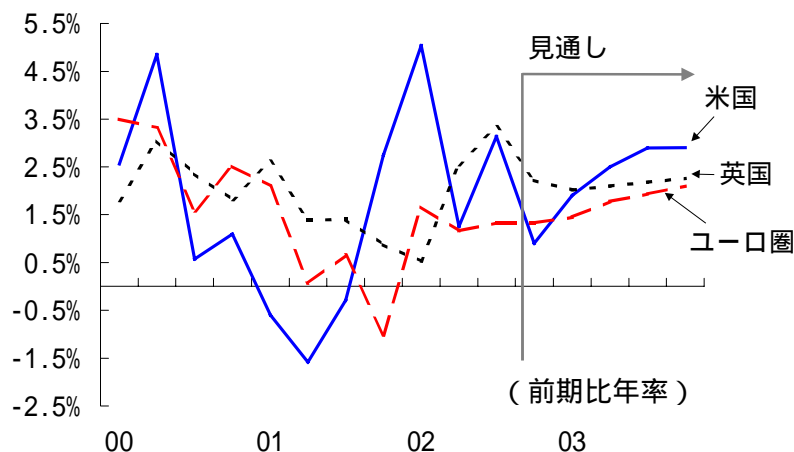
< 米国経済見通し・米金利シナリオ >

1. 米国経済は、イラク問題を抱え、消費者マインドや自動車販売が低下するなど鈍化の動きを見せているが、景気の底割れには至らず、2003年はブッシュ政権の景気刺激策を得て、年末に向け回復の動きとなろう。2002年の成長率は2.4%、2003年は2.2%と予測される。
2. 米国長期金利(10年国債金利)については、想定フェアバリューを3%半ば~4%近辺と、前回見通し(9/13)に比べ下方修正した。米国経済は二番底を回避するものの、成長率自体が2%前半と低く、需給ギャップはなかなか改善されないとの見方が前提である。

< 欧州経済見通し >

1. ユーロ圏の景気回復は、米国の景気回復テンポの鈍化の影響から緩慢なペースに止まり、2002年の成長率は0.8%、2003年は1.6%となろう。
2. イギリスは輸出環境改善の遅れから製造業の回復は緩慢に止まるが、個人消費の腰折れは回避され、成長率は2002年の1.6%から2003年は2.3%に回復するであろう。

米国、ユーロ圏、英国の成長率



(資料) Datastream

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]～2003年の米国経済は、年末にかけて徐々に回復歩調を高める見込み 2002年2.4%、2003年2.2%成長を予測

- 米国のエコノミストの中には、来年の早期の景気回復を予測する向きが多く、12月のブルーチップ誌によるエコノミストの2003年の予想平均は2.8%と高い。高めの成長予想を見込む向きは、クリスマスセールの出だしは好調であり、消費が来年も景気を支える一方、設備投資の比較的順調な回復を見込み、イラク問題については短期の決着を想定しているからだ。
- しかし、クリスマスセールの出だしは好調で、11月の小売売上高はまずまずだったが、消費の後退懸念を薄めた程度に留まり、消費者マインドの回復は、依然、鈍い。また、7-9月期の実質GDPは3.1→4.0%へと+0.9%上方修正されたが、上昇要因の過半が在庫積み増しによるものであり、在庫を除く国内最終需要では3.2→3.4%と僅かな修正に留まる。もともと7-9月期は好調な自動車販売による消費の増加によって押し上げられたが、その自動車販売も10月以降の急低下で今期は期待できない。
- 今後の大きな懸念材料であるイラク問題については、国連決議を用いて春先まで決着が引き伸ばされる可能性があるし、企業業績を先取りして回復を見せた株価も、その後の足取りは重たい。昨年並のやや低調なクリスマスセールを想定し、その延長上に来年の景気を予測すれば、イラク攻撃・懸念の影響から年前半の消費は抑制され、設備投資についても、回復には向かうものの、冷え込みが厳しい構築物投資が年間を通して設備投資全体の足を引張るため高い成長は望めない。
- 2004年の大統領選に向けて、ブッシュ政権では、経済閣僚を入れ替え、中間選挙における共和党の勝利を背景に、今後、減税・財政面でより景気刺激的な政策を取る可能性が高まっている。こうした政策による景気押し上げ効果もあって、米国経済の成長率は、年末にかけて徐々に回復するものと思われる。

(図表1)米国経済の見通し

	2001年	2002年	2003年	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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP(前期比年率、%)	0.3	2.4	2.2	5.0	1.3	4.0	0.9	1.9	2.5	2.9	2.9	
個人消費(〃、%)	2.5	3.1	2.1	3.1	1.8	4.1	0.9	1.7	2.3	2.5	2.5	
固定投資(〃、%)	▲ 3.8	▲ 3.3	1.7	▲ 0.5	▲ 1.0	0.1	0.5	1.9	3.0	3.1	3.4	
在庫投資(寄与度)	▲ 1.2	0.7	0.2	2.6	1.3	0.4	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.2	
純輸出(寄与度)	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 1.4	▲ 0.0	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	
消費者物価(前年同期比、%)	2.8	1.6	2.2	1.3	1.3	1.6	2.3	2.4	2.1	2.1	2.1	
失業率(平均、%)	4.8	5.8	5.9	5.6	5.9	5.7	5.9	6.0	5.9	5.8	5.8	

(資料)実績は米国商務省、米国労働省。

(消費の動向)

クリスマスセールは、終盤の盛り上がり期待

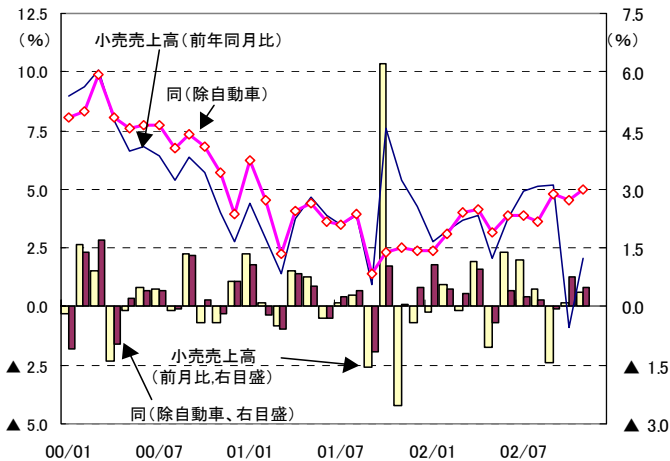
10月の消費者マインドの急低下により期待薄とされたクリスマスセールであるが、出だしは好調だった。11月の小売売上高も、自動車販売の落込みはあったものの前月比+0.4%増、自動車除きでは前月比+0.5%増と予想(+0.3%)を上回った。今年のクリスマスセールは、11月の日数が昨年より6日短い。クリスマスセール全体ではセール期間の長短とセールの好不調は一致するわけではないが、11月の小売売上高にはその影響が出てくると見られていたため、まずまずの結果と言え、消費底割れへの懸念は薄れている(図表2)。

しかし、その後のセールは、盛り上がり欠ける。今年のクリスマスセールは、例年以上にディスカウント戦略が中心となっていることもあり、消費者はセール最終局面での大幅なディスカウントを待っているようだ。こうした傾向は近年のクリスマスセールの特徴ともなっている。一日当りの売上高は、感謝祭後の週末を除けば、クリスマスにかけて次第に盛り上がりを見せ、クリスマス直前の数日の売上高は年間での最高記録を作ることとなる。この売上高の天王山次第で、クリスマスセールの成否も大きく左右されよう。

〔参考1〕 クリスマスセールの従来からの主力商品は、衣料品、宝飾品、家具類である。12月の小売売上高が年間小売売上高の1割程度であるのに対し、こうした商品の12月売上高は1.8割~2.5割に達する。

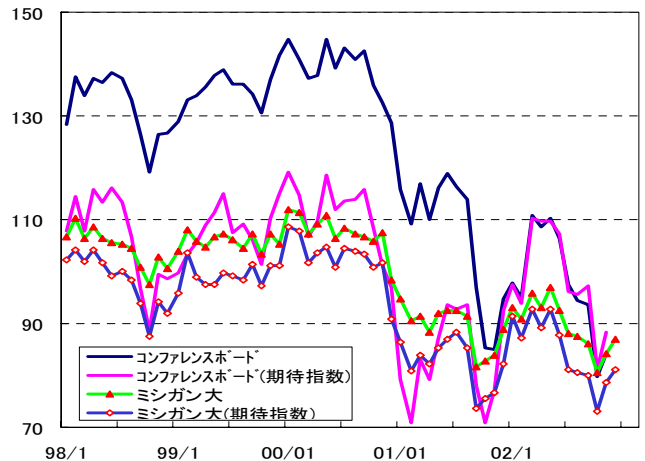
〔参考2〕 今年のクリスマスセールは通常より早めの大幅なディスカウントの実施が伝えられる一方、最初の買い物の時に次回購入時の割引券を付与する方法が広まっている。一例としては、初回購入時に“次回に100ドル以上の買い物をすれば20ドルを割引く”券を付与する手法等、が挙げられる。

(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

鈍い消費者マインドの回復

株価下落、イラク攻撃懸念等から10月に急落した消費者マインドの回復の鈍さは、消費意欲の弱さを示している。11月のコンファレンスボード消費者信頼感指数は84.1と10月(79.6)の急落から持直したものの、なお、9月の93.7を大きく下回る。内訳では現況指数が+0.4(77.2→77.6)の改善に

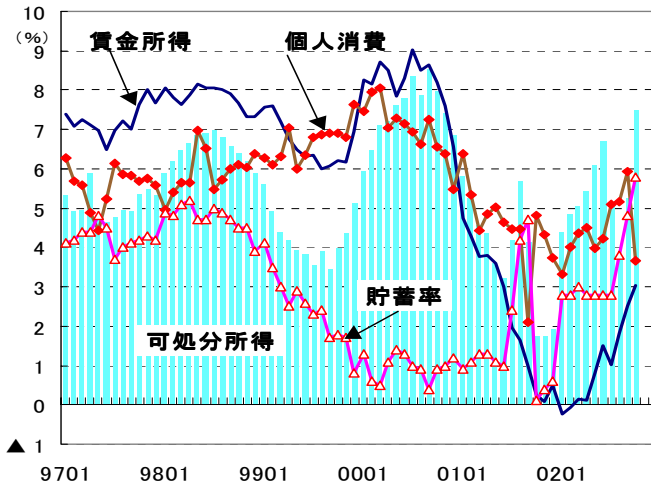
留まったのに対し、期待指数は+7.3 上昇(81.1→88.4)し全体を押し上げた。同指数が前月比で上昇を見せたのは5月以来6ヵ月振りのことであり、消費のスローダウンが収束に向かっているとの見方も出ているが、5月のレベル110.3と比べるとその落差は大きい(図表3)。同調査に見られる半年以内に自動車を購入する計画が有るとの回答も6.5%と4ヵ月連続で低下し、同様に住宅の購入有りと回答も2.9%(前月3.1%)と3ヵ月連続で低下している。

ミシガン大学の消費者マインド指数は12月速報値まで発表されたが、12月は87.0と11月の84.2に続いて連月の増加を見せ、10月の急落分を取り戻した。株価の持直し等が影響したと見られるが、その後の株価の上値は重たく、雇用状況も低迷していることから、上昇の勢いは強くないと思われる。

賃金・可処分所得回復の下支えにより、消費支出の底割れは回避する見込み

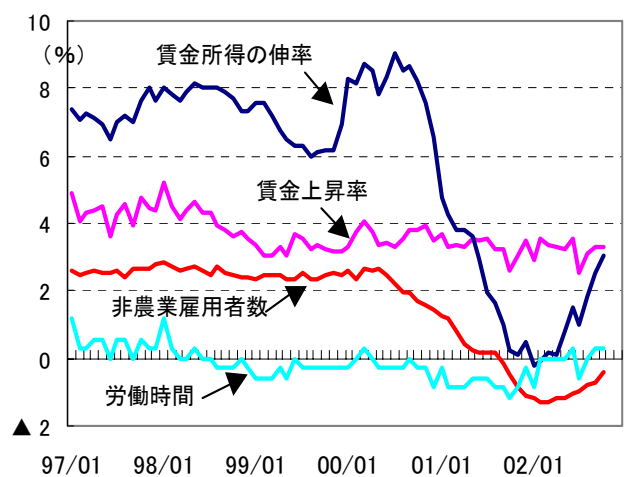
イラク攻撃懸念、雇用回復の遅れ、株価の下落等から消費者マインドの急低下を招き、10月の個人消費は、伸率が急落すると共にこれまで景気を下支えしてきた消費に対する懸念を高めた。しかし、年初に前年同月比でマイナスに落ち込んだ賃金所得は回復基調を辿り、可処分所得は回復している。そのため、今後、消費者マインドが回復すれば、消費支出も回復していくものと思われる。一時懸念された消費支出の底割れは回避されよう(図表4)。

(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

なお、可処分所得の回復は、減税の恩恵によるところが大きく、また、社会保険の受取増加等の要因も寄与している。今後、ブッシュ政権・共和党が、中間選挙の勝利を得てどのような減税策を提案してくるかが注目される。

可処分所得の7割近くを占めている賃金所得の回復要因は、賃金上昇率が伸び悩む中、緩慢ながら雇用者数・労働時間が上向きに転じているためと見られる(図表5)。回復待ちの状況にある雇用の改善が進めば、賃金所得の伸率回復も期待できる。また、賃金上昇率については雇用の改善後に先送りされるとしても、生産性の伸率が維持されている中では急低下する状況にはない。2003

年の賃金所得は緩やかな回復過程を辿り、期待される減税策と相まって可処分所得の伸びを支えるものと思われる。

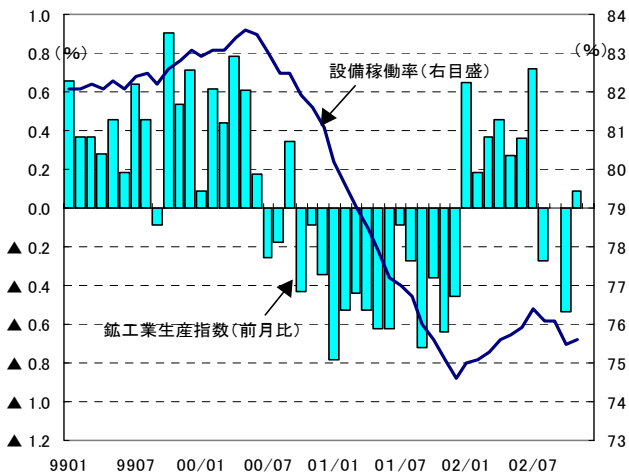
(設備投資の動向)

生産部門では概ね緩やかな回復方向 ~ 力強さには欠け一部指標は足踏みの状況

設備投資に関連した生産部門の経済指標動向を見ると以下の通りである。

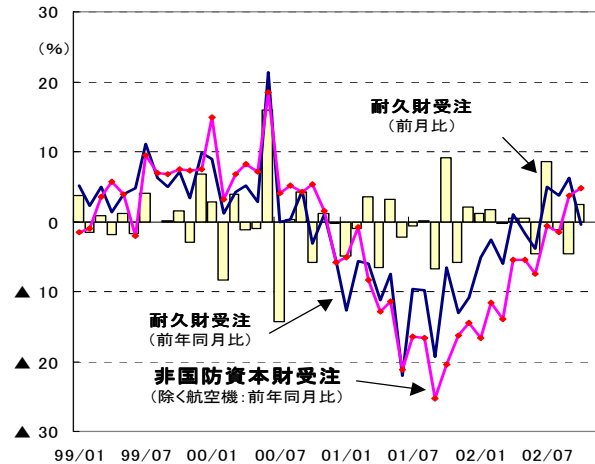
鉱工業生産は、8月以降停滞していたものの、11月は前月比+0.1%の微増ながら4ヵ月振りの増加となった(図表6)。7月まで7ヵ月連続の上昇を見せていたのとは対照的である。こうした動きの背景には、全体の動きもさることながら、振れの大きい自動車産業に影響された面が強い。同産業の生産指数は昨年末より力強い上昇を見せた後、7月をピークに下落し、11月は4ヵ月振りに上昇した。特に11月の上昇は前月比+3.9%と全産業区分の中で最も大きく11月の鉱工業生産指数を押し上げた。因みに自動車産業除きで見た11月の鉱工業生産指数は前月比0.2%と減少し、その水準も本年5月のレベルを下回るなど、自動車以外の生産指数は低調な推移が続いている

(図表6)米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料) 米国FRB

(図表7)米国: 耐久財新規受注の推移



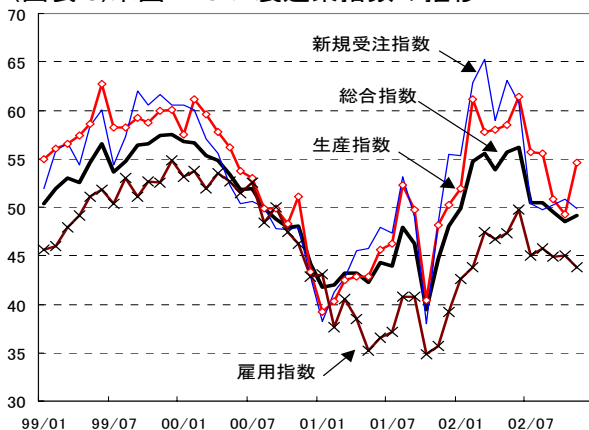
(資料) 米国商務省

- ② 稼働率も鉱工業生産指数と同様な動きを見せており、7月までの7ヵ月連続の上昇後、11月は前月比+0.1%ポイントと若干の増加を見せ、75.6%となった(図表6)。産業別では自動車産業が82.7%(10月79.8%)に上昇し、製造業全体の水準を押し上げた。なお、ハイテク産業の稼働率は62.0%と全体を大きく下回るレベルで横這いの推移が続いているが、内訳ではコンピュータ部門が76.6%に上伸する一方、通信機器が49.8%へと続落している。通信機器はなお調整過程にあり、当面、ハイテク産業の足を引張ることとなろう。
- ③ 10月の製造業受注は前月比+1.5%増(9月-2.4%)、耐久財受注では同+2.4%増(9月-4.6%)と前月までのマイナスから3ヵ月振りにプラスに転じた(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+5.5%増と9月の減少(-4.3%)を相

殺する伸びを見せ、前年同月比でも+4.8%増と9月に2000/11月以来達成したプラス転換を維持した。受注統計は前月比では一進一退の動きにあるが、図表7に見られるように前年同月比では着実な回復トレンドを見せており、設備投資の回復が近いことを示している。

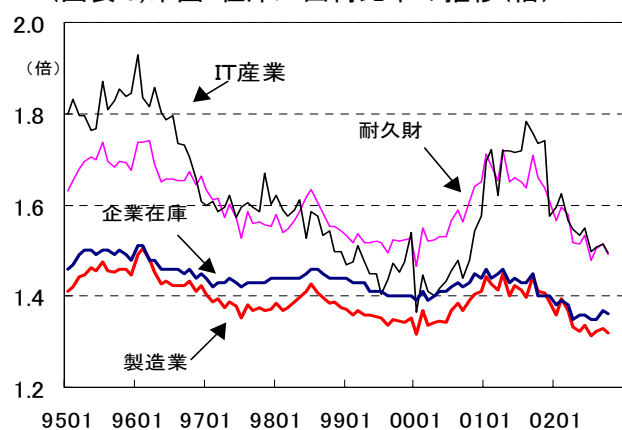
- ④ 製造業企業のセンチメントを表すISM指数（製造業）は、景気の二番底懸念の高まりから7月に50.5（総合指数）と急低下した後も、そのダメージを回復できていない。特に9月以降は、3ヵ月連続で製造業の拡張と縮小の境である50を割込んで推移している（図表8）。指数の内訳を見ると、生産指数は11月に54.6へと回復を見せたが、新規受注指数は、7月に急低下した後（60.8→50.4）、11月は49.9と再び50を割り込んでいる。
- ⑤ 一方、製造業の在庫率は低下トレンドを続けている。製造業のうち耐久財では近年の最低水準に到達しているものの、IT産業ではなお若干の在庫調整の余地が窺われる（図表9）。

（図表8）米国：ISM 製造業指数の推移



（資料）The Institute for Supply Management

（図表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、構築物投資の不振から低水準の伸びに留まる見込

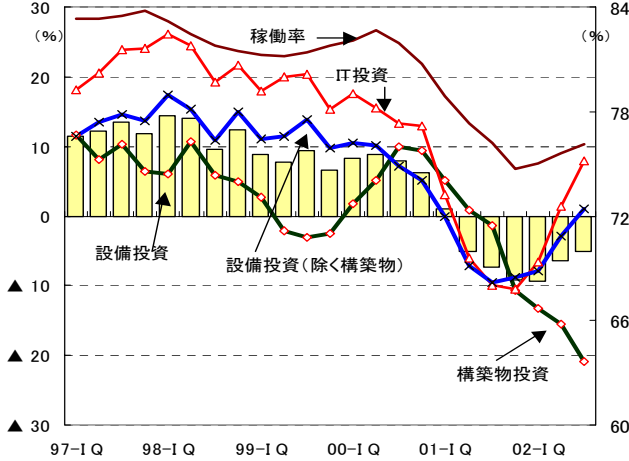
7-9月期の設備投資は前期比年率 0.7%減、前年同期比では 5.1%減となお調整過程が続いているが、その内訳を構築物と構築物以外に分けて見ると、構築物を除く設備投資では前期比年率+6.6%増（前年同期比+1.1%増）と増加に転じているものの、構築物投資では、前期比年率20.6%減（前年同期比 20.9%減）と調整を深めている（図表10）。構築物投資の不振は工場建物の建設等、生産能力増投資の冷え込みを示している。稼働率の低さや生産が足踏みを見せていることから、当面、能力増投資（構築物投資）は控えられ、設備投資は、機械設備等の更新投資を中心に行なわれよう。能力増投資が足を引張る構図が続くため、設備投資全体の伸び率は低水準での推移が予想される。

なお、IT投資の回復が注目されるが、その内訳を見るとコンピュータ投資が牽引役となっていることがわかる（図表11）。来年の米国パソコン出荷は回復が見込まれ（2002年は前年比+3.0%

2003年は同+7.1%、12月IDC社発表）今後もコンピュータ投資がIT投資を牽引すると思われるが、IT投資に含まれるソフトウェア投資やその他IT投資は、漸く前年同期比でプラス転換した段階であり、また、通信機器のストック調整はなお持続すると見られることから、IT投

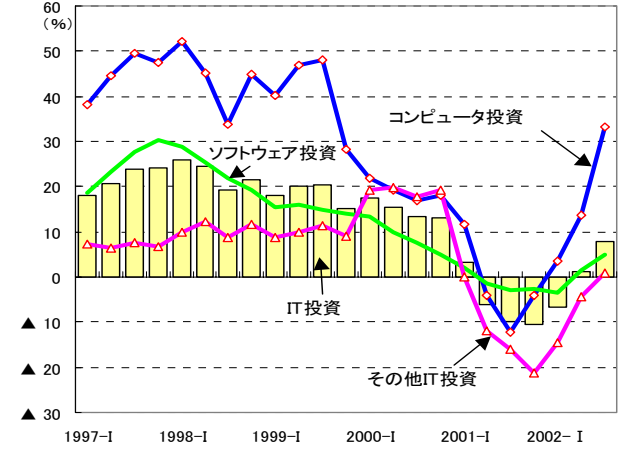
資にかつてのような設備投資全体の牽引役を期待するのは時期尚早と思われる。

(図表 10)米国:設備投資の推移とIT投資(前年同期比)



(資料)米国商務省、FRB

(図表 11)米国:IT投資の推移と内訳(前年同期比)

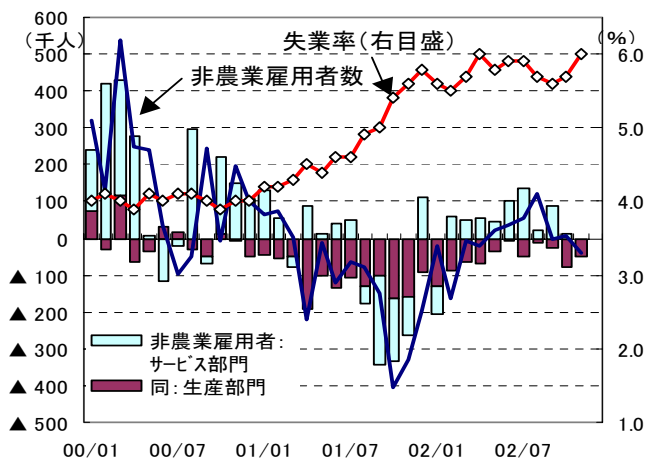


(資料)米国商務省

●遅れる雇用の回復 ~ 11月失業率は6.0%に上昇、雇用者数も減少へ

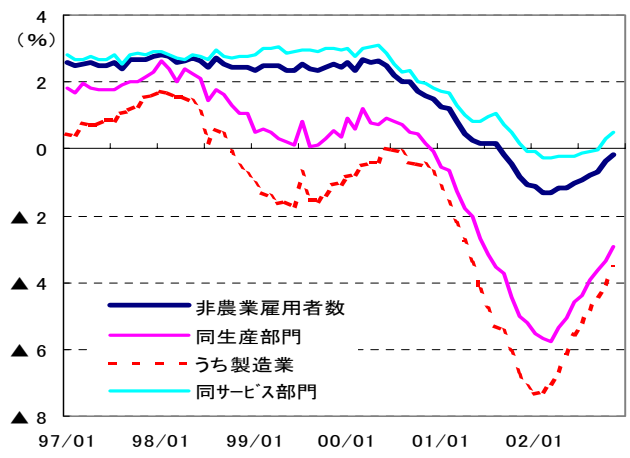
11月の失業率は6.0%（前月比+0.3%増）と予想を上回る上昇を見せ、4月以来7ヵ月振りの高水準となった。また、11月の非農業雇用者数は、同 4.0万人減となった。非農業雇用者数の内訳を見ると、サービス部門の増加（+1.1万人）を生産部門の雇用減（5.1万人減）が相殺する形が続いている(図表 12)。生産部門における雇用の減少は2000年11月以来続いており、今次景気回復における生産部門の回復の弱さを反映している。一方、11月のサービス部門では、最近の消費の弱さを反映しデパートを中心とした小売業での減少（3.9万人減）が目立つ一方、医療、教育関係での堅調な増加が続いた。サービス部門の雇用は本年3月以降増加に転じているが、このところの増加幅の縮小は気掛りである(図表 12、13)。

(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

ブッシュ政権は、経済閣僚を刷新、減税を中心に追加景気刺激策を策定へ

上記の11月非農業雇用者数は、昨年12月の水準を1.5万人下回っており、このまま推移すると2年連続で雇用が減少し、「雇用無き回復」との指摘は益々現実化してくる。雇用回復の遅れは、2004年の再選を目指すブッシュ大統領にとって容認しがたいものようだ。11月雇用統計の発表当日(12/6)に経済閣僚の更迭を発表する一方、スノー新財務長官(前鉄道・貨物輸送会社CSX会長)の就任(12/9)にあたり、ブッシュ大統領と同長官が共に成長・雇用の重視を力説したのも、2004年の大統領選を控え、雇用無き回復は避けたいとの意欲の現われと言える。

この景気刺激策の中心となるのが減税である。比較的大統領の信任が厚いとされていたオニール前財務長官が更迭された背景には、同長官が財政赤字拡大への懸念から大幅減税に難色を示していたためと伝えられる。雇用統計発表当日の朝、オニール前財務長官は自らの辞任を発表したが、当日の金融市場は、財政赤字を連想した国債市場は下落し(金利は上昇)景気刺激策を期待した株式市場は上昇した。今後、主要経済スタッフの刷新により減税策は大きく前進しよう。大統領選に向けて、減税策を中心に景気回復を狙い、選挙前にはその果実として株価上昇と雇用回復を得たいところである。但し、失業率が遅行指数であることを考慮すれば、2003年中にも回復の道筋をつける必要がある。

さて、新財務長官のスノー氏であるが、率直な物言いが災いしたオニール前財務長官とは対象的に「滑らかなセールスマン」(ワシントンポスト紙)と表され、ブッシュ大統領の減税策の推進役には適任とされる。スノー氏には、インフレ懸念を引起こすとして大幅な金利引下げ・財政刺激には懐疑的な発言をしていたとの指摘もあるが、就任前に会長を勤めていたBRT(CEOの団体)は、11/21付で3000億ドルに昇る景気刺激策を提案・要請しており、また、成長・雇用重視政策の実施を表明した就任受諾演説から見ても、ブッシュ政権の減税策を推進するものと思われる。2002財政年度の財政収支は1577億ドルと5年振りに赤字に転落した。今後の具体的な景気対策と共に財政赤字の動向にも注目したい。

< 今後の米国金融市場 >

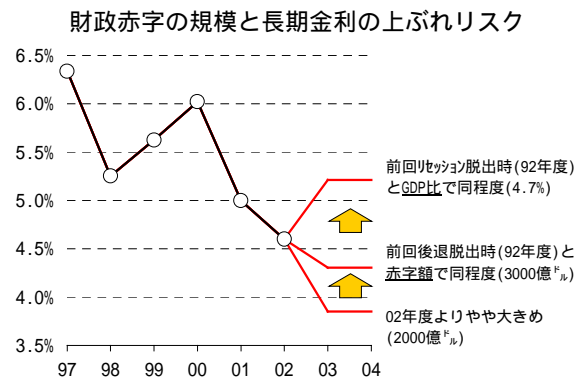
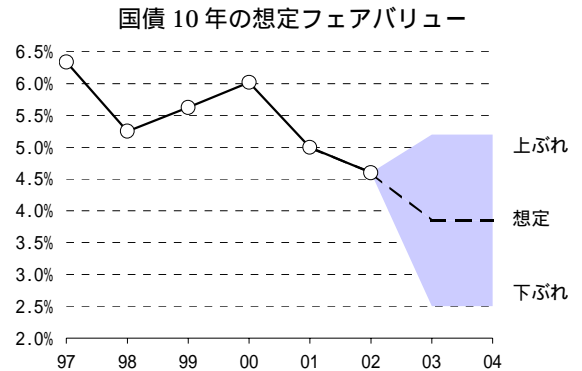
(担当：熊谷)

長期金利シナリオ

長期金利のシナリオについては、先月の欧米経済・金融号（11/22号）で既に言及した通り、前回見通し（9/13時点）に比べ、10年国債金利の想定フェアバリューを3%半ば～4%近辺へと下方修正した。政策発動などを通じ、米国経済は目先二番底を回避するものの、成長率自体は2%台前半と低く、需給ギャップがなかなか改善されないとの見方が前提となっている。

金融政策については、これまでのような利下げを通じた景気押し上げ効果に期待は持てないとの見方は、前回見通しと変わらない。しかし、景気の底支えを狙い、FRBがもう一段利下げを行う可能性自体は残されていると思われる。利下げのタイミングを予想するのは非常に難しいが、「景気の足踏み感が来年初に再び強まり、年後半の減速回避を狙って春先にも実施」というのが利下げの最短シナリオとなろう（下表見通しは、この「最短シナリオ」のケースを描いたもの）。

来年の米国金融市場を考える上でとりわけ重要なのは、減税等を通じた財政拡大がどの程度の規模になるかであろう。9月時点の見通しで指摘した通り、市場の政策期待は徐々に金利から財政に移っており、財政の規模如何でイールドカーブの形状あるいは長期金利のフェアバリューが大きく変わる可能性は否定できない。ちなみに、簡単な推計をもとに今後の財政赤字の規模と長期金利水準の関係を見たところ、右上図のようになった。仮に赤字規模が91年リセッション時の規模にまで拡大すれば、景気回復期待の高まりとともに、財政プレミアム増大に伴うイールドカーブのスティープ化が進み、長期金利が上ぶれするリスクも考えられよう。しかし、仮に長期金利の上昇が、金融市場の流動性や实体经济にマイナスの影響を与えるような場合には、グリーンズパン議長が11/13の議会証言で言及したFRBによる



02年度の赤字額 1585億ドル (GDP比1.6%)
 92年度の赤字額 2904億ドル (GDP比4.7%)

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	
FFレート誘導目標	期末(%)	1.75	1.25	0.75	1.75	1.75	1.75	1.25	0.75	0.75	0.75	0.75
国債10年金利	平均(%)	5.0	4.6	3.9	5.1	5.1	4.4	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8

る長期債の買切りを、再利下げとともに開始するケースも想定され、単純に「財政 金利上げれ」を連想するのは禁物なのかもしれない。

最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では 11 月以降、業績改善期待を背景に株高基調が続くにつれて、投資家のリスク許容度が増大し、債券市場でも社債など国債以外のセクターに資金が回帰し始めるとともに、

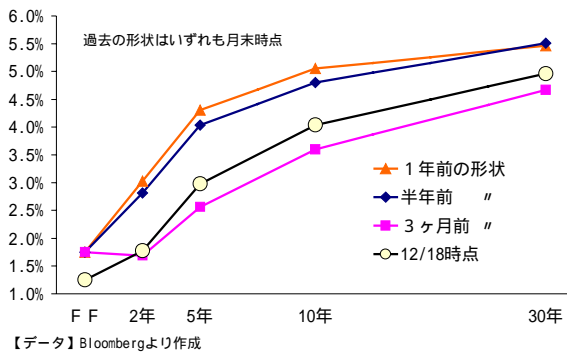
感謝祭明けの小売販売が好調だったのを受け、年末商戦が懸念されているほど悪くないのではとの期待が高まったため、長期金利（国債 10 年金利）は 12 月初に一時 4.35% まで上昇した。

しかし、製造業 I S M 指数が予想されたほどの改善を見せなかったこと、失業率が 6.0% まで上昇するなど、雇用がなかなか改善しないこと、に対する失望あるいは割高感の修正から株価が軟調推移に転じたことなどを背景に、長期金利はその後徐々に低下していった。

12/6 にオニール財務長官とリンゼー大統領補佐官の辞任が発表されると、ブッシュ政権による財政拡大路線が今後積極化するのではとの見方が強まり、国債増発懸念が長期金利の低下を阻んだ結果、イールドカーブはスティーブ化が進んだ。更に、一部証券会社が来年の株式市場に対して楽観的な見通しをコメントすると株価がやや持ち直したため、長期金利は 4.0% 近辺で下げ渋る展開となった。

12/10 に開催された FOMC では政策金利が据え置かれた。こうした中、市場参加者は来年夏場には景気の先行き不透明感が払拭されると考えており、その際に 25bp 程度の利上げが行われる可能性を想定している模様だ。

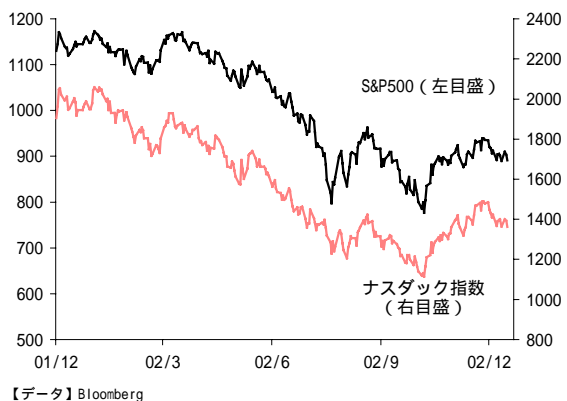
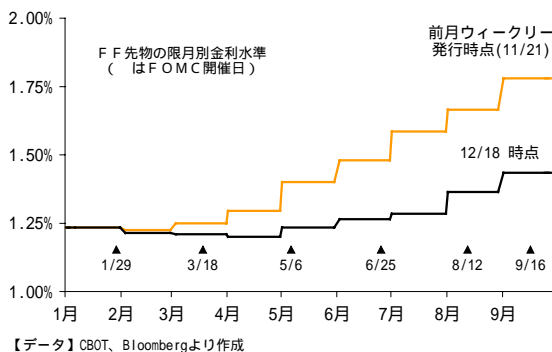
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化



< 欧州経済見通し >

(担当：伊藤)

概要

ユーロ圏

- ・ユーロ圏経済の回復は緩慢なペースに止まり、2002年の成長率は0.8%の低水準となろう。2003年前半も回復のテンポは鈍く、通年の成長率は1.6%と予想される。緊縮財政運営となるドイツの停滞は続き(2002年0.3%、2003年1.2%)、フランス経済も雇用調整、設備投資調整から低めの成長となろう(2002年1.0%、2003年1.5%)。
- ・インフレ率は、2002年中に物価を押し上げた特殊要因が剥落し、需要の伸びは緩慢に止まるため、2%を下回ることになろう。年明け後、インフレ圧力の後退がさらに明確化することから、1～3月期には景気挺子入れのため、0.25%程度の追加利下げの可能性はある。

図表 ユーロ圏：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 (実)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	1.4	0.8	1.6	0.3	0.6	0.8	1.4	1.3	1.5	1.6	1.8
内需	寄与度%	0.9	0.2	1.6	▲0.2	▲0.3	0.3	0.9	1.2	1.5	1.7	1.9
	民間最終消費支出	前年比%	1.8	0.6	1.6	0.5	0.2	0.6	0.9	1.4	1.6	1.6
	固定資本形成	"	▲0.7	▲2.9	1.5	▲3.2	▲3.7	▲3.0	▲1.4	▲0.1	1.7	2.2
外需	寄与度%	0.5	0.6	▲0.0	0.6	0.9	0.5	0.5	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1
消費者物価(HICP)	"	2.5	2.2	1.9	2.6	2.1	2.1	2.2	1.8	1.7	1.9	2.0
失業率	%	8.0	8.3	8.5	8.1	8.2	8.3	8.4	8.5	8.5	8.4	8.4
ECB市場介入金利	%	3.25	2.75	2.50	3.25	3.25	3.25	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50

(注) 政策金利は未値

イギリス

- ・2002年のイギリス経済は家計と企業、製造業とサービス業の二極化という問題を抱えながらも、消費の堅調と政府支出の伸びで1.6%成長となる見込みである。住宅価格の調整という下振れリスクは存在するが、良好な雇用環境の下、消費の底割れは回避され、2003年も2.3%成長が見込まれる。BOEは当面政策金利を据え置くものと予想する。

図表 イギリス：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	1.6	2.3	1.0	1.3	1.8	2.2	2.5	2.4	2.1	2.1	
内需	寄与度%	2.5	2.3	2.7	2.6	1.9	2.4	2.4	3.0	2.8	2.5	2.5	
	民間最終消費支出	前年比%	4.1	3.6	2.8	3.5	4.0	3.8	3.3	3.4	2.7	2.5	2.5
	固定資本形成	"	0.3	▲5.5	1.0	▲6.1	▲5.6	▲6.7	▲3.4	▲1.2	▲0.4	2.5	3.1
外需	寄与度%	▲0.6	▲0.8	▲0.5	▲1.5	▲0.5	▲0.6	▲0.4	▲0.5	▲0.5	▲0.4	▲0.4	
消費者物価(RPIX)	"	2.1	2.1	2.2	2.4	1.9	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	
失業率	%	3.2	3.2	3.2	3.1	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	
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

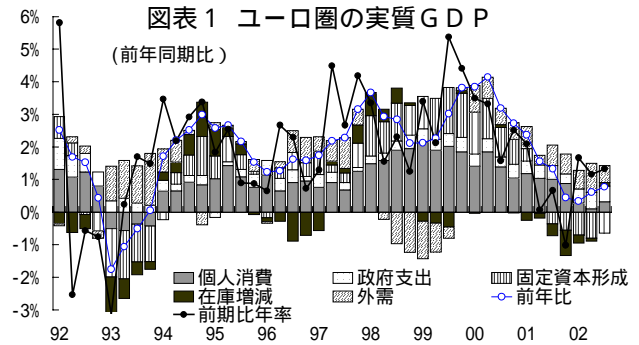
ユーロ圏～2002年は0.8%、2003年は1.6%成長へ～

1 概況

(7～9月期のユーロ圏は+0.3%成長。景気回復テンポは緩慢)

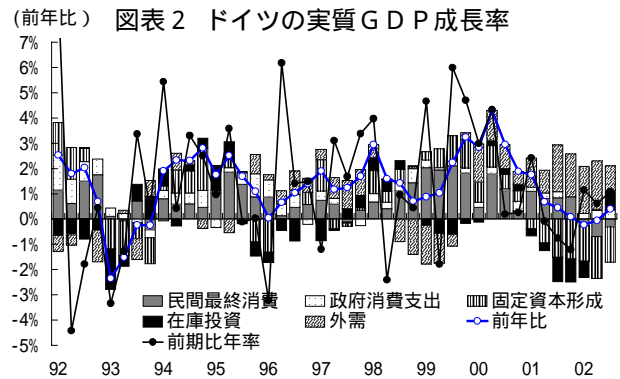
ユーロ圏の7～9月期の成長率は前期比0.3%と4～6月期と同水準に止まり、前年同期比では0.8%と前期の同0.6%からわずかに改善した(図表1)。

需要項目別に見ると成長への寄与度は外需と政府消費支出が大きく、個人消費は前期に比べ僅かに改善した。固定資本形成は前年同期比では引き続きマイナスとなっているが、4～6月期からは横這いとなり、一旦、下げ止まった。

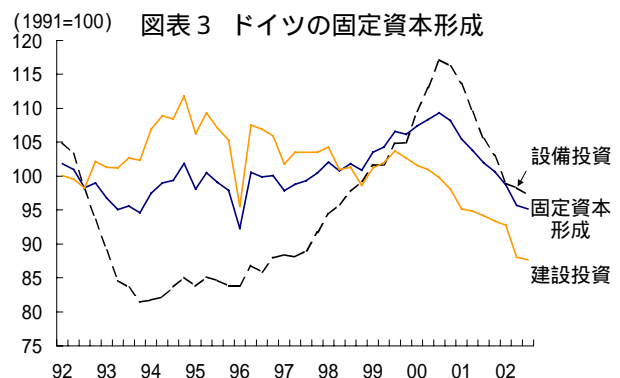


(ドイツ景気回復は輸出頼み)

ユーロ圏主要国の中ではドイツ経済の不振が目立っている。7～9月期の成長率は、前期比では4～6月期(改定値)の0.2%から0.3%、前年同期比では0.2%から0.1%と僅かな改善に止まった(図表2)。



需要面から前年同期比の成長要因を見ると、外需と在庫の積み増し、政府支出がプラスの寄与となっている。一方、個人消費と固定資本形成は前年比ではマイナスが続いたが、前期比では、消費は小幅ながらプラスに転じ、固定資本形成もマイナス幅が縮小(図表3)するなどの改善傾向も見られた。



10～12月期入り後は、10月の製造業受注の好転、Ifo 現状判断指数の持ち直しなどの好材料がある反面、株安や財政赤字削減のための緊縮財政の方針が明らかにされたことなどでIfo 先行き判断指数が悪化するなど、不透明感は増している。

(フランスの景気回復テンポも鈍化)

フランスの7～9月期の成長率は前期比0.2%となった。2002年入り後は、前期のマイナス成長から急回復した1～3月期の0.6%をピークに低下傾向が続いている(図表4)。個人消費の回復基

調は続いたものの、輸出環境の先行き不透明感から在庫の削減幅が拡大し、これまでは相対的にマイルドであった設備投資の調整幅が拡大した（図表5）

10～12月期入り後も、企業の景況感は依然として慎重であり、雇用情勢の改善が遅れていることから、消費者マインドも低迷している。INSEE 企業景況感指数は、夏場以降の悪化に株安の影響が加わった10月の38から11月は海外受注判断の好転により改善はしたものの34と低い水準にある。

雇用情勢は10月に失業者数が6000人減少したが、失業率は9.0%で横這いとなった（図表6）。97年から2001年にかけて、景気拡大と雇用促進政策効果から、失業率は12.2%から8.6%とへと大幅に低下、2001年以降の景気減速局面でも相対的に雇用悪化はマイルドなものに止まってきた。ただし、調整のスピードが厳しい解雇規制などにより抑制され、景気回復が緩慢なテンポに止まる中で、労働退蔵が生じている可能性がある点に留意が必要である。

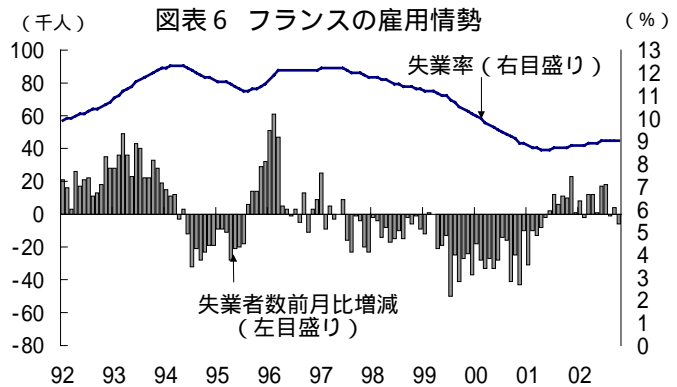
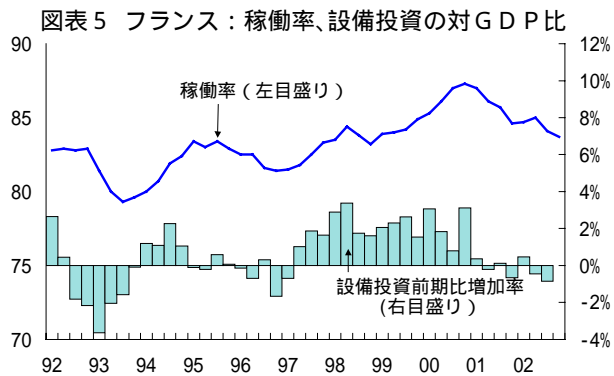
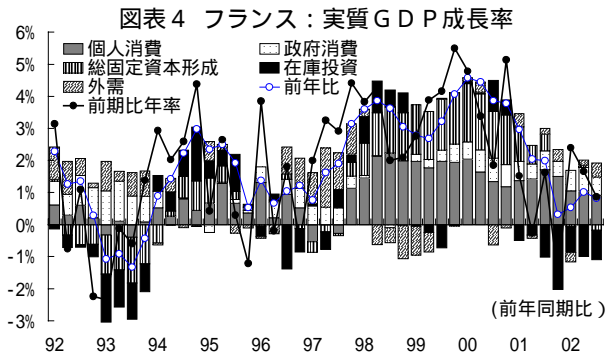
消費者信頼感は11月も16と前月比横這いで改善傾向が定着しておらず、消費の伸びも緩慢である。

2 見通し

（2003年は1.6%成長。ドイツの低迷は続き、フランスの景気回復テンポも緩慢）

2003年上期も米国経済の回復の緩慢さが抑制要因となること、財政赤字が拡大したドイツの財政運営が緊縮型となることなどから、ユーロ圏の景気は力強さに欠ける展開が続こう。2003年の成長率は、2002年の0.8%を上回るが1.6%と低めの水準に止まる見込みである。

ドイツ経済は、厳しい輸出環境を想定せざるを得ない状況では明るい見通しを描きにくく、ユーロ圏の景気回復の足を引っ張る構図が続くであろう。成長率は2002年0.3%からは持ち直すが、2003年も1.2%と低い水準に止まろう。企業収益は、今年の賃金交渉の妥結水準が高めになった



ことに加え、法人税増税の影響もあり圧迫されやすく、製品価格への転化が難しい状況で雇用を手控える姿勢が継続されよう。個人消費は雇用情勢の厳しさに加え、社会保障税率の引上げ、年金改革に対応した貯蓄性向の高まりにより力強さに欠ける状況が続こう。ECBによる利下げの効果は半年程度のラグをもって顕現する期待があるが、インフレ率が1%台とユーロ圏内で最低の水準のドイツにとって実質金利は相対的に割高であり、金融機関の貸出姿勢が景気低迷下の不良債権の増大で慎重化していることから妨げられやすくなっている点に留意が必要である。

フランス経済も来年前半にかけて輸出環境の急回復は見込み難い中では、企業部門の回復は緩やかなものに止まると想定される。雇用の本格回復の遅れから個人消費の伸びも抑制され、2003年の成長率は1.5%と2002年1.0%からわずかな改善に止まる見込みである。

(インフレ率は2%を下回る見込み)

ユーロ圏全体のインフレ率は、2002年中はユーロ圏現金流通による価格表示変更、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政策目標を上回る状況が続いた。2003年入り後は、これらの特殊要因が漸次剥落する一方、需要の伸びは緩慢に止まるため、2%を下回る推移が続くものと予想される。

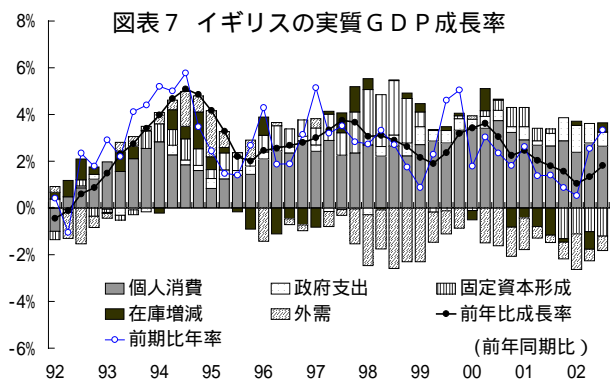
ECBは12月に1年1カ月振りとなる政策金利の引き下げを行った。2003年前半の成長が緩慢に止まる一方、インフレ圧力の低下は一段と明確になることから、追加で0.25%の利下げが行われる可能性がある。

イギリス～2002年は1.6%、2003年は2.3%成長へ～

1 現状

(輸出、投資は低迷、消費は堅調に推移)

イギリス経済は家計と企業、製造業とサービス業の二極化という問題を抱えながらも、7～9月期も前期比0.7%と主要国の中では相対的に堅調な推移が続いている(図表7)。7～9月期も外需がマイナス寄与となる一方、個人消費が景気を牽引し、政府支出が下支える構図は変わっていない。調整が続く固定資本形成も、製造業の回復の遅れに加え、サービス業の設備投資も減少しており、マイナス幅は拡大した。



外需も引き続き成長を下押しする要因となっている。

10～12月期入り後も、10月の小売売上数量が前期比0.8%と高い伸びとなるなど消費の堅調は続いており(図表8)2002年通年の成長率は1.6%となる見込みである。

2 見通し

(消費の急減速は回避される見込み)

海外需要の緩慢な伸びが展望される中、受注・生産見通しも改善傾向が見られず(図表9)当面は製造業の回復テンポが抑制される状況は続くであろう。

景気見通しのポイントとなる、消費堅調の持続力については、住宅価格の上昇と住宅ローンの伸びが続く中、引き続き下振れリスクとして留意する必要があるが、失業率が3.1%と1975年以來の低水準に止まるなど良好な雇用環境が続いていることから、急減速のリスクは小さいものと考えられる。

11月27日に示された財政政策の基本指針では、2003年度の財政運営は教育や医療制度などの拡充の方針は変えず、経済見通しの下方修正に伴う税収不足分に対して増税は行わず、借り入れを拡大すること、その他の景気刺激策を実施する方針が示された。公的需要が景気を下支える構図は続く見込みである。

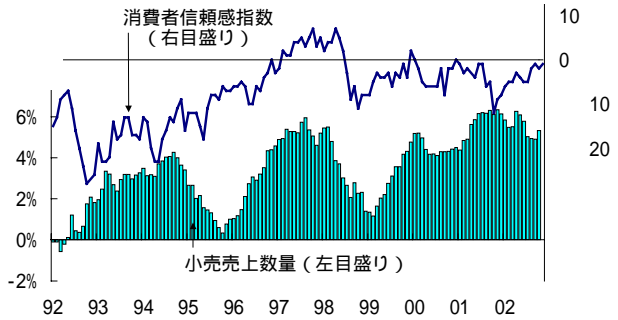
米国やユーロ圏経済の回復テンポが緩やかに止まるなど外部環境は厳しいものの、消費の底固さと景気刺激的な財政運営によって、成長率は2003年に2.3%へと上向くものと予想する。

小売物価は政策目標圏内(2.5%の上下1%)で推移すると見られることから、BOEは当面金融政策を据え置き、外部環境の動向や株価、住宅価格の動向、製造業の回復と消費減速のスピードを見極める姿勢を継続すると予想する。

図表8 イギリスの小売売上数量と消費者信頼感指数

(前年比、3か月移動平均)

(%ポイント)



(D I) 図表9 英国：CBI製造業動向調査(D I)

