

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：ジョブレスリカバリーの続く米経済

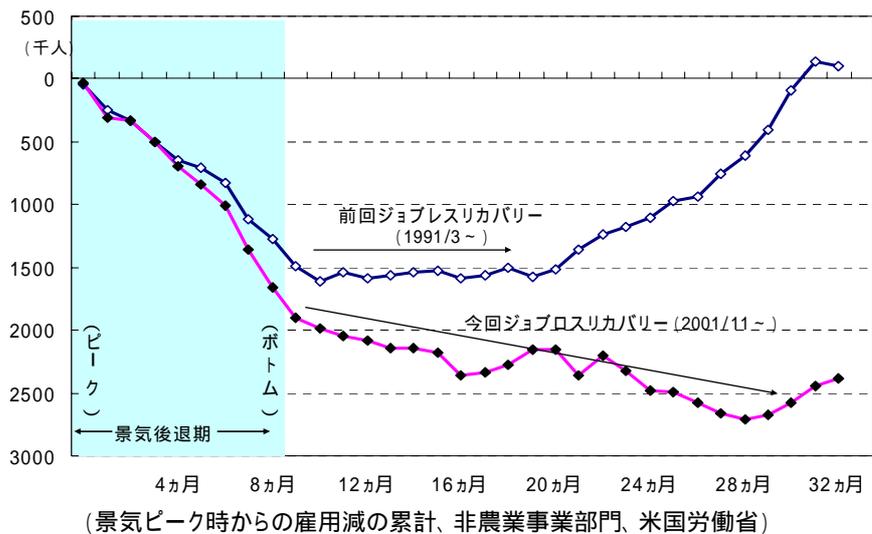
< 米国経済の動き >

- ・7-9月期の反動で落ち込みの予想された10-12月期GDPは、自動車販売の持ち直しや堅調なクリスマスセールによる消費の回復等から、堅調な数値となりそうである。
- ・実際、2004年に入ってから発表された指標は順調な景気の持続を示すものが多く、特に消費者マインドや製造業の企業センチメントの改善には急速なものがある。一方、雇用の増加は予想外の横ばいに留まり、2ヵ月連続で市場の失望を招いたことになり、その動向に注目が集まっている。

< 米国金融市場の動き >

- ・90年代末に積み上げた過剰債務と余剰雇用の整理を進めるとともに、政策効果による内需底上げやドル安によって、米企業の収益環境は改善した。最近の米株高の背景に、こうした企業を取り巻く環境改善が続いている点は、見逃せないだろう。
- ・しかし、予想PERが徐々に割高の域に押し上げられつつあることや、株価発行総額のGDP比が1997年以降の「根拠なき熱狂」水準にまで上昇していることなど、将来期待を先取りした株高の度合いが強まっている点については、注意を要する。

高成長下でも鈍い雇用の回復



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)

(GDP 動向)

10-12 月期成長率は堅調予想へ

7-9 月期の実質 GDP は 8.2% (前期比年率) と 1983 年以来 20 年ぶりの高水準となったが、その要因としては、所得減税と児童控除還付の実施、インセンティブ販売の拡大による自動車販売の急増等による個人消費の急伸 (同 6.9%) が大きかった。今月末に発表予定の 10-12 月期 GDP ではこうした要因が薄れるため、消費の急低下が避けられないと見られていた。しかし、自動車販売が 12 月にかけて持ち直し、クリスマスセールが堅調に推移したこと等から、消費の落込みは緩和され、同 2~3% 前後の伸びは維持できそうである。

一方、設備投資は、7-9 月期に同 12.8% と加速したものの、構造物投資が再びマイナスに落ち込むなど足を引っ張った。その後発表された 12 月稼働率は 75.8% と依然 2002 年までの過去 30 年の平均値 81.3% を大きく下回り、当面、更新投資中心の回復が続きそうである。その他では、輸出の増加等によって急低下した 11 月の貿易赤字、9 月より増加に転じている企業在庫等が波乱要因として注目されるが、いずれも GDP にはプラスに作用すると思われる。景気刺激要因に乏しいとされた 10-12 月期 GDP であったが、1 月上旬のブルーチップ誌集計のエコノミスト予想では同 4.3%、その後の経済指標の発表を受けて 4% 台後半~5% 前後を視野に入れつつあり、堅調予想に転じている。

(消費の動向)

クリスマスセールは 4 年ぶりの好調

クリスマスセールは総じて堅調に推移した。NRF (全米小売業協会) の調査では、クリスマスセール期間の売上げは、前年比 5.2% と 2002 年の 2.2% を大きく上回った。電気製品、家具、衣料品等幅広い業種が好調で、期間ではクリスマス前の一週間が盛り上がりを見せた。また、ICSC (国際ショッピングセンター協会) の調査では、11・12 月を通じた小売売上げは前年比 4% (11 月 3.7%、12 月 4.2%) と 2002 年を 0.5% 上回った。11 月、12 月ともスローペースで推移したものの (12 月前半は悪天候の影響あり)、クリスマス前の 2 週間の売上げが好調だった。調査対象が異なるため、伸び率の比較はできないが、いずれも 99 年以来の好調な数値としている。(NRF では、総合小売店、衣料・装飾品店、家具・住宅用品店、電気器具店、スポーツ・趣味・書籍・音楽関連店を対象に 11・12 月売上げを調査)

一方、商務省発表の 12 月の小売売上高は、前月比+0.5% 増、自動車除きでは+0.1% 増となった。自動車販売店が前月比+1.6% 増と連月の増加となった影響が大きい、無店舗販売が同+2.1%

増と急増し、スポーツ・趣味等が同+0.8%増と堅調だった。半面、飲食店(同 0.7%減)、住宅・園芸用品(同 0.3%減)等の減少が見られた。なお、同統計による前年同月比は6.7%増、(自動車除きでも同率)だった。また、2003年の年間小売売上高は前年比5.6%で2000年以来の伸びとなった。

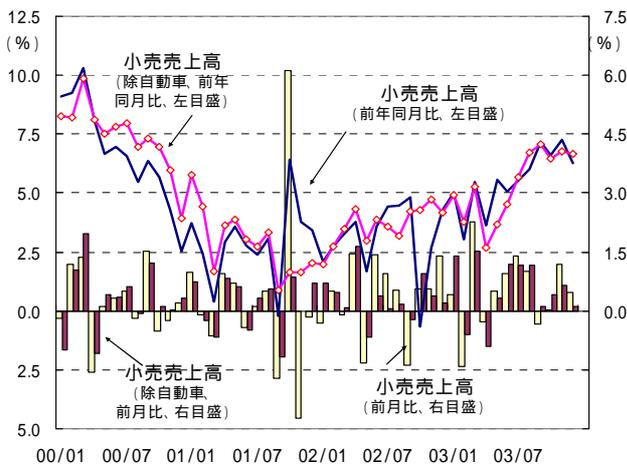
今年のクリスマスセールの特徴としてはオンライン取引の急増が挙げられる。テロ懸念(注)、大雪等の影響もあったと考えられるが、それ以上に今年からオンラインで使えるギフトカードの普及が拡大したことが大きい。ポストクリスマスセールでは大雪での出遅れもあって、大手百貨店等がオンライン上でクリスマス当日からの大幅なディスカウントを開始した。こうした動きもあり、小売売上高統計ではオンライン取引の含まれる無店舗販売が同+2.1%増と急増し、2002年1月以来の伸びとなった。

(注)クリスマスセール真只中の12/21(日曜日) 米国政府はテロ攻撃の危険性を5段階の上から2番目(オレンジ=テロ攻撃がハイリスクであることを示す)へと一段階引き上げた。

12月自動車販売は高水準

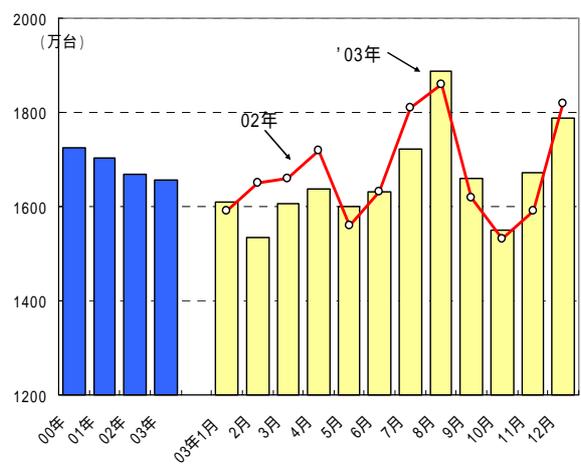
12月の自動車販売を台数ベースで見ると、年率1790万台と11月(同1670万台)から増加し、本年8月以来の高水準となった。大手自動車メーカーでは引続き1台あたり4300ドル前後のインセンティブコストをかけたようである。月次販売の推移では、ほぼ昨年と同様の動きを見せたこととなるが、年間ベースでは1660万台と2002年の1670万台から低下し、2000年の1720万台をピークに3年連続の減少となった。このような中、2004年については、大手自動車メーカーが、堅調な景気見通しから1700万台と強気の販売を見込んでおり、一層、積極的なインセンティブ販売の展開が予想されている。

(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：自動車販売台数の推移



(資料) 米国商務省、季節調整済み年率

(景況感)

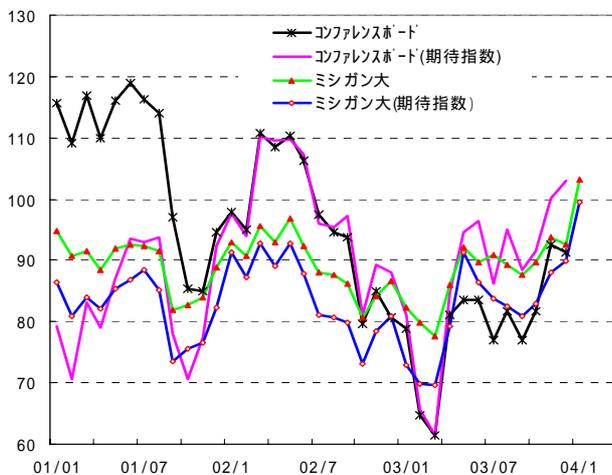
ミシガン大学消費者マインド指数、ISM 製造業指数が急伸

1月ミシガン大学の消費者マインド指数(速報値)は103.2と12月の92.6から急伸し、2000年11月以来の高水準となった。内訳を見ると現況指数108.9、期待指数99.5といずれも急上昇した。景気の回復、株高、国際情勢の安定等が消費者心理を改善させたと思われる。

一方、企業のセンチメントを示すISM指数(12月)は、製造業が急伸、非製造業が急落と明暗を分けた。製造業指数では、66.2と11月62.8から3.4の上昇を見せ、1983/12以来20年ぶりの高水準となった。これで6ヵ月続けて製造業の景気拡大の分かれ目とされる50ポイントを上回ったこととなる。構成指数では、新規受注指数が77.6と1950年以来の高水準となった他、生産指数が73.0と高い。一方、在庫指数は47.3と11月の50.0から反落した。なお、雇用指数は55.5へと上昇しており、製造業の雇用増減の分かれ目である47.8を2ヵ月連続で上回っており、早晩製造業の雇用が増加に転ずる可能性を強めた。その他注目されるのは新規輸出受注指数の上昇(11月57.9 12月60.4)である。今次ドル安が始まってから2年近く経つが、海外経済の回復の遅れもあって低迷していた米国の輸出の伸びが、加速に向かうかもしれない。ただし、強い内需によって輸入指数も57.8と堅調であり、貿易赤字の縮小には時間がかかりそうである。こうした製造業センチメントの力強い改善は、今後の設備投資の増加を期待させ、長らく減少を続けていた製造業雇用への回復期待も高めている。

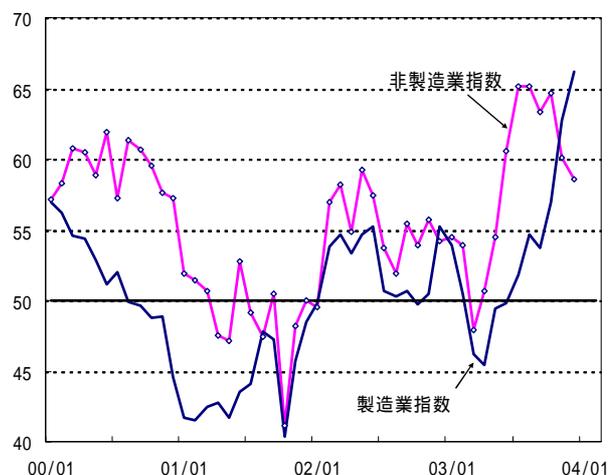
一方、非製造業指数は58.6(11月60.1)と予想外の下落となった。7・8月は共に65.1と97/1の非製造業の調査開始以来の記録を記録したが、その後は低下の動きを見せている。しかし、指数の水準自体は高く、昨年4月以降、非製造業経済の拡大・縮小の分かれ目となる50を上回っており、先行きを懸念する状況にあるわけではない。7-9月期に8.2%と高騰したGDP成長率が、4~5%前後への堅実な成長率に減速しているのを反映したものと見られる。

(図表3)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4)米国：ISM指数の推移



(資料)Institute for Supply Management

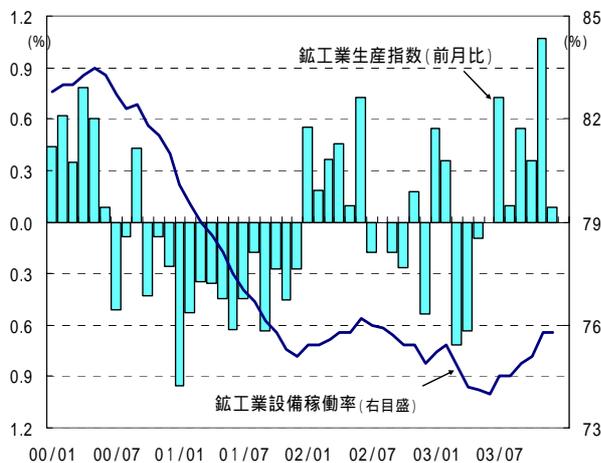
(生産・雇用の動向)

12月鉱工業生産の伸び率が鈍化

12月の鉱工業生産指数は113.2で前月比+0.1%増、製造業の生産指数は同+0.3%増となり6月からの上昇推移を続けている。主要業種では、自動車(同+0.6%増)が堅調に推移する中、コンピュータ・電子機器が同+3.6%増と高い伸びを持続した反面、電力の減少(同-1.8%)が目立った。一方、12月の稼働率は75.8%と前月比横ばいに推移した。業種別では、生産と同様、自動車産業が81.5%と好調を維持し、コンピュータ・電子機器の上昇(11月73.9%→75.3%)が続いている。なお、通信機器が51.4%と低迷が続いているため、ハイテク産業全体では68.9%(11月68.2%)に留まった。

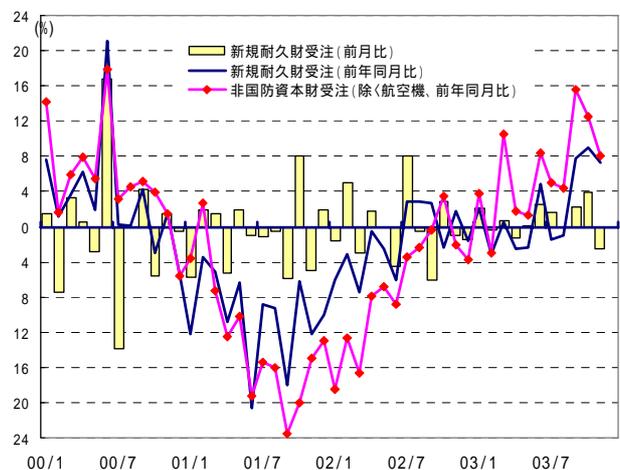
11月製造業の新規受注は前月比-1.4%減(10月は+2.4%増)、うち耐久財は同-2.5%減(10月は+3.9%増)と低下、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も前月比-5.1%減(10月+1.4%増)と急反転した。前年同月比ベースでは、耐久財は+7.3%増、非国防資本財受注(除く航空機)は+8.1%増と伸び率を低下させたものの高水準を維持している。11月受注統計は、予想以上の反落を見せたものの、一時的な低下と見られており、前年同月比ベースでの上方トレンドは持続していると思われる。

(図表5) 米国：鉱工業生産と稼働率



(資料)FRB

(図表6) 米国：新規耐久財受注の推移



(資料)米国商務省

12月失業率は低下するも、雇用者数は予想外の横ばい

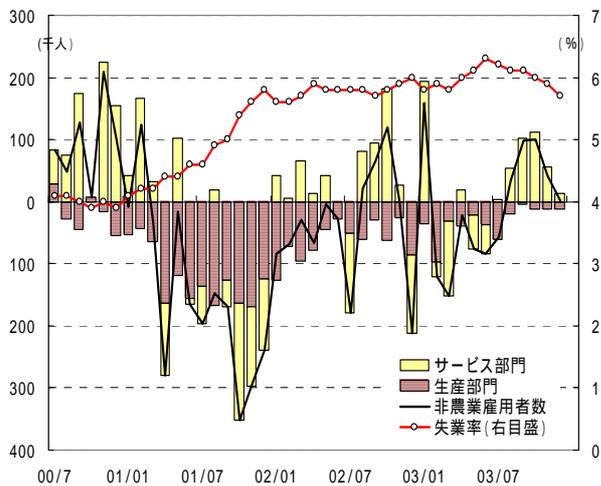
注目された12月の失業率は5.7%と前月(5.9%)から低下した。失業率は6月に6.3%(今回6.4%を改定)と94年以来の高水準をつけた後、0.6%低下したこととなる。しかし、12月の低下は雇用者・失業者とも減少する中での失業率の低下であり、就職をあきらめた失業者の労働市場からの撤退によるところが大きく、雇用市場の改善を示しているわけではない。

また、事業所統計による非農業事業部門の雇用者数は前月比+0.1万人増とほぼ横這いの動き

となった。市場では15万人程度の雇用増が見込まれていたため、市場の失望を招いた。内訳では、生産部門では同1.2万人減と2000/11以来の連月の減少が続き、サービス部門では同+1.3万人増と6ヵ月連続の増加ながら昨年7月以来の低い増加幅となった。サービス業の業種別では、人材派遣業で3.6万人増となった反面、小売業で3.8万人減、金融業で1.7万人減と減少が見られた。雇用はこのところ回復の動きを見せており、ISM指数の雇用指数等が改善していただけない、予想外の伸び悩みには失望も大きく、今後の推移に注目が集まっている。

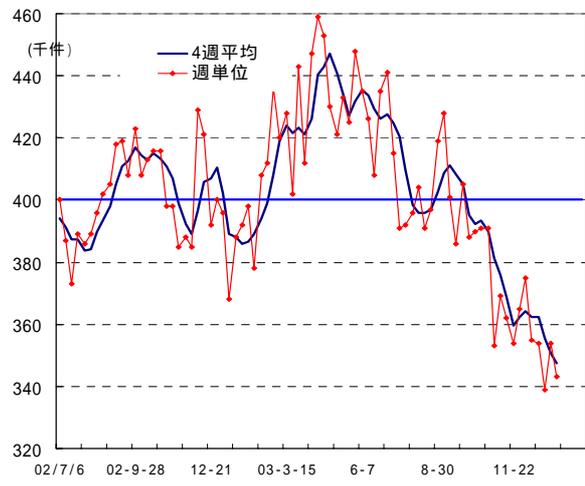
なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は34.3万件(1/15発表分)に低下し、雇用状況の改善の分かれ目とされる40万件を15週連続で下回った。4週移動平均では、2001/2以来の低水準となっており、この点、雇用の回復に寄せる期待は根強く続いている。

(図表7) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料)米国労働省

(図表8) 米国：新規失業保険請求件数



(資料)米国労働省

< 米国金融市場の動き >

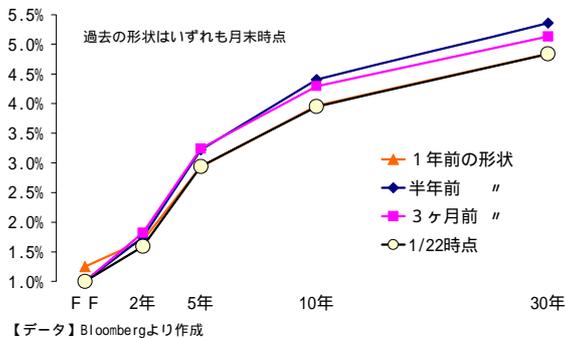
(担当：熊谷)

最近の米国金融市場の動き

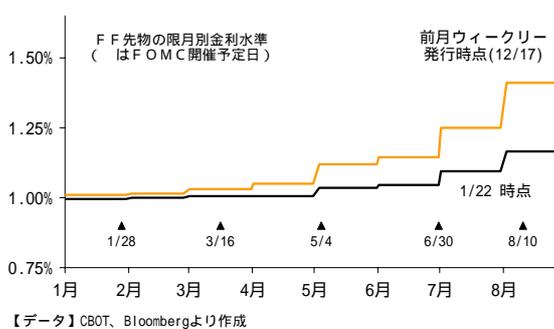
米国金融市場では、昨年10月に開かれたFOMCで雇用の本格回復は当分見込めない点が議論されたことが、公開された議事録によって判明したため(12/11)、早期利上げの思惑が後退し、株高にもかかわらず長期金利(10年国債利回り)が暫く4.2%前後での安定推移を続けた。しかし、年末年始にかけては、2004年以降の景況改善を期待するかたちで次第に株高・金利高基調が強まり、NASDAQ指数がほぼ1年振りに2000ポイントを回復し、長期金利が4.4%近辺まで上昇した。

その後、1/9に発表された雇用統計において、12月の雇用者数が市場の期待を大幅に下回る小幅増にとどまったことから、利上げ期待が一段と後退すると、債券市場では長期金利が一時4.0%を割り込む水準まで急速に低下した。一方、雇用統計に対する株式市場の反応は限定的なものにとどまり、むしろ10-12月期企業業績が好調であることを前倒しで織り込みに行く動きが活発化したことや、IT関連企業に対するアナリストの強気の見方が相次いで示されたことで、株価の上昇ピッチが強まった。その結果、NASDAQ指数が年末から既に6%も上昇するなど、主要株価指数はいずれも年初から堅調推移を続けた。

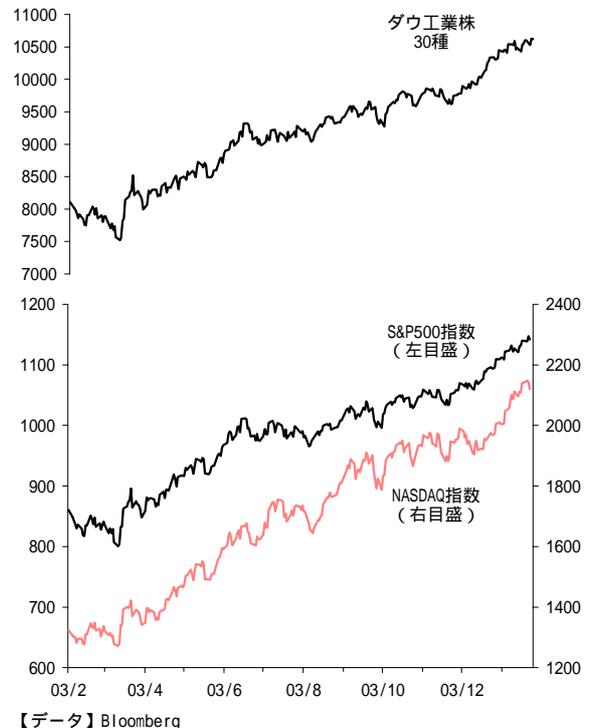
イールドカーブの変化



市場の金利先高/先安観の変化



米主要株価の推移



止まらない株高に死角はないか ~ マクロ的観点から

昨年1年間は全世界的に株高が続いたが、米国でもNASDAQ指数が50%、S&P500種株価指数が25%上昇するなど、株価が春先以降ほぼ一本調子で上昇した。2004年に入っても株価の堅調推移は続いており、NASDAQ指数は既に昨年末終値から120ポイント高の2100ポイント台まで上昇、S&P500指数も1100ポイントを超えるなど、連日のように高値更新が続いている。

2001年9月の同時多発テロ勃発と時期を前後するかたちで、米企業は90年代末に積み上げた過剰債務、余剰雇用の整理を進めた。加えて、政策効果(減税・金融緩和)を背景に内需(個人消費)が底上げされるとともに、ドル安がマクロ的なマイナス要因(インフレ・金利高)とはならず、むしろミクロ的なプラス要因(増益)に働いた分、米企業の収益環境は改善した。このように、リストラを進めながら収益環境の改善が続く中、企業は資本分配率を急速に高めた。

更に、実際に発表された企業決算は、相次いで市場関係者の事前予想を上回る結果を示し、これが投資家の安心感を高めた。同時に、投資家の多くは、マクロ経済環境が持続的に改善することで将来的にも増益が続くとの期待感を高めており、こうした心理的な要因が株価を一段と押し上げる結果となった。

市場関係者は、S&P500社ベースで見た今年(2004年)の企業収益予想について、概ね10%台半ば程度の増益を見込んでいる模様だ。予想値を使って弾き出されるPERで見た株価のバリュエーションは、現状のS&P500指数の水準から見れば概ね18倍強となっている。これは、1999年から2000年にかけてのITバブル期に見られた異常なまでの高水準(20~25倍)に比べればまだ低いものの、それ以前の平均的水準である10~15倍に比べれば高く、米国株価が徐々に割高の域に入りつつあると言える。

予想PERの上昇は、金利低下やリスクプレミアムの低減による部分もあろうが、それと同時に将来期待をこれまで以上に先取りするかたちで株高が続いていることをも示している。これは、株

各国株価指数の年間変化率

	00年	01年	02年	03年
日本(TOPIX)	-25%	-20%	-18%	24%
米国(S&P500)	-10%	-13%	-23%	26%
米国(NASDAQ)	-39%	-21%	-32%	50%
英国(FT100)	-10%	-16%	-24%	14%
仏(CAC)	-1%	-22%	-34%	16%
独(DAX)	-8%	-20%	-44%	37%
香港(ハンセン)	-11%	-24%	-18%	35%

(データ) Bloombergより作成

米企業の資本分配率(非金融部門)



(データ) 商務省より作成

式時価発行総額が名目GDPを上回るペースで増加していることから推測できる。株式時価総額のGDP比は、1997年以降の「根拠なき熱狂」水準まで再び上昇している。

株式市場は企業の集合体であり、マクロ的視点だけで株価の動向を占うのは誤った考え方であろう。また、日本の量的緩和を中心に米欧を含めた金融緩和が暫く続き、株価のみならず、商品・債券を含めた金融市場全般が、大量に供給された資金を吸い上げることで、市場全体が過去に比べれば割高に推移し続ける可能性がある（＝株高、債券高、商品市況高）。しかし、株式市場では、将来期待を過度に先取りしながら株高が続くことで、割高感が強まっている部分もあると思われる。こうした過度の期待が剥落した際の反動（株価反落）には注意が必要だ。

2004年の米企業収益と株価の関係（S&P500ベース）

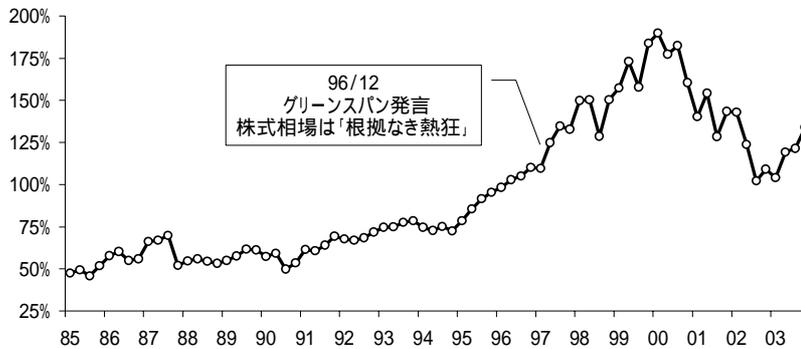
2004年 増益率（EPS）	PER		
	15倍	18倍	20倍
5%（\$57）	850	990	1,140
10%（\$60）	890	1,040	1,190
15%（\$62）	930	1,090	1,240
20%（\$65）	970	1,140	1,300

1/21終値：1147
(15%増益を想定すれば
PERは18.5倍程度)

2003年のEPS（1株当たり利益）は、市場コンセンサス程度の\$54-55と想定。上記EPSの数字は小数点1位で四捨五入。

（データ）S&Pより作成

株式時価総額の名目GDP比（NY証取+NASDAQベース）



（データ）NYSE、NASDAQ、商務省より作成

（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)