

調査レポート

米国・欧州主要国の景気概況

<2004年3月>

【目次】

米国経済：景気は堅調に推移	P 1
米国経済の注目点	P 3
・2004年前半の景気は堅調に推移	
・GSE（政府支援機関）は大きなリスク要因	
・米国からみた国際資金フロー（証券投資、2003年10-12月期）の動き	
・米国業種別株価指数の推移（S&P）	
欧州経済：引き続き緩やかな景気回復過程が続く	P 8
欧州経済の注目点	P 12
・ドイツ：2003年10-12月期の実質GDP成長率は前期比0.2%	
・フランス：10-12月期実質GDP成長率は前期比0.5%	
・英国：2003年通年の実質GDP成長率は2.3%に上方改訂	
コラム：米国の経常収支赤字は爆弾か不発弾か	P 15



調査部(東京)

【照会先】

(米国経済) 西垣 hideki.nishigaki@ufji.co.jp
高山 shin.takayama@ufji.co.jp
(欧州経済) 野田 ndmariko@ufji.co.jp
本多 yoshiyuki.honda@ufji.co.jp
(コラム) 高橋 takahashi@ufji.co.jp

【米国経済】

景気は堅調に推移している。2003年10-12月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比年率4.1%と、速報値の同4.0%から0.1ポイント上方修正された。個人消費や住宅投資が下方修正された一方、設備投資や在庫投資、輸出、輸入などは上方修正された。1月以降の景気についても、1月の鉱工業生産が前月比0.8%増と、12月の同0.0%増から加速するなど、堅調とみられる。

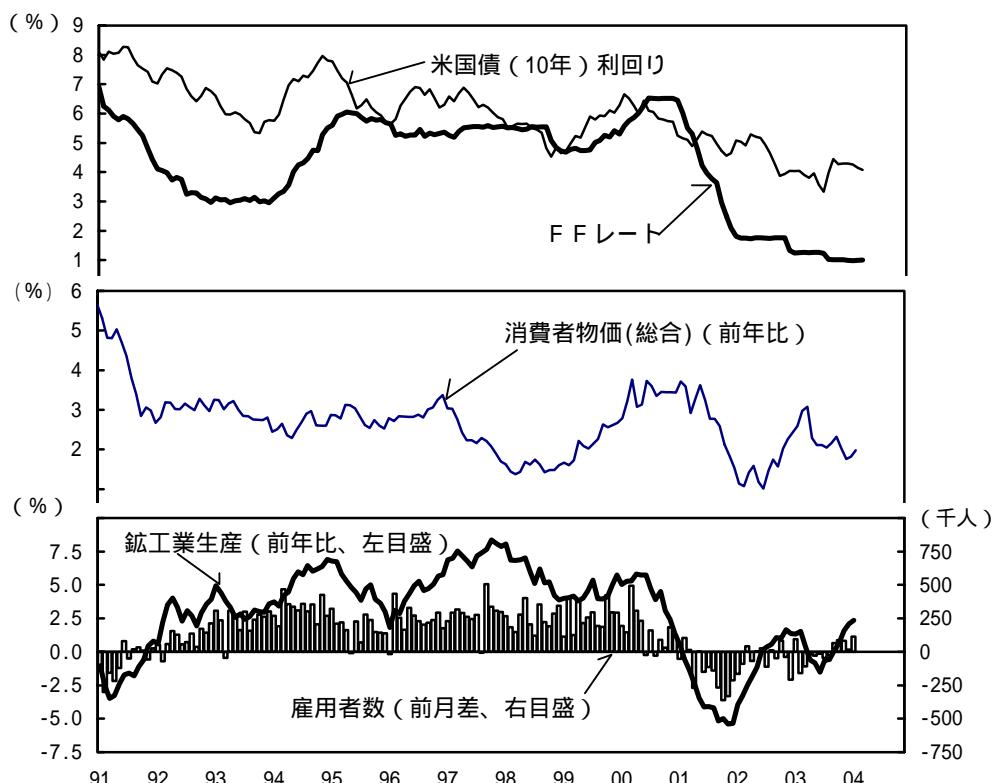
個人消費は減税などを背景に底堅く推移している。1月の実質可処分所得は税金支払い額の減少などから前月比0.5%増と、12月の同0.1%増から高まった。こうしたなか、1月の実質個人消費は前月比0.1%増となり、4ヵ月連続で増加した。ただし、2月のコンファレンスボード消費者信頼感指数(85年=100)は雇用の回復テンポが鈍いため、87.3と前月から9.1ポイント低下した。

住宅投資は低金利を受けて堅調に推移している。1月の住宅着工戸数は、20年ぶりの高水準を記録した前月の反動で前月比7.9%減少したものの、年率190.3万戸と高水準を持続している。ただし、今後は、長期金利の上昇により緩やかに減速するとみられる。

設備投資は、投資減税やIT関連の更新需要の増加などを背景に回復している。1月のコア資本財受注(非国防、航空機を除くベース)は3.6%増と2ヵ月連続で拡大した。また設備稼働率をみると、1月は76.2%と前月から上昇しており、今後は設備投資の回復の動きがIT関連以外にも拡がるとみられる。

雇用は緩やかな回復傾向にあるが、テンポは鈍い。1月の有効求人倍率は2ヵ月ぶりに上昇した。2月21日までの1週間の失業保険新規申請件数は35万件となり、昨年10月以降、雇用増減の目安とされる40万件の水準を下回っている。ただし、2月の失業保険新規申請件数(2月21日までの平均)は1月平均に比べて高くなっている。

貿易についてみると、12月の実質輸出は前月比1.3%減となり、4ヵ月ぶりに減少した。一方、同月の実質輸入は同2.9%増と2ヵ月ぶりに増加した。この結果、12月の貿易赤字は472億ドルとなり、前月から拡大した。



【米国経済指標】

景気		経済指標		2002	2003	03/2Q	03/3Q	03/4Q	03/10	03/11	03/12	04/1	04/2
全般	実質GDP(前期比年率)	2.2	3.1	3.1	8.2	4.1	-	-	-	-	-	-	-
	I SM指数	52.4	53.3	48.9	54.1	60.6	57.1	61.3	63.4	63.6	63.6	61.4	
	景気先行指数(CI)	2.2	1.3	0.6	1.6	0.9	0.5	0.3	0.2	0.5			
	企業収益(税引前)	17.4		10.3	9.9		-	-	-	-	-	-	
需 要 サ	個人消費	消費者信頼感指数(1985=100)	96.6	79.5	82.7	78.6	88.5	81.7	92.5	91.7	96.4	87.3	
	小売売上高	3.0	5.6	1.4	2.8	1.1	0.0	1.1	0.2	-0.3			
	同(乗用車を除く)	3.6	5.4	0.5	2.9	1.4	0.4	0.8	0.2	0.9			
	自動車販売台数(年率、100万台)	16.7	16.6	16.4	17.4	16.8	15.9	16.9	17.7	16.1			
	名目可処分所得	5.2	4.4	1.3	2.0	0.2	0.3	0.4	0.3	0.8			
サ イ ド	個人貯蓄率	2.3	2.0	2.3	2.3	1.6	1.8	1.6	1.4	1.8			
	設備投資	△資本財出荷	-6.3	1.9	1.4	3.7	3.0	0.8	-0.7	4.1	2.6		
	同(前年比)			-0.4	3.3	7.8	5.4	5.6	12.5	12.0			
	△資本財受注	-7.1	6.4	0.8	4.0	2.4	1.4	-5.8	3.8	3.6			
	情報機器出荷	-9.5	4.5	3.0	6.0	1.9	1.0	-0.9	0.8				
イ サ イ ド	住宅投資	新設住宅着工戸数(年率、万戸)	171.1	184.8	173.9	188.4	203.3	197.7	205.4	206.7	190.3		
	同(前年比)	6.9	8.0	3.3	10.7	16.6	19.6	16.7	13.9	4.1			
	着工許可	6.9	4.7	1.9	4.2	4.0	5.7	-6.0	4.8	-2.8			
サ イ ド	輸出	△GDP-7名目	-4.9	4.5	0.6	1.8	5.7	3.2	3.3	-1.2			
	△GDP-7実質	-4.8	2.3	0.3	1.8	4.8	2.9	2.7	-1.3				
	I SM輸出向け受注指数	52.1	54.9	52.7	54.2	58.8	59.3	57.1	60.0	57.5	54.9		
供 給 サ イ ド	生産	鉱工業生産	-0.6	0.3	-1.0	0.9	1.3	0.3	1.0	0.0	0.8		
	同(前年比)			-1.0	-0.4	1.4	0.7	1.6	2.1	2.4			
	設備稼働率(%)	75.6	74.8	74.1	74.6	75.4	75.0	75.7	75.6	76.2			
サ イ ド	企業在庫率	1.39	1.38	1.40	1.36	1.35	1.35	1.35	1.34				
	雇用	失業率(%)	5.8	6.0	6.1	5.9	6.0	5.9	5.7	5.6			
	雇用者増(非農業)(千人)	-47	-25	-96	-53	-21	88	83	16	112			
サ イ ド	輸入	同(製造業)(千人)	-67	-61	-72	-65	-68	-24	-7	-27	-11		
	△GDP-7名目	1.8	8.5	0.5	0.9	4.4	2.4	-1.0	3.2				
	△GDP-7実質	3.6	5.5	0.6	2.1	4.3	2.7	-1.4	2.9				
国際収支	同(前年比)			2.6	3.7	6.4	10.4	3.7	5.4				
	経常収支(10億ドル)	-503.4		-139.4	-135.0		-	-	-	-	-	-	
	貿易収支(10億ドル)	-468.3	-535.7	-134.1	-132.7	-136.1	-46.0	-42.9	-47.2				
物 価	生産者物価(最終財)	-1.3	3.2	-0.5	0.8	1.0	0.8	-0.3	0.3				
	消費者物価(コア)	2.3	1.5	0.2	0.4	0.3	0.2	0.0	0.1	0.2			
	同(前年比)			1.5	1.3	1.2	1.3	1.1	1.1	1.1			
	雇用コスト(民間・未値)	3.4	4.0	0.8	1.0	0.7	-	-	-	-			
	時間給	2.9	2.7	0.4	0.7	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1			
金 融	同(前年比)			2.9	2.7	2.7	2.1	2.2	2.2	1.9	2.0		
	I SM仕入価格指数	57.4	59.6	57.2	54.0	62.8	58.5	64.0	66.0	75.5	81.5		
	M2(前期比年率)	7.6	6.9	8.4	7.2	-1.8	-3.6	-1.5	-1.8	0.6			
市場データ	F Fレート(実効レート、%)	1.67	1.13	1.25	1.01	1.00	1.02	1.00	0.99	1.00			
	10年物国債利回り(未値、%)	3.83	4.25	3.54	3.96	4.25	4.33	4.34	4.27	4.16	3.99		
	NYダウ指数(未値)	8,342	10,454	8,985	9,275	10,454	9,801	9,782	10,454	10,488	10,584		
市場データ	ドル実効レート(Broad, 97.1=100)	126.75	119.30	119.11	119.02	115.64	116.21	116.07	114.51	112.54	112.85		
	同(前年比)	0.7	-5.9	-6.2	-4.8	-8.2	-8.5	-7.7	-8.5	-9.0	-8.6		
	JOCインデックス	79.58	92.01	85.28	92.90	102.39	101.13	103.57	102.48	106.52	113.16		

(注1) 原則として数字は季節調整済前期比(%)。

(注2) 雇用者増減数の年計数および四半期計数は月平均ベースに換算。

(注3) 10年債利回りはコンスタント・マーティン・ペイント(FRB)

(注4) 米商務省、米労働省、F R B、コンファレンス・ボード資料などより作成。

【米国経済の注目点】

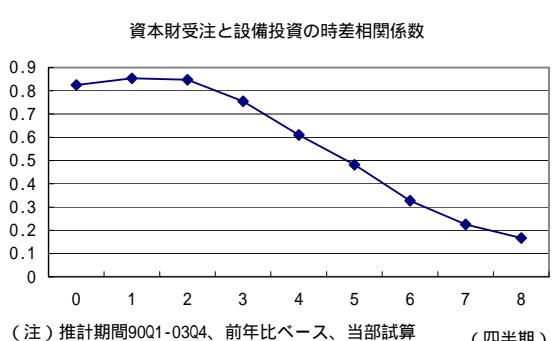
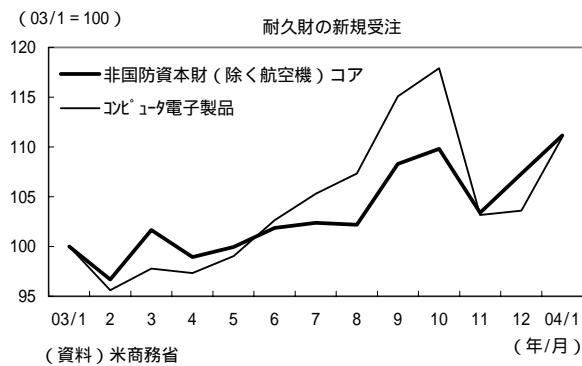
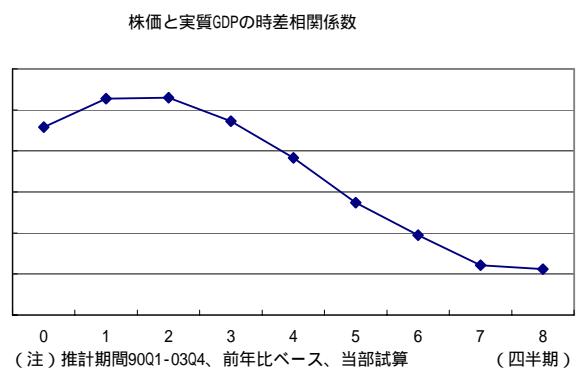
2004年前半の景気は堅調に推移

○米国株価は 2003 年夏以来、低金利を背景に上昇傾向で推移し、景気を押し上げてきた。株価と景気の関係をみるために、株価（前年比上昇率）と実質 GDP（前年比）の時差相関係数を計算してみると、株価と実質 GDP（遅行）の相関係数は当期が 0.46、1 期後が 0.53、2 期後が 0.53 となり、3 期後は 0.47 にやや低下している。この結果は株価が実質 GDP に 1~2 四半期程度先行する可能性が高いことを示唆している。足元で株価の前年比が高まっていることを踏まえると、少なくとも今年半ば辺りまでは景気が堅調に推移する可能性が高い。

景気のけん引役として期待される設備投資について、先行指標とされる資本財（非国防、航空機を除くベース）の新規受注の動きをみると、資本財受注は昨年後半から回復傾向で推移してきたが、足元でも 12 月が前期比 3.8% 増、1 月が同 3.6% 増と堅調である。11 月に大きく減速したコンピュータ関連は 12 月の前期比 0.5% 増の後、1 月は同 7.1% 増と拡大し、通信機器も増加に転じている。

資本財受注と設備投資（遅行）の相関係数をみると、当期が 0.83、1 四半期後が 0.85、2 四半期後は 0.85 と大きい。足元で資本財受注が伸びているため、今年前半までは設備投資は堅調に推移するとみられる。設備投資をけん引している IT 関連では、ガートナーによると、2004 年の世界半導体売上は携帯電話、デジタル家電、企業向けパソコン需要の増加を背景に、前年比 22.6% 増加すると見込まれている。

時差相関係数の結果などからみて、今年前半の米国景気は堅調に推移する可能性が高い。後半は減税額の縮小により個人消費が減速するが、IT 需要が一段と拡大すれば、景気の減速程度は小幅にとどまる可能性がある。当面、株価や資本財受注の動向が注目されよう。



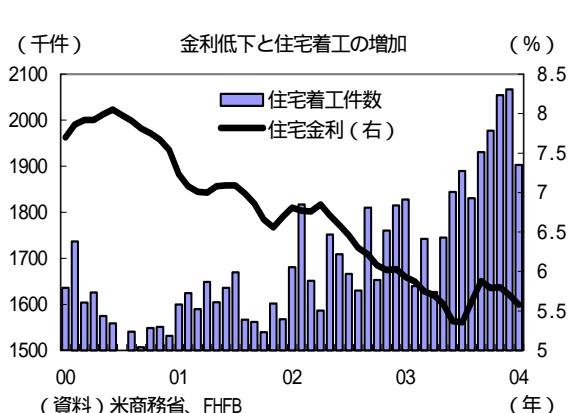
GSE（政府支援機関）は大きなリスク要因

住宅投資は2003年7-9月期の前期比年率21.9%増、10-12月期の同8.6%増と高い伸びを続けている。住宅投資の拡大の背景にはGSE（政府支援機関）、すなわちファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）の役割が大きい。GSEは社債等を発行することで資金を調達し、民間商業銀行から住宅ローン債権を買取ってきた。GSEの資産・負債は近年、急速に拡大する傾向にある。

ファニーメイの自己資本比率は98年の3.19%から2002年が1.84%と低下傾向で推移している。また、債務保証を含むMBS発行残高は2002年末で1兆ドルを超えていた。

GSEについては、昨年6月にフレディマックで会計疑惑が発覚して以来、議会を中心に改革案が議論されてきた。しかし、これまでのところ抜本的な解決には至っていない。議論の焦点の一つには、GSEには政府による「暗黙の保証」が与えられていると市場がみなしてきたことがある（政府は「暗黙の保証」を否定している）。グリーンスパンFRB（連邦準備理事会）議長は、GSEの資産・負債の拡大が金融システムを脅しかねないと警告（2月25日）しており、GSEによる住宅ローン債権購入の抑制を提案している。

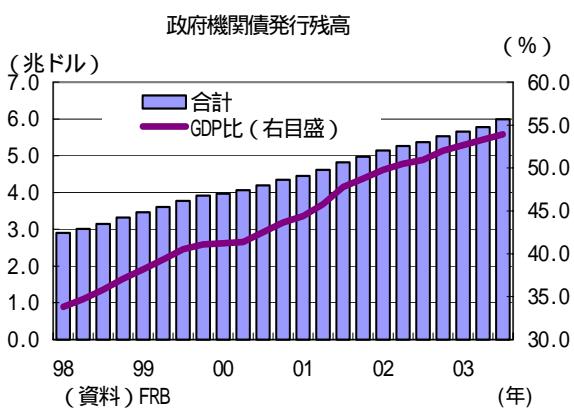
GSEの発行残高は近年2桁の伸びを続けており、2003年7-9月期時点で5兆9,876億ドルに達している。保有主体に注目すると、2003年7-9月期は海外部門が大幅に減少した。今後、GSEの改革が進まなければ、海外からの資金流入が細り、金利の上昇圧力をもたらす可能性も否定できない。



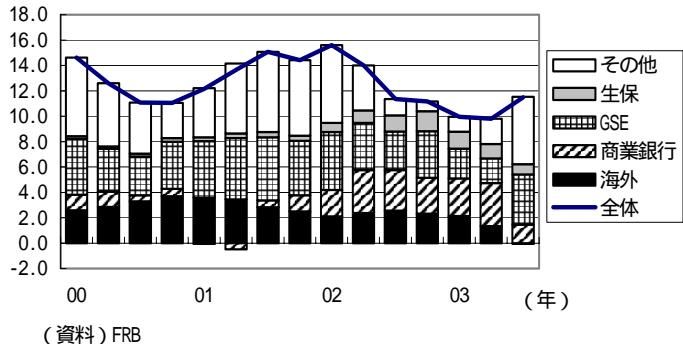
ファニーメイの財務動向

	1998年	1999	2000	2001	2002
総資産	4,851	5,753	6,752	7,999	8,875
うちモーゲージ	4,154	5,229	6,076	7,053	7,977
総負債	4,697	5,577	6,544	7,818	8,712
債券発行	4,603	5,476	6,427	7,635	8,510
うち1年以内	2,054	2,266	2,803	3,435	3,824
うち1年超	2,549	3,210	3,624	4,200	4,686
自己資本	155	176	208	181	163
モーゲージ購入	1,884	1,952	1,542	2,806	3,706
MBS発行残高	6,371	6,792	7,067	8,589	10,295
自己資本比率	3.19	3.06	3.09	2.26	1.84

(注) 単位: 億ドル、%
(資料) ファニーメイ



政府機関債 (Agency Securities) の残高と保有状況
(前年比、%)



米国からみた国際資金フロー（証券投資、2003年10-12月期）の動き

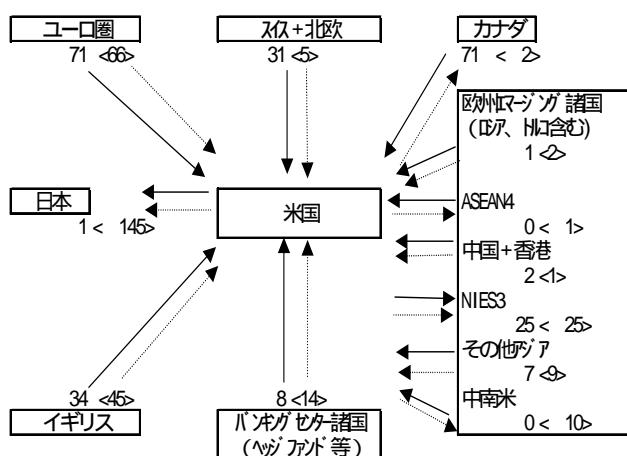
○2003年10-12月の対米証券投資はネットで2,044億ドルの流入超過となり、7-9月期の1,533億ドルを上回った。証券別にみると、国債は7-9月期が754億ドル、10-12月期が752億ドルと横ばいとなったものの、政府機関債は175億ドルから374億ドルへ、株式はマイナス26億ドルから209億ドルへ、社債は630億ドルから709億ドルへいずれも増加に転じた。一方、米国からの対外証券投資はネットで133億ドルの流出超過となり、7-9月期のネットで256億ドルの流出超過から縮小した。

7-9月期から10-12月期にかけての対米証券投資額の動きを地域別にみると、日本は181億ドルから570億ドルへ、イギリスは256億ドルから458億ドルへ、中国（含む香港）が125億ドルから218億ドルへといずれも大幅に増加した。

米国が抱える巨額の経常収支の赤字は海外から米国への資本流入によってファイナンスされている。こうした資金の流れが持続的かどうか、今後も注視する必要がある。

国際資金フロー（証券投資）の推移2003年10-12月

【株式】



図の見方

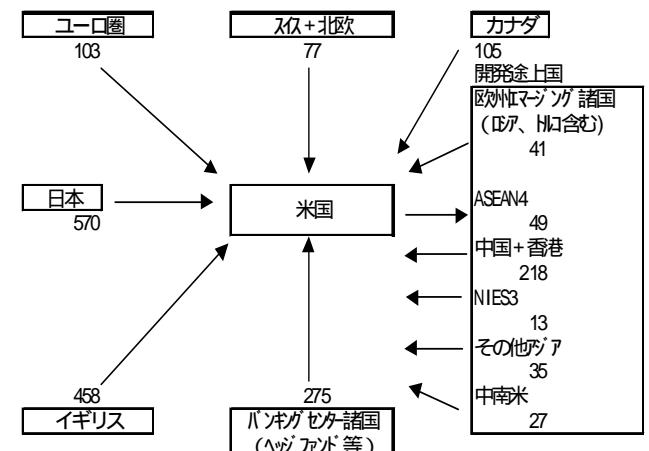
は外国からの対米証券投資（外国資金の動き）
は米国からの対外証券投資（米国資金の動き）

図中の数字は米国への資金流動額（流出額）で単位は億ドル
左側が「対外証券投資」、右側が「対米証券投資」>

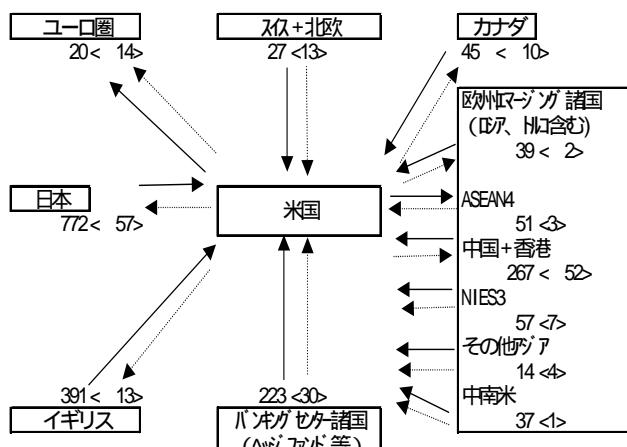
（注）バンクセタはケイマンなど中米の金融セタ

（出所）米財務省

【株式・債券（ネットベース）】

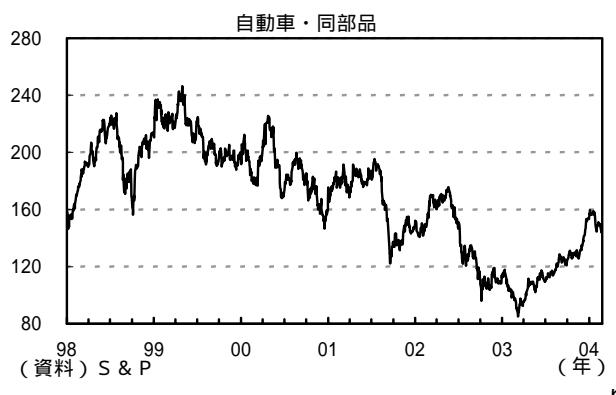
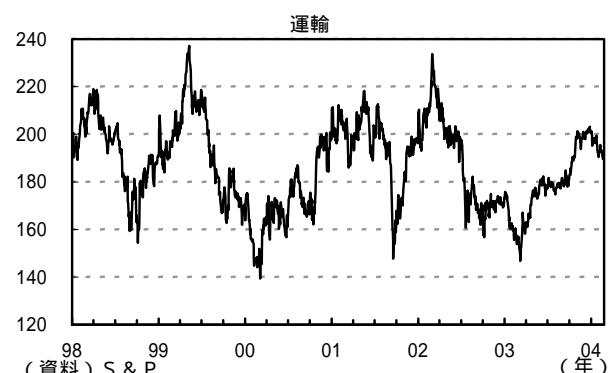
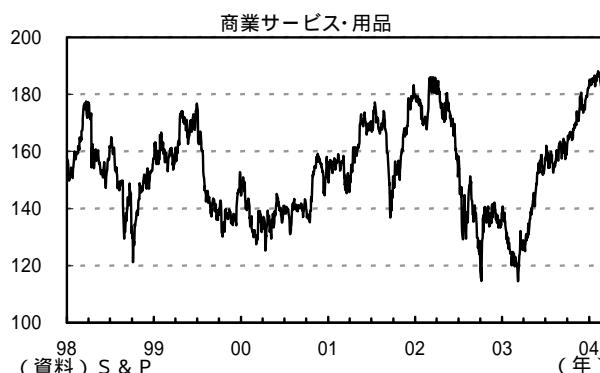
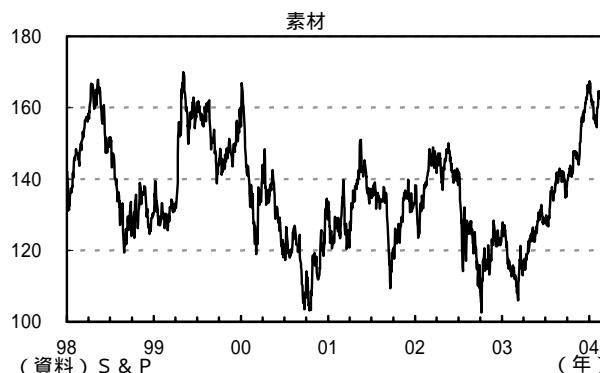
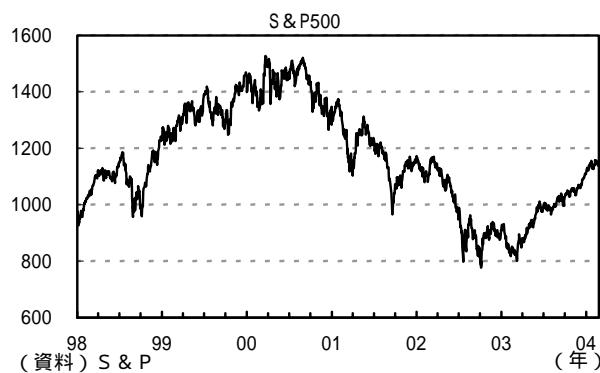


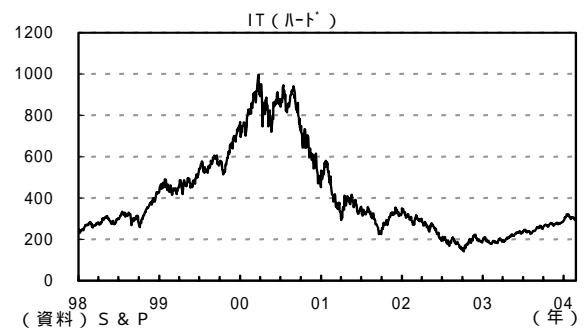
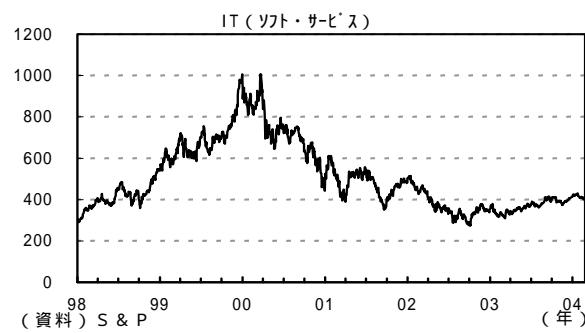
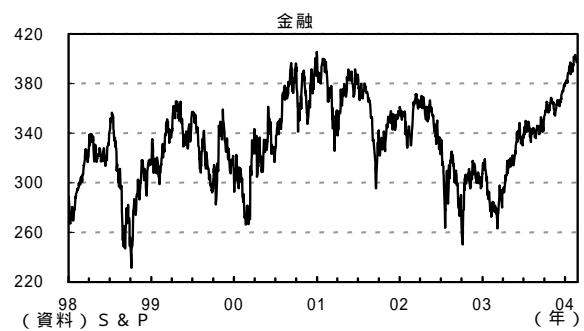
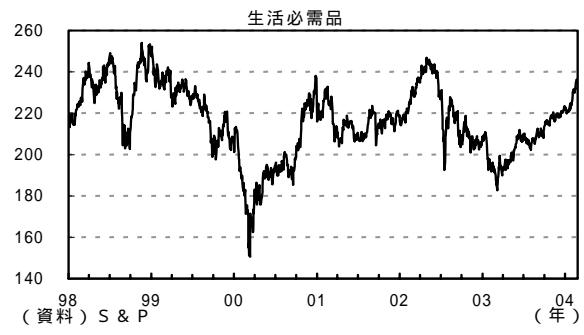
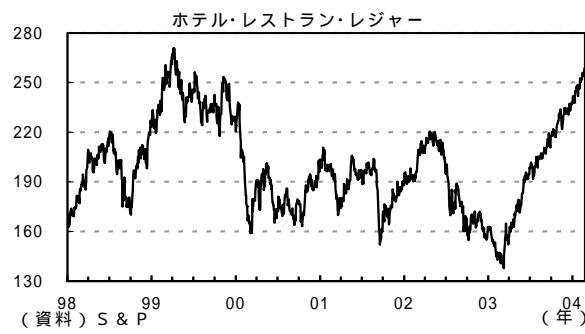
【債券】



米国業種別株価指数の推移 (S & P)

- ・株価は上昇傾向で推移してきたが、このところ伸び悩んでいる。株価指数 (S & P 指数) は 2 月半ばには 2002 年 3 月以来の水準まで上昇したが、2 月末にかけては、雇用の回復テンポが緩やかなことを示す経済指標の発表などを受けて下落した。
- ・2 月 27 日時点の騰落率 (2004 年 1 月末比) は全体で 1.22% となった。業種別にみると、小売 (5.91%) 、生活必需品 (5.67%) 、耐久消費財・アパレル (4.82%) などが上昇した一方、 I T (ソフト・サービス) (3.82%) 、 I T (ハード) (2.96%) は下落した。





【欧洲経済】

《ユーロ圏》

- ユーロ圏経済は引き続き緩やかな景気回復過程にある。ユーロ相場は1ユーロ = 1.25 ドルを下回る水準まで戻してきたものの、依然ユーロ高を懸念する声が多い。
- 2月のユーロ圏景況指数は、96.0と前月比横ばい。企業景況DIも前月比横ばい。受注状況がやや悪化する一方で、生産見通しが改善した。
- 12月の鉱工業生産は、前年比2.2%増と3ヶ月連続でプラス成長。生産財、エネルギー、資本財の生産の伸びが高かった。
- 失業率は、昨年3月以来、8.8%で推移。一方、2月の消費者信頼感指数は前月比1ポイント上昇。経済の先行きに対しやや楽観的になったことが主因。
- 1月の消費者物価上昇率は、前年比1.9%と前月より0.1%ポイント低下。医療費が上昇したものの、食料品、住居費などの伸び率が鈍化した。

【ユーロ圏の主要経済指標】

		経済指標	01	02	03	03/	03/	03/	03/	03/09	03/10	03/11	03/12	04/01	04/02
全般	実質GDP*	(上段:前期比)				0.0	-0.1	0.4	0.3						
		(下段:前年比)	1.6	0.9	0.4	0.7	0.1	0.3	0.6						
	OECD景気先行指数		-1.8	3.3	2.5	1.8	0.5	2.8	4.9	3.9	4.5	5.0	5.3		
景気	景況指数(95=100)*		97.0	95.6	95.1	94.9	94.7	95.0	95.7	95.3	95.6	96.0	95.6	96.0	96.0
	消費者信頼感指数*		-5	-11	-18	-19	-19	-17	-16	-17	-17	-16	-16	-15	-14
	小売売上数量*	(上段:指標)	102.2	102.5		103.4	103.1	103.0		103.1	103.8	101.8			
		(下段:前年比)	2.2	0.3		1.3	1.1	0.0		0.5	0.8	-1.3			
	新車登録		-0.8	-4.5	-1.6	-2.2	-3.6	1.2	-1.5	6.3	0.0	-1.0	-3.7	-2.9	
	投資	建設業	(下段:前年比)	-1.1	0.3		-2.4	-0.2	-0.3		-3.5				
		建設業信頼感指数*		-11	-19	-21	-20	-21	-22	-20	-23	-22	-20	-19	-19
	輸出	域外輸出金額		4.6	1.8	-2.5	-0.4	-5.5	-2.4	-1.8	1.3	-2.0	-6.0	2.9	
		域外輸出数量*		5.3	2.8		0.9	-1.6	-0.1		0.3	1.6			
供給サイド	企業景況*		-9	-11	-10	-11	-12	-11	-7	-9	-8	-6	-8	-6	-6
	生産	鉱工業生産*	(上段:指標)	100.5	99.9	100.3	100.1	99.7	100.3	101.4	99.8	101.3	101.3	101.5	
		(下段:前年比)	0.4	-0.6	0.4	0.7	-0.5	0.0	1.5	-0.8	1.4	0.9	2.2		
		製造業生産*		0.3	-0.8	0.2	0.5	-1.0	-0.4	1.7	-1.0	1.4	1.1	2.6	
		設備稼動率(%)*		83.6	81.4	81.0	81.3	80.8	80.7	81.2					
	雇用	雇用者数		1.4	0.4		0.1	0.1	0.1						
		失業率(%)*		8.0	8.4	8.8	8.7	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
	輸入	域外輸入金額		0.2	-3.0	-0.2	4.5	-2.8	-2.2	-0.2	1.8	-2.8	-2.0	4.6	
		域外輸入数量*		-1.2	-0.3		2.3	2.9	1.2		0.0	1.2			
国際収支	经常収支(10億euro)		-14.4	67.1	27.8	2.5	-7.3	13.6	19.0	6.8	9.3	4.7	5		
	貿易収支(10億euro)		49	99	73	7	15	30	21	8.9	10.2	5.1	5.7		
物価	生産者物価		2.1	-0.1	1.6	2.4	1.4	1.2	1.1	1.1	0.9	1.4	1.1		
	消費者物価		2.4	2.3	2.1	2.3	2.0	2.0	2.1	2.2	2.0	2.2	2.0	1.9	
	消費者物価(コア)		1.7	2.4	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7	
金融	3ヶ月物銀行間金利(%)		5.5	7.2	8.0	7.7	8.6	8.2	7.5	7.6	8.1	7.5	7.0	6.6	
	10年物国債金利(%)		4.26	3.32	2.33	2.68	2.37	2.14	2.15	2.15	2.14	2.16	2.15	2.09	
	株価(DJ Euro Stoxx)		336.3	260.0	213.3	193.5	204.3	221.7	233.0	226.8	225.5	233.9	239.6	250.6	253.9
	為替相場(ドル/ユーロ)		0.90	0.95	1.13	1.07	1.14	1.13	1.19	1.13	1.17	1.17	1.23	1.26	1.26
	名目実効相場		3.2	5.1	11.9	14.1	14.8	9.2	10.1	8.6	9.9	9.2	11.1	9.3	
	短期レポ金利(期末値)		3.25	2.75	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

(資料) Datastream (注)原則として数字は前年同期比;% *は季調値

《ドイツ》

- 景気はゆるやかに回復している。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.2%。固定資本投資、在庫が成長率を押し上げた。企業の景況感改善は一服。2 月の Ifo 企業景況指数は 10 ケ月ぶりに前月水準を下回った。ユーロ高により輸出の見通しが悪化し、製造業において指標が低下。1 月の消費者物価上昇率は前年比 1.2%。医療費の引き上げにより前月より 0.1% ポイント上昇。

【ドイツの主要経済指標】

	01	02	03	03/	03/	03/	03/10	03/11	03/12	04/01	04/02
実質 GDP 成長率* (上段: 前期比)				-0.2	0.2	0.2					
(下段: 前年比)	1.0	0.2	-0.1	-0.3	-0.3	0.0					
OECD景気先行指数	-2.1	4.8	3.6	0.7	3.5	6.6	5.8	6.7	7.4		
IFO企業景況指数	92.1	89.4	91.7	89.5	92.5	96.2	95.3	96.2	97.0	97.5	96.4
鉱工業生産* (上段: 指数)	100.3	99.1	99.6	98.8	98.7	101.0	100.6	101.3	101.2		
(除く建設) (下段: 前年比)	0.4	-1.2	0.5	-0.2	-1.2	1.9	1.6	1.3	3.0		
製造業受注*	-1.6	-0.1	0.6	-2.3	-0.4	3.3	2.2	1.1	6.5		
国内*	-2.3	-3.1	0.0	-1.3	-1.3	1.6	1.6	2.0	1.3		
海外*	-0.8	3.7	1.3	-3.6	0.9	5.3	2.9	0.2	13.0		
設備稼働率(%)*	84.7	83.4	82.6	81.8	82.7	82.5					
建設*	-7.5	-3.8	-4.3	-3.5	-2.7	-0.9	-2.9	-3.4	3.9		
建設業信頼感指数*	-42	-53	-53	-51	-55	-54	-55	-54	-52	-50	-51
消費者信頼感指数*	-3	-11	-19	-21	-18	-15	-17	-14	-15	-16	-13
小売売上数量(除く自動車)*	0.4	-1.3	-1.0	0.8	-2.1	-3.3	-1.5	-3.2	-5.5		
新車登録	-1.1	-2.7	-0.5	-0.4	1.1	-1.1	-4.2	-0.1	1.5	-12.4	
賃金(月給、全産業)	2.0	2.7	2.2	2.3	2.3	1.4	2.1	0.6	1.7		
就業者数*	0.4	-0.6		-1.3	-1.0						
失業者数(千人)*	3860	4073	4381	4416	4396	4360	4373	4360	4347	4266	
失業率(%)*	9.6	10.2	10.4	10.6	10.6	10.4	10.5	10.5	10.4	10.2	
輸出金額*	7.5	2.1	1.5	0.5	1.5	1.1	-1.3	0.8	3.9		
輸入金額*	1.3	-4.5	2.5	1.6	-0.5	1.7	-0.1	4.3	1.0		
生産者物価(鉱工業)	3.0	-0.6	1.7	1.5	1.9	1.8	1.7	2.0	1.8	0.2	
消費者物価	2.0	1.4	1.1	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.1	1.2	
10年物国債金利(%)	4.81	4.79	4.09	3.89	4.10	4.30	4.25	4.38	4.30	4.19	4.13
DAX株価指数	5614.6	4176.7	3198.3	2964.7	3428.3	3698.1	3498.7	3722.8	3876.0	4072.4	4064.3

(資料) Datastream (注) 原則として数字は前年同期比; %、*は季調値。

《フランス》

- 景気は、企業部門主導で緩やかな回復を続けている。1 月の INSEE の企業先行き見通し DI は輸出向け受注の悪化で前月比 2 ポイント低下。2 月の消費者信頼感指数は雇用環境の悪化懸念から前月比 1 ポイント低下。

【フランスの主要経済指標】

	01	02	03	03/	03/	03/	03/10	03/11	03/12	04/01	04/02
実質 GDP 成長率* (上段: 前期比)				-0.4	0.4	0.4					
(下段: 前年比)	2.1	1.2	0.2	-0.4	-0.2	0.6					
OECD景気先行指数	-2.7	2.0	1.1	-1.5	1.5	4.1	3.5	4.2	4.7		
INSEE企業先行き見通し DI*(%)	-24	-24	-29	-41	-32	-5	-20	-3	8	13	11
企業収益(10億 euro、年率)*	500	513	507	504	507	508					
鉱工業生産* (上段: 指数)	101.2	99.9	99.6	98.6	99.6	100.7	101.0	100.4	100.7		
(除く建設) (下段: 前年比)	1.1	-1.3	-0.3	-1.8	-0.7	1.7	2.2	0.9	2.0		
製造業稼働率(%)	87.4	85.3	84.9	84.9	84.8	84.8					
建設*	3.4	0.9		-0.8	0.4		1.9	0.4			
建設業信頼感指数*	16	0	-9	-10	-11	-4	-8	-4	-1	3	-3
消費者信頼感指数*	-11	-16	-25	-26	-23	-24	-24	-24	-24	-15	-16
小売売上数量* (上段: 指数)	120.8	123.2		123.9	124.8		124.7				
(下段: 前年比)	2.3	2.0		1.0	1.1		0.2				
新車登録	5.7	-4.9	-6.3	-8.0	-6.0	-3.5	-1.9	-9.4	0.6	-11.9	-2.7
家計工業品消費(除く自動車)*	3.8	1.2	1.8	1.1	1.5	2.1	4.0	1.6	0.9	2.0	
就業者数*	1.6	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2					
失業者数(千人)*	2377	2512	2635	2595	2639	2635	2631	2624	2635	2612	
失業率(%)*	8.8	9.3	9.7	9.5	9.7	9.7	9.7	9.6	9.7		
輸出金額*	1.6	-0.7	-3.2	-5.5	-5.0	-0.6	-0.8	-2.6	1.7		
輸入金額*	0.0	-2.8	-2.1	-2.7	-4.3	-1.1	0.7	-3.3	-0.5		
生産者物価(鉱工業中間財)	1.2	-0.2	0.9	0.8	0.4	0.5	0.3	0.8	0.4	0.2	
消費者物価	1.7	1.9	2.1	1.9	2.0	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	
10年物国債金利(%)	4.96	4.88	4.13	3.94	4.13	4.31	4.25	4.38	4.30	4.21	4.14
CAC40株価指数	5019.3	3789.1	3119.1	2977.2	3231.4	3402.8	3314.3	3403.7	3490.6	3633.4	3681.4

(資料) Datastream (注) 原則として数字は前年同期比; %、*は季調値。

《イタリア》

- イタリア経済は緩やかな回復過程にあるものの、勢いは弱まっている。10-12 月期実質 GDP は前期比横ばいにとどまった。ユーロ高やパルマラット社のスキャンダルが消費者及び企業マインドを悪化させたことが主因。2 月の消費者物価上昇率は前年比 2.4%。食料品やたばこ価格の上昇率が高い。

【イタリアの主要経済指標】

	01	02	03	03/	03/	03/	03/10	03/11	03/12	04/01	04/02
実質 G D P 成長率* (上段 : 前期比)				-0.1	0.5	0.0					
(下段 : 前年比)	1.7	0.4	0.4	0.2	0.5	0.1					
OECD景気先行指数	-1.4	2.4	0.3	-1.1	1.5	2.5	2.7	2.7	2.0		
企業景況指数*	91.9	94.0	92.4	90.8	92.1	93.3	94.3	94.3	91.3	93.5	92.6
鉱工業生産* (上段 : 指数)	99.3	98.0	97.5	96.6	98.0	97.8	97.7	98.0	97.8		
(下段 : 前年比)	-1.1	-1.3	-0.5	-1.5	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.1		
製造業受注	-3.4	2.3	-3.8	-4.8	-5.4	0.0	-0.2	-3.8	3.8		
設備稼働率(%)	78.1	77.5	76.3	76.7	75.8	76.8					
建設業信頼感指数*	3	5	-2	-1	-5	-3	-2	-1	-6	-7	-11
消費者信頼感指数*	-3	-9	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-15	-18	-21
小売売上* (上段 : 指数)	102.8	105.3	107.4	107.3	107.7	108.0	107.9	107.9	108.3		
(下段 : 前年比)	2.1	2.4	2.0	2.4	2.1	1.4	1.5	1.4	1.5		
新車登録	-0.5	-5.7	-1.7	-6.8	4.9	-11.1	-0.3	-4.5	-27.5	5.6	-2.1
就業者数*	2.1	1.4	1.0	1.3	1.0	0.7					
失業者数*	-9.1	-4.4	-3.2	-3.3	-3.5	-4.8					
失業率(%)*	9.5	9.0	8.7	8.7	8.6	8.5					
輸出金額	5.1	-1.5	-4.0	-5.6	-1.0	-3.9	0.3	-7.5	-5.4		
輸入金額	2.1	-1.1	-1.4	-0.9	0.5	-4.8	-4.3	-6.6	-3.6		
生産者物価	1.9	0.2	1.6	1.7	1.3	0.9	0.7	1.2	0.8	0.3	
消費者物価	2.7	2.5	2.7	2.7	2.8	2.5	2.6	2.5	2.5	2.2	2.4
10年物国債金利(%)	5.19	5.03	4.24	4.02	4.25	4.44	4.38	4.51	4.45	4.32	4.25
MIBTEL株価指数	25636	20291	18331	17946	18770	19671	19076	19757	20190	20534	20632

(資料) Datastream

(注) 原則として数字は前年同期比; %、*は季調値。就業者数、失業者数および失業率は、1月(第1Q)、4月(第2Q)、7月(第3Q)、10月(第4Q)の値。

《スペイン》

- 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.7% と引き続きスペイン経済は堅調に推移している。個人消費及び固定資本投資が堅調。株価も上昇している。消費者物価上昇率は 1 月に前年比 2.3% まで低下。生鮮食料品やサービス価格が上昇したものの、エネルギー価格が大きく低下した。

【スペインの主要経済指標】

	01	02	03	03/	03/	03/	03/10	03/11	03/12	04/01	04/02
実質 G D P 成長率* (上段 : 前期比)				0.7	0.6	0.7					
(下段 : 前年比)	2.8	2.0	2.4	2.3	2.4	2.7					
OECD景気先行指数	-0.1	2.1	6.0	7.7	5.2	3.9	4.3	3.9	3.3		
企業景況感(%)	-5.5	-6.3	-4.5	-6.2	-3.9	-2.9	-2.5	-1.9	-4.3	-5.2	
鉱工業生産	-1.5	0.2	1.4	1.7	1.0	1.1	1.1	1.5	0.8		
製造業稼働率(%)	79.5	78.5	79.1	77.5	79.7	80.6					
建設面積	-2.2	3.0		21.4	11.5		17.7	17.6			
建設業信頼感指数*	15	5	11	10	10	8	4	8	11	2	5
消費者信頼感指数*	-4	-12	-14	-14	-12	-12	-12	-12	-11	-12	-12
小売業売上サーベイ	7.1	5.7	5.7	5.9	5.4	6.0	7.0	3.6	7.0		
新車登録	3.7	-7.1	3.8	3.2	7.5	10.3	8.2	12.6	10.3	9.2	
就業者数*	3.8	1.9	2.7	2.7	2.8	2.9					
失業者数*	-1.8	6.0	2.2	1.7	1.4	1.3	1.4	1.2	1.3	1.0	
失業率(%)*	10.6	11.3	11.3	11.3	11.3	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	
輸出金額*	4.7	1.8		9.3	1.7		3.9	-1.9			
輸入金額*	3.4	0.7		9.0	6.7		1.8	2.6			
生産者物価	1.7	0.7	1.5	1.0	1.0	1.0	0.6	1.3	1.1	0.7	
消費者物価	3.6	3.1	3.0	2.9	2.9	2.7	2.6	2.8	2.6	2.3	
10年物国債金利(%)	5.12	4.95	4.10	3.86	4.10	4.33	4.27	4.40	4.3	4.2	4.1
株価指数	853.7	726.7	705.9	683.1	739.6	765.1	739.1	764.8	791.4	832.8	852.2

(資料) Datastream (注) 原則として数字は前年同期比; %、*は季調値。

《英国》

- 景気は、内需をけん引役に堅調に推移している。2月25日発表の改訂値によれば、昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比0.9%と速報値と変わらなかったものの、前年同期比は2.5%から2.8%に0.3%ポイント、2003年通年の成長率も2.1%から2.3%に0.2%ポイント上方修正された（詳細は後述）。サービス輸出と家計の外食、住宅、余暇関連支出の上方改訂が主因と説明されている。先行きについても12月のOECD景気先行指数が前年同月比2.3%増となるなど当面、足元の景気拡大傾向が続くことが示唆されている。
- 内需の原動力である消費は年明け以降も堅調である。1月の小売売上は新年セールの効果もあり、前年同月比6.3%増と大方の予想を上回る拡大となった。新車登録もディーゼル車を中心に同5.8%増と好調なスタートとなった。一方、製造業生産は一進一退の動きが続いているが、海外景気の回復を受けて輸出が持ち直しており、今後、緩やかながらも回復に向かうと見られる。なお、CBIの輸出受注評価は1月にいったん悪化したものの、2月には再び改善しており、輸出持ち直しを背景とした生産回復の動きは徐々に明らかとなろう。
- 1月の生産者物価上昇率はポンド高による輸入価格の低下を背景に前年同月比1.6%と前月より0.2%ポイント低下した。一方、消費者物価上昇率は、銀行の当座貸越手数料の据置き（昨年は引下げ）や衣料品の値引き幅縮小から同1.4%と前月より0.1%ポイント上昇したが、依然として政策目標（同2.0%）を下回る。2月の利上げ後、当面、政策金利は据置かれよう。

【英国の主要経済指標】

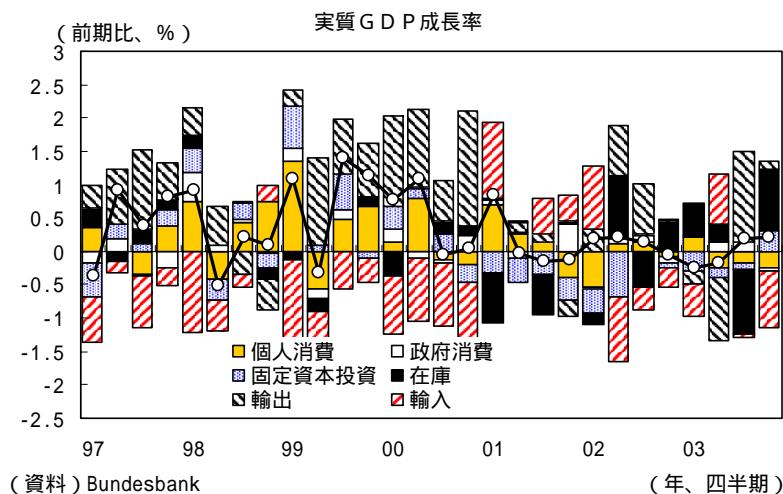
		経済指標	01	02	03	03/	03/	03/	03/	04/	03/11	03/12	04/01	04/02
全般	実質GDP*(上段：前期比)				0.3	0.7	0.8	0.9						
	(下段：前年比)	2.1	1.7	2.3	2.0	2.3	2.3	2.8						
	CBI企業先行き見通し(%)	-27	-6	-17	-19	-27	-13	-7	17					
	OECD景気先行指数	-0.6	1.7	-0.6	-0.5	-2.3	-0.7	1.0		0.8	2.3			
	企業収益(税引き前)	0.6	9.3	9.7	11.1	12.2	8.0	7.6						
景気	消費者信頼感指数*	-5	-4	-6	-10	-7	-5	-3		-4	-3	-3	-2	
	小売売上*	6.0	6.8	3.3	3.2	2.9	3.3	3.7		3.9	3.6	6.3		
	新車登録	10.7	4.3	0.6	-1.4	1.5	1.4	1.1		-1.5	7.5	5.8		
	投資	住宅着工(年率、千戸)*	147.9	149.4		157.2	160.9							
	輸出	新規建設工事受注*	-0.8	3.0	-4.0	-3.2	6.8	-9.7	-8.4	11.2	-26.4			
供給	生産	輸出*	1.1	-1.9	0.7	3.9	-5.9	-0.8	6.4	7.0	7.7			
	生産	CBI輸出受注評価	-34	-34	-33	-36	-33	-33	-28	-27	-21	-27	-22	
	生産	製造業生産*	-1.3	-3.6	-0.1	-1.5	0.4	-0.2	1.1	0.6	0.5			
	生産	CBI能力以下操業割合	62	68	70	74	70	68	68	66				
	生産	CBI最終品在庫水準評価	17	16	17	18	17	18	16		10	14	6	14
雇用	雇用	就業者数*	0.7	0.2		0.4	0.8	0.9						
	雇用	失業率(%)*	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0		3.0	3.0	2.9		
	輸入	輸入*	4.4	1.1	0.5	2.7	-3.8	-0.9	4.0		1.3	8.3		
	国際収支	経常収支(10億£)	-24	-18		-3	-8	-8						
	国際収支	貿易収支(10億£)*	-41	-47	-46	-11	-11	-12	-13		-4	-4		
物価	物価	製造業生産者物価	-0.3	0.1	1.5	1.7	1.3	1.4	1.6		1.7	1.8	1.6	
	物価	消費者物価(CPI)	1.2	1.3	1.3	1.5	1.3	1.4	1.4		1.3	1.3	1.4	
	物価	消費者物価(金利除き、RPIX)	2.1	2.2	2.8	2.9	2.9	2.8	2.6		2.5	2.6	2.4	
	物価	ハリファクス住宅価格指数	8.1	20.8	19.1	23.2	21.1	18.4	14.6		12.6	17.6	18.5	17.9
	物価	単位労働コスト*	3.7	2.8		2.6	3.2	3.2						
金融	金融	平均実収	4.4	3.6	3.3	3.6	3.0	3.6	3.4		3.2	3.4		
	金融	マネーサービス(M4)	6.6	7.0	6.0	6.4	6.9	5.4	6.0		5.8	6.0	7.5	
	金融	3ヶ月物銀行間金利(%)	4.97	4.01	3.69	3.75	3.59	3.52	3.88		3.93	3.97	4.01	4.13
	金融	10年物国債金利(%)	4.91	4.86	4.47	4.28	4.20	4.48	4.91		5.01	4.87	4.78	4.81
	金融	株価(FT100)	5561	4597	4051	3696	3988	4164	4345		4349	4397	4471	4443
	金融	為替相場(ドル/£)	1.44	1.50	1.63	1.60	1.62	1.61	1.71		1.69	1.75	1.82	1.87
	金融	実効相場(90=100)	105.8	106.0	100.2	102.4	99.1	99.2	100.2		100.4	100.3	102.4	104.8
	金融	実効相場(前年比)	-1.6	0.2	-5.5	-4.3	-5.9	-6.1	-5.5		-5.1	-4.9	-1.6	2.4

(資料) Datastream (注) 原則として数字は前年同期比;%、*は季調値。

【欧州経済の注目点】

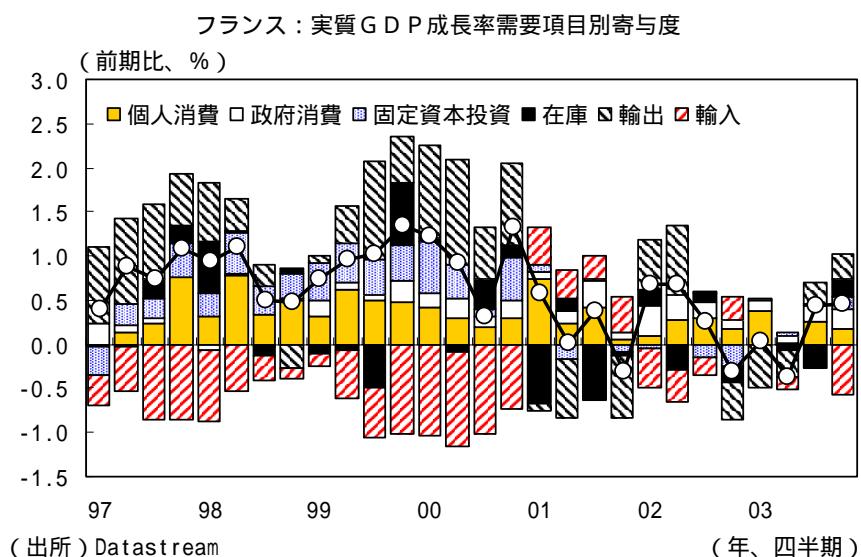
ドイツ：2003年10-12月期の実質GDP成長率は前期比0.2%

- ・ドイツの10-12月期実質GDP成長率は前期比0.2%と7-9月期と同じ伸び率にとどまった。需要項目別に寄与度をみると、個人消費が0.2%ポイント、輸出から輸入を差し引いた純輸出が0.7%ポイント、実質GDP成長率を押し下げた。一方、固定資本投資が0.3%ポイント、在庫が0.9%ポイント押し上げている。
- ・7-9月期には輸出が前期比3.8%増加し、外需が実質GDP成長率を押し上げる形になっていたが、10-12月期には、その反動もあり、同0.3%増にとどまった。ただし、前年同期比の輸出の伸び率をみると、7-9月期の0.8%から10-12月期には1.4%へと上昇しており、単純にユーロ高の影響が現れたとみることはできない。むしろ、世界景気の拡大に伴い輸出が拡大していたといえる。
- ・個人消費の不振が昨年末まで続いたことが今回のGDP統計で明らかになった。個人消費は前期比0.4%減と3期連続でマイナスの伸びを示した。10-12月期には、失業率が10.4%と高止まりしており、雇用に対する不安感から消費者マインドは冷え込んだままであった。そのため、消費よりも貯蓄選好が高まり、個人消費の低迷につながったものと考えられる。
- ・今後の動向について考えるうえで、2つのポイントが重要となる。1つはユーロ相場の動向である。一時、1ユーロ=1.29ドル台に達したユーロ相場は、このところ、1ユーロ=1.25ドルを下回る水準で推移している。当部の推計では、2004年の平均ユーロ相場が1ユーロ=1.25ドルであれば、ドイツの2004年の実質GDP成長率は0.2%ポイント押し下げられる。しかし、一方で世界景気が拡大しており、12月の製造業の海外受注はアジア、米国からの受注増加で前年比13.0%増と高い伸びを示すなど、ユーロ高の影響は、まだ、顕在化していない。1ユーロ=1.25ドルを上回るユーロ高になれば、さらに成長率は押し下げされることになるが、現状程度であれば、ユーロ高の影響は何とか吸収できるものとみられる。
- ・もう1つのポイントは個人消費の動向である。今年1月より減税が実施されているが、ドイツの研究機関Marplanのアンケート調査によれば、ドイツ国民のうち減税により所得が増えたという人は15.9%にすぎず、37.1%は逆に所得が減ったとしている。減税と同時に実施された補助金削減などの措置が中低所得層の負担を増したものといえる。このため、1月の消費者信頼感指数は前月より悪化したが、2月には1月より3ポイント上昇している。内容をみると、雇用に対する不安感は依然強いものの、今後の資金繰りや一般的な経済状況の改善期待が強まっている。企業部門の明るさが徐々に個人部門に浸透しつつあるとみることができるが、実際に雇用環境等は厳しい状況が続いている、個人消費回復の足取りは重いものとなろう。



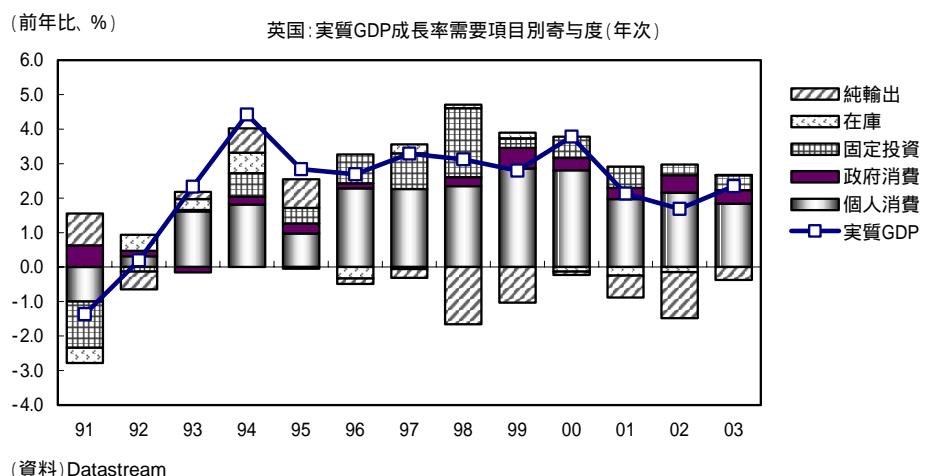
フランス：10 - 12 月期実質 GDP 成長率は前期比 0.5%

- 2003 年 10-12 月期のフランスの実質 GDP 成長率は、前期比 0.5% と 7-9 月期の成長率 0.4% から 0.1% ポイント上昇した。輸入が前期比 2.1% と高い伸びを示したことが GDP 成長率を鈍化させた。需要項目別に寄与度をみると、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質 GDP 成長率を 0.3% ポイント押し下げている。一方、個人消費が 0.2% ポイント、政府消費 0.2% ポイント、固定資本投資が 0.1% ポイント、在庫が 0.2% ポイント押し上げた。
- フランスもドイツ同様、昨年 7-9 月期より景気回復過程に入っている。輸出の増加を背景に企業部門は堅調であるが、ドイツほどではないものの個人部門の動きは弱いものとなっている。
- ただし、企業部門についても先行き楽観できなくなってきた。INSEE が公表した 2 月の企業景況 DI は 11 ポイントと 1 月の 13 ポイントから 2 ポイント悪化した。内容をみると、受注状況なかでも今後の海外受注動向が悪化している。ユーロ高の影響がフランス企業に現れ始めたものといえる。ただし、DI の水準自体は高く、すぐにユーロ高が企業の業況に影響することはないともられる。
- 個人部門についても 12 月の失業率が 9.7% と 11 月より 0.1% ポイント悪化するなど雇用環境は厳しい状況が続いている。2 月の消費者信頼感指数も雇用環境への懸念から前月より 1 ポイント悪化するなど消費者マインドも冷え込んだ状況が続いている。
- 今後について展望すると、ドイツ同様、ユーロ高の影響が懸念される。現状、まだ、はっきりとは現れていないものの、INSEE の企業景況指数にみられるように、今後の海外受注に対する悪化懸念が増している。これまで景気けん引役を担ってきた輸出の勢いに陰りがみられるうことになれば、企業部門の回復スピードも減速することとなる。今後、ユーロ相場が現在の 1 ユーロ = 1.25 ドルを上回る水準で推移すれば、企業部門にとっても無視できない影響が出てくるものとみられる。
- 個人部門も雇用環境の改善が進まず、消費者マインドが冷え込んだ状況では、個人消費のさらなる加速は期待できない。ユーロ高で海外受注が減少すれば、雇用環境をさらに悪化させかねない。フランス経済の先行きについても、ユーロ相場の動向が大きなポイントといえよう。

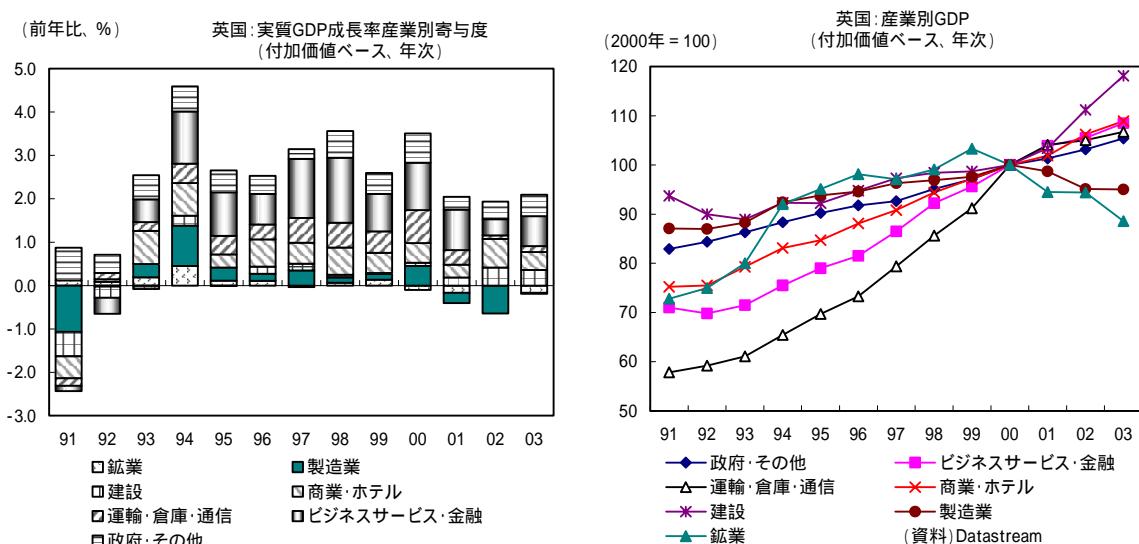


英国：2003年通年の実質GDP成長率は2.3%に上方改訂

- 2月25日発表の一次改定値によると、英国の2003年の実質GDP成長率は2.3%と2001年(2.1%)、2002年(1.7%)を上回った。なお、2003年10~12月期の実質GDP成長率(前期比)は速報値と同じ0.9%であった。この結果、2004年への成長率のゲタは1.3%となり、たとえ1~3月期以降、実質GDPが横ばいで推移しても1.3%成長は確保できる見通しとなつた。
- 2003年2.3%成長の需要項目別の寄与度を見ると、個人消費+1.8%、政府消費+0.4%、固定資本投資+0.4%に対して純輸出-0.4%と近年の傾向と同じく、専ら内需に依存した経済成長であることがわかる。しかし、2003年の成長率が2001年、2002年を上回ったのは内需が一段と力強く拡大したためではなく、外需のマイナス寄与が小さくなつたためである(下図参照)。



- これを産業別GDP(付加価値ベース)でみると、成長のけん引役は内需に依存するサービス業であり、売上高の4割近くを輸出に依存する製造業は低迷が続いている。しかし、ここでもまた、2003年の成長率押上げ役は内需依存のサービス業ではなく、輸出ウェイトの高い製造業のマイナス寄与の縮小にある。実際、四半期ベースで見ると、製造業生産(付加価値ベース、2000年=100)は2003年1~3月期を底にわずかながら持ち直し傾向が見える(03/1Q:94.4 03/4Q:95.5)。
- 海外景気の回復を背景に製造業、ないし外需に持ち直しの兆しが見えてきており、英国経済は今後、これまでの内需、サービス業一本槍の成長からよりバランスの取れた成長に向かうと見られる。



米国の経常収支赤字は爆弾か不発弾か

ドル暴落か？

目前の円・ドル相場は110円台に戻り、一方的な円高観測は消えつつある。しかし、その背景にある米国の経常収支赤字をめぐる議論は白熱している。早晚、米国の経常収支赤字は維持できなくなり、ドル相場は暴力的な調整を余儀なくされるのだろうか。海外から米国への資本流入が止まるかもしれない悲観論者は言う。そうなれば、米国の長期金利がはね上がり、景気は冷え込むおそれがある。

たしかに、GDPに対する経常収支の赤字幅は拡大を続け、しかもそのスピードは加速している。米国は、日本の円売り介入に批判的であり、最大の赤字発生源である中国に対しては通貨切り上げ圧力をかけている。

しかし、ここ30年ほどを振り返ると、米国の経常収支が黒字ないし、とんとんだった年は、世界経済は必ずしもハッピーではなかった。

過去20年間の変化

1960年代、米国の経常収支はおおむね黒字だった。70年代になると、変動が大きくなり、70年代後半には対GDP比で1%程度の赤字となったが、1980年前後は、収支はとんとんに戻った。

収支が激しく変動するようになったのは80年代以降である。80年代半ばには対GDP比で3%を超える赤字となった。しかし、90年にはいったんは黒字を計上した。その後は一貫して赤字を計上している。2002年には、対GDP比で4.6%となり、2003年は、ついに対GDP比で5%を超えた。このため、空前の赤字は早晚、維持できなくなり、米国経済の信認低下により、この赤字をファイナンスするための資本流入が細り、金融市場にも変調が起きる、と主張する論者が勢いを増した。

ここで、収支がほぼ均衡していた1980年と2002年の統計を比較してこの間の変化を検討してみよう。

1980年には、ほぼ均衡していた経常収支は2002年には4810億ドルの巨額の赤字となっている。その主因が、財の貿易収支である。1980年に260億ドルの赤字は、2002年には4830億ドルと18倍になっている。この背景にあるのが、輸入の急増である。この期間に、輸入は4.7倍に拡大した。一方、輸出は3倍でしかない。この差が、貿易収支悪化の決定的要因となったのだ。

財別に見た貿易収支

輸入の急増と低い輸出の伸びが、貿易収支悪化の根本的原因である。ただし、財の貿易収支はすべての品目で赤字になっているが、中でも目立つのが消費財の赤字の大きさである。

消費財の貿易赤字の原因はわかりやすい。この分野は、米国企業が早くから生産拠点の海外移転を進めてきたからである。80年代前半は、相当なドル高が続いたので米国企業の海外展開は加速

した。この結果、繊維、雑貨などの米国での生産は急速に減少し、輸入に大きく依存することになった。米国の対中赤字が1000億ドルを超えるようになったのは、この要因が大きい。

資本財の赤字も大きい。これも、生産拠点の海外移転の影響が大きい。特徴は、企業内輸入が大きいことである。つまり、海外の生産子会社から米国の本社が、機械や部品を大量に購入することによって、見かけ上は米国の貿易赤字が膨らんでいるように見えるのである。こうした企業内貿易の影響を見極めることは難しいが、統計上の貿易赤字は3割程度水増しされているのではないかと思われる。

成長率格差と輸入弾力性

楽観論者は、米国が世界経済のエンジンであるということと、米国の経常収支赤字が巨大であることはコインの両面であると考える。

米国の経常収支赤字が目立つようになったのは、ここ20年ほどである。この間の米国の平均成長率は3%を上回り、主要貿易相手国の中日本と欧州を大きく引き離した。経常収支赤字の大半を説明する貿易収支赤字は、この成長率格差から生まれたものと考えられる。米国の場合は上で見たように、製造業の空洞化が進んだため、国内需要が強くなると輸入が増えやすい構造（輸入のGDP弾性値が大きい）になっている。大まかに言うと、1%のGDPの伸びが2.5%の輸入の増加に結びついている。このため、米国経済が旺盛な内需で世界経済をリードするというグローバルな構造があるかぎり、米国の貿易赤字、つまり、経常収支赤字問題は続くということになる。

逆に、米国の貿易収支が均衡するとすればどういうときか。1980年や1990年のケースからもわかるように、米国の内需が冷え込んだときである。このとき、他の主要先進国の景気が強ければ、米国の輸入は相対的に抑制される。しかし、米国の景気が弱いときに、日・欧の景気が強いという局面は現実にはなかなか起きそうにない。現在、日本と欧州の景気が回復に向かっているとはいえ、米国の内需の強さとはくらべものにならない。米国の経常収支赤字は、爆弾かもしれないが、マーケットが不必要におびえなければ、永遠の不発弾で終わるのではないだろうか。

（調査部主任研究員 高橋克秀）