



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 >

- ・米国では、下半期から景気が回復幅を高めるとの見方が強い。こうした見方の根拠は、低金利と減税の効果に期待するものである。ただし、7 9 月期に入り、直ちにその効果が現れるとは限らず、当面、主要な経済指標の動向次第で景況感が振れる局面となろう。

< 米国金融 >

- ・昨年のようなリスク要因(イラク問題、不正会計問題)が出現する兆候が見られない分、景気的大幅な下振れは想定しづらいものの、政策効果一巡後の米国経済が現状の期待を下回る成長パスを描くことになれば、過度の「前傾姿勢」にある米国金融市場は、一旦織り込んだ薔薇色シナリオを修正せざるを得なくなり、長期金利低下再来もあり得よう。

< 欧州経済 >

- ・ドイツ経済の低迷深刻化の背景には欧州統合の進展による生産移転の国外シフトと政策対応の自由度の低下がある。労働市場などの構造改革の本格化は、さらに景気を下押しするリスクがある。
- ・ドイツ経済のスパイラル的悪化と域内経済への波及を防止するために、当面はドイツのデフレ回避に軸足を置いた単一金融政策の運営、財政赤字3%というルール弾力的運用が必要とされており、政策スタンスの修正は具体化しつつある。

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〕

米国では、下半期以降の景気回復の見方が強く、7/10 付ブルーチップ誌のエコノミスト 50 人の平均予測によれば、今年の第 2 四半期以降の実質 GDP は、2Q：1.9%、3Q：3.6%、4Q：3.8% と、1 ヶ月前の調査より若干上昇している。7/3 付のWSJ 紙による 54 人のエコノミスト平均も同 3Q：3.5%、4Q：3.8% と、ほぼ同様な結果となった。こうした、強気見通しの根拠は、FRB のたび重なる利下げによる 45 年ぶりの低金利と、7 月以降に実施される所得減税・児童控除の還付による消費支出の押し上げ期待によるものである。さらに、最近のドル安を製造業のプラス材料とする見方もある。

株式市場はこうした見方を先取りして既に上昇し、債券金利も追随して上昇を見せている。消費マインドや企業のセンチメントも、イラク戦争の収束後、急速に回復している。ただし依然として、実態の景気回復を示す指標は少ない。7 月発表の経済指標は、6 月までの状況を示すものが中心であるが、7-9 月期の先駆けとしてその動向に注目したい。6 月の設備稼働率は横這いの動きに留まり、雇用統計は失業率の悪化が続いていることを示した。こうした中で、小売売上高は前月比+0.5%増とまずまずの動きを見せたのが注目される。7-9 月期の景気回復の中核としての役割を期待されるのは上記のように消費支出と見られるからだ。株式市場の回復は、消費者マインドに影響するだけでなく、これまでの下落による逆資産効果を相殺する意味でも重要である。市場の失望を呼ばないためにも、7-9 月期の実態経済の回復方向を示す指標が待たれるところである。

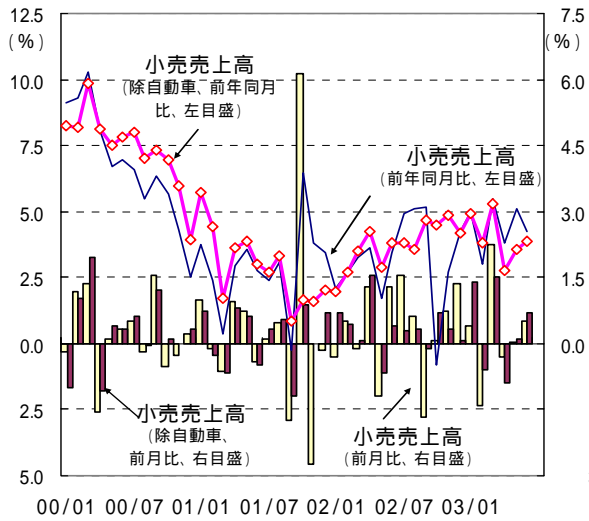
〔消費動向〕

6 月小売売上高は、前月比 0.5% の増加

6 月の小売売上高は前月比 0.5% 増と前月の微増 (同+0.05% 増) から持直した。上昇幅が大きいわけではないが、市場の予想平均値の 0.4% 増を上回り、7 月以降の消費支出回復への期待をつなぐものとしての意味は大きい。内訳を見ると、自動車は前月比 0.1% 減 (前月は同 0.2% 減) と弱含み、自動車を除く売上高では前月比で 0.7% 増となる。また、前月に減少を見せた建設資材等の同 2.6% 増 (前月は同 0.2% 減)、スポーツ・趣味用品の同 3.0% 増 (前月は同 0.9% 減) 等の反転増加が目立った。夏物衣料販売は、天候不順の影響が懸念されていたが、衣料品等は同 +1.3% 増 (前月は同+1.6% 増) となった(図表 1)。

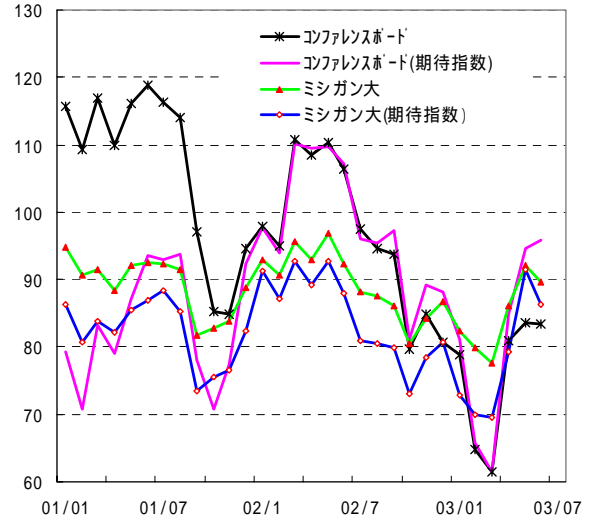
ミシガン大学の消費者マインド指数 (6 月確報値) は 89.7 と速報値 (87.2) を上回ったが、前月比では低下した (前月比 2.4 減)。イラク戦争の収束後に急回復したものの、踊り場に差し掛かった形である。同様にコンファレンスボードの 6 月の消費者信頼感指数も 83.5 と前月の 83.6 から若干低下している(図表 2)。

(図表 1) 米国:小売売上高の推移(%)



(資料)米国商務省

(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

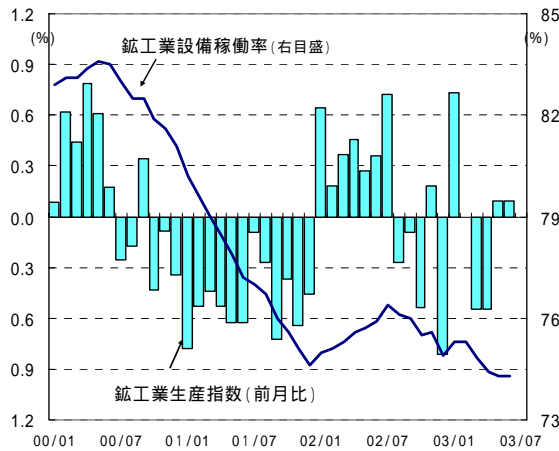
〔生産部門の動向〕

生産部門では、全般、横這いの動き

鉱工業生産指数は、昨年の夏場をピークとして低下していたが、4月の水準を底にほぼ横這いの動きを見せており、6月は前月比+0.1%増と5月(同+0.1%)に続いて若干の上昇に留まった。稼働率も74.3%と4月74.4%、5月74.3%に続いてほぼ横這いの動きにある(図表3)。6月の鉱工業生産指数を主要業種別に見ると、エネルギー関連が1.7%減と弱く、非エネルギーでは同+0.5%増となった。その内、ハイテク産業はコンピュータ産業の好調(同+2.1%)を映じて同1.0%増となり、6ヵ月連続の増加を続けている。自動車産業では同+1.2%増と先月まで4ヵ月続いた減少から反転を見せた。また、業種別の稼働率では、自動車産業の76.9%に対し、ハイテク産業では62.9%と稼働水準の低さが目立つが、これは、コンピュータ産業が82.7%と高い反面、通信機器が48.5%と下降を続けているためである。

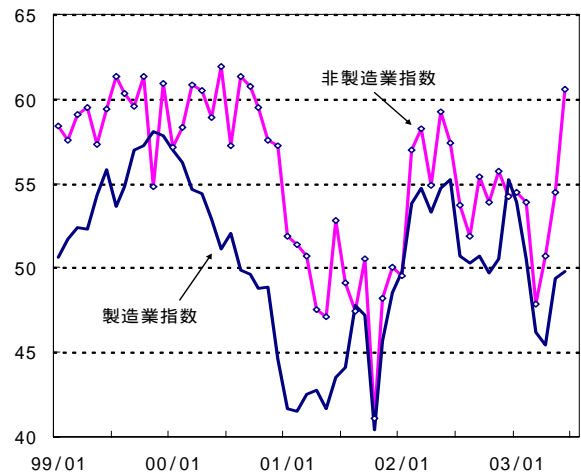
企業のセンチメントを示すISM指数は、6月の製造業指数が49.8と前月の49.4から若干の上昇となったものの、製造業の景気拡大・縮小の分かれ目となる50を4ヵ月連続で割込み、50超えを予想した市場の失望を招いた。一方、6月の非製造業のISM指数は60.6と前月の54.5から大幅に上昇し、2000年9月以来の60台乗せを果たした。3ヵ月連続で強い伸びを見せたこととなり、製造業と非製造業で明暗を分けた形である。ただし、製造業の構成指数を見ると、在庫指数が41.3と前月の46.1から低下したことが指数全体の上昇を抑制したものの、新規受注指数(51.9 52.2)、生産指数(51.5 52.9)等の主要な指数は堅調な推移を見せており、内容的には悪いものではなく、改善期待を次回に持ち越したと言えよう(図表4)。

(図表3)米国: 鋳工業生産・設備稼働率の推移



(資料)FRB

(図表4)米国: ISM指数の推移

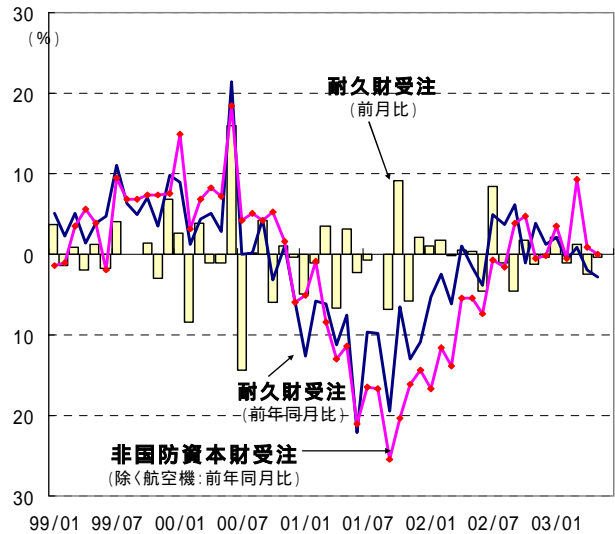


(資料)The Institute for Supply Management

耐久財受注は、停滞が続く

5月の製造業受注は前月比+0.4%増(4月は同 3.0%)と改善した。非耐久財受注は前月比+1.2%(4月は同 3.7%)と回復に転じたものの、耐久財受注は前月比0.4%減(4月は同 2.4%)と連月の減少となった。産業別の受注を見ると、輸送用機器等が前月比 1.9%減と連月のマイナスで、これを除いたベースの製造業受注は前月比+0.8%増となる。個別産業では、電子部品が同 40.7%増(前月 10.5%減)、産業機械が同 16.0%増(前月 29.5%減)と反転したのが目立った。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)は同 0.4%減と停滞し、前年同月比でも0.1%と再びマイナスに落ち込んでおり、受注面での停滞から、設備投資については急速な回復は難しいと思われる(図表5)。

(図表5)米国: 耐久財受注の推移(資料: 米国商務省)



失業率が、94年以来の水準に上昇

6月の失業率は6.4%と前月から0.3%上昇し、94/4以来の高水準となった。また、6月の雇用状況を見ると、非農業事業部門の雇用者数は前月比 3万人減と、5ヵ月連続の減少となった。生産部門では同 4万人減(製造業では同 5.6万人減)と2000年11月以来の減少が続いている

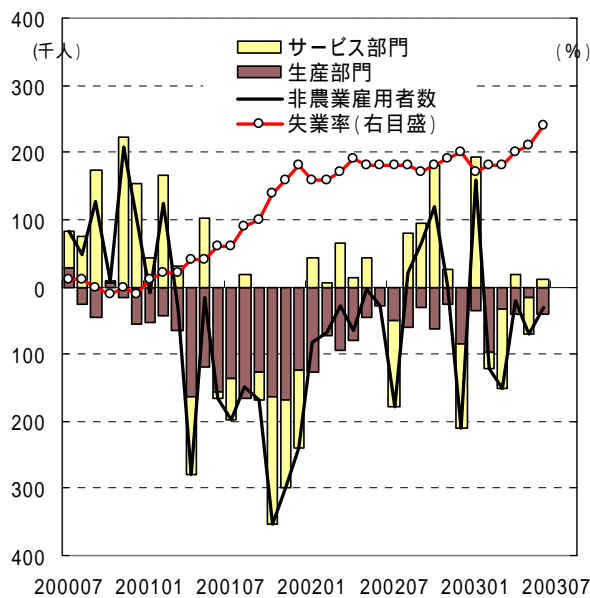
一方、サービス業では同+1万人増と5月の減少（5.4万人）から増加に転じた（図表6）。業種別に見ると、製造業ではコンピュータ産業の増加（+8千人）を除くと殆どの産業で減少となり、サービス業では、人材派遣業の増加（+3.8万人）、医療・ヘルスケアの増加（+3.5万人）等が目立った。3年間にわたり悪化を続けている製造業については、現在の需要不足に加え、生産コストの安い国に生産拠点を移す等の世界的規模でのアウトソーシングによる構造的な問題も指摘されている。

なお、6月の雇用統計については、悪化の半面、以下のような景気回復の兆しも窺える。

- ・失業率の増加は求職者の増加によるもので、夏期休暇による学生に加え、消費者マインドや株高を見て景気回復を感じ取った人の求職増によるものと思われる。
- ・雇用減は続いているが、サービス業で増加に転じ全体の減少ペースも縮小しつつある。また、正職員増加の前触れと言える人材派遣業の連月の雇用増が見られた。

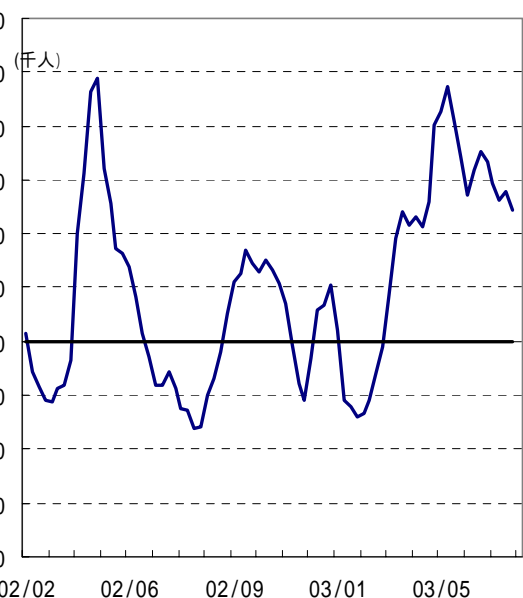
7/12に終わる週の新規失業保険申請件数（7/17発表分）は412千件と前週より29千件減少し、4週移動平均では424千件となった。しかし、22週連続で雇用の悪化の分かれ目とされる40万件を越えており、92年7月まで続いた雇用悪化の時期以来の記録を更新している。雇用の急速な回復は見込みにくい状況と言えよう（図表7）。なお、スノー財務長官は下半期の成長は3%以上を見込んでいるが、失業率が6%を下回するには4%程度の成長が必要だと述べている。

（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）新規失業保険申請件数(4週移動平均)



（資料）米国労働省

< 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

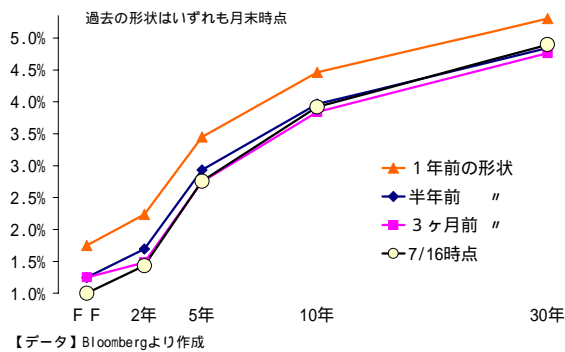
米国金融市場では、政策発動に伴う年後半の景気回復期待を背景に株高が続き、6月半ばにダウ工業株が9300ドル台まで上昇した。その後、一部企業が第2四半期の業績見通しを下方修正したこともあり、ややポジション調整的な売りが出たものの、根強い景気回復期待から下値も限られた。とりわけ、テクノロジー関連銘柄に対する業績改善期待が強い分、NASDAQ指数は小幅調整した後、再び年初来高値を更新する水準まで反発した。

こうした株価の堅調さに加え、6/24-25に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ幅が25bpにとどまったことへの債券失望売りや、社債発行に伴うヘッジ売りなどを背景に、6月末には長期金利（10年国債）が3.7%台まで上昇した。更に、7/15に行われた議会証言で、グリーンズパン FRB 議長が国債買入れなど非伝統的手段を使った金融緩和に対し否定的な見解を述べると、長期金利は1日で30bpも急騰し、10年国債が一時4月以来となる4%台を付けた。

前傾姿勢に拍車がかかる米国金融市場

米国金融市場では、政策効果（金融緩和+減税）への根強い期待を背景に株価が上昇しており、長期金利の低下局面はもはや終了したとの見方が優勢となっている。その結果、10年国債利回り

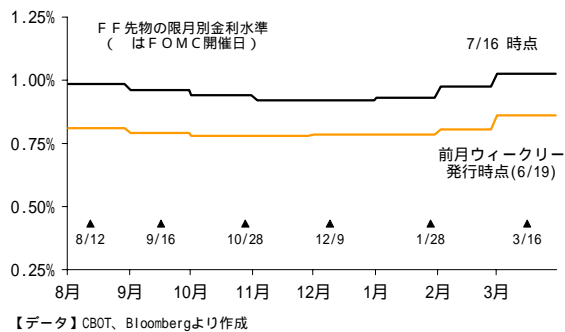
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化

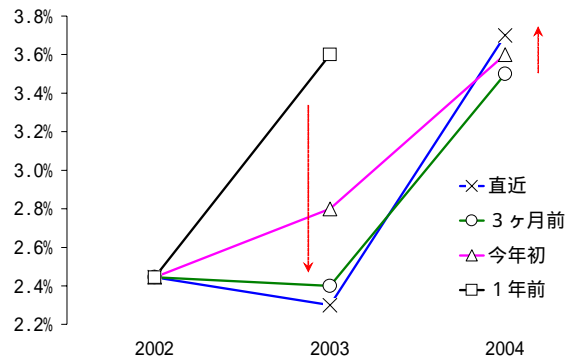


は4%まで上昇し、2-10年で見えた長短利回り格差は250bp超にまで拡大している。米国の成長率が年後半には潜在成長率並みの水準まで回復し、2004年以降もその水準が維持されるとの見方が、その背景にある。2003年通年の成長率予測が下方修正されている点を考慮すれば、米国金融市場は年後半から来年の回復過程を織込みに行く「前傾姿勢」が、ここにきてますます顕著になってきていることが分かる。たしかに、政策効果によって成長率が押し上げられる可能性は高いし、今後発表される経済指標によってそれが確認されるにつれ、株高が一段と進展し、長期金利があと数十bp上昇してもおかしくはないだろう。

しかし、こうした株高・金利高の持続性については、依然疑問が残るところだ。まず、非常に単純であるが、株価収益率（PER）を使って株価の割安/割高を見た場合（S&P500における予想ベースのPERを使用）、PERは96年末以降の「根拠なき熱狂」の領域に入りつつあり、これ以上の株価上昇は割高感の増大につながるものと思われる。また、インフレ期待が強まりにくい状況ではグリーンズパンFRB議長の証言通り、政策金利は現水準で維持され続けると思われ、短期金利が据え置かれる中で長短利回り格差が250bpを超えている現状は、イールドカーブ形状の観点から見れば、長期金利が割安であると思われる。

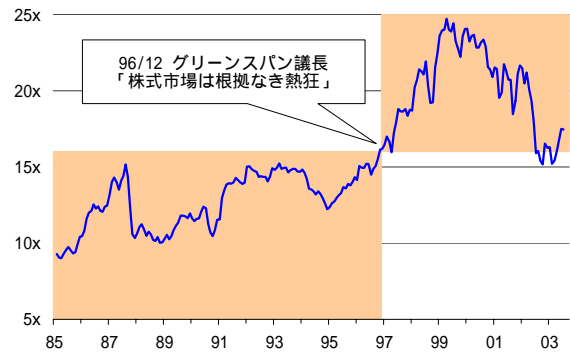
市場は、昨年前半も翌年（2003年）の米国経済を潜在成長率並みに想定し、株高・長期金利上昇が演出された。今回は昨年のようなリスク要因（イラク問題、不正会計問題）が出現する兆候が見られない分、大幅な下振れは想定しづらいものの、仮に設備投資回復が緩慢にとどまるなど、政策効果一巡後の米経済が期待された水準を下回る成長パスを描くことになれば、2004年の成長率が下方修正されることになり、過度の「前傾姿勢」にある米国金融市場は、一旦織り込んだ薔薇色シナリオを修正せざるを得なくなる。その結果、割高な株価の修正と長期金利の低下が再来する場面が訪れてもおかしくはないだろう。

成長率のコンセンサスの変化



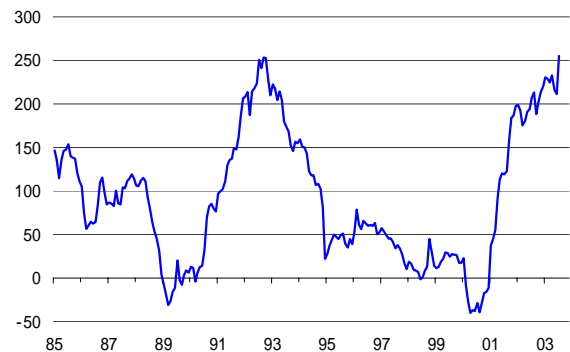
【データ】ブルーチップ

株価収益率（S&P500、予想PERベース）



【データ】Datastream、IBES、S&P

長短利回り格差（国債、2-10年ベース）



【データ】FRB

< 欧州経済の動き～政策スタンスに変化の兆し～ >

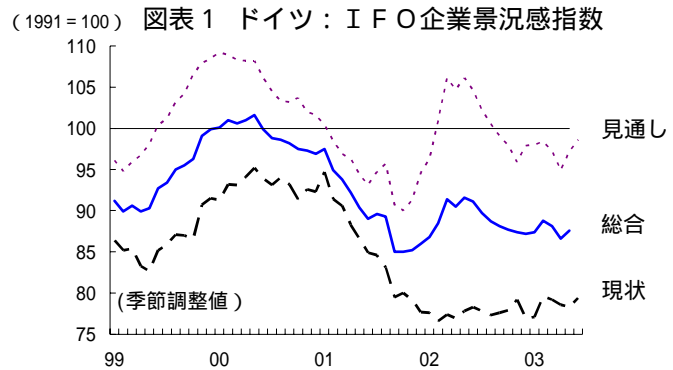
(担当：伊藤)

マインド面に改善の兆しが見られるがなお微弱

ユーロ圏経済は金融緩和や米国景気回復への期待感からマインドはわずかに改善しているが、2002年初からのユーロ高の累積的影響が今後さらに増幅することで、当面、需要は抑制された状況が続くと見られる。欧州委員会が先行指標をベースに月次で作成している短期予測も、前月に続き、4～6月期、7～9月期ともに前期比0～0.4%成長を予測、横ばい圏での推移が続くとの見通しが維持された。

(ドイツ経済の低迷は持続、構造改革がさらに景気を下押しする可能性も)

ドイツではI f o指数(図表1)やZ E W指数など企業や機関投資家の景況感は改善、6月の失業率もおよそ2年振りに前月を下回った。しかし、他方で、生産は3カ月連続の前月割れ、先行指標の受注が5月に大きく落ち込みを見せていることから、景気が回復に向かいつつあるとの判断は時期尚早であろう。



ドイツ経済の低迷は欧州統合の進展によるユーロ圏内の低所得国や中東欧への生産移転によって増幅され、低迷からの脱却は単一金融政策と財政赤字の上限規定によるマクロ政策面での自由度低下によって困難となった面があるⁱ。現在、ドイツでは、欧州統合の不可逆的な流れの中で、より生産性が高い分野に生産要素のシフトを促し、経済の再生を目指す構造改革が進められている。とくに労働市場の改革は、2002年10月に発足した第二次シュローダー政権の最優先課題と位置付けられ、年初から公共職業安定所のマッチング機能向上等に関する法律が施行されたほか、就業インセンティブの拡大と歳出削減のための雇用保険給付期間見直し、雇用創出の障害となっている解雇規制の緩和などの措置が盛り込まれた構造改革計画「アジェンダ2010」も実行に移されようとしている(図表2)。

政策運営はスパイラル的悪化の回避に軸足を移す方向

ドイツ経済は、世界経済の見通しの下振れや、ユーロ高による景気下押し効果に加えて、構造改革の進展によってデフレ圧力が加わることで、一段と悪化するおそれもある。統合の進展により域内の貿易・投資関係が深化したことで、ドイツ経済のスパイラル的な悪化がユーロ圏内や中東欧へと波及するリスクは高まっていると考えられる。

図表2 ドイツ：与党SPDが承認した構造改革案「アジェンダ2010」の骨子

雇用	雇用保険給付期間短縮	現行 改革案	45歳以上は18カ月、45歳以上は年齢上昇とともに32カ月まで延長 55歳未満は最長12カ月、55歳以上は最長18カ月
	解雇規制（「解約告知 保護法」）適用緩和	現行 改革案	従業員5人までの零細企業が「解約告知保護法」の適用対象外 期限付き雇用で5人を超えても引き続き対象外とする
	解雇の迅速化	改革案	示談金受取りと裁判所への提訴の選択権を付与
	整理解雇対象の 選択基準の変更	現行 改革案	若年層の「社会的選択」での位置づけが低く、整理解雇対象となる 要件を「勤続年数」、「年齢」、「労働者の扶養義務」に限定 若年労働者についても業績を上げたものは維持することができる
	雇用保険給付金の 財源見直し	現行 改革案	地方政府が負担 地方政府と連邦政府が共同負担
	職業訓練		若年層に対する職業訓練機会の増大
	雇用創出のための 低利貸付制度		復興金融公庫（KfW）による住宅改築、自治体によるインフラ整備 資金貸出（総額150億ユーロ）
その他 社会保障	医療保険		公的医療保険に対する民間医療保険の補完機能を高める
	年金		2011年から年金の給付水準引き下げ（2011年～） 給付開始年齢の引上げ（65歳→67歳、2011年～）
税制			2004、2005年の税制改革の実施（個人の税負担の緩和）
マイスター制度の改正			対象業種の3分の2について無資格の開業を許可

悪循環を未然に防止するために、当面は単一金融政策はドイツのデフレ回避に軸足を置き、財政面では財政赤字3%というルールを弾力的に運用することで政策スタンスが望まれる。こうした要請の強まりを受けて、政策スタンスの修正も具体化しつつある。

（ ECBは政策金利を当面据え置き姿勢を示すも、秋口以降、追加利下げの可能性 ）

金融政策面では、5月8日に発表された欧州中央銀行(ECB)の金融政策戦略の新方針で、物価安定の定義の変更や政策判断の二本柱の序列を入れ替えたことⁱⁱや、6月になされた50bpの大幅な利下げはデフレーション警戒への姿勢の転換と捉えることができるだろう。

ECBは7月10日の理事会で政策金利を2.0%で据え置き、当面政策金利を据え置く姿勢を示した。ECBはデフレリスクを否定し、構造改革の断行を求めるスタンスではあるが、インフレ率の低下でもう一段の利下げの余地が生まれる秋以降、追加利下げが実施される可能性は高いと考えられる。

（ ドイツでは所得税減税の前倒し実施を決定 ）

財政面でも、ドイツで構造改革の痛みを緩和するため、99年以降3段階で実施されてきた所得税減税の残る2段階のプロセスを2004年に実施する方針が固まった。今年初実施が予定されていたが、財政赤字削減のために1年延期された部分の実行と、2005年実施予定分を前倒しするもので、減税総額は合計226億ユーロ、GDPの1.1%に相当する。

ドイツの財政赤字は2002年にGDP比で3.6%と上限の3%を突破、2003年も景気低迷による税収不足で上限を突破する可能性は高い。2004年に減税を実施した場合、想定通り景気が速やかに浮揚しなければ、3年連続で赤字が上限を突破するというリスクが存在する。

財政健全化規定の運営の実務を担う欧州委員会のソルベス委員は、「相応の歳出抑制を講じる」留保条件付きで、ドイツの2004年予算案を容認する姿勢を明らかにしている。同委員は、同時に「3年連続の上限突破は健全化規定と相容れない」ことも明言しているが、構造改革断行の姿勢が貫かれている限り、結果としてドイツの財政赤字が上限突破しても、成長安定協定に規定さ

れた深刻な景気後退の場合には例外とするとの条項を適用する、 欧州委員会が昨年 11 月の運営弾力化のための提案で示した（景気循環的要因を除去した）構造的な財政赤字の削減努力を評価する、 政府債務残高についてはおおむね上限のレベルにある（GDP 比 60% に対して、ドイツは 60.8%）ことなどを理由に「制裁措置」が回避される余地が生まれるものと考えられる。

ドイツの減税は、社会保障給付削減などの措置によって効果は減殺されるであろうが、景気のスパイラル的悪化を回避するための政策として重要である。また、成長安定協定の柔軟解釈具体化への一歩としても注目される動きである。

（ EU 議長国のイタリアは財政赤字上限に抵触しないインフラ投資促進計画を提案 ）

財政健全化規定の枠内で経済を活性化させるためのもう 1 つの流れは、2003 年 7 ~ 12 月期の EU 議長国となったイタリアが提案した欧州横断ネットワーク（TENs）計画などインフラ計画を政府財政に負担をかけることなく推進しようという動きである。

TENs は、EU 単一市場内でのヒト、モノの流れの障壁となっている地理的条件を克服するための交通網などの整備計画であり、資金調達難などの理由から遅延していた計画を財政赤字上限に抵触しないかたちで梃子入れすることが提案の目的である。100 以上にのぼる TENs 全案件の遂行には 2020 年までに総額 6,000 億ユーロが必要とされるが、その中で優先すべきプロジェクト（総額 2,350 億ユーロ 22 件）を選定、その推進にあたってはパブリック・プライベート・パートナーシップ（PPP）の一形態である PFI（民間資金による社会資本整備）を積極活用し、政府保証を付与することでファイナンスを円滑化しようというものである。

細部の決定は 10 月の欧州理事会が目処となることや、投資採算性の観点からプロジェクトを慎重に選ぶ必要があることで対象が自ずと絞られるために、当面の景気浮揚効果を期待するものではない。また、EU 主要国の財政を巡る問題の本質は公共投資ではなく、社会保障制度の改革であり、これらが急務とされている状況は変わらない。しかしながら、2004 年 5 月の EU 加盟が予定されている中東欧諸国など多額の財政赤字とインフラのボトルネックという問題を抱えている国々にとっては(図表 3)、財政の健全化とインフラ投資を両立しうる有効な方策となる可能性がある。

図表 3 ユーロ参加条件と新規加盟国の現状

	政府 債務残高	財政収支	物価
EU15	62.7	1.9	2.3
ユーロ圏	69.2	2.2	2.4
新規加盟予定国平均	38.1	5.3	2.7
チェコ	25.0	6.5	1.4
ハンガリー	54.2	9.1	5.3
ポーランド	43.3	4.2	1.9
ユーロ参加条件	60.0	3.0	3.1

(注) 政府債務残高：2002年末、新規加盟国は2002年計画
物価：2003年3月、新規加盟国は2002年実績
ユーロ参加条件の物価は2003年3月時点
他に長期金利、為替の安定に関わる項目がある

(資料) 欧州委員会, "Eurostat", "Main results of the April 2002 fiscal notification presented by the candidate countries", Nov 2002
"Economic forecast for the candidate countries", April 2003

i 詳細はニッセイ基礎研 REPORT 2003 年 8 月号「低迷するドイツ経済 - 欧州統合の深化・拡大との関わりについて -」(7月 25 日発行予定)をご参照下さい。

ii 内容については Weekly エコノミスト・レター 2003.5.23 号をご参照下さい。