



# 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月に入ると、企業業績の回復の鈍さにイラク攻撃への懸念の高まりが加わり、株式市場では連日の下落局面も見られ、消費者マインド指数はテロ事件直後を下回る急低下を示した。9月自動車販売にブレーキがかかった後でもあり、これまで景気を支えてきた消費支出の先行きが懸念される。10-12月期は消費にとって最も重要なクリスマス商戦を迎えることもあり、当面、消費動向には目を離せない局面といえよう。

### < 米国金融 >

複数のF R B理事による一連の発言から判断する限り、現時点でF R Bが早々に政策金利を動かす意図を読み取ることはできない。従って、当面は短期金利を1.75%に据え置くかたちで運用方針を考えるべきであり、世界情勢や経済環境に注意を払いつつ、長期金利(債券相場)についてはレンジ推移を想定したオペレーションが適切であろう。

### < 欧州経済 >

ユーロ圏の景気は、株価の下落、原油価格上昇などから先行き不透明感を拭い去れない状況にある。ドイツの景気停滞が長引く中、ユーロ圏の金融・財政政策の枠組みの中で景気低迷に対する政策対応が手詰まりとなっていることも先行き懸念を増幅している。

ユーロ圏主要国の財政事情の悪化を受けた財政規律柔軟化の動きを巡り、ユーロ参加国間の意見や立場の違いが表面化している。ユーロの信認を損なわない形で財政政策の枠組みを手直しし、経済を安定させられるのか、政策協調の手腕が試されるところである。

---

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〕

7-9 月期の米国経済は、自動車販売を中心に消費が堅調に推移したこともあり、10 月末発表予定の 7-9 月期実質 GDP の市場予想は 3.5% 程度の上昇が見込まれている。しかし、企業業績の回復の鈍さにイラク攻撃の懸念の高まりが加わると、ダウ 30 種平均は一時 7300 ドルを下回り 5 年振りの安値をつけるなど一層の下落を見せ、今後の景気への懸念を強めた。10-12 月期実質 GDP の米国エコノミストの予想平均(ブルーチップ誌)も 9 月の 2.9% から 10 月は 2.2% へ、1-3 月期は同じく 3.4% 3.1% へと下方修正されている。

一方で、こうした景気への懸念は債券金利を一層押し下げ、10 年国債の金利は一時 3% 台半ばへ低下した。この歴史的な低金利は、モーゲージ市場にも及び、30 年物が 6% を割込むという過去最低金利を記録し、住宅市場は活況が続いている。また、住宅ローンのリファイナンスも急増し、一部は自動車購入等の資金にも転用され、消費支出を支えていると見られる。

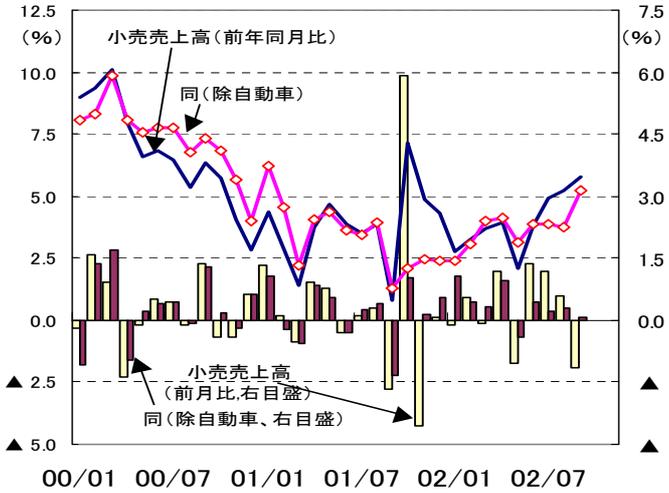
しかし、その自動車販売も 9 月には急ブレーキがかかり、住宅市場についてもピークアウトしつつあるとの見方も出ている。また、歴史的な低水準の金利もストック調整下にある設備投資への影響は限定的で、生産面への波及は鈍く、雇用の回復は先送りされている。減税、利下げの恩恵を背景にこれまで景気の下支えをしてきた消費支出であるが、最近の弱さは、そうした効果が薄らいできたことを示しているといえ、景気の先行きについても懸念を強めている。

### 小売売上高、消費者マインドの低下等から消費支出の先行きには懸念

9 月の小売売上高では自動車販売が前月比 4.8% と急低下し、小売売上高の前月比は 1.2% と昨年 11 月以来の下落幅を見せた(図表 1)。また、自動車販売除きでは前月比 +0.1% 増と辛うじてプラスを維持したものの、家具(同 0.5%)、電気器具(同 0.3%)、食料品(同 0.4%)、衣料品(同 0.9%) 等、前月比マイナスを付けるものが過半を占めるなど個人消費の減速を示す低調な内容となった。

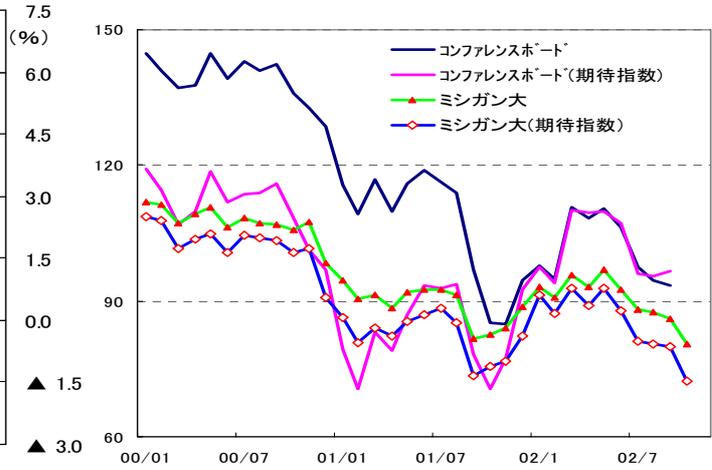
また、イラク攻撃への懸念、株価の下落、雇用の回復の遅れ等が消費者マインドを損ねている。10 月のミシガン大学の消費者マインド指数(速報値)は 80.4 と市場の予想を大きく下回り、前月の 86.1 から大幅な低下となった(図表 2)。同指数は 5 か月連続の低下となり、テロ事件直後の 81.8 を下回る 93 年以来の低水準となった。これまで自動車販売のドレッシングで強く出ている消費支出であるが、自動車販売が一巡後は、心もとない状況にあるといえ、今後の消費について弱気の見方を強めているといえよう。

(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: 消費者マインドの推移

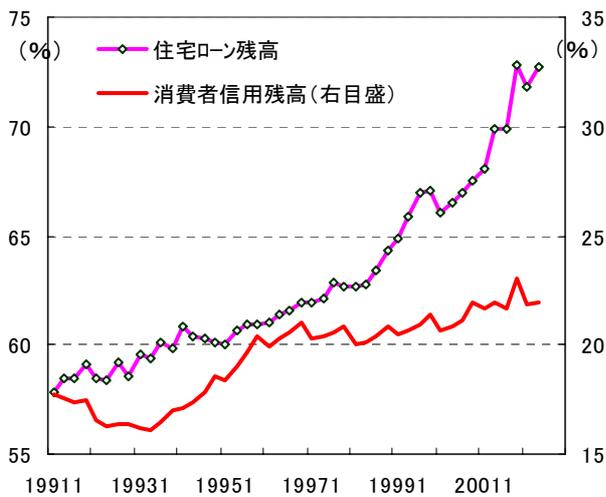


(資料) 米国商務省

消費を取り巻く環境も芳しくはない。賃金の伸び率の低下、雇用面での回復の遅れは、生産・稼働率水準、労働・残業時間等から見て、当面改善は難しい。株価の下落も消費の足を引張っている。再度の下押しがあれば逆資産効果の懸念が強まろう。

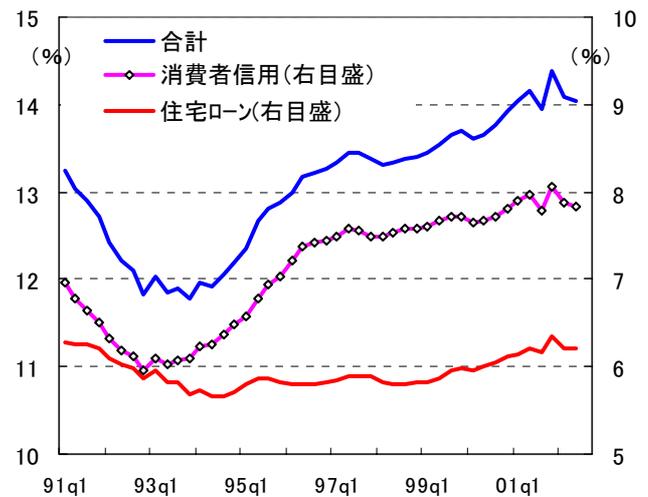
家計債務の増加も今後の消費には圧迫材料だ。90年代から続く個人の負債比率(住宅ローン・消費者信用残の対可処分所得比)は、なお上昇トレンドにあるし、返済負担比率(対可処分所得比)も、本年1-3月期には14.3%と過去のピークである86年10-12月期の14.4%とほぼ同水準に達する等、可処分所得比ベースで見て過去のピークに到達している(02/4-6期は14.1%、図表3, 4)。金利低下が一服すれば負担感も一層強まるだろう。

(図表3) 米国: 借入残/可処分所得比率



(資料) 米国FRB。四半期ベース。

(図表4) 米国: 返済負担/可処分所得比率



(資料) 米国FRB。四半期ベース。

10-12月期は、クリスマスセールが注目されるが、7-9月期の小売売上高の低調な伸びに加え、大手スーパー・百貨店の10月売上高も減速見通しが増えており、小売業者のクリスマスセールへの懸念は高まりつつある。これまで景気を下支えしてきた消費支出であるが、今後は、低金利、減税効果が薄れるとともに、株価の下落、借入債務の増加等の圧迫要因が優勢となり、低調な推移が見込まれよう。

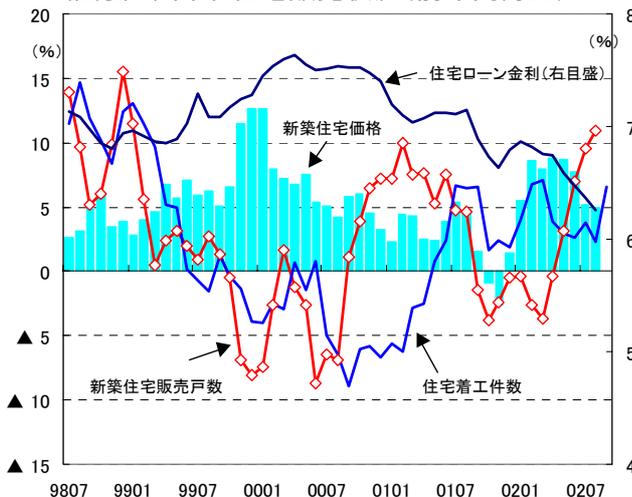
### 金利低下により好調な住宅市場、消費下支えの要因にも

住宅投資は好調な推移が続いている。8月の住宅着工は162.7万戸と3ヵ月連続の低下を見せたが、9月は一転184.3万戸と急増し、単月では16年振りの高水準となった。景気への懸念の高まりが長期金利を押し下げ、住宅市場には追い風となっている(図表5)。

しかし、住宅投資自体の経済への効果については、高水準の着工状況が続いても、前期比の伸びが小さければ貢献度は大きくはない。むしろ、市場では、“住宅バブル”がはじけて実体経済に悪い影響が出ることを心配している。

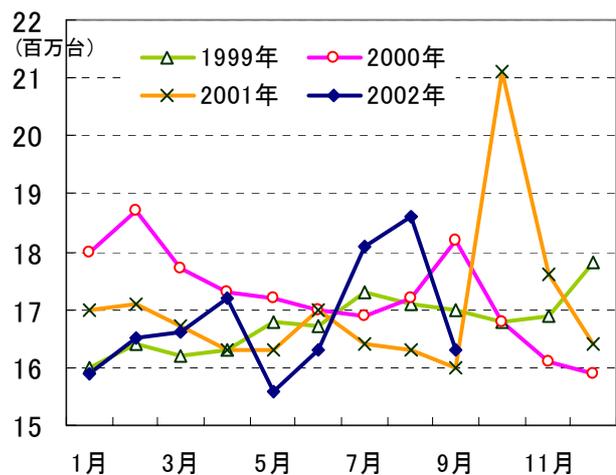
その一方、モーゲージ金利の低下と住宅価格上昇を背景とした前例のないほど活況なりファイナンスの効果が注目されている。金利の低下はリファイナンスを通じて支払利息の減少に繋がるし、住宅価格の上昇もあって、返済負担額を変えずに借入額を増やすことが可能となる。こうして得た余裕のキャッシュは自動車購入にあてられるケースも多い。これらの人はゼロ金利ローン販売時に併用される同等のキャッシュバックサービスを選択するだろう。9月自動車販売は低下したものの、空前のリファイナンスによって得た資金が、消費を下支えする要因の一つとなる可能性は高い。

(図表5)米国:住宅販売状況(前年同月比)



(資料)米国商務省、(注)金利以外は3ヵ月移動平均

(図表6)米国:月間自動車販売の推移(百万台)



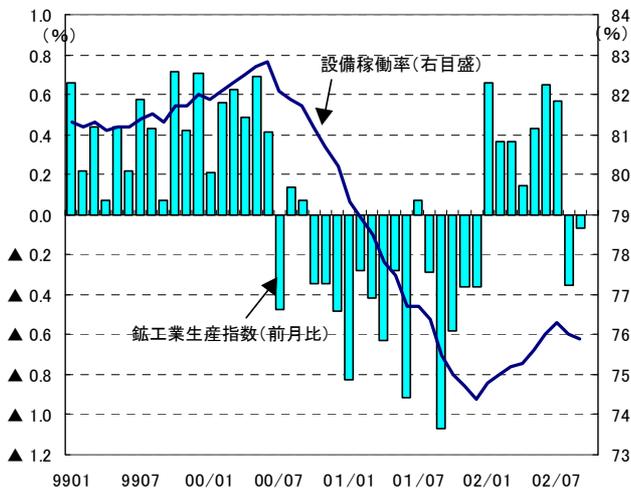
(資料)米国商務省、(注)年率ベース

## 9月の鉱工業生産は、連月の低下

9月の鉱工業生産は前月比 0.1%と8月(同 0.3%)に続いて減少、9月稼働率も75.9%と8月(76.0%、同 0.3%)に比し 0.1%ポイントの低下となった。いずれも1月以来7ヵ月連続増加後の連月の低下である(図表7)。連銀のコメントによればメキシコ湾でのハリケーンによる石油・天然ガス生産等への影響により、鉱工業生産・稼働率とも 0.1%引き下げられたとしており、実体的には前月比横這いの状況としている。鉱工業生産の産業別では、6・7月と前月比3.8%、3.3%と好調だった自動車生産が、8・9月は 0.5%、 0.9%と弱含みに転じたのが目立っており、稼働率でも自動車産業は7月の84.8%をピークに9月は82.8%へと低下した。但し、7-9月期の自動車生産は前期比年率では23.3%増と業種別に見ると際立って高く、また自動車メーカーの中には10-12月期の生産増をコメントしているところもあることから、今後も生産面での牽引役は維持するものと思われる。

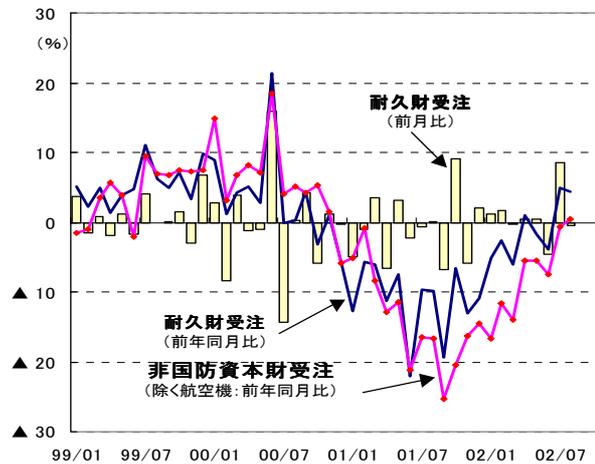
一方、製造業の耐久財受注統計では、8月は7月受注の急回復後であり、前月比 0.4%と若干の低下を見せたが、前年同月比では+4.5%増と回復トレンドは維持されている(図表8)。また、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)については前年同月比で+0.4%と微増ながら、2000年11月以来のプラス転換を果たした。長らくストック調整下にある設備投資であるが、受注面からは底打ちが近づいていることを窺わせている。

(図表7) 米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料)FRB

(図表8) 米国: 耐久財受注の推移(%)



(資料)米国商務省

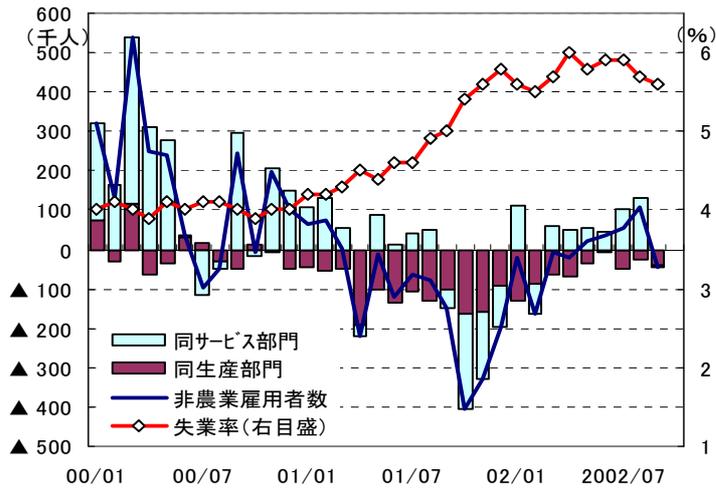
## 雇用回復は、引続き先送りの状況

9月の失業率は5.6%と前月比横這いに留まったものの、非農業事業部門の雇用者数は前月比43千人と5ヵ月振りの減少となった(図表9)。内訳では、製造業の減少(前月比 35千人)はこれまでと同様であるが、サービス業が減少(同 5千人)に転じたのが注目される。これは、航空機・トラック輸送(計 29千人)等の減少が大きかったためであるが、サービス業のマイナス

は7ヵ月振りとなる。

一方、9月の残業時間が減少していること（前月比 0.1時間）週別新規失業保険新規申請件数の40万人超（10/12迄の週の4週間移動平均は40.9万人）での推移が続いていること等からも雇用の改善は当面先送りと見られ、生産面での回復待ちの状況といえよう。

（図表9）米国：雇用状況の推移



（資料）米国労働省

## < 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

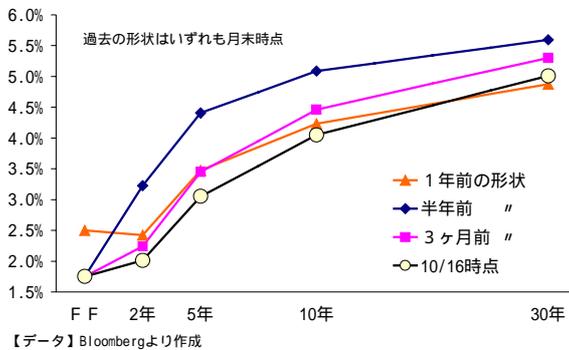
### 最近の米国金融市場の動き

米国金融市場は、『企業会計不信、早期回復期待の剥落を背景とした株安・金利低下要因を8月に一旦織込んだ後、新たな材料が出現するまで(例えば「もう一段の減速 景気の二番底」など)暫く落ち着きを取戻す』ものと、我々は予想していた<sup>(1)</sup>。

しかし、実際には企業マインドの悪化や雇用回復の遅れに伴い、我々の予想以上に早いタイミングで「新たな材料」として想定していた景気の二番底への懸念が高まった。それと同時に、相次ぐ業績下方修正に伴い、企業収益の先行き不安が高まったことから、10月初には主要株価指数が再び昨年のテロ事件以降の安値を更新した。

債券市場では、こうした金利低下要因に加え、ファニーメイが9/16に発表した保有資産のデュレーション・ミスマッチ拡大が<sup>(2)</sup>、市場にミスマッチ解消の債券買いを連想させたため、長期金利がほぼ一本調子に低下した。その結果、国債10年金利は一時3%半ばまで低下し、我々が想定していたフェアバリューである4%台前半～半ばを<sup>(3)</sup>を大きく下回った。

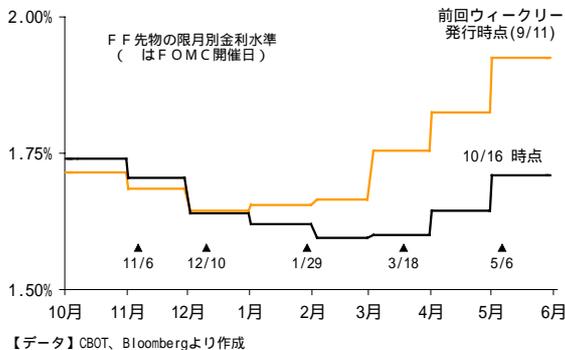
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化



(1) Weeklyエコノミスト・レター 8/23号参照。

(2) ファニーメイのバランスシートは8月末時点で負債よりも資産のデュレーションが1.2年短かった。

(3) Weeklyエコノミスト・レター 9/13号参照。

その後、10月半ばに入り、7-9月期の業績発表がピークを迎える中、一部業績が懸念されたほど悪くなかったことから、株式市場では悲観シナリオを修正するかたちで買戻しが入り、大幅に上昇した。また、債券市場では金利先安観がやや修正され、イールドカーブ全体が上振れる中、長期金利（国債10年金利）も4%近辺まで急反発した。

### 世界的な物価下落基調の兆し～行き過ぎの修正こそあれ金利上昇は限定的

今年の長期金利の推移を見ると、米国経済の早期回復期待が高まった今年初には一旦5%台まで上昇した後、景気の二番底懸念が高まった先月以降3%台まで低下するなど、200bp近いレンジでの推移となっている。

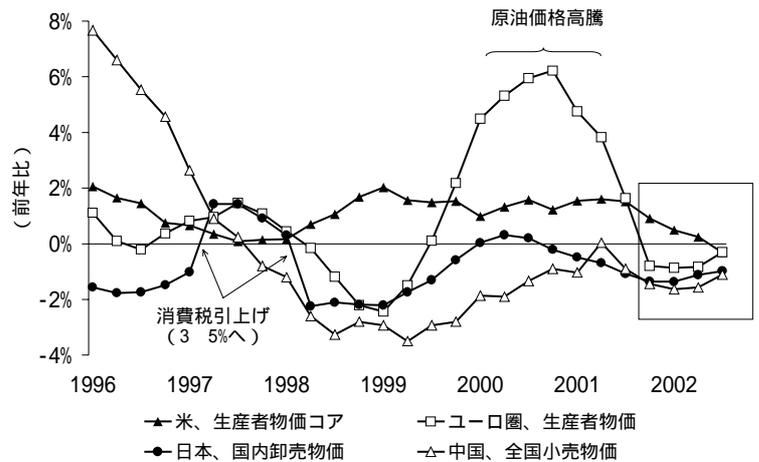
ここで注目すべきは、この間、イールドカーブの始点ともいえる短期金利（FFレート）が1.75%で据え置かれ続けている点であろう。たしかに、短期金利の動きを先読みするのは重要であろう。しかし、複数のFRB理事による一連の発言から判断する限り、現時点でFRBが早々に政策金利を動かす意図を読み取ることはできない。従って、当面は短期金利を1.75%に据え置かたちで運用方針を考えるべきであろう。その意味からすれば、世界情勢や経済環境に注意を払いつつ、長期金利（債券相場）については引き続きレンジ推移を想定したオペレーションが適切であろう。

こうした中、将来の懸念材料としてデフレが考えられる。世界経済は90年代以降、冷戦の終結などに伴い世界的なディスインフレが顕在化する中、米国がバブル需要を背景にインフレ的な経済構造を保つことで、米国は海外のデフレ体質の恩恵を受けながらインフレを回避し、一方世界経済は米国の需要に依存することで需要不足解消の恩恵を受けてきた。

しかし、米国でもバブル崩壊により供給過剰感が強まる中、ここにきて米国の生産者物価の伸びが緩やかな上昇（ディスインフレ的な状態）から伸び率ゼロまで鈍化している（上図参照）。米国の生産者物価がコア、中国が小売物価となっているなど、指標間の整合性にやや問題はあっても、上に掲載した主要国の物価動向は、米国をも巻き込んだ世界的なデフレ入りが見られる段階にあることを示しているものと思われる。

世界的なディスインフレ/デフレ環境が続く限り、米国でも行き過ぎた金利低下の修正こそあれ、金利の本格上昇は想定しにくい。当分はレンジ推移を前提としつつも、長期金利がフェアバリューを下回って割高気味に推移し続けるリスク、あるいはフェアバリュー自体が下振れるリスクも念頭に置いておくべきであろう。

世界的な物価の下落基調



【データ】BLS、Eurostat、日本銀行、中国国家統計局

## < 欧州経済の動き >

(担当：伊藤)

### ユーロ圏の先行き不透明感は増幅

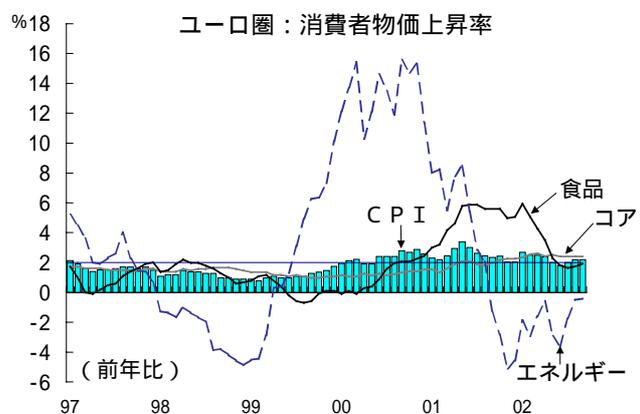
( ECB は政策金利を据え置き。将来の利下げには含み )

ユーロ圏の景気は、株価の大幅な下落、原油価格上昇などの悪材料から先行き不透明感を拭い去れない状況にある。ドイツの景気停滞が長引く中、ユーロ圏の金融・財政政策の枠組みの中で景気低迷に対する政策対応が手詰まりとなっていることも先行き懸念を増幅している。

欧州中央銀行 (ECB) は、10 日の理事会で政策金利を 3.25% に据え置いた。ドイゼンベルグ ECB 総裁は、理事会後の記者会見で、9 月時点に比べて当面のインフレ・リスクへの警戒感を後退させるとともに、景気の下振れリスクを強調し、将来の利下げに含みをもたせた。

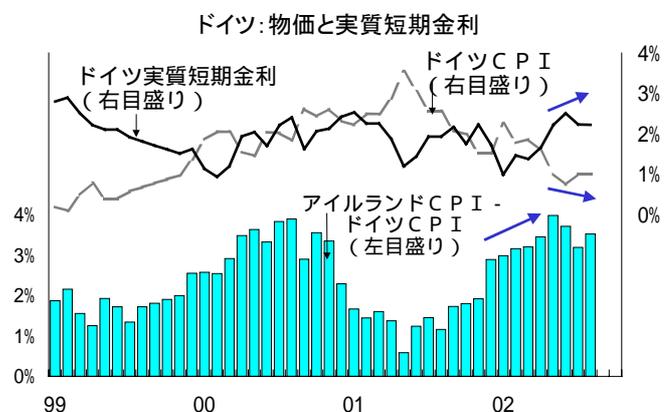
利下げの時期に対する市場の見方は分かれているが、世界的な金融市場の動揺などの事態が生じなければ、年内に利

下げに踏み切る可能性は低いと考えられる。9 月のユーロ圏の消費者物価上昇率は前月同様に前年比 2.1% となり、2 カ月連続で政策目標の 2% を上回った。コア・インフレ率が 2.4% と高止まりしていること、今後、原油価格上昇の影響が加わることなどから、インフレ率が 2% を上回る状況は当分続くと考えられるからである。



(ドイツの景気悪化に対する機動的な対応は困難化)

ユーロ圏のインフレ率には国毎の格差が存在し、最も高いアイルランドと最も低いドイツの差は 9 月時点で 3.5% と、ユーロ発足時点に比べて拡大している (右図 - 棒グラフ)。ユーロ圏の政策金利は昨年 11 月から据え置かれているが、この間、ドイツでは景気低迷で物価上昇テンポが鈍っており、実質金利は上昇してきた。ドイツ企業を取り巻く環境は、実質金利高のほかにも、輸出不振、国内消費の低迷、賃金上昇に加え、金融面でも株価の下落や金融機関の貸出の減少など厳しさを増している。



財政面では2002年の財政赤字が「安定成長協定」で規定されたGDP比3%の上限を突破することが明らかにされ、2006年の均衡を目標に、2003年度からの財政運営が緊縮の度合いを増すことが避けられない見通しとなっている（2003年度予算案は22日に連邦議会に提出予定）。

金融、財政政策の両面で景気には下押し圧力が加わることが予想されることから、ドイツ経済が早期に停滞から脱却する目処は立たない状況にある。

（ 財政規律の柔軟化を巡り、ユーロ参加国の意見の違いが表面化 ）

9月24日、欧州委員会が財政均衡達成の目標時期を2年延期し2006年とすることと、目標とする財政赤字を、従来の名目値ではなく、景気変動要因を除いた構造的な財政赤字に変更することを提案した。この提案は、ドイツ、フランス、イタリアのユーロ圏3大国の今年度の財政赤字が、GDP比3%を突破するおそれが高まったことに配慮したものである。

ユーロ発足に伴い、ユーロ圏内では金融政策が一元化され、財政については主権を各国に残し「安定成長協定」で相互に監視するという枠組みを採用した。協定ではGDP比3%を超える「過度の赤字」に対する事前の予防措置と事後的な制裁措置を規定している。均衡達成の目標時期は協定に定められたものではなく、目標延期は協定に直接関わるものではない。提案は財政規律の枠組みは維持しながら、厳格すぎる運用が景気回復の基盤を損なわないよう、運用方法や定義を修正しようとの試みである。

こうした財政赤字の拡大と財政規律柔軟化の動きに対して、ユーロ参加国間の立場や意見の違いが表面化している。中小国は大国の財政事情の悪化を受けた柔軟化に総じて批判的である。財政構造改革への取り組みや、ユーロ発足後の金利低下の恩恵から、財政の黒字転化、あるいは赤字の大幅な縮小を実現してきたことが背景にある（右図）。

大国の間では、当面の財政運営において均衡に向けた対策に踏み出すか否かでスタンスの違いが見られる。既述の通り、ドイツは緊縮型の2003年度予算を策定し、景気悪化が目立つ中でも新たな目標の実現を目指す構えである。これに対し、フランス

欧州連合(EU)15カ国の財政収支対GDP比

	1998	ユーロ導入		
		1999	2000	2001
EU15	1.6	0.7	1.0	0.8
ユーロ圏	2.2	1.3	0.2	1.4
ベルギー	0.8	0.6	0.1	0.4
ドイツ	2.2	1.6	1.1	2.8
ギリシア	2.4	1.7	0.8	0.1
スペイン	2.6	1.1	0.6	0.1
フランス	2.7	1.6	1.3	1.4
アイルランド	2.3	2.3	4.4	1.5
イタリア	2.8	1.8	0.5	2.2
ルクセンブルグ	3.2	3.8	5.6	6.1
オランダ	0.8	0.4	2.2	0.1
オーストリア	2.4	2.2	1.5	0.2
ポルトガル	2.6	2.4	2.9	4.1
フィンランド	1.3	1.9	7.0	4.9
ユーロ非参加国				
デンマーク	1.1	3.1	2.5	3.1
スウェーデン	1.9	1.5	3.7	4.8
英国	0.4	1.1	3.9	0.8

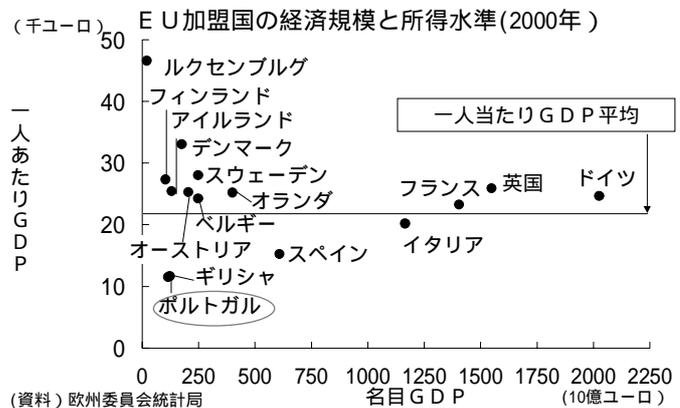
では今春の大統領選挙の公約であった所得税減税を盛り込み、2003年度からの赤字削減を見送ることで、2002年～2003年度の財政赤字はGDP比2.6%、成長率が平均2.5%に止まった場合には2006年時点でもGDP比1%の赤字を計上するという予算案をまとめた。財政赤字の上限につ

いては遵守するが、財政の緊縮が景気の悪化を回避する姿勢を明らかにしている。

欧州委員会の提案を受けた7日の非公式財務会合では、2006年を新たな均衡の目標とする点では合意に至らず、構造的財政赤字を2003年度から最低年0.5%ずつ削減することは決まったが、フランスのみが2004年から削減に着手するという変則的な決着となった。

ユーロ参加国の財政を巡っては、2001年の財政赤字がGDP比4.1%となったポルトガルに対して、初めて適用される「過度の赤字」の是正手続きも、財政の相互監視のメカニズムの機能を試すものとして注目される。欧州委員会は16日に財務相理事会(ECOFIN)に対して是正措置を求める「勧告」をするよう要請した。協定では「勧告」を受けた国は1年間で赤字をGDP比3%以内まで削減を達成できなければ「制裁」として無利子の預託金の積み立てを強制される。2年経過後も赤字が上限を突破している場合には預託金は罰金として没収されることになる。

ポルトガルでは2003年度について歳出削減により財政赤字をGDP比2.4~2.5%とする予算案を策定したが、現状の赤字水準から考えて、目標の達成は容易ではない。ポルトガルがユーロ圏に占めるウェイトは小さく(右図)3大国の赤字に比べてインパクトは小さい。しかし、ユーロ発足後、為替相場の安定、金利低下のメリットを享受してきた低所得国の中でも成長テンポの鈍さが目立っていることから、緊縮財政による景気の低迷で赤字解消が困難化し、域内の格差がさらに拡大するリスクが存在する点に留意が必要であろう。



### 英国経済は個人消費の伸びと公的需要の下支えにより相対的に堅調に推移

英国では、雇用堅調と住宅価格の伸びに支えられた個人消費の拡大と、教育、医療、運輸などの分野への公的支出増加の下支えにより、概ね堅調に推移している。BOEの政策目標である住宅ローン利払い分を除く小売物価指数(RPIX)が、9月も前年比2.1%と目標圏内で推移している。

イングランド銀行(BOE)は、9~10日の政策決定会合で政策金利を4.0%に据え置くことを決めた。海外需要の伸び悩みによる製造業の回復の遅れ、株安などの懸念材料から利下げ観測は強まっているが、個人消費が底固さを保っていることや、歴史的な低金利下での国内住宅価格の高騰、家計の債務残高の増高傾向に拍車をかけるリスクに配慮し、様子見の姿勢を継続したものと考えられる。

(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。