

# 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

## 2002～2003年の欧米経済見通し

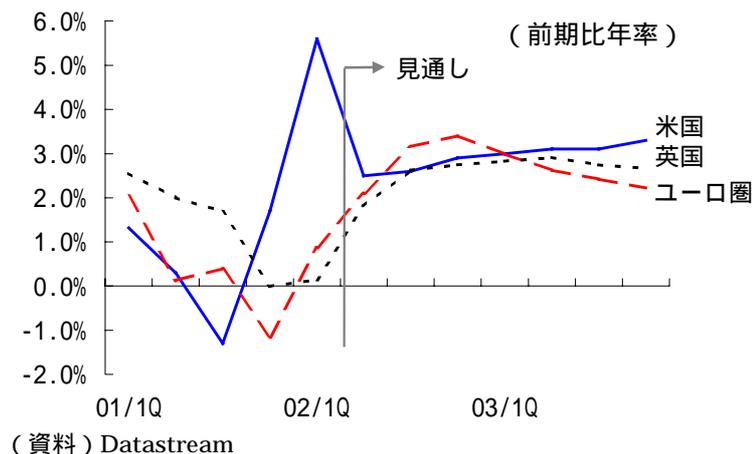
### < 米国経済・金融市場 >

1. 米国経済は、これまで景気を底支えしてきた消費支出にやや鈍化の動きが見られるが、生産部門では着実な回復が見込まれ、景気の腰折れには至らないだろう。成長率は、2002年は2.5%、2003年は3.0%と緩やかな回復となるだろう。
2. 米国金融市場については、緩やかな景気回復に伴い金利水準も緩やかに上昇するシナリオを想定しているが、景気回復を阻害するマイナス要因は払拭されておらず、長期金利が想定を下振れる可能性は十分ありうる。

### < 欧州経済 >

1. ユーロ圏の景気は緩やかな回復が続き、2002年後半には個人消費の持ち直し、設備投資の底入れが見込まれる。2002年の成長率は1.1%、2003年は2.8%となる。
2. 英国経済は、家計と企業、サービス業と製造業間に見られた成長スピードの格差が縮小しながら緩やかに回復し、2002年は1.2%、2003年は2.7%となる見込みである。

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  
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/>

## < 米国経済の見通し >

(担当: 土肥原)

### 〔見通しの概要〕～米国景気は緩やかな回復を維持、2002年2.5%、2003年3.0%成長を予測

米国経済は、1-3月期には在庫変動の寄与と政府支出の増加等から5.6%と高い成長を見せたが、在庫変動の寄与を除くと2%強に留まる。米国経済は在庫減少から生産増の段階に入りつつあり、今後は雇用状況も次第に回復していくものと見られる。

しかし、現状では雇用の創出力は弱く、賃金上昇力も低下しているため、雇用所得全体の伸率は低下を続けている。リファンド・減税効果等もあって可処分所得の伸び率は低下を免れているが、個人所得の中心である賃金が伸び悩んでいる中では、消費の伸びは抑制されたものとならざるを得ない。

実際、最近の経済指標では、小売売上高・消費マインドの低下等から消費支出が懸念され、自動車販売にも一巡感が出てきた。但し、自動車を除いた消費支出には底堅さが見られ、雇用状況も緩やかながら改善に向っていることから、消費支出の急速な低下による景気の後退は避けられると思われる。

一方、出遅れていた生産部門では、関連した経済指標の改善が着実に進んでいる。このため、設備投資のプラス転換は間近と思われるが、収益面での回復が遅れを見せており、また、ハイテク産業の出遅れから見て90年代後半のIT投資のような設備投資の牽引役が見当たらないこともあり、設備投資自体の伸び率は高くない。ただし、これまでマイナスを続けてきた設備投資のプラス転換により、消費支出の伸びが緩慢であっても景気は腰折れを回避すると思われる。GDPベースでの成長率は、2002年は2.5%、2003年は3.0%程度と緩やかな景気回復の歩みを辿ると予測される。

(図表1)米国経済の見通し

	2000年	2001年	2002年	2003年	2002年				2003年			
	(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP(前期比年率、%)	4.1	1.2	2.5	3.0	5.6	2.5	2.6	2.9	3.0	3.1	3.1	3.3
個人消費(〃、%)	4.8	3.1	3.0	2.6	3.2	2.0	2.3	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7
固定投資(〃、%)	7.6	▲2.0	▲4.2	2.9	▲2.3	▲2.2	1.5	2.9	3.3	3.8	3.9	4.0
在庫投資(寄与度)	▲0.1	▲1.1	0.7	0.4	3.5	1.3	0.6	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2
純輸出(寄与度)	▲0.8	▲0.1	▲0.5	▲0.2	▲1.1	▲0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.3
消費者物価(前年同期比、%)	3.4	2.8	1.6	2.2	1.3	1.3	1.7	2.3	2.5	2.1	2.0	2.0
失業率(平均、%)	4.0	4.8	5.7	5.7	5.6	5.9	5.8	5.7	5.7	5.7	5.6	5.6

(資料) 米国商務省等

〔消費の動向〕

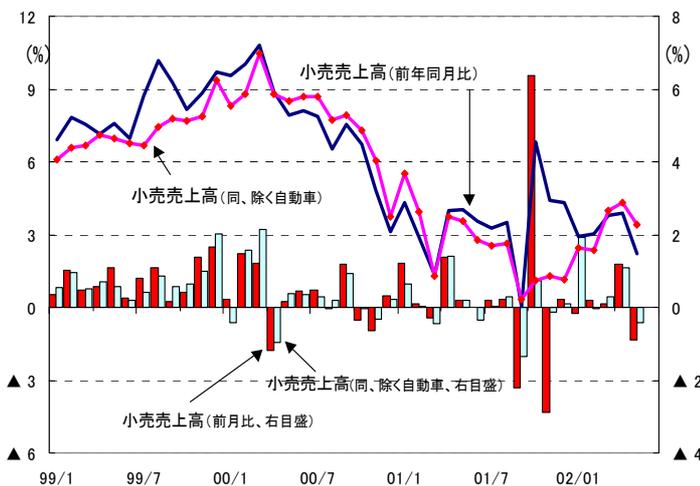
**消費支出に鈍化の懸念～足許の小売売上高・消費マインドが低下推移**

5月の小売売上高は前月比 0.9%減と予想以上の悪化を示した(図表 2)。自動車販売が同 2.5%減と大きく下振れしたことが大きく、自動車販売を除いたベースでは同 0.4%減に留まる。5月小売売上高については、6月に入ってから天候回復により季節商品の売上等が持直していること、自動車販売除きの前年同月比では同+3.4%と回復トレンドからはずれたとはいえないこと等から、今後の消費鈍化を示しているとの判断は早急である。

一方、ミシガン大学発表の6月の消費マインド指数が90.8(速報値)へと急落した(5月は96.9、図表 3)。消費マインドはテロ事件後の急落から改善方向にあったものの、今回の急落により2月水準(90.7)まで引き戻された形である。もう一つの消費マインドを表すコンファレンスボード消費者信頼感指数は、5月までは109.8(4月は108.5)と堅調な推移を見せているが、足許の株価低迷が長引けば今後、同指数にも影響が出てくること懸念されよう。また、雇用の改善スピードの遅さも消費マインドに影響しよう。

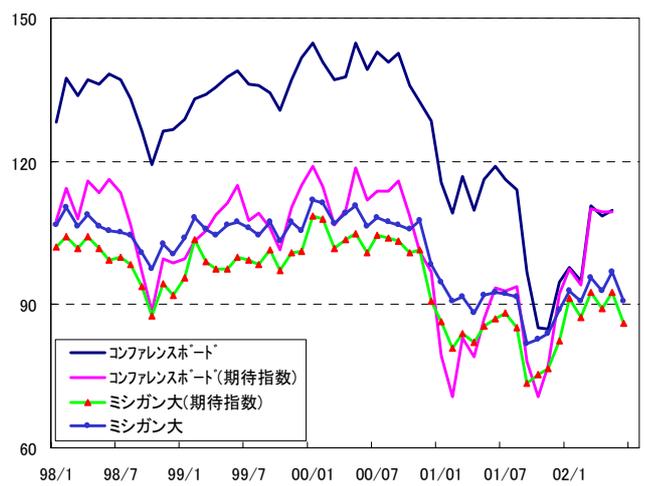
こうした消費関連の経済指標の悪化により、これまで景気を支えてきた消費支出に懸念する見方が出ている。特に、消費を牽引してきた自動車販売については、テロ事件後のゼロ金利ローン販売等を終了した後も何らかの形で実質的なディスカウント販売を続け、好調な販売を維持してきたが、5月の自動車販売が急低下を見せるなど、一巡感も出てきている。自動車以外の消費が急に失速する状況にはないと見られるが、牽引役の自動車販売が鈍化すれば、消費の伸びも緩やかなものとなる。

(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



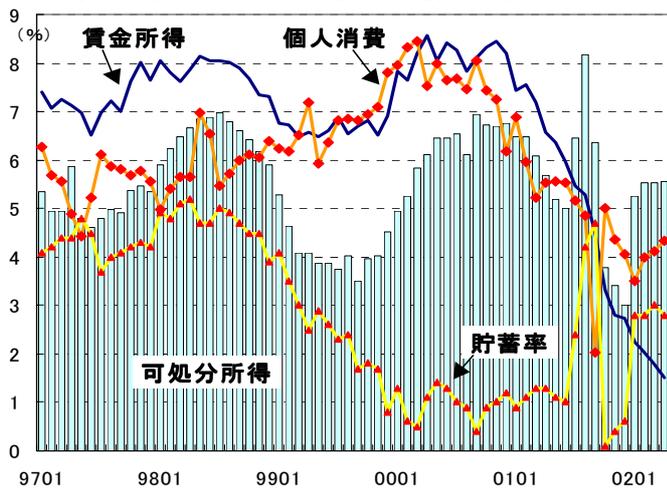
(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

## 賃金所得の伸び率低下も、消費の伸びを抑制

消費支出の伸び率の推移を見ると、2000年初をピークに低下傾向を辿っている(図表4)。特に、2001年に入って賃金の伸び率が低下すると、消費の伸び率も低下を速めた。昨年のテロ事件後も賃金の伸び率は低下が続いているが、可処分所得はむしろ改善の動きを見せ、消費支出の伸び率低下も押し止められた形となっている。昨年の7-9月期と本年1月以降のリファンド・減税等による可処分所得の押し上げが、奏効したものと思われる。

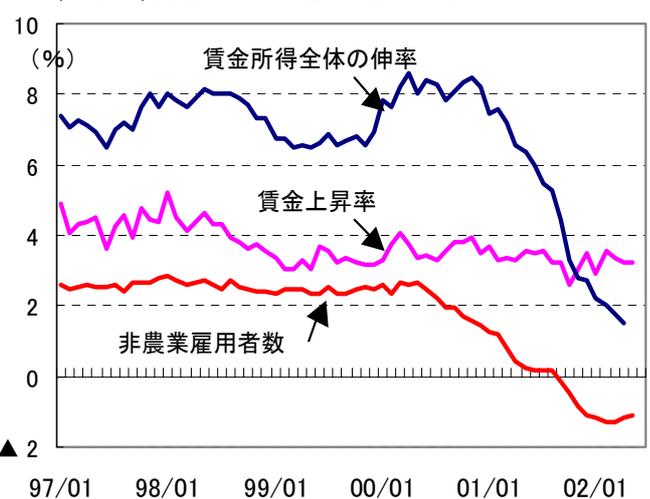
このため、この可処分所得の伸び率が維持されるかどうか今後の消費を見る上でのポイントと言える。可処分所得は賃金の伸び率の低下の中、前述のリファンド・減税の実施、ネット社会保険受取金の増加、不動産等賃貸収入増等に支えられてきた。しかし、今後、こうした可処分所得の下支え要因が持続したとしても、可処分所得の7割近い賃金の伸び率が低下を続けるのであれば、可処分所得の伸びも低下は免れられないだろう。

(図表4)消費支出と可処分所得(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

(図表5)賃金所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省・労働省

そこで、賃金の伸び率を左右する賃金上昇率と雇用者数の推移を見ると(図表5)、いずれも右下がりの推移にあるが、雇用者数の伸びがマイナスに落ち込んでいることが賃金所得伸率低下の主たる要因であることがわかる。このため、現状では緩やかな回復に留まっている雇用の改善が進めば、賃金所得の伸率も回復に向うと思われるが、それまでは消費支出には大きな期待はできないだろう。

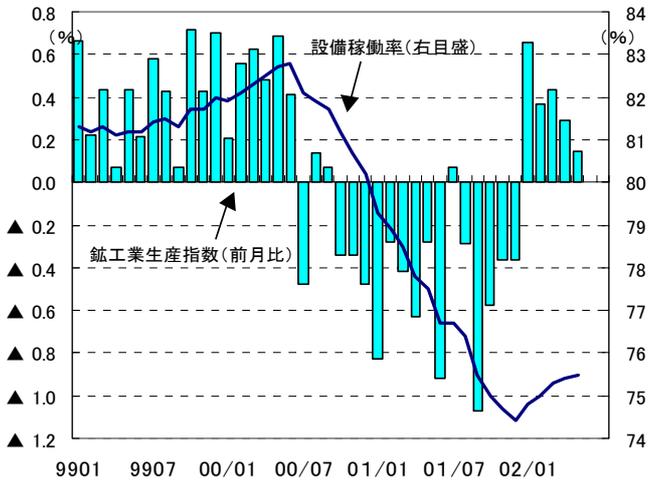
なお、賃金の伸び率低下は既に1年半以上続いているが、この間、消費には上記の要因に加え、株式・住宅価格上昇の資産効果、金利低下による住宅ローンのリファイナンス等の効果もあったと考えられるが、現下では、株価は下押し、金利もほぼ下げ止まっていること等から、今後はそうした効果も薄らいでいくと思われる。

〔生産部門の状況〕

**生産部門では着実な回復を維持～鉱工業生産・受注等、各経済指標は改善、業種別では先行した自動車産業が鈍化、遅行のハイテク産業に改善の動き**

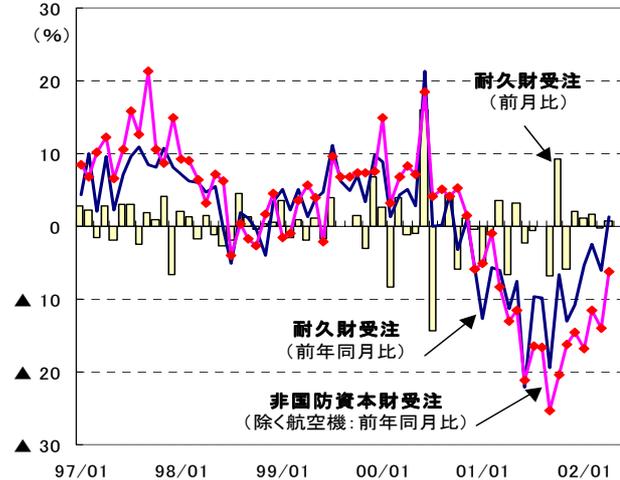
5月の**鉱工業生産**は139.3と前月比+0.2%の上昇となった(図表6)。今年に入って5ヵ月連続の上昇であり、生産部門は着実な回復を見せている。今年に入ってからの回復は自動車産業の急速な回復に牽引された面があったが、5月は自動車産業の生産減少の中でも鉱工業生産指数がプラス進展を見せており、生産回復の広がりを窺わせる。ハイテク産業ではコンピュータ・半導体産業の増産の一方、通信機器の減少が続いているが、同部門全体では前月比+1.2%増と回復に向っている(4月は+0.8%)。一方、**稼働率**を見ると5月は75.5%と、生産同様、5ヵ月連続の上昇となった。産業別では、ここでも、自動車産業が78.7%と水準は高いものの前月比で0.9%と減少しており、ハイテク産業は64.2%と低い改善している。

(図表6)米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料) 米国FRB

(図表7)米国: 耐久財新規受注の推移



(資料) 米国商務省

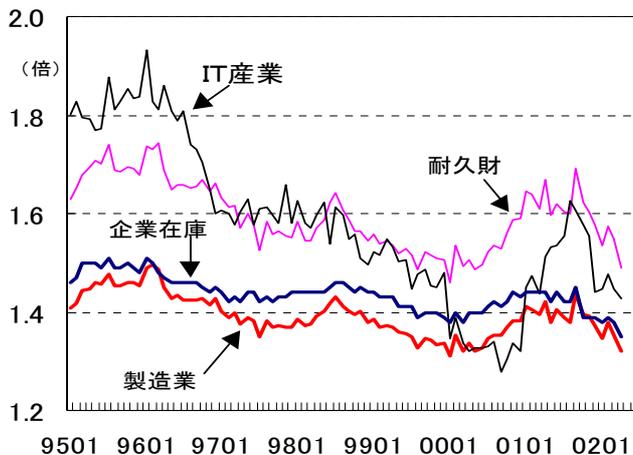
4月の**製造業受注**(6/19修正値)は前月比+0.6%増、耐久財受注では同+0.8%増と堅調な推移を見せ、製造業の改善傾向を示した。前年同月比ベースでは、製造業受注は1.0%のマイナスながら耐久財受注は+1.3%増と急速に改善し、2000年11月以来のプラス転換となった(図表7)。なお、設備投資の先行指標とされる**非国防資本財受注**(除く航空機)は前月比+4.5%と前月のマイナス(4.5%減)を相殺する伸びを見せたが、前年同月比では6.1%減と前年の水準を下回る。なお、製造業受注を業種別に前年同月比で見ると、自動車産業が+8.7%増、産業機械が+8.5%増と好調な半面、IT産業では7.9%減と出遅れが目立つ。また、振れが大きく伸び率は低下しつつあるが、国防受注が+14.3%増と依然活発であり、テロ事件以降の受注を牽引している。

4月の**企業在庫**は前月比0.2%減と15ヵ月連続でのマイナスを示し、在庫調整がなお続いていることを示した。業態別では小売在庫が同+0.1%増、卸売在庫が同0.7%減、製造業在庫が同0.2%となった。また、産業別に在庫/出荷比率を見ると、製造業・耐久財等では過去数年来の

底に届いているものの、IT 産業では、なお、在庫調整の余地が窺われる(図表 8)。

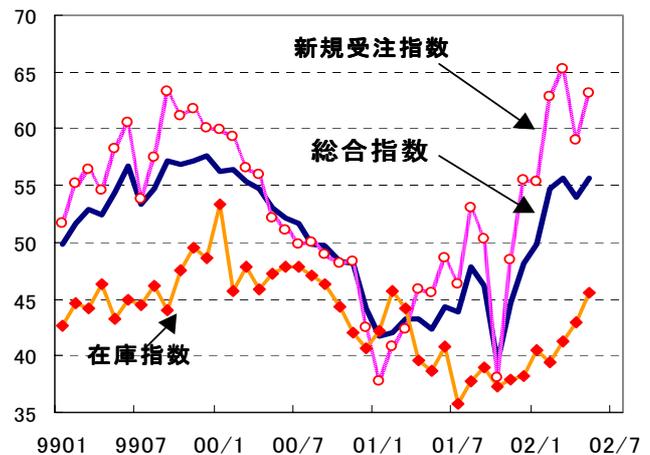
製造業企業のセンチメントを表す **ISM 指数** (製造業) は 5 月分が 55.7 (総合指数) と反発し、前月の落込みを取り戻した(図表 9)。同指数は、テロ事件後をボトムに急回復を見せ、2000 年 2 月の 56.4 以来の高水準を回復する一方、製造業の成長を示す 50 を 4 ヶ月連続で上回り、製造業の安定的な回復を示した。同指数を構成する主要指数を見ると、新規受注・生産・在庫等、全般的に上昇している。なお、雇用指数も 47.3 と製造業の雇用拡大を示すとされる“47.6”(ISM 分析) に近づいており注目される。

(図表 8) 米国: 在庫/出荷比率の推移(倍)



(資料) 米国商務省

(図表 9) 米国: ISM 製造業指数の推移



(資料) The Institute for Supply Management

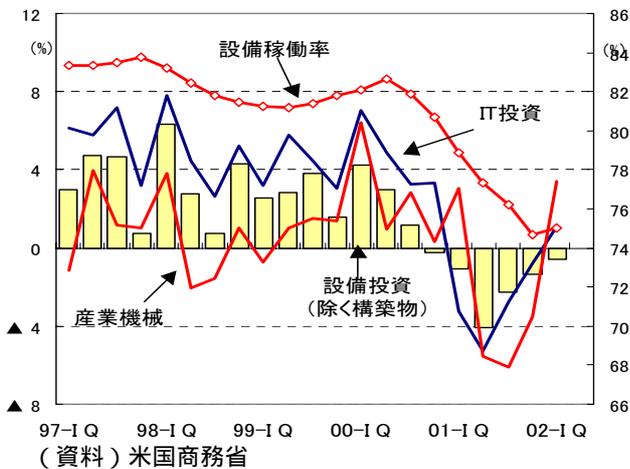
### 設備投資は回復へ～5 四半期連続の低下により水準は低いものの、IT 投資の反転を契機に前期比での回復は間近

前述の受注・生産・稼働率・景況感 (ISM 指数) の回復は、設備投資の回復に近いことを示している。四半期ベースの設備投資は 5 期連続でマイナスを続けているが、振れの大きい構築物を除いたベースでは、マイナスの幅が 3 期連続で縮小しており(図表 10)、特に、1-3 月期 IT 投資が前期比でプラスに転じたのが注目される。さらに IT 投資の内訳を見ると、ソフトウェア投資の回復が遅れているものの、落込みの大きかったコンピュータ投資が急速な回復を見せている(図表 11)。もっとも、前年同期比ベースでは、1-3 月期の設備投資が 11.3%、IT 投資が 7.6% となおマイナス幅が大きく、回復感には乏しい水準である。

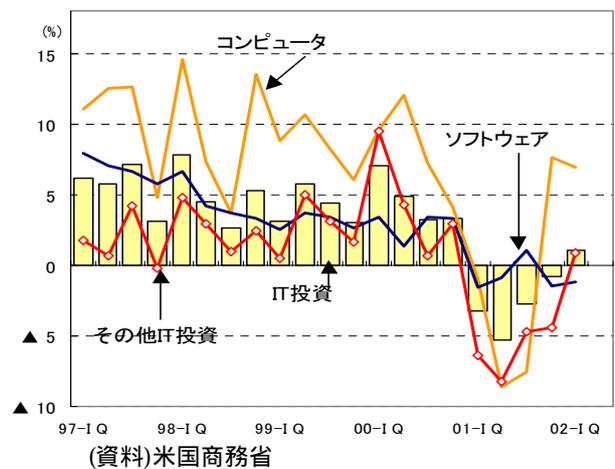
今後についても、稼働率は高いとは言えず企業利益の回復が遅れる中では、設備投資の高い伸びは期待できない。また、IT 投資は反転しているとは言え、IT 産業の稼働率が全体の平均を大きく下回り、他の産業に比べても設備過剰感が強い中では、90 年代後半のような設備投資全体を牽引する力は乏しいと思われる。

このように、設備投資は着実な回復が見込まれるものの、上記状況等を勘案すれば、回復スピードは当面、緩やかなものとならざるを得ないと思われる。

(図表 10)米国:設備投資の推移とIT投資(前期比)



(図表 11)米国:IT投資の推移と内訳(前期比)

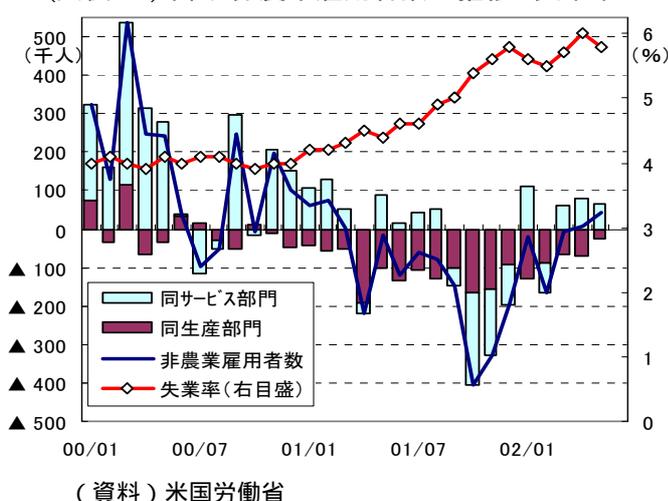


### 待たれる雇用の改善 ~ 失業率は5.8%に改善、雇用者は若干の増加

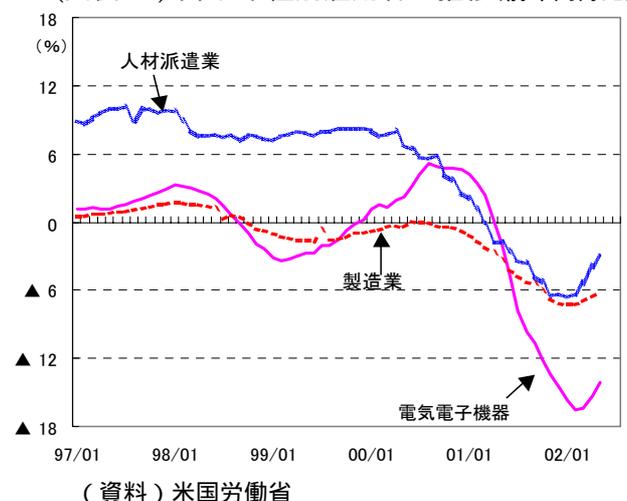
5月の失業率は、5.8%と前月比▲0.2%の改善となった。一方、5月の非農業雇用者数は予想より小さい同+4.1万人の増加に留まり、4月分が+4.3万人から+0.6万人に下方修正されたことにより、実質的には改善が先送りされた形である。非農業雇用者数の内訳を見ると(図表12)、引続きサービス部門の増加を生産部門の雇用減が相殺する形となっている。製造業では生産性の向上のためにリストラを優先させており、なお雇用調整下にあるが、生産部門の雇用減は次第に縮小している。業種別では、ここでもハイテク産業を含む電気電子機器の落込みが大きい。一方、雇用動向に先行的な人材派遣業では、前月比では既に増加に転じ、前年同月比でも回復が急である(図表13)。

今後、前述のように生産・設備投資の回復持続が見込まれる中では、生産部門においても雇用増の動きが期待されるため、雇用も緩やかに改善していくものと思われる。

(図表 12)米国:非農業雇用者数の推移と失業率



(図表 13)米国:業種別雇用者の推移(前年同月比)



## < 今後の米国金融市場 >

(担当：熊谷)

### 長期金利シナリオ

米長期金利の今後については、景気の緩やかな回復を前提に、金利水準も緩やかに上昇し、国債10年金利が当面5%台半ば近辺をフェアバリューとして推移するシナリオを想定している。

こうした中、現状では経済が生産の増加を背景に回復が続いているにもかかわらず、長期金利は景気回復に伴う上昇トレンドを描いていない。

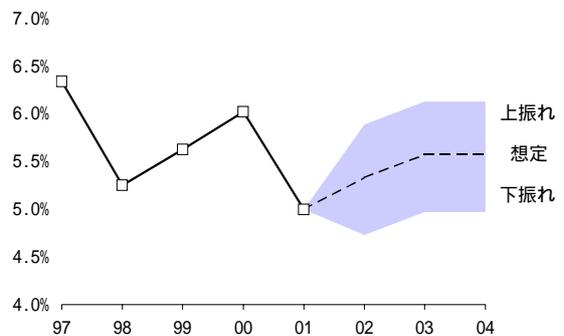
ちなみに、過去における景気循環と長期金利の関係を見ると、景気が回復し生産が上向いた局面でも、長期金利がむしろ下振れる、あるいは上振れにくい状態が続くケースは少なくない。

例えば、右下図のように生産サイクルを製造業のマインドを示す製造業部門ISM指数であらわし、国債10年金利の推移と比較した場合、87~88年( )や99~2000年( )にISM指数が業況好転の目安である50を上回り生産が回復した局面では、たしかに長期金利も上昇している。しかし、91年以降の回復局面

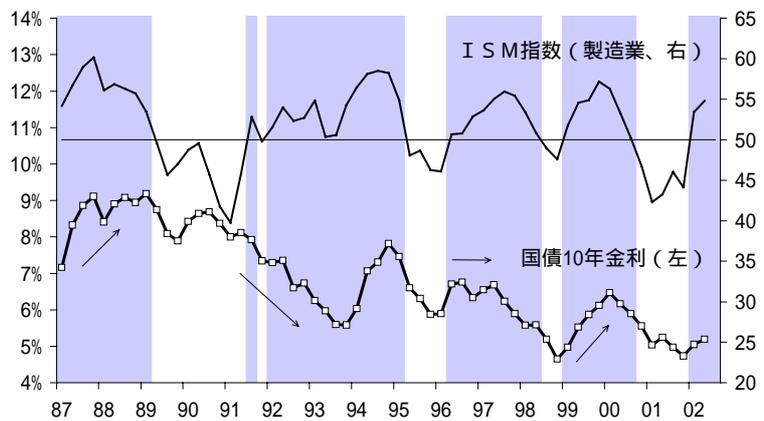
では長期金利が暫く下振れているし( )、96年以降の回復局面では長期金利が一旦やや上振れたものの、結局7%を上回ることはなかった( )。

前述した通り、米国経済は回復が続いている。しかも財政収支が再び赤字に転じるなど、金利を押し上げる新たな圧力も出現し始めた。しかし、インフレ懸念は今のところ見られないし、設備過剰感や雇用改善の遅

国債10年金利の想定フェアバリュー



長期金利と生産サイクル



【データ】ISM、FRB

シャドウ部分はISM指数が50を超えた時期。

### 米国主要金利の見通し

	単位	2001年	2002年	2003年	2002年				2003年			
		(実)	(予)	(予)	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(%)	1.75	2.50	3.50	1.75	1.75	2.00	2.50	2.75	3.00	3.25	3.50
国債10年金利	平均(%)	5.0	5.2	5.5	5.1	5.1	5.2	5.3	5.4	5.4	5.5	5.5

れなど、景気の本格回復を阻害するマイナス要因も依然払拭されていない。こうした要素がなかなか解消されないと、金利先高観は醸成されにくい。そのような場合には長期金利が下振れし、国債 10 年金利が 5%前後の低水準で推移を続ける可能性も十分想定できよう。

## 足もとの米国金融市場の動き

米国金融市場では 5 月中旬、シスコの良好な決算発表に伴う業績不安の一服や、財政収支悪化への懸念などから、長期金利（国債 10 年金利）が一時 5.2% 台まで急上昇した。

しかし、その後は 新たなテロ攻撃を警戒する当局の発言が相次ぎ、市場の不安心理が高まったこと、 1-3 月期 GDP 改定値が予想外に下方修正されたことや、雇用関連指標になかなか改善が見られないこと、 相次ぐ業績見通しの下方修正や会計疑惑で株安が続いたことなどから、長期金利はじりじりと低下した。

6 月に入り、主要株価が年初来安値を割込むと同時に、5 月小売売上高や 6 月ミシガン大学消費者信頼感指数といった消費関連指標が予想以上の落込みを示すと、国債 10 年金利は節目の 5.0% を割込んだ。更に、月央には株安による一段の金利低下リスクを懸念したヘッジの債券買いが加わった結果、4.7% 台まで低下した。

金利先高観も一段と後退した。FF レート誘導目標水準に対する市場の見方は、前月時点では「年末には 2.50% まで引上げられる」との見方が優勢であった。しかし、株安が続いていることや 6/12 に発表された F R B の地区連銀報告（ページブック）が景気回復に慎重な見方を示したことなどから、利上げ時期に対する見方が後ずれしており、現状では 9 月 F O M C での利上げの確率が半分以下、年末時点でも 2.00 ~ 2.25% 程度までの引上げにとどまるとの見方が強まっている。

## 不安定な動きが続く米国株

経済指標が生産関連を中心に循環的な回復を示す中、米国株式市場は不安定な動きが続いており、Main Street（実体経済）と Wall Street（金融経済）の間では二極化の様相を呈している。

米国株価は年初、景気の本格回復期待の高まりから、主要株価指数がテロ事件後の下落分を取戻す水準まで上昇した。しかし、その後パレスチナ問題の拡大が市場マイ

ンドに悪影響を与えるとともに、相次ぐ会計問題の浮上が米企業不信を高め、これが株式市場全体に対する不信感へとつながった。その結果、経済指標の改善とは裏腹に株式市場は下落に転じ、S&P500 種やナスダック指数はテロ直後の安値に再び接近している。

それでは、はたして現在の株価水準は「割安になった」と判断できる水準まで下落したのである

ナスダック指数と 90 年代の日経平均

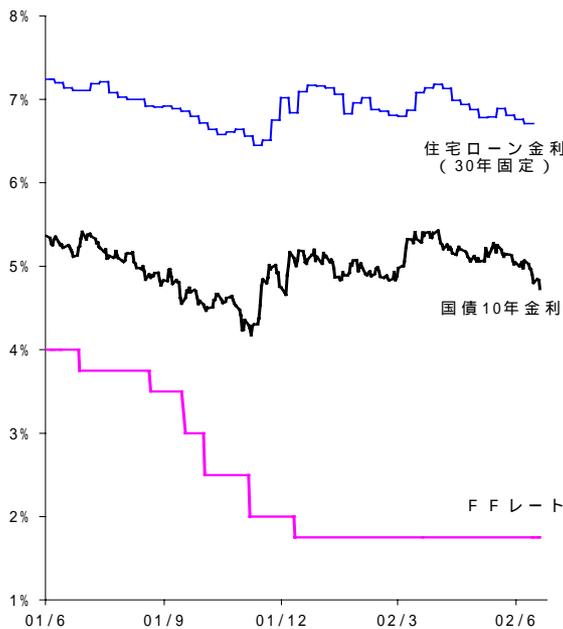


うか。単純ではあるが、株価収益率（P E R）をもとに株価のバリュエーションを見た場合、S & P 500 企業の P E R は予想 E P S ベースで現在 20 倍前後と、90 年代末の 25 ~ 30 倍に比べれば割安になってきている模様だ。しかし、もう少し長い目を見た場合、グリーンSPAN F R B 議長が 96 年末に「根拠なき熱狂」と発言するよりも前の平均的水準が 15 倍前後であったことを考えると、必ずしも割安になったとは言いきれない。

「ハイテクバブル」に次いで「企業会計バブル」が懸念される昨今において、投資家は株式市場にこれまで以上に高いリスクプレミアムを要求する可能性があるし、これまで以上に短期間で投資資金に見合った収益を上げるよう企業に求める可能性がある。そういった点から、今後株式市場全体の P E R が 20 倍を継続的に上回って推移するのは難しくなるのではないだろうか。

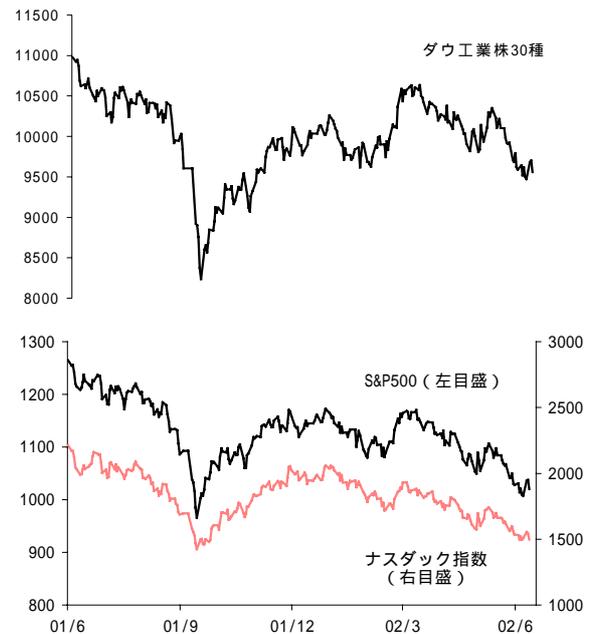
しかも、企業の価格支配力は低下しているし、雇用調整と過剰設備の整理が進展する中、99 ~ 2000 年のようなバブル的需要も当面期待できないことから、収益の回復自体が緩やかなものになる可能性がある。そのような点から見て、米国株が本格的に上昇するのは容易でないと思う。

米主要金利の推移



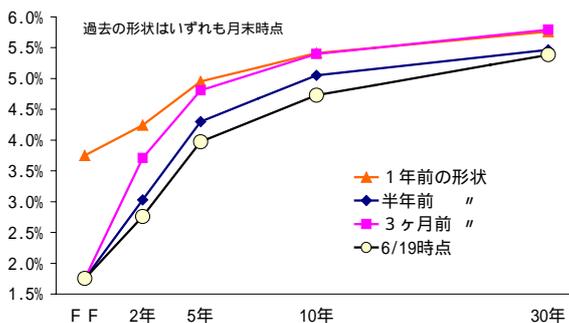
【データ】 Bloomberg、FreddieMac、Datastream

米主要株価の推移



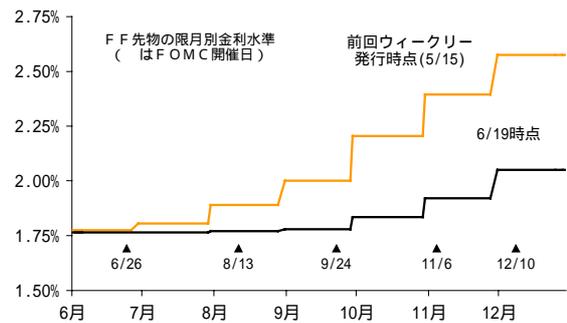
【データ】 Bloomberg

イールドカーブの変化



【データ】 Bloombergより作成

市場の金利先高観の変化



【データ】 CBOT、Bloombergより作成

## < 欧州経済見通し >

(担当：伊藤)

### 概要

#### ユーロ圏

- ・ユーロ圏の景気は緩やかな回復過程にあり、年後半には個人消費の持ち直しと設備投資の底入れが期待される。2002年通年の成長率は1.1%、2003年は2.8%まで回復する見込みである。
- ・物価は、年初の生鮮食品価格高騰の影響が剥落し落ち着きつつあるが、サービス価格の上昇でコア・インフレ率の上昇傾向は続いている。ECBは賃金コストの上振れに対する警戒感を強めており、年後半に利上げに転じる見込みである。

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)	(予)	(予)	(実)	(予)							
実質GDP	前年比%	1.5	1.1	2.8	0.1	0.5	1.2	2.4	2.9	3.0	2.9	2.6	
内需	寄与度%	0.8	0.6	2.9	▲ 0.8	0.0	0.9	2.2	3.4	3.2	2.9	2.3	
		民間最終消費支出	前年比%	1.7	0.8	2.6	0.3	0.2	0.8	1.7	2.6	2.8	2.6
	固定資本形成	〃	▲ 0.5	▲ 0.5	3.2	▲ 2.4	▲ 1.3	0.2	1.7	3.2	3.5	3.3	3.0
外需	寄与度%	0.7	0.5	▲ 0.1	0.8	0.5	0.3	0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.5	2.2	2.2	2.6	2.1	2.1	2.2	2.1	2.1	2.3	2.3	
失業率	%	8.3	8.5	8.3	8.4	8.5	8.5	8.4	8.4	8.3	8.2	8.2	
ECB市場介入金利	%	3.25	3.75	4.25	3.25	3.25	3.25	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	

(注) 政策金利は未値

#### 英国

- ・英国経済の回復は緩慢なテンポに止まり、家計と企業、製造業とサービス業の格差が残存している。今後は、サービス業の成長鈍化で雇用・所得環境の改善が一巡したことで個人消費の伸びは鈍化、回復が遅れた製造業生産が持ち直し、部門間の不均衡は縮小する見込みである。
- ・BOEは生産の回復、外部環境の底固さを見極めつつ、段階的に利上げを実施する見込みである。

図表 英国：経済見通し

	単位	2001年	2002年	2003年	2002				2003				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)							
実質GDP	前年比%	2.2	1.2	2.7	1.0	0.9	1.1	1.8	2.5	2.8	2.8	2.8	
内需	寄与度%	3.0	2.5	3.2	2.6	2.2	2.3	2.9	3.2	3.3	3.2	3.2	
		民間最終消費支出	前年比%	3.9	3.1	2.6	3.7	3.3	2.9	2.6	2.5	2.5	2.6
	固定資本形成	〃	0.1	▲ 0.8	3.7	▲ 1.4	▲ 1.8	▲ 0.1	▲ 0.0	2.3	3.4	4.2	4.9
外需	寄与度%	▲ 0.8	▲ 1.3	▲ 0.5	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	
消費者物価(RPIX)	〃	2.1	2.3	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5	
失業率	%	3.2	3.2	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	
イングランド銀行レポ金利	%	4.00	4.50	5.25	4.00	4.00	4.25	4.50	4.75	5.00	5.25	5.25	

(注) GDP成長率と内外需の合計の差は統計誤差によるもの (資料) イングランド銀行、英中央統計局

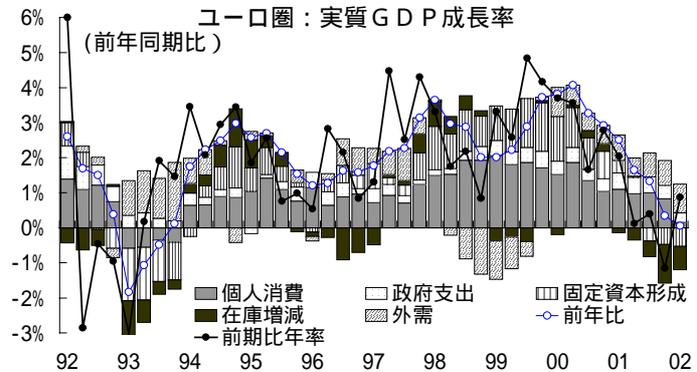
## ユーロ圏～2002年は1.1%、2002年は2.8%成長へ～

### 1 概況

(ユーロ圏は1～3月期にプラス成長に転化)

ユーロ圏経済は2001年10～12月期の前期比0.3%から、1～3月期は同0.2%とプラス成長に転化した。

景気は、在庫調整が進展し、輸出、生産の回復で底入れしたが、個人消費の伸びは鈍く、設備投資は依然調整が続いている。

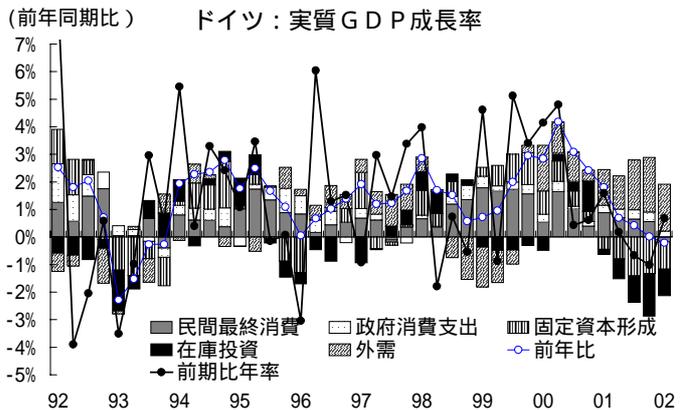
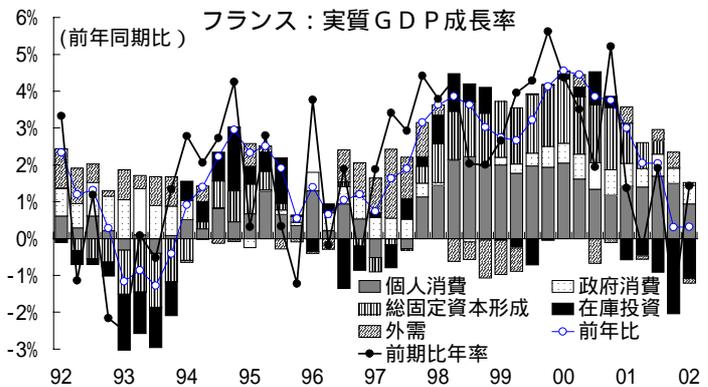


(主要国間でも景気回復テンポには差)

国別に見ても、景気は10～12月期にはマイナス成長であったドイツ、フランス、イタリアの主要3ヶ国が揃ってプラス転化するなど、総じて改善傾向にある。しかし、景気回復のテンポは主要国の間でも一様でなく、力強さにもばらつきがある。

フランス経済は、10～12月期の前期比0.4%から1～3月期には0.4%と相対的に早いテンポで回復した。在庫調整の進展、個人消費の持ち直しに加え、設備投資も下げ止まる兆しを見せている。

これに対しドイツ経済は、二期連続のマイナス成長後の1～3月期も前期比0.2%の低成長に止まっている。輸出、生産は持ち直したものの、個人消費は減少、設備投資も6期連続のマイナスとなり、過剰供給を背景とする建設投資の調整も続いている。



### 2 見通し

(ユーロ圏全体では2002年下期に景気回復が本格化、通年の成長率は1.1%)

ユーロ圏全体では、在庫調整の進展、輸出環境の改善から生産の回復基調が続くが、米国経済の回復が緩慢に止まるため、年初からの景況感改善が示すほどは回復しない見込みである。2002

年通年の成長率は、昨年 10～12 月期の落ち込みでゲタがマイナスとなるため 1.1%と低水準に止まるが、年末にかけて雇用の底入れから個人消費が持ち直し、設備投資も回復に転じ、成長テンポは加速する見込みである。2003 年の成長率は 2.8%まで回復しよう。

( 主要国間の景況格差は残存 )

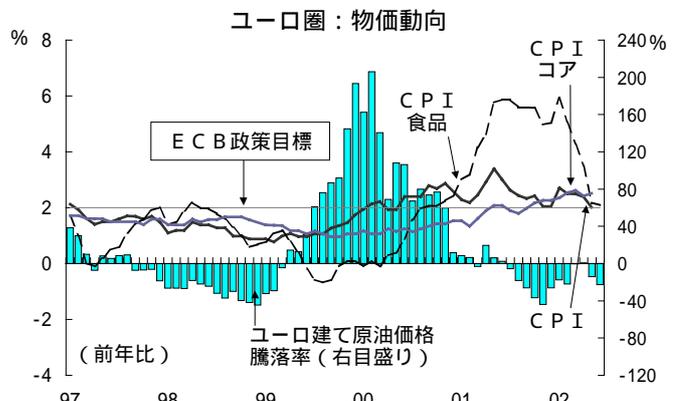
2003 年に向けた景気回復過程でも、主要国間のパフォーマンス差は残存する見込みである。

ドイツでは 2002 年後半には輸出、生産の回復が雇用環境や設備投資に影響を及ぼし始めるが、過剰供給を背景とする建設投資の調整が続くほか、個人消費の伸びは、昨年の減税効果の剥落や年金改革に対応した貯蓄性向の高まりなどから抑制される状況が続こう。労使紛争が激化し、今年の賃金交渉で高めの妥結が相次いでいる影響は、内需の回復が緩慢な中において、価格転化によるインフレよりも、企業収益の回復が遅れ、設備投資や雇用が抑制されるという景気への悪影響が懸念される。

フランスでは輸出環境の改善から企業部門の景況感が比較的明るく、順調な景気回復を期待している情勢にある。下振れリスクとしては、雇用の改善が遅れた場合の消費の再減速が懸念される。5 カ月連続で悪化してきた消費者マインドは、5 月には生活水準や雇用見通しの改善によりマイナス 12 ポイントと前月のマイナス 18 ポイントから反転した。今後、期待通りに雇用が改善に向かうかがフランス経済の底固さを判断する材料として注目されよう。

( ECB はインフレの上振れリスクを警戒 )

ユーロ圏の物価は、生鮮食品価格上昇による押し上げ要因が剥落したことで落ち着きを見せている。サービス価格の上昇でコア・インフレ率が下げ渋っていることから、年央に ECB の政策目標である 2%を下回ったとしても、一時的なものに止まろう。2003 年も、賃金コストやエネルギー価格上昇の影響などが加わるため、2%超での推移が続く見込みである。



ECB は賃金コストの上振れに対する警戒感を強めており、年後半には内需の回復力や米国の景気回復の持続力など世界経済情勢を見極めながら、利上げを実施するであろう。

( ユーロの対ドル相場の堅調は当面持続 )

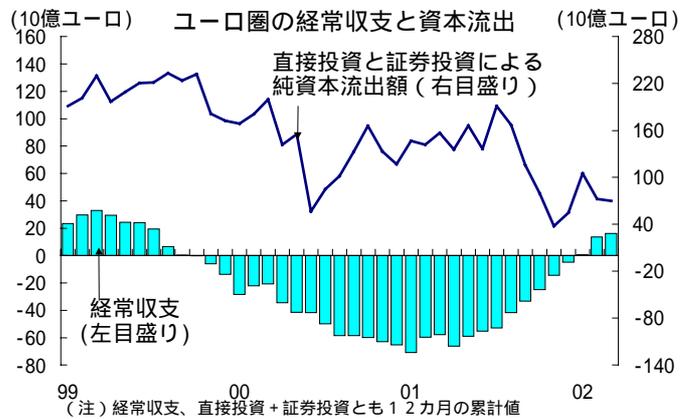
4 月中旬以降、ユーロの対ドル高が加速し、6 月 19 日には 1 ユーロ = 0.95 ドル台と 1 年 5 カ月ぶりに高値を更新した。ユーロ圏の各国政府・通貨当局は、ユーロは過小評価されており、ユーロ高のインフレ抑制効果は輸出競争力低下のデメリットを上回るとし、ユーロ高を歓迎している。

ユーロ発足後のユーロ安は、欧米間の景況格差、金利差を背景とする対外直接投資や証券投資

の加速が招いたものであり、こうした資本流出に、原油高による経常赤字の拡大が加わり、国際収支面からのユーロ安圧力が強まったものである。

すでに昨春、米国の景気減速が明確になった時点で景況格差や金利差は縮小、逆転したものの、ユーロ相場の本格回復には至らなかった。それが、ここきてユーロ高に弾みがついたきっかけは、一旦、急回復した米国の景気の先行きに再度懸念が強まり、過大評価されてきたドルの先安感が広がったことにある。

2003 年にかけて成長率は米国がユーロ圏を若干上回りそうだが、格差は以前ほど明確にならないであろう。ユーロ圏の景気は、最大国のドイツが外需頼みであるため米国に左右されやすいが、ユーロ圏の方が過剰投資や過小貯蓄など調整圧力となる不均衡が小さく、下振れリスクも低いだろう。ユーロ導入に対応した域外投資が一巡し、米国企業の収益力に対する見方が慎重化しているため、国際収支面でも一方的なユーロ安の可能性は低下している。当面はこうした消去法的なユーロの堅調が続くであろう。



## 英国～2002年は1.2%、2002年は2.7%成長へ～

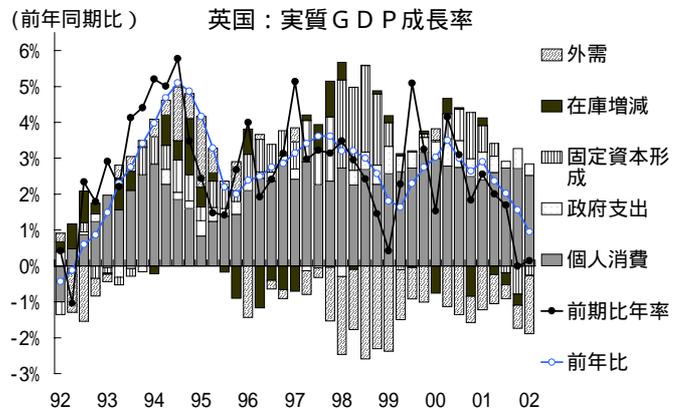
### 1 現状

(2002年1～3月期も前期比0.04%)

英国経済は2001年10～12月期のゼロ成長に続き、2002年1～3月期も前期比0.04%と緩慢な回復に止まった。

景気は引き続き個人消費が主導している。雇用・所得環境の改善は一巡したものの、38年振りという歴史的な低金利下で住宅価格が一段と上昇し、資産効果と住宅担保借入の増大に支えられる形で個人消費は堅調に推移した。

部門間の不均衡は、サービス部門の伸びが鈍化する一方、製造業の回復は遅れ、解消には至っ



ていない。ただし、低迷が続いた製造業でも外部環境の好転を受けて、年初来、業況判断が改善、生産も4月によようやく前月比+0.8%とプラスに転化するなど、回復の兆しが顕れ始めている。

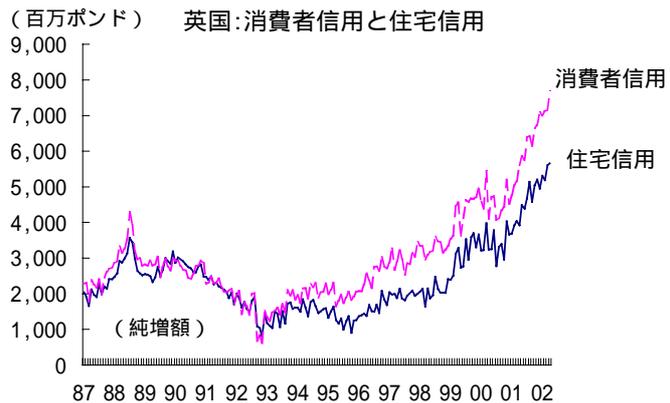
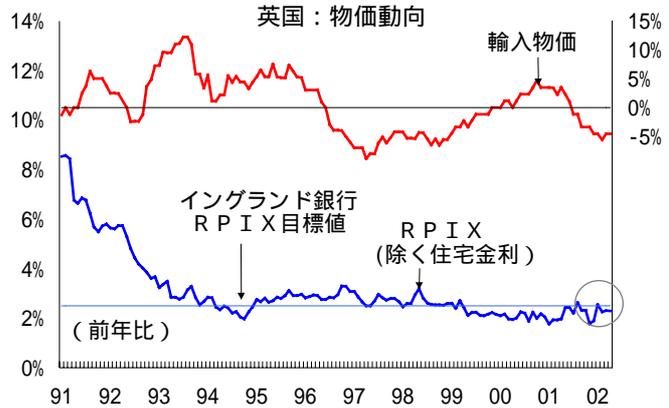
## 2 見通し

### ( 二極化は緩やかに解消 )

今後は、雇用・所得環境の改善が一巡したことで個人消費の伸びが鈍化する一方、製造業生産は緩やかに持ち直すことで、部門間の不均衡は縮小しながら、景気は緩やかに回復する見込みである。

英中央銀行のイングランド銀行(BOE)は、超低金利の結果として持続不可能とみなされるレベルまで住宅価格が高騰し、家計部門の借入が急増していることに懸念を表明しており、必要に応じて政策金利を上げる方針である。

ただし、利上げには個人消費の腰折れを招くリスクがある一方、BOEの政策目標であるインフレ率(RPIX)が目標レンジで推移していること、生産回復の持続力が明確ではなく、外部環境にも不透明感が残存しているため、段階的に実施されることになろう。



### ( 2003年には国民投票実施の可能性 )

ブレア政権は、2003年6月までに、英国がユーロ参加の条件として独自に提示している「5つの経済条件」で英国とユーロ圏経済の同調性やユーロシステムの柔軟性、英国経済にとってのユーロ参加のメリットなどへの判断を明らかにした上で、ユーロ参加の是非を問う国民投票を実施するか否かの立場を明らかにする方針である。2003年にむけて、市場は国民投票の実施を巡る思惑で動きやすくなっている点には留意が必要である。

世論調査はユーロ参加反対が多数を占めるというハードルの存在を示す結果となっているが、ユーロ現金への切り替え成功、経済的な条件のうち最大の難関と考えられてきたポンドの対ユーロ相場の割高感が4月以来のドル高修正の局面で対ドル相場の安定を保ちながら解消しつつある点では、ユーロ参加に向けた環境は改善しつつあると言えよう。

(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)