

# 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 / トピックス : 戦時における米国消費動向

### < 米国経済見通し・米金利シナリオ >

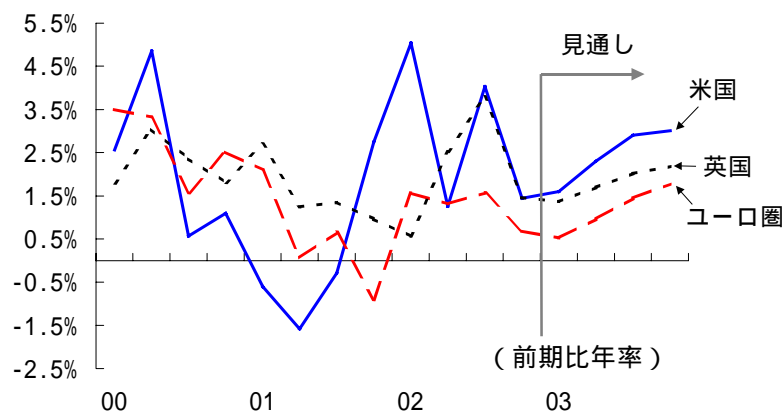
1. イラク問題が重要な局面を迎え、米国経済は、足許の消費者マインドや自動車販売が低下するなど鈍化の動きを見せているが、短期の終戦であれば景気の停滞は一時的なものとなり、下半期には、ブッシュ政権の減税策を得て、年末にかけて回復の動きを強める可能性が強い。2003 年の実質 GDP 成長率は 2.2% と予測される。
2. 米国長期金利 (10 年国債金利) については、想定フェアバリューに変更はなく、3% 半ば ~ 4% 近辺との見方を維持している。年央以降の成長率が市場の期待する「3.5 ~ 4% への回復」を下回り、財政赤字拡大も金利上振れ要因として作用しないとの見通しが前提である。

### < 欧州経済見通し >

1. ユーロ圏ではドイツが 10 ~ 12 月期の前期比ゼロ成長となり、全体でも同 0.2% 成長に止まるなど景気回復の勢いが鈍っている。輸出の力強い回復や政策による押し上げが期待しづらい中で、内需の伸びは緩慢なものとなり、2003 年通年の成長率は 1% に止まろう。
2. イギリスでは輸出、生産の回復の足取りは鈍く、過熱気味で推移してきた消費も減速しつつある。2003 年通年の成長率は 1.9% と低い水準になろう。

### < トピックス : 湾岸戦争時との比較で見た戦時における米国消費動向 >

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〕～イラク問題が大きな不透明要因

ブッシュ大統領の最後通告とも言える演説からイラク情勢は重大な局面を迎えている。消費者マインドの低下、設備投資の先送り等、開戦が米国経済に与える影響は大きく、また、原油価格の変動、株価の波乱、財政赤字の拡大等、不確定要因が経済の見通しを難しくしている。

イラク情勢でとりわけ重要な点は、「戦争の期間の長短」が景気に決定的な影響を与える点である。戦争が長期化すればするほど、上記の状態が持続・深化するため景気への影響が拡大していく懸念がある。元々、短期終戦を意図した攻撃であり、長期化すること自体、米国にとって戦局が意図した通りにくいっていないことを意味しており、消費者マインド面等への影響は拡大しよう。

グリーンズパンFRB議長の2月の議会証言では、「地政学上のリスクが大きく、経済見通しは困難」としながらも、FRBの見通しは本年第4四半期には3%台半ばの成長を見込むものであり、3月FOMCでの利下げはとりあえず見送られた。しかし、2月の景気停滞を示す経済指標が相次いでおり、当面の米国経済の見方は再び弱気に傾いている。

湾岸戦争時と異なるのは、当時景気は下降局面にあったため、開戦による耐久財を中心とした消費支出の落ち込みがリセッション入りの契機となったが、今回は景気が回復に向かう局面に入っているため、イラク情勢による景気の停滞は一時的と見ることも可能である。この点、下半期に現在審議中のブッシュ減税が実施されれば、景気の足取りはよりしっかりしたものとなるだろう。

ただし、終戦の際でも、上記の不確定要因が払拭されるわけではない。テロ再発懸念はむしろ増幅する可能性もあり、油田の破壊等が大きければ急速な原油価格の低下は望めず、戦争期間の長期化はさらなる財政負担の拡大をもたらす。当面、米国経済は不確定な要因を抱えながら回復を図っていかざるを得ない。

- なお、今回の見通し改定では、想定に大きな影響を与えるイラク問題に関しては、前回11月見通し(1-3月期中に開戦し、その期間を湾岸戦争並みの1ヵ月余と見込む)と変えていない。
- 以上のことから、2003年通年の実質GDPは2.2%と前回の予測値を据え置いた。

(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)   | (実)   | (予)   | (実)   | (実)   | (実)   | (実)   | (予)   | (予)   | (予)   | (予)   |
| 実質GDP(前期比年率、%) | 0.3   | 2.4   | 2.2   | 5.0   | 1.3   | 4.0   | 1.4   | 1.6   | 2.3   | 2.9   | 3.0   |
| 個人消費(〃、%)      | 2.5   | 3.1   | 2.1   | 3.1   | 1.8   | 4.2   | 1.5   | 1.3   | 2.0   | 2.6   | 2.7   |
| 設備投資(〃、%)      | ▲ 5.2 | ▲ 5.7 | 2.5   | ▲ 5.8 | ▲ 2.4 | ▲ 0.8 | 2.5   | 2.3   | 3.7   | 5.0   | 5.8   |
| 在庫投資(寄与度)      | ▲ 1.2 | 0.6   | 0.2   | 2.6   | 1.3   | 0.6   | 0.2   | ▲ 0.4 | 0.2   | 0.1   | 0.0   |
| 純輸出(寄与度)       | ▲ 0.2 | ▲ 0.7 | ▲ 0.5 | ▲ 0.8 | ▲ 1.4 | ▲ 0.0 | ▲ 1.4 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 |
| 消費者物価(前年同期比、%) | 2.8   | 1.6   | 2.3   | 1.2   | 1.3   | 1.6   | 2.2   | 2.6   | 2.2   | 2.1   | 2.1   |
| 失業率(平均、%)      | 4.8   | 5.8   | 5.8   | 5.6   | 5.8   | 5.8   | 5.9   | 5.8   | 5.8   | 5.8   | 5.7   |

(資料)実績は米国商務省、米国労働省。

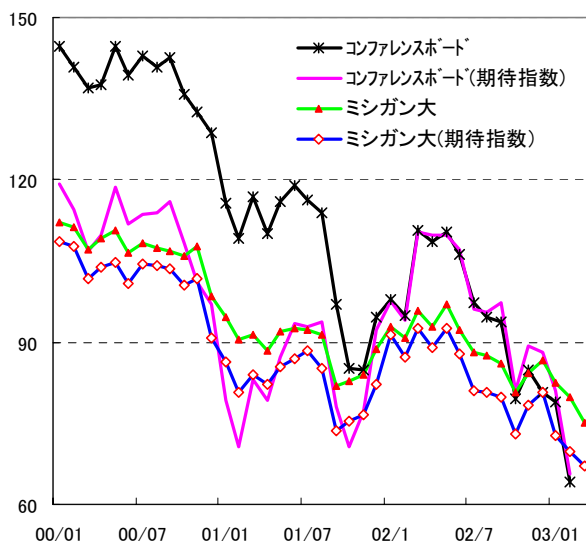
〔消費支出の動向〕

●イラク情勢を懸念し、消費者マインドは急速な低下

～当面の消費支出は耐久財を中心に弱めの推移

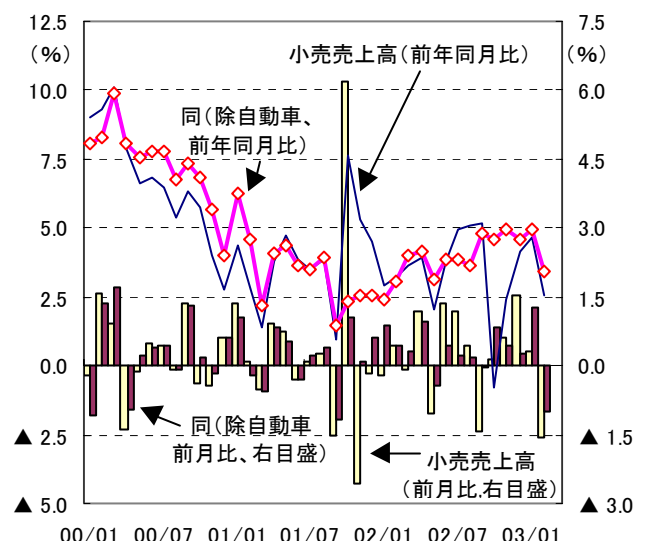
米国の消費者信頼感指数は、2001年9月のテロ事件後に急低下し、アフガン進攻後は一時的に回復したが、昨年 하반기からイラク問題を懸念して再び急低下を見せている。特に最近のイラク攻撃懸念の高まりは、テロ事件再発を伴うため指数の下落幅が大幅なものとなっており、コンファレンスボード・ミシガン大学の両指数は93年以前の低水準に落ち込んでいる。

(図表2)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

(図表3)米国:小売売上高の推移



(資料)米国商務省

先日発表(3/14)された2月の小売売上高は、前月比 1.6%減と2001年11月以来の大幅な

下落を見せ、消費者マインドの冷え込みを裏付けるものとなった。業種別では自動車販売店（前月比 3.6%減）、住宅資材（前月比 7.5%減）、衣料品（前月比 3.6%減）等の下落が大きく、振れの大きい自動車を除くベースでも前月比 1.0%の減少を示した。

イラク問題のような大きな不確定要因からの消費者マインドへのダメージは大きく、特に自動車のような値の張る耐久消費財については買い控えの傾向が強まる。テロ事件後に消費者マインドが落ち込んだ時は、ゼロ金利ローン販売等により自動車販売を伸ばしたが、こうしたインセンティブ販売を続けてきたため、最近では自動車需要の一巡感が強まっている。自動車販売はテロ事件後の景気に大きな影響を与えてきただけに、今後の動向には十分留意しておく必要がある。当面、耐久消費財の手控えから消費の鈍化が予想されるが、イラク問題が長引くのであれば、消費の停滞が持続するため、その分景気への影響は拡大しよう。（なお、戦時の消費動向については、後掲のトピックスをご参照ください。）

### 再度の減税が、消費を下支えか？

上記のような消費停滞の懸念はあるものの、当面の消費支出は、これまでの減税（2001年減税法）・利下げ効果により回復を見せている可処分所得によって下支えされよう。加えて、ブッシュ政権は再度の大型減税案を議会に提出している。当減税案の賛否については、2月のグリーンズパン FRB 議長の議会証言後、反対勢力の勢いが増したかに見えたが、その後、フィッシャー財務次官は、最近の景気先行き懸念の高まりから、ブッシュ大統領提案の減税策に支持が高まっているとの見方を示した。実際、最近の経済指標には、雇用統計の悪化を始め景気の停滞を示すものが多く、イラク情勢による景気の冷え込みが懸念される。減税案に多少の変更が加えられたとしても成案をみれば、先行きの財政赤字増加懸念はあるものの、下半期の消費支出の安定に貢献するものと思われる。

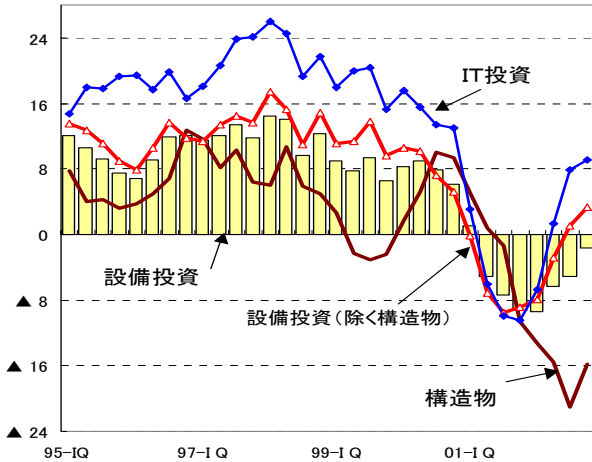
〔設備投資の動向〕

### ●ストック調整は漸く終了局面へ

設備投資は、90年代後半のIT投資を中心とする高い設備投資の伸びが過剰設備を招いたため、2年余に及ぶマイナス成長が続いていたが、昨年10-12月期は、前期比年率で漸くプラスに転換した。しかし、前年同期比では依然マイナスに留まり、設備投資に力強さは感じられない（図表3）。

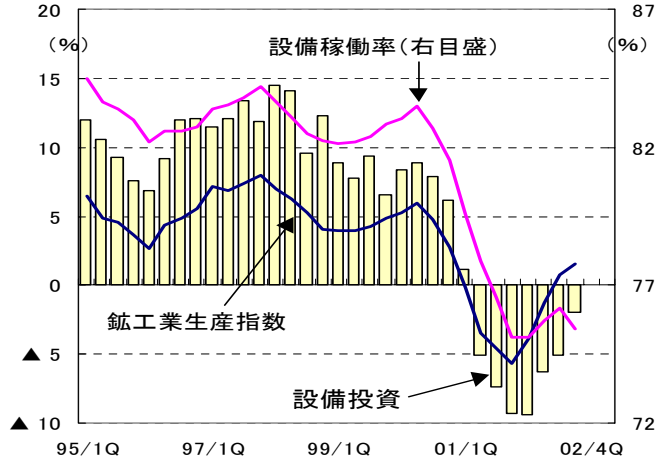
このように設備投資が弱いのは、IT投資を中心に底打ち反転の動きが窺われる半面、能力増あるいは設備の新設時に行なわれる構造物投資のマイナスが大きく、全体の足を引張っているためである。また、設備投資の回復には、生産が伸び、稼働率水準が高まってくることが前提となるが、鉱工業生産の回復は弱く（10-12月期の前年同期比は+1.5%ながら前期比年率では 3.1%のマイナス）、設備稼働率は2月までの5ヵ月間75%台で停滞していること等から、設備投資の回復に勢いは見られない（図表4）。

(図表 4) 米国の設備投資の内訳と推移(四半期)



(資料) 米国商務省、前年同期比、%

(図表 5) 米国の生産・稼働率の推移(四半期)

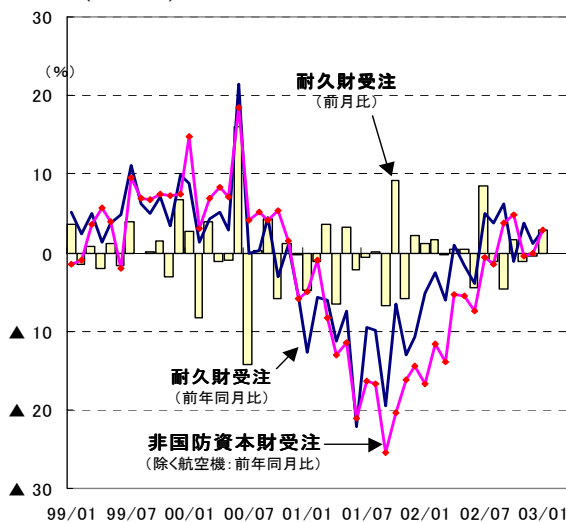


(資料) 米国商務省、FRB、前年同期比、%

加えて、最近のイラク問題の動向が企業家の設備投資判断を先送りさせていると思われる。受注面では、1月は製造業耐久財受注が前月比2.9%増と堅調であったが、これは昨年12月の好調な販売による在庫減を受けた自動車受注(同10.9%増)によって押し上げられた面が強く、1・2月の低調な自動車販売を考慮すると、目先は弱含みの推移となるおそれがある。なお、設備投資の先行指標となる非国防資本財受注(除く航空機)は、1月は前月比4.5%増、前年同月比では2.8%と堅調であり、設備投資の回復トレンドは維持されていると思われる。

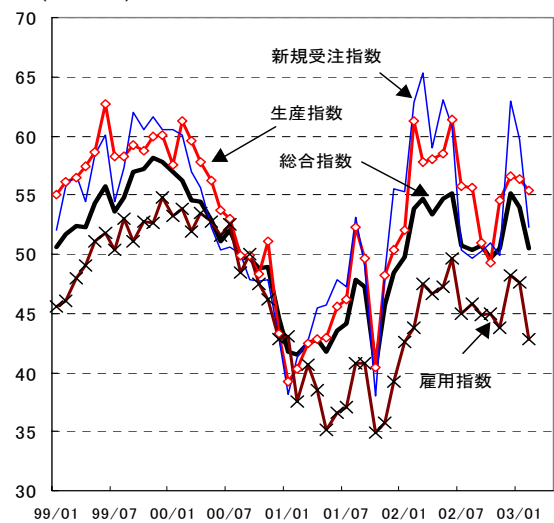
一方、2月のISM指数は50.5と連月の低下を見せ、景況観の分かれ目となる50に近づいた。構成指数の中では、特に新規受注指数が1月の59.7から52.3へと大幅下落となったのをはじめ、雇用指数も47.6から42.8へと急低下を見せた。2月以降の受注のかげりは、ISM指数からも窺がわれ、当面、設備投資は足踏み状態を余儀なくされるものと見られる。

(図表 6) 米国: 耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

(図表 7) 米国: ISM 製造業指数の内訳と推移



(資料) The Institute for Supply Management

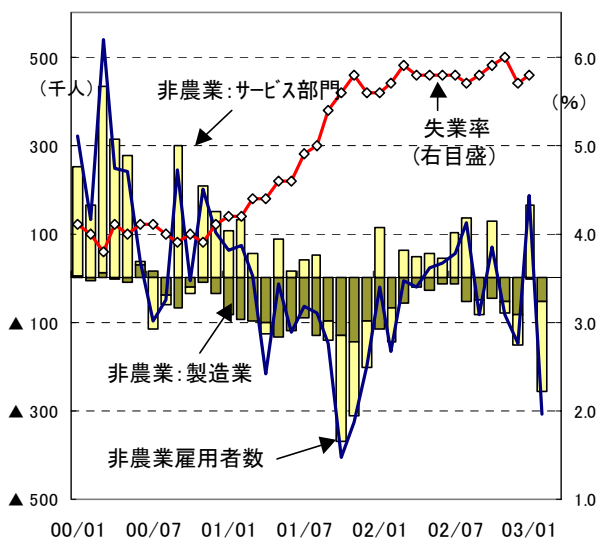
[今後の景気対策]

●ブッシュ大統領は再選を目指し、景気梘子入れ策に注力

上記のように GDP の中心である消費支出と設備投資が芳しくない中では景気の成長軌道への復帰は覚束ない。これまで行なった減税と利下げは、消費の底堅さ（可処分所得の回復、昨年末までの好調な自動車販売）、住宅投資の活況等に現われているものの、GDP を下支えする効果はあっても、GDP を押し上げるには力不足の状況と言える。また、自動車販売にかげりが見え、金利の低下余地の縮小から住宅投資もピークに達していると思われる。雇用についても2月の非農業事業雇用者数が 30.8 万人もの大幅減少を見せるなど再び悪化を見せている。ブッシュ大統領は2004年の大統領選挙での再選を目指しているため、それまでに、景気を成長軌道に乗せ、雇用状況の改善を図りたい所だ。このため、再度の大幅減税案を議会に提案し、景気の梘子入れに乗り出した。特に、雇用の改善は景気回復に遅行するため、2004年の改善を図るのであれば、今年中にも内需を強化し、生産を高めておく必要がある（図表5）。

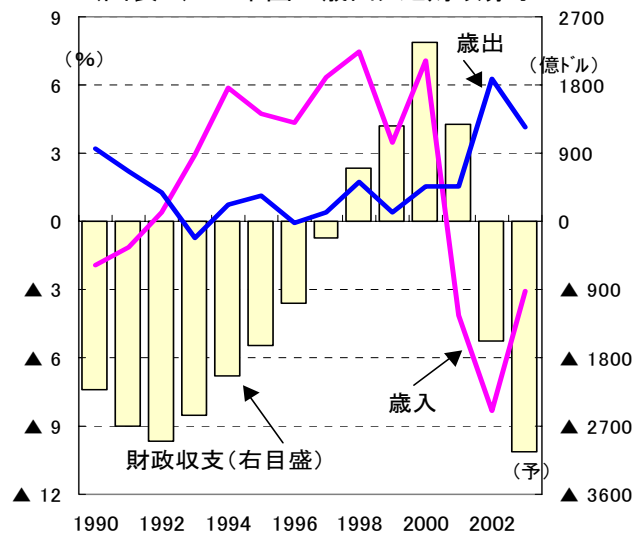
一方、2001年の減税により、既に財政収支は赤字に転落しているため、再び減税を実施すると財政赤字が急拡大する恐れがある。更にイラク関連の1千億ドルとも言われる戦費がこれに上乘せられ、今年度の財政赤字は4千億ドルに達すると見られる。財政赤字の拡大は景気刺激効果の半面、金利押し上げ要因であり、景気の持続的成長を阻害するリスクを持つ。このため、対立政党の民主党を始め、エコノミストの間にもブッシュ政権の減税案に反対の動きが見られる。ブッシュ政権としては何としても減税案を成立させたいところであり、減税案推進に向け財務長官をはじめ主要な経済閣僚を刷新するなど政権内部を強化した。現状ではイラク問題が重大な局面に入っており、その展開や経済に与える影響については予測が難しいが、経済政策面においては、大統領選挙に向けた梘子入れ策が図られつつある状況と言えよう（図表6）。

(図表8) 米国の雇用状況の推移



(資料) 米国労働省

(図表9) 米国の歳出入と財政赤字



(資料) 予算教書、歳出入は物価でテ・フルト後の伸び率。

## < 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、前回見通し（12/20 時点）と想定フェアバリュースに大きな変更はなく、10 年国債金利で見て 3%半ば～4%近辺との見方を維持している。前月の「欧米経済・金融号（2/21 発行）」でも述べた通り、仮にイラク攻撃が早期に終結しても、年央以降の成長率は世の中が期待する「3.5～4%への回帰」を下回るので、その結果財政赤字拡大も金利上振れ要因として作用しない、との見通しがシナリオの前提となっている。

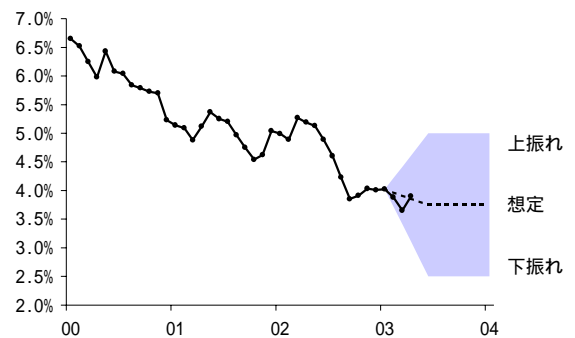
昨年以來、世の中のコンセンサスは常にFRBの金融引締めへの転換を期待する相場形成へと傾いていた。市場参加者のFRBに対する金融政策の見方を反映するFF金利先物の推移をとってみても、この1年間、市場の見方が常に右肩上がり、即ち利上げ期待となっており、それが時間とともに下方修正を続ける構図となっていたことが見てとれる（右下図参照）。

しかし、今月に入り、大幅に悪化した消費者マインド、改善の兆しが見えない雇用環境、不可避となりつつあるイラク攻撃などに対する懸念を背景に、一部で利下げを予想する動きが出始めている。我々も、前回見通し時点の「景気の底支えを狙い、もう一段の利下げを行う可能性がある」との考え方に変更はない。しかし、3/18のFOMCでも判明したように、イラク攻撃開始後の動きはFRBでも見通しが見つからない状況下、利下げのタイミング自体を予想するのは非常に難しく不可能に近い。前回見通しでは「景気の足踏み感が再び強まった場合に財政出動発表のタイミングを見計らいながら、早ければ1～3月中に利下げを実施する可能性がある」との見方をしていたが、3/18のFOMCでは利下げが見送られた

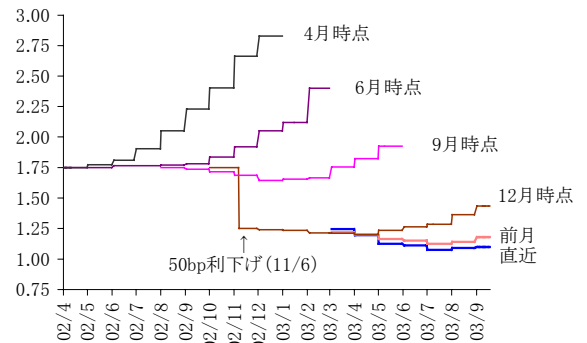
米国主要金利の見通し

|           | 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)  | (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  | 1.25  | 0.75 | 0.75 | 0.75  |
| 国債10年金利   | 平均(%) | 5.0   | 4.6   | 3.8   | 5.1   | 5.1  | 4.2  | 4.0   | 3.9   | 3.9  | 3.8  | 3.8   |

国債 10 年金利の想定フェアバリュー



最近 1 年間の市場参加者による  
金融政策見通しの修正傾向



〔データ〕CBOT, Bloomberg より作成

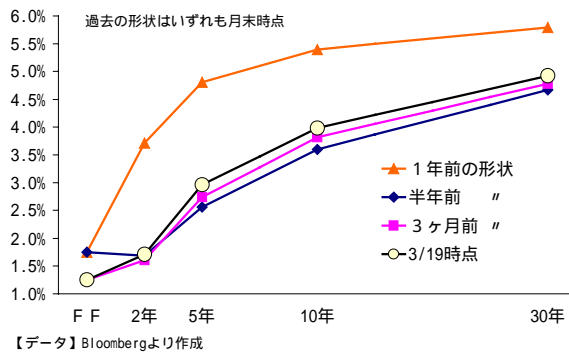
ため、結果としては我々が想定していた最短タイミングでの利下げが実現しなかった。今回も「早ければ4~6月中にFRBが利下げを実施」という、比較的早いタイミングでの利下げの可能性も「最短ケース」として見込んでいる。

### 最近の米国金融市場の動き

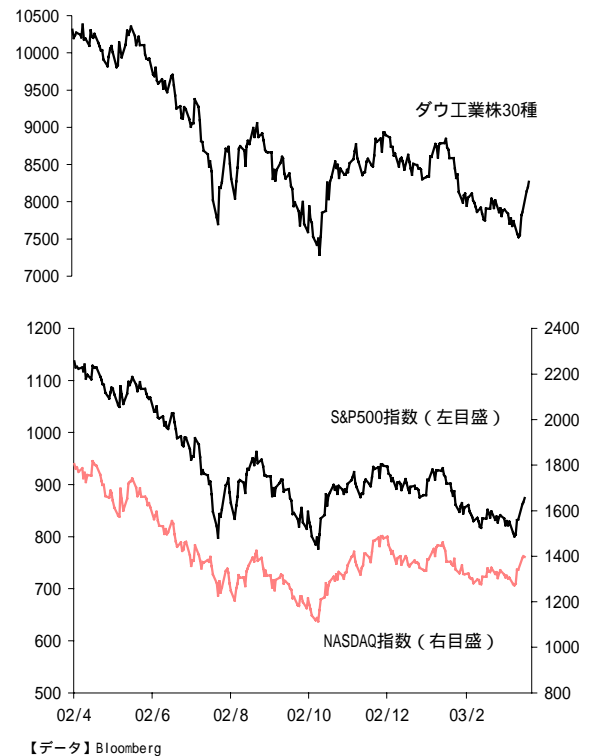
米国金融市場では、2回目の国連報告(2/14)以降もイラクに対する査察が継続する中、米国がイラク攻撃への姿勢を次第に強めていったため、戦争リスクを嫌気した株安・金利低下の流れが続いた。しかも、3月に入るとGM(ゼロ金利キャンペーンの効果に限界との認識)、インテル(売上予想レンジの下方修正)、GE(年金運用で含み損)など、個別企業のマイナス材料が明らかになるとともに、経済指標も雇用情勢の低迷や消費者マインドの悪化を示したことから、ダウ工業株が一時7500ドル前後まで下落し、長期金利(国債10年金利)は3.5%台まで低下した。

しかし、3/13に米政府がイラク攻撃に向けた国連決議案の提出を延期する可能性を示すと、イラク攻撃の早期開始観測が後退し、株式市場ではダウが2日間で300ポイント以上急騰するとともに、長期金利も3.7%台半ばまで20bp近く一気に上昇した。更に、週末(3/16)に米国が一転して国連安保理での交渉を3/17いっぱい打ち切ることを発表すると、週明け直後こそ開戦を嫌気し株安・金利低下となったものの、その後はむしろ一旦戦争が始まれば短期間で終結し、目先の不透明要因が解消されるとの期待が高まったため、ダウ工業株が更に300ポイント以上上昇するなど株価の反発は続き、長期金利も一段と上昇した。

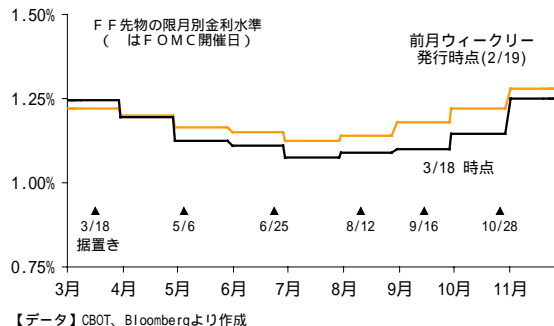
イールドカーブの変化



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

- ユーロ圏ではドイツが10~12月期に前期比ゼロ成長となり、全体でも同0.2%成長に止まるなど景気回復の勢いが鈍っている。輸出の力強い回復や政策による押し上げが期待しづらい中で、内需の伸びは緩慢に止まり2003年通年の成長率は1%に止まろう。

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)   | (実)   | (予)   | (実)   | (実)   | (実)   | (実)   | (予)   | (予)   | (予)  | (予)   |     |
| 実質GDP       | 前年比%     | 1.4   | 0.8   | 1.0   | 0.3   | 0.6   | 0.9   | 1.3   | 1.0   | 0.9   | 0.9  | 1.2   |     |
| 内需          | 寄与度%     | 0.9   | 0.2   | 0.9   | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 | 0.4   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9  | 1.0   |     |
|             | 民間最終消費支出 | 前年比%  | 1.8   | 0.6   | 1.0   | 0.5   | 0.4   | 0.6   | 1.0   | 1.2   | 1.0  | 0.9   | 0.9 |
|             | 固定資本形成   | "     | ▲ 0.6 | ▲ 2.5 | 0.5   | ▲ 2.5 | ▲ 3.2 | ▲ 2.6 | ▲ 1.8 | ▲ 0.7 | 0.6  | 0.9   | 1.1 |
| 外需          | 寄与度%     | 0.5   | 0.6   | 0.1   | 0.5   | 0.8   | 0.5   | 0.5   | 0.2   | 0.2   | 0.1  | 0.1   |     |
| 消費者物価(HICP) | 前年比%     | 2.4   | 2.2   | 2.0   | 2.5   | 2.0   | 2.1   | 2.3   | 2.3   | 2.1   | 1.8  | 1.9   |     |
| 失業率         | %        | 8.0   | 8.3   | 8.6   | 8.1   | 8.2   | 8.3   | 8.5   | 8.6   | 8.6   | 8.6  | 8.5   |     |
| 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

- イギリスではユーロ圏経済の下振れなど外部環境の改善の遅れから輸出、生産の回復は緩慢であり、過熱気味で推移してきた消費の伸びも、イラク情勢の緊迫化を嫌気した消費者マインドの悪化や住宅価格の騰勢鈍化から減速しつつある。2003年通年の成長率は1.9%となろう。

図表 イギリス: 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)   | (実)   | (予)   | (実)   | (実)   | (実)   | (実)   | (予)   | (予)   | (予)   | (予)   |     |
| 実質GDP        | 前年比%     | 2.0   | 1.6   | 1.9   | 1.0   | 1.3   | 2.0   | 2.1   | 2.3   | 2.1   | 1.6   | 1.8   |     |
| 内需           | 寄与度%     | 2.5   | 2.5   | 2.4   | 2.6   | 1.9   | 2.6   | 3.0   | 2.7   | 2.7   | 2.2   | 2.1   |     |
|              | 民間最終消費支出 | 前年比%  | 3.8   | 3.9   | 3.0   | 3.8   | 4.2   | 4.0   | 3.7   | 3.5   | 3.1   | 2.9   | 2.7 |
|              | 固定資本形成   | "     | 0.8   | ▲ 4.5 | ▲ 0.8 | ▲ 6.0 | ▲ 4.5 | ▲ 4.2 | ▲ 3.3 | ▲ 0.9 | ▲ 2.2 | ▲ 0.5 | 0.6 |
| 外需           | 寄与度%     | ▲ 0.6 | ▲ 1.0 | ▲ 0.4 | ▲ 1.6 | ▲ 0.6 | ▲ 0.7 | ▲ 1.0 | ▲ 0.3 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | ▲ 0.2 |     |
| 消費者物価(RPIX)  | "        | 2.1   | 2.2   | 2.7   | 2.4   | 1.9   | 2.0   | 2.6   | 2.9   | 2.7   | 2.6   | 2.6   |     |
| 失業率          | %        | 3.2   | 3.1   | 3.3   | 3.1   | 3.2   | 3.1   | 3.1   | 3.2   | 3.3   | 3.3   | 3.3   |     |
| イングランド銀行レポ金利 | %        | 4.00  | 4.00  | 3.50  | 4.00  | 4.00  | 4.00  | 4.00  | 3.75  | 3.50  | 3.50  | 3.50  |     |

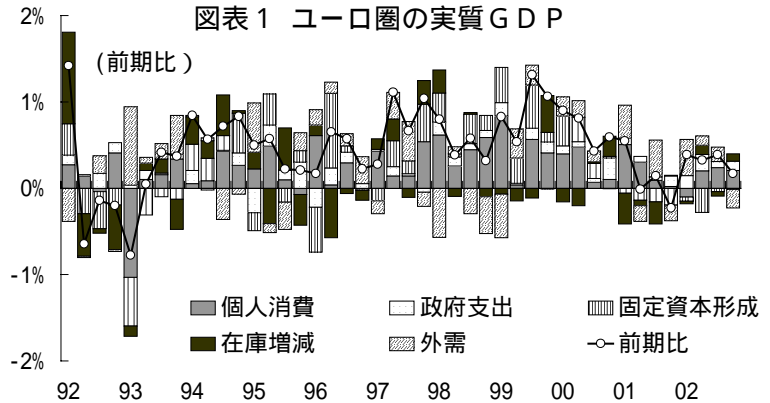
(注) 政策金利は未値

## 1. ユーロ圏

### 現状：ユーロ圏の景気は再減速

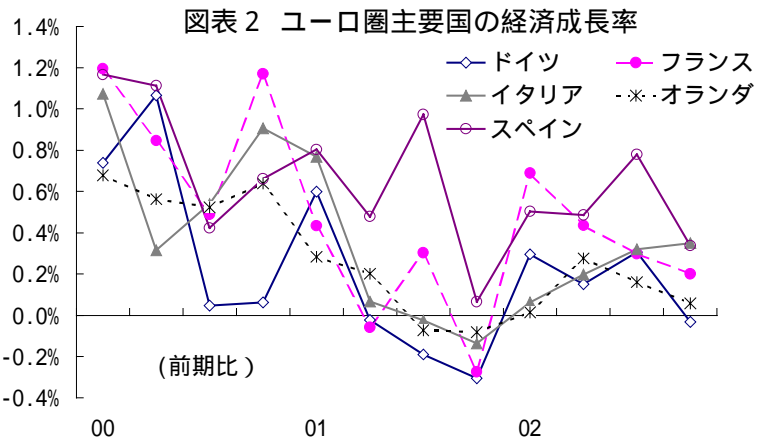
(概況)

10～12月期のユーロ圏の成長率は前期比0.2%と7～9月期の0.4%を下回った。成長率低下の主な要因は輸出の失速で外需の寄与が前期比でマイナスに転じたことにある。個人消費は4～6月期、7～9月期に続き前期比0.4%と底固く推移し、設備投資は一旦下げ止まった(図表1)。

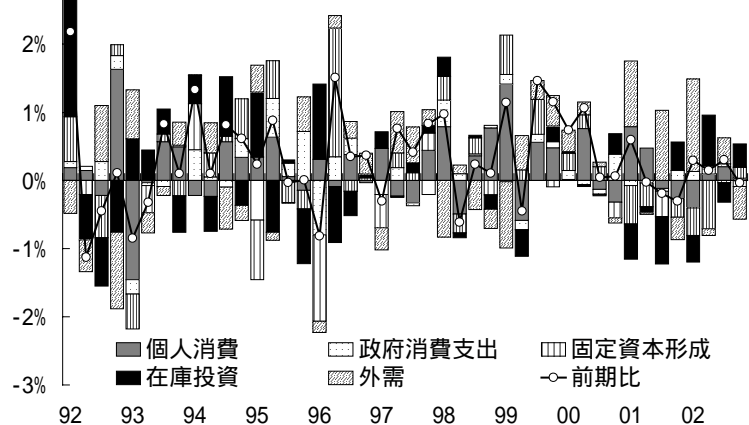


(ドイツ経済)

国別には7～9月期の同0.3%から10～12月期に同ゼロ成長となったドイツの不振が目立っている(図表2)。10～12月期には長期低迷が続いた建設投資は99年10～12月期以来、設備投資は2000年10～12月期以来となる前期比プラスに転じ、固定資本形成の成長への寄与はプラスになったが、輸出と個人消費が減速したことで成長率は前期を下回る結果となった(図表3)。



図表3 ドイツ：実質GDP成長率 (前期比)



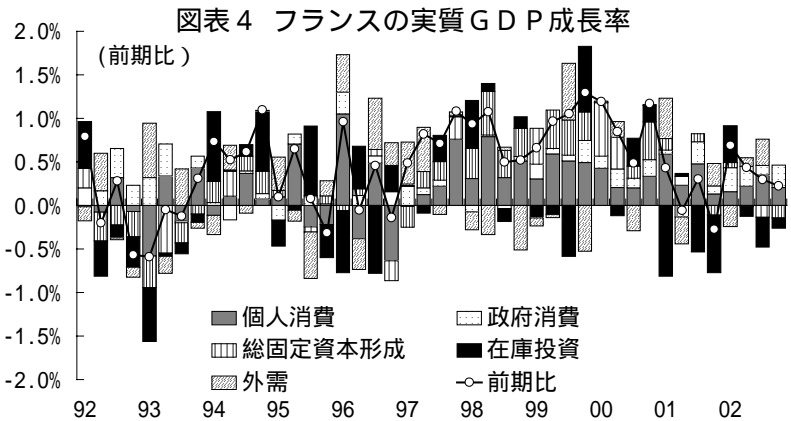
年明け後は、1月の小売売上高(前月比4.2%)や生産統計(同1.6%)のプラス転化、IFO企業景況感指数の2カ月連続、機関投資家を対象とするZEW景況感指数(期待指数)の3カ月連続の改善など下げ止まりを示

唆する指標が散見されるようになっている。しかし、これらの指標は季節調整の問題から月次のブレが大きく、小売売上高は2カ月連続のマイナスの反動、生産も12月の前月比マイナス3.5%という大幅減の反動があらわれた面が少なからずあるものと思われる。IFO指数は現状判断の

改善が見られるものの、水準自体が低く、企業が慎重な姿勢を維持している点には変わりがない。1～3月期のドイツ経済は一層の落ち込みは回避し、4～6月期の回復期待が出始めているものの対イラク戦争や不安定な株価の推移から先行きの不透明感も強い状況と判断されよう。

### ( フランス経済 )

フランスでも 2002 年初からの成長率の低下が続いている。10～12 月期には在庫取り崩しと設備投資の調整が続いたほか輸出の減少で外需の寄与がゼロまで縮小した。個人消費の伸びも鈍化したことで、成長への寄与度では政府支出が最大となった(図表 4)。

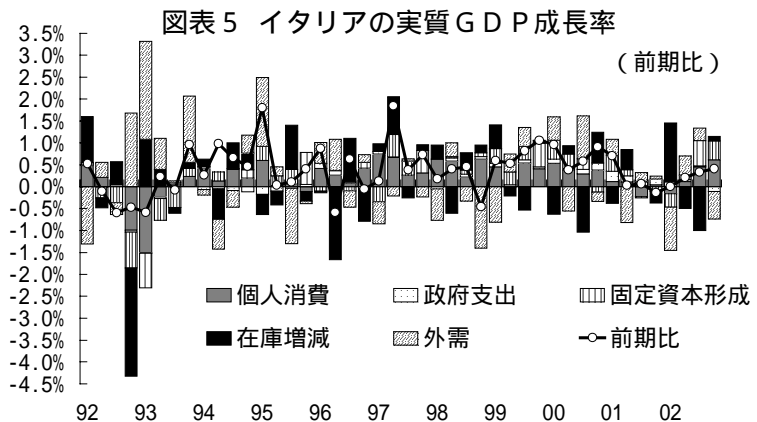


1月も輸出は前月比でマイナスとなったが、生産は製造業で前月比0.6%、鉱工業で同1.5%と改善した。しかし、生産統計にはドイツ同様に季節調整の問題や12月の減少の反動があらわれた面があり、フランス国立統計経済研究所(INSEE)でも1月のプラス転化は回復を示唆するものではないとしている。企業の景況感や消費者マインドの悪化から景気下振れの可能性も高まっている。企業景況感はイラク情勢の緊迫化、原油高、ユーロ高を背景に2月には前月のマイナス3.1からマイナス3.3へと低下、稼働率も83.6%から83.2%にわずかながら低下しており、当面、設備投資や雇用の手控えが継続されることになる。底堅さを保ってきた消費者信頼感も雇用見通しの悪化を主因に1月はマイナス2.2、2月はマイナス2.6と急速に悪化しており、消費の手控えが予想される状況にある。

### ( その他の国々 )

高めの成長を続けてきたスペイン(7～9月:前期比0.8%、10～12月:同0.3%)やオランダ(同0.2%、0.1%)の成長率も前期を下回り、上位5カ国の中で前期の成長率を上回ったのはイタリアのみとなっている。

イタリアでは昨年末を期限とした設備投資減税や政府による



自動車販売促進策の効果から設備投資や個人消費が拡大したことが成長率を押し上げたものの、輸出の伸び悩みから外需の成長への寄与はマイナスに転化している(図表 5)。外部環境の改善が

なければ政策効果の剥落とともに景気拡大のテンポは鈍るものと想定される。

### 見通し：2003年のユーロ圏は1%成長

ユーロ圏では「対イラク戦争が短期間で一応の決着を見る」という想定の下でも、ユーロ高、米国経済の緩慢な回復により輸出回復の勢いが抑制されることで、景気回復のテンポは緩慢な状況が続こう。原油高によるコスト上昇分を製品価格に転化することが難しい状況で企業収益が圧迫されやすく、雇用の手控えは当面継続されるであろう。

インフレ率はエネルギー価格上昇の影響で2月も2.4%と政策目標(2%)からの上方に乖離したが、コアインフレ率は1.9%と落ち着きつつある。4月以降は原油価格が落ち着く一方、ユーロ相場の堅調な推移を想定しているため、エネルギー価格は物価押し下げ要因に転化、インフレ率は2%を下回るものと予想する。

欧州中央銀行(ECB)は3月6日に政策金利の0.25%引き下げを実施したが、インフレ圧力の緩和傾向、消費者マインドの急速な悪化で景気下振れリスクが強まっていることから、イラク情勢や金融市場の動向を見極めながら、上半期中に追加利下げが行われる可能性は高いものと予想する。

#### (ドイツ経済)

ドイツで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などから個人消費の伸びは力強さに欠ける状況が続くだろう。2003年の成長率は2002年の0.2%から0.7%へと回復に向かうが低い水準に止まるであろう。

シュレーダー首相は14日の連邦議会における施政方針演説の中で雇用制度改革、健康保険制度の見直し方針とともに、景気対策として投資促進のために、住宅産業向けに80億ユーロ、地方自治体向けに70億ユーロの総額150億ユーロ規模(GDP比0.7%相当)の特別低利融資枠を設けることを明らかにした。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」の上限3%を大きく上回ったドイツは過剰な財政赤字への「警告」に対する具体的な財政赤字削減を求められており、今回の景気対策でも新たな借金はしないことを原則としている。経済不振の深刻化やイラク問題など特殊事情を勘案し規定の弾力的運用が認められるようになるのか、今後の議論が注目される。

#### (フランス経済)

フランス経済も厳しい外部環境の下では雇用の底入れが遅れ、国内民間需要は伸び悩む状況が続くであろう。通年の成長率は1.1%と2002年の1.2%を僅かに下回るであろう。

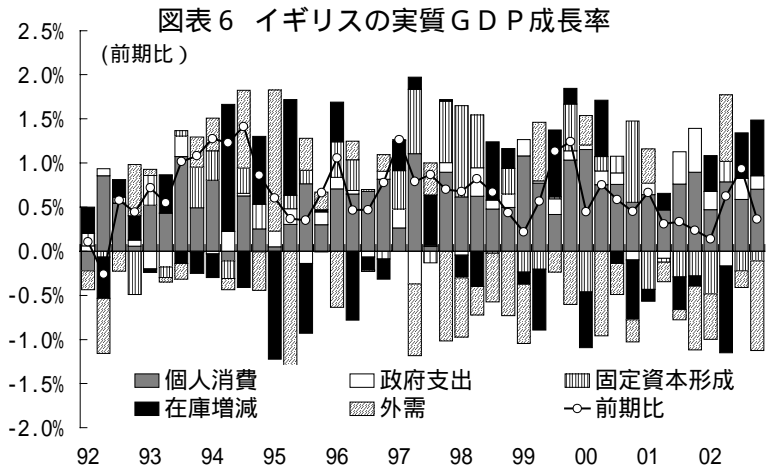
フランスは1月に財政赤字に対して早期是正を求める「警告」を受けているが、昨年後半の景気減速による税収不足から、2002年の財政赤字は当初の予想(GDP比2.8%)を上回る3.1%に達したことが明らかになった。現時点では、昨年の大統領選挙時の公約であった所得税減税を今年度は予定通り実施、来年度以降の減税計画を見直すことが示唆されている。しかし、予算案策

定時の 2.5% 成長の達成は困難と見られる中、赤字が 2 年連続で 3% を突破するおそれもあり、具体的な赤字削減措置を求める「勧告」が発動される可能性は高まりつつある。

## 2. イギリス経済

### 現状：景気は減速傾向

イギリス経済も 10～12 月期は 7～9 月期の前期比 0.9% から同 0.4% へと減速した（図表 6）。個人消費は前期比 0.7% と 7～9 月期の 0.6% を上回る伸びとなり、在庫需要も前期に続き大幅に増加した。しかし、設備投資の低迷は続き、輸出の大幅な減少で外需の寄与度のマイナス幅が拡大したことから、成長率が低下した。



2003 年入り後の指標や企業サーベイからは輸出、生産、受注改善は見られない。他方、住宅資産効果に後押しされ過熱気味で推移してきた消費は、1 月の小売売上数量（前月比マイナス 1.0%）、CBI 小売業サーベイなどに減速の兆候が顕れ始めた。

### 展望：消費は緩やかに減速、金融・経済環境の悪化には弾力的利下げで対応へ

イラク問題やユーロ圏経済の下振れなどにより輸出、生産の回復は、引き続き足取りの重いものに止まるであろう。消費の伸びは、イラク情勢への懸念から消費者信頼感が大きく低下していることや、石油、食品、衣料品価格の値上がりにより小売物価（RPIX）が上昇していること（2 月：前年比 3.0%）などから、鈍化傾向が続くものと見られる。この結果、通年の成長率は 1.9% と 2002 年（1.6%）に続き 2% を下回るものと予想する。

イングランド銀行は、2 月 6 日に 0.25% の予防的利下げを実施したが、住宅価格の急速かつ無秩序な調整による景気急減速のリスクが内在していることから、今後も対イラク戦争の影響などによる経済・金融環境の急変に際して、追加的な利下げで機動的に対応するものと予想される。

< ヒックス：湾岸戦争時との比較で見た戦時における米国消費動向 >

(担当：土肥原)

〔はじめに〕

グリーンズパンFRB議長は、先月、景気の先行きについて「地政学的リスクが大きく経済の見通しは困難」との議会証言を行なったが、対イラクとの短期戦を前提にすれば、湾岸戦争は、戦時における米国経済への影響について幾つかのヒントを与えている。当時とは、米国の経済状況等が異なるが、以下、消費支出面に絞り込んで比較を行なってみた。

\*\*\*\*\*

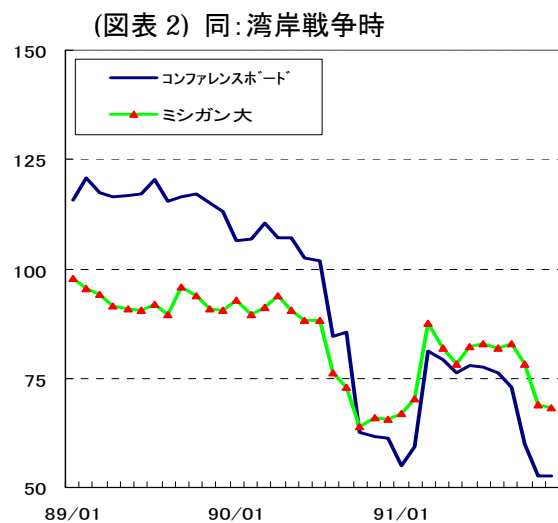
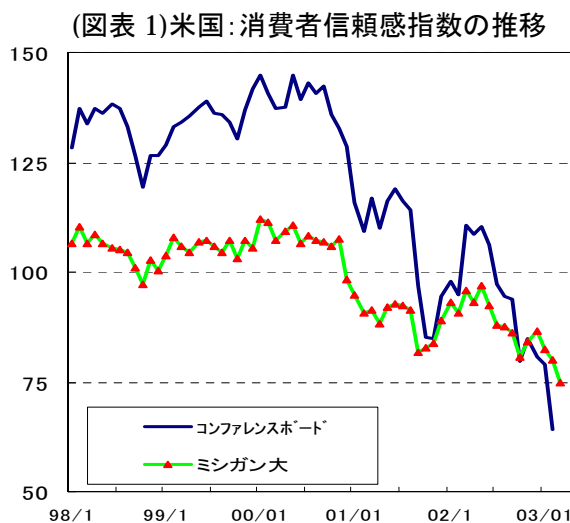
1、戦時の消費への影響

戦争期間の長短が、重要なポイント

米国の消費者信頼感指数は、同時多発テロ事件後に急低下し、アフガン進攻後に回復したが、昨年の後半からイラク問題を懸念し、再び急低下を見せている。特に最近のイラク攻撃懸念の高まりは、株価下落の一因でもあり、またテロ事件再発懸念を伴ったものでもあるため消費者マインドへの影響も大きく、コンファレンスボード発表分は93/10以来、ミシガン大学発表分は92/10以来の低水準に落込んでいる(図表1)

このように戦争開始前に消費者マインドが落込むのは、湾岸戦争時でも同様であった。湾岸戦争時の消費者マインドは、2月の終戦後、3月には急上昇を見せた。今回も戦局が短期に終結すれば、消費者マインドの回復が期待出来るが、長期戦となると消費者マインドの停滞期間が持続するため景気への影響は大きい。戦争期間の長短は景気への影響面からみれば、最も重要なポイントと言えよう(図表2)。

〔注〕湾岸戦争は、90/8/2 イラクのクウェート侵攻後、91/1/17 開戦、91/2/27 停戦となった。



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

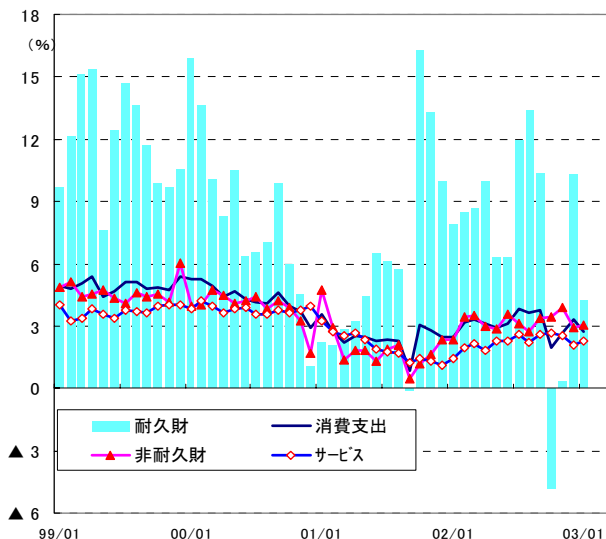
## 戦時の消費者マインドの低下は、耐久財消費に影響大

湾岸戦争時の消費者マインドは、90年8月のイラクのクウェート侵略時以降、急激な下落を見せたが、この時、消費支出の中でも落ち込みが目立ったのが耐久財であった。耐久財消費は、91年1月の開戦とともに前年同月比で17.4%減の大幅な落ち込みを見せ、落ち込み幅におけるボトムをつけたが、その後プラスに転換するまで1年を要している。この間、非耐久財は若干のマイナスに留まり、サービス支出はプラスを維持した。また、開戦時の耐久財消費の急低下が消費支出全体の伸びをマイナスとし、リセッション入りの契機をもたらした形となった（図表4）。

一方、2001年の耐久財消費は、湾岸戦争前の90年と比較するとより堅調に推移していたが、それでもテロ事件直後の消費者マインドの急落に伴い前年同月比で0.1%減とマイナスに落ち込んだ。耐久財消費が前年同月比でマイナスとなったのは、実に92年3月以来のことであった。戦時における消費者マインドの低下は、大型耐久消費財の手控えに繋がりがやすいことを示したと言えよう（図表3）。

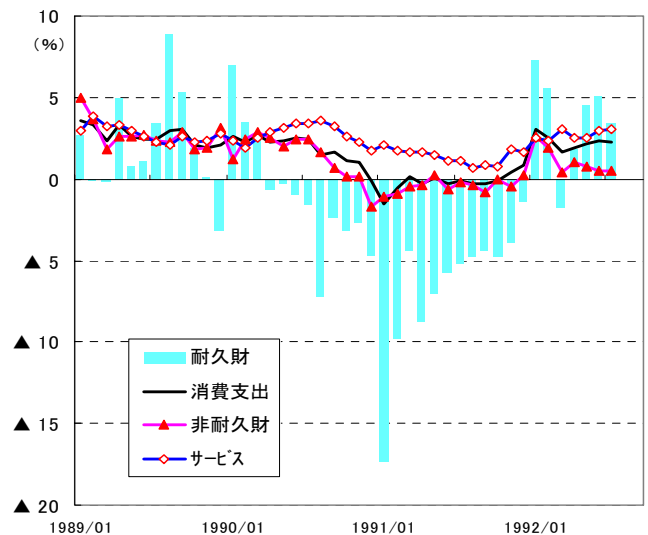
ただし、2001年のリセッションは、91年と異なりストック調整を主要因としたものであったため、リセッション期間を通じて消費支出がマイナスをつけることはなかった。テロ事件後の苦境を、ゼロ金利ローン販売等で乗り切れたのも、湾岸戦争時より相対的に消費環境が良好であったことによるものと言えよう。しかし、今年に入ってからの自動車販売は、これまでの好調な販売による需要の一巡感から低下が目立っており、最近の消費者マインドの低下により一時的な購入の見送りが生じても不思議ではない。耐久財消費への影響の大きい自動車販売の動向にはこれまで以上に留意しておく必要がある。

(図表3) 米国: 消費支出の内訳の推移



(資料) 米国商務省、前年同月比、%

(図表4) 同: 湾岸戦争時



(資料) 米国商務省、前年同月比、%

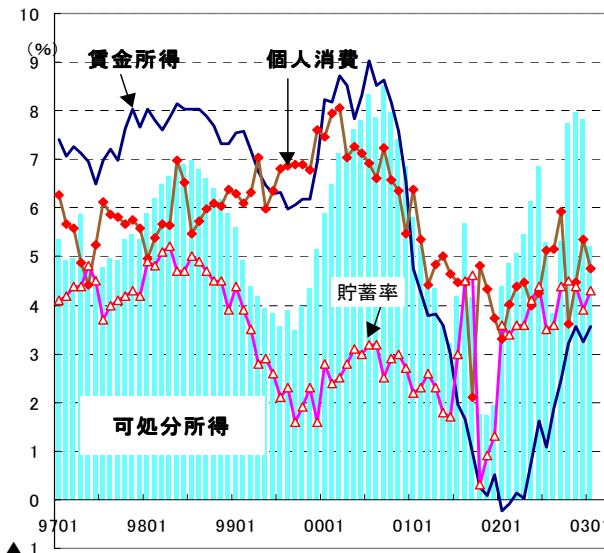
## 2、消費支出の背景の比較

### 既に回復しつつある可処分所得が、消費の下支えに

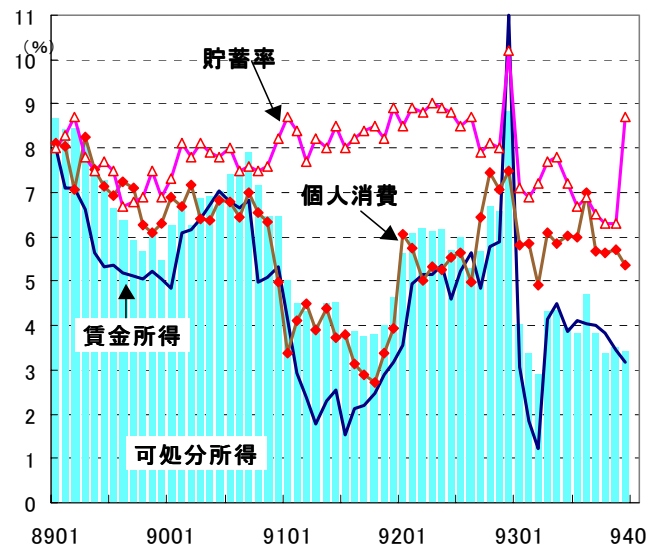
消費支出の背景である所得サイドについて比較すると、現状での賃金所得はテロ事件後をボトムに回復に向かっており、可処分所得も 2001 年の減税以降（同年 7-9 月に還付実施）の回復は急速で、足許での消費支出の停滞が貯蓄率を改善している。一時的に消費が落ち込んだとしても、短期の終戦で消費者マインドが改善すれば、消費支出は回復に向かうとみることが可能である。

湾岸戦争時には、2001 年のテロ事件時のように景気の下降局面に当たったこともあり、賃金・可処分所得の低下を背景に消費支出が低下した。なお、当時の物価指数は 5% 超の水準にあり、実質的な消費水準は現在に比べて相当低く、消費の冷え込みによりリセッションに突入した形である。

(図表 5) 名目消費支出と可処分所得



(図表 6) 同：湾岸戦争時



(資料) 米国商務省、前年同月比、%

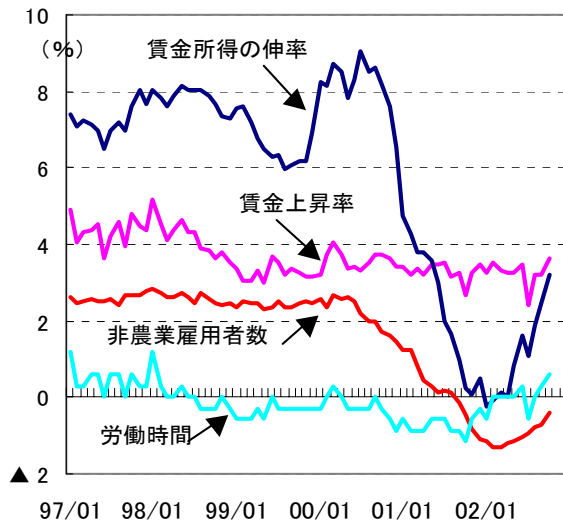
### 賃金・雇用面ではテロ事件後をボトムに回復局面

景気の下降局面という点では、湾岸戦争時の状況は、2001 年のテロ事件・アフガン進攻時の状況とよく似ている。特に、上記の賃金動向を雇用面の状況から見ると、いずれの時期も、雇用者数の悪化と労働時間の悪化を背景に賃金所得の伸び率が低下していく局面で起きている(図表 7・8)。

今回の開戦については、2 月の雇用者数の悪化は気掛りであるが、賃金、労働時間とも既に上向きに転じた局面にあり、戦闘の長期化等による需要の冷え込みが避けられるのであれば、賃金所得の伸率にまでは波及しないと思われる。

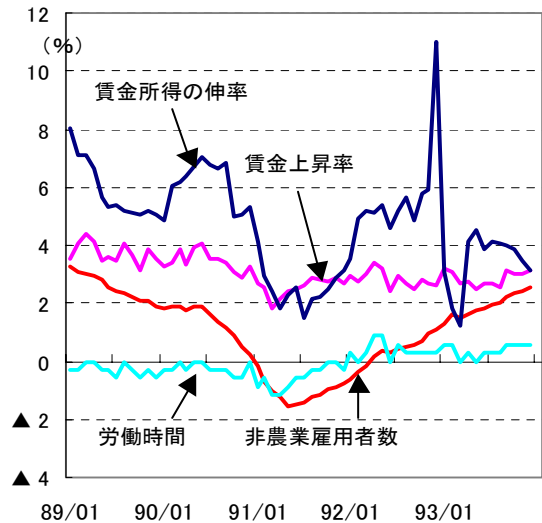


(図表 7)米国:賃金と雇用状況の推移



(資料) 米国労働省

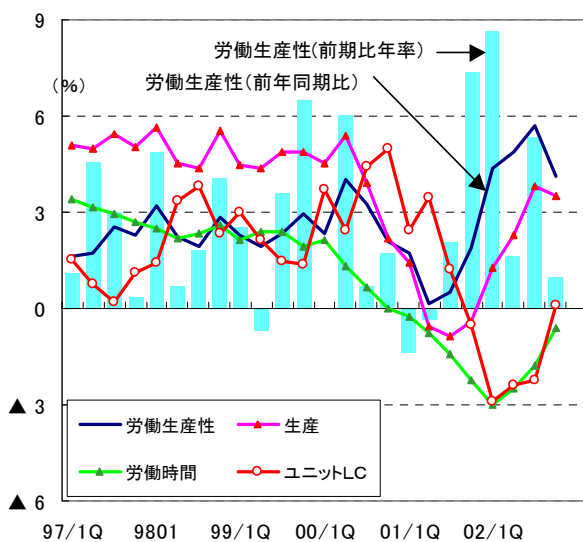
(図表 8) 同 : 湾岸戦争時



労働生産性 (= 生産 / (総)労働時間) についても、やはりテロ事件後にボトムをつけ、既に回復局面にある。景気の回復過程では、生産に遅れて(総)労働時間が回復するため生産性が上昇するのは、湾岸戦争時と同様である(図表 9・10)。

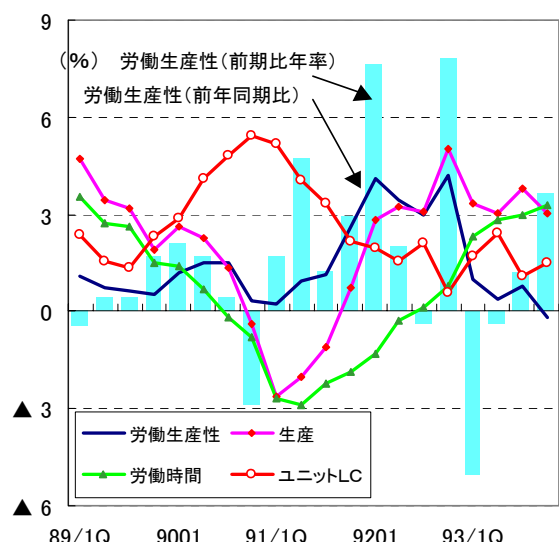
異なる点は、今次回復局面におけるユニットレバークスト (= 賃金 / 労働生産性) の低下である。湾岸戦争時に増して生産性の上昇が急速だったためであるが、生産性の上昇によって賃金の伸率を維持できた半面、雇用の回復が遅れたとみることができる。また、ユニットレバークストの低下がインフレを懸念することなく利下げの実施を可能にした。湾岸戦争時と比べて早めの政策対応が打てた背景と言えよう。

(図表 9)米国:労働生産性の推移



(資料)米国労働省、前年同期比、%

(図表 10) 同 : 湾岸戦争時



## 消費を取り巻く金融環境の比較

### ～物価、金利の低下は先行しているが、株価の下落が大

金融市場の動きを湾岸戦争時と比較すると、現状は、金利が十分低下している半面、株価の下落が相対的に大きい。消費は金利低下の恩恵を受けてきたが、今後、株価下落の逆資産効果が強まる恐れがある。

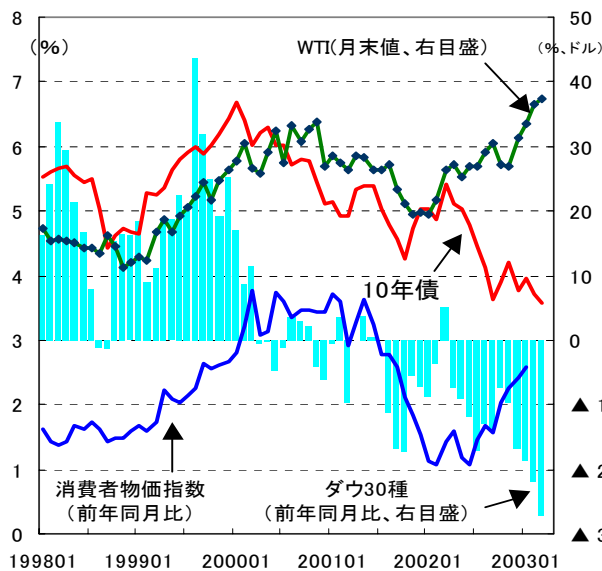
物価は原油価格の変動に影響されるが、それらを除いたコアのベースでは概ね安定した推移にある。原油価格は、開戦に先行して上昇を見せており、既に湾岸戦争当時の高値に迫っていることから、今後の動向次第では乱高下もあり得よう。

こうした状況の変化には留意する必要があるが、半面、特筆すべきは、活況を呈する住宅市場（1月の中古住宅取引は過去最高）からの影響である。住宅価格の上昇はここに来てピークアウトしつつあるが、これまでの価格上昇による資産効果が見込まれるのに加え、モーゲージ金利の低下(注1)による住宅ローンのリファイナンスは過去の最高を大幅に更新しており(注2)、家計は支払利息の低下と豊富なキャッシュを手に入れている。湾岸戦争時に比べ消費が底堅い理由の一つに挙げられよう。

(注1) 3/7、30年住宅ローン金利は5.42%と過去最低水準を更新。

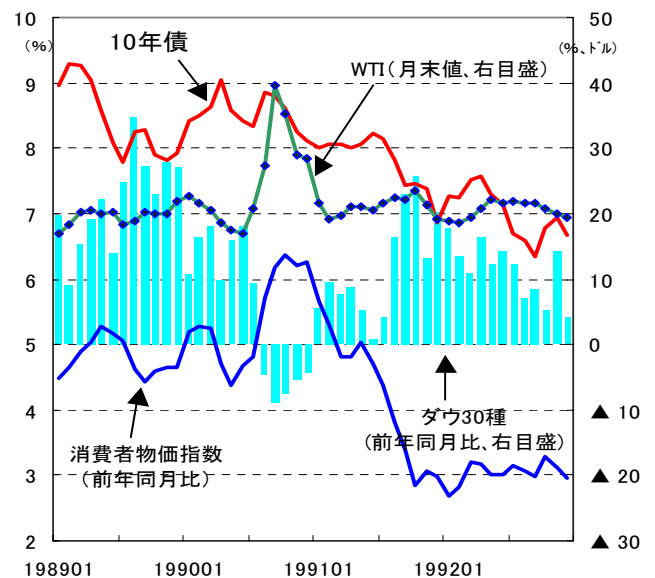
(注2) MBAのリファイナンスインデックスは3/7に終わる週に8920.9を記録、これまでの最高は02/10/4の6926.9。

(図表 11) 米国: 物価、原油、金融市場の推移



(資料) 米国商務省・労働省他。

(図表 12) 同、湾岸戦争時



(資料) 米国商務省・労働省他。

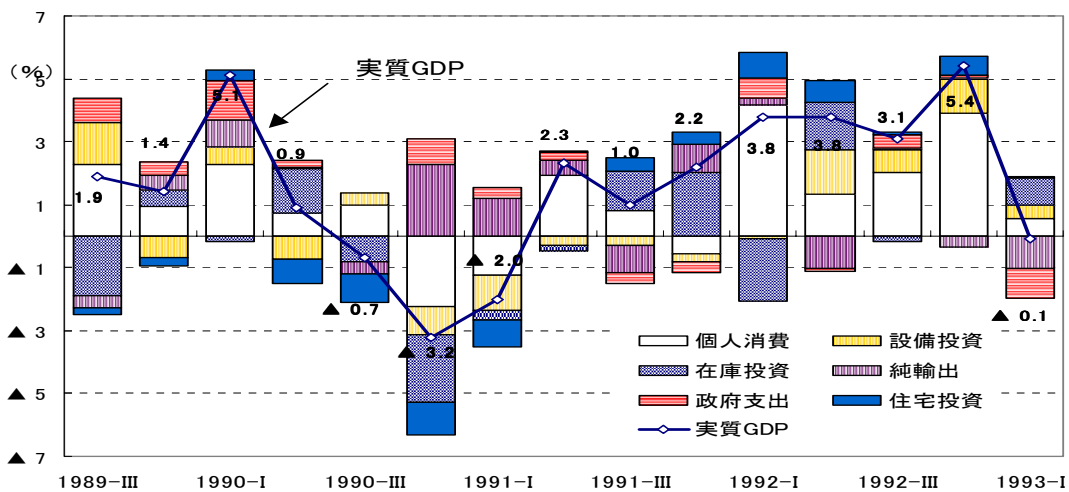
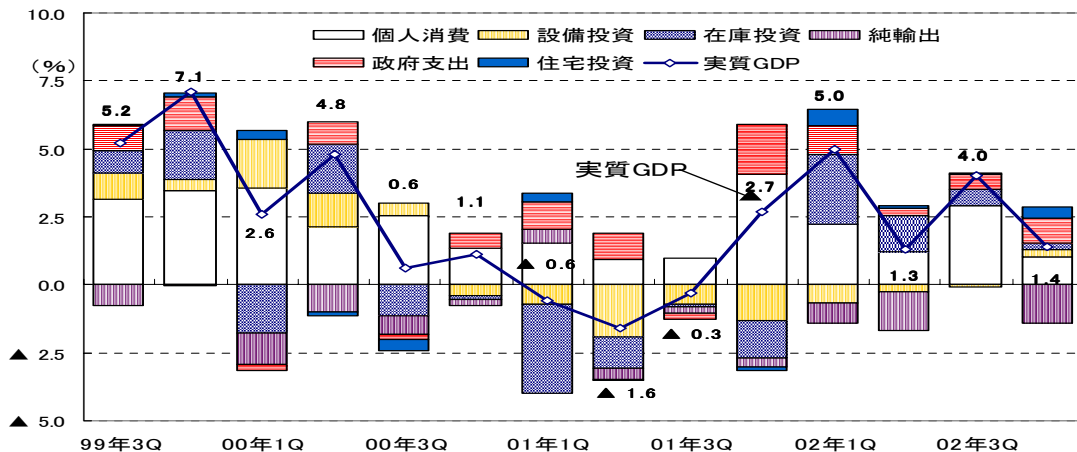
### 3、まとめ

湾岸戦争時と同様、戦争懸念は消費者マインドを冷え込ませており、耐久財を中心に消費に打撃を与えられる。

特に、耐久財消費に重要な影響を与える自動車販売は、これまでインセンティブ販売を実施してきたため、ここにきて需要の一巡感から低下を見せている。このタイミングでの開戦は耐久財消費を落込ませるリスクを有しており、一時的な景気の低下も否定できない。更に長期での戦争となれば景気に与える影響は拡大しよう。

しかし、景気循環における位置付けは、湾岸戦争時には景気の下降過程にあり、現在は回復過程にある。この点、同時多発テロ事件後の状況の方が、湾岸戦争時との類似点が多かったと言えよう。現在は金利低下が進み、減税が実施されているため、景気回復は未だ芳しくないものの消費を支える可処分所得は既に回復している。更なる減税策が取られれば、可処分所得の回復は一層堅固なものとなり、下半期の景気回復をより確実なものとしよう。

(参考) 米国の実質 GDP と寄与度の推移 (下段は湾岸戦争時、前期比年率、%、資料：米国商務省)



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)