

# 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

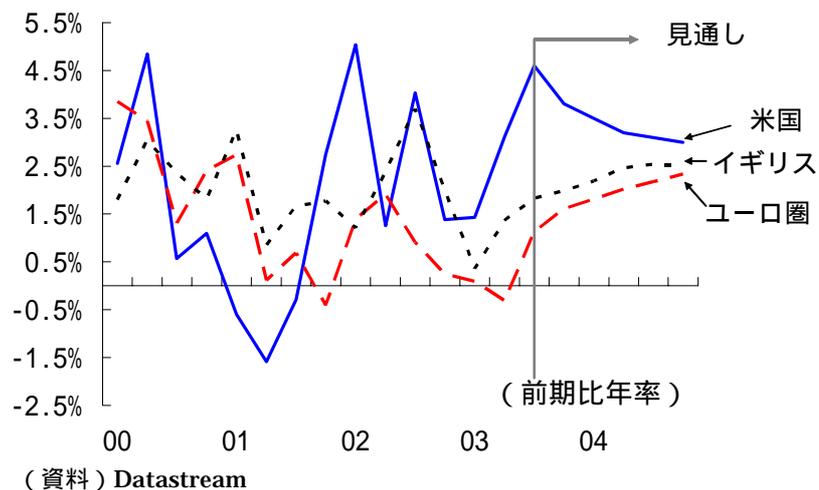
### < 米国経済見通し・今後の米国金融市場 >

1. 米国経済は、減税効果を得た消費支出を中心に堅調な回復局面にある。ただし、雇用の回復が遅れていることから、ジョブレスリカバリーの様相を呈しており、景気の持続性についての懸念も根強い。2003年の成長率は2.6%、2004年は3.5%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、当面の想定フェアバリューを3%半ば～4%近辺とした。なお、当面は米国経済が循環的な回復を続ける分、想定したフェアバリューの上限（4%）近辺での推移を続ける可能性が高いだろう。

### < 欧州経済見通し >

1. 2003年のユーロ圏の成長率は、年前半の景気停滞で0.5%に留まるが、2004年にかけて輸出環境の好転とユーロ高修正による外需の改善で景気は緩やかに持ち直す見込みである。
2. イギリスの成長率は、外部環境の改善による輸出・生産の回復、個人消費の堅調、公的需の下支えにより、2003年の1.7%から2004年は2.2%に回復する見込みである。

米国、ユーロ圏、イギリスの成長率



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] ~ 成長率は回復するも、ジョブレスリカバリーの様相

米国経済は、急速な回復を見せている。4-6月期は、活発な消費と国防支出増、これまで足を引っ張ってきた設備投資が年率8%と増加に転じたこと、等により実質GDPは前期比年率3.1% (2.4%から上方修正)となった。なかでも景気を牽引しているのは、やはり個人消費である。今年の個人消費は、イラク戦争、雇用情勢の悪化、ガソリン価格の上昇等の逆風にもかかわらず、米国景気を支えてきたが、最近の景気好転の動きの中で一段と活発な動きを見せている。このような消費支出好調の主要因には、減税効果と、金利低下による住宅ローンのリファイナンス等が挙げられる。7-9月期も、追加減税策の実施による堅調な消費が成長率を押し上げよう。特に、予想される自動車販売の急増は、今期GDPの上振れ要因となる可能性が強いが、半面、10-12月期以降の在庫積み増し要因でもある。また、4-6月期に急増した国防支出は、当面、高水準の支出が続くこととなる見込みで、ブッシュ大統領は、イラク・アフガン関連について追加の予算措置を求めている。さらに、来年1-3月期には減税によるリファンドが消費を支えると見られ、当面の景気は堅調な推移を辿るものと思われる。

一方、雇用の回復は鈍い。減税の狙いは、経済を成長軌道に乗せ、雇用の改善を図ることにあったが、成長率の上昇にもかかわらず雇用者減が続いており、ジョブレスリカバリーの様相を呈している。減税効果は当面の一時的なものであり、長期金利の反転上昇でリファイナンスは急速に縮小している。持続的な成長軌道に乗せるためには、雇用状況の改善による個人所得の増加が前提となる。ブッシュ政権では一層の雇用対策強化を表明し、FRBも今月の連邦公開市場委員会でデフレ懸念と雇用環境の悪化に配慮し、相当期間の金利据え置きを決定している。今回の改定見通しでは、雇用回復が先送りされた状況で景気持続性への懸念は残されているものの、足元の堅調な景気動向に基づいて、2003年の成長率を2.6%、2004年を3.5%と上方修正した。

なお、9.11テロ事件から2年経つが、その後のアフガン・イラク進攻を考慮すると、この事件が米国の政治のみならず経済へ与えた影響の大きさがいまさらながら実感される。現状においても、軍事費が4-6月期GDPを押し上げ、ブッシュ政権の870億ドルの予算要求により、今後の財政赤字拡大に拍車をかける恐れが高まる等、その直接的な影響が続いている。また、経営者へのアンケートでも、テロ事件再発は、最大の懸念事項として挙げられており、大胆な設備投資や雇用増加に踏み切れない足枷となっているのかもしれない。足元の強い景気回復にもかかわらず、なお、景気回復の持続性への懐疑的な見方が根強い遠因とも言えよう。テロ事件の再発は、依然、見通しの最大のリスク要因と言えよう。

(図表1) 米国経済の見通し

		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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.4	2.6	3.5	1.4	3.1	4.6	3.8	3.5	3.2	3.1	3.0
個人消費	"、%	3.1	3.0	3.4	2.0	3.8	5.3	3.0	3.2	3.0	2.9	2.8
設備投資	"、%	5.7	1.6	7.6	4.4	8.0	5.1	8.5	7.6	8.0	7.1	9.1
在庫投資	寄与度	0.6	0.1	0.4	0.8	0.9	0.5	0.7	0.6	0.4	0.4	0.2
純輸出	"	0.7	0.5	0.4	0.8	1.2	0.2	0.3	0.5	0.2	0.1	0.4
消費者物価	前年同期比、%	1.6	2.3	1.3	2.9	2.2	2.2	1.9	1.1	1.3	1.3	1.6
失業率	平均、%	5.8	6.0	5.9	5.8	6.2	6.1	6.0	6.0	5.9	5.9	5.8

(資料)実績は米国商務省、労働省。

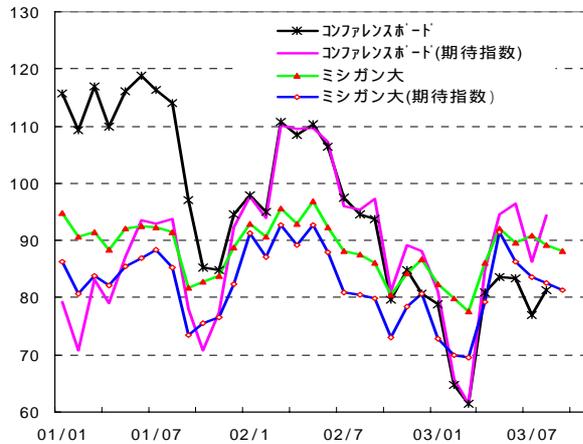
〔消費支出の動向〕

**消費者信頼感指数は一服ながら、8月小売売上高は、ほぼ堅調な推移**

米国の消費者信頼感指数は、イラク戦争の収束後は、急速な回復に転じたものの、最近ではやや一服状態にある。9/12発表のミシガン大学指数(9月速報値)は88.2と2ヵ月連続で下落し、コンファレンスボード指数も8月は81.3と前月比では回復したが、5月の83.6をピークに一進一退の動きにとどまっている(図表2)。

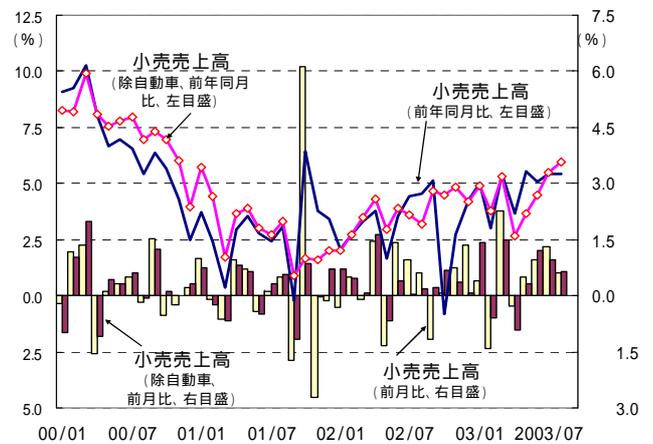
8月の小売売上高は前月比+0.6%増、変動幅の大きい自動車販売店除きでは前月比+0.7%増となった。市場予想では前月比で+1.5%増と高かったことから期待はずれとの見方もあるが、自動車販売店除きの予想は+0.8%増であり、自動車販売店(前月比+0.5%増)を除くとほぼ予想通りの堅調な推移と言える(図表3)。自動車以外の内訳を見ると、電気器具販売が前月比1.4%増、ガソリンスタンドが同2.7%増と続伸するなど、全般堅調な推移の中、衣料品が同1.4%減と低下した。なお、前年同月比ベースでは、自動車販売店除きで+6.0%増と2000/11以来の水準となっており、小売売上高の堅調な回復を示している。

(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



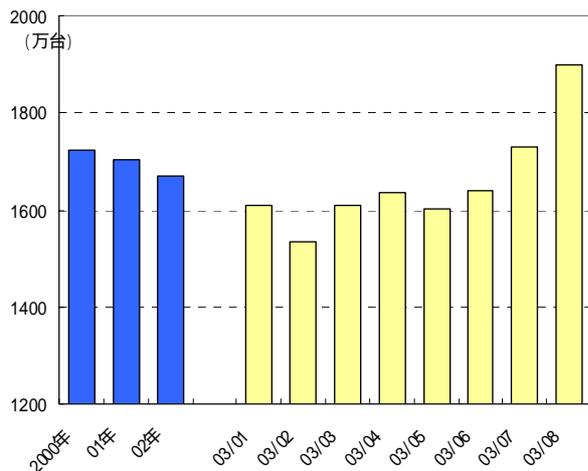
(資料)米国商務省

## 自動車販売は、7 - 9 月期 GDP の上振れ要因

8月の小売売上高では、全般堅調な中で自動車販売は前月比+0.5%増に留まったが、自動車販売が7-9月期GDPの上振れ要因となる可能性は高い。自動車販売は年初に不振であったこともあり、期を追う毎にインセンティブ販売が強められている。このため、8月の自動車販売は年率1900万台と7月(同1730万台)から急増し、2001年10月以来の高水準を記録した。

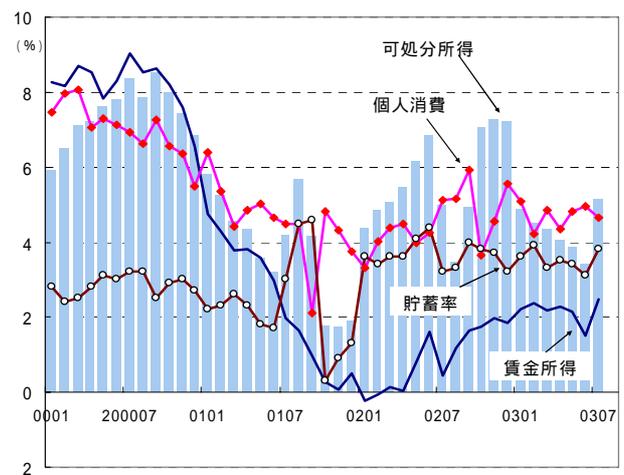
また、9月は、2004年モデルの新発売の時期にあたり、旧モデルの在庫一層セールとともに、インセンティブ販売が一層強まる時期でもある。中でも8月に米国No3のマーケットシェアをトヨタに奪われたダイムラー・クライスラー社では、これまでのGM社追随を止めて、より積極的なインセンティブ販売を行うとし、2004年モデルを含めた10月末までのインセンティブ販売を発表した。これに対してGM社でも、2003年モデルの一扫を狙った9月末までの多額のキャッシュバックとゼロ金利ローン販売を発表した。このため、4-6月期GDPを押し上げた自動車販売は、7-9月期もGDPの上振れ要因となる可能性を高めつつある。

(図表4)米国:自動車販売の推移(年率)



(資料)米国商務省他

(図表5)米国:可処分所得の推移(前年同月比、%)



(資料)米国商務省

## 減税効果により、当面、消費は堅調に推移か

こうした活発な消費は、減税効果に支えられたものである。賃金所得の推移を見ると2000年までは高い伸び率で消費支出を牽引してきたが、2001年のリセッション期にかけて急速な落ち込みを見せ、現在は前年同月比2%前後の低い伸び率に留まる。一方、可処分所得の伸び率は、2001年半ばの減税実施以前は賃金所得と同様な推移を見せていたが、減税実施以降は賃金の伸びを相当上回っている。リセッション時に一時落ち込んだ消費支出の伸びは、可処分所得の回復に支えられた格好である。なお、本年7月からの追加減税策の実施により、7月の可処分所得は再び増加の動きを強めた。また、2004年初には今年の上半期減税分のリファンドがある。減税に伴う可処分所得の押し上げ要因が続くことから、当面の消費支出は堅調に推移すると見られる(図表5)。

ただし、今回の減税策は、配当二重課税の減税を除くと、大まかに言えば、将来の段階的減税策を盛り込んだ 2001 年減税法を 2003・4 年に前倒しするものである。このため、持続的な経済成長を図るためには、減税効果の薄れる以前に雇用の回復を図り、賃金所得の回復を図っておく必要がある。

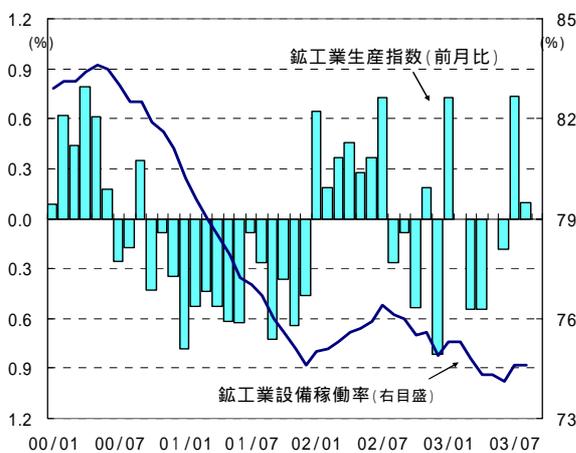
〔設備投資の動向〕

**4 - 6 月期設備投資は回復を見せるも、本格回復にはなお時期尚早**

4-6 月期設備投資は、前期比年率で 8.0%と 1-3 月期の同 4.4%減から急速な改善を見せ、4-6 月期実質 GDP (同+3.1%) への寄与度は 0.8%に達した。設備投資の回復には、生産が伸長し稼働率水準が高まることが前提となるが、鉱工業生産・稼働率とも依然として力強さは見られず、7 月に前月比+0.7%増と急伸した鉱工業生産は 8 月は+0.1%増に留まり、8 月の設備稼働率は 74.6 と前月比横ばいとなった(図表 6)。

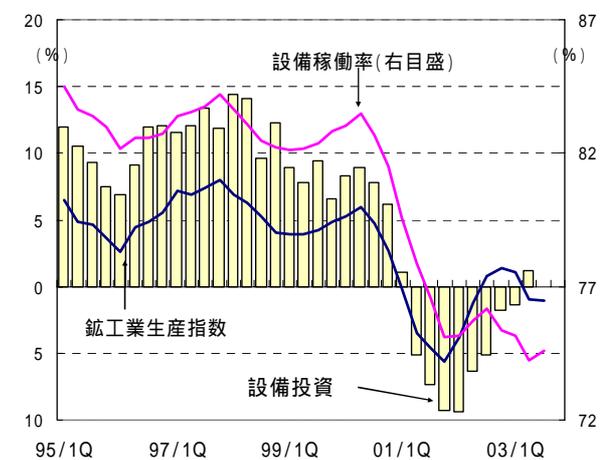
より長期的に四半期データを見ると、4-6 月期に設備投資が前年同期比で 1.2%増と 9 四半期振りにプラスに転じたものの、鉱工業生産・設備稼働率とも 2003 年に入って以降、調整的な動きに留まっている(図表 7)。生産・稼働率の回復のない中では、設備投資が回復しているといっても更新投資に限定的され、能力増を伴った力強い設備投資は期待できない。当面の設備投資の伸び率も抑制気味の推移と見込まれる。

(図表 6) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表 7) 設備投資と生産・稼働率の推移(四半期)



(資料) 米国商務省、FRB、前年同期比、%

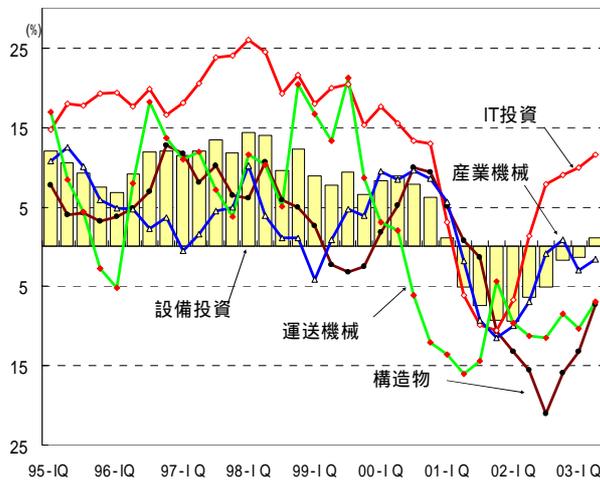
**IT 投資も、かつての勢いは望めない状況**

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 投資の急速な回復が設備投資全体を牽引している。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、リセッション期にはマイナス成長が続いていたが、元来、設備更新の期間が短いことが指摘されており、昨年 4-6 月期には前年同期比でプラスに転じ、その後も上伸を見せている。しかし、能力増投資に関わりの強い構造物投資等の落込みは大きく、IT 投資

とは対照的に設備投資の足を引張る構図が続いている。構造物投資等の主要な設備投資が軒並みマイナスを示す中では、設備投資の回復も限定的なものとならざるを得ない。設備投資の本格的な回復は、鉱工業生産・稼働率が高水準の回復を果たし、IT投資を中心とした更新投資に能力増投資が加わってからであろうことから、暫く先送りされそうである(図表 8)。

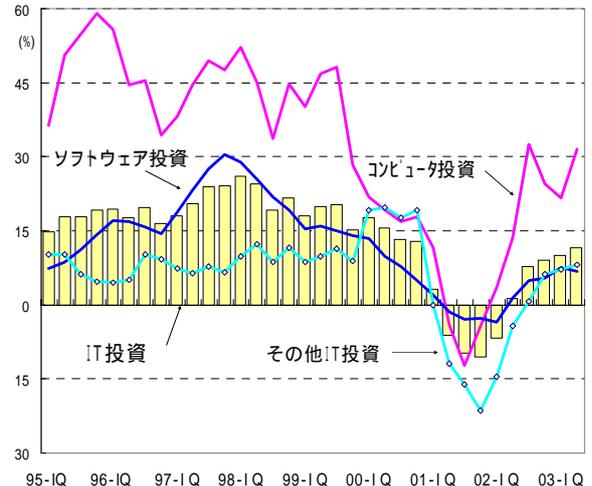
なお、IT投資の内訳を見ると、コンピュータ投資の急速な回復が見られるものの、それ以外の投資の伸びは低い。特に、その他のIT投資に含まれる情報通信機器等についてはストック調整が長引いており、稼働率も50.2%(8月)とコンピュータ部門の81.5%に対して落差が大きく、IT投資の足を引張る状況が続いている。こうした中では、90年代後半に見せたようなIT投資の高い伸びは望めず、当面、IT投資に頼った設備投資全体の伸び率にも高い数字は期待できない(図表 9)。

(図表 8)米国:設備投資の内訳推移(前年同期比、%)



(資料) 米国商務省

(図表 9)米国:IT投資の内訳(前年同期比、%)



(資料) 米国商務省

〔雇用問題〕

**ジョブレスリカバリーは、当面、最大の懸念材料**

8月の失業率は6.1%と前月(6.2%)から低下した。失業率は6月の6.4%をピークに低下の動きを見せているが、6月が94年以来の高水準だったことを考えれば、若干、低下した状態に過ぎず、5ヵ月連続で6%台の推移が続いている。一方、非農業事業部門の雇用者数は前月比9.3万人減と今年3月以来最大の減少幅で、7ヵ月連続の減少となった。内訳を見ると、生産部門は同2.6万人減と2000/11以降の減少が続く中、8月はサービス部門でも同6.7万人減と減少に転じ、全体の雇用減少幅を悪化させた(図表 10)。

減税効果によって押し上げられている可処分所得の伸び(図表 5 参照)は、いずれ賃金所得の伸びに収束していくと見られる。従って、賃金所得の決定要因である雇用減少が続けば、賃金上昇率が低下し、労働時間は過去最低水準(8月週平均33.6時間)にあることから、賃金所得の回復は望めず、減税効果の剥落後は消費支出の伸び率低下に繋がることとなろう。このため、

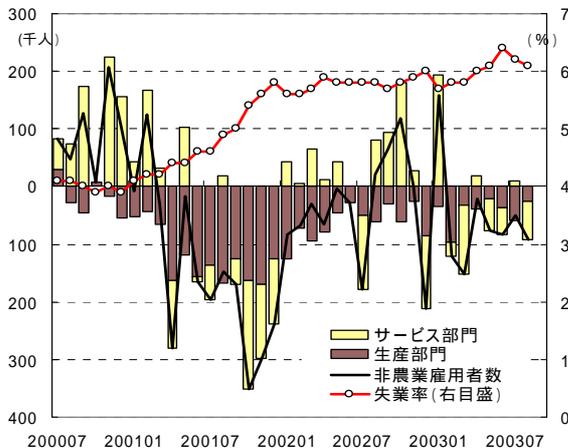
持続的な成長には雇用の回復が前提となる(図表 11)。

雇用問題は、大統領選を翌年に控えたブッシュ政権にとっても最重要の課題であるが、最近の経済指標が回復方向にある中で回復の遅れが顕著である。毎週発表される新規失業保険請求件数が雇用状況の改善の分かれ目とされる 40 万件を再び上回ってきたことから見ても(9/19 発表分の 4 週移動平均 41.1 万件)、直ぐに改善する状況にはなさそうである。現下の状況は、成長率回復の中で雇用の改善が見られないジョブレスリカバリーの様相を呈していると言えよう。

雇用の回復が遅れている理由としては、様々な見方があり、4-6 月期までの成長率が潜在成長率を下回るため、今後の成長率の上昇に伴って雇用も回復に向かう、との楽観的な見方もあるが、それ以外にも次のような要因が指摘されている。利益確保のためにコストカットと生産性の向上を優先し雇用抑制スタンスを取る企業経営者の保守的な考え方の存在、最近の更新投資中心の設備投資では成長率と生産性には寄与しても雇用増にはむしろマイナスになること、等である。

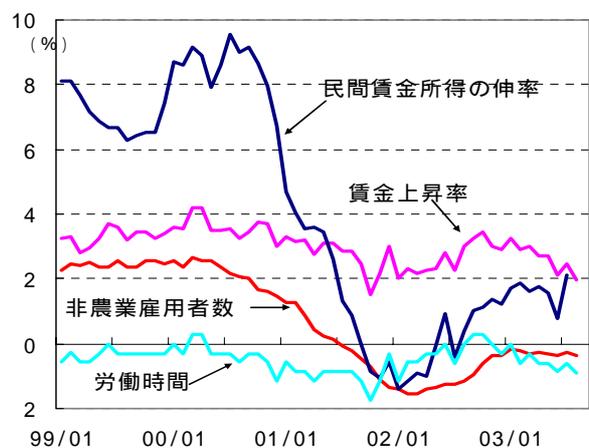
実際、FRBを始め多くの予測機関では、2004 年の成長率を 4 %前後としながらも雇用の改善幅は小さいと予測している。前回のジョブレスリカバリーといわれた 91 年のリセッション時でさえ 6%あった雇用増が、今回は未だ 1%の雇用減が続いていると試算されている。ブッシュ政権ではこうした状況の打破には 4 %を超える高い成長率が必要とする見方を示す一方、大統領自ら雇用対策に全力を挙げる考えを表明し、この問題への取り組みを一層強める姿勢である。

(図表 10) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表 11) 米国：雇用と賃金の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省

## < 今後の米国金融市場 >

(担当：熊谷)

### 長期金利シナリオ

長期金利の想定フェアバリューについては、前回見直し(6/20)で一旦下方修正したものを、前々回(3/20)の水準に戻すかたちで、10年国債金利で見て3%半ば～4%近辺との見方に変更した。

その主な理由として、インフレが起こりにくいとの見方は堅持しつつ、景気回復が続く中で「デフレへの警戒」が後退した分、長期金利が大幅に下振れする余地が狭まったと判断した点が挙げ

られる。なお、当面は景気が循環的回復を続けると思われることから、長期金利は今回想定したフェアバリューの上限(4%)近辺での推移となる可能性が高いだろう。

金融市場では6月にFRBが利下げ幅を25bpにとどめて以降、政策効果に伴う米国経済の大幅な回復を先取りするかたちで、世界的な株高と金利上昇が実現しており、米国債券市場でも我々の想定を大幅に上回る金利上昇となった。しかし、今後については、以下の要因から金利上昇圧力が軽減することが予想される(下の詳細については、7/18・8/22発行エコノミスト・レター参照)：

米国金融市場では、政策効果への強い期待を背景に、年後半以降の回復過程を織込みに行く「前傾姿勢」を強めた結果、景気回復の相当分を既に織込んだと思われること。

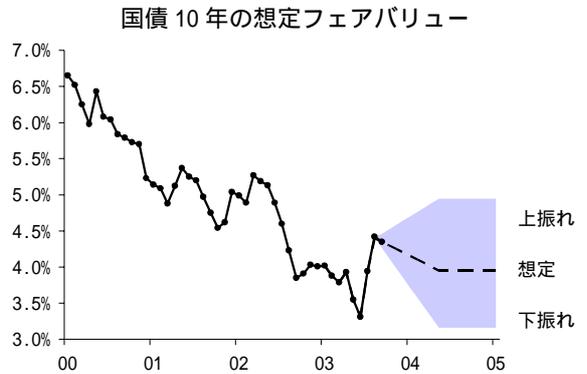
米金利は、来夏までに50bp近い利上げが実施されることを織込むかたちで上昇したが、現在FRBが発しているメッセージ(金利水準を「相当期間」維持する)から判断する限り、FFレートの誘導目標は当面1.00%で据え置かれることが見込まれ、金利先高感についてはやや先行し過ぎていると思われること。

MBSのデュレーションは、昨年前半以前の水準まで長期化が進んでおり、極端に短くなったデュレーションが金利上昇に伴い解消される局面はほぼ終了したこと、すなわちこれ以上一方的な金利上昇を引き起こす元凶となるリスクは小さくなったと思われること。

市場関係者の間では、政策効果によって世界的なデフレ圧力が克服されるとの根強い期待を背景に、米国でも「次は利上げ」との思惑が俄然強まっている。たしかに、循環的な景気回復局面にある中で、米国が早期にデフレ入りする可能性は低い。しかし、金融緩和下で中間財価格が上

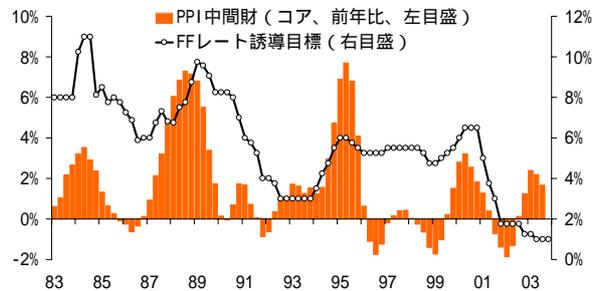
米国主要金利の見通し

	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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末(%)	1.25	1.00	1.00	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
国債10年金利	平均(%)	4.6	4.0	4.0	3.9	3.6	4.3	4.4	4.2	4.1	4.0	4.0



昇しているにもかかわらず最終物価が上昇の兆しを見せていないことから見ても、インフレが起こりにくい経済構造に依然変化はないと思われる。従って、FRBが早々に引き締めへ転じる可能性は低く、金利の本格上昇局面が既に始まったと判断するのは早計であろう。これ以上の大幅な米金利上昇を見込むのであれば、景気回復によるインフレリスクの顕在化よりも、むしろ巨額の「双子の赤字」を背景とした潜在的なファイナンスリスクの顕在化による、ドル下落・米金利上昇シナリオを描く方が現実的かもしれない、というのは言い過ぎだろうか。

中間財価格上昇もインフレには結びつかない

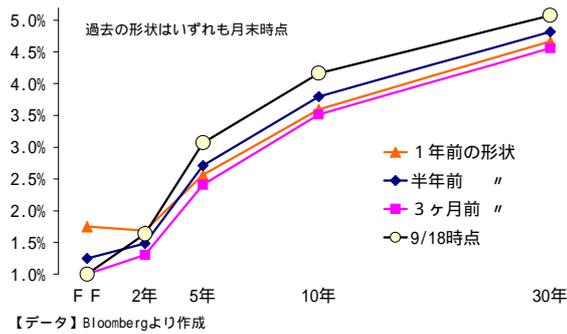


〔データ〕米労働省、FRB

### 最近の米国金融市場の動き

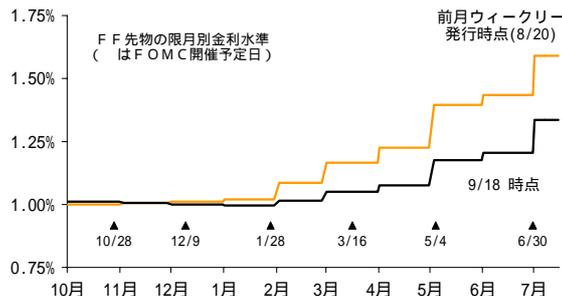
米国金融市場では、好調な個人消費を背景とした小売セクターや、景気回復に伴う設備投資の底打ち期待を背景としたテクノロジーセクターを中心に、8月末以降株高基調が強まり、9/18にはダウ工業株が9600ドル台、NASDAQ指数も1900ポイント台まで上昇した。債券市場では、こうした株高や企業マインドの改善を背景に、来年春先にも50bp程度の利上げが実施されるとの思惑から金利上昇圧力が増大し、10年国債利回りは4.6%台まで上昇した。しかし、FRB理事が早期利上げに否定的な発言を行ったこと（9/4）、8月雇用統計で米雇用環境に改善の兆しが見られなかったこと（9/5）、9月ミシガン大学消費者信頼感指数が予想外に下落したこと（9/12）などを背景に、利上げ期待が後退すると、イールドカーブは短中期ゾーン中心に下振れし、10年国債利回りは4.1%台まで低下した。

イールドカーブの変化



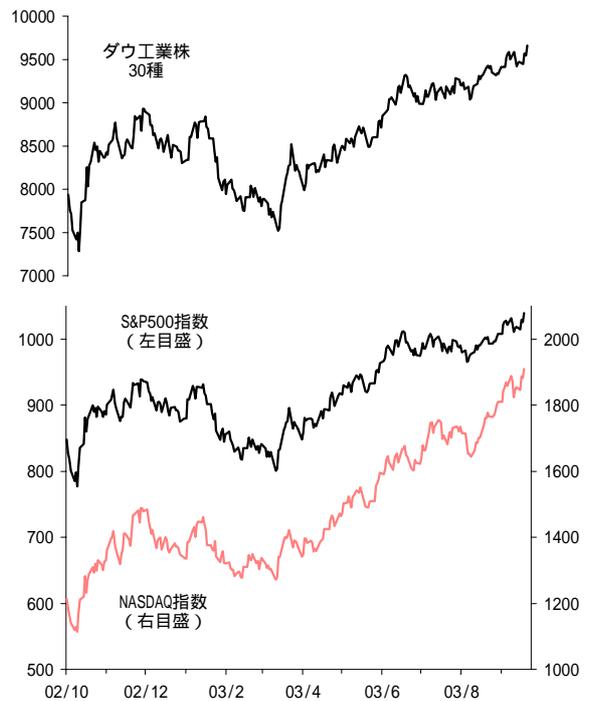
【データ】Bloombergより作成

市場の金利先高 / 先安観の変化



【データ】CBOT、Bloombergより作成

米主要株価の推移



【データ】Bloomberg

## < 欧州経済見通し >

(担当：伊藤)

### 概要

#### ユーロ圏

- ・ 2003年のユーロ圏の成長率は、年前半の景気停滞で0.5%に留まるが、2004年にかけて輸出環境の好転とユーロ高修正による外需の改善で景気は緩やかに持ち直す見込みである。

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)	(実)	(予)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	0.8	0.5	1.7	0.8	0.2	0.3	0.6	1.1	1.6	1.9	2.1	
内需	寄与度%	0.2	1.0	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	1.3	1.8	2.1	
	民間最終消費支出	前年比%	0.4	1.2	1.6	1.5	1.2	1.1	1.2	1.1	1.5	1.8	1.9
	固定資本形成	"	2.7	1.3	1.8	2.2	1.2	1.0	0.8	0.9	1.8	2.1	2.3
外需	寄与度%	0.7	0.6	0.2	0.5	0.9	0.6	0.2	0.2	0.4	0.1	0.0	
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.3	2.1	1.9	2.3	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	
失業率	%	8.4	8.9	8.8	8.7	8.8	8.9	8.9	8.9	8.9	8.8	8.8	
ECB市場介入金利	%	2.75	2.00	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	

(注) 政策金利は未値

#### イギリス

- ・ イギリスの成長率は、外部環境の改善による輸出・生産の回復、個人消費の堅調、公的需要の下支えにより、2003年の1.7%から2004年は2.2%に回復する見込みである。

図表 イギリス：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)	(実)	(予)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.9	1.7	2.2	2.1	1.8	1.4	1.4	1.8	2.1	2.3	2.4	
内需	寄与度%	3.0	3.1	3.1	2.8	4.3	3.3	2.1	3.2	2.6	3.2	3.2	
	民間最終消費支出	前年比%	3.7	3.1	2.8	3.1	3.4	3.1	2.7	3.1	2.5	2.8	2.9
	固定資本形成	"	1.0	0.3	2.7	1.3	1.4	0.7	0.3	1.6	2.9	3.1	3.3
外需	寄与度%	1.1	1.5	0.9	0.7	2.5	1.9	0.7	1.3	0.5	0.9	0.8	
消費者物価 (RPIX)	"	2.2	2.7	2.5	2.9	2.9	2.6	2.6	2.5	2.1	2.2	2.1	
失業率	%	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	
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

### 4～6月期はマイナス成長、7～9月期の一層の落ち込みは回避される見通し

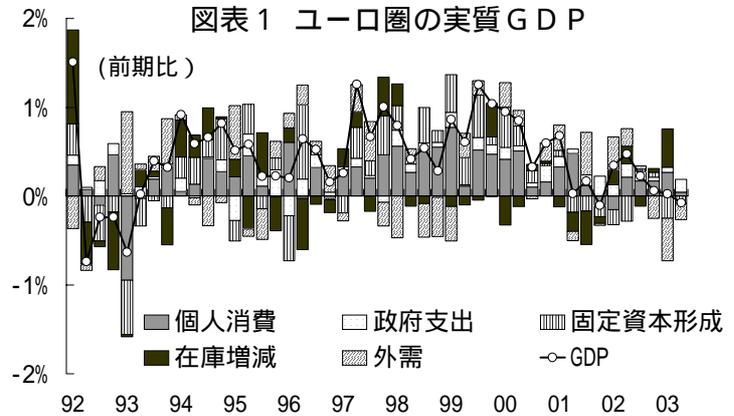
( 4～6月期はマイナス0.1%成長、主要国が総じて低迷 )

9日に4～6月期のユーロ圏GDP改定値が発表され、成長率が暫定値の前期比ゼロ成長から同マイナス0.1%へと下方修正された。

国別に見ると4～6月期にはユーロ圏12カ国中、ドイツ、フランス、イタリアの3大国のほか、オランダ、ベルギー、デンマークもマイナス成長となるなど主要国が総じて落ち込んだ。その中で、雇用情勢の趨勢的

な改善、実質低金利下で個人消費と住宅投資が盛り上がりを見せるスペインの成長率は、年初の所得税減税やインフラ投資計画の推進も加わり前期比0.7%と際立って高いものとなっている。

ユーロ圏全体では、外需と固定資本形成が前期に比べれば改善はしたものの引き続き成長を下押しする一方、消費の伸びが大きく鈍化、成長への寄与度では政府支出が最大という不況の構図が鮮明である(図表1)。



( 回復の持続力を巡る3つのリスク )

4～6月期の不振は、ユーロ高の影響で輸出の伸びが抑制された他、政策効果の剥落(フランス、イタリア)やストライキ等(ドイツ、フランス)の特殊要因も影響したものである。7～9月期については、ユーロ圏の製造業・サービス業の購買部協会(PMI)指数やドイツのIFOなど各国の企業景況感調査が生産の回復を示唆、生産・受注のデータにも下げ止まりの兆しが見られており、一層の落ち込みは回避される見通しだ。

ただし、回復のスピードや持続力については不確かな部分が多分に残されている。回復期待を支えている3つの要素、すなわち 米国経済の回復、ユーロ高の修正、ドイツ、フランスなどでの構造改革の前進と減税による景気下支えを組み合わせた財政運営のいずれかに狂いが生じた場合には、回復テンポは鈍いものとなるであろう。

とりわけ、 については、欧州委員会やEU財務相理事会(以下、ECOFIN)が、2004年のドイツ、フランスの予算案が3年連続の財政赤字の上限突破につながるリスクについて、ユーロ圏の財政規律を規定した「安定成長協定」に照らし合わせて、どのような判断を下し、その結果、どのような調整が加えられることになるかという点で、2004年を展望する上での焦点と考えられる。

## 注目されるドイツ、フランスの2004年度予算案を巡る財政規定の適用

( 過去、財政赤字削減「勧告」を受けた国はドイツ、フランス、ポルトガルの3ケース )

ユーロ参加国が財政の健全性を維持するため「安定成長協定」の規定は図表2のような内容となっている。図表2の1～2は過度の財政赤字の事前の予防のための規定であり、3～9が財政赤字が上限のGDP3%を超えた場合等の「財政赤字是正手続き」のプロセスである。

図表2 ユーロ圏の財政健全化に関わる規定と制裁措置発動のプロセス

1	加盟国は「過度の赤字」を出さない
2	欧州委員会は以下2つの基準により財政規律が守られているか検討 財政赤字の計画値と実績値が以下の場合を除き「基準値(*1)」を超えない (a) 比率が大幅かつ継続的に低下し、基準値に近い水準に到達している (b) 基準値を超える状態が例外的かつ一時的であり(*2)、基準値に近い水準に留まっている 政府債務残高の対GDP比が「基準値(*3)」を超えない
3	欧州委員会は加盟国が のいずれか一方ないし両方の条件を満たしていない場合、報告書を作成
4	EU経済財政委員会は報告書への意見を表明する
5	欧州委員会は「過度の赤字」の存在ないしその恐れがあると考えた場合、財務相理事会(ECOFIN)に意見を表明
6	ECOFINは欧州委の勧告に基づき、特定多数決により「過度の赤字」の存在を認定
7	ECOFINは「過度の赤字」が認定された加盟国に「勧告」し、具体的赤字の削減を要求
8	「勧告」に対する効果的な措置が実施されない場合、閣僚理事会は「警告」を発動
9	「警告」に対する効果的な措置が実施されない場合、「制裁(*4)」が発動

(\*1) 一般政府財政赤字の対名目GDP比：3%

(\*2) 実質GDP成長率がマイナス2%の場合は例外規定が適用されるが、マイナス0.75～2%の場合は例外かどうかをEU財務相理事会で判定、マイナス0.75%以上は例外と認めないと規定

(\*3) 一般政府債務残高の対名目GDP比：60%

(\*4) 過度の財政赤字が是正されるまで無利子の預託金が要求され、さらに超過が続く場合、2年後に罰金として没収

(資料) 欧州共同体設立条約ほか

図表3 欧州委員会による「安定成長協定」の運営改善への提案と実現のための方策の骨子

### 《 5つの提案 》

1	財政の基準値の判断においては景気循環を考慮する
2	景気変動要因を除いた構造的な財政赤字を毎年GDP比で0.5%ずつ削減し均衡ないし黒字化を目指す
3	加盟国が好況時に景気刺激型の財政緩和を行った場合、規定違反とみなす
4	大規模な構造改革に伴う小幅な赤字の拡大は財政均衡化ないし黒字化への取り組みがなされ、政府債務残高がGDPで60%を下回る場合には容認される
5	一般政府債務残高の基準値を重視する。大幅に基準を超過している国は削減計画の策定が求められ、未実行の場合は「過度の赤字」是正手続きの対象となる

### 《 4つの方策 》

1	加盟各国が安定成長協定の遵守の方針を再確認する
2	欧州委員会の経済財政政策分析機能を向上させる。特に財政の質に注目する
3	一般政府債務残高の基準値を早期是正措置を発動する際の基準として取り入れる
4	欧州委員会は加盟国の財政に関する年次報告だけでなく中期的な観点からの財政報告書もまとめる

過去、「財政赤字是正手続き」に基づいて「過度の赤字」が認定され（プロセス6）具体的な赤字の削減を求める「勧告」（プロセス7）が発動されたケースは、2001年のポルトガルの4.2%の赤字（2002年11月発動）2002年のドイツの3.5%の赤字とフランスの3.1%の赤字（2003年1月、2003年6月発動）の3つのケースがある。

（ポルトガル、ドイツの手続きは一時停止中、ドイツは来年「制裁」を受ける可能性も）

「勧告」に対して当該国政府が具体的措置を講じた場合、是正手続きは一時的に停止される規定となっており、ポルトガルの場合は、2002年に財政赤字を3%以下に抑制したこと、ドイツは2003年度予算案で優遇税制の見直しと歳出削減措置を盛り込んだことで、手続きは一時停止されている。

しかし、ドイツの場合、2003年も景気の低迷により赤字が4%近くに達する見通しであるほか、2004年も所得税減税の前倒し実施で上限を超える可能性が高まっていることから、手続きが再開され、2004年の実績評価で無利子の預託金<sup>(注)</sup>を積み立てる「制裁」が発動、さらに赤字が上限を超過する状況が続き、2005年に預託金が没収されることもあり得る。しかし、この間、赤字削減のための継続的な努力が講じられると予想されることから、「制裁」に至る可能性は高くはないと考えられる。

（注）預託金は固定部分の「GDPの0.2%」、変動部分の「実際の赤字の対GDP比と財政赤字上限（3%）の差の10%」を合計したものと規定されており、財政赤字が4%の場合はGDPの0.3%相当となる。

図表4 EU15か国の財政状況

	GDP 億ユーロ 2002年	政府 債務残高	財政収支	
		対GDP比 2002年	対GDP比	
			2001年	2002年
EU15	91,686	62.3	0.9	1.9
ユーロ圏	70,698	69.0	1.6	2.2
ベルギー	2,607	105.8	0.6	0.1
ドイツ	21,104	60.8	2.8	3.5
ギリシア	1,414	104.7	1.5	1.2
スペイン	6,962	53.8	0.3	0.1
フランス	15,208	59.0	1.5	3.1
アイルランド	1,293	32.4	0.9	0.2
イタリア	12,583	106.7	2.6	2.3
ルクセンブルグ	223	5.7	6.1	2.5
オランダ	4,446	52.4	0.0	1.6
オーストリア	2,166	67.3	0.3	0.2
ポルトガル	1,293	58.1	4.2	2.7
フィンランド	1,397	42.7	5.2	4.2
ユーロ 非参加国				
デンマーク	1,830	45.5	3.1	2.0
スウェーデン	2,554	52.7	4.5	1.3
英国	16,648	38.5	0.7	1.5
【 経済収斂条件 】				
経済収斂条件		60.0	3.0	

( フランスは10月のECOFINで「警告」を受ける可能性 )

6月に「勧告」を受け、10月3日までに具体的な赤字削減措置を求められているフランスについては、10月上旬のECOFINで初の「警告(プロセス8)」が発動される可能性が高まっている。今月3日に、2002年の選挙時のシラク大統領の公約に沿って3%の所得税減税(38億ユーロ、GDPの0.3%相当)の実施を決めたこと、2003年の財政赤字は4%に達する見通しであり、2004年は3.6%まで削減し、2005年に3%以下に抑制するとの目標を設定していること、ラファラン首相の「ルールは遵守するが、国益が優先する」との発言や、こうした政策運営が「大国の責務」であるといった立場を強調していることなどが、「安定成長協定」の運営を担当する欧州委員会や財政規律に厳格な小国の反発を招いていること、などがその理由である。

規定によれば、フランスが「警告」に対して具体的な赤字削減の措置を講じなければ、「制裁」が発動されることになる。しかし、現時点で、もっとも可能性の高いシナリオは「予算案の部分的な修正 是正手続きの一時停止、実際の改善状況のモニタリング」という流れであると想定される。

### 見通し：2003年は0.5%、2004年は1.7%

2003年下期のユーロ圏経済は、海外経済の回復とユーロ高修正の効果から、外需が下げ止まり、年後半から緩やかに回復に向かう見込みである。ドイツ、フランスの所得税減税は、「安定成長協定」との整合性を保つため、規模には制約が加わり、かつ、今後、部分的に修正される可能性がある点に留意が必要である。

物価は、2003年中は夏季の天候不良による食品価格の上振れ、原油価格高止まりの影響でインフレ率は前回予想よりもやや高めの推移となるが、景気の回復が緩慢に留まり、賃金上昇のペースも抑制されていることから、ECBの政策目標から大きくは乖離しない見込みである。

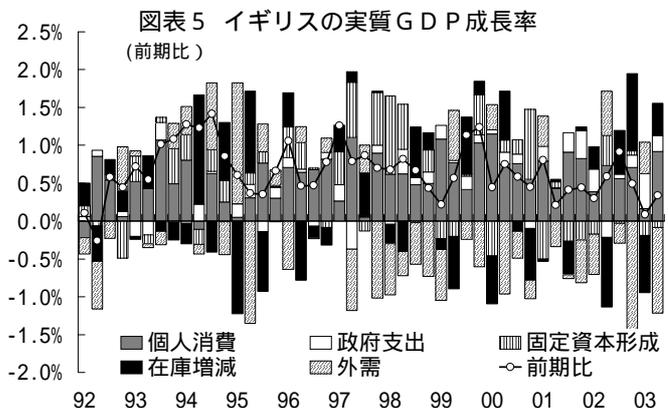
ECBの政策金利は、インフレ率が落ち着いた推移となることに加え、輸出依存型の景気回復の基盤が脆弱であること、財政面からの下支えの余地も乏しいことなどから、2004年入り後も据え置かれる可能性が高いと予測する。

## 2. イギリス経済

### 現状：個人消費は持ち直し、製造業生産にも下げ止まりの兆候

( 個人消費は持ち直し )

4～6月期のイギリス経済は前期比0.3%と1～3月期の0.1%から改善した(図表5)。1～3月期に大きく減速した個人消費が持ち直す一方、固定資本形成は2期連続のマイナス、前期にプラスに転じた外需は再度マイナスの寄与となった。

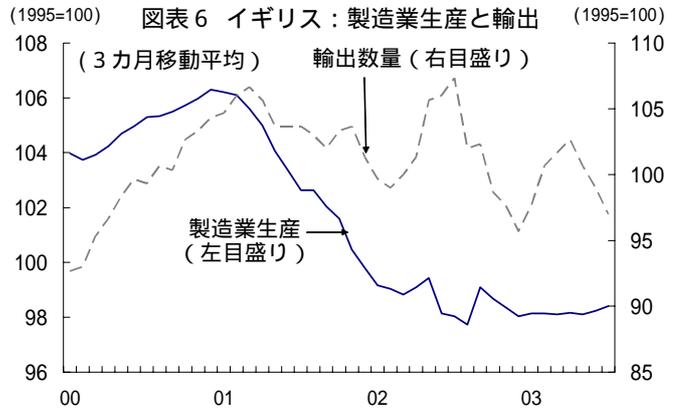


個人消費の回復は、良好な雇用・所得環境、住宅価格の上昇、株価回復による資産効果、さらに対イラク戦争で悪化した消費者マインドが1～3月期に持ち直したことによるものである。

( 製造業生産には下げ止まりの兆候 )

製造業生産はポンド高やIT不況の影響で、2000年をピークに減少基調が続いたが、4～6月期には下げ止まる兆候があらわれてきた(図表6)

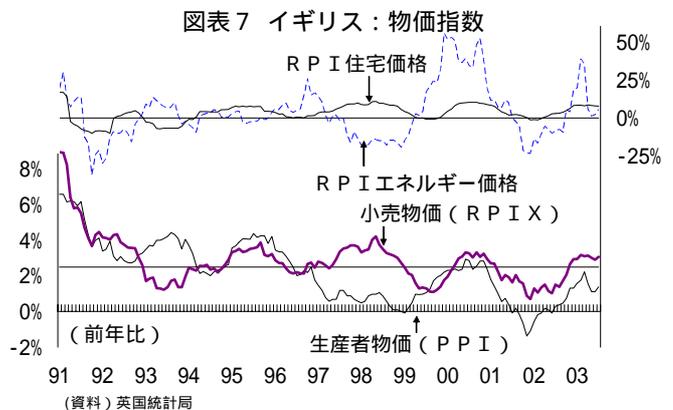
先行指標の「CBI製造業調査」でも生産、受注の改善が予測されており、今後、外部環境の改善、ポンド高修正の相乗効果から、輸出、生産の回復基調はより鮮明になると考えられる。



### 見通し：2003年は1.7%、2004年は2.2%

イギリス経済は輸出、生産の持ち直しと個人消費の堅調、さらに教育、医療、運輸分野での政府支出の拡大の下支えにより、緩やかに回復する見込みである。成長率は、2003年は1.7%、2004年は2.2%となろう。

イングランド銀行(BOE)の政策目標となっている小売物価(RPIX)は、原油価格や住宅価格の上昇、地方税や国民医療サービス保険料の引き上げなどの影響で9カ月連続で政策目標の中央値である2.5%を上回っていたが(図表7) 今後は賃金上昇率の落ち着きと特殊要因の剥落で政策目標の中央値を下回る水準へと低下する見込みである。



BOEは景気回復をサポートするため、住宅価格とポンド相場の推移に留意しながら、当面は政策金利を据え置く可能性が高いと考えられる。

(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)