



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 月期の実質成長率は 5.8%と予想以上に強めのものとなったが、その後、幾つかの弱めの経済指標も発表され、4-6 月期以降の景気動向について、やや懸念する見方が出てきた。現状では、消費は概ね堅調に推移しているといえるが、生産面では回復を見せているものの力強さに欠けており、連銀等でも、今後、設備投資に結びつくかどうかを見極めたいとしている。

< 米国金融 >

米国金融市場では 4 月中旬以降、過度の金利先高観が後退したものの、今後、財政動向次第では同収支赤字懸念に対するリスクプレミアム増大を通じ長短金利差が拡大することで、長期金利が下がりづらくなる可能性も考えられる。

< 欧州経済 >

ユーロ圏の 1～3 月期の成長率は、10～12 月期の前期比 ▲0.2%からプラス転化する見込みだが、今後の回復の持続力とスピードには不確かさが残る。

英国は 10～12 月期のゼロ成長から 1～3 月期に前期比 0.1%（速報値）へと持ち直した。消費の伸びは鈍化しているが底固い一方、生産の底入れは遅れている。

主任研究員（米国経済） 土肥原 晋

(03)3597-8647 doihara@nli-research.co.jp

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)

〔GDP の概況〕

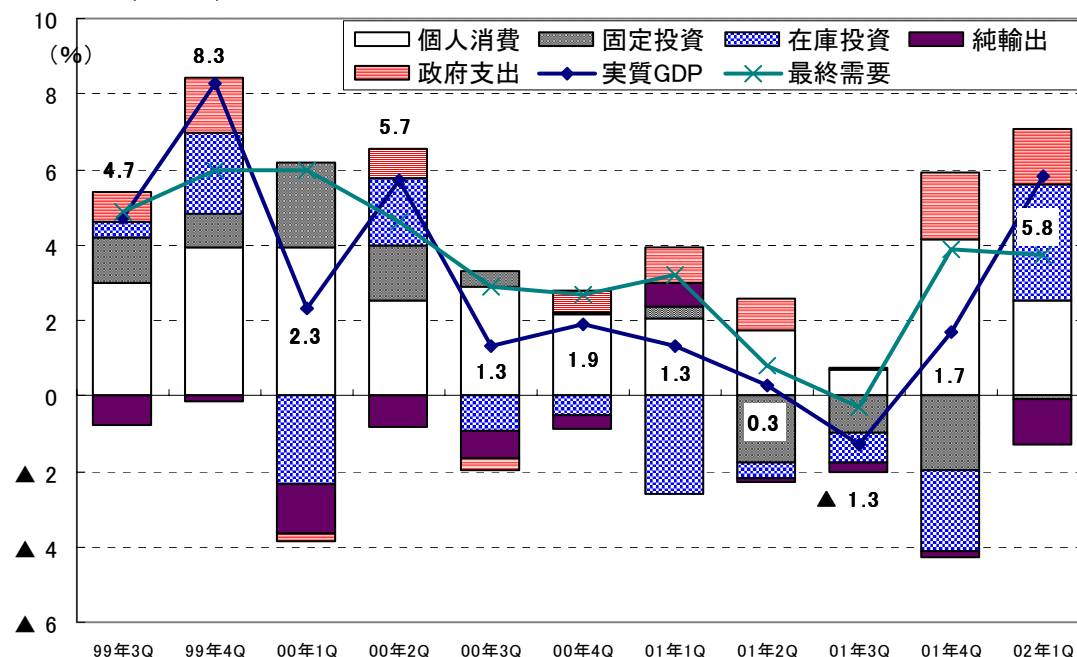
● 1-3 月期 GDP は 5.8% と高成長ながら、今後の回復スピードは鈍化

4/26 発表の 1-3 月期実質 GDP は、市場の予想平均を上回り前期比年率+5.8%と 99/10-12 月期以来の伸びをみせた。在庫減少幅の縮小に伴う在庫の寄与度は+3.1%と大きく、また、前期の反動が懸念された自動車販売の状況も当初予想されたほど悪くなく、消費支出は前期比年率+3.5%と堅調だった。その他、住宅投資が同+15.7%、国防支出を中心に政府支出が同+7.9%と高い伸びとなった半面、設備投資は同▲5.7%と 5 四半期連続のマイナスとなった。

しかし、その後発表された経済指標には、消費マインド・雇用統計等、回復スピードの鈍化を示すものがみられ、株式市場でも、ガソリン価格の上昇、企業収益回復への懸念、会計・アナリスト問題等から、一時ダウ 30 種平均で 1 万ドル割れの推移をみせた。5/7 の FOMC でも政策金利の据置きが決定され、利上げの時期は、設備投資等を中心に最終需要の拡大が確認された後、早くても 8 月以降との見方が増加した。

1-3 月期 GDP 発表以降、景況感は一振れした感があるが、4 月小売売上高のように堅調な指標もみられ景気が腰折れするとの見方は少ない。ブルーチップ誌のエコノミストの予想平均では、4-6 月期の実質 GDP 予想平均は前期比年率 3.1%と先月集計分より▲0.3%低下したがなお 3%台にあり、その後も 3%台の推移を予想している。

(図表 1)米国 GDP の推移と寄与度（前期比年率）



(資料) 米国商務省

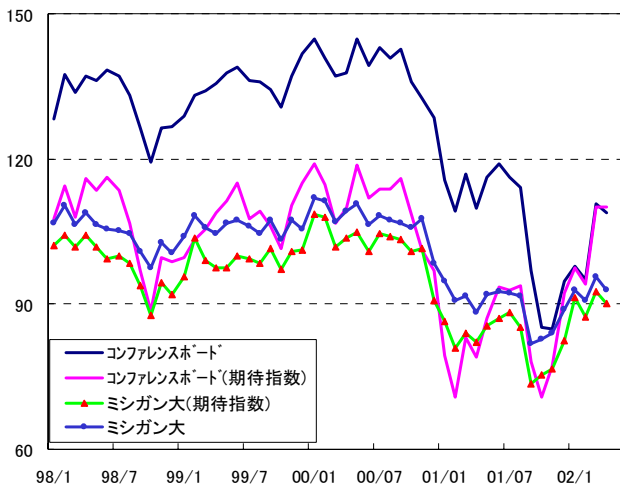
〔消費等の動向〕

● 4月の小売売上は、消費マインド低下の中、堅調推移

4月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数(4/30発表)は108.8と前月110.7を下回り、4/26発表のミシガン大学の消費者マインド指数(4月確報値)も93.0と前月の95.7から反落した(図表2)。最近の株価の不振、ガソリン価格の上昇等が影響したものとみられ、個人消費の動向に懸念を示した形となった。

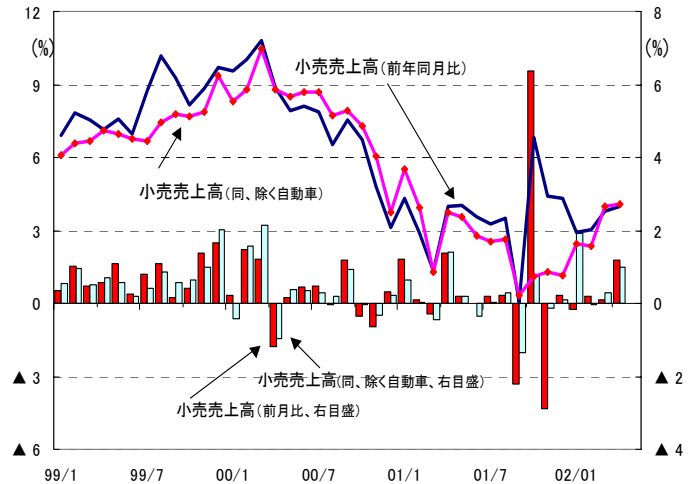
しかし、その後発表された4月の小売売上高は前月比+1.2%増、中でも自動車販売等は同1.9%と高かったが自動車除きの小売売上高も同+1.0%増と予想を上回る増加となった(図表3)。自動車の他では建設資材が同2.7%、ガソリスタブが同+2.0%と高かった。また、台数ベースでも4月自動車販売は年率1740万台(オートデータ社集計)と昨年11月以来の高水準となった。値引き販売等が背景にあるものの、自動車各社は好調な販売から今後の生産計画を引き上げ、増産に動いているとみられる。

(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

〔生産部門の動向〕

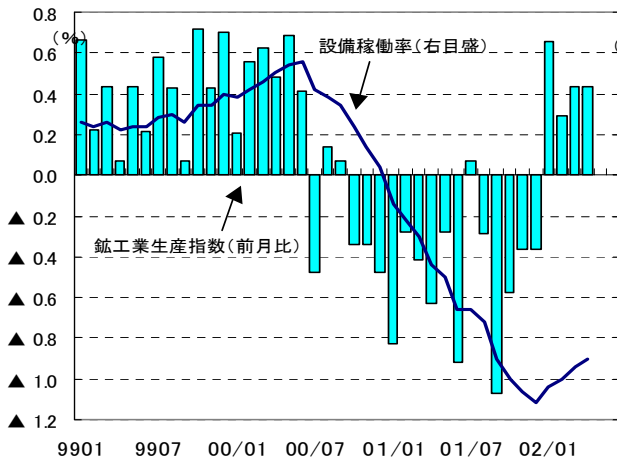
● 鉱工業生産・稼働率とも4ヵ月連続の改善

4月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と4ヵ月連続の回復を示した(図表4)。しかし改善しつつあるとはいえ、4月の生産指数139.2は未だにテロ事件前の8月を下回り、前年同月比でも▲2.0%と回復スピードは緩慢である。産業別では上記の自動車等が前月比+3.1%と高くこれを除いた全体の伸率は同+0.2%に留まる。同時に発表された設備稼働率をみると75.5%とこれも4ヵ月連続の上昇ながら前年4月の77.8%を2.3%下回り、長期的な平均値81.9%(1967-2001年の平均)からはなお6%以上低い水準に留まっている。稼働率を業種別にみると自動車産業が78.9%に改善する一方、ハイテク産業は63.4%と前月と同水準に留まった。

一方、3月まで5ヵ月連続の上昇をみせていた製造業のISM指数は53.9と低下した(図表5)。

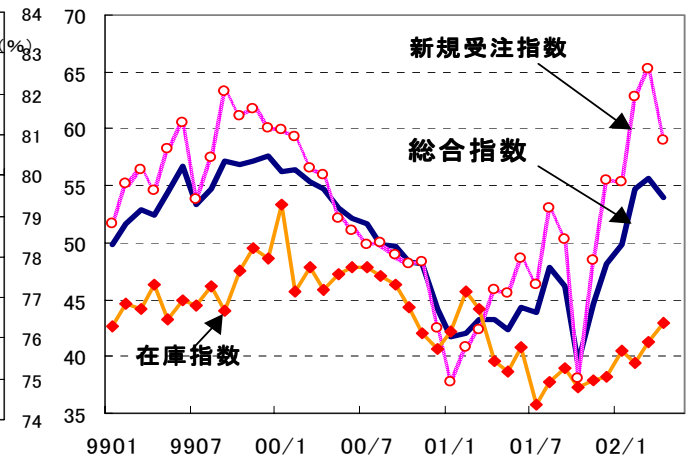
これまで急速な改善をみせていた新規受注指数、雇用指数等が反落したことによるもので、製造業の業況にもスピード調整が窺われる。

（図表４）米国：鋳工業生産・稼働率の推移



（資料）FRB

（図表５）ISM指数の推移



（資料）The Institute for Supply Management

また、3月の製造業新規受注は、前月比+0.4%と増加したが国防関連の受注が多く、これを除いたベースでは同+0.1%の増加に留まった。一方、耐久財の受注は同▲0.5%減、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）も同▲3.6%減と減少に転じ、国防関連を除けば受注の動きは鈍いといえる。（なお、本統計では、半導体の大手メカの統計提出中止により3月より半導体統計項目が除外された。）

3月の企業在庫は前月比▲0.3%減（2月▲0.2%減）と発表され、引続き調整局面にあることを示した。内訳では、小売業が2月の同+0.6%から再び同▲0.1%とマイナスに転じたため、製造業と卸売業と併せて3部門とも前月比マイナスとなった。同時に発表された出荷統計をみると、卸売業がマイナスに転じたものの製造業が前月比+0.7%とプラスに転換し、全体では同+0.3%増（前月は▲0.8%）となった。このため、在庫/売上高は1.38倍と2月の1.39倍からやや低下している。

〔雇用状況等〕

●4月失業率は、6.0%へ急上昇

家計調査によると4月の失業率は6.0%と3月の5.7%から0.3%の大幅な上昇となった（図表6）。6.0%は94年8月以来の高水準である。景気回復の中、求職活動を再開した人が増えた一方雇用創出力が回復途上にあるためと思われる。4月の失業者を含めた労働総人口は56.5万人増加したものの、失業者数は48.3万人増加し、そのうち7割弱の32.8万人が女性だった。このため女性だけの失業率は5.5%から6.0%へと急上昇した。

一方、事業所調査による4月の非農業雇用者数は+4.3万人の増加となったが、3月は+5.8万

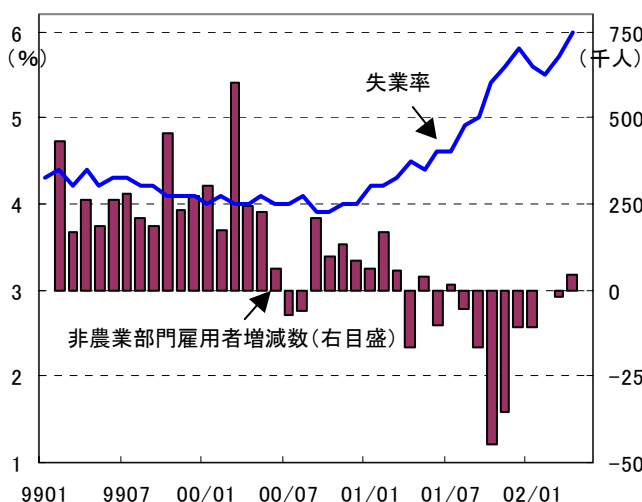
人増から▲2.1万人減へと2ヵ月連続の大幅な下方修正が行われた。部門別の内訳では生産部門が▲9.1万人、サービス部門が+13.4万人とサービス部門の増加を生産部門の減少が相殺する構図が続いている。なお、生産部門の中では製造業が▲1.9万人減と減少幅を縮めたのに対し、建設業では▲7.9万人減と減少幅が大きく、サービス部門では人材派遣業（help supply）が+6.6万人増と3ヵ月連続で増加した。

●労働生産性指数は19年ぶりの高成長

1-3月期の非農業事業部門の労働生産性指数は122.8と前期比年率で8.6%と上昇し、19年ぶりの高い伸びとなった(図表7)。労働生産性指数は生産指数を労働投入指数で割ったものであるが、1-3月期は生産指数が同6.5%と急伸する中、労働投入指数は同▲1.9%の低下をみせた。雇用を抑えた中での生産の回復が窺われる。こうした傾向は製造業でより顕著であり、製造業の労働生産性指数は同9.7%、製造業耐久財では同13.3%にのぼる。

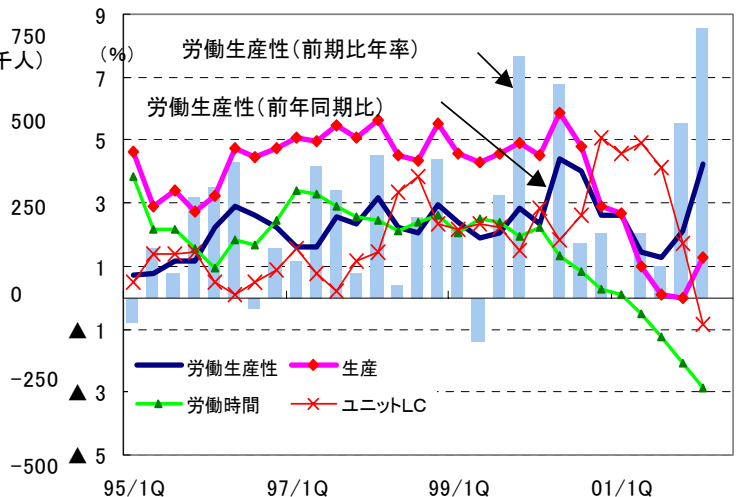
グラフにみられるとおり、労働生産性指数は前年同期比でも4.3%と二期連続の上昇をみせているが、今後は生産の回復と共に雇用の増加が予想されるため、生産性の伸率もマイルドなものとなってこよう。なお、インフレの指標とされるユニットレーバークスト（時間当たり報酬を労働生産性指数で割ったもの）は生産性の急上昇により前期比年率で▲5.4%と83年2Q以来の低下をみせ、前年同期比でもマイナスに低下している。

(図表6) 米国：失業率の推移



(資料) 米国労働省

(図表7) 米国：労働生産性の推移



(資料) 米国労働省

< 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

● 足もとの米国金融市場の動き

米国金融市場では4月中旬以降、過度の景気回復期待が継続的に剥落し、3月末時点で「7月までに50bpの利上げ」を予想する向きが多かったのが、現時点では「利上げは8月以降」との見方がコンセンサスとなりつつある。

その結果、長期金利は暫く低下基調を辿った。4月17日にグリーンズパンFRB議長が議会証言で景気回復に慎重な姿勢を示したことから債券市場では買い安心感が広がる中、株式市場で業績の先行きに慎重な見方が台頭し下落するにつれ、長期金利はじりじりと低下。4月24日に発表された耐久財受注が市場予想を下回ったため、ナスダック指数が年初来安値を付けると債券市場は一段高となり、10年国債が3月上旬以来の5.1%割れとなった。

5月に入っても株安が続く中、雇用統計やISM指数といった市場予想よりも弱めの経済指標が発表されたため金利低下圧力は継続。しかし、予想以上の税収の落込みが明らかになるにつれて財政収支悪化懸念から長期金利は下げ渋る展開となり、10年国債が5%を下回ることにはなかった。その後、5月7日に発表されたシスコの決算が市場予想を上回ったことや、14日に発表された小売売上高が消費の好調さを示したこと、業績不安の一服により株価が大幅に反発すると、長期金利は5.05%から一気に5.2%台まで急上昇した。

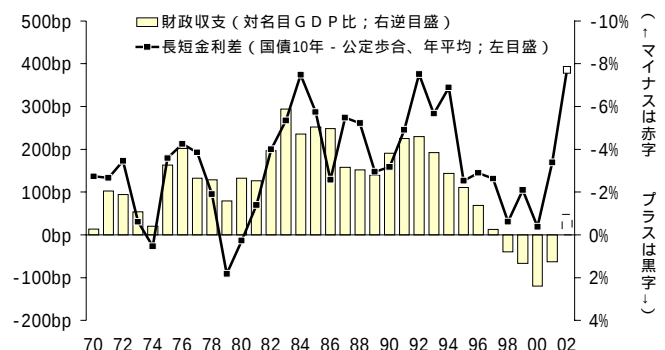
イールドカーブは、4月には金利先高観が後退して短期金利が低下した結果、スティープ化が進み、国債2年 - 10年で見ると金利差が190bp台まで拡大した。しかし、5月に入りシスコ決算等を背景とした株価の反発により先高観の後退が一巡したため、スティープ化は一服している。

● 当面の焦点：目先は財政悪化懸念が長期金利低下を阻害する可能性も

財務省は4月29日、4-6月期の資金計画を発表し、1月末時点で計画していた「890億ドルの債務返済」が一転して「10億ドルの新規借入」となったことを明らかにした。通常、4-6月期は季節的に税収が見込まれることから財政収支は歳入超となることが多い。しかし、今年は景気鈍化や減税により、この時期としては7年ぶりに資金を調達せざるを得ない状況となった。

財務省の発表を受け、市場参加者は今後の財政収支の急速な悪化を懸念し始めた。

図表1．米国の財政収支と長短金利差



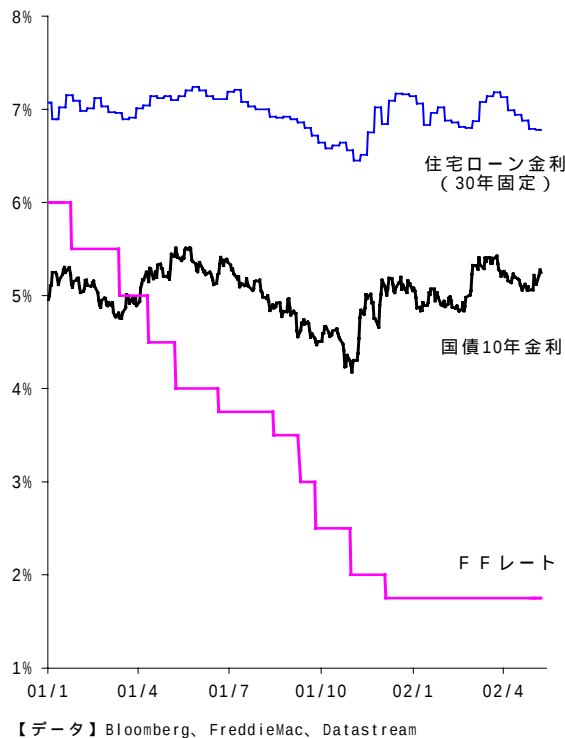
【データ】米商務省、米財務省、Bloombergより作成

2002年の財政収支は1000億ドルの赤字を想定したイメージ。長短金利差は4月末時点の実績値。

実際、議会予算局（CBO）も9日に2002年度の歳入について3月時点の見込（収支上は50億ドルの財政黒字を見込んでいた）を大きく下回る可能性を指摘しており、市場では1,000億ドル程度の赤字になるのではとの見方が出始めている。

図表1を見ても分かる通り、財政収支と長短金利差の間には、ある程度の相関関係が見てとれる。長短金利差には、一般的に景気の先行きに対する期待、将来のインフレに対するリスクプレミアム、財政収支や経常収支に対する赤字プレミアム等が内在するとの見方があり、必ずしも財政収支と長短金利差が一对一の関係にあるわけではないし、イールドカーブはこれまで財政以外の要因を背景にスティープ化が進んできた。しかし今後についてみると、財政動向次第では同収支赤字懸念に対するリスクプレミアムの増大を通じ長短金利差が拡大することで、長期金利が下がりづらくなる可能性も考えられる。

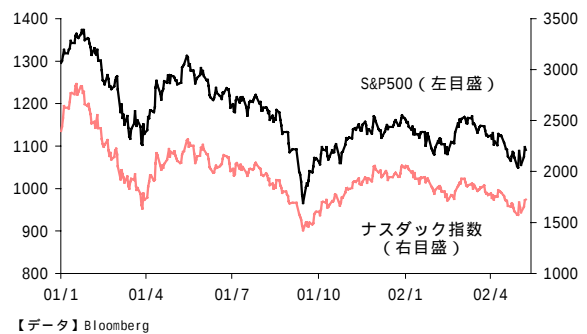
図表2．米主要金利の推移



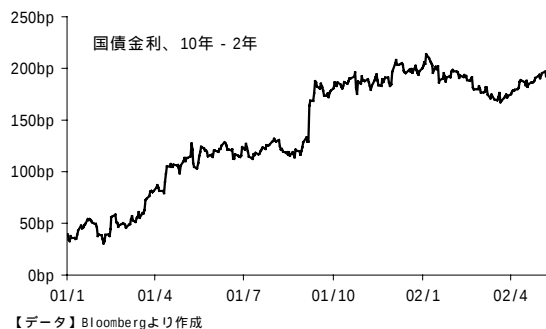
図表3．米主要株価の推移



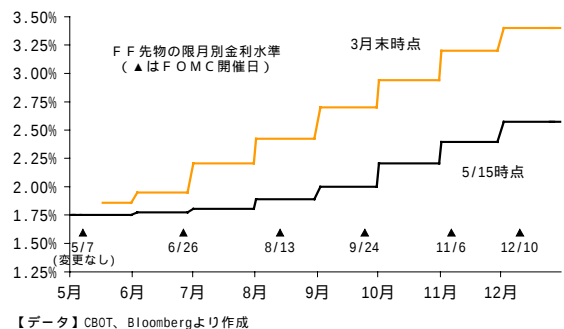
図表4．米主要株価の推移



図表5．長短スプレッドの推移



図表6．市場の金利先高観の変化



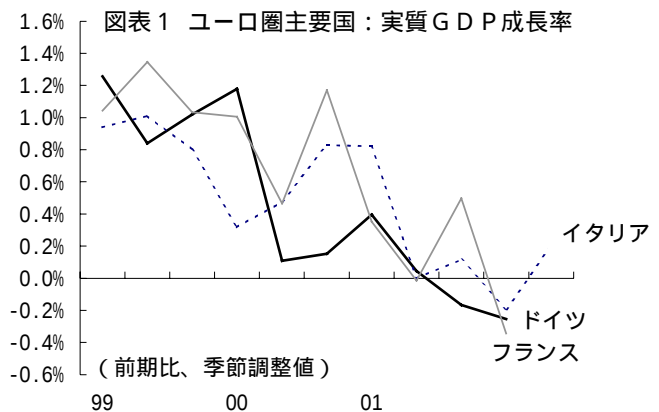
< 欧州経済の動き >

(担当：伊藤)

●ユーロ圏：依然として不確かな回復の持続力とスピード

ユーロ圏主要国の中でイタリアの1～3月期のGDP統計が最も早く発表された。成長率は前年同期比0.1%と97年1～3月期以来の低い伸びとなったが、前期比では0.2%と昨年10～12月期の同マイナス0.2%からプラス成長へと改善した(図表1)。

24日に発表されるフランスでも、1～3月期は前期のマイナス成長からプラス成長に回帰する見込みである。フランスでは昨年10～12月期に在庫削減が成長を0.7%押し下げたこと、個人消費が急減速したことから前期比マイナス0.3%と昨年7～9月の前期比0.5%成長から大きく落ち込んだ。しかし、1～3



月期には、在庫調整の進展と輸出環境の改善から増産へと転じ、工業製品家計消費が前期比0.6%と10～12月期の同0.5%を上回るなど消費の伸びの鈍化傾向にも一旦は歯止めが掛かったようだ。

ドイツ(23日発表)については、在庫調整の進展、輸出の持ち直し、設備投資の減少幅の縮小が期待される一方、個人消費の不振が目立つためプラス転化は微妙な情勢ではあるが、30日に発表されるユーロ圏全体の統計は緩慢ながら1～3月期に景気が持ち直したことを示す内容となるだろう。

今のところ、欧州委員会や各国政府、民間エコノミストの予測でも、ユーロ圏の景気は年後半にかけて回復のペースが加速するとの見方が維持されているが、在庫要因が緩和する一方で、最終需要の回復が緩慢な状況にあるため、回復のテンポが期待を下回る可能性は十分にある。当面の景気回復ペースには、引き続き米国経済の回復基調の持続力や原油価格動向などの外部条件が大きく影響するが、労働市場の改革の遅れや主要国における政治情勢など欧州固有の要因にも留意が必要となっている。

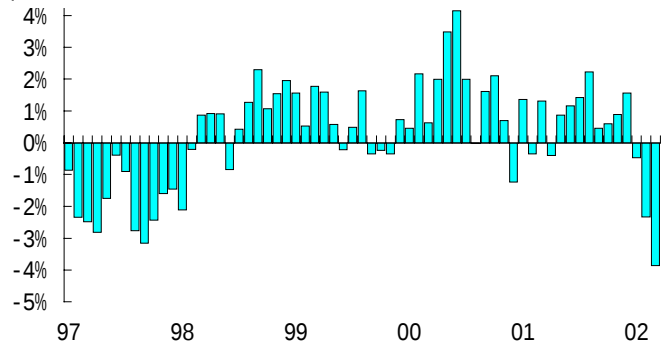
(ドイツの内需の回復基盤は脆弱)

ドイツの景気は持ち直しつつあるが、輸出頼みの様相が濃く、内需回復の基盤は脆弱である。建設部門は過剰投資を背景とする低迷から抜け出しておらず、雇用・所得環境の改善の遅れや年初の物価上昇の影響から消費の低迷も目立っている。販売面から見た消費統計である小売売上高は12月から3カ月連続で前月を下回った後、3月には同1.2%(季調値)と持ち直したが、前年同月比(未季調値)ではマイナス4.5%と前月(マイナス3.1%)からマイナス幅が拡大(図表2)。

消費者心理も米同時多発テロ事件で悪化した後の回復ペースが鈍い。

生産も、在庫調整の進展と輸出の底入れで2月に前月比0.5%へと回復した後、3月は再び同マイナス0.8%に転じた。生産の先行指標である製造業受注も、3月に前月比マイナス0.1%とマイナス幅が前月の1.3%から縮小したが、輸出受注が同3.1%と大幅に拡大する一方、国内受注は同マイナス2.6%と前月（マイナス2.3%）より悪化、国内最終需要の回復の遅れが生産の回復テンポを抑制している状況が明らかになった。

図表2 ドイツ：小売売上数量
(前年比、3か月移動平均)



企業の景況感も、4月のIfo指数は「先行き判断」と「現状判断」とともに前月比で悪化、アナリストや機関投資家に向こう6カ月の景況感を調査したZEW指数も3月の71.2をピークに4月は70.6、5月は66.8と2カ月連続で低下した。ともに景気の先行きに対する不透明感の広がりを示すものである。

企業のマインド悪化は、米国の景気回復テンポに対する期待が修正されたことに加え、賃金交渉の難航も影響したものと考えられる。ドイツで最大規模の労組である金属労組IGメタルは5月6日から7年振りのストに突入、15日に再開された賃金交渉で、一時金と今年6月からの12カ月間は4%の賃上げ、2003年6月から年末までは3.1%の2段階の賃上げで合意に達した。IGメタルの合意は、今後、他産業の交渉にも影響を及ぼすことが予想される。当初要求水準の6.5%といった高率の伸びは回避され、来年の上昇率は抑制されたものの、向こう1年間は生産性に対して妥当と考えられていた3~3%台半ばよりも高めの伸びとなる。賃金上昇率の上振れに対しては、欧州中央銀行がインフレリスクとして警戒感を示しているほか、ドイツ経済にとっては内需の低迷で価格転嫁が難しい状況で、企業収益の改善を遅らせ、設備投資や雇用が手控えられらることで、下期の景気回復ペースの加速というシナリオの実現を阻害するリスクとして留意が必要である。

雇用の悪化は、失業者の削減を標榜し発足したシュレーダー政権の基盤に打撃を与えている。9月の総選挙への試金石として注目を集めた4月21日の旧東独地域のザクセン・アンハルト州の州議会選挙では、与党・社会民主党（SPD）が大敗した。世論調査でもSPDは最大野党のキリスト教民主同盟（CDU）にリードを許しており、政情の先行きには不透明感が増している。

（フランスでは個人消費の伸びが再度鈍る可能性）

フランスは1~3月期の改善がドイツよりも明確だったものの、4~6月期に入って企業部門の回復基調が続く一方で、景気を下支えてきた家計の消費が再び鈍る兆候を示しており、景気回復ペースが緩慢なものに止まる可能性が出てきた。

生産は、輸出の底入れに連動する形で前月比プラスに転じ、前年比のマイナス幅も縮小しつつあり（図表3）企業の景況感も改善傾向が続いている。INSEEの四半期サーベイでも、4月調査時点の需要動向DIは1月調査時点から現状（海外：▲28→▲14、全体：▲31→▲17）見通し（海外：▲17→1、全体：▲2→4）とも大きく改善している。ただ、フル稼働をしている企業の割合は22%と1月の19%からの改善度合いは小さく、前年同月の31%と比べて低い水準に止まっている。設備稼働率も84.1%と1月の84.4%に比べて悪化しており、設備投資の回復にはなお時間を要すると見られる。

企業部門の改善の一方、家計部門は弱気に転じつつある。高めの水準を保ってきた消費者心理が4月にマイナス18ポイントと前月から3ポイント低下、4年ぶりの低水準となった（図表4）。

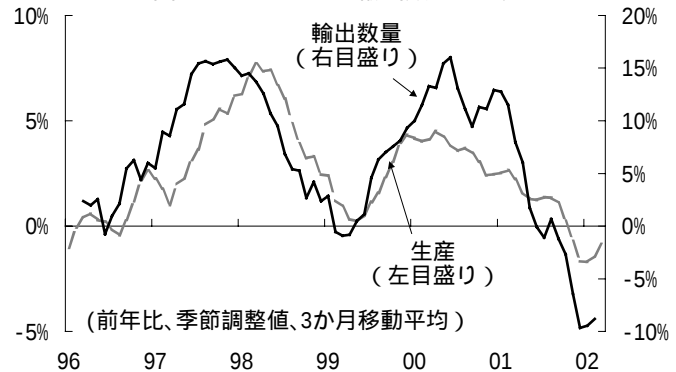
消費者心理の慎重化の理由としては、第1に、3月の失業率が9.1%と前月比0.1%上昇となるなど雇用改善が遅れていることが挙げられる。第2に、年初に悪天候による生鮮食料品の値上がりなどで、インフレ率が1月に前年比2.3%と12月の1.4%から大きく跳ね上がったことがある。物価は前年比では2月2.2%、3月2.1%、4月2.0%と鈍化傾向にあるが、前月比の上昇は続いている。物価統計がユーロ切り替え時のサービス価格の上昇を十分に反映しておらず、データが示す以上に、消費者心理に影響している可能性もある。

これら経済的な要因に加え、大統領選挙、国民議会選挙が相次いで実施されることも、過去の選挙時にも消費者心理が慎重化する傾向が観察されたことから、多少の影響を及ぼしているものと考えられる。大統領選挙は第二回投票で現職のシラク大統領の圧勝という結果に終わったが、極右勢力候補の決戦投票への進出という事前の予想に反する展開となったことで、6月に実施される国民議会選挙への注目度は増している。議会選挙で保守派が勝利し、シラク大統領の下で保革共存政権が解消すれば、企業サイドから要望の強い減税や週35時間労働制の緩和などの公約が実現する環境が整うことになる。

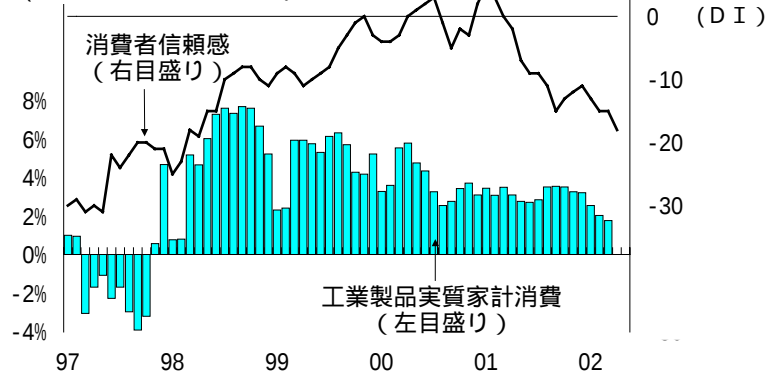
（ECBは将来的なインフレリスクを警戒する構え）

欧州中央銀行(ECB)は、2日の定例理事会で政策金利の据え置きを決めた。消費者物価上昇率(速

図表3 フランス：輸出数量と生産



図表4 フランス：消費者信頼感と工業製品実質家計消費
(前年比、3か月移動平均)



報値)は4月に前年同月比2.4%と3月の2.5%から低下したが、インフレ・リスクについては、定例理事会後の記者会見や9日に発表されたECBの月報の中で、従来よりも強めの表現で警戒感が示された。

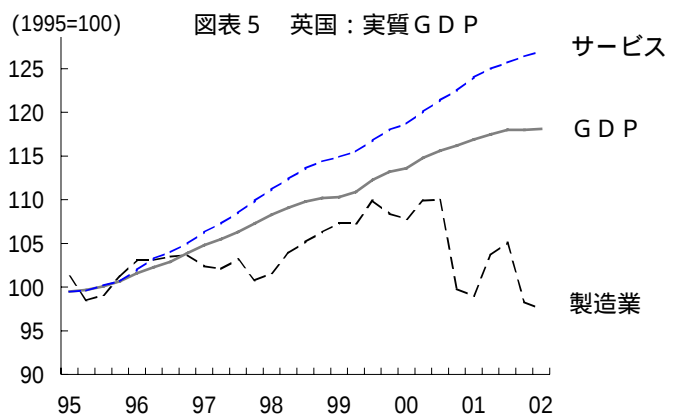
スタンスの変化は、賃金交渉が難航するドイツのほか、オランダなどでも賃金上昇テンポが加速の兆しを見せていることに対応し、将来の利上げの可能性を示唆したものと言えよう。ただ、景気回復の足取りが重い状況で、実際の金融政策の変更には、当面慎重な姿勢が継続されるものと見られる。

●英国：遅れる製造業の回復

英国経済は、10～12月期のゼロ成長から1～3月期に前期比0.1%(速報値)へと持ち直した。統計は速報段階のため需要項目の内訳は明らかにされていないが、サービス業が前期比0.5%と底固さを保つ一方、製造業はマイナス成長の幅を縮めた段階に止まっており、二極化の構図は解消していない(図表5)。

小売売上数量は3月に前月比0.1%と2月の同1.1%から鈍化したが、前年同月比で5.6%と高めの伸びを維持、消費は依然旺盛である。1964年以来38年ぶりという低金利下での住宅価格の堅調、個人ローンの増加傾向は持続、失業率も3.2%と低い水準に止まっている。こうした中で、消費者心理の改善傾向も続いており、金融環境の急変がない限り、消費は底固く推移すると考えられる。

他方、企業部門では、4月まで製造業企業の景況感は改善しているが、生産は2月に前月比0.3%と一旦プラスに転化した後、3月に再び同マイナス0.8%となるなど未だ底入れは確認できない。



(BOEも政策金利を据え置き)

中央銀行のイングランド銀行は、9日に開催された金融政策委員会(MPC)で政策金利の据え置きを決めた。個人消費の過熱への懸念から早期利上げ観測は根強く、15日に発表された「インフレーション・レポート」でも前回の2月時点から景気と物価の見通しは共に上方に修正された。しかし、物価は3月も前年同月比2.3%と政策目標圏内(小売価格指数からモーゲージ金利支払いを除いたRPIXで前年比2.5%から上下1%の範囲)で推移していること、製造業の回復の遅れから景気回復の不確かさが残ることなどから、BOEは当面、利上げに対して慎重姿勢を継続すると見られる。