



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 >

- ・イラク戦争が収束に向かい、過去数ヵ月にわたって米国経済を覆っていた不透明感が払拭された形であるが、景気の持直しには多少時間がかかりそうな状況である。
- ・昨年、第4四半期にプラスに転じ、注目された設備投資であるが、受注や企業センチメントの悪化により、急速な回復は見込みにくい。一方、消費者マインドは回復の兆しを見せており、再び消費先導型の景気回復が期待される。当面、需要の一巡感が指摘されるなかでインセンティブがさらに強化された自動車販売の動向に注目したい。

< 米国金融 >

- ・米国債券市場では、イラク戦争の終結とともに、実体経済が循環的に回復し長期金利も次第に水準を切り上げていくとの見方が優勢となっている模様だ。
- ・しかし、長期金利の変動は、過去において必ずしも景気循環と一致していない。むしろ、長期金利の水準を想定する上では、景気の循環的回復に伴う期待成長力の上振れ以上に、その結果インフレ期待がどの程度高まるかが注目されるべきだろう。

< 欧州経済 >

- ・欧州委員会、IMFは、それぞれ春季経済予測でユーロ圏の2003年の成長率見通しを下方修正した。米国や日本に比べて下方修正幅が大きくなった理由として、経済構造が柔軟性に欠けるため外的ショックの吸収力に乏しいことと、財政・金融政策による下支えが期待できないことが指摘されている。

主任研究員（米国経済） 土肥原 晋 (03)3597-8647 doihara@nli-research.co.jp

主任研究員（欧州経済） 伊藤 さゆり (03)3597-8538 ito@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト（米国金融） 熊谷 潤一 (03)3597-8448 kumagai@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〕

イラク開戦後、約 20 日間でバクダットが解放されてフセイン政権は崩壊し、戦闘も小規模なものとなった。戦争の収束で米国経済の直面していた大きな不透明要因は払拭されたが、現在発表されつつある経済指標の多くは戦争中の米国経済状況を示しているものであり、戦後に位置づけられる 4 月以降の主要指標の発表は 5 月になってからとなる。先日の G 7 でイラク戦後の米国経済への影響を聞かれたグリーンズパン FRB 議長は口は重かった。市場でも今後の米国経済の循環的回復への復帰について様子を見ている状況と言えよう。

本年第 1 四半期の経済状況を月毎に振り返ると、1 月はまずまずの状況にあったが、2 月の景気指標は、東海岸の大雪とイラク問題の影響を受けたと見られ、消費のみならず、住宅市場、耐久財受注等、広範な範囲に渡って不振を見せた。しかし、3 月の経済指標は幾分回復している。4 月初に発表された 3 月の自動車販売は予想されたほどの落ち込みとはならず、開戦による「CNN 効果」(TV に釘付けになり消費が停滞すること)も予期されたほどに大きくはなかった。発表された経済指標は強弱入り交じっているものの、戦中にしては底堅いとの見方も可能であろう。なお、第 1 四半期の成長率については、4/25 に発表予定であるが、4 月ブルーチップ誌のエコノミスト平均値は 1.8% (前期比年率) となっている。

今後の米国景気については、消費者マインドが回復の兆しを見せている一方、企業部門における景況感の冷え込みが気掛かりである。自動車販売については需要の一巡感が指摘される中、自動車各社が 4 月のインセンティブ販売を拡大している。こうしたことから、4 - 6 月期の米国経済は、イラク問題が浮上する以前からの消費先行型の景気回復を再び模索することになりそうである。なお、消費の持続性については、上院での審議が難航しているブッシュ減税案が成案を見れば、下半期の消費支出をより確かなものにする事となる。

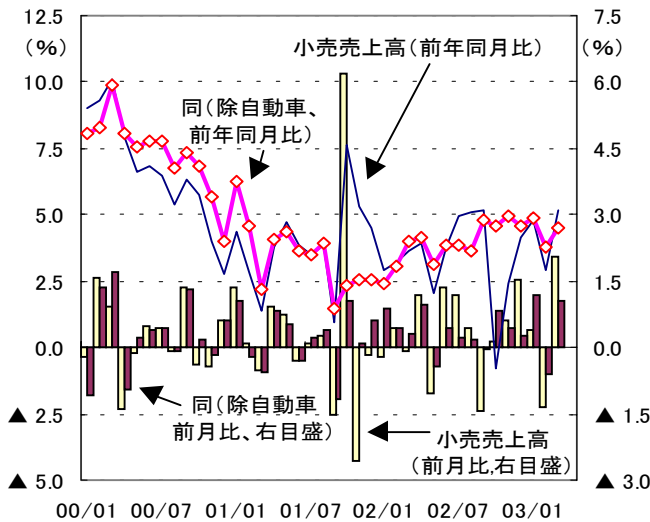
〔消費動向〕

● 3 月小売売上高は予想を上回る回復、消費者マインドはボトムアウトか

3 月の小売売上高は前月比 2.1% 増と前月の減少 (同 1.3% 減) から持直し、市場の予想平均値同 0.6% 増を上回った。前月の落ち込みの反動もあって、上昇幅としてはテロ事件後の自動車販売が急伸した 2001 年 10 月以来のものとなった。内訳を見ると、自動車が前月比 5.3% (前月は同 3.7% 減) と高い伸びを見せたことが大きく、自動車を除く売上高では前月比で 1.1% 増に留まる。この他では前月に減少を見せた建設資材等の同 7.9% 増 (前月は同 5.8% 減) 家具等の同 1.5% 増 (前月は同 2.4% 減) 衣料品等の同 1.1% 増 (前月は同 1.4% 減) 等の反転増加が目立った。前年同月比のベースで見ても、小売売上高全体では 5.3% 増、自動車除きでは 4.8% 増と回復しており、懸念された程の消費停滞とはならなかったことを示した (図表 1)。

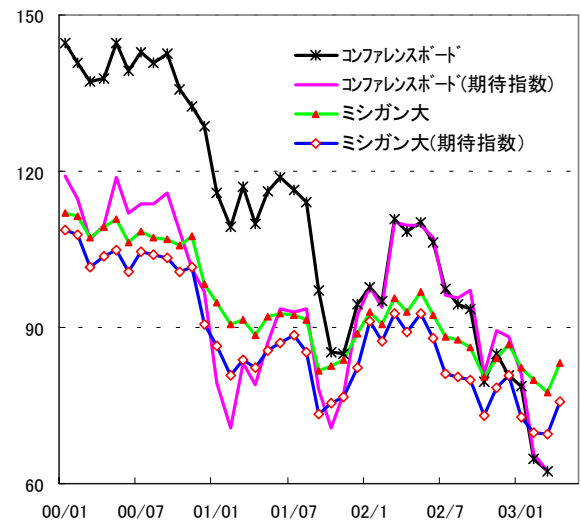
ミシガン大学の消費者マインド指数（4月速報値）は83.2（前月比+5.6増）と予想（79.0）を上回る上昇を見せた。前月比の上昇幅は2000年1月以来の大きさで、構成指数のうち期待指数が同+6.1増、現況指数も同+4.8増といずれも大幅な上昇となった。イラク問題に目処が付き、目先の不透明感が払拭されつつある状況を反映したものと思われる（図表2）。

（図表1）米国：小売売上高の推移（%）



（資料）米国商務省

（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

4月の自動車販売には、インセンティブ拡大の効果も

3月の自動車販売は、販売台数では年率1620万台と2月の同1552万台から回復し、当初の開戦による落ち込み予想を覆した。米国の自動車販売は2002年が1680万台と過去4番目の好調を見せたものの、2003年は1620~30万台程度に鈍化するとの見方が多く、そうした中で1-3月期は年率1560~70万台に留まったと見られ、自動車販売の一巡感も指摘されている。このため、GMでは殆どの新車についてこれまで3年だったゼロ金利ローン（キャンペーン名“Zero to 60”）を5年間に拡大し（キャッシュリベートについても3000ドルに引き上げる等、4月のインセンティブ販売を更に強化すると発表した。大手他社もほぼ同様の販売促進策で追随している。自動車販売は小売売上高の1/4を占めるとともに、工業生産への影響も大きいだけに、今後の景気を見る上でもその動向が注目される。

〔生産部門の動向〕

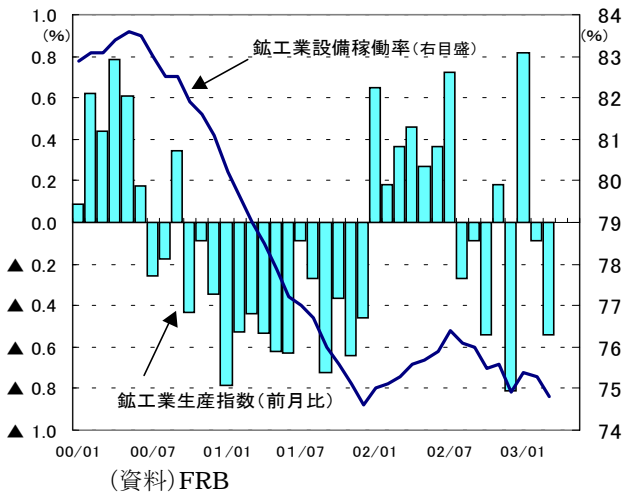
生産部門では停滞基調が持続

鉱工業生産指数・稼働率は、昨年の夏場をピークとした弱含み推移から抜け出ていない。3月の鉱工業生産指数は前月比0.5%（2月は同0.1%）、稼働率も74.8%と前月比0.5%ポイント低下（2月は75.3%）といずれも連月の減少を見せた（図表3）。3月鉱工業生産指数では、電力・ガス等が前月比4.1%減、自動車等が同1.8%減と指数全体を押し下げ、稼働率でも電力・ガス等が前月比4.0%ポイント減（88.5→84.5）、自動車等が同1.8%ポイント減（80.1→78.3）と同様の業種

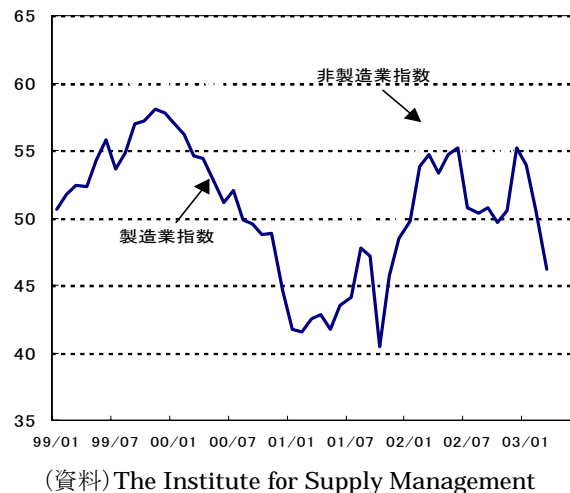
での低下が大きかった。なお、ハイテク産業ではコンピュータ機器の稼働率が79.0%と回復が続く中、通信機器は50.6%と出遅れが顕著である。

一方、企業のセンチメントを示すISM指数は、3月の製造業指数が46.2と前月の50.5から急低下し、5ヵ月振りに50を下回った。要因としては、構成指数のうち新規受注指数(52.3 46.2)生産指数(55.4 46.3)等が大きく下落したことが挙げられよう。また、3月の非製造業のISM指数も47.9と前月の53.9から大幅な低下を見せ、1年2ヵ月振りに50を割込んだ。製造業、非製造業とも景況感の分かれ目となる50を割込んだことで、企業部門の景気停滞感を一段と色濃く示した状況となっている。ISMでは「戦争による影響を受けた可能性が強い」とコメントしており、終戦後の状況を示す4月の調査結果が待たれる(図表4)。

(図表3)米国: 鉱工業生産・設備稼働率の推移



(図表4)米国: ISM指数の推移

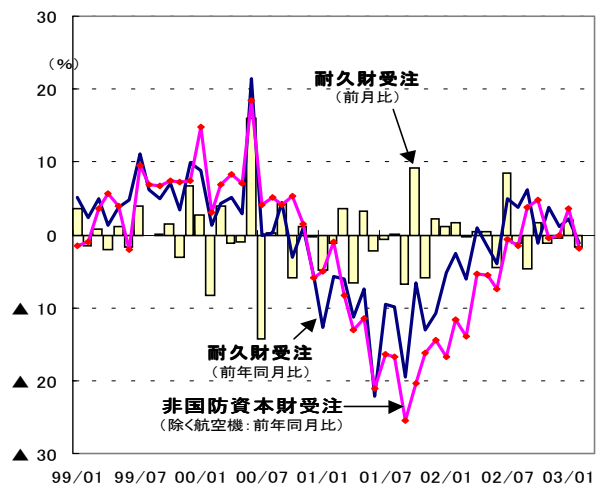


耐久財受注の回復トレンドも停滞

2月の耐久財受注は前月比1.6%の減少となった。2月の他の指標と同様に東海岸の大雪に伴う経済活動の中断にイラク問題が影をさしたと見られる。耐久財の出荷統計では前月比

1.7%減、耐久財の受注残高統計でも同0.2%減と不振だった。産業別の受注を見るとコンピュータ等が同5.0%減と落込みが大きく、自動車も同0.0%と横這いとなった他、殆どの産業で前月比での減少を示した。こうした中、国防資本財受注は同27.1%増と急伸したが、設備投資の先行指標とされる非国防資本財

(図表5)米国: 耐久財受注の推移 (資料: 米国商務省)



受注(除く航空機)では、同3.7%減に落込んだ。前年同月比ベースでも耐久財受注は1.2%、非

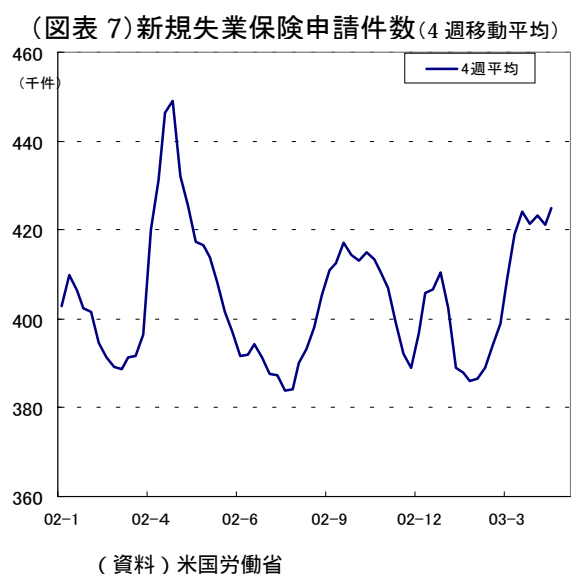
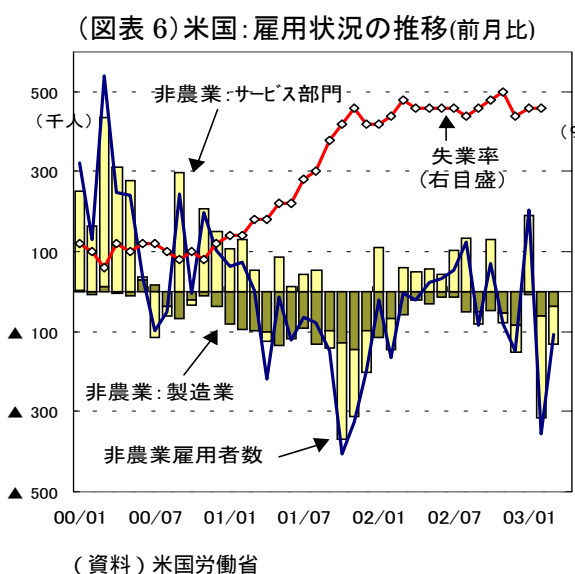
国防資本財受注（除く航空機）は 1.8%と再びマイナスに転じており、これまでの回復トレンドも足踏み状況となっている。設備投資は、昨年 10 - 12 月期には 9 四半期振りにプラス成長に転じたが、受注面での停滞から、先行きに不安を呈している状況と言えよう(図表 5)。

雇用は悪化～非農業事業部門の雇用者数は連月の減少

3 月の雇用状況を見ると、非農業事業部門の雇用者数は前月比 108 千人減と 2 月の大幅減少（ 357 千人減）に続き、連月の減少となった。製造業の減少（前月比 36 千人）が続く一方、サービス業でも 2 ヶ月連続での減少（同 94 千人）となった(図表 6)。業種別では、2000 年 8 月以来減少を続けている製造業の内訳には大きな増減は見られず、小売業に含まれる飲食店（ 38 千人減）や、人材派遣（ 48 千人減） 地方政府（ 34 千人減）等の落込みが目立った。一方、失業率は 5.8%と前月から横這いに留まったが、雇用市場から撤退した労働者が増えているため、雇用者数は減少しており状況はむしろ悪化している。

なお、4 / 17 に発表された新規失業保険申請件数は 442 千件へと増加した（前週は 412 千件）が、9 週連続で 400 千件を越えており、また、4 週移動平均では 424.8 千件と高水準であることから、この面からも雇用の急速な回復は見込みにくい状況と言えよう(図表 7)。

(注) イラク戦争は雇用統計にも直接・間接的に影響を与えている。中でも最も直接的な影響として予備役の招集が挙げられるが、労働省では、今回の統計ではその影響について計量化できていないとしている。理由として同省は、イラク戦争に関連する予備役の招集は 3 月半ば現在で約 210 千人に達しているが、雇用統計では予備役の招集期間は雇用統計から除外されるため、招集された予備役がそれまで仕事を持っていたどうか、予備役の雇用者が予備役招集による欠員を埋めたか否か、という点に影響を受け、また、3 月の調査期間が終わってから招集されたのであれば 3 月の雇用統計は実情と異なるかも知れないとしている。



< 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

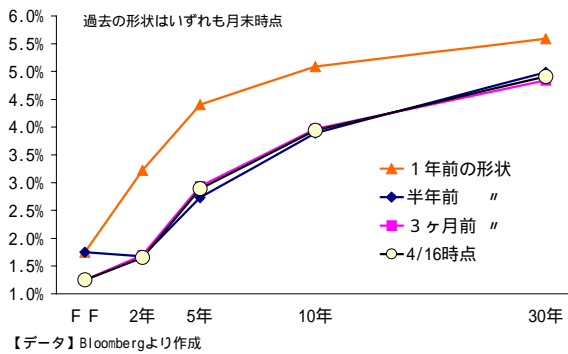
米国金融市場では、前半月に米国がイラク攻撃を開始して以降、一旦は早期終結に伴う先行き不透明感解消への期待から、ダウ工業株が一時 8500 ドル台を付けるなど米国株が大幅に上昇する一方、リスク回避資金の国債市場からの流出に伴い長期金利（国債 10 年金利）が 4.1%まで一気に上昇した。その後、イラク戦争に対する楽観的な見方が一時的に後退し、ダウが 8000 ドルを割り込み、長期金利も 3.8%まで低下した場面も見られたが、4 月に入りイラクの敗戦が決定的になると、株価は持ち直し、長期金利は再び上昇に転じた。

市場の眼が次第に地政学的リスクから企業業績など実体経済に移り始めると、当初は 1～3 月期の企業業績に期待が持てないことから株価の上値が重い展開が続いた。しかし、4 月消費者信頼感指数や 3 月小売売上高など一部経済指標が改善を示すとともに、実際に発表された業績が当初予想よりも良かった分、株価は堅調推移となり、長期金利も 4%前後までじわりと上昇した。

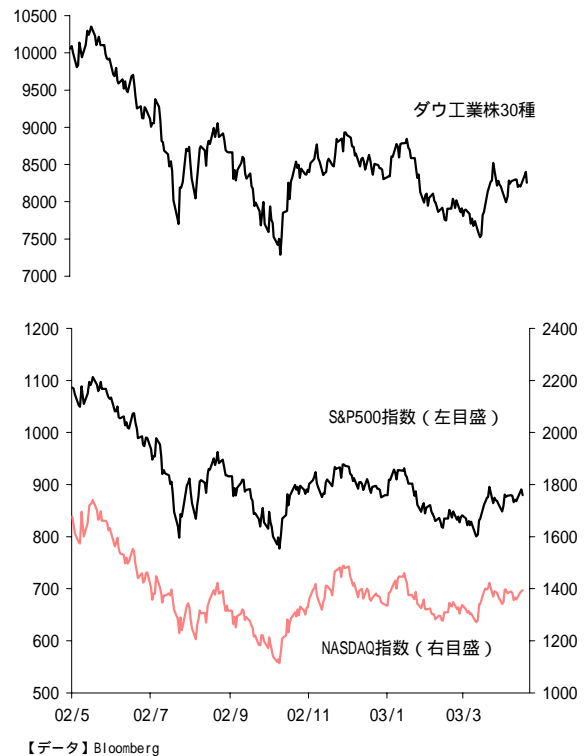
長期金利の変動は景気循環と一致？ それともインフレ？

米国債券市場では、イラク戦争の終結とともに地政学的リスクが解消されれば、景気の足かせが

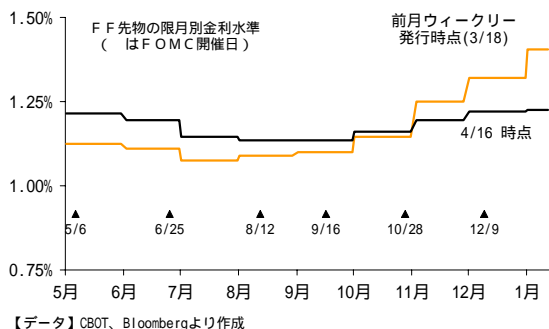
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化



外れる分、実体経済が循環的に回復し、その結果長期金利も次第に水準を切り上げていくとの見方が優勢となっている模様だ。

しかし、ここで注目すべきは、長期金利の変動は、過去において必ずしも景気循環と一致していないという点である。むしろ、長期金利の水準を想定する上では、景気の循環的回復に伴う期待成長力の上振れ以上に、その結果インフレ期待がどの程度高まるかが注目されるべきだろう。

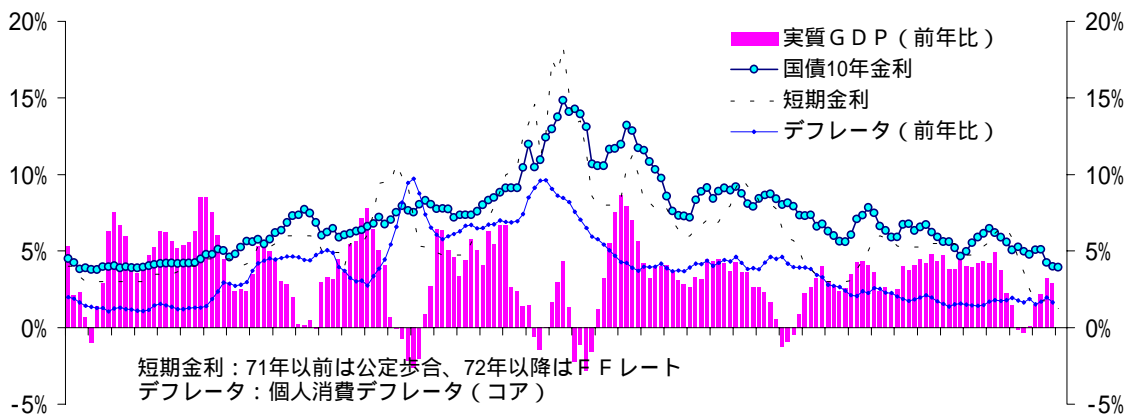
例えば、過去の長期金利の水準が経済成長率の水準およびインフレ率の水準でどれくらい説明できるのかを、非常に単純な線形回帰を使って求めた場合、下表のようにインフレ率の変化に最も説明力があることが分かる。その一方で、実質GDP成長率は長期金利の変動をほとんど説明していないとの結果が出た。実際、1990年代初の景気回復期には、長期金利が暫く低下傾向を辿ったし、溯って1960年代のベトナム戦争前の時期を見ても、持続的な成長が続いたにもかかわらず、物価は低位で安定したことから長期金利も低水準での推移が続いた。

市場では、米国の経済成長率が年後半に実質3%半ば~後半まで回復し、それが来年以降も持続するとの期待が根強い。しかしその反面、設備過剰感は解消されていないし、企業はキャッシュフローの安定に注力する傾向を強めていると思われる分、資金需要が急速に高まる気配も見られない。また、家計は低金利を背景にリファイナンスを行い、住宅資産の値上がり分を現金化することで消費を伸ばしている。こうした状況下、インフレ期待の高まりにくい現在の環境が続く限り、FRBは実質金利が過度に緩和的であると判断し、それを是正するために引締めを急ぐことも暫くないと思われる（むしろ、当局は米国がデフレ入りするリスクを否定することに躍起になっている）。従って、米国経済の循環的な回復を期待した短期的な上振れこそあるものの、市場の期待とは裏腹に長期金利が総じて安定した推移が当面続く可能性もありうるのではないだろうか。

説明変数	使用した指標	R2	係数	t値
インフレ率	個人消費デフレーター(コア)	0.54	0.84	14.31
実質成長率	実質GDP(前年比)	0.04	-0.22	-2.76
名目成長率	名目GDP(前年比)	0.14	0.33	5.29

※国債10年金利を被説明変数(Y)に、上記変数を各々説明変数(X)として算出した結果($Y=aX+b$)。ラグは用いていない。
 ※計測期間: 1960.1Q~2002.4Q (四半期データ使用)

米長期金利の推移と経済成長率・インフレ



【データ】 商務省、FRB

< 欧州経済：IMF、欧州委の見通しから捉えたユーロ圏の現状 >

(担当：伊藤)

概況：ユーロ圏経済見通しの下方修正幅は相対的に大

(相対的に大きいユーロ圏経済見通しの下方修正幅)

4月8日に欧州委員会(以下、欧州委)が「春期経済予測」を、9日に国際通貨基金(以下IMF)が「世界経済見通し」を公表した。

両機関の見通しは毎年春秋の2回公表されるものであるが、今回の予測では、2003年のユーロ圏の成長率見通しが、欧州委は0.8%、IMFは1.2%と前回の予測から大きく下方修正された点が目立っている(図表1)。米国、日本については、欧州委は前回から上方修正、IMFは下方修正したが、その幅は0.4%、0.3%と小さく、この間、ユーロ圏経済に対する見方がもっとも大きく変化したことがわかる。

図表1 欧州委、IMFの春期予測

欧州委員会

	予測値			修正幅	
	2002	2003	2004	2003	2004
EU	1.1	1.3	2.4	-0.7	-0.2
ユーロ圏	0.9	1.0	2.3	-0.8	-0.3
米国	2.4	2.4	2.5	0.1	-0.3
日本	0.3	1.5	1.3	0.3	-0.1

IMF

	予測値			修正幅
	2002	2003	2004	2003
世界経済	3.0	3.2	4.1	-0.5
ユーロ圏	0.8	1.1	2.3	-1.2
英国	1.6	2.0	2.5	-0.4
米国	2.4	2.2	3.6	-0.4
日本	0.3	0.8	1.0	-0.3

(注) 修正幅は昨秋の予測との差

(ユーロ圏景気の低迷は硬直的経済構造の反映)

ユーロ圏経済見通しの大幅な下方修正は、昨年7~9月期以降の外部環境の変化、すなわちイラク情勢の緊迫化、原油価格上昇、世界的な株安の進行、世界貿易の縮小などによるユーロ圏の下振れの度合いが他地域よりも大きかったことを示すものである。

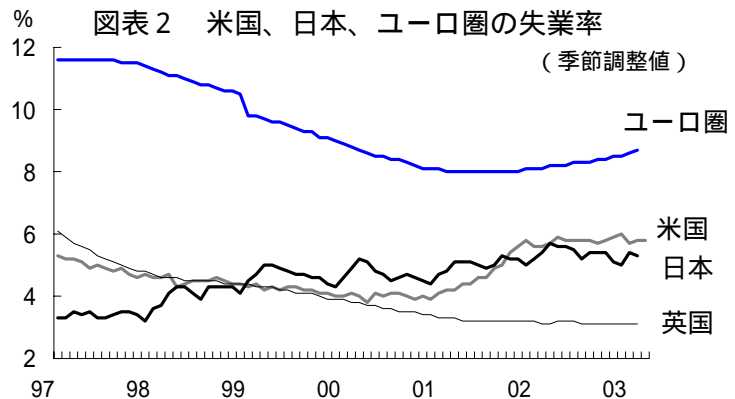
昨年秋以降の言わばグローバルな悪材料に対して、ユーロ圏の景気が最も大きく下押しされた理由として、欧州委、IMFはともにユーロ圏の経済構造が柔軟性に欠けるために外的ショックの吸収力が乏しいことを指摘している。IMFはユーロ圏を他の主要先進国と比較し、日本同様に財政・金融政策による下支えが期待できないことや、日本ほど懸念は大きくないとしながらも、一部の国で株安による金融機関のバランス・シートの毀損が生じていることなどを挙げている。

(欧州委、IMFともに底入れは2003年後半、緩やかな回復がメインシナリオ)

今回の予測では、欧州委、IMFともに夏前には地政学的な緊張が緩和、原油価格が低下するとの前提で、ユーロ圏の景気は2003年後半に回復に転じるが、回復テンポは緩やかとし、2003年の成長率は欧州委は1.0%、IMFは1.1%とした。2004年の成長率見通しはともに2.3%であり、潜在成長率並みの成長への回帰を展望している。

当面の景気回復テンポが緩慢に止まる理由としては、失業の増大が消費を抑制すること、2000年春のピーク比60%という株価の下落による逆資産効果が持続すること、企業・金融機関のバランス・シートの毀損による調整圧力などが指摘されている。

ユーロ圏の失業率の上昇テンポはここにきてやや速まっているが（図表2）、欧州委はその要因を2001年以降、成長テンポが鈍化した後も、失業を抑制してきたサービス・セクターの堅調、ワークシェアリング、労働退蔵などの要因が剥落しつつあることにあるとしている。2003年通年の失業率は欧



州委、IMFともに8.8%と2002年の8.3%から0.5%の上昇を予測、2004年も欧州委は雇用が増大に転じるが、失業者数も増加するため8.8%で横這い、IMFも8.7%と僅かな改善に止まると見ている。ユーロ圏内でも労働市場改革の進捗や労働コストの水準によって雇用情勢にはばらつきがあるが、ユーロ圏全体として高失業が最大の構造問題という構図に変化はないというのが共通の見方である。IMFはユーロ圏の高失業の原因である手厚い失業給付による就業インセンティブの低下や解雇規制などの見直しによって労働市場と財市場の柔軟性が米国の水準まで高まった場合、「長期的にはGDPを10%押し上げる」という「世界経済モデル」による試算結果を示し、改革の必要性を強調している。

(根強い下振れリスクへの警戒感)

欧州委、IMFともにメインシナリオとして緩やかな回復を展望しているが、内外に多くの不透明要因があるため、リスクは引き続き下振れ方向としている。

欧州委はイラク情勢の緊張が続き、原油価格の高止まり(2003年平均でメインシナリオの27.6ドル/バレルに対して35ドル/バレル)、マインドの低迷が投資、貿易、消費支出にマイナスの影響を及ぼす「最悪のケース」では、景気後退(2期連続マイナス成長)に陥り、2003年の成長率は0.2%になるとの見通しを示している。

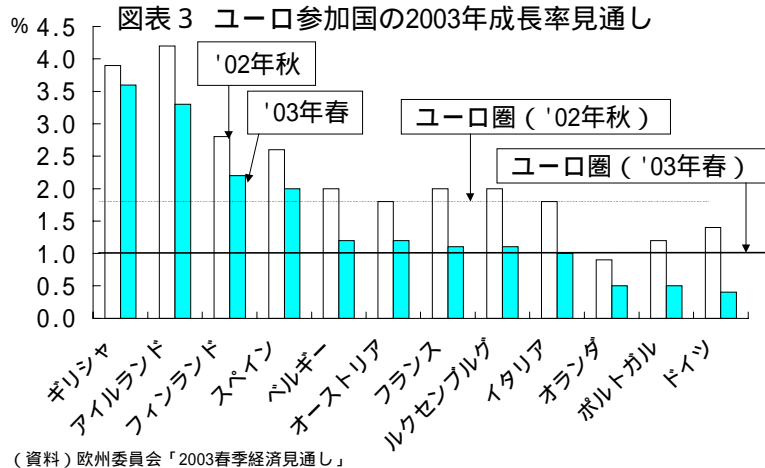
IMFは地政学的リスクの早期解消自体は原油価格の低下、マインドの改善、金融市場の安定で景気の上振れが期待される場所であるが、株式バブル、住宅バブル、経常収支不均衡の調整圧力などその他のリスク要因が存在することからモメンタムには多くを期待できないとしている。

域内景気格差は残存、財政赤字は拡大

(続くドイツ経済の不振)

国別の経済見通しを見ると、欧州委はユーロ圏12カ国のすべて(図表3)、IMFは2004年にオリンピックを控えるギリシャを除くユーロ参加国の見通しを昨年秋の予測から下方修正している。

2003 年も周辺国の成長率が全般に高く、主要国ではドイツがもっとも低い構図に変わりはない。また、ドイツに先立って財政赤字削減「勧告」を受けたポルトガルについては、欧州委は 0.5%、IMF はマイナス 0.3% 成長を予測しており、財政事情の差が周辺国間のパフォーマンス格差を拡大させる傾向も続くと思われる。



(域内諸国間のインフレ格差も残存)

インフレ率は 2002 年の 2.2% に対して、IMF は 2.0% と ECB の政策目標通り、欧州委は 2.1% と僅かに上回るとしている (図表 4)。

インフレ率も内需不振が目立つドイツは欧州委が 1.3%、IMF が 1.0% と予測しており域内で最も低い状況が続く。これに対し最も高いアイルランドのインフレ率は 4.2%、4.4% であり、3% 内外のインフレ格差が予想されている (図表 4)。

図表 ユーロ圏内のインフレ格差

	01	02	欧州委		IMF	
			03	04	03	04
ユーロ圏	2.4	2.2	2.1	1.7	2.0	1.5
アイルランド	4.0	4.7	4.2	3.2	4.4	3.2
ギリシャ	3.7	3.9	3.8	3.5	3.8	3.0
スペイン	2.8	3.6	3.2	2.7	3.2	2.8
ポルトガル	4.4	3.7	3.2	2.3	3.2	2.1
オランダ	5.1	3.9	2.7	1.5	2.4	2.2
イタリア	2.3	2.6	2.4	1.9	2.4	1.6
ルクセンブルグ	2.4	2.1	2.1	1.6	2.0	1.7
フランス	1.8	1.9	1.9	1.5	2.0	1.6
オーストリア	2.3	1.7	1.8	1.8	1.5	1.4
フィンランド	2.7	2.0	1.7	1.5	2.0	1.7
ベルギー	2.4	1.6	1.4	1.3	1.2	1.2
ドイツ	2.1	1.3	1.3	1.2	1.0	0.7
アイルランド - ドイツ	1.9	(3.4)	(2.9)	2.0	(3.4)	2.5

IMF は今回の予測で、欧州中央銀行 (ECB) の金融政策運営について、インフレ目標の透明の向上に加え、目標に対して上限と下限を決めた対称的な運用を行うこと、目標の中央値を 2.5% に引き上げることを提言した。インフレ目標の対称的運用や目標水準の引上げは、ドイツなど景気が弱い国が割高な実質金利の下でデフレに陥るリスクを軽減する効果があり、中東欧諸国がユーロに参加した場合に生じる一層のインフレ格差拡大に対応する観点からも検討が望まれるとした。

(欧州委は財政赤字の拡大を予測)

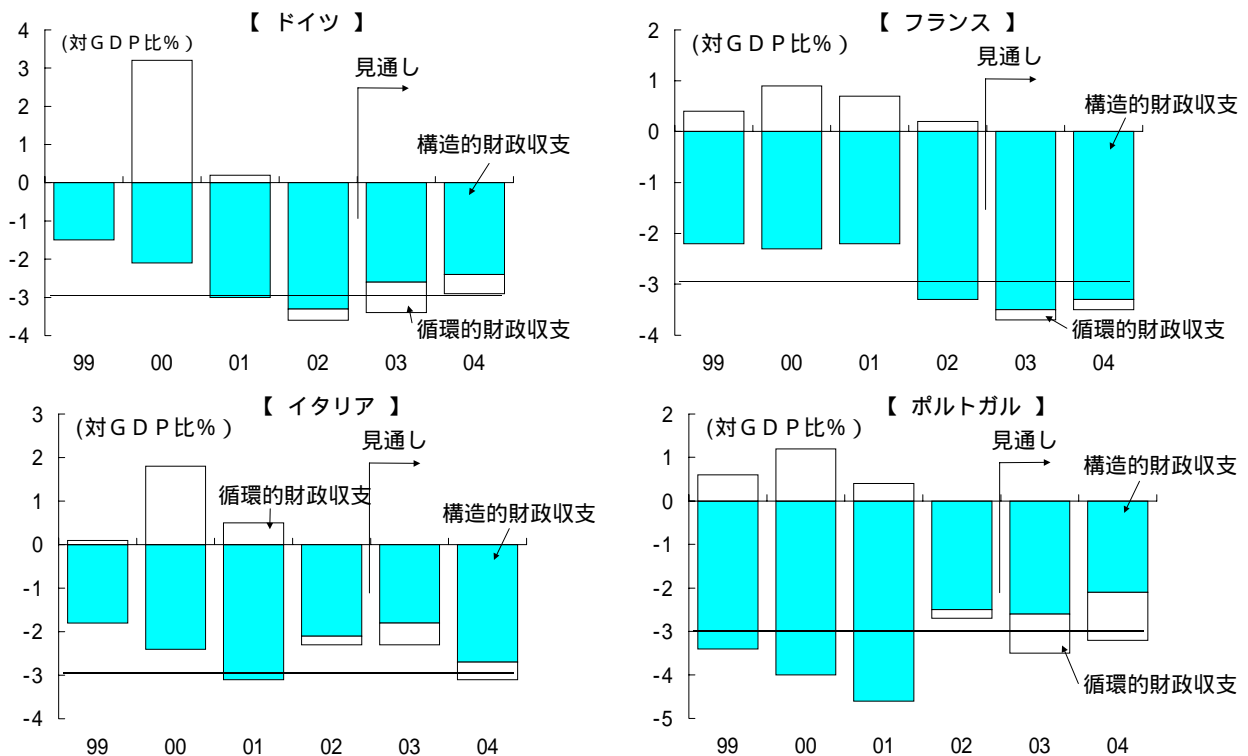
欧州委の見通しには財政に関する予測も盛り込まれている。2002 年の財政赤字の対 GDP 比は 2.2% と 2001 年の 1.6% から 0.6% もの大幅な悪化となったが、成長率予測の下方修正を税収見通しに反映し、財政赤字は 2003 年も 2.5% に悪化するとした。また、景気回復が展望される 2004

年も赤字幅は GDP 比 2.4% に止まると見ている。

ユーロ圏 12 カ国のうち、ポルトガルは 2001 年、ドイツとフランスが 2002 年に「成長安定協定」で規定された財政赤字の上限である GDP 比 3% を突破しているが、これら 3 カ国は 2003 年も上限を超えると予測されている（図表 5）。

2004 年にはドイツでは今年実施が見送られた所得税減税（GDP 比 0.3% 相当）が実施される予定であるが、構造的財政赤字削減への努力が進むことと、景気を持ち直して財政赤字は 2.9% と辛うじて 3% を下回るとされている（注：ただし、見通し策定時点で詳細が未定であった 3 月 14 日の経済対策や税制改革案は反映されていない）。他方、フランスの赤字は 2003 年の低成長がラグを伴って 2004 年の歳入に影響をすることで 3.5% と上限を上回る状況が続くと見ている。また、2003 年は 2.3% と昨年と同水準に止まるイタリアの財政赤字が 2004 年には 3% を突破すると予測されている。フランスは構造的な財政赤字の削減が遅れていること、イタリアについては政府債務残高の水準が GDP 比 106.7% と基準値（60%）を大きく上回っていること、財政赤字の削減の手段としてきた民営化に限界が見え始めたことに対して、厳しい見方が示されたものと考えられる。

図表 5 ドイツ、フランス、イタリア、ポルトガルの財政収支見通し



(資料)欧州委員会「2003 春季経済予測」