

# 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～2004年欧米経済見通し

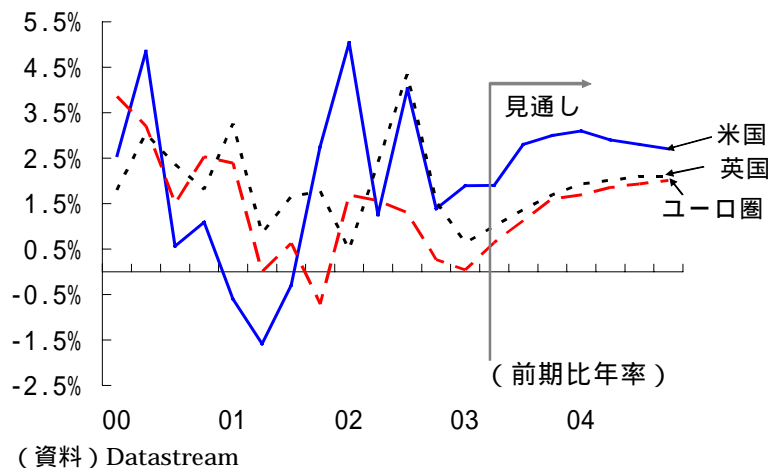
### < 米国経済見通し・米金利シナリオ >

1. 米国経済は、減税法の成立により、下半期の可処分所得押し上げ効果が見込まれ、消費支出の回復を中心に、緩やかに成長率を高めよう。2003年の成長率は2.2%、2004年には2.9%への回復が見込まれる。
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±50bpにやや下方修正した。もともとリスクシナリオ的要素であったデフレへの警戒が強まっているのに加え、長期債が極端に買われ過ぎているとも言えない、というのがその根拠だ。

### < 欧州経済見通し >

1. ユーロ圏経済は、年央も輸出回復の遅れや雇用調整の持続から停滞、2003年の成長率は0.7%に留まろう。2004年は外部環境の改善とともに緩やかな回復が予想される。
2. イギリス経済は、個人消費の鈍化と輸出・生産の緩慢な回復が続き、2003年は1.6%、2004年は1.8%成長となろう。6月9日の財務相報告では、次期総選挙前のユーロ参加の国民投票の可能性が残されたものの、その実現可能性は高いものではない。

米国、ユーロ圏、英国の成長率



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/>

## < 米国経済見通し >

(担当：土肥原)

[見通しの概要]～米国経済は期待先行ながら、下半期以降は、緩やかな回復へ

グリーンズパンFRB議長の言葉を借りれば、「米国景気は3、4月に弱まった後、5月は安定を見せている」のであるが、回復を裏付ける経済指標はいまだに少ない。これまで米国経済に重くのしかかってきた地政学上のリスクの払拭と、1月発表以来、紆余曲折を経てきた減税が実施されることになったこと等が、先行きの見方を強気にしており、消費者信頼感や企業心理を示す指標は急速な回復を見せ、株価も景気回復を先取りした形で上昇している。しかし、景気の実態を示す経済指標を見ると、自動車販売の不振もあって小売売上高は停滞し、生産・雇用面では指標の悪化が続き、5月の失業率は94年以来の高水準をつけた。心理面の回復期待が先行する一方で、景気回復への懐疑的な見方についても払拭できていない状況にある。

こうした状況下で、FRBは金融緩和を続ける意向を示している。5月初旬にFRBがデフレへの警戒を指摘して以降、債券市場金利は一段の低下を見せており、長期金利は45年来の低水準にある。債券市場では、景気の実態面を重視した景況感が支配的なようだ。金利の低下は、住宅市場の堅調さを持続させるとともに、住宅ローンのリファイナンスや資産効果を通じて消費支出にもプラスとなろう。株式市場にも好材料となっており、株式市場の上昇が、消費者・企業心理を好転させ、懸念されていた株価下落による逆資産効果を相殺しよう。今後、株式市場は、金融相場から業績相場への移行が焦点となってくるため、下半期の景気回復動向に注目が集まろう。

実際、米国経済では、4・5月の経済指標が不冴えであることから、4-6月期のGDPは1-3月期同様に低水準と見られ、景気見通しの焦点は次第に下半期に移行しつつある。下半期の米国経済は、減税の実施を背景とした消費支出の回復により、2004年にかけて緩やかな回復を辿ると思われる。2003年通年の実質GDPは2.2%（前々回の2002/12予測以降据置）2004年については2.9%への回復が見込まれよう。

ただし、足元の金利低下がデフレ警戒によってもたらされたものであることには留意しておく必要がある。デフレが進行するのであれば、やがて企業収益が圧迫され、株価の反落も避けられない。FRBはその可能性には否定的であるが、実態面での景気指標が回復を示すまで、リスクシナリオとして保持しておく必要がある。

(図表1) 米国経済の見通し

|       |         | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2003年      |            |            |              | 2004年      |            |            |              |
|-------|---------|-------|-------|-------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|
|       |         | (実)   | (予)   | (予)   | 1-3<br>(実) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) |
| 実質GDP | 前期比年率、% | 2.4   | 2.2   | 2.9   | 1.9        | 1.9        | 2.8        | 3.0          | 3.1        | 2.9        | 2.8        | 2.7          |
| 個人消費  | "、%     | 3.1   | 2.3   | 2.5   | 2.0        | 1.9        | 2.4        | 2.6          | 2.6        | 2.5        | 2.4        | 2.3          |
| 設備投資  | "、%     | ▲ 5.7 | 0.0   | 5.3   | ▲ 4.8      | 1.8        | 3.8        | 4.9          | 5.7        | 6.1        | 6.3        | 6.2          |
| 在庫投資  | 寄与度     | 0.6   | 0.1   | 0.1   | ▲ 0.5      | ▲ 0.2      | 0.1        | 0.2          | 0.1        | 0.2        | ▲ 0.1      | 0.1          |
| 純輸出   | "       | ▲ 0.7 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | 0.9        | ▲ 0.3      | 0.1        | ▲ 0.1        | ▲ 0.4      | ▲ 0.4      | ▲ 0.3      | 0.0          |
| 消費者物価 | 前年同期比、% | 1.6   | 2.3   | 2.0   | 2.9        | 2.3        | 2.1        | 2.1          | 1.6        | 1.9        | 2.1        | 2.2          |
| 失業率   | 平均、%    | 5.8   | 5.9   | 5.7   | 5.8        | 6.0        | 5.9        | 5.8          | 5.7        | 5.7        | 5.6        | 5.6          |

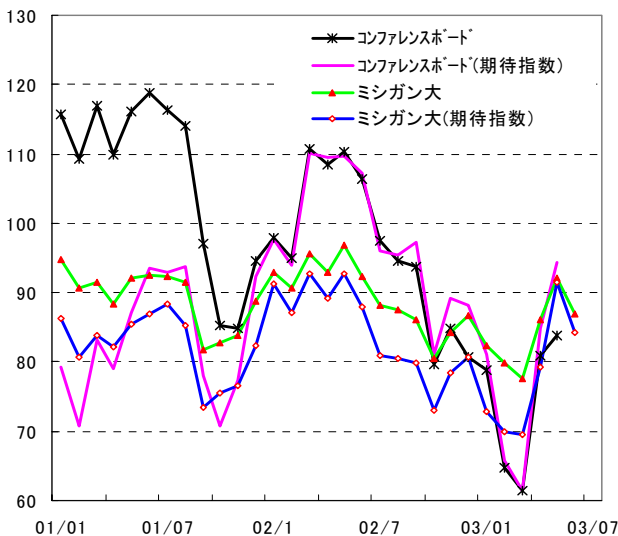
(資料) 実績は米国商務省、米国労働省。

〔消費支出の動向〕

●消費者マインドの回復が先行するも、5月小売売上高は不振

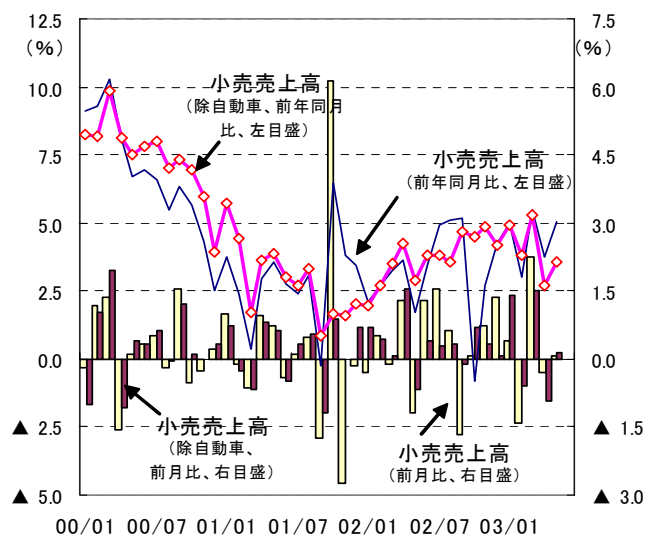
米国の消費者信頼感指数は、昨年後半からイラク問題を懸念して急低下したものの、イラク戦争の収束後は、急速な回復に転じた。コンファレンスボード・ミシガン大学の両指数とも3月をボトムに5月にかけて急上昇したが、いずれも現況指数以上に先行きの景気回復を見込む期待指数の上昇が指数全体を押し上げた形である。ただし、6月のミシガン大学速報値は、予想外の反落を見せており、景気実態の回復の遅れを懸念したものとなった(図表2)。

(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

消費者マインドの急上昇にもかかわらず、5月の小売売上高は、前月比+0.1%増に留まった。4月の減少(前月比 0.3%減)を考えると、小売売上高は不振の域を脱したとは言えず、消費者マ

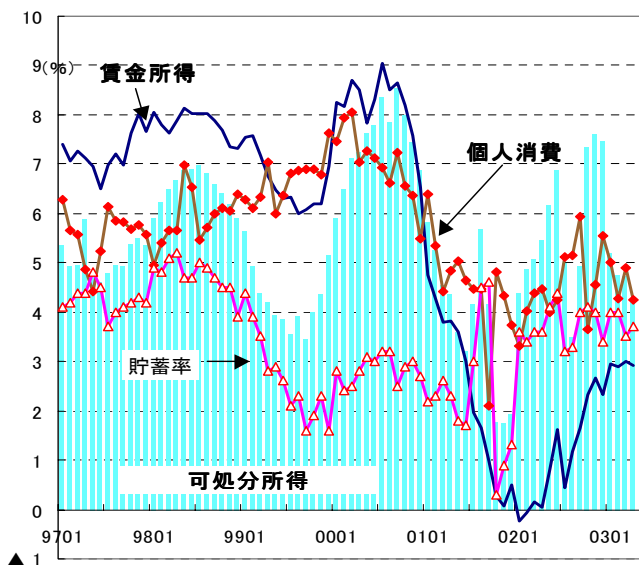
インドの回復が先行する中、実態面での景気回復が遅れていることを示した形となった(図表 3)。小売売上高の内訳を見ると、電気器具販売が前月比 2.9% 増と続伸した一方、ガソリンスタンドが同 4.3% 減と大きく低下したのが目立ったが、その他は、自動車販売店が同 0.2% 減と小幅の減少に留まるなど全般的に低調なものが多かった。

なお、台数ベースで見た 5 月の自動車販売は、年率 1610 万台で前年同月比 +2.5% となったが、前月比では 4 月の年率 1650 万台を下回った。自動車業界は、2001 年 9 月のテロ事件時に消費者マインドが冷え込んで以降、ゼロ金利ローン販売等により売上げを伸ばしてきたが、本年 4 月以降のインセンティブの拡大にもかかわらず販売が伸び悩んでいる。自動車需要に一巡感が出ているのに加えて、インセンティブ販売のインパクトが薄れたことが指摘されているが、今後、自動車販売の不振が続くのであれば、消費全体の見通しにも影響しかねない。下半期は減税・利下げ効果等から消費支出は堅調な推移が見込まれるものの、現状における年間売り上げのコンセンサスとも言える 1,600 ~ 1,650 万台の水準を下回るのであれば、消費の伸びもさらに抑制的なものとなってこよう。

### 下半期は減税等の効果を得て、より堅調な消費支出を期待

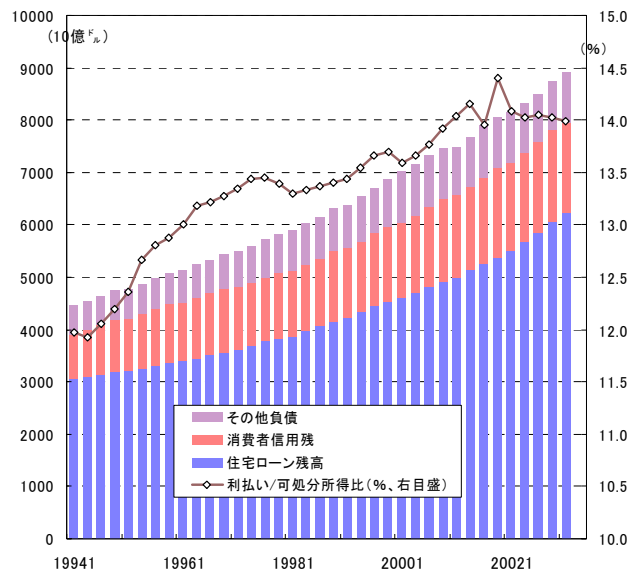
5 月に成立した減税法により、7 月以降は個人所得税率が低下するのに加え、児童扶養控除拡大に伴う児童一人当たり 400 ドルを上限とした還付が実施されることから、下半期は可処分所得の押し上げが期待できる。可処分所得は、これまでも 2001 年減税法により回復を見せていた(図表 4)。また、FRB のデフレ警戒スタンスから、長短金利は当面低位に留まると見られるが、こうした金融緩和は、株式市場に金融相場的な様相をもたらすとともに、住宅市場の活況を持続させており、目先の住宅価格の急低下といった事態は避けられそうな状況にある。FRB が今後も一層のデフレ警戒スタンスを推進するのであれば、資産価格が維持される可能性が高まり、消費の回復を支援することとなる。

(図表 4) 米国: 可処分所得の推移 (前年同期比、%)



(資料) 米国商務省

(図表 5) 米国: 家計部門の負債推移 (四半期)



(資料) 米国商務省、FRB

なお、近年の住宅ブームと自動車のゼロ金利ローン販売等で家計部門の借入額は、3年前比で1.3倍となり、対可処分所得比では1.0倍から1.1倍へと増加が急であるが、利下げが進んだ結果、可処分所得比の利払い負担比率は、13.99%（2003/1Q）とピークの14.40%（2001/4Q）から若干低下している。しかし、10年前との比較では2%程度増加しており、負担増は否めない。先行きの金利低下余地が縮小している現状において、さらに借入れが積み上げられるのであれば、家計への負担増となり消費支出の圧迫要因となりうる点には、留意しておく必要がある（図表5）。

〔設備投資の動向〕

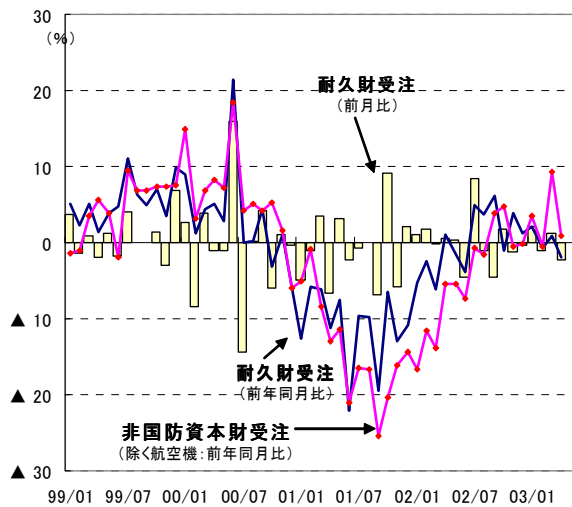
**生産部門でも、センチメントの回復が先行**

4月の製造業耐久財受注は前月比2.3%と減少した。主要な項目でも、機械は同4.7%、輸送機械は同5.1%等、減少が多く見られる中、コンピュータ・電子機器では同0.3%増とコンピュータの高い伸び（同19.2%増）によりプラスとなった。また、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、前月比2.7%減とマイナスに転じ、前年同月比でも3月の9.3%増から4月は0.9%増と急速に伸び率を縮めた（図表6）。

一方、製造業の景況感を示すISM指数は本年に入って連月の低下を続けてきたが、5月は49.4と5ヵ月振りに上昇を見せた。しかし、依然、景況観の分かれ目となる50は下回っている。構成指数の中では、新規受注指数が51.9と4月の45.2から急上昇を見せたのをはじめ、生産指数も51.5と4月47.0から上昇し、いずれも50を回復した。雇用指数も回復したものの43.0とレベルは低い（図表7）。

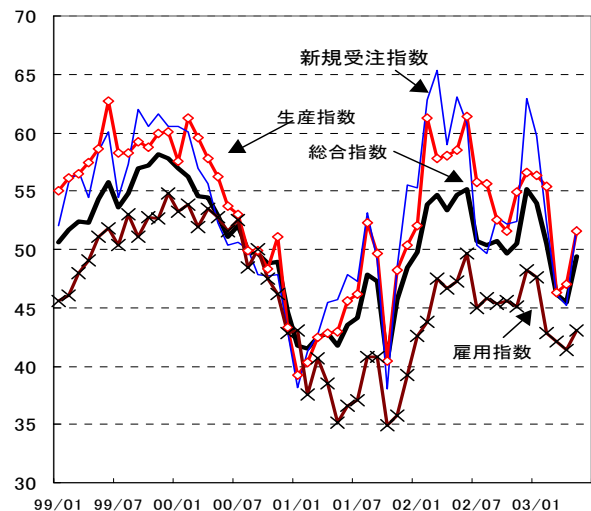
生産部門でも消費同様、センチメントの回復が先行しているようである。ただし、ISM指数は3月以降3ヵ月連続で50を下回っており、製造業の生産活動の回復には、消費支出以上に時間を要すると思われる、設備投資の回復は先送りされた形だ。今後、センチメントの回復が受注等の実需に結びついていくかが注目されよう。

(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

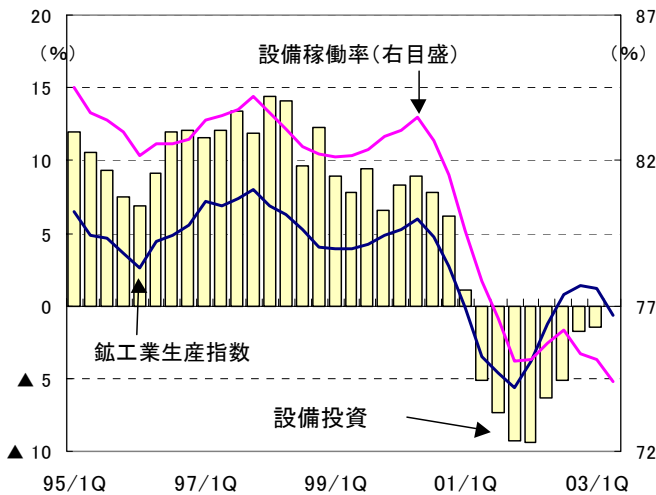
### ●生産・稼働率の低下により、設備投資の回復にも遅れ

設備投資の回復には、生産が伸張り、稼働率水準が高まること前提となるが、現下の鉱工業生産の回復は弱く、3・4月と連月でそれぞれ前月比 0.6%の減少が続いた後、5月は同 0.1%増に留まった。設備稼働率も5月は74.3%と4月と同水準となり、昨年7月の76.4%をピークとした低下トレンドにある。

より長期的に四半期データを見ると、2001/1-3月期に鉱工業生産が前年同期比でマイナスに転じ、設備稼働率が80%を割込むと、翌期には設備投資もマイナスに落込んだ。その後、生産・稼働率の回復と共に、設備投資もマイナス幅を縮めてきたものの、昨年半ば以降、生産・稼働率とも再び悪化に転じている。生産・稼働率の悪化の中では、設備投資の回復は覚束ない。当面、設備投資は限定的な更新投資に絞られ、設備投資全体の伸び率は低めに推移しよう(図表8)。

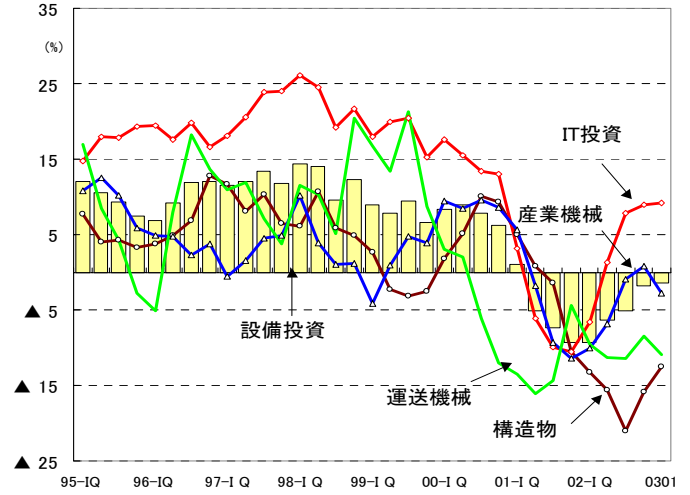
一方、設備投資の内訳を見ると、構造物、運搬機械、産業機械はいずれも前年同期比でマイナスを示す中、IT投資が急速な回復を見せている。IT投資は、90年代後半の高い伸びが過剰設備を招いたため、マイナス成長が続いていたが、昨年4-6月期には、前年同期比でプラスに転じ、その後も上伸して現在の設備投資回復の動きを牽引している。しかし、構造物等の落込みは大きく、前年同期比ベースの設備投資は依然マイナスに留まっている(図表9)。

(図表8) 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、%

(図表9) 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、%

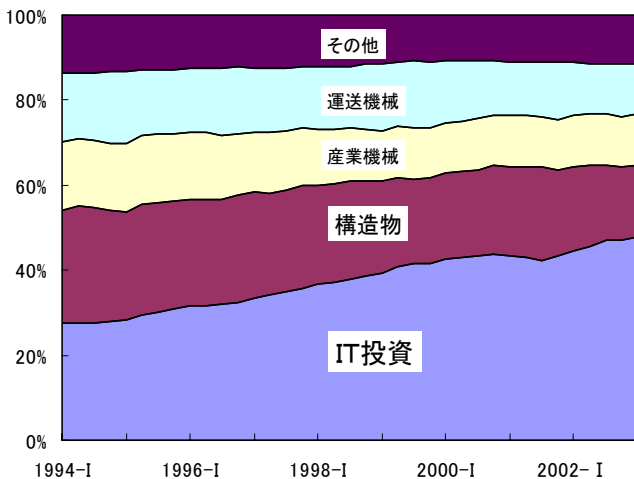
### IT投資の構成比は過半に迫るも、かつての勢いは望めない状況

構造物投資等、主要な設備投資が軒並みマイナスを示す中では、設備投資の回復は限定的なものとなる。しかし、IT投資は90年代後半に高い伸びを続けた一方、近年の構造物投資等の落ち込みが続いたことにより、IT投資の構成比が、設備投資の過半に迫っていることには留意したい。因みに、IT投資と構造物投資は、94年には設備投資全体の27%とほぼ同程度であったも

の、現在はIT投資が48%、構造物投資が17%となり、IT投資の構成は構造物投資の3倍近くにまで拡大している。このため、IT投資の伸びが持続する一方、構造物投資のマイナスが縮小する現状のトレンドが持続するのであれば、設備投資は緩やかながらも回復を続けることが可能であろう(図表10)。

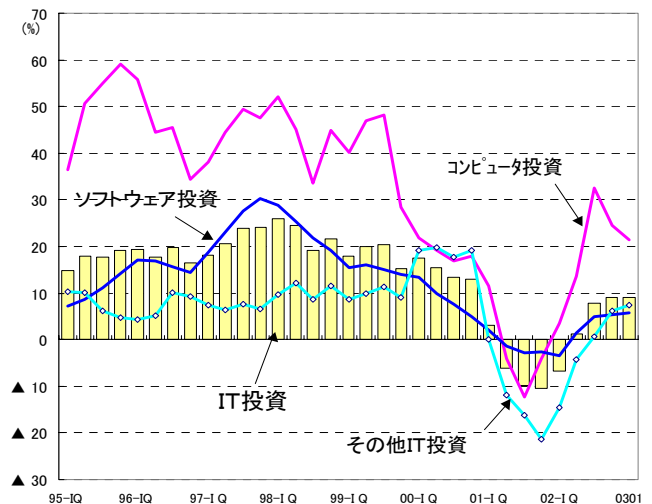
但し、IT投資の内訳を見ると、コンピュータ投資の急速な回復が見られるものの、それ以外の投資の伸びは低い。特に、その他のIT投資に含まれる情報通信機器等については、ストック調整が長引いており、稼働率も50.2%(5月)と極めて低く、IT投資全体の足を引張っている。また、好調に推移しているコンピュータ投資については、現下の稼働率は81.8%(5月)と高いものの、コンピュータの需要見通しについては、世界市場の中でも高い伸びを見込んでいたアジア地域において、SARSによる景気への影響が懸念される等、今後の下方修正もあり得よう。このため、90年代後半に見せたようなIT投資の高い伸びは望めない状況と言え、IT投資に頼った設備投資全体の伸び率にも高い数字は期待できない(図表11)。

(図表10)米国:設備投資の構成比(四半期、%)



(資料) 米国商務省

(図表11)米国:IT投資の内訳(前年同期比、%)



(資料) 米国商務省

[景気対策]

●実をとったブッシュ減税～消費への効果は、7月より実施の減税効果の浸透待ち

ブッシュ大統領が提案した減税法は、議会では、両院協議会を経て減税規模が3500億ドルに半減され、5/28に大統領が署名し成立した。上院では2人の民主党員が賛成し、3人の共和党員が反対に回ったため、賛否同数でチェニー副大統領(上院の議長を兼任)の決定投票により辛うじて議決された。なお、減税枠を3500億ドルとした場合、ある程度の増税措置は避けられないと見られていたが、今回は、各減税案に時限的な期限を設定することで増税は見送られた。3500億ドルの主な内訳は、3180億ドルの減税(一時的な配当・キャピタルゲイン課税の減額を含む)、120億ドルの児童扶養控除、200億ドルの州財政救済措置となる。歳入庁では、7月以降の給与に

は新税率が反映されるよう雇用主あてに新しい税率控除表等を発送し、7・8月には児童扶養控除還付チェックの送付を行なう等、速やかな実施の意向である。

今回の減税法では、上限を3500億ドルに抑えるため、多くの項目で時限立法の形をとり、数年内に期限の来る減税策が多いのが特徴であるが、ブッシュ政権としては当面の景気対策を優先して来年の選挙での勝利を得、議席を増やした上で再度取り組めばよいと考えたようである。サインングセレモニーの後、フライシャー報道官は「大統領は、より多くの減税政策が“永続”することが望ましいと考えている」とコメントしている。

さて、当減税法については、減税規模の半減により経済効果が小さいとする見方が多いものの、時限化された法案を仮に2013年まで継続すると仮定した試算では、減税コストは約8100億ドルとなり、当初の減税案の7260億ドルを上回るとされる（CBPP=The Center on Budget and Policy Prioritiesの試算：AMT控除調整を除く）。このため、反対派議員の中には、「3500億ドルの仮面をかぶった1兆ドル減税」と批判する向きもある。また、当初の3年間で3180億ドルの減税のうち、2900億ドルが使われるとされ、2003・2004年度については、当初減税案以上の経済効果が盛り込まれたとの見方もできる。ブッシュ大統領としては、減税案に込めた当初の目的を、相当程度達したと見ることも可能であり、今後は政策効果を見守ることとなる。

5月の失業率は6.1%と4月（6.0%）から悪化し、94年7月以来の水準に達した。事業所調査に基づく雇用者数は、今回より算出方法が変更されたが、製造業では前月比5.3万人減と34ヵ月連続での減少となった。一方、サービス部門では1.2万人増と増加したものの、前月の5.5万人増には及ばなかった。消費が伸び悩み、生産が鈍化している中では雇用の悪化は予想されており、市場では予想以上の悪化とならなかったことで、むしろ、景気の底堅さを指摘する見方もある。ブッシュ大統領の減税案は“JOBS & GROWTH”と名付けられ、来年の大統領選を勝ち抜くための経済政策として位置付けられている。減税案を梃子に景気回復が実現できるか、ブッシュ再選に向けてその政策効果が試される時期に入りつつある。



## < 今後の米国金融市場 >

(担当：熊谷)

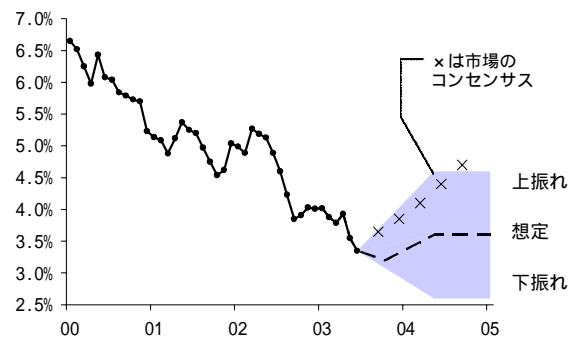
### 長期金利シナリオ：「低金利は続く」

長期金利については、前回見通し（3/20時点）に比べて想定フェアバリューをやや下方修正し、10年国債金利で見て3%半ば～4%近辺との見方から、3%半ば±50bpへと変更した。その主な理由として、政策発動を通じて年下期には米国経済は回復するものの成長率の水準が低いのに加え、もともとリスクシナリオ的要素であった「デフレへの警戒」が強まっており、インフレ期待が起こりにくい点が挙げられ、市場のコンセンサスほどの上振れが実現する可能性は小さいと見るためである。

米国金融市場では、10年国債金利が一時3.0%台まで低下するなど、利下げ期待を早々に織り込むかたちで金利低下が続いている。一部では90年代後半の株式市場に次ぐ「国債バブル」との見方も出始めており、急激な金利低下に警告を発する向きもある。たしかに、世界的なディスインフレ下において、主要各国の中央銀行は金融緩和を積極化しており、流動性供給によって金融市場に浮遊する余剰資金が株・債券・商品はじめ、あらゆるところにバブルの状態を引き起こしうる点には、注意を要するだろう。

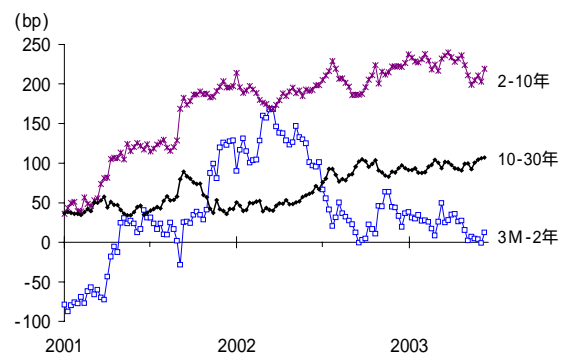
米国内では政策発動により景気が年央以降底上げされるとの強い期待があるが、次回FOMC（6/24-25）で仮に利下げが行われれば、市場の織り込んだ予想が実現することで、一旦は金利低下に歯止めがかかってもおかしくない。しかし、これは必ずしも「国債バブルの崩壊」を意味するものではないと思われる。その理由として、米国債のイールドカーブを分解して見た場合、必ずしもカーブ全体が過度の下振れを起こしているようには見えない点が挙げられる。例えば、3ヶ月物Liborと2年国債の利回り格差を見ると、たしかに最近の利下げ期待を背景に利回り格差が縮小し、これ以上の2年金利の低下余地が乏しいことを示す一方、2-10年あるいは10-30年の

国債10年の想定フェアバリュー



市場のコンセンサスは6/1時点のブルーチップ集計値。

イールドカーブにおける年限ごとの利回り格差



〔データ〕Bloombergより作成

米国主要金利の見通し

|           | 単位    | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2003年 |      |      |       | 2004年 |      |      |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
|           |       |       |       |       | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 |
|           |       | (実)   | (予)   | (予)   | (実)   | (予)  | (予)  | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   |
| FFレート誘導目標 | 期末(%) | 1.25  | 0.75  | 0.75  | 1.25  | 0.75 | 0.75 | 0.75  | 0.75  | 0.75 | 0.75 | 0.75  |
| 国債10年金利   | 平均(%) | 4.6   | 3.6   | 3.7   | 3.9   | 3.6  | 3.3  | 3.6   | 3.7   | 3.7  | 3.7  | 3.7   |

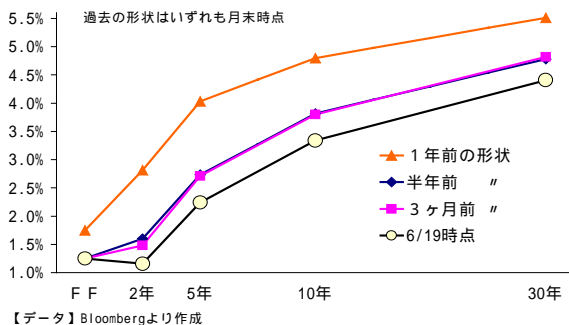
利回り格差を見ると、必ずしも格差の縮小が進んでいるわけではなく、むしろ2001年以降の金融緩和局面の中で最も拡大した状態に近い。従って、FRBの利下げが正当であると判断するのであれば、短期金利の水準に対し長期債が極端に買われ過ぎているとも言えないのではないだろうか。

多額の「双子の赤字」に伴う潜在的なファイナンスリスクや景気の循環的回復の可能性を考えれば、これ以上の金利低下余地は小さいのではないかと、この見方もできよう。しかし、現時点で判断できる限り、米国内でインフレ期待が復活し、FRBが早期に引き締めへ転じなければならなくなる可能性は低い。従って、目先は利下げ一巡により金利低下が一服する可能性こそあれ、単に歴史的観点から10年＝3%台の長期金利が「水準的に低過ぎる」と判断するのは早計であると思われる。

### 最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、政策期待（減税・利下げ）の高まりが「株高・債券高」というややアンバランスな相場形成を演出する展開が続いている。まず、債券市場では5/6に開かれた金融政策決定会合（FOMC）で、デフレへの警戒を示したFRBが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、次回以降のFOMCでの利下げ期待が高まり、長期金利が低下基調を強めた。その後も複数のFRB理事が利下げを示唆するような発言を行ったのに加え、フレディマックの会計疑惑（6/9）に端を発した「質への逃避」的な動きやミシガン大学消費者信頼感指数の予想外の下落（6/13）を背景に、長期金利（10年国債）が一時3.07%まで低下した。一方、5/23に米議会が減税法案を可決したのを受け、政策発動による景気回復期待の高まりを背景に、株価は上昇の度合いを強めた。その後も、利下げ期待の高まりや製造業の景況感改善を好感しながら一段高となり、6/16にはダウ工業株が終値ベースで昨年7月初以来となる9300ドル台を回復した。

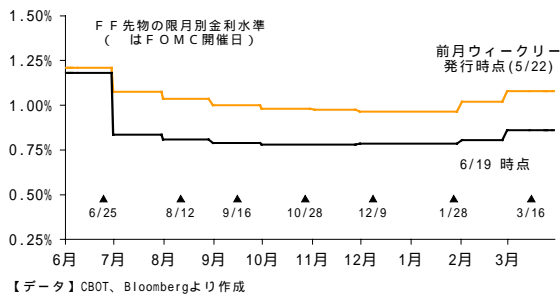
イールドカーブの変化



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

- ・ 1～3月期にゼロ成長となったユーロ圏経済は、年央も輸出回復の遅れや雇用調整の持続から景気停滞が続き、通年の成長率は0.7%に留まるであろう。
- ・ 2004年は外部環境の改善とともに緩やかに回復、成長率は1.6%となる見込みである。

図表 ユーロ圏：経済見通し

|             | 単位       | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2003年 |       |       |       | 2004年 |      |      |       |     |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-----|
|             |          |       |       |       | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 |     |
|             |          | (実)   | (予)   | (予)   | (実)   | (予)   | (予)   | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   |     |
| 実質GDP       | 前年比%     | 0.8   | 0.7   | 1.6   | 0.8   | 0.6   | 0.5   | 0.9   | 1.3   | 1.6  | 1.8  | 1.9   |     |
| 内需          | 寄与度%     | 0.2   | 1.1   | 1.4   | 1.3   | 1.1   | 1.1   | 1.0   | 0.9   | 1.4  | 1.6  | 1.7   |     |
|             | 民間最終消費支出 | 前年比%  | 0.5   | 1.2   | 1.5   | 1.5   | 1.2   | 1.0   | 1.0   | 1.0  | 1.4  | 1.6   | 1.7 |
|             | 固定資本形成   | "     | ▲ 2.6 | ▲ 1.2 | 1.8   | ▲ 2.4 | ▲ 1.0 | ▲ 0.8 | ▲ 0.4 | 1.4  | 1.8  | 2.0   | 2.1 |
| 外需          | 寄与度%     | 0.6   | ▲ 0.4 | 0.2   | ▲ 0.5 | ▲ 0.6 | ▲ 0.5 | ▲ 0.1 | 0.4   | 0.2  | 0.2  | 0.2   |     |
| 消費者物価(HICP) | 前年比%     | 2.3   | 2.0   | 1.7   | 2.3   | 2.0   | 1.8   | 1.8   | 1.8   | 1.7  | 1.7  | 1.6   |     |
| 失業率         | %        | 8.4   | 8.9   | 8.9   | 8.7   | 8.9   | 9.0   | 9.0   | 8.9   | 8.9  | 8.8  | 8.8   |     |
| ECB市場介入金利   | %        | 2.75  | 3.50  | 1.75  | 3.25  | 3.25  | 3.50  | 3.50  | 1.75  | 1.75 | 1.75 | 1.75  |     |

(注) 政策金利は未値

#### イギリス

- ・ イギリスでは、住宅価格上昇を背景に過熱気味で推移してきた個人消費の伸びが鈍る一方、外部環境改善の遅れから輸出、生産の回復は緩慢なものに留まるであろう。2003年通年の成長率は1.6%、2004年は1.8%成長となろう。
- ・ 6月9日の財務相報告では、次期総選挙前のユーロ参加の国民投票の可能性が残されたものの、その実現可能性は高いものではない。

図表 イギリス：経済見通し

|              | 単位       | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2003年 |       |       |       | 2003年 |       |       |       |     |
|--------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
|              |          |       |       |       | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 |     |
|              |          | (実)   | (予)   | (予)   | (実)   | (予)   | (予)   | (予)   | (予)   | (予)   | (予)   | (予)   |     |
| 実質GDP        | 前年比%     | 1.8   | 1.6   | 1.8   | 2.2   | 1.9   | 1.1   | 1.2   | 1.5   | 1.8   | 1.9   | 2.0   |     |
| 内需           | 寄与度%     | 2.7   | 2.8   | 2.9   | 3.5   | 3.4   | 2.5   | 1.6   | 1.9   | 3.0   | 3.2   | 3.3   |     |
|              | 民間最終消費支出 | 前年比%  | 3.8   | 2.5   | 2.3   | 3.4   | 2.7   | 2.3   | 1.7   | 1.9   | 2.1   | 2.5   | 2.6 |
|              | 固定資本形成   | "     | ▲ 3.2 | 1.3   | 3.0   | 1.0   | 0.7   | 1.5   | 1.9   | 3.0   | 3.0   | 3.2   | 3.1 |
| 外需           | 寄与度%     | ▲ 0.9 | ▲ 1.1 | ▲ 1.0 | ▲ 1.3 | ▲ 1.5 | ▲ 1.4 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4 | ▲ 1.2 | ▲ 1.3 | ▲ 1.3 |     |
| 消費者物価(RPIX)  | "        | 2.2   | 2.7   | 2.5   | 2.9   | 2.9   | 2.5   | 2.4   | 2.4   | 2.1   | 2.3   | 2.2   |     |
| 失業率          | %        | 3.1   | 3.2   | 3.3   | 3.1   | 3.2   | 3.3   | 3.3   | 3.3   | 3.3   | 3.3   | 3.3   |     |
| イングランド銀行レボ金利 | %        | 4.00  | 3.50  | 3.50  | 3.75  | 3.75  | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 3.50  |     |

(注) 政策金利は未値

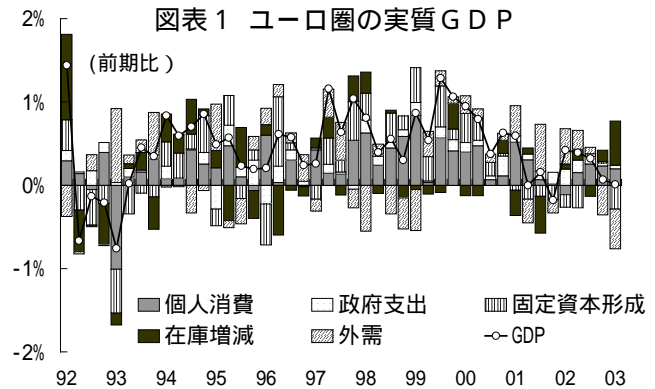
## 1. ユーロ圏

### 現状：ユーロ圏経済は停滞

( 1~3月期はゼロ成長、4~6月期もはっきりとしたリバウンドの兆候は見られず )

1~3月期のユーロ圏の成長率は前期比ゼロ成長と10~12月期の0.1%を下回り景気の停滞感が明らかになった。1~3月期には輸出数量の減少と輸入の増加から外需がマイナスに転じたほか、いったん下げ止まった固定資本形成も前期比マイナスに転じた(図表1)

4~6月期入り後も、4月の生産統計はイラク戦争の影響によりドイツやフランス



で前月からマイナス幅を拡大、戦争終結後の5月もはっきりとしたリバウンドの兆候は見られない。消費者マインドの改善はわずかに留まったほか、企業マインドはドイツのIfo景況感見通し(マイナス15 マイナス10.6)やフランスのINSEE生産見通し(マイナス58 マイナス32)などが改善する一方、欧州委員会の企業景況感指数や製造業購買部協会指数(PMI)は4月に比べて悪化、まだら模様となっている。

( 物価は2%を下回り、ユーロは最高値更新を試す展開 )

物価は4月以降の原油価格の落ち着き、ユーロ高による輸入物価抑制効果も加わって低下傾向にあり、5月の速報値は1.9%と政策目標の2%を下回った。

ユーロ相場は昨年来のユーロ高基調にさらに弾みがつき、直近も5月下旬に記録した最高値1ユーロ=1.1935ドルを試す展開となっている。ユーロ高のスピードと現在の水準については、ユーロ圏の中でも見解が分かれるが、景気低迷が続くドイツを中心に輸出への悪影響に対する懸念が広がっている。

( ECBは景気下振れとインフレリスクの後退を受けて50bpの利下げを実施 )

欧州中央銀行(ECB)は6月5日の政策理事会で50bpの利下げを実施、市場介入金利は2.0%となった。

政策決定の題材とされた経済見通し(6月号の月報に掲載)では、ユーロ圏の成長率は2003年は0.4~1.0%、2004年は1.1%~2.1%と前回の昨年12月の見通し(1.1%~2.1%、1.9%~2.9%)からそれぞれ大幅に下方修正されている。インフレ率については景気の下振れとユーロ高の影響から、2003年は1.8%~2.2%、2004年は0.7%~1.9%と予測した。2004年のインフレ見通しは5月に公表された新たな金融政策戦略方針で物価安定の定義とした「2%近辺」を大きく下回るものである。

こうした予測はすでに今回50bpの利下げに織り込まれたことになるが、今後とも当面は景気の

一層の下振れとディスインフレ警戒型のスタンスを継続するものと予想される。

### 見通し：2003年は0.7%、2004年は1.6%

2003年後半も米国経済の回復テンポは緩やかなものに留まり、ユーロ高の影響も加わることから輸出、生産の回復は抑制される見込みである。設備投資の停滞と雇用調整の持続による消費の伸び悩みという構図に大きな変化はなく、2003年の成長率は0.7%と2002年の0.8%を下回ることになる。

2004年に外部環境の改善、利下げ効果の浸透、物価の下落などによりユーロ圏経済も上向く見込みである。しかしながら、回復のテンポは緩やかなものとなり、通年の成長率は1.6%と潜在成長率を下回る見込みである。

## 2. イギリス経済

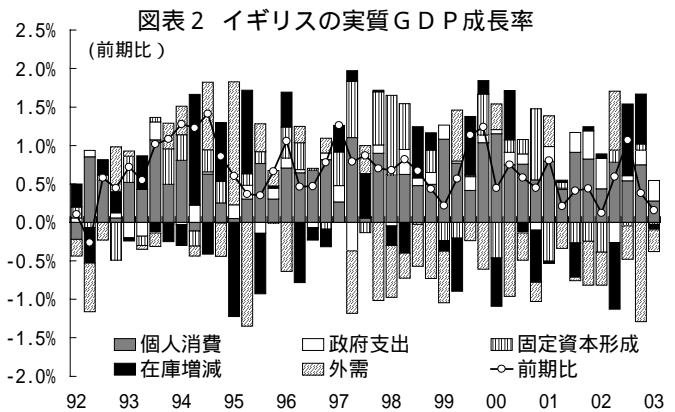
### 現状：景気はさらに減速

( 個人消費は減速、外需は改善 )

イギリス経済も1～3月期は前期比0.2%成長と10～12月期の同0.4%を下回った。輸出が下げ止まる一方、輸入が減少したことにより外需のマイナスの寄与度は縮小したが、個人消費が減速し、在庫の寄与もマイナスに転じた。

物価は原油価格や住宅価格の上昇が押し上げ要因となり、イングランド銀行の政策目標であるRPI Xベースで5月まで3

カ月連続で3%となっており、目標圏内(2.5%±1%)ではあるものの、中央値から上振れた状況が続いている。



### 見通し：2003年は1.6%、2004年は1.8%

住宅価格の上昇に後押しされて過熱気味で推移してきた個人消費の鈍化傾向は続く見込みである。輸出、生産面ではポンド安効果が期待されるものの、ユーロ圏経済の停滞など外部需要の低迷から回復のテンポは緩慢に留まるであろう。成長率は2003年は1.6%、2003年は1.8%と低めの推移が見込まれる。

物価は、原油価格や住宅価格の影響が緩和し、景気減速で賃金上昇圧力も抑制されることから年後半には中央値を下回る見込みである。イングランド銀行(BOE)は、ポンド相場の推移を見極めながら、7～9月期にも追加の利下げを実施するものと思われる。

## イギリス政府はユーロ参加の是非を問う国民投票実施時期を先送り

- 構造改革による持続的な収斂の実現と柔軟性の向上への取り組みが必要と判断 -

政府は9日にユーロ参加の判断基準としてきた「5つの経済条件」に対する判定結果を公表、5つのうちの金融サービス業にとってプラスとなるかという項目を除く、4つの基準を満たしていないとし国民投票の実施を見送った(図表3)。

図表3 ユーロ参加の5つの経済条件

| 項目                               | 結果 |
|----------------------------------|----|
| ユーロ圏経済と英国経済の間に十分かつ持続可能な収斂が達成されたか | ×  |
| 経済が環境の変化に対応しうる柔軟性を有しているか         | ×  |
| ユーロ導入が英国内での長期的な投資決定に資するか         | ×  |
| 金融サービス業にとってプラスとなるか               | ○  |
| ユーロ導入が成長、安定、持続的な雇用増を促すか          | ×  |

4つの条件について未充足と判断した理由付けは、以下の通りである。まずのユーロ圏とイギリス経済の収斂については、前回(97年10月)の判断時点に比べ大きく前進し、物価、長期金利、政府債務残高と財政収支に係るユーロ参加基準(経済収斂条件)もクリアしているが(図表4)住宅市場などの構造的な相違から金利感応度が異なるために、単一金利に永続的に適合できるかが不確実とされた。の柔軟性は、単一通貨圏の安定性と収斂を維持し、単一通貨のベネフィットを得る重要な条件である。イギリスは労働市場、財、資本市場の改革に大きな成果を収めているが、ショックに対する対応力を十分に高めるために、一層の構造改革が必要とした。

図表4 経済収斂条件とEU15か国の現状

|             | GDP           |             |               | 人口<br>千人<br>2001年 | 政府<br>債務残高<br>対GDP比<br>2002年 | 財政収支<br>対GDP比<br>2002年 | 物価<br>2003年3月末 | 長期金利 |
|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------------|------------------------------|------------------------|----------------|------|
|             | 億ユーロ<br>2001年 | EU =<br>100 | ユーロ圏 =<br>100 |                   |                              |                        |                |      |
| EU15        | 88,217        | 100.0       | 129.5         | 372,750           | 62.7                         | 1.9                    | 2.3            | 4.2  |
| ユーロ圏        | 68,138        | 77.2        | 100.0         | 299,913           | 69.2                         | 2.2                    | 2.4            | 4.1  |
| ベルギー        | 2,573         | 2.9         | 3.8           | 10,263            | 105.3                        | 0.1                    | 1.7            | 4.2  |
| ドイツ         | 20,630        | 23.4        | 30.3          | 81,284            | 60.8                         | 3.6                    | 1.2            | 4.0  |
| ギリシア        | 1,304         | 1.5         | 1.9           | 10,354            | 104.9                        | 1.2                    | 3.9            | 4.3  |
| スペイン        | 6,502         | 7.4         | 9.5           | 39,929            | 54.0                         | 0.1                    | 3.7            | 4.0  |
| フランス        | 14,662        | 16.6        | 21.5          | 57,616            | 59.1                         | 3.1                    | 2.6            | 4.1  |
| アイルランド      | 1,152         | 1.3         | 1.7           | 3,839             | 33.3                         | 0.3                    | 4.9            | 4.1  |
| イタリア        | 12,166        | 13.8        | 17.9          | 57,203            | 106.7                        | 2.3                    | 2.9            | 4.2  |
| ルクセンブルグ     | 218           | 0.2         | 0.3           | 433               | 5.3                          | 2.6                    | 3.7            | 3.6  |
| オランダ        | 4,245         | 4.8         | 6.2           | 15,821            | 52.6                         | 1.1                    | 3.1            | 4.0  |
| オーストリア      | 2,109         | 2.4         | 3.1           | 7,959             | 68.7                         | 0.6                    | 1.8            | 4.1  |
| ポルトガル       | 1,228         | 1.4         | 1.8           | 10,045            | 58.1                         | 2.7                    | 3.8            | 4.1  |
| フィンランド      | 1,351         | 1.5         | 2.0           | 5,166             | 42.7                         | 4.7                    | 1.9            | 4.1  |
| ユーロ<br>非参加国 |               |             |               |                   |                              |                        |                |      |
| デンマーク       | 1,812         | 2.1         | 2.7           | 5,321             | 45.2                         | 2.0                    | 2.8            | 4.3  |
| スウェーデン      | 2,311         | 2.6         | 3.4           | 8,855             | 52.6                         | 1.3                    | 2.9            | 4.6  |
| 英国          | 16,306        | 18.5        | 23.9          | 58,631            | 38.4                         | 1.3                    | 1.6            | 4.4  |
| 【経済収斂条件】    |               |             |               |                   |                              |                        |                |      |
| 経済収斂条件      |               |             |               |                   | 60.0                         | 3.0                    | 3.1            | 6.1  |

と については持続可能で耐久力のある収斂が実現すれば、すなわち 及び の条件が満たされれば、充足される項目とされた。 の総合評価では、成長や雇用の安定性が、ECB の物価安定目標の潜在的な不確実性や、「安定成長協定」の財政健全化基準の解釈からくる財政政策への制約によって脅かされる可能性についても言及された。

( ユーロ参加を視野に入れ、インフレターゲットの見直しなどの改革を実施 )

今回の判定の結果自体は事前の予想通りであった。仮に、この秋に国民投票を実施しても、世論調査で依然ユーロ反対が過半を占めている状況では可決の見込みが低かったと言えよう。こうした中で、今回の報告において参加を先送りするリスクとコストが強調され、早期に収斂と柔軟性の向上を実現するために構造改革に着手するという前向きな姿勢が示された点は注目されよう。

改革の内容はインフレターゲットの見直し、住宅市場改革、財政改革、労働・財・資本市場の改革の4つである。インフレターゲットの見直しとして、11月を目処に、現在BOEが用いているRPIXに替わり、欧州連合の統一物価基準のHICPに変更する方針が明らかにされた。RPIXとHICPの主たる違いが住宅関連物価を含むか否かであり、この数ヶ月は住宅価格上昇の影響からRPIXの上昇率は3%で推移、HICPはこれをおよそ1.5%下回っている。このためインフレ目標の変更時には、政策運営自体は従来の方が踏襲されるであろうが、政策目標の水準は現行の2.5%からECBと同じ2%へと変更されることが予想される。その他、収斂を阻害している一因とされた住宅市場の改革ではボラティリティーを緩和するため、政府が需給調整にコミットすることや住宅金融制度の見直し、財政面では財政の自動安定化機能の向上や信頼性、透明性を高める改革を行うことなどが言及されている。

( 総選挙前の国民投票の可能性を残すが、実現の可能性は高くない )

今回の報告では、構造改革の進捗状況を2004年4月の予算案発表時に報告し、再度5条件の判定を行うかを明らかにするとしている。5条件の判定から国民投票までの期間は4カ月とされていることから、ユーロ参加に強い意志を持つブレア首相の任期中(～2005年6月)に国民投票が実施される可能性は残されたことになる。

総選挙前に国民投票を実施する場合には、向こう1年半程度の間、収斂や柔軟性が向上したという説得力のある根拠を示すことが必要となる。しかし、英国側の構造問題である住宅市場の改革が効果を現わすには、ある程度の時間が必要であろう。また、収斂が好ましい形で実現するためには、ユーロ圏においても構造改革の前進、ECBの新たな金融政策戦略の円滑な運営、適切な財政運営の組み合わせで景気が回復することなどが必要となる。

2004年5月にEU加盟を予定している中東欧10カ国の中からは、早ければ2007年頃にユーロ参加を実現する国が現われる可能性がある。イギリスのユーロ参加のインセンティブとなっている、金融サービス分野の共通政策への影響力の行使という観点からは、できるだけ早いタイミングでの参加が望ましい。しかしながら、次期総選挙前の国民投票実施の可能性は、これらの点から見て決して高くはないと考えられる。

(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)