



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 >

・米国の1-3月期実質GDPは前期比年率1.6%増となり、前期に続いて米国経済が停滞していることを示した。市場では、イラク戦争終結後の景気動向が注目されているが、FRBが示したようにディスインフレ等によるリスク要因を抱えていることもあって、景気の回復は、下半期にずれ込むとの見方が強い。なお、回復のきっかけとも目算される減税案は、減税規模は当初案から半減するものの、漸く決着を見つつあり、今後は実施のタイミングにも注目したい。

< 米国金融 >

・イラク戦争終結後の米国金融市場は、「株高・金利低下」と市場間で整合性の取れない状態にある。いずれ整合性のとれた動きに収束すると仮定するのであれば、現状のディスインフレ的環境が続く限り、企業にとっては厳しい経営環境が続くことが想定されることから、目先は金利上昇よりもむしろ株価の行方を警戒すべきであろう。

< 欧州経済 >

・1~3月期のユーロ圏経済は、輸出環境の悪化とユーロ高による外需不振を主因に前期比ゼロ成長へと減速した。ECBはデフレリスクへの配慮が欠けているなどの批判に対応し、金融政策戦略を見直したが、実際の政策運営に特段の差違は生じない見込みである。

・ECBは景気悪化とインフレ鈍化から6月に追加利下げを実施、BOEは消費を巡る指標が強弱交錯していることやポンド安によるインフレ圧力を見極めるため、政策金利を据え置くであろう。

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 >

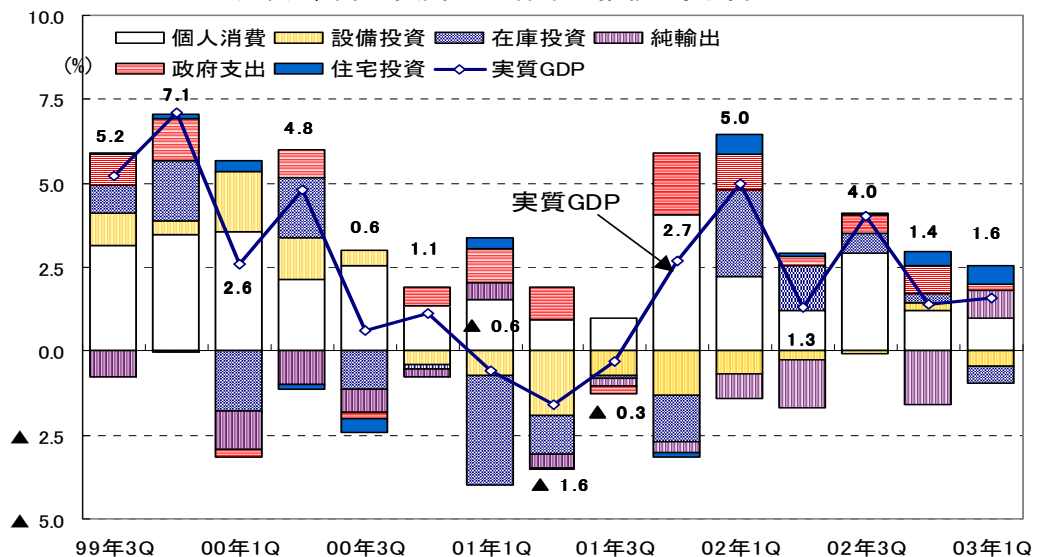
(担当：土肥原)

[景気の概況]

4月下旬に発表された1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率1.6%と10-12月期の同1.4%から横這いに推移し、景気の足踏み状態が続いていることを示した。需要項目を見ると、個人消費は耐久財消費がマイナスとなったことから同+1.4%と引き続き弱く(前10-12月期は同+1.7%)、前期に同+2.3%と9四半期振りにプラス転換した設備投資は、同4.2%と再び減少に転じた。出遅れていた構築物投資が同3.4%と減少幅を縮めたのに対し、機械設備投資が同4.4%と4四半期振りの減少となったことが大きい。政府支出も国防支出の予想外の減少から同+0.9%(前期は同+4.6%)と伸び悩んだ(図表1)。

1-3月期のGDPは、住宅投資を除いて全般、低調に推移したが、中でも自動車需要の低下については、個人消費面だけでなく、機械設備投資の低下をもたらすなど影響が大きく、当期の低成長の主要因となった。このため、4月に入ると自動車各社はインセンティブ販売を拡張して自動車販売の梃子入れを図ったが、需要の一巡感もあって伸び悩んでいるのが実情である。

(図表1)米国:実質GDP伸率の推移・寄与度(%)



(資料) 米国商務省、前期比年率ベース。

市場はイラク戦争後の経済指標に注目していたが、消費者マインドの急反発にもかかわらず小売売上高は反落しており、生産・雇用面でも悪化が続いている。5月上旬のFOMCでは、利下げこそなかったがFRBの金融政策の運営姿勢は「景気重視型」に戻り、ディスインフレの進行に警戒を發した。このため、当面、景気は低めの成長に留まり、下半期からの回復を見込む見方が強くなっている。その原動力として期待されるのが議会で協議中の減税策である。当初案の7260億ドルから半減しそうであるが、審議は大詰めを迎えており、今後は実施のタイミングにも注目したい。

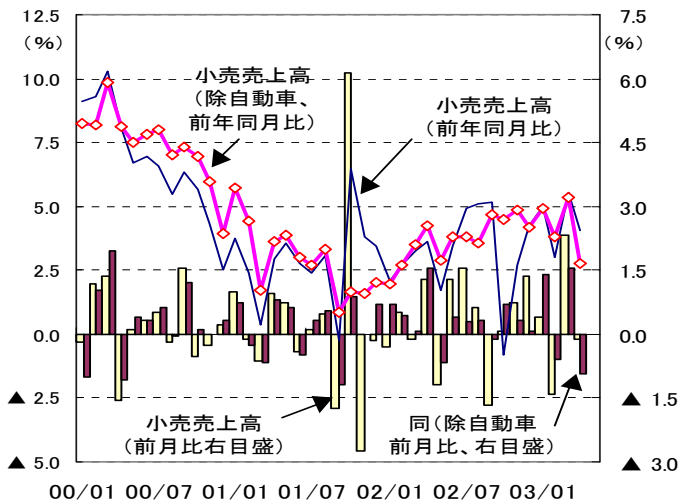
(消費の動向)

4月小売売上高は減少、自動車販売は伸び悩む

4月の小売売上高は、前月比 0.1%減、自動車除きでは 0.9%減となった。3月の急伸(同+2.3%増、自動車除きでは同+1.5%増)から減少に転じたもので、イラク戦終結による消費者心理の好転が、未だ実際の消費に波及していないことを示した。主要な項目のなかで減少が大きかったのは、価格低下の影響を受けたガソリンスタンド(同 5.9%減)で2001/10以来の下落幅となったが、その他でも衣料品店(同 3.2%減)、百貨店(同 1.4%減)等多くの項目で減少を見せた。一方、増加したのは、自動車販売店(同+2.5%増)、スポーツ用品店等(同+1.2%増)で、自動車販売の伸びが高く見えるが、3月の同+5.0%増からは半減している(図表2)。

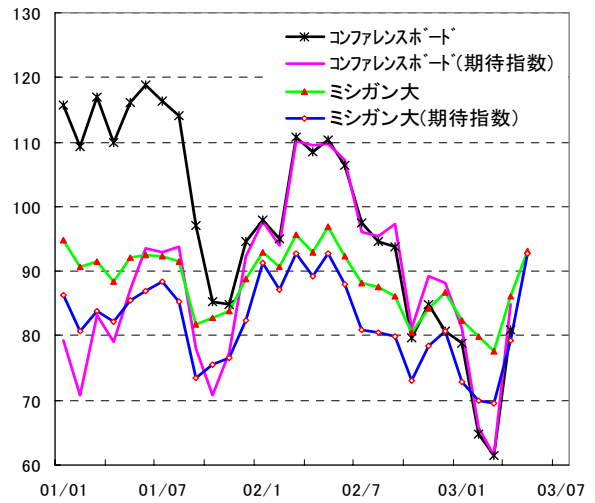
この4月の自動車販売を台数ベースで見ると、1-3月の販売低調を梃子入れするため、自動車各社がゼロ金利ローンの期間を3年から5年に拡大したことから、市場の販売予想も年率1700万台への持直しを期待していた。しかし、実際には年率1650万台となり、3月の1620万台は上回ったものの前年同月比では4.6%下回った。インセンティブ販売の拡大に加え、4月の消費者心理が改善(後述)していたことを思えば低調な結果と言わざるを得ない。

(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) コンファレンスボード、ミシガン大学

4月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数は81.0と、終戦見通しにより前月比19.6ポイントの急反発を見せた。上昇幅では湾岸戦争終結時の91年3月以来最大となる。4月のミシガン大学の消費者マインド指数も3月の77.6から86.0へと急反発を見せ、終戦が消費者心理に与える影響の大きさを示した。また、16日に発表されたミシガン大学の消費者マインド指数(5月速報値)も93.2と続伸した。内訳を見ると現況指数が低下(96.4→94.1)した半面、期待指数が急伸(79.3→92.7)している点で、現況・期待の両指数の上昇を伴った4月の急伸とは若干意味合いが異なる。しかし、速報値調査後の経済実体がよくないことから、今後も更に上昇を続けるとの見方は少ない。当面は、先行した消費者マインド回復の消費支出への波及状況に注目したい。

(生産・雇用の動向)

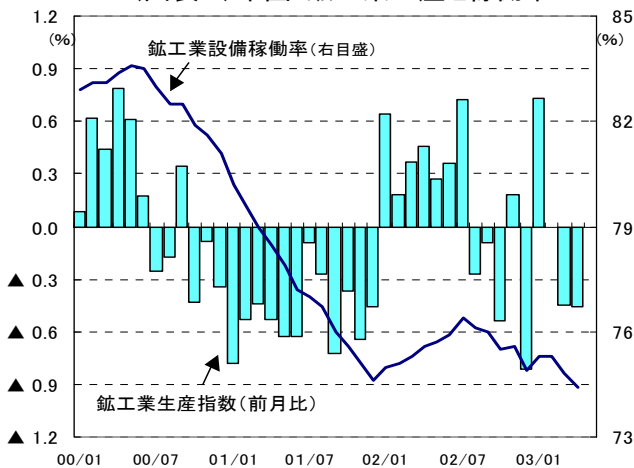
鉱工業生産の低下が続き、設備稼働率は、ほぼ 20 年来の低水準へ下落

4月の鉱工業生産指数は109.7(前月比0.5%減)と続落した。前年同月比でも0.4%減と昨年6月以降で初めて前年同月の水準を下回った。製造業の生産指数も前月比0.6%減と3ヵ月連続の低下を見せたが、これは、販売の伸び悩みにより在庫調整を迫られた自動車メーカーの減産(2月前月比2.7%、3月同1.5%、4月同2.0%)も一因となっている。一方、ハイテク産業は、コンピュータ生産の増加により前月比+1.0%と4ヵ月連続の生産増加となった(図表4)。

4月の稼働率は74.4%(前月比0.4%ポイント減)となり、昨年7月(76.4%)をピークとした下落基調にある。また、リセッション後の最低水準である2001年12月の74.6%を下回り、1983年6月の74.0%以来、約20年振りの低水準となる。業種別では、生産と同様、自動車産業の急速な低下(3月78.4%→76.5%)とコンピュータ産業の上昇(3月80.3%→81.1%)が見られた。

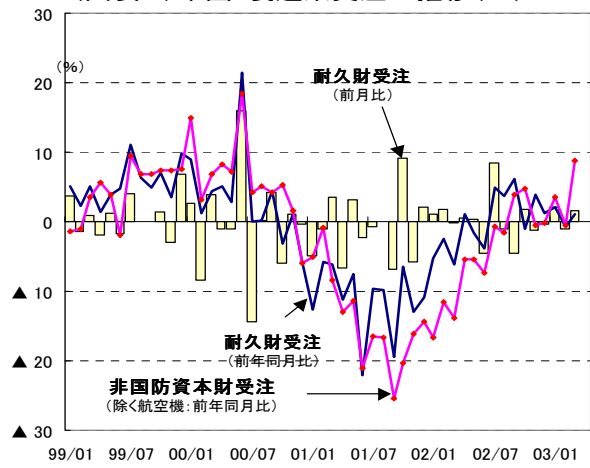
3月の製造業受注は前月比+2.2%増(2月は1.0%減)うち耐久財は同+1.5%増(2月は1.1%減)設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も前月比+4.4%増(2月は2.4%減)と持ち直した。前年同月比ベースでも、耐久財は同+1.1%増、非国防資本財受注(除く航空機)は同+8.8%増となった。最近の受注統計は一進一退の動きを見せているが、4月の製造業ISM指数が45.4と4ヵ月連続で減少し、構成要素の受注指数も同様の動きとなっていることから、受注統計でも、当面、一進一退の動きが続くと思われる(図表5)。

(図表4)米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料)FRB

(図表5)米国: 製造業受注の推移(%)



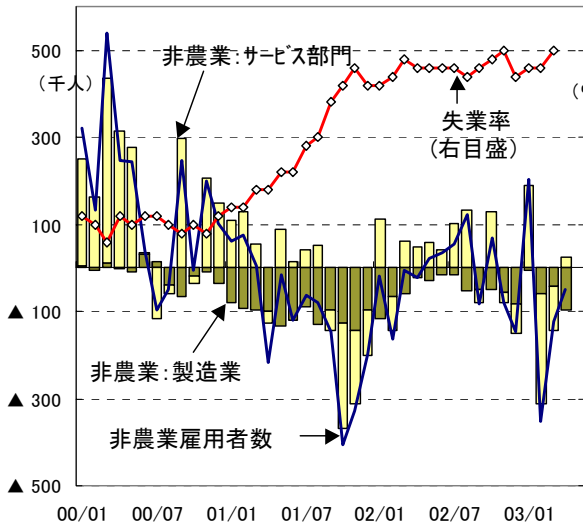
(資料)米国商務省

失業率は、再び6%に悪化

4月の失業率は6.0%と前月(5.8%)から上昇、昨年12月以来の6.0%となった(図表6)。また、非農業事業部門の雇用者数は前月比4.8万人の減少となり、3ヵ月連続の減少となった。製造業で9.5万人減と減員が拡大したのが主要因であり、製造業の減少幅は過去15ヵ月で最大となった。一方、サービス部門では2ヵ月連続の減少(合計35.3万人)から増加に転じたものの、増加数は2.5万人の微増に留まった。前年同月比で見た部門別の推移も再び低下しつつある(図表7)。

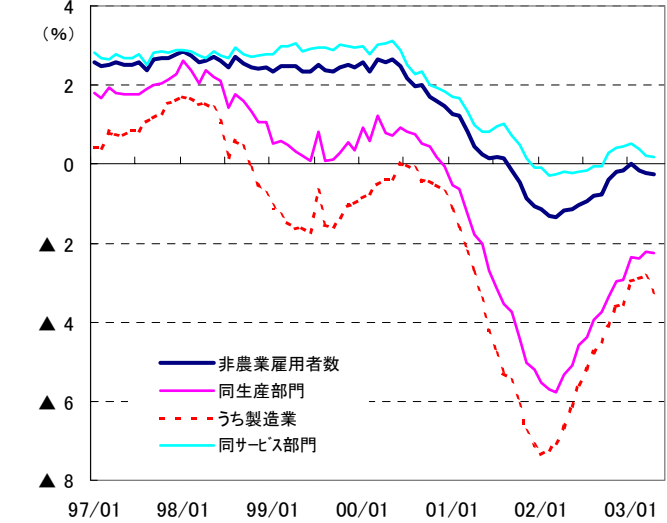
その他、週当りの労働時間は 34.0 時間と前月から 0.3 時間減少し、週当りの残業時間も 3.9 時間と 0.1 時間減少するなど、4 月の雇用統計は製造業を中心に雇用市場が、依然、回復の動きを見せていないことを示したと言えよう。

(図表 6) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表 7) 米国：雇用者数の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省

(政策動向)

減税案の早期実施に期待

ブッシュ大統領は 5 月 16 日、2004 年の大統領選挙に立候補するための登録手続きを行った。出馬表明は先のこととなるが、法的に選挙事務所の開設や資金集めが可能となり、実質的な選挙戦は始まりつつあると言ってよいだろう。こうした中で、目下の景気は、消費支出が停滞気味である中、生産の鈍化が進み、雇用状況が悪化するなど、一時的にせよ景気は悪化しているように見える。大統領選挙を睨むと好ましい状況ではないが、いよいよ佳境に入ったブッシュ減税にとっては追い風であり、早期の実施が期待される。

減税案は、15 日までに、下院で向こう 10 年間で 5500 億ドルの減税規模とした案を採択する一方、上院では増税を差引いたネットで 3500 億ドル規模の減税策を採択しており、再度、両院協議会で調整が図られている。この点、前回の両院協議会後の各院における決議と変化がない様に見えるが、焦点の配当二重課税撤廃の取扱については、減税規模の縮小に伴い、下院案が一率 15% への税率引下げとなっているのに対し、上院案では三年間の時限撤廃としている。いずれもブッシュ減税案の 7260 億ドルの減税からは大幅な削減となるが、ブッシュ大統領は減税規模が半減した上院案についても、当初は困難と見られた配当二重課税の撤廃が時限的とはいえ盛り込まれたことから、一定の評価を与えた。両院の調整は難航しているが、減税規模については上院案に沿った合意があり、メモリアルデー休会を前にした今週中の議決を目指している。年初にブッシュ大統領が発表してから、議会をはじめ多くの議論を巻き起こした減税案も漸く決着しつつある。

< 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

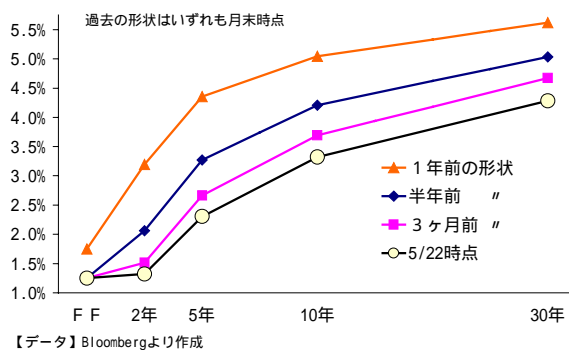
最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では4月半ば以降、第1四半期（主に1～3月期）の企業業績が当初懸念されていたほど悪くなかったことを確認するにしがって株式市場が上昇傾向を辿り、5月半ばにはダウ工業株が一時、年初以来となる8700ドル台を回復した。こうした中、長期金利（10年国債金利）も当初は株高につれて4%台まで上昇する場面が見られたが、その後は1～3月期GDPが予想を下回ったこと、イラク戦争終結後も企業（製造業）のマインドが好転しないこと、5/6に開かれた金融政策決定会合（FOMC）でFRBがデフレへの警戒から当面のスタンスを景気重視型とした（政策金利は据置き）ため利下げ期待が高まったことから、長期金利が次第に低下基調を強めていった。さらに、株価が堅調な動きを続けたにもかかわらず、その後に発表された4月分の経済指標が相次いで予想を下回る水準にとどまった結果、市場は夏場にかけての利下げの可能性を織り込み、長期金利は3.3%台前半まで低下した。

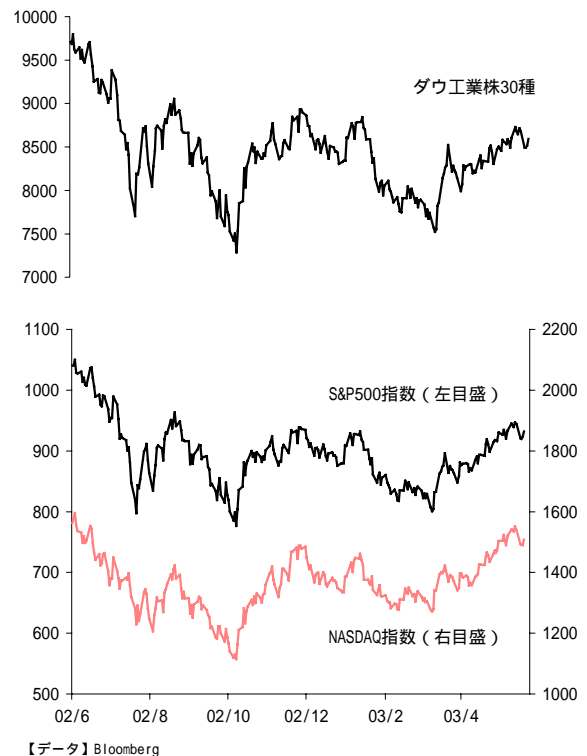
イラク戦争終結後、市場間の連動が薄れる米国金融市場

昨年夏場以降、金融市場ひいては世界経済のアキレス腱となっていたイラク問題は、3月17日の米国による事実上の対イラク宣戦布告を機に、早期終結への期待感を高めた市場が同問題を一旦価格に織り込んだ。そしてその後、4月9日に英米がバグダッド陥落を宣言したのを受け、不

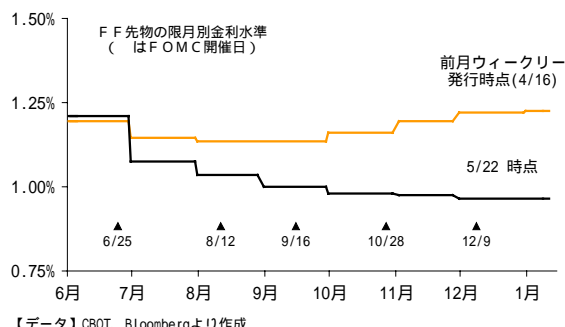
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化

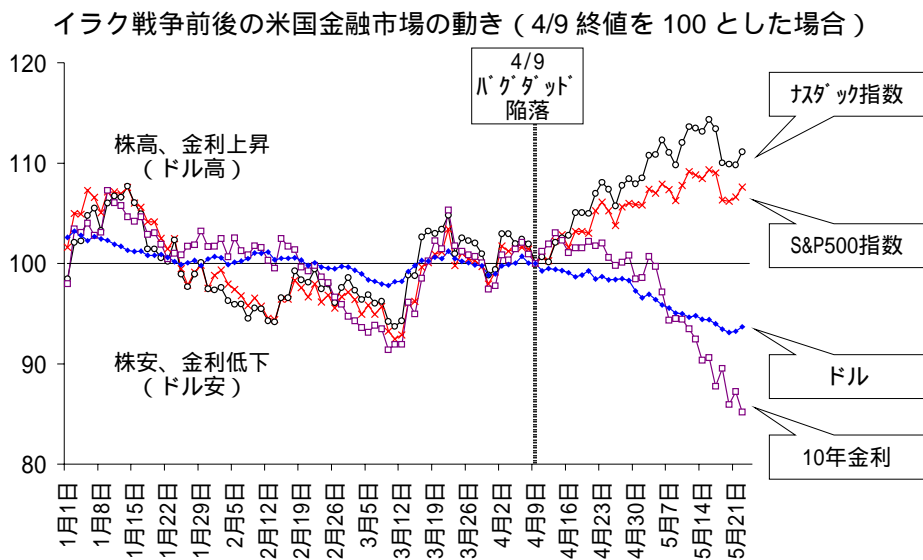


安解消に向けた動きを強めていった。市場では当初、イラク戦争が終結し、地政学的リスクが軽減することで景気回復の重しが解消すれば、米経済が順調に回復に向けて動き出すとの根強い期待があり、イラク戦争さえ終われば「株高・金利上昇」、さらには「ドル高」となるというのがコンセンサスであった。

しかし、戦争終結後の実際の動きを見ると、事前の期待とはやや様子が異なっている。例えば、バグダッド陥落以前は、下図における年初の動きを見ても分かるとおり、イラク情勢の緊迫度合いの高まりに応じて株価が下落し金利が低下した（そしてドルが売られた）。だが、イラク戦争終結後は市場間の連動性が薄れ、むしろ株価と長期金利が反対方向に推移している。

イラク戦争の影響などで過度に悲観的となっていた株式市場では、第1四半期の業績が当初予想ほど悪くなかったことへの安堵感もあり、とりあえず事前のコンセンサス通り株高となっている。一方、イラク戦争終結後も、足元の経済指標に期待していたほどの改善がなかなか見られないのに加え、デフレ懸念もあいまって利下げ期待が強まった債券市場では、長期金利がむしろ戦闘開始前を下回る水準にまで低下している。さらに、ドルについても米経済の足取りの弱さや米当局のドル高政策変更を匂わす発言が相次いだ分、コンセンサスとは裏腹にドル安が進んでいる。

このようにイラク戦争終結後、為替市場ではドル安が進み、米国金融市場では「株高・金利低下」と、市場間の動きに整合性が取れなくなった状態が続いている。今後、市場は 経済指標、企業業績見通し、政策効果への期待（金融緩和・減税）に着目しつつ、いずれ整合性のとれた動きに回帰していくであろう。では、はたしてどちらの方向に収斂していくのか（株高・金利上昇か、株安・金利低下か）。現状から判断する限り、政策効果に伴いインフレ期待が醸成されるまでには暫く時間がかかりそうであることから、デフレとまでは行かなくともディスインフレ的環境は当面続くことが想定される。その分、企業は売上の伸びが期待しづらい厳しい経営環境が続くことを考慮すれば、目先は金利上昇への警戒よりもむしろ株価の行方を警戒すべきであろう。そして、インフレ期待が高まらない限り、米当局は秩序あるドル下落を容認し続けるだろう。



< 欧州経済の動き >

(担当：伊藤)

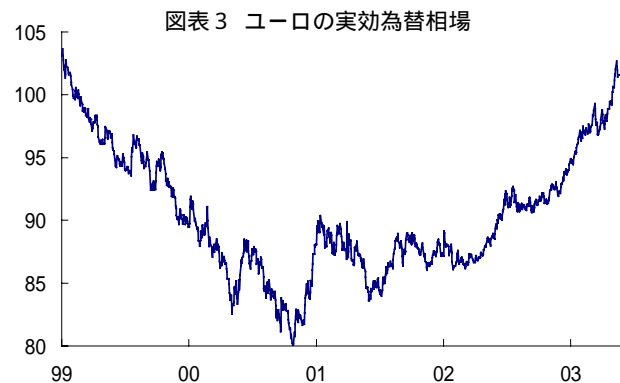
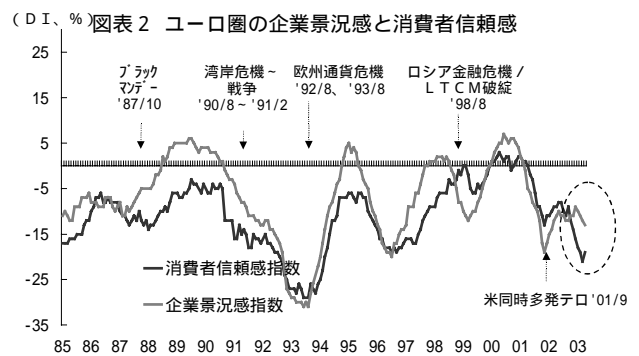
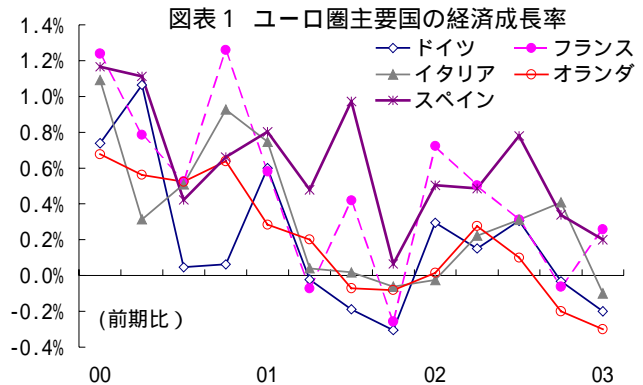
ユーロ圏は1～3月期ゼロ成長。ECBは6月にも追加利下げを実施する見込み
 (1～3月期のユーロ圏はゼロ成長。ドイツ、オランダは2期連続でマイナス成長)

15日に発表された1～3月期のユーロ圏の成長率(暫定推定値)は前期比ゼロ成長と景気の停滞が明らかとなった。対イラク戦争など輸出環境の悪化とユーロ高の進行による外需不振が景気減速の主因である。

国別に見ると、ドイツが10～12月の前期比マイナス0.03%から1～3月期は同マイナス0.2%、オランダが前期の同マイナス0.2%から同0.3%と2期連続のマイナス成長となった。イタリアは、設備投資減税や自動車販売促進策による10～12月期の前期比0.4%成長から、1～3月期は同マイナス0.1%へと落ち込んだ。逆に、フランスは10～12月期のマイナス0.1%から、昨年秋の減税で個人消費が刺激されたこと、設備投資がプラスに転じたことで同0.3%に回復した。しかし、フランスでも個人消費の伸びは減税効果の剥落と雇用悪化から抑制されるであろうこと、設備投資も生産、輸出の不振、稼働率の低下という状況で本格的な回復は期待できない状況にあり、他の主要国と同様に景気の先行きには不透明感が強い。

対イラク戦争の終結で、大きく悪化していた消費者マインドは幾分持ち直しているが、輸出、受注にはリバウンドの兆しは見られず、企業マインドの悪化は続いている(図表2)。

当面の米国経済の回復は緩慢と見られる上に、ユーロ高の進行(図表3)によって輸出の牽引力に期待し難くなっていることから、年央もユーロ圏経済の停滞は続く見込みである。



(ECB は 6 月にも追加利下げを実施する見込み)

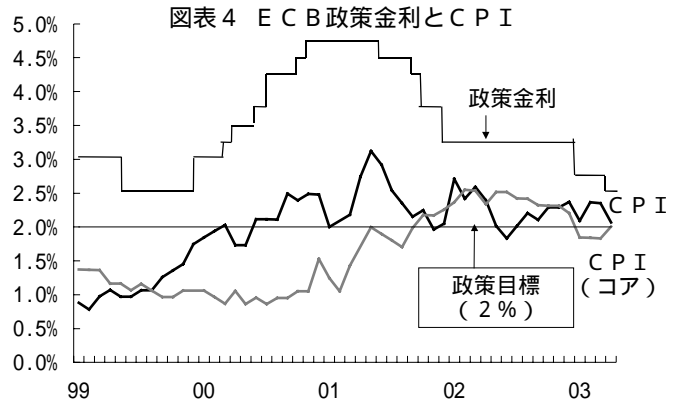
景気悪化を示す材料が増える一方、4月のインフレ率は前年比 2.1%と政策目標(2%)からの乖離幅はさらに縮小(図表4)インフレ懸念は後退している。デフレが懸念されるドイツのインフレ率は3月の前年比 1.2%から同 1.0%へと低下し、引き続きユーロ圏内で最低水準で推移している。

ユーロ圏全体のインフレ率は、対イラク開戦後の原油価格の騰勢鈍化とユーロ高による輸入物価抑制効果から、下期には政策目標を下回る水準に落ち着くものと見られる。欧州中央銀行(ECB)は6月5日の政策委員会で0.25%の追加利下げを実施するであろう。

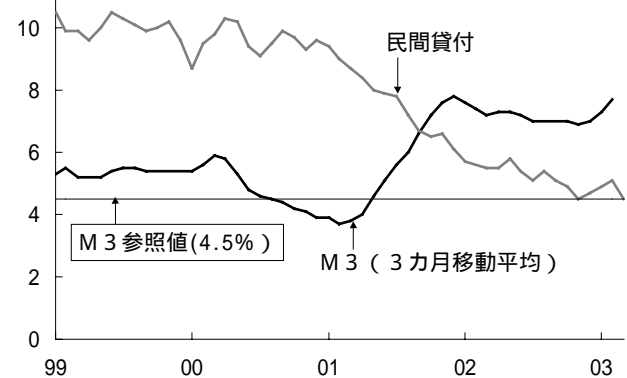
前回、5月8日の政策委員会後の記者会見では ECB の金融政策戦略の新しい方針が発表された(図表6)。主たる変更点は、

金融政策の最終目標である「物価の安定」

の定義を「2%未満」から、「中期的にインフレ率を2%近辺に維持する」としたことと、政策判断の二本の柱について(図表7) マネー分析に重要な役割を付与するという従来の序列をあらため、経済金融分析との順序の入れ替えを行ったことである。はインフレ目標の上限が明示されているのみでデフレリスクへの配慮が欠けているとの批判に対応するものと考えられる。は先行き不透明感を背景に流動性が高く安全な資産への選好が強まり、M3 対象外の金融資産から対象金融資産へのシフトが続き、M3 の伸び率が参照値を大幅に上回っていることに対応したもの



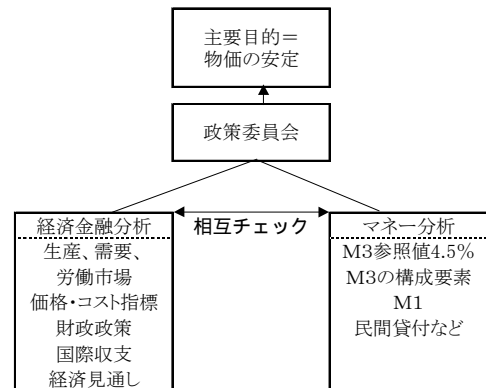
図表5 ユーロ圏：M3と民間貸付



図表6 ECBの金融政策戦略の修正点

内容	従来	新方針
主要目標	物価の安定	同左
物価の安定の定義	2%未満	中期的にインフレ率を2%近辺に維持することを目標とする
政策判断	政策委員会が2本の柱から得られる情報を相互チェックする(図表6)	同左
第1の柱	マネー(量的金融指標)分析	経済金融指標分析
第2の柱	経済金融指標分析	マネー(量的金融指標)分析
マネー分析の内容	貨幣と物価の中・長期的に安定的関係に着目(M3の参照値4.5%)	同左
経済金融分析の内容	短期の物価動向に影響を与える要因として着目	同左

図表7 ECBの金融政策戦略



と考えられる。

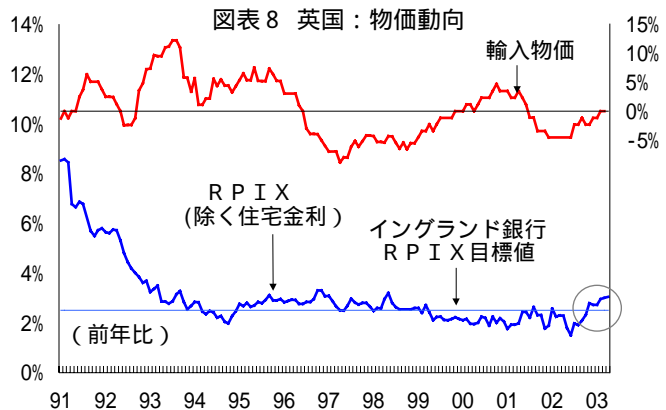
今回の発表の主旨は、従来からの金融政策の方針をより明確に伝えることにあり、新戦略への転換後も実際の運営に特段の差違は生じないと考えられる。

英国経済は1～3月期に0.2%成長へと減速。BOEはポンド安の進行を警戒視

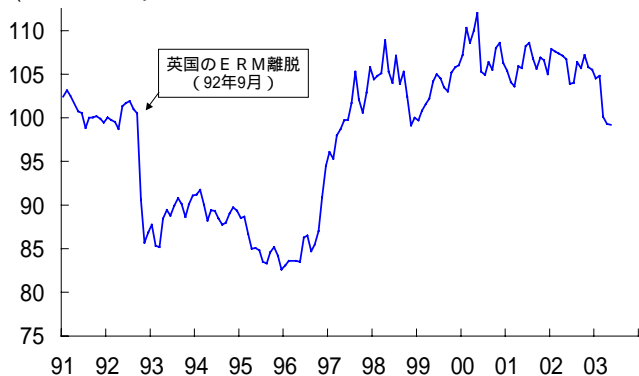
英国経済も1～3月期の成長率は前期比0.2%と10～12月期の同0.4%を下回った。製造業の不振を補ってきたサービス業の減速が主因である。

5月7～8日のイングランド銀行(BOE)の金融政策委員会(MPC)では、5対4の僅差で政策金利の据え置きを決めた。議事録やMPCの議論のたたき台となった5月の「インフレーション・レポート」からは、インフレ率(RPIX)の足許の政策目標(2.5%)からの上振れ(図表8)は、原油価格と住宅価格高騰による一時的なものとし、賃金上昇圧力も緩和しているが、年初来のポンド相場の減価(図表9)による輸入インフレ圧力に警戒が必要との見方が示されている。景気については、対イラク戦争に伴うリスクは後退したが、景気の先行きは不透明とし、消費過熱への警戒感も消費を巡る指標は強弱交錯していることや住宅市場の減速などから後退しつつある様子が窺われる。

当面の英国経済は、米国経済の緩慢な回復、ユーロ圏経済の低迷という外部環境のもとで、製造業の回復は遅れ、消費の減速も続くと思われるが、政府支出の拡大が景気を下支えするため、失速には至らず、外部環境の改善とともに緩やかに回復に向かうであろう。BOEは「インフレーション・レポート」で、ポンド安のインフレへの影響は、近年、為替相場の変動に対し輸入物価の変動が小幅となっていることや、適切な金融政策運営で二次的な影響を遮断してきたことなどから低下しつつあるとの見方を示している。とはいえ、6月9日にユーロ参加の国民投票実施のための「経済5条件」の判定結果公表を控え、ポンド相場は不安定になりやすいこともあり、6月は様子見姿勢を継続し、政策金利を据え置くものと考えられる。



(1990年=100) 図表9 英ポンドの実効為替相場



(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。