

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

米国経済・金融動向 / 上振れ期待の強い7-9月期GDP

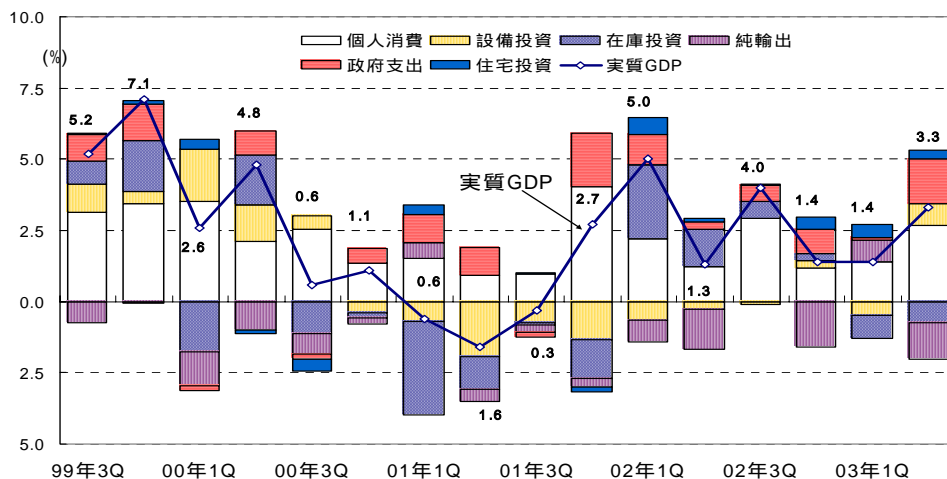
< 米国経済の動き >

- 7-9月期実質GDPの予測は、一連の経済指標が明らかになるにつれて上昇しており、直近のエコノミストの予測平均は6%に達したようだ。需要項目中では、減税効果とインセンティブ販売による自動車販売の増加による消費支出の急増が大きい。一方、高成長にもかかわらず雇用の改善が遅れており、国内では保護主義的な動きも見られるようになった。

< 米国金融市場の動き >

- 90年代末の海外勢による対米投資が株式や社債など企業向け中心だったのに対し、最近では米国債主体となっていることが、米財務省のデータから見てとれる。
- 米国の株高が世界各国の株高につながっているとの視点に立てば、各国投資家は米株高の恩恵を授かっているとの見方ができる半面、最近の資金フローからは、海外投資家が対米投資で損をする(ドル安、国債価格下落)中で、株式に資金を回帰させる米国内投資家が米株高の恩恵を受ける、といった皮肉な構図を見出すこともできよう。

(図表 1)米国の実質 GDP と寄与度の推移(前期比年率、%)



主任研究員(米国経済) 土肥原 晋

(03)3597-8647 doihara@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

< 米国経済の動き >

(担当：土肥原)

(概況：GDPの動向)

上振れの可能性が強い7-9月期GDP

30日に発表される米国の7-9月期GDPは、かなり高めの数値となりそうだ。10/10付のブルーチップ誌では、4.9%（エコノミストの予測平均）であったが、その後集計されたブルームバーグ社の調査では、6.0%（10/24現在）まで上昇しており、また、米国の有力インベストメントバンクは5.0%予想を6.5%へと引き上げ、さらなる上振れ観測も見られる。現状では、消費支出の上伸により02年1-3月期の5.0%を越え、99年10-12月期の7.1%以来の水準となりそうである。

もともと、7-9月期GDPについては、7月実施の減税効果により、早くから強めの数値が予測されていた。実際、新学期シーズンを迎えた消費は予想以上の堅調な推移を見せ、7-9月期の小売売上高は、9月は若干低下したものの8月分の大幅な上方改定もあって、前期比年率で見ると+12.2%増、自動車除きでは同+12.5%増と90年代の好況期をも上回る結果となった。特に、自動車販売については、9月は年率1670万台と低下したものの、8月はインセンティブ販売の強化により年率1900万台と2001/10以来の月間販売台数を記録している。

消費支出以外でも、GDPに係わる要因は好転している。設備投資は回復基調にあると見られ、金利の底打ち反転により懸念された住宅投資はなお好調を維持している。前期のGDPを押し上げた国防支出は高水準に推移し、8月貿易赤字は予想外の縮小となった。ただし、底打ち局面にあると見られていた在庫投資は、8月分が自動車在庫の減少により全体の在庫投資が減少しており、GDPの足を引っ張りそうだ。

こうした高成長予測を前にしながらもブッシュ政権の顔色は冴えない。来年の選挙を考えれば、経済成長以上に雇用の回復が必要と言える。9月失業率は6.1%と依然6%台にあり、前記のブルーチップ誌の調査では、堅調な成長率の持続を予想する中で、来年10-12月期の失業率の予想平均は5.8%に留まる。雇用改善の遅れの背景には、生産性の上昇と海外への生産移転があり、こうした流れは押し戻せるものではない。ブッシュ政権では、米国経済が潜在成長率と目される3.5%を上回ってくれば失業率は改善すると見込み、成長率を伸ばすことに注力してきた。その通りかもしれないのであるが、ブッシュ政権にとっては選挙前に改善しなければ意味がないのである。これまで強いドルを主張してきたブッシュ政権でも、製造業や議会の主張を受け、一部通貨との為替調整に言及し始めた。米国も一方で痛みを被る程の大幅な為替調整でなければ、雇用が増えることは難しいと思われるが、選挙に向けて経済政策面での変化には目が離せない状況が、当面続きそうである。

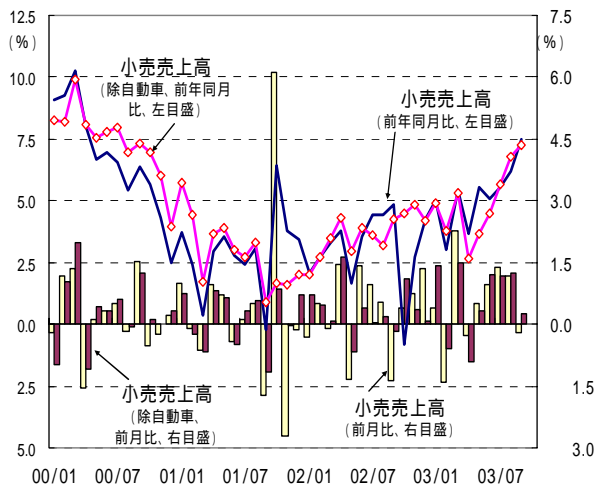
(消費の動向、景況感)

9月小売売上高は5ヵ月ぶりに下落するも、消費堅調の見方は不変

9月の小売売上高統計は、前月比 0.2%減(自動車除きでは+0.3%増)と5ヵ月ぶりの下落となった。しかし、8月が当初の前月比+0.6%から同+1.2%へと大幅に増額修正されたため、9月の前年同月比は+7.5%(8月は+6.2%)に上伸しており、消費が強いとの見方に変わりはない。種別では、自動車販売店が前月比 1.9%、スポーツ・趣味関係が同 1.9%、飲食店が同 1.9%と減少した一方、住宅・園芸資材が同+1.9%、衣料品店等が同+1.4%と増加した。また、9月の自動車販売を台数ベースで見ると、年率 1670万台と8月(同 1900万台)から大幅に鈍化している。

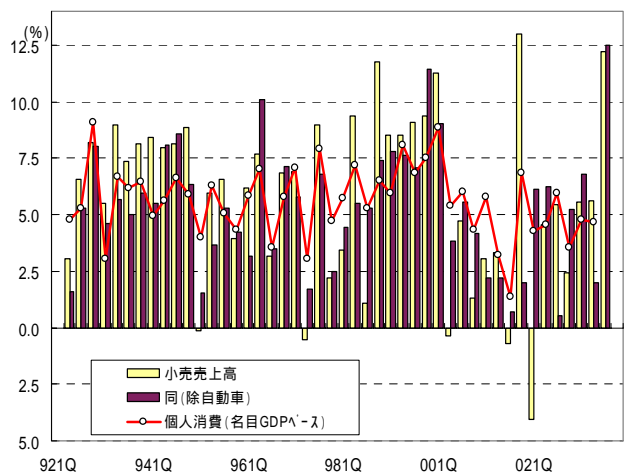
なお、9月の小売売上高は前月比では低下したのであるが、7-9月期で見ると、前期比年率 12.2%増(自動車除きでは+12.5%増)となった。小売売上高は、変動の大きい自動車販売によって大きく振られる傾向があるが、自動車除きの小売売上高が+12.5%増に達するのは、90年代の好況期にも見られない稀有な四半期となった。このため、7-9月期 GDP が押し上げられる可能性が一層強まったと言える。

(図表2)米国:小売売上高の推移(月別)



(資料)米商務省

(図表3)米国:小売売上高の推移(四半期)



(資料)米商務省、前期比年率

消費者信頼感が上向く一方、企業のセンチメントは反落の動き

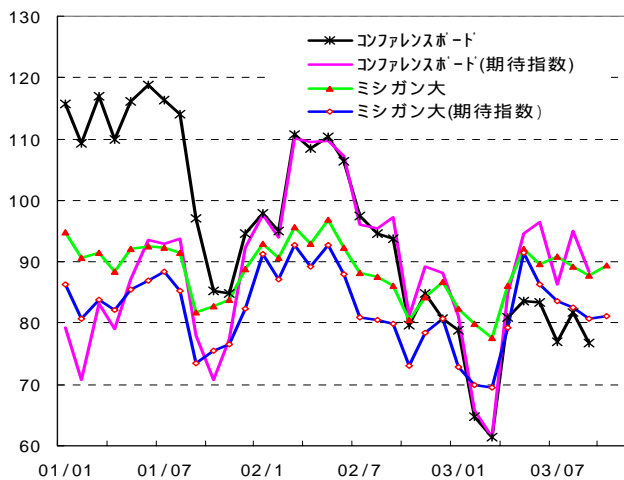
10月ミシガン大学の消費者マインド指数(速報値)は89.4と3ヵ月ぶりに上昇した(9月87.7)。内訳では、現況指数102.2(9月98.4)、期待指数81.2(9月80.8)とも上昇し、特に期待指数の上昇は5ヵ月振りである。このため、未だイラク戦争収束後の5月の水準を下回っており、上記の強い消費支出に比べて力不足の感は否めない。消費者は雇用の回復の鈍さを懸念しており、雇用の回復の遅れが長引けば、消費者マインドが低下し景気に跳ね返ってこよう。今年99年以降の活況との見方も出ているクリスマス商戦であるが、消費者マインドからは期待ほどの力強さは窺われない状況である。

企業の景況感を示す9月ISM指数は、製造業、非製造業とも低下したが、いずれも景気拡大の分かれ目とされる50を越えている。特に、非製造業指数は6ヵ月連続で50を上回っており、7・

8月はともに65.1と97年の調査開始以来の記録を記録した。9月は若干低下したものの63.3と高水準にある。一方、製造業指数は、53.7と3ヵ月連続で50を上回った。非製造業指数との乖離は大きいものの、製造業指数の構成指数のうち今後の生産の先行指標に位置づけられる受注指数は60.4と5ヵ月連続で上昇し、製造業が回復に向かいつつあることを示している。

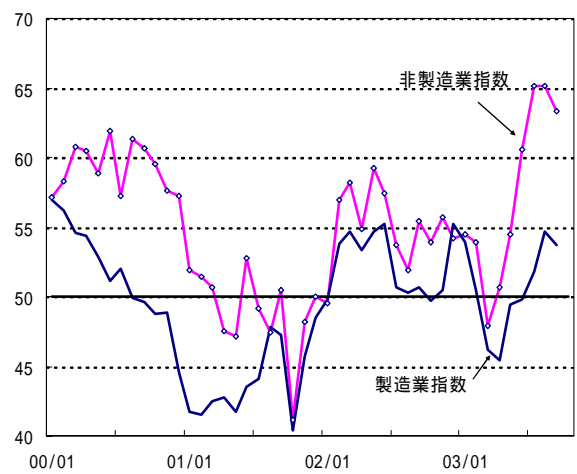
なお、雇用指数は非製造業では49.1、製造業では45.7といずれも拡大と縮小の分岐点である50を下回った。特に、製造業では36ヵ月連続で下回っており、雇用が直ぐに回復を見せる状況にないことを示している。

(図表4)米国:消費者マインド指数の推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

(図表5)米国:ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(生産部門の動向)

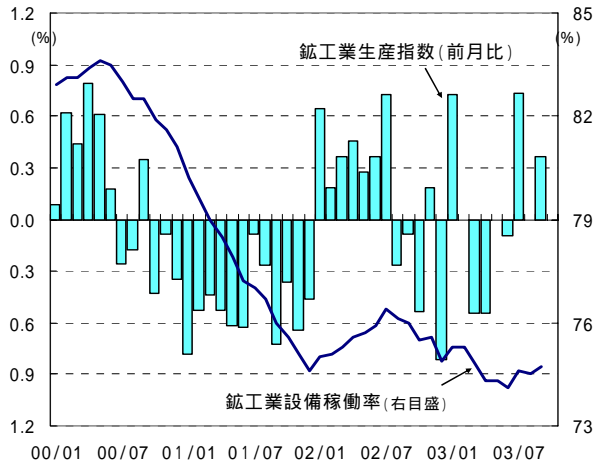
自動車生産の急伸により、9月の鉱工業生産、設備稼働率が回復

9月の鉱工業生産指数は110.6(前月比+0.4%増)、製造業の生産指数も同+0.7%増と回復に転じた。これらは、自動車の急伸(同+6.6%増、8月同 1.9%減)による所が大きく、自動車除きでは、鉱工業生産指数は前月比 0.1%のマイナスとなる。また、コンピュータ生産も前月比+1.4%増となったが、その他の産業では、電力・ガス等が同 1.9%減と低下した他、減少ないし微増に留まるところが多かった。

9月の稼働率も74.7%(前月比+0.2%ポイント増)と増加に転じた。業種別では、生産と同様、自動車産業の上昇が+4.9%ポイント増(8月77.9% 82.8%)と際立っている。また、ハイテク産業全体では、コンピュータ産業の続伸(8月81.5% 82.2%)の一方、通信機器の不振(48.9%)が続いており、稼働率は65.3%に留まった。

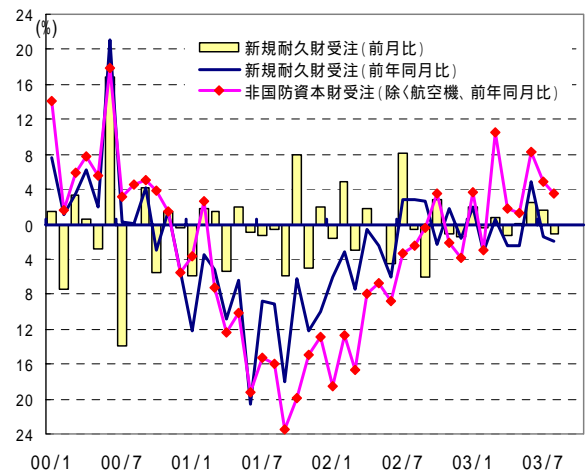
8月の製造業の新規受注は前月比 0.8%減(7月は+2.0%増)、うち耐久財は同 1.1%減(7月は+1.6%増)、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も同 1.1%減(7月は+0.5%増)といずれも反落した。前年同月比では、耐久財は同 2.0%と減少したが、非国防資本財受注(除く航空機)は+3.4%増となった。受注統計は、昨年半ば以降一進一退の動きにあるが、9月は鉱工業生産指数が増加に転じ、ISMの受注指数も堅調な推移を見せているため、今後の持ち直しが期待される。

(図表6) 米国: 鋳工業生産と稼働率



(資料) FRB

(図表7) 米国: 新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

(雇用の動向)

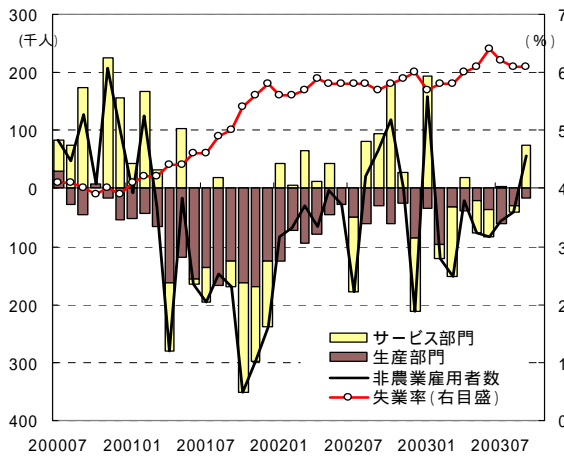
雇用者数は8ヵ月ぶりの増加

9月の失業率は6.1%と前月と同率となった。また、非農業事業部門の雇用者数は前月比+5.7万人の増加と8ヵ月ぶりに増加に転じた。内訳では、生産部門では同 1.7万人減と2000/11以降の減少が続いているものの、サービス部門は同+7.4万人増と本年1月以来の増加幅となり、生産部門の雇用減を補って全体を増加に導いた。9月の失業率は、市場予想(6.2%)を下回り、雇用者数についても悪化を見込む(3万人減)向きが多かっただけに、株式市場等には好影響を与えた。しかし、失業率は依然6%台の高水準にあり、雇用者増についても、これまでに失われた規模からみて増加に転じたと言えるほどのものではない。労働省の発表では、失業者900万人のうち210万人が27週以上失業状態にあり、平均失業期間は20週と84年以来の最長期間にある。市場でも、依然、雇用への警戒的な見方を崩していない。

一方、新規失業保険請求件数は38.6万件(10/23発表分)と本年2月以来8ヵ月ぶりの水準に低下しており、雇用の良し悪しを判断する境界線である40万件を3週連続で下回った。このため、雇用については、少なくとも最悪期は過ぎたとの見方が出ている。

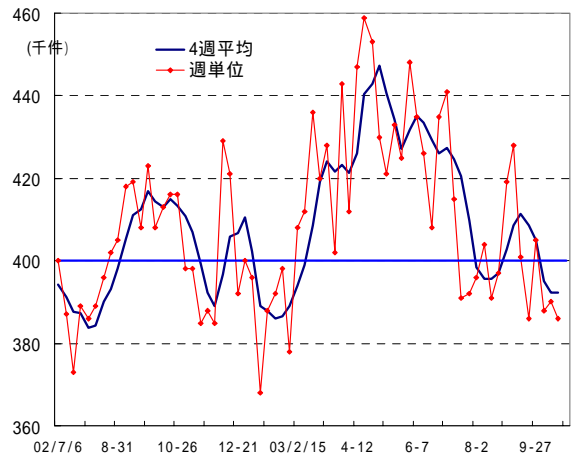
なお、人材派遣会社のチャレンジャー社では、「雇用状況が改善したとは言い難い」として、「従業員500人以下の中小企業で、近い将来雇用の増加を計画している会社は14%しかない。労働者の大半が中小企業に所属し、新規雇用の60~80%を中小企業が担っていることを考慮すれば、憂慮すべき事態である。」として、中小企業の雇用意欲の低さを懸念した調査結果を紹介している。また、同社では、こうしたジョブレスリカバリーの進展した要因として、技術進歩が生産性を高めたこと、グローバル化が雇用面でも進展していることを挙げ、雇用のグローバル化はブルーカラーのみならずホワイトカラーにも及んでおり、特に、コンピュータ・サポート、ソフトウェアデザイン、その他のハイテク・高給職の南アジアへの移行が目立っている、としている。

(図表 8) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表 9) 米国：新規失業保険請求件数



(資料) 米国労働省

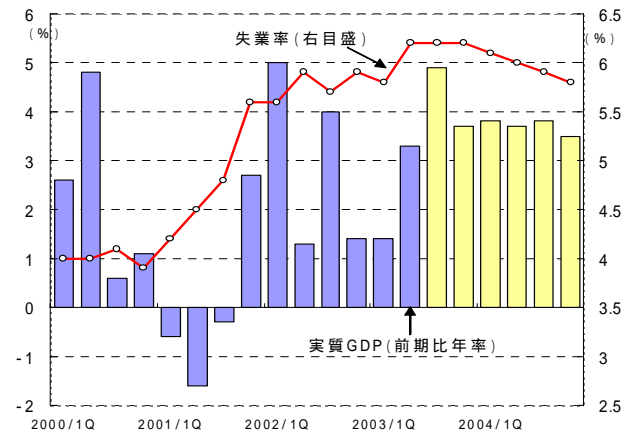
雇用問題が、保護主義政策の火種に

雇用の停滞は、大統領選を翌年に控えたブッシュ政権の立場を危うくしている。現大統領の就任した 2001 年 1 月から失われた雇用者数は 260 万人に及び、ジョブレスリカバリーと言われたブッシュ元大統領の時よりも悪い。

こうした中で、対米貿易黒字国の筆頭に躍り出て、なお、ドルに対して固定相場制を取っている中国への風当たりが強まっており、最近では、ブッシュ大統領も元レートの調整に言及するに至っている。また、議会でもいくつかの保護主義法案が提案されている。たとえば、中国がフロート制に移行しなければ、中国製品に関税をかける(「CHINA ACT of 2003」(the Currency Harmonization Initiative through Neutralizing Action))

米国企業に企業内労働者の半数を米国内にとどめることを強制するもの(the American Manufacturing Jobs Retention Act of 2003) 等である。こうした保護主義的な法案は、多くの弊害を伴うし、また、貿易相手国からの報復を招くため実効的と言えないことは、エコノミストのみならずブッシュ政権でもよく承知しており、成立するとする見方は少ない。実際、上記の案が成立すれば、企業利益の半分がなくなるとされ、レイオフはさらに増加すると見られている。人民元レートの調整だけでは米国の経常赤字が解消しないことも、米国は承知しているだろう。しかし、選挙で政権を失ってしまったら元も子も無いわけで、近いうちに保護主義が何らかの影響を経済政策に与えるとの見方も根強い。選挙を控え雇用の改善が遅々としている限り、こうした思わぬ政治的な動きからも眼が離せない状況が続くこととなる。

(図表 10) 景気回復予想下でも下がらない失業率の予想



(注) 2003/3Q 以降はブルチップ誌予測。(資料) 商務省、労働省

< 米国金融市場の動き >

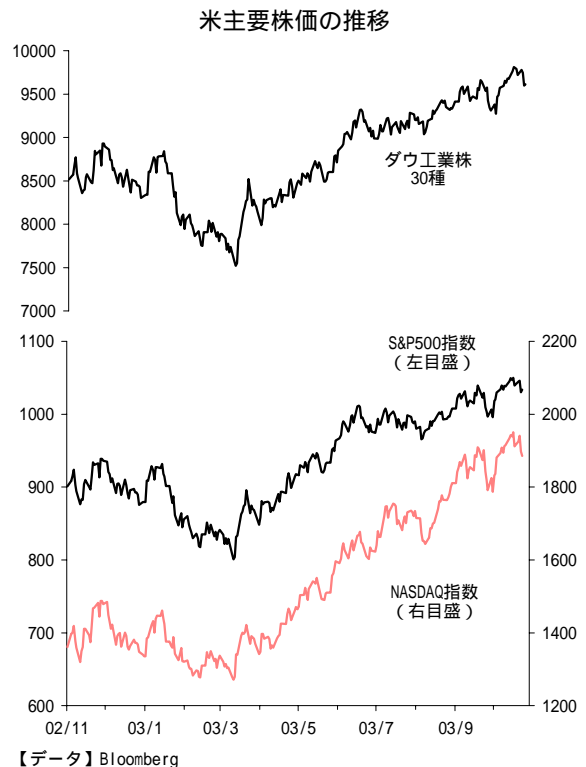
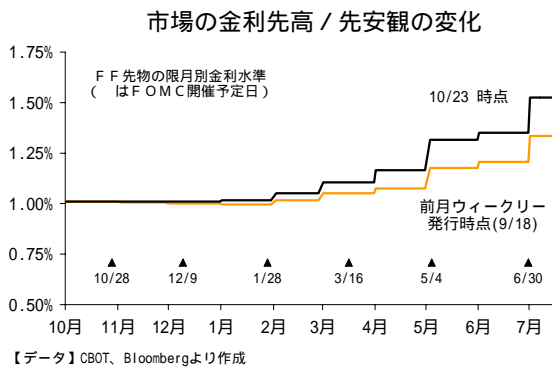
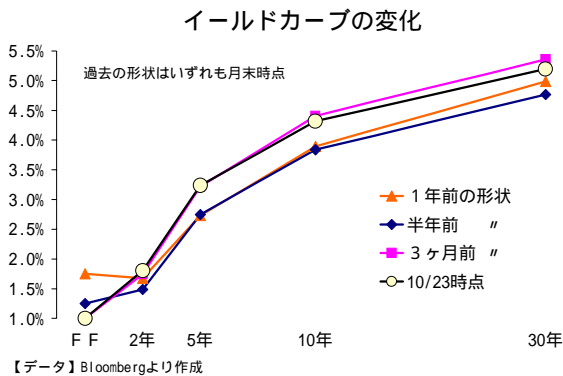
(担当：熊谷)

最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、9月中旬以降、ドル安進行、OPECの原油減産決定、消費者信頼感指数の伸び悩みなどを嫌気するかたちで株安が進行し、ダウ工業株が一時9200ドル台まで下落した。こうした動きを受け、債券市場では長期金利がじりじりと低下し、10年国債利回りが9月末に4%を割り込んだ。しかし、9月雇用統計(10/3)で就業者数が増勢に転じ、雇用回復期待が高まったこと、あらかじめ好調が期待されていた7-9月期の企業業績は、予想を上回る良好な結果を示していること、9月小売売上高(10/16)が引き続き個人消費の強さを示したことなどから、10月に入ると株高・金利上昇に転じた。その結果、ダウは年初来高値を更新し、長期金利が一時4.4%台まで上昇した。こうした中、複数のFRB理事が米景気および雇用情勢に関し、相次ぎ楽観的な見解を述べると、市場の金利先高観は高まり、来年夏場にも50bp近い利上げが実施される可能性を織込む動きが活発化した。イールドカーブは、一旦はベアスティーブ化が進行したものの、次第に短期金利主体の金利上昇に転じた結果、形状自体に大きな変化は生じなかった。

国債のウェイトが高まる最近の海外の対米証券投資

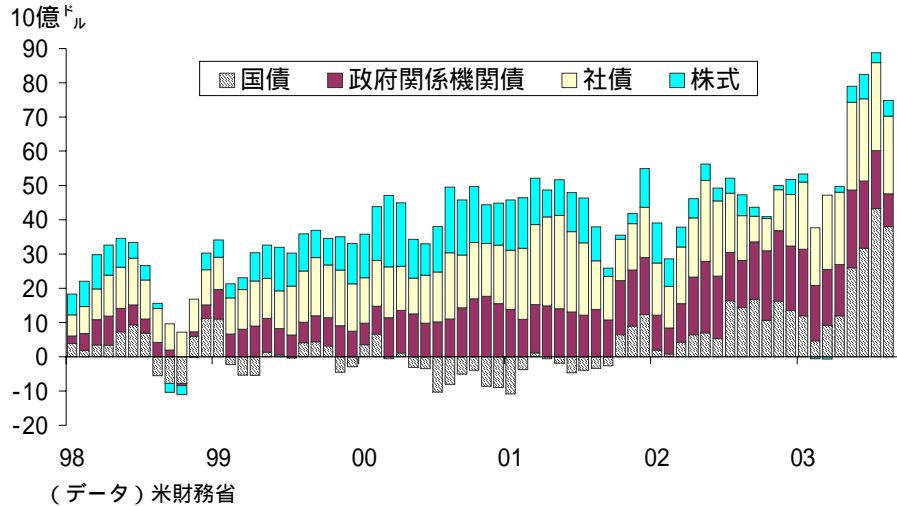
米国金融市場では、4%超の高成長が来年以降も続くとの根強い期待から、株高の流れがとどまるところを知らず、膨大な「双子の赤字」が米金融市場や実体経済に与えるマイナスの影響は、



ほとんど見られない。

実際、経常収支赤字を埋め合わせるための資金流入は十分起きていることが、データ面でも示されている。米財務省が月次で公表している「Treasury International Capital reporting system（以下TIC）」によれば、今年1～8月分の対米証券投資は、年率換算で8000億ドル近い流入超となっており、5000億ドル規模の対外収支赤字に見合うファイナンスが十分賄われていることを示している（なお、TIC＝資本収支ではないので、必ずしも経常収支と同じ土俵で比較はできないが）。

対米証券投資の月次フロー（3ヶ月平均）



TICをベースに、対米資金がどのような投資対象に流れているかを見てみると、最近の会計問題浮上にもかかわらず、ファニーメイなど政府関係機関（以下GSE）が発行するエージェンシー債への投資は、90年代後半以降の安定的な資金流入を確保しているが、それ以外の投資対象については、90年代末と大きく異なっている点を指摘することができよう。

まず、90年代末のハイテクバブル期においては、海外資金の主な投資対象は、株や社債といった企業向け投資が中心であり、米国債はむしろ売り越し基調であった。当時の米企業は、買入償却によって株式発行額の削減を続ける一方、社債発行などで負債を取り込み、財務レバレッジを効かせながらROEを高め、株価を押し上げる戦略を取っており、海外からの資金もこうした米企業の行動に貢献する構図となっていた。

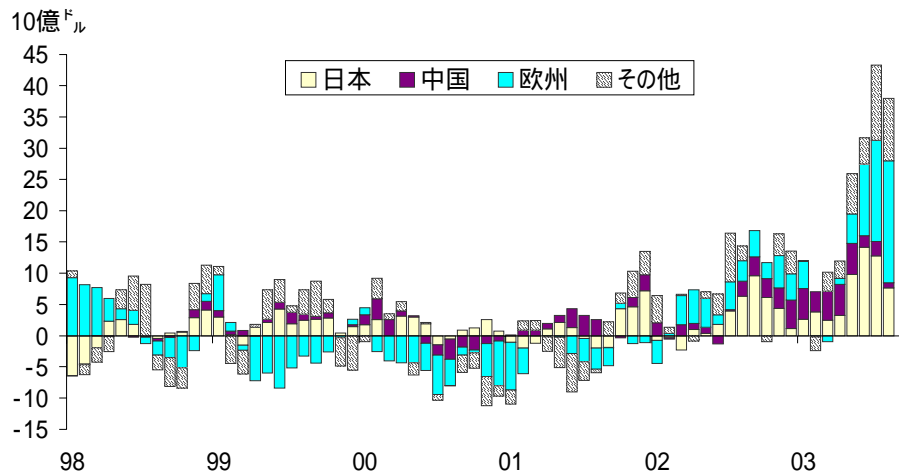
しかし、最近の動きを見ると、少なくとも米財務省のTIC統計から判断する限り、海外の資金は、米国債投資が過半を占めていることが見てとれる。国別で見ると、つい最近までは為替介入の影響などもあって日本と中国が海外勢による米国債投資の主役であったが、ここ数ヶ月はむしろ欧州勢のウェイトが高まっている。欧州の対米投資は、90年代末においては株式の占める割合が非常に高かったが、ここにきて米国株が上昇しているにもかかわらず、資金の流れは債券中心（国債、あるいは企業向けでも社債）になっている模様だ。

こうした対米証券投資の変化の背景としては、米企業のバランスシート拡大が止まる一方で、財政収支赤字が急激に悪化した政府のファイナンスニーズが高まった点（米国内の資金需要面の変化）と、世界的な金融緩和に伴うリスク性資金の増大が予想される中、同資金は米国に集中

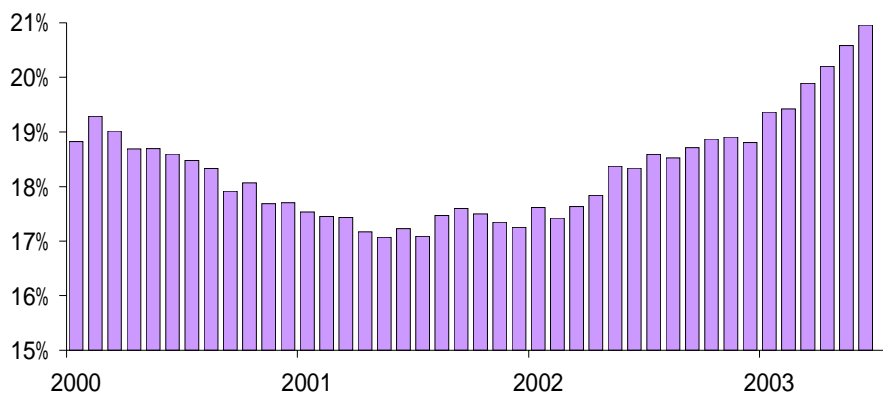
するよりもむしろ各国株式市場に流れていると思われる点（資金供給面の変化＝各国運用環境の変化）の両面を、その要因として考えることができる。

このように、TICから見る限り、海外の対米投資資金は、現時点では経常収支赤字分をファイナンスする上で十分に流れていること、そしてその多くが米国債に流れており、米政府がイラク向け戦費や減税に必要な財源を影で支える大切な役割を担っている構図を描くことができよう。米株高が各国の株高につながっていると視点に立てば、各国投資家は米株高の恩恵を授かっているとの見方をとることができる。しかし、米国のファイナンスニーズを海外資金が賄う中で、米国内資金の米株市場への回帰、ドル安、米金利上昇、米株高が続いている状況は、絶対リターンベースで見れば、債券投資主体の海外投資家がドル安と金利上昇（債券価格下落）によって対米投資で損をする中で、米国投資家が自国株高の恩恵を受ける、といった皮肉な構図を見出すこともできよう。

国・地域別で見た海外の米国債投資の月次フロー（3ヶ月平均）



米国債発行残高に占める海外の保有比率



分子(海外保有)・分母(国債残高)とも、非市場性国債も含む。

(データ) 米財務省

(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)