



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 / ヒックス：ブッシュ政権の景気刺激策

< 米国経済 >

- ・2001年の減税効果、FRBの度重なる利下げもあって一時は回復に向かうと見られた米国経済であったが、昨年10-12月期の実質GDP予想は1%程度と再び急減速しそうである。イラク問題を抱え、景気が二番底に向かうとの悲観的な見方も払拭できない。このため、2004年の再選を目指すブッシュ大統領は再度の景気テコ入れ策を発表した。

< 米国金融 >

- ・米国金融市場では、長期金利が強弱両材料に挟まれ、年明け以降一方向に動きづらい展開が続いている。
- ・米国株式市場では、イラク攻撃への懸念や景気先行きへの不安から本格的に上昇できない状況が続いているが、需給面から見れば欧州からの資本流入が急減している点もマイナスの影響を与えているように思われる。

< 欧州経済 >

- ・ユーロ圏では雇用の先行き不透明感から消費者マインドが悪化、消費失速が懸念される。21日のEU財務相理事会では財政赤字が「安定成長協定」の上限を突破したドイツに「警告」、フランスに「警告」を発動、赤字国に年0.5%の赤字削減を求める方針を確認した。
- ・英国では住宅価格の騰勢や住宅信用の伸びに減速の兆しが見られる。強気の消費者マインドにも変化が見られ、消費は緩やかな鈍化傾向が続くであろう。ユーロ圏との景気格差の拡大もあり、ブレア政権がユーロ参加の是非を問う国民投票を先送りする可能性は高まりつつある。

< トピックス >

- ・「ブッシュ政権の景気刺激策」の骨子と今後の動向について

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)

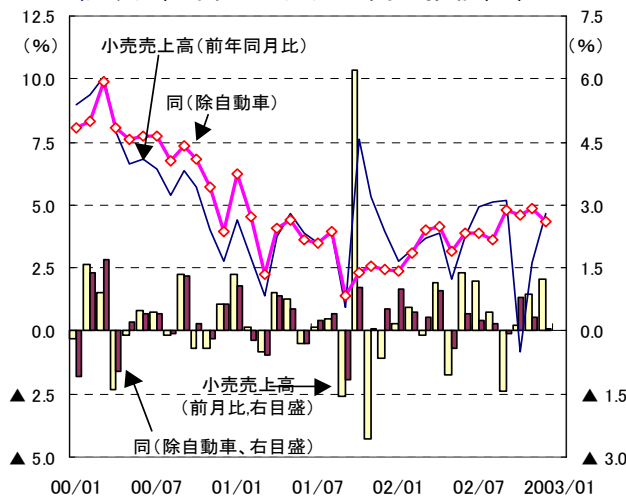
【景気の概況】～再度の景気対策が求められる局面

2003年に入ってから発表された経済指標は、引続き景気回復感の掴みにくいものとなっている。10-12期実質GDPは消費の不振から、前期比年率1.4%(1月ブルーチップ誌予測平均値)へと7-9月期の4.0%から急低下が見込まれているが、これは、7-9月期GDPを上げた自動車販売が10・11月と不振が続き、事前の見込み通りクリスマスセールが不調に終わったためでもある。設備投資も7-9月期まで8四半期連続でマイナスの伸び率が続いており、急な回復が見込める状況にはない。FRBによる利下げは、ゼロ金利ローン販売による自動車販売を推進し、好調な住宅販売をもたらしたが、設備投資への目立った効果は見られず、先日発表された地区連銀景況報告(ページ・ブック)でも厳しい景気認識を示している。こうした状況下、ブッシュ大統領は、成長と雇用対策を中心とした経済対策を発表した(1/7)。イラク問題もより差し迫った状況となりつつあり、再度の景気対策が求められる局面と言えよう。

● 可処分所得回復が、当面の消費支出を下支え

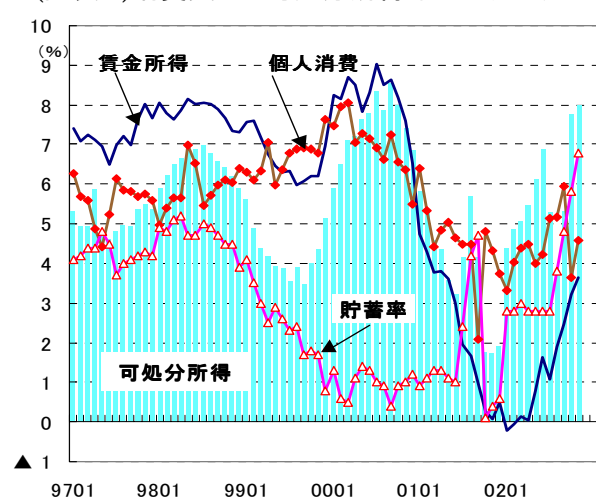
12月の小売売上高は前月比1.2%増と3ヵ月連続で増加したが、これは、自動車が前月比5.0%と高い伸びを見せたためであり、自動車を除く売上高では前月比で横這いと、市場予想の同0.3%増を下回り、クリスマスセールの不調を裏付けた。なお、自動車以外では、通信販売が同3.0%増、飲食店が同1.1%と増加した(図表1)。

(図表1) 米国:小売売上高の推移(%)



(資料)米国商務省

(図表2)消費支出と可処分所得(前年同月比、%)



(資料)米国商務省

一方、前年同月比のベースで見ると、自動車除きの小売売上高は4%台の推移を維持しており、図表2の個人消費全体の伸びも底堅い動きを続けている。クリスマスセールが不調に終わり、こ

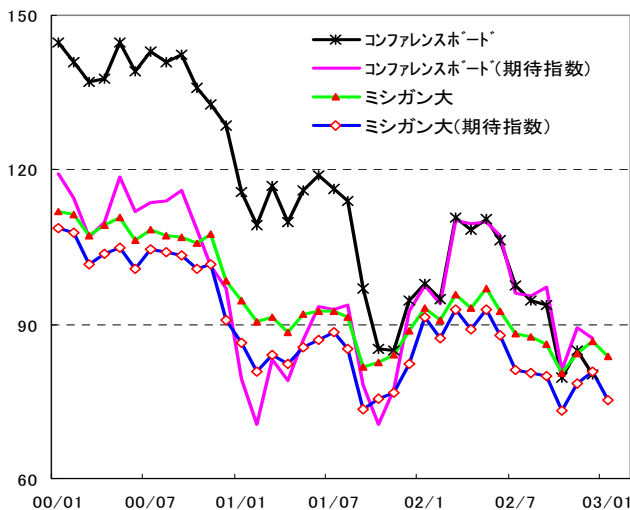
れまで景気を下支えしてきた消費に対する懸念が高まっているが、賃金所得は、年初の落込み後に回復し、可処分所得は減税の恩恵を受けて堅調な推移を見せている。イラク問題が控えているが、一方では減税期待もあり、消費者マインドの急速な冷え込みがなければ、消費の底割れには至らないと思われる。

消費者マインドは悪化、製造業の企業センチメントは回復

ミシガン大学の消費者マインド指数（1月速報値）は83.7（12月86.7）と前月比 3.0と予想外の下落となった(図表 3)。構成指数のうち現況指数が 0.9 上昇したのに対し、期待指数が 5.6 の大幅な低下を見せたためである。12月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数も低下しており、イラク問題、雇用の悪化等を懸念した先行きの不透明感が、消費者マインドに影響をさしている。

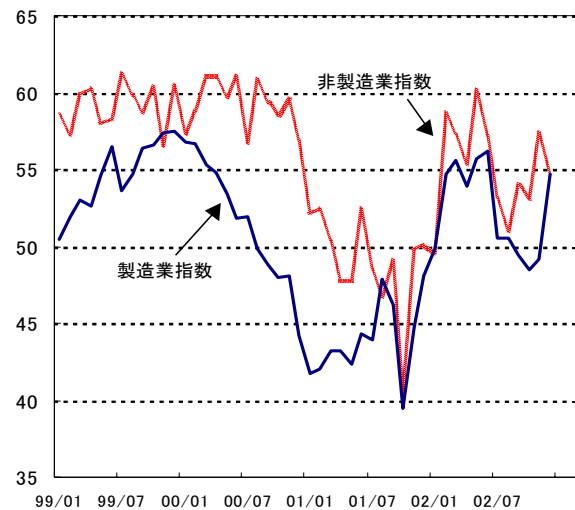
一方、企業センチメントを示すISM指数は、12月の製造業指数が54.7と前月の49.2から急上昇し、4ヵ月振りに景況感の分かれ目となる50を上回った。要因としては、構成指数の新規受注指数が急騰（49.9→63.3）したことが大きい。しかし、12月の非製造業のISM指数は54.7と前月の57.4から低下した。こちらは市場予想を下回ったが、これで50を11ヵ月連続で上回ったこととなり、非製造業の底堅さを窺わせるものと受止められている。

(図表 3)米国：消費者信頼感指数



(資料)コンファレンスボード、ミシガン大学

(図表 4)米国：ISM指数の推移



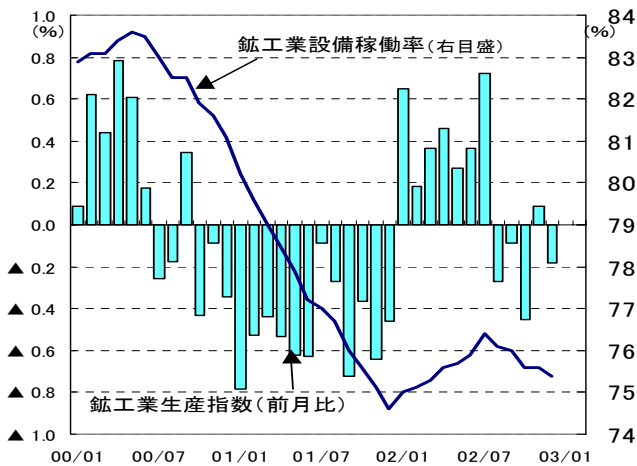
(資料)The Institute for Supply Management

●長引く生産部門の調整～鋳工業生産・設備稼働率は7月をピークに下降トレンド

2002年の前半は順調な回復を見せた生産部門であるが、夏場をピークに、下半期は下降トレンドにある。鋳工業生産指数・稼働率とも、7月まで7ヵ月連続の上昇を見せていたのとは対照的に8月以降は低下し、12月も、鋳工業生産指数は前月比 0.2%、稼働率は75.4%と前月比 0.2%ポイント低下した(図表 5)。12月は、特に、自動車の鋳工業生産指数が前月比 4.7%ポイント減、稼働率で

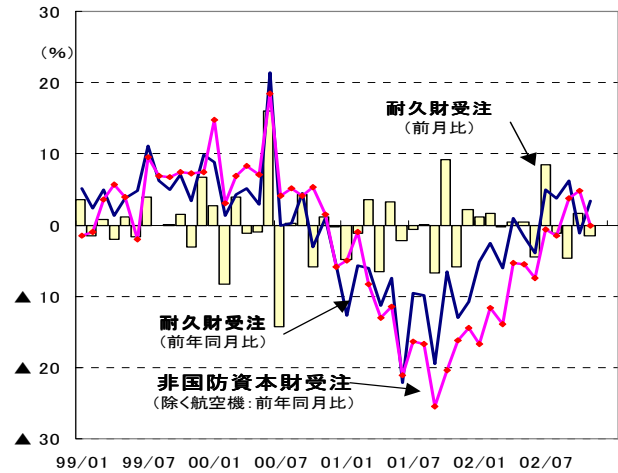
は前月比 4.1%ポイント減 (83.1 79.0) と低下が目立っており、鉱工業生産・稼働率の低下の主要因となった。因みに、自動車を除いたベースの12月鉱工業生産は、前月比+0.2%の増加となる。また、ハイテク産業ではコンピュータと半導体の生産増の半面、通信機器の減産が続き、ハイテク産業の鉱工業生産指数は前月比+0.5%増と回復したが、稼働率は61.7%と、依然、全体の稼働率を大きく下回る。なお、2002年通年での鉱工業生産指数は前年比 0.6%と低下し、2001年(同 3.5%)に次いで2年連続でのマイナスを記録した。

(図表5) 米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料)FRB

(図表6) 米国: 耐久財受注の推移(%)



(資料)米国商務省

一方、製造業の耐久財受注統計では、11月は前月比 1.5%減(10月は+1.0%)と再び減少に転じた(図表6)。前年同月比の耐久財受注は+3.5%増と回復したが、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)は前年同月比 0.04%減と3ヵ月振りに減少に転じた。前年同月比で見た受注統計は、過去一年半徐々に回復し、漸くプラス転換を果たしたが、なお力強さに欠ける展開である。

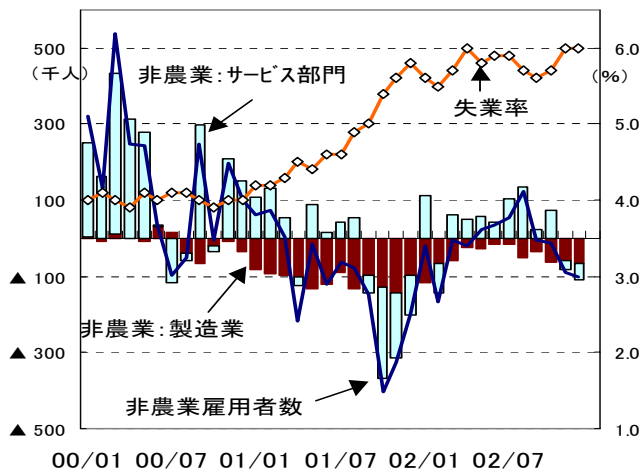
雇用は悪化～非農業事業部門の雇用者数は4ヵ月連続の減少

12月の失業率は6.0%と前月(6.0%)から横這いとなった。非農業事業部門の雇用者数は前月比101千人減(11月は88千人減)と、4ヵ月連続のマイナスとなった。内訳では、生産部門の減少(前月比59千人)が続く一方、サービス業でも2ヵ月連続での減少(同42千人)となったが(図表7)、特に、小売業界では前月比104千人と減少幅が大きかった。製造業では夏場以降の減産の影響を受け、サービス業ではクリスマスセールの不調が現われたと言えよう。今後は、クリスマスセールの影響が薄れるにつれてサービス業の減少幅は縮小すると思われるが、生産部門では、生産の停滞が続いており、なお雇用減が続くと思われる。

なお、1/16に発表された新規失業保険申請件数が36万人へと急減(前週は39.2万人)し、市場の注目を集めたが、上記のようにクリスマスセールでの雇用が例年より減少しているため、セール後の失業者が減ったと見られることや、4週平均では昨年11月のレベルを上回っているこ

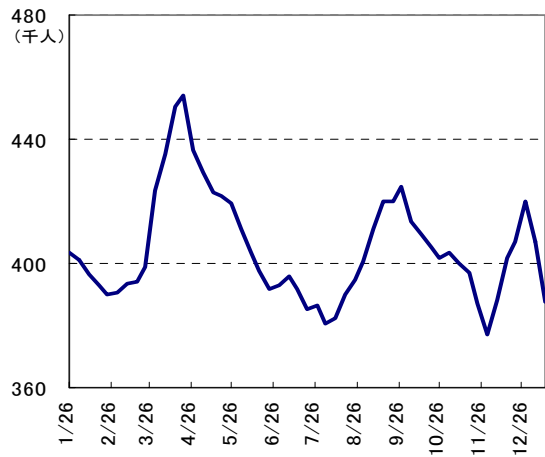
となどから、なお様子を見る必要がある(図表 11)。

(図表 7) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表 8) 新規失業保険申請件数(4週移動平均)



(資料) 米国労働省

ブッシュ政権は景気テコ入れにより 2004 年の再選を目指す意向

こうした中で 1/7、ブッシュ大統領は、向こう 10 年間で総額 6740 億ドルに昇る大規模な経済対策を発表した。成長と雇用対策を中心にしたもので、株式配当課税の撤廃、所得税減税の前倒し、失業者支援基金の創設等、広範囲な提案がされている。この経済対策により個人消費や企業の設備投資が活性化し、今後 3 年間で 210 万人の雇用創出効果が見込めるとともに、9200 万人に 2003 年で平均 1083 ドルの減税の恩恵が及ぶとしている。また、ハバート C E A 委員長は、当政策により実質 GDP は、2003 年で +0.4%、2004 年で +1.1% 押し上げられ、配当課税の撤廃は、株価を 10% 押し上げる効果があるとしている。

当政策の成立動向については今後の議会の審議を待たなければならないが、ブッシュ大統領としては、当経済対策により、イラク問題を抱えて消費の鈍化等、減速著しい米国経済に刺激を与え、株価の上昇、設備投資・雇用の回復等を図り、景気回復を成果に来年の大統領選挙での再選に結びつけたいところである。(詳細は後掲のトピックスをご参照下さい。)

< 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

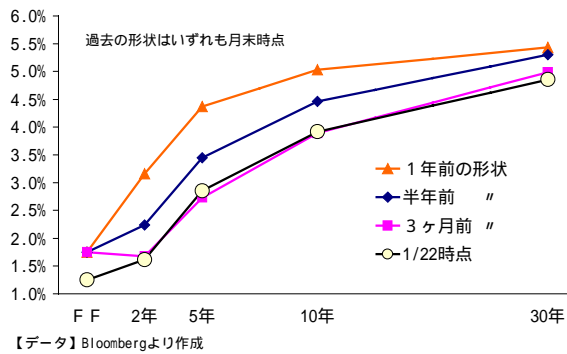
最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、株価が一時反発したのに加え、ファニーメイが保有資産のデュレーションギャップ縮小を発表したため（12/13）、金利リスクヘッジのための長期債購入ニーズが軽減したとの見方が強まり、12月中旬に長期金利（国債10年金利）が4.2%近辺まで上昇した。しかし、年末にかけては地政学的リスクおよび景気の先行きに対する不安感の高まりから、金利低下に転じ、3%台後半までじりじりと低下した。

年明け以降は、12月製造業ISM指数の大幅改善（1/2）や1/7にブッシュ大統領が発表した大型減税案を先取りするかたちで株価が大幅に上昇したこと、大型減税に伴う財政赤字拡大懸念が強まったこと、大型起債が相次いだことでヘッジニーズが高まったことから、長期金利は再び4.2%近辺まで上昇した。しかし、イラク問題への不安が解消されない中、12月雇用統計での予想外の雇用者数減少（1/10）や1月ミシガン大学消費者信頼感指数の予想外の低下（1/17）といった弱めの経済指標が相次いで発表されると、再び低下基調を強めた。

市場関係者はこれまで、FRBが今夏にも25bp程度の利上げを行うとの見方を強めていたものの、経済指標の回復の遅れなどから、ここにきて早期利上げの見方が後退しており、少なくとも年後半まで利上げは見送られるとの見方が優勢となっている。逆に一部では夏場にかけて再利下げを

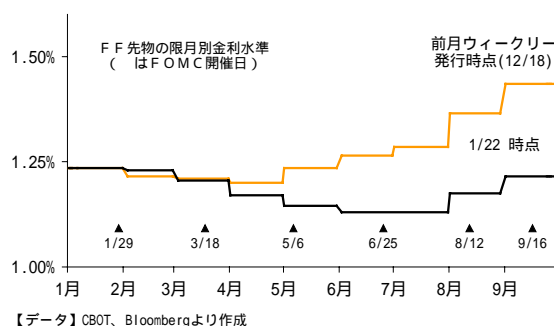
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化



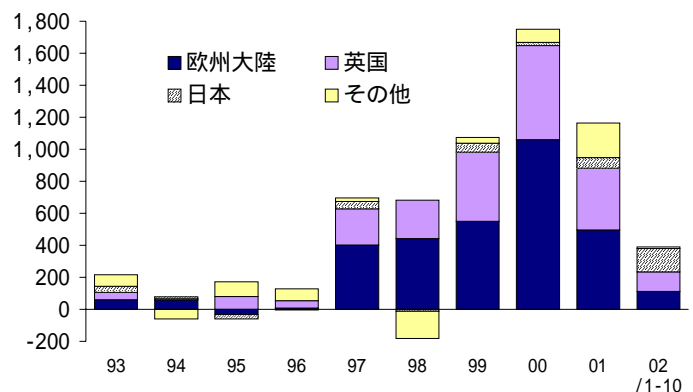
見込む向きも出始めた模様だ。

米国株価の回復には欧州勢の力も必要？

米国株式市場では、昨年 10 月に主要株価指数が安値を付けた後、底打ちしつつもなかなか本格上昇につながらない状況が続いている。イラク攻撃への懸念や雇用環境の低迷を背景に景況感が改善しない点や、業績の先行き不安が払拭しきれない点など、主に国内要因によるところが大きいと思われるが、こうした要因に加え、欧州からの資本流入が急速に減少している点も、需給面から米国株式市場にマイナスの影響を与えているものと思われる。

欧州勢による対米株式投資フローの推移を見ると、右図の通り 97 年以降の米国株式市場におけるバブル的な動きと合致するかたちで流入超が続き、2000 年にピークを付けた後、株価の下落と歩調を合わせるように急速に落ち込んでいる。ちなみに債券市場では、国債などを加えた債券全体で見れば、欧州からの流入は 90 年代半ば以降鈍化しているものの、株式に比べれば社債中心に比較的安全した流入超が続いている。

主要地域別に見た対米株式投資の純増減（億ドル）



【データ】米財務省

欧州からの資本流入減少は、米国企業買収の動きからも確認することができる（右下表参照）。90 年代後半にはダイムラーによるクライスラー（98 年 5 月）、BP によるアモコ（同 8 月）、ユニリーバによるベストフード（2000 年 5 月）、ドイチエテレコムによるボイスストリーム（同 7 月）など、巨額の買収案件が次々と実現し、欧州による企業買収が件数・金額とも大幅に増加した。しかし、ハイテクバブルの崩壊とともに 2001 年以降急減し、昨年は 11 月の HSBC によるハウスホールド買収が主な動きとして挙げられる程度で、金額ベースで見ればピークである 2000 年の 10 分の 1 以下にまで落ち込んでしまった。

欧州勢による米国企業買収（億ドル）

暦年	欧州大陸		英国	
	件数	金額	件数	金額
1997	13	343	1	1
1998	14	759	12	92
1999	29	783	13	127
2000	37	2,267	19	53
2001	19	558	2	3
2002	6	147	6	30

買収規模 10 億ドル以上の案件のみを集計。被買収企業にはカナダ企業も含む。

【データ】Bloomberg

90 年代末の米国株高を需給の視点から考えると、国内での自社株買いを通じた発行額の純減に加え、対外的には上記のような欧州資本の流入が需給を支えていたように見える。こういった点を勘案すると、米国株式市場の本格回復が実現するためには、国内景気と企業バランスシートの改善、収益の本格回復が不可欠なのは当然のこと、それが欧州の景気回復と欧州投資家のリスク許容度回復に波及することで欧州資本を呼び戻し、需給面の改善につなげることも、重要なポイントとなるように思われる。

< 欧州経済の動き >

(担当：伊藤)

ユーロ圏経済はさらに減速

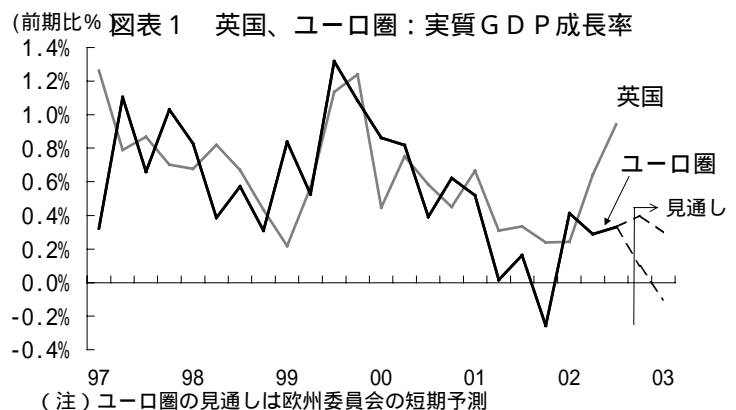
(0.2%成長に止まった 2002 年のドイツ経済)

16日に発表されたドイツの2002年のGDP成長率(速報値)は前年比0.2%と93年のマイナス1.1%以来の低水準であった。建設不況の長期化に設備投資調整が加わり、固定資本形成が6.4%と大幅なマイナス成長となったほか、個人消費もマイナス0.5%と前年を下回り、外需と公的需要で辛うじてプラス成長を維持した格好だ。

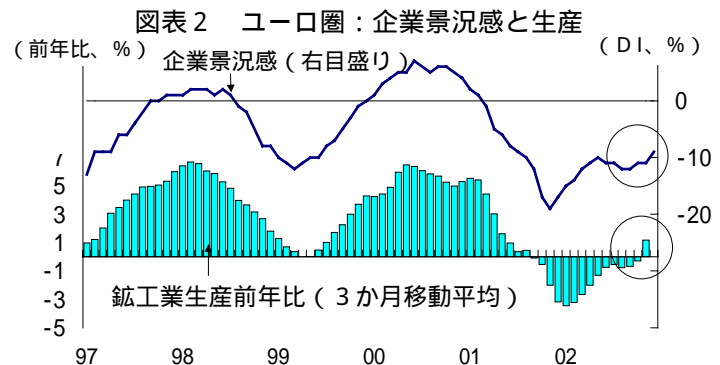
現時点では四半期統計は未発表だが、1~9月期の実績を勘案すると、10~12月期はほぼゼロ成長に止まったものと推定される。一昨下期の2期連続のマイナス成長後の回復は緩慢で、短い期間に止まった。

(1~3月期のユーロ圏はマイナス成長の可能性も)

ユーロ圏全体で見ても、10~12月期の景気は停滞し、1~3月期にさらに減速感が強まりそうだ。欧州委員会は月次で発表しているユーロ圏の短期見通しの最新版(1月9日発表)で、自動車販売や小売業景況感が示す個人消費の不振を織り込み、10~12月期の成長率予測を前期比0.1~0.4%へと前月から0.1%下方修正し、1~3月期は欧米の景況感調査などの結果から同マイナス0.1%~0.3%と前月同様マイナス成長の可能性を示した(図表1)。



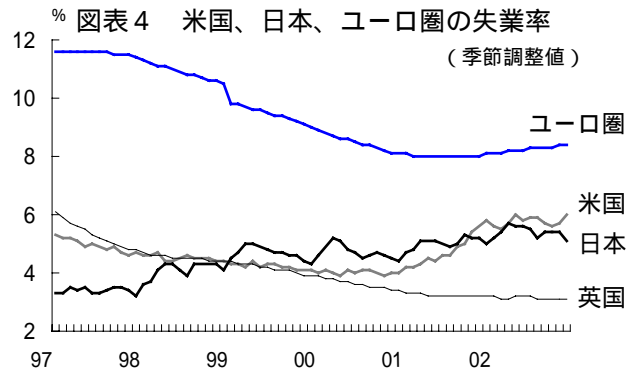
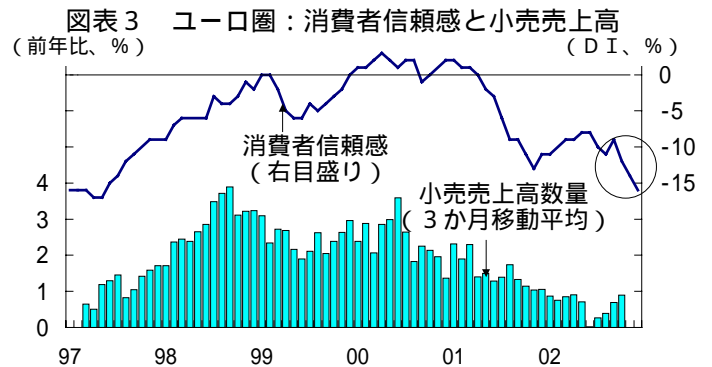
生産は11月に前期比1%と高めの伸びとなり、企業の景況感は一時的には低いながらも上向いている(図表2)。これに対し、消費者マインドは10月以降、大きく悪化、米テロ事件後の水準を下回っている(図表3)。個人消費の再減速を回避できるかが、当面の重要なポイントである。



(消費者マインド悪化の主因は雇用の先行き懸念。個人消費の伸びは当面抑制される見込み)

ユーロ圏の消費者マインドの悪化は雇用の先行き不安を映じたものだ。ユーロ圏の雇用情勢は、90年代後半に大きく改善した後、2000年初をピークに景気拡大テンポが鈍ってからも、社会的な背景や解雇規制の相対的な厳しさなどから失業増大のペースは比較的マイルドであった(図表4)。しかし、景気の低迷が長引く中で、雇用の調整は当面続くとの見方が広がっている。

インフレ率は、対イラク戦争リスクを一因として高止まっている原油価格が落ち着いてくれば、今年上半期中、徐々に鈍化に向かう見込みである。この場合、インフレ率の低下による実質ベースでの可処分所得の増加が個人消費を刺激する効果が期待できるが、雇用改善の目処が立たない状況が伸びを抑制することになるだろう。



(ドイツの過剰な財政赤字に「勧告」、フランスには「警告」が発動)

21日に開催された欧州連合(EU)財務相理事会で、2002年の財政赤字がGDP比3.7%とユーロ圏の財政規律を定めた「安定成長協定」で上限を大きく上回ったドイツに対して具体的な財政赤字の削減を求める「勧告(recommendation)」が正式に発動された。2003年の財政赤字が上限に近づく可能性が高いフランスには早期是正を求める「警告」が発せられた。

欧州委員会のソルベス経済通貨問題担当委員は、財務相理事会後の記者会見で、財政赤字を計上している国々には財政の均衡、ないし黒字化の中期目標に向けて、毎年GDP比0.5%の赤字削減を求める原則とユーロ・システムの信認のために各国政府の取り組みが重要であることを強調した。

今回の理事会では他にイタリア、ギリシャ、フィンランドの財政安定化プログラムについても議論された。イタリアについては、15日に主要格付け機関であるS&Pが、ソブリン格付け(ダブルA)の見通しを「安定的」から「ネガティブ」に変更した。S&Pの格付けではユーロ圏12カ国中、7カ国がトリプルA、ベルギー、スペインがダブルAプラス、ポルトガルがダブルA、ギリシャがシングルAとばらつきがある。これらのうちユーロ参加時の基準ではGDP比60%とされた政府債務残高が100%を超えているのはイタリア、ベルギー、ギリシャの3カ国である。

S & P は見直し変更の理由として、構造的財政赤字の大きさ、政府債務残高の削減ペースの鈍化、歳入予測について税収が楽観的経済予測に基づいていること（成長率見直しは 2002 年の推定 0.4% から 2003 年の 2.3% への回復を予測）、国有資産売却などの一時的な手段への依存度が高いことなどを指摘した。2003 年度は法人税減税が予定されている一方、景気の急回復が見込み難いことで税収が予想を下回る可能性が高いため、予定されている一時的な歳入確保策の成果も不透明である。構造的赤字の解消が進展するとは考え難く、格下げの可能性は低いと考えられる。

金融政策の自由度が域内のインフレ格差の拡大で制約される中、景気悪化が目立つ主要国では財政面からの政策対応の余地も限られた状況が続くことになる。

英国では個人消費の伸びに鈍化の兆し

（英国の成長率は当面ユーロ圏を上回る見込み）

英国経済は 1～3 月期の前期比 0.2% から、4～6 月期は同 0.6%、7～9 月期同 0.9% と順調な回復過程を辿ってきた（図表 1）。輸出、生産が再減速し、牽引役となってきた個人消費、サービス業の成長が鈍化していることから、10～12 月期の成長率は前期より低いものとなろう。しかしながら、低金利と公的需要の下支えが期待される英国がユーロ圏を上回る構図は続くであろう。

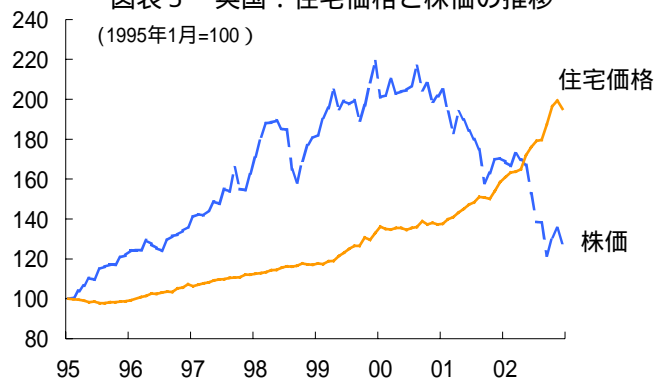
（焦点は住宅資産効果の持続力）

英国もユーロ圏と同じく個人消費の動向が見通しのポイントである。英国の労働市場の弾力性はユーロ圏に比べて高いが、サービス業による雇用吸収で 12 月まで失業者数の減少は続いており、雇用情勢はおおむね良好である。こうした中で、関心はもっぱら株価下落などの悪材料を相殺し、消費ブームを支えてきた住宅資産効果の持続力に向けられている。

金融サービス庁 (FSA) は 22 日に発表した「Financial Risk Outlook 2003」で、英国の金融を取り巻く主要なリスクとして、さらなる株価下落の影響に加え、高止まりしている住宅価格の急速な調整に伴うリスクに言及した。住宅価格の上昇による担保価値の増大を背景に住宅信用や消費者信用は、絶対水準でも可処分所得比でも記録的な高水準に達しており、現在の増勢は

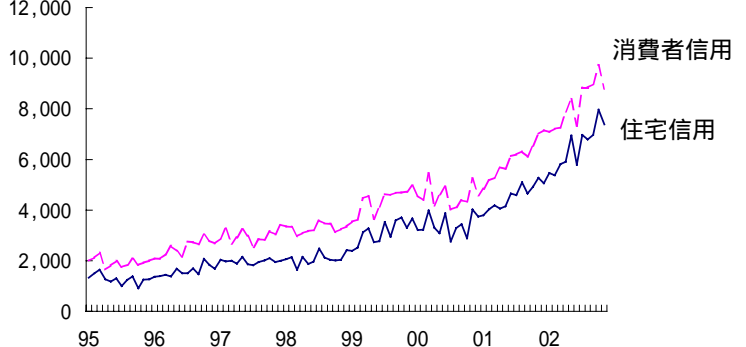
図表 5 英国：住宅価格と株価の推移

(1995年1月=100)



図表 6 英国：住宅信用と消費者信用残高の推移

(百万ポンド)



長期的に持続不可能で、急速、かつ無秩序な調整が経済全般に影響を及ぼすリスクが存在するとし、個人に慎重な行動を取るよう注意を喚起した。

住宅関連の指標は、12月の住宅価格（ハリファックス指数）や11月の住宅信用、消費者信用残高がともに前月の水準を下回り、過熱感には緩和の兆しが見られる（図表5、図表6）。現時点では、雇用の堅調に加え、インフレ高進のリスクは低く、政策金利引き下げの余地がある。英国の金融機関の資本基盤や収益力も良好である。このため、急速かつ大幅な調整の可能性が高まっているとは判断されないものの、今後、住宅価格がどのようなスピードで調整されていくのか注意して見守る必要がある。

強気で推移してきた消費者マインドも、11月のマイナス1から12月にはマイナス6へと大きく下げるなど変化しつつある。消費拡大テンポの鈍化は続くものと見られる。

（ユーロ圏との景気格差などからユーロ参加の国民投票の実施時期を先送りする可能性も）

英国政府は今年6月、ユーロ参加の判断基準としてきた「経済5条件」に対する考えを明らかにする予定だ。条件に照らしてユーロへの参加が適当と判断されれば、国民投票は4カ月以内に実施されることになる。

労働党政権は、97年10月に「経済5条件」を未充足としてユーロ参加を見送った。理由は「英国とユーロ圏に持続力のある収斂が実現していない」というものであったことから、6月に条件を充たしたとする場合は、97年時点に比べて収斂が進んだと判断した根拠を示す必要がある。しかし、既述のとおり、英国とユーロ圏の間には雇用情勢や住宅資産効果の違いから個人消費の伸びに温度差があり、景気格差は拡大している。ユーロ懐疑派にとっては、ドイツの現状、すなわち単一金融政策と財政赤字の上限に縛られ景気悪化に有効な手だてを講じられない状況は、ユーロ参加のデメリットを主張する支援材料となる。最新の調査会社MORIによる大企業500社のトップへのアンケート調査でも、ユーロ加盟の是非について回答した164人のうち50%が不支持と答え、反対の比率がはじめて賛成を上回った。従来、ユーロ支持と見られてきた大企業の意識も変化しつつあるようだ。

ブレア政権が6月にユーロ参加の判断を示し、国民投票での可決を目指すなら、ユーロ参加のメリットを積極的にアピールし、国内でのコンセンサス作りを急ぐ必要がある。しかし、イラク情勢の緊迫、ユーロ圏経済の低迷という内外環境はユーロ参加の気運を盛り上げる好機とは言いづらい。2001年6月の第二次ブレア政権発足当初よりも、国民投票を先送りする可能性は高まっているように思われる。

< トピックス：ブッシュ政権の景気刺激策 >

(担当：土肥原)

〔概要〕

- ブッシュ大統領は 2003 年 1 月 7 日、シカゴで演説し、向こう 10 年間で 6740 億ドルに昇る経済対策を発表した。成長と雇用対策を中心にしたもので、株式配当課税の撤廃、所得税減税の前倒し、失業者支援基金の創設等、広範囲な提案がされている。総額も、当初伝えられていた 10 年間で 3000 億ドルを倍増した以上の規模となり、景気浮上に対する並々ならぬ決意を示したものとも言える。
- ブッシュ政権としては、当経済対策により、イラク問題を抱え、消費の鈍化から減速著しい米国経済に刺激を与え、株価の上昇、設備投資の回復、雇用の改善等を図り、景気回復を成果に来年の大統領選挙での再選に結びつけたいところである。

経済対策の骨子と規模

- ① **全体の規模**: 総額 6740 億ドル(10 年間)、初年度 1020 億ドル。(2001 年減税法は 10 年間の総額 1.35 兆ドル)
- ② **個人向け配当課税の撤廃**: 今回の対策の目玉とも言える政策であり、企業と投資家が受け取る株式配当金の両方に課税される配当二重取りの解消策である。消費の動向に影響を与える株価の上昇を狙った策でもある。初年度 200 億ドル、10 年間で 3640 億ドルと今回の減税項目では最大額となる。
- ③ **減税の前倒し実施**: 2001 年減税法による 2004 年・2006 年実施予定の税率の引下げを 2003 年 1 月 1 日より前倒しで実施する。引下げ税率は 0~3.6%と高所得層程高い。初年度 290 億ドル、10 年間で 640 億ドル。
- ④ **共稼ぎ世帯の基礎控除拡大の前倒し**: 2009 年実施予定を 2003 年に前倒し実施する。
- ⑤ **子供の扶養控除拡大の前倒し**: 子供のいる世帯の税額控除を 600ドルから 1000ドルに 400ドル拡大する。2010 年実施予定を 2003 年に前倒しする。
- ⑥ **最低税率(10%)対象課税所得の上限引上げ**: 単身世帯のケースで 6000ドルを 7000ドルへ引き上げる。2008 年実施予定を 2003 年に前倒し実施する。
- ⑦ **失業保険給付期間の延長**(昨年 12/28 に失効した措置の延長)と再就職活動を支援するための給付金制度「**個人再雇用口座**」の創設(一人当たり最高 3000ドル、計 36 億ドルの支出)。具体的には連邦政府から州政府に 36 億ドルを交付、これを原資に最大 3000ドルを失業者に交付し、職業訓練

	財政規模	
	初年度	10年間
合計額	1020億ドル	6740億ドル
個人向け配当課税の撤廃	200億ドル	3640億ドル
減税の前倒し実施	290億ドル	640億ドル
共稼ぎ世帯の基礎控除拡大の前倒し	190億ドル	580億ドル
子供の扶養控除拡大の前倒し	160億ドル	910億ドル
最低税率(10%)対象課税所得の上限引上げ	50億ドル	480億ドル
AMT控除調整の拡大(*)	80億ドル	290億ドル
中小企業向け設備投資の無税償却枠の拡大	20億ドル	160億ドル

(*)諸控除限度調整の拡大

や保育サービス等を受けられるようにする。

中小企業向け設備投資の無税償却枠の拡大: 現行 25000ドルを 75000ドルへ 3 倍増。

景気刺激策の効果と論点

〔効果〕

- ・ ブッシュ政権では、この経済対策により個人消費や企業の設備投資が活性化し、今後 3 年間で 210 万人の雇用創出効果が見込めるとともに、扶養控除の拡大等幅広い対策により、9200 万人に 2003 年で平均 1083 ドルの減税の恩恵が及ぶ、としている。
- ・ C E A ハバート委員長によれば、当政策により実質 GDP は、2003 年で+0.4%、2004 年で+1.1% 押し上げられる。今年効果が小さいのは 7 - 9 期まで効果が出てこないためと説明。また、配当課税の撤廃については、株価を 10% 押し上げる効果があるとしている。

〔論点：総論〕～最大の焦点は、財政赤字の拡大

- ・ 財政赤字の規模については、予算教書発表の準備中でもあるため、当経済対策の発表時には具体的な数字に触れるのを避け、「財政収支に最も大きな影響を与えるのは成長率による歳入状況であり、リセッションが歳入を急減させることを考慮すれば、財政赤字問題への対応としても今回の提案はベストだ」との説明に留まった。
- ・ 2002 年度の収支は 1577 億ドルの赤字と 98 年度以来続いた黒字から一転、赤字に転落となったが、今回の政策により、2003 年度の赤字は 3000 ~ 3500 億ドルへと拡大するとの予測も見られ、金利上昇を懸念する見方もある。その場合、今回の政策効果のみならずこれまでの利下げ効果を相殺する可能性が出てくるため、景気の舵取りが一層困難となりかねない危険を孕んでいる。
- ・ また、2001 年減税法による還付金施行時に見られたように、減税の相当部分が貯蓄・負債の返済に当てられ、必ずしも消費に回されるとは限らない。
- ・ 一方、州政府のほとんどが財政均衡主義を取っているため、現在の税収不足から歳出の引き締めに動いており、連邦政府が拡張政策を取っても政府全体の効果が相当薄れる可能性も指摘されている。

〔論点：各論〕

配当課税の撤廃

- ・ 経済対策の中で最も注目を集めているのは個人配当課税の撤廃であり、異論が噴出しているのもこの部分である。10 年間の累積減税額でみると今回の減税額の過半を占めるが、個人所得の中における配当所得ウェイトは 4.7% (2001 年) と大きいわけではない。また、大量の株式を保有するのは富裕層であり、改正の恩恵も富裕層に偏っている。更に、富裕層の配当受取額が増えたとしても消費に回す比率は他の所得層より低いため、景気への影響はより小さくなる。一方、大方の家計では投信・年金等を通じた株式の間接保有の部分が多く、今回の改定の影響は小さい。このため、民主党の賛意を得るのが最も困難な政策案といえるが、共和党からも中間所得層の離反に繋がりにかねないとし、キャピタルゲイン課税の半減の方が効果的とする意見も出ている。

- ・ 元々、当政策は景気効果以上に株価対策としての色彩が濃いと言える。米国では家計における株式資産のウェイトが高いため、株価の下落による逆資産効果効果が大きく、消費者マインドへの影響も大きい。CEAでは、上記の通り10%程度の株価上昇効果を算出している。間接的とはいえ、株価が回復すれば消費への影響は大きい。
- ・ 一方、企業サイドでは、投資家から配当の増額要請が強まる可能性がある。増配自体は短期的に株価の上昇に繋がるが、増配は企業にとって資金の社外流出に繋がり、設備投資資金や自社株買い資金の圧迫に繋がる恐れもあり、長期的には企業の成長力を弱める可能性を孕んでいるとも言えよう。特に、配当の低い、高成長企業にとっては設備投資を優先したいところだ。
- ・ 上記のように景気刺激効果には疑問が残るものの、かねてから学者の間でも疑問を呈していた配当課税の二重構造を是正すると言う観点からは評価する声も多い。しかし、エンロン問題等、コーポレートガバナンスへの批判が燻っているのに加え、受益者が富裕層に偏っている当案が、無傷で議会を通過すると考えている人が少ないのも事実である。

減税の前倒し

従って、景気対策面からはやはり減税の前倒しに注目したい。2001年減税法のように法案成立後に還付が実施されれば、若干とはいえ当時程、貯蓄率は低くなく、またテロ事件後のような消費者マインドの大幅低下がないとすれば、消費押し上げ効果が期待できよう。仮に消費に結びつかなくとも可処分所得の押し上げにより、消費の冷え込みへの懸念は薄れよう。不透明なのはイラク問題であるが、イラク攻撃があるとすれば、春先までに実行される見方が多い一方、今回の経済対策が議会で成立するのは早くても5月以降とされる。イラク問題を懸念した消費者マインドの動向は気掛りであるが、イラク問題の決着後のタイミングで還付が実施されれば、消費者マインドの上昇と共に景気にも追い風となろう。このため、今後の議会動向次第ではあるが、当経済対策が実施に移されるのであれば、下半期の成長はより確りした足取りが期待できる。

○中小企業向け設備投資の無税償却枠の拡大

当政策案については、内容は異なるものの民主党案にも盛り込まれているが、エコノミストからは、現状の景気低迷の原因は需要の停滞によるものであり、サプライサイドを補強する政策は効果が少ないとの批判がある。

○失業保険給付期間の延長

当経済対策の発表後、既に当案は議会決定されているが、就職までの余裕期間が伸びるため、失業率の改善が遅れるとの見方も否定できない。

景気刺激策の成立の見通し～民主党との争点等

・中間選挙を皮切りに、2004年に向けての選挙はスタートしており、当案がその中心に位置づけられているのは衆目の一致する所である。上記の通り、経済対策の支柱である配当課税の撤廃と減税の前倒しは、いずれもその内容を見ると受益者が富裕層に偏っているのは否めず、民主党の反対は必至である。選挙対策として見れば、仮に民主党の反対で廃案になった場合、2004年の景気が回復しなくても民主党に責任を転嫁できる一方、当経済対策が成立・実施後も景気が回復しなければ、ブッシュ政権の責任は免れ



ず、ブッシュ大統領は賭けを行なったとも言われている。

・減税額についても、当発表の前日に発表された民主党の景気対策が 1360 億ドルなのに対し、ブッシュ政権の案は 6740 億ドルと大振りに作られているが、民主党案の方が初年度に集中させている。また、景気対策とはやや主旨の異なる配当課税の撤廃を含むため、景気対策という位置付けでは額面通りには受け取れない。また、金額の多さは財政赤字の拡大の懸念にも繋がる。

・ブッシュ政権でも民主党からの反発を予想し、その対策として民主党よりとされる共稼ぎ世帯の基礎控除拡大の前倒し等（上記骨子の 以下）の政策を合わせて提案している。既に民主党では、今回の経済対策は、富裕者優遇で景気刺激効果は薄く、財政赤字の膨張を招くだけとし、特に配当課税の撤廃には不公平が著しいとして批判を集中させている。（民主党の議員は、配当課税の撤廃による恩恵は共和党の説明では一人平均 313 ドルとしているが、年収百万ドル以上の人の配当の平均受取増が 45000 ドル以上であるのに対し、年収 7.5 万ドル以下の人では 55 ドルに過ぎないと試算している）

・なお、民主党の経済対策では、労働者への 300 ドルの戻し減税や失業給付の拡充、企業向け税制優遇措置、ハイウェイ等公共投資・テロ対策・低所得者向け医療保険（メディケイド）支援等での州政府への歳出措置、等が盛り込まれているが、これには共和党サイドから、ブッシュ政権案の方が、雇用回復と成長維持に欠かせない消費と設備投資の両サイドへの配慮がなされているとし、民主党案は短期的で視野が狭く景気刺激に乏しいとの批判を受けている。

・こうした論戦は始まったばかりであり、今後の紆余曲折が予想されるが、先の中間選挙の勝利で上下両院とも共和党が多数等となっているため、2001 年減税法成立時よりは、ブッシュ政権に有利な状況にあると言えよう。議会日程から考えて、当経済対策の成立は早くて 5 月とされており、消費者が実際に減税の恩恵を受けるのは下半期と見られている。

（以 上）