



# 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 >

- ・ 10 - 12 月期の実質 GDP は、自動車販売とクリスマスセールの不振等から前期比年率で 0.7% に留まった。1 - 3 月期もイラク問題への懸念が強く、景気は当面低調な推移を見せそう。なお、イラク問題に関する米国景気への影響については見方が分かれており、ブッシュ政権の景気てこ入れ策である大型減税についても賛否が分かれている状況にある。

### < 米国金融 >

- ・ 米国金融市場では、株価に比べて長期金利が下がりにくくなっている。その一因に、財政赤字拡大が需給面から金利上昇要因として台頭しつつある点が考えられよう。しかし、年後半の景気回復がコンセンサスよりも緩やかなものにとどまれば、長期金利の上昇余地は限られ、財政赤字プレミアムだけで米金利が押し上げられることはないと思われる。

### < 欧州経済 >

- ・ ユーロ圏の輸出、生産の回復の足取りは重く、企業を取り巻く環境はイラク情勢の緊迫化、ユーロ高、原油高で厳しさを増している。消費者マインドは、イラク問題に加え、雇用改善期待の後退、増税、エネルギー価格上昇などから急速に悪化している。個人消費の伸びが抑制されることでユーロ圏の 2003 年の成長率は、1.0% 程度に止まることになる。
- ・ イングランド銀行は、2 月 6 日の金融政策委員会 (MPC) で政策金利の 0.25% の利下げを決めた。住宅資産効果による消費の伸びが鈍る兆しが見えはじめ一方、イラク問題やユーロ圏経済の下振れなど外部環境の先行き不透明感も一段と強まったことへの予防的対応と位置づけられる。

---

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)

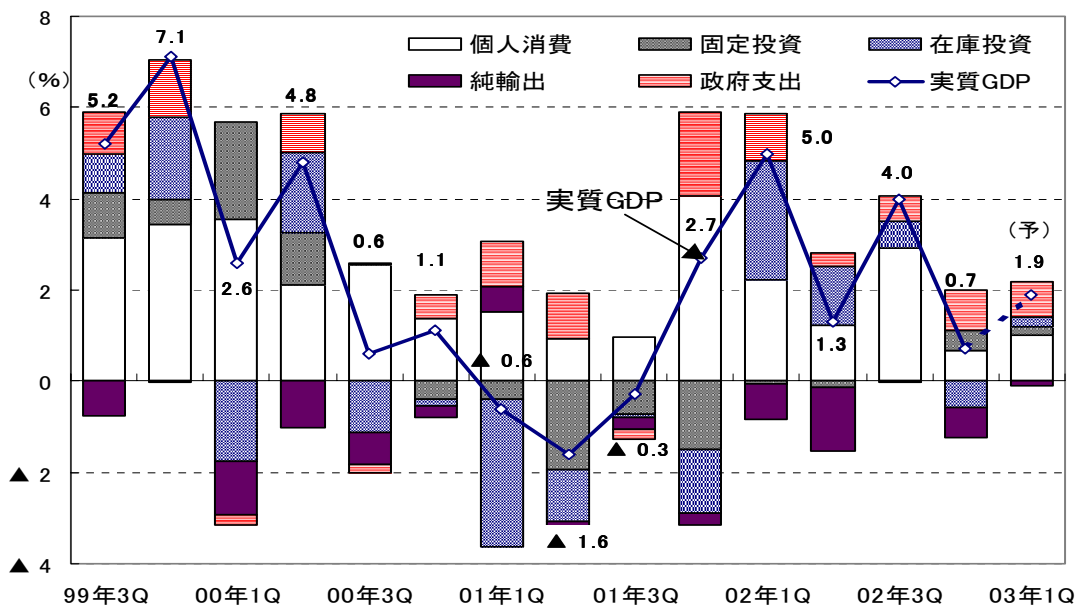
### 〔景気の概況〕

イラク問題の動向には金融市場が神経質な反応を見せているが、実体経済への影響も大きい。消費者は、消費者信頼感指数の低下が示すように消費を手控えていると見られ、企業家は設備投資判断を先送りしていると思われる。半期恒例のグリーンスパンFRB議長の議会証言でも、イラク問題等の地政学的リスクが経済の見通しを困難にしていると述べている。しかし、こうした懸念材料が解消すれば、FRBを始め、多くのエコノミストは景気が回復に向かうと見ているようだ。

(参考：2/10ブルチップ誌発表のICMISTの2003年実質GDP予想平均は2.7%)

さて、1月末に発表された10-12月期の実質GDPは前期比年率0.7%と7-9月期の同4.0%から急低下した。前7-9月期は好調な自動車販売によって消費が押し上げられた面が強く、半面、10-12月期は自動車販売とクリスマスセールの不振から消費支出が大幅に鈍化した。1-3月期についても上記のようにイラク問題をめぐって消費者マインドが低下を見せていることから、実質GDPは引続き消費等の弱さを反映したものになると思われる(図表1)

(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。03年1Qは当研究所予測。

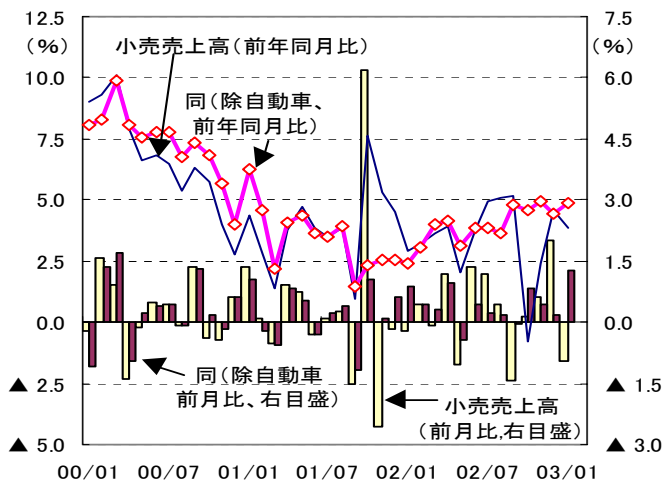
(消費動向)

### イラク問題の懸念が強く、消費者マインドが続落

1月の小売売上高は、自動車販売の低下を受け前月比 0.9%の減少だったが、自動車除きでは同+1.3%増と2000年9月以来の高い伸びを記録した(図表2)。内訳を見ると、減少が大きかったのは自動車販売等の前月比 7.5%減で、その他、電気機器が同 1.4%、家具等が同 1.3%と減少し、増加を見せたのは、住宅資材等の同+2.9%、ガソリンの同+2.7%、食料品店の同+2.6%等であった。このガソリンの増加は最近の価格高騰を受けたもので、前年同月比では+18.5%増と群を抜く伸びを見せている。このため、前年同月比の1月小売売上高(自動車販売除き)は+4.8%増と高い伸び率を見せているが、ガソリン除きでは同+3.6%増に留まる。消費支出は自動車販売・ガソリン価格の変動に振られる展開が続いているものの、概ね底堅い推移にあると言えよう。

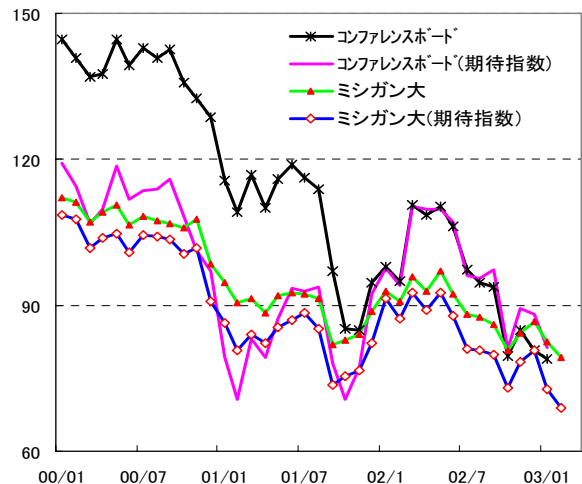
一方、消費者マインドは低下を続けている。ミシガン大学の消費者マインド指数(2月速報値)は79.2(1月82.4)と前月比 3.2の下落となった(図表3)。これは最近のボトムである10月の80.6を下回り、コンファレンスボードの消費者信頼感指数(1月は79.0)と共に93年以来の低水準に落ち込んだ状態である。特に、先行きの景況感を示す期待指数は68.8(前月比 4.0)と大幅な悪化を見せ、現況指数(95.3、前月比 1.9)との乖離は広がりつつある。対イラク攻撃やテロ再発の懸念等が消費者心理を冷やしていると言えよう。

(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

(生産部門の動向)

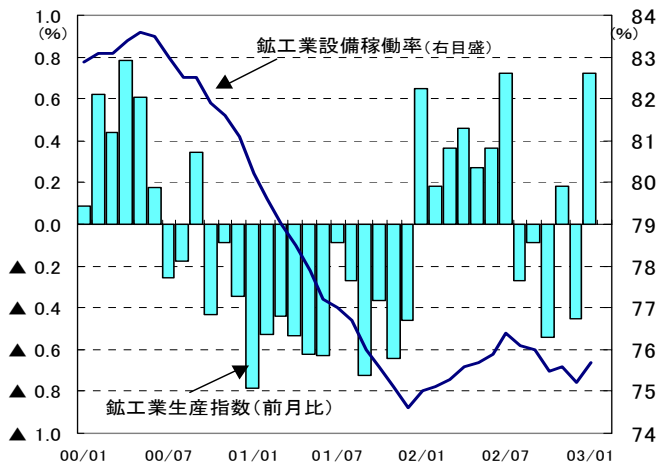
### 1月生産は反転上昇するも、耐久財受注は鈍化の動きが持続

1月の鉱工業生産は、前月比+0.7%と昨年7月以来の高い伸びを見せた。これは12月に同5.3%と大幅な落込みを見せた自動車が1月は同+4.9%増と反転したことが大きい。このため自動車除きの鉱工業生産は、同+0.4%増に留まる。その他、電力・ガス等の公益事業が1月の気温の低下から同+4.0%(12月同 1.4%)と反転したのが目立った(図表4)。

一方、1月の稼働率は75.7(前月比+0.5%)と上昇した。ここでも自動車の急速な回復(82.4、前月比+3.6%ポイント)が寄与している。1月は鉱工業生産・稼働率とも自動車生産の回復に押し上げられたと言えよう。なお、ハイテク産業の生産は前月比+0.8%増(12月は同 0.7%)と回復したが、稼働率は、通信機器の不振が続いているため61.7と引き続き全体を大きく下回っている。

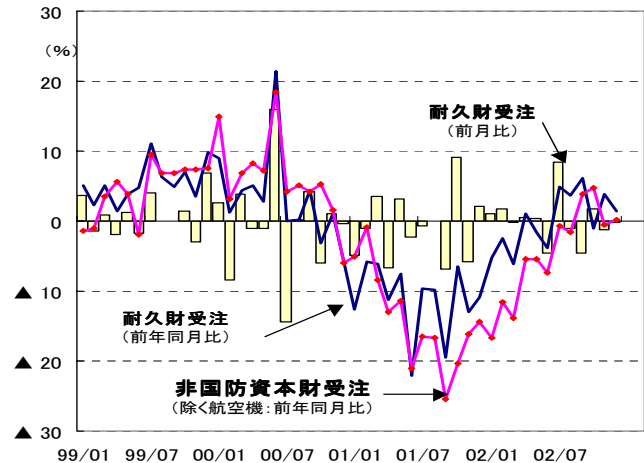
12月の製造業受注は前月比+0.4%増(11月は 0.8%減)うち耐久財は同 0.2%減(11月は1.2%減)非耐久財は同+1.1%増(11月は 0.4%減)となった。設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は前月比 0.3%減と弱く、設備投資需要の弱さを示している。前年同月比ベースでは、耐久財は同+1.4%増、非国防資本財受注(除く航空機)は同+0.1%増と辛うじて前年を上回り、回復トレンドは維持されているものの伸び悩んでおり、設備投資の回復は緩やかなものに留まると思われる(図表5)。

(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(%)



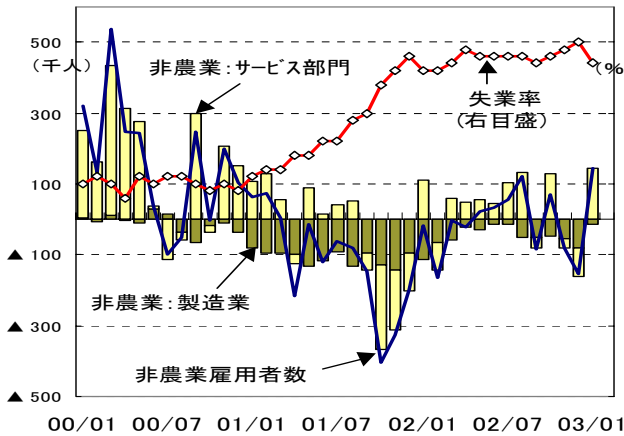
(資料)米国商務省

### 雇用は、一進一退の状況が持続

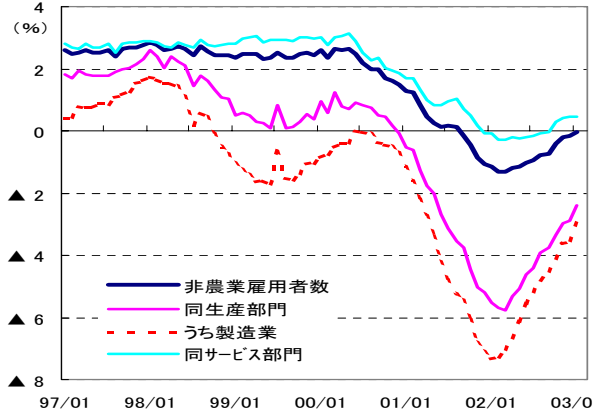
1月の失業率は5.7%と前月(6.0%)から0.3%の低下となったが、統計上の諸々の改定が行なわれたため、今後の推移を見守る必要がある。一方、非農業事業部門の雇用者数は前月比14.3万人の増加となり12月の減少(15.6万人減)をほぼ相殺した。生産部門の雇用者数には変化がなかったため、1月の雇用増は、全てサービス部門の増加によるものであるが、その過半を小売業界の増加(10.1万人)が占めている。同業界では、昨年12月のクリスマスセールに向けた雇用が例年より少なく、1月になって解雇された人も例年より少なかった。このため、季節調整後の比較では数値が押し上げられる。1月の雇用増には12月の減少を埋めた以上の意味を持たせることはできない(図表6)。

非農業事業部門の雇用者数を前年同月比で見ると、生産部門の雇用の減少が続いているため、全体の雇用数もわずかながらマイナス(0.05%)にある。雇用面の状況は最悪期を過ぎたようにも見えるが、好況期に前年同月比で2%台の推移を見せていたのと比較すると、なお停滞状況にあると言えよう(図表7)。

(図表6) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(図表7) 米国：雇用者数の推移(前年同月比)



(資料) 図表6・7とも米国労働省

(政策動向)

2003年度の財政赤字は倍増の見通し

ブッシュ大統領は2月に2004年度予算教書を議会に提出した。冒頭で同大統領は、当予算案はテロとの戦争での勝利、国土防衛、長期的な経済成長の3つの優先事項を中心に据えたものと強調している。しかし、最も目を引くのは財政赤字の急増であろう。歳入見通しは先に発表された減税案によって縮小すると共に、歳出面では国防関連支出の増加等から2003年度の財政赤字は3042億ドルとほぼ倍増、2004年度も同規模の財政赤字が続く見通しである。さらに赤字の解消についても、昨年7月の政府見通しで2005年度としていたのに対し、予算教書では2008年でも1896億ドルの赤字が残り、現状では財政赤字解消の目途が立っていないことを示した(図表8~10)。

(図表8) 米国の連邦政府財政見通し

(財政年度)	→ 予想 (億ドル)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
歳入	20,252	19,912	18,532	18,362	19,220	21,352	22,632	23,981	25,209
同伸び率	10.8	▲ 1.7	▲ 6.9	▲ 0.9	4.7	11.1	6.0	6.0	5.1
対GDP比	20.8	19.9	17.9	17.1	17.0	18.0	18.1	18.3	18.3
歳出	17,888	18,639	20,110	21,404	22,294	23,434	24,637	25,762	27,105
同伸び率	5.1	4.2	7.9	6.4	4.2	5.1	5.1	4.6	5.2
対GDP比	18.4	18.6	19.5	19.9	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7
財政収支	2,364	1,273	▲ 1,578	▲ 3,042	▲ 3,074	▲ 2,082	▲ 2,005	▲ 1,781	▲ 1,896
対GDP比	2.4	1.3	▲ 1.5	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 1.8	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.4

(図表9) 主要政策案の財政収支への影響

(財政年度)	(10億ドル)						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	04~08計
財政収支見通し (現行ベースライン)	▲ 264	▲ 158	▲ 40	5	29	51	▲ 114
(2004年度予算教書 [合計])	▲ 40	▲ 149	▲ 168	▲ 205	▲ 207	▲ 241	▲ 970
政策案)							
減税政策パッケージ	▲ 33	▲ 114	▲ 88	▲ 69	▲ 56	▲ 54	▲ 380
国防関係費	▲ 3	▲ 12	▲ 22	▲ 28	▲ 31	▲ 45	▲ 138
医療保険制度の強化	0	▲ 6	▲ 10	▲ 33	▲ 38	▲ 43	▲ 130
利払い増加等	0	▲ 4	▲ 11	▲ 20	▲ 30	▲ 40	▲ 105
その他	▲ 4	▲ 14	▲ 37	▲ 56	▲ 53	▲ 58	▲ 219
新財政収支見通し	▲ 304	▲ 307	▲ 208	▲ 201	▲ 178	▲ 190	▲ 1,084

(図表 10) 予算教書の経済見通し (%)

(暦年)		2003	2004	2005	2006	2007	2008
実質GDP	前年比	2.9	3.6	3.5	3.3	3.2	3.1
消費者物価	前年比	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
失業率	年平均	5.7	5.5	5.2	5.1	5.1	5.1
10年国債金利	年平均	4.2	5.0	5.3	5.4	5.5	5.6

(資料) 表 8 ~ 1 0 は 2004 年度予算教書

### グリーンズパン議長の減税政策批判に注目が集まる

2月の議会証言で、グリーンズパンFRB議長は、本年第4四半期には前年同期比ベースで実質GDPが3.25~3.50%となる見通しを提出した(図表11)。経済政策に関する同議長の説明は、「イラク問題等の地政学的なリスクが経済見通しを困難にしているが、FOMCメンバーはイラク情勢を巡る不透明感が解消されれば景気は回復に向かうと見ており、この予想に反して経済成長への制約が残れば、伝統的な金融・財政政策の重要性が増してくる」というもので、「景気低迷が続いているかどうか判断できるまで、現時点での景気対策は時期尚早」との考えを示した。つまり、「イラク問題が原因で景気が悪くなっているのであれば、それが解消されれば景気は回復する。それ以外の理由で悪くなっているのであれば、その時に景気対策を取ればよい」と言っているのであり、減税案の成立を急ぐブッシュ政権に対立する意見として注目を集めた。

但し、ブッシュ減税の目玉であり、民主党の批判的となっている配当の二重課税撤廃については「二重課税は経済の柔軟性を損ねており、以前より撤廃を支持してきた」としているが、同時に、「これは短期的な景気刺激策ではなく、長期的な企業の税制政策であり、二重課税の撤廃は企業レベルで実施されるのが望ましく、財政赤字を増加させない方法で行なうべきである」と注文をつけている。

ブッシュ減税案については、政権側が同案を支持する約250人(ノーベル賞受賞者3人を含む)のエコノミストの署名を公表すると、同案に反対のシンクタンクが約450人のエコノミスト(ノーベル賞受賞者10人を含む)の署名を集める等、「論戦」が始まっているが、グリーンズパン議長の議会証言には出鼻をくじかれた形である。早速、ハバートCEA委員長が「景気の下方リスクの存在」を強調する議会証言を行ない、減税推進のため遊説中のスノー財務長官も反論を展開しているが、同案の先行きに不透明感が増したの否めない。

(図表 11) 米国：FRBの経済見通し

	(%)	2002年実績	2003/10-12月期(中央値)		[参考](注)
			前回予測(02/07)	今回予測(03/02)	政府見通し(CEA)
名目GDP	第4Qの前年同期比	4.1	5.00-5.75	4.75-5.00	4.8
実質GDP	第4Qの前年同期比	2.8	3.50-4.00	3.25-3.50	3.4
個人消費デフレタ	第4Qの前年同期比	1.9	1.50-1.75	1.25-1.50	2.0
失業率	第4Qの平均値	5.9	5.25-5.50	5.75-6.00	5.6

(注) 政府見通しの消費物価はCPI-U、その他はFRBに同じ。

## < 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

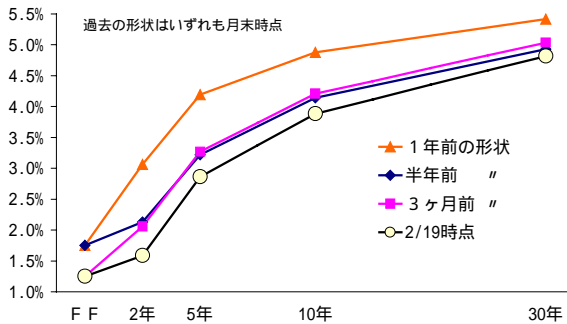
米国金融市場では、1月中旬から2月にかけて発表された一連の企業業績が全般的に収益改善の兆しを示したものの、先行きについては設備投資などに依然慎重な見方をする企業が少なくなかったことから、株価の上値が限られる展開が続いた。こうした中、最大の不透明要因であるイラク問題および国内テロへの懸念が一層高まるにつれて、株価は次第に下落基調を強め、ダウ工業株は昨年10月以来の8,000ドル割れとなった。

債券市場でも、失業率の改善(12月6.0% 1月5.7%へ)や生産の持ち直し(1月は前月比+0.7%)など、マクロ経済環境の改善を示すような指標が一部で見え始めたにもかかわらず、株式市場同様、イラク問題とテロへの懸念が市場を支配した。その結果、長期金利(国債10年金利)は1月中旬以降、4.0%を下回る水準での推移を続け、2/13には一時3.8%台前半まで低下した。

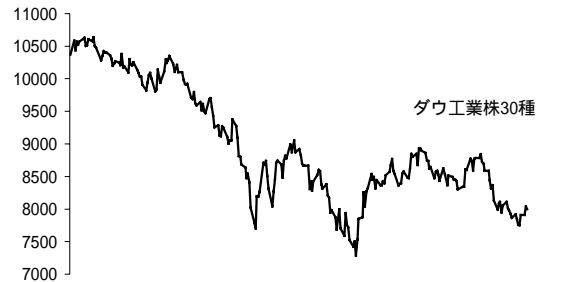
その後、当初報告期限となっていた2/14以降もイラク査察が延長されることが決定すると、目先の武力行使リスクが遠のいたことへの安堵感から株高・金利上昇となる場面も見られたが、根強い地政学的リスクを背景に、持続的な株高は実現しない状況が続いている。

FRBの金融政策に対する市場の見方については、不透明なイラク情勢や景気回復の足取りへの

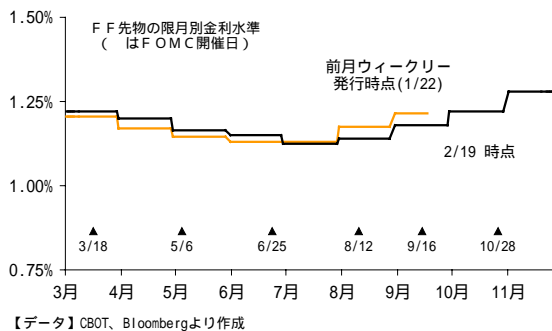
国債イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化



不安から一部で 25bp の再利下げを見込む向きもあるが、全般的には年後半まで現状の FF レート 1.25% が維持されるとの見方が優勢であり、先高観・先安感とも見られないのが現状だ。

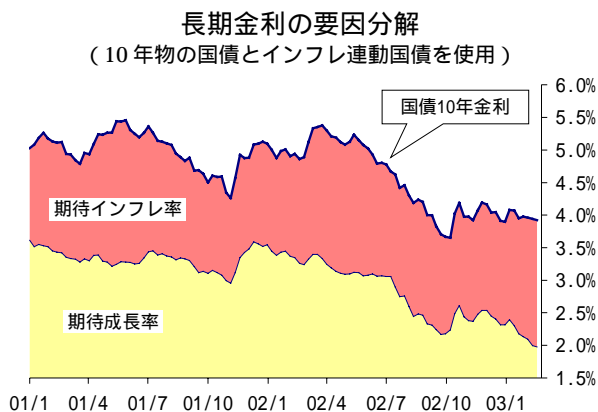
### 膠着状態が続く長期金利

米国債券市場では、前述の通り主要株価指数が一時、昨年 10 月の安値近辺まで下落したのに対し、長期金利は大幅な水準訂正には至っておらず、10 年金利で見ると  $4.0\% \pm 0.2\%$  でのレンジ推移が続いている。

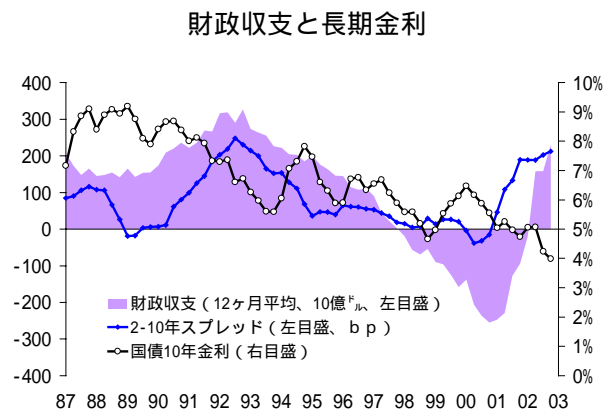
このように長期金利が下がりにくい背景として、表面的には現在の質への逃避的な動きが一時的なものであり、イラク問題が解決されればこうした資金は国債から出ていくだろうといった楽観的な見方があるのに加え、財政赤字の拡大が需給面から金利上昇要因として台頭しつつある点も、その根幹にあるものと思われる。実際、年明け以降、1/28 に提出された予算教書では、2003～2004 年度の財政赤字が、これまでの見通しを大幅に上回る 3,000 億ドル規模となることが示され、また 2/5 に国債の定例入札予定額が発表された際には、5 年債の発行が年 4 回から 7 回に増えるとともに、3 年債入札の再開が発表されるなど、今後の国債供給過剰懸念は高まっている。

たしかに、イラク問題が収束に向かえば、先行き不安の解消から資金が国債から流出すると同時に、年後半には成長率が市場のコンセンサス通り 3% 半ばまで回復し、それが 2.0% にまで下方屈折した期待成長率の回復に寄与すれば、長期金利は素直に上昇しよう。また、民間資金需要が回復すれば、膨大な財政赤字がクラウディング・アウトを引き起こし、長期金利が上振れしやすくなる可能性も否定できない。

しかし、仮に潜在成長力を下回る緩やかな回復にとどまった場合には、期待成長率の上振れに伴う金利上昇も限定的となる上、需給ギャップが解消されないため期待インフレ率は高まらず、金利上昇が実現しない可能性がある。財政収支が悪化した 80 年代初の日本や 90 年代初の米国でも、利上げ期待が出るまで長期金利が上昇しなかったことを勘案すると、財政赤字に対するリスクプレミアムだけで金利が上振れする可能性は小さいものと思われる。イラク問題が早期に解決した場合でも、金利上昇を伴うような経済の本格回復までには、91 年の湾岸戦争後のように暫く時間がかかる可能性もあり、財政赤字の拡大だけで米金利が今の水準よりも押し上げられることはないであろう。



【データ】Bloomberg より作成



【データ】米財務省、Bloomberg より作成



## < 欧州経済の動き >

(担当：伊藤)

### ユーロ圏の景気回復テンポはスローダウン

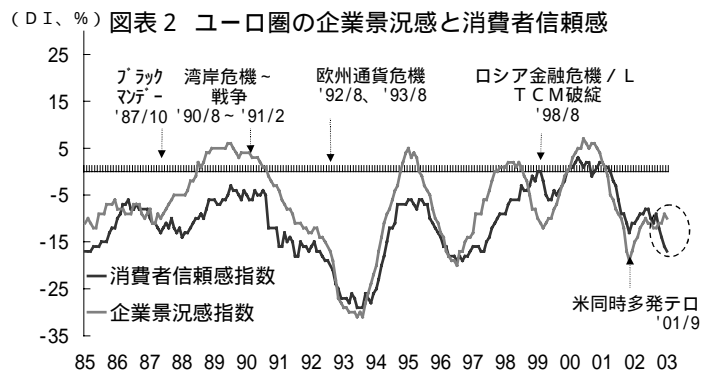
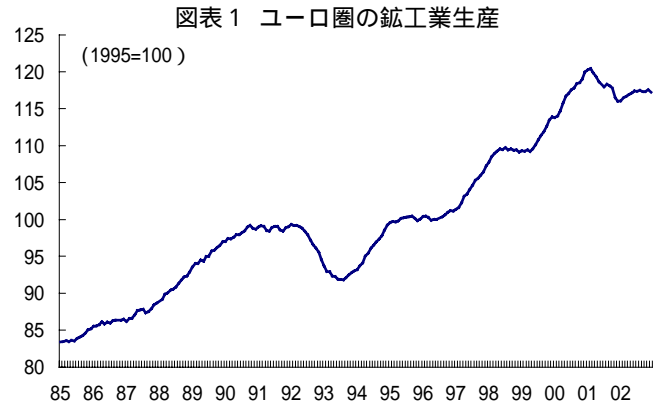
(イラク問題は原油高、ユーロ高、マインドの悪化を通じてユーロ圏経済を下押し)

ユーロ圏の輸出、生産の回復の足取りは重く(図表1)、企業を取り巻く環境はイラク情勢の緊迫化、ユーロ高、原油高で一段と厳しさを増している。設備投資と雇用の底入れの目処は立たない状況にある。

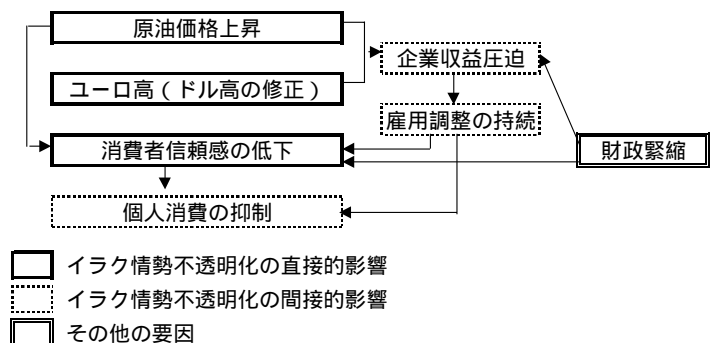
消費者マインドは昨年10月のマイナス10の後、悪化のテンポが加速、1月にはマイナス16まで下げた(図表2)。雇用改善期待の後退、増税、エネルギー価格上昇、イラク情勢への懸念が反映されたものである。

イラク問題は、原油価格上昇やドル高の修正に伴うユーロ高の進行というかたちで経済的なインパクトを及ぼすとともに心理面にも悪影響を与えている(図表3)。

イラク問題に対するEUの統一見解は17日に開催された緊急首脳会議の共同声明によろやくまとめられた。共通外交・安全保障政策を柱の1つとしながら、この間、査察継続を求めるフランス、ドイツと武力行使を容認するイギリス、イタリア、スペインや新規加盟予定国などの見解の相違が表面化したことによって、EUの深化と拡大が多くの課題を抱えた道なのであることがあらためて浮き彫りになった。



図表3 イラク問題のユーロ圏経済への影響

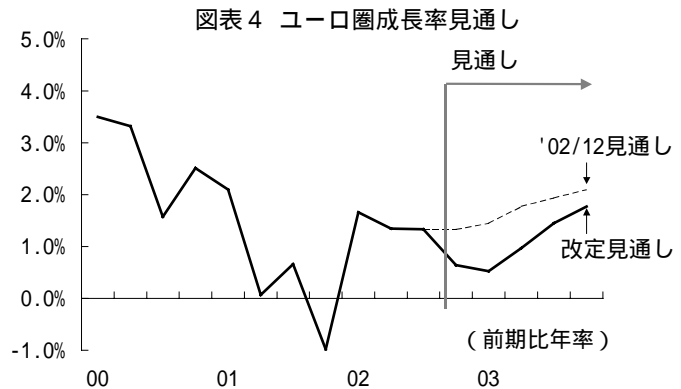


(2003年の成長率は1%程度に止まる見込み)

ユーロ圏の10~12月期の成長率(3月6日発表)は消費の再減速によって7~9月期の前期比

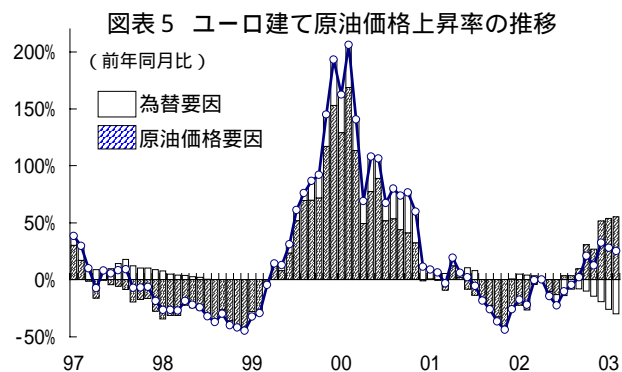
0.3%（前期比年率 1.3%）を下回るものとなろう。これにより、2003 年への発射台が低くなることに加え、1～3 月期も速報性のあるサーベイ調査や自動車登録台数などを見る限り個人消費が下振れ、景気がさらに減速する可能性は高まっている。調整の深さや期間はイラク問題を巡る不透明感が、

いつ、どのような形で払拭されるかにかかってくるが、当研究所のメインシナリオ（エコノミストレター-2003.2.20 号）である「イラクでの戦闘が比較的早い時期（3 月頃）に行われ、短期間で一応の決着を見る」という比較的穏やかな想定でも、2003 年の通年の成長率は 12 月見通し時点の 1.6% から 1% 程度まで下方修正する必要があると思われる。



（ ECB は追加利下げを実施する見込み ）

インフレ率は、1 月は速報値で 2.1% と前月の 2.3% から低下した。今後も、物価の上昇ペースはマイルドなものに止まり、通年では ECB の政策目標(2.0%)を下回るとの見方を維持する。1 月の数値は速報値の段階であるため品目ごとの内訳は公表されていないが、サービス価格



価格は昨年初のユーロ現金流通時の便乗値上げというベース効果の剥落が物価を押し下げる要因となり、他方、エネルギー価格とドイツにおける間接税引上げ（エネルギー税、煙草税）は押し上げる要因になったと推察される。予測の前提条件として、4 月以降、原油価格が落ち着く一方、ユーロ相場は騰勢こそ弱まるが比較的堅調な推移が続くと想定しているため、エネルギー価格も、年半ば以降、物価下押し要因に転化することになる。

ユーロ相場の上昇は、99～2000 年と異なり原油価格の上昇圧力を緩和してきたが（図表 4）主要国がこぞって緊縮財政運営を余儀なくされ、景気回復の牽引力として輸出に依存せざるを得ない状況で一層のユーロ高については警戒感がある。

ECB の金融政策は、昨年 12 月の 0.5% の利下げ効果がユーロ高で打ち消されたと見られる一方、インフレ圧力は緩和、消費者マインドの急速な悪化で景気の下振れリスクが強まっていることから、上半期中の追加利下げ（0.5%）が予想される。イラク情勢緊迫化による金融市場の動揺や一層のマインドの下振れに効果的なタイミングが選択されることになろう。

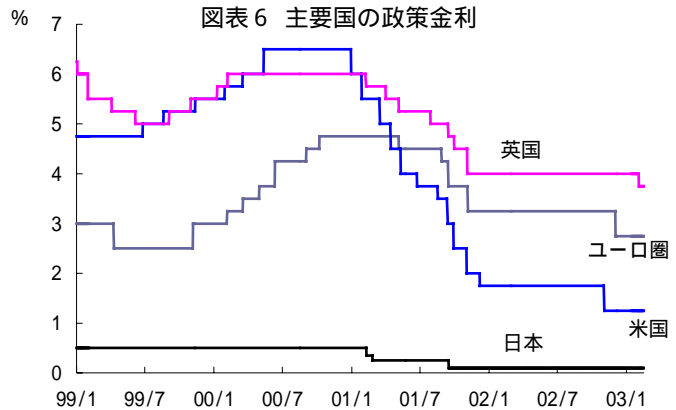
## BOEは0.25%の利下げを実施

イングランド銀行(BOE)は2月6日の金融政策委員会(MPC)で政策金利の0.25%の利下げを決めた。BOEは2001年11月の利下げ後、外部環境の悪化、製造業の回復の遅れ、株価の大幅な調整の影響などを警戒しながらも、低金利下での住宅価格の高騰、住宅ローンの残高急伸への警戒感から様子見姿勢を継続しており、今回の利下げは「予想外」のものであった(図表6)。

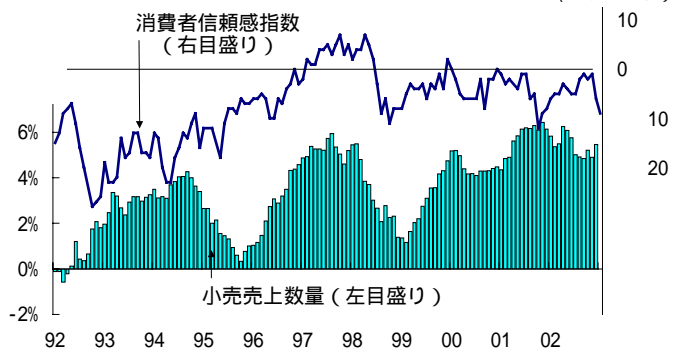
19日に公表された議事録では、(1)住宅価格の騰勢鈍化や消費者信頼感の低下(図表7)などで住宅資産効果による消費の過熱感に緩和の兆しが見える、(2)イラク問題やユーロ圏経済の下振れ、株価下落など先行きの不透明感が強まっている、(3)小売物価(RPIX、住宅金利を除くベース)は政策目標(2.5%の上下1%)レンジの中央値を3カ月連続で上回っているが、主因は住宅価格とエネルギー価格の上振れによるもので(図表8)中期的なインフレリスクは低いなどの判断から、据え置き派が大勢を占めた前回までのMPCと一転し、7対2で利下げが決定されたことが明らかになった。

英国経済は12月見通し時点と比較して、消費の伸びは若干下振れ、物価はやや上振れているが、政策の下支えもあり

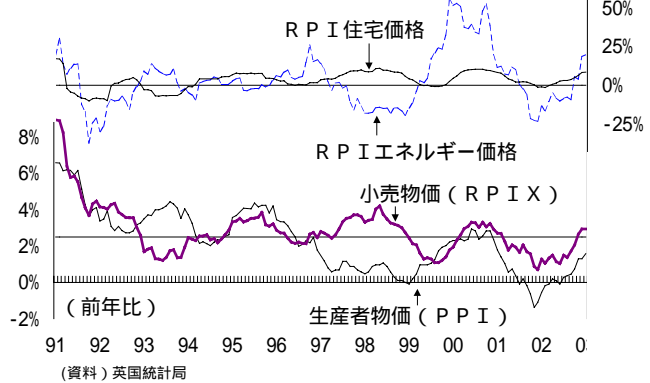
消費の底割れは回避するとの見方を維持し、10~12月期のGDP統計の詳細が明らかでない現時点では見通しの修正は行わない。政策金利は当面据え置かれると予想されるが、イラク問題やテロ・リスクに加え、住宅価格の急速、かつ無秩序な調整による景気急減速のリスクも内在していることから、経済・金融環境の急変に際しては追加的金融緩和により対応する可能性は高いと思料される。



図表7 イギリスの小売売上数量と消費者信頼感指数 (前年比、3か月移動平均) (%ポイント)



図表8 英国：物価指数



(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。