

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

最近の米国経済・金融動向 ~ 雇用回復で高まる利上げ期待

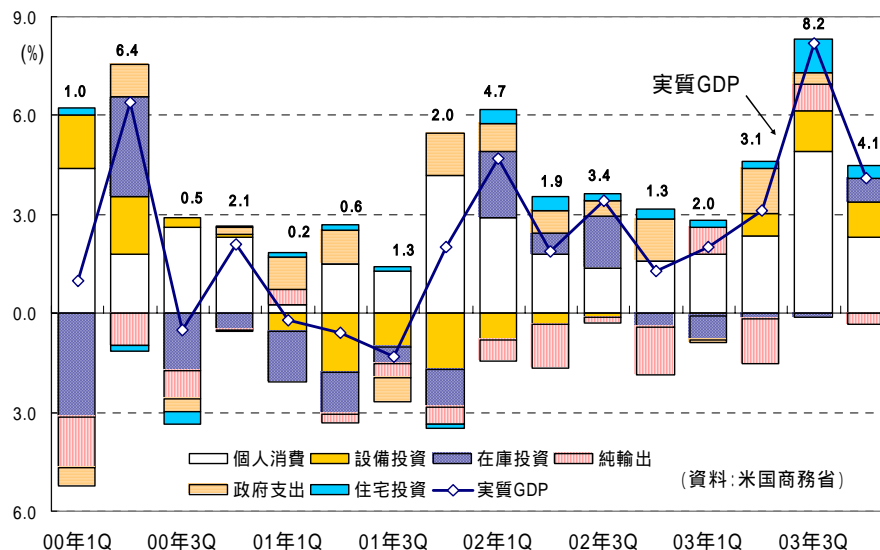
< 米国経済の動き >

- ・米国では、雇用統計が、単月30万人超と市場予想を上回る雇用者数の増加を見せ、景気の先行きを明るくした。単月の統計だけで今後の動向を予想することはできないが、雇用が改善方向にあることを示す経済指標は多く、今後の回復歩調が期待されるどころだ。
- ・4/29発表予定の1-3月期GDPについても前期比年率で4%台後半の堅調推移が予想される。そうした中で、ガソリン価格の上昇とイラク情勢の混迷化が懸念材料となっている。イラクの戦闘拡大により米軍は増派に動いており、一層の混乱が生じれば、消費マインドにも影響し景気に影を投げかけることとなる。

< 米国金融市場の動き >

- ・4/2に発表された3月分の雇用統計において、非農業部門就業者数が対前月30万人増加したことで、米国金融市場の雰囲気は一変した。
- ・金利上昇リスクを回避すべく、過度に長期債を敬遠すると、債券運用の最も基本的な収益源である「利回り」が極端に下がってしまう。とりわけ、イールドカーブのフラット化が進むと仮定するのであれば、こうした状態は避けたいところだろう。

米国実質GDPの推移と寄与度（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

主任研究員（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)

(景気の概要)

雇用回復から景況感は改善へ

最近数ヵ月間、鈍い伸びに留まっていた雇用統計が、3月に単月30万人超の増加と漸く予想を上回る増加を見せて雇用の風向きを変えた。単月の統計で今後の動向を判断するわけにはいかないが、後述の通り、雇用を巡る多くの経済指標は雇用が改善方向にあることを示しており、今後変動を見せながらも回復歩調を辿ることが期待される。この他、減税リファンドが予想ほど伸びていないものの、3月小売売上高の増加は景気の足取りが堅調であることを示し、在庫についても製造業の在庫増が次第に明確化しており、雇用増と共に景気を支える要因として期待される。

そうした中で、ガソリン価格の高騰とイラク情勢の混迷化は懸念材料だ。OPECの減産から米国ではガソリン価格の上昇が続いているが、ガソリン価格の上昇が消費に与える影響は増税にも等しいとされ、リファンドの効果を相殺しよう。イラク情勢についても、さらに混乱が拡大するようだと消費マインドへの影響が懸念されよう。

4%台後半の成長が期待される米国 1-3 月期 GDP

4/29(木)には、1-3 月期 GDP が発表される。米国の実質 GDP は、昨年 7-9 月期 8.2% (前期比年率) と 1983 年以来 20 年ぶりの高水準となった後、10-12 月期は 4.1% の伸び率に半減した。7-9 月期の減税還付金の実施や自動車のインセンティブ販売等、個人消費への刺激要因が薄れたことが大きかったが、4% という伸び率自体は堅調と言える。1-3 月期消費は、減税によるリファンドの増加が消費支出への刺激要因となることが期待されたが、1 月にかけて急伸した消費者マインド指数が雇用回復の遅れ等から急反落し、自動車販売も 1・2 月と伸び悩んだ。3 月の小売売上高が回復したものの、今のところはリファンドの動きが鈍く、消費支出には多くは期待できない状況と言えよう。

一方、設備投資は、7-9 月期は前期比年率 12.8%、10-12 月期は同 10.9% と加速し、2003 年初まで 2 年余、マイナスを続けた状況とは様変わりとなっており、鉱工業生産や耐久財受注の回復が続いていることから、引き続き堅調な推移が見込まれる。ただし、7-9 月期・10-12 月期とも構造物投資はマイナスで推移し、2 月稼働率も 76.6% と依然過去 30 年の平均値 81.1% を大きく下回っていることから、能力増強投資の本格回復には時間がかかろう。その他では、在庫投資に注目したい。2 月まで企業在庫は 6 ヶ月連続で増加しており、在庫増による GDP 押し上げが期待できる局面となりつつある。また、国防関連の出荷増等もあって政府支出もプラスに働こう。4/10 付ブルーチップ誌のエコノミスト予想平均は同 4.3% であったが、その後の堅調な経済指標の発表を受け、現状では、4% 台後半から 5% 台乗せもあり得る情勢だ。

(消費の動向)

小売売上高が堅調

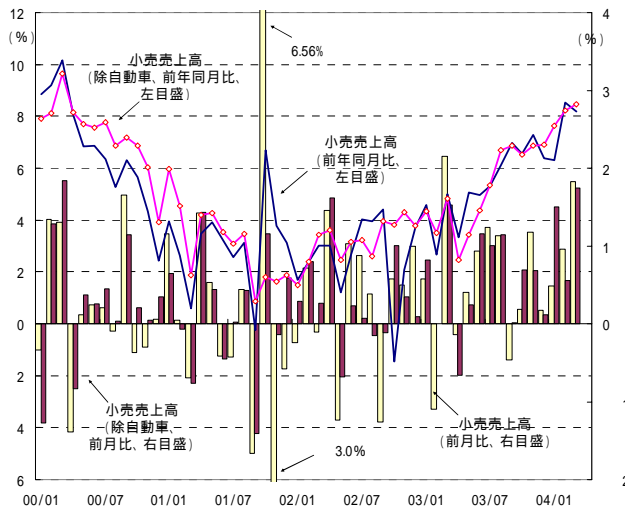
3月の小売売上高は、前月比+1.8%増、自動車除きでも+1.7%増となった。この上昇率は、小売売上高全体では昨年3月以来、自動車除きでは2000年3月以来最大となる。内訳では、建材・園芸品店が前月比+10.6%増と急伸したのに加え、自動車販売店も+2.1%増と連月の増加となった。半面、スポーツ・趣味店(同 0.7%減)、無店舗販売(同 0.6%減)等では減少が見られた。なお、前年同月比ベースの小売売上高も8.2%増(自動車除きでは同8.5%)と堅調な推移にある(図表1)。

今回の小売売上高統計は、事前の予想(+0.6%増)の3倍の大幅な伸びとなったことから、債券金利の上昇と株価の急落をもたらし、ドルを押し上げる等、金融市場にも大きな影響を及ぼした。しかし、消費好調の背景として雇用の回復や減税リファンドの増加が挙げられるものの、下半期にはリファンドの効果が剥落する一方、ガソリン価格の上昇やイラク情勢の不透明性等のマイナス要因が浮上していることから、依然、先行きの消費見通しを大きく改善するには至っていない。

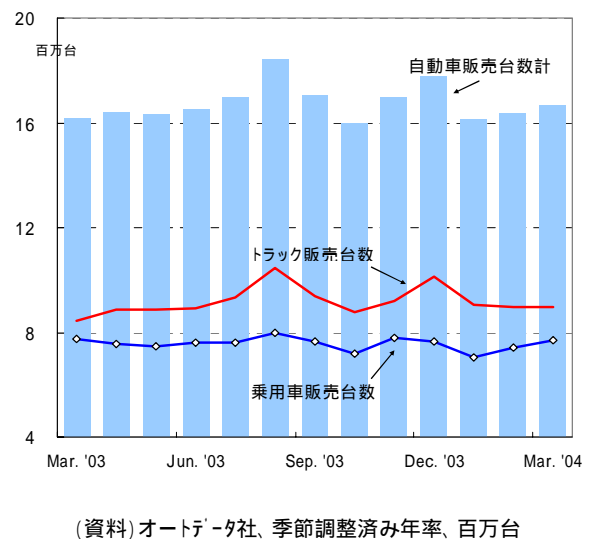
3月自動車販売は回復

3月の自動車販売を台数ベースで見ると、年率1670万台と2月(同1640万台、オートデータ社調べ)から増加した。内訳ではトラック横這いの中、乗用車販売が回復した。大手自動車メーカーでは、3月は景気回復に支援されてインセンティブコストを据え置いたが、4月は一層の販売促進を目指して各社ともインセンティブ拡大の動きを見せている(図表2)。

(図表1) 米国：小売売上高の推移



(図表2) 米国：自動車販売台数の推移



(景況感)

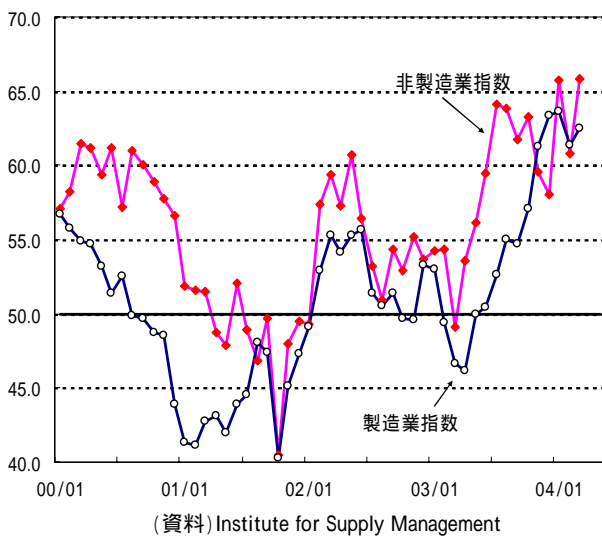
ISM 指数が改善

企業のセンチメントを示す I S M 指数(3月)は、製造業・非製造業とも前月から反転上昇した。製造業指数では、62.5 と 2月 61.4 から 1.1 の上昇を見せ、製造業の景気拡大の分かれ目とされる 50 を 11 ヶ月連続上回り、5 ヶ月連続で 60 を上回った。構成指数では、生産指数が 65.5 と先月の 63.9 から持ち直したものの、新規受注指数は 65.7 と 12 月の 73.1 以降 3 ヶ月連続で低下した。受注指数の水準自体が高く受注残指数も 63.5 と続伸しているため、懸念には及ばないものの、製造業の先行きにやや慎重な見方を呈したと言えよう。なお、雇用指数は 57.0 へと 2 ヶ月連続で上昇しており、製造業の雇用増減の分かれ目である 48 を 5 ヶ月連続で上回った。3 月雇用統計では、製造業の雇用は横ばいに留まったが、今後、増加に転ずる可能性を高めている。その他、新規輸出受注指数が 62.0 と先月 54.9 から急進した一方、輸入指数が 56.8 と先月の 60.2 から低下しているのが注目される。ドル安が始まってから 2 年余経つ中、貿易赤字拡大ペースの変化を期待させるものと言える(図表 3)。

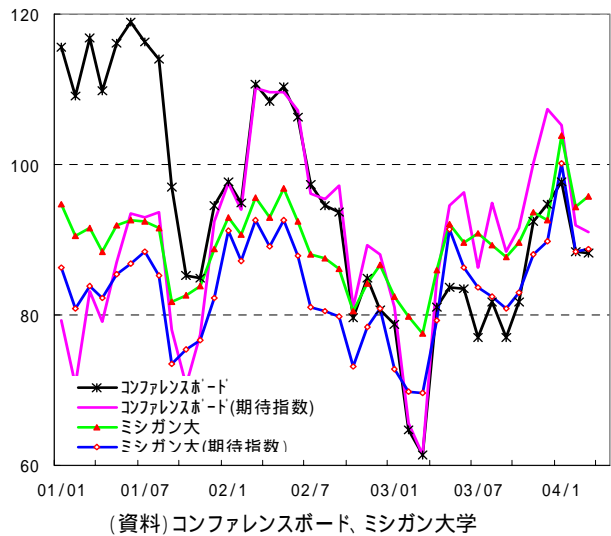
一方、非製造業 I S M 指数は 65.8 と 2 月の 60.8 から上昇、今年 1 月の 65.7 を若干上回り 97/1 の非製造業の調査開始以来の過去最高値を更新した。これで 12 ヶ月連続で非製造業景況感の分かれ目となる 50 を上回ったこととなる。内訳の雇用指数は 53.9 と 2 月の 52.7 から上昇し、6 ヶ月連続で雇用の拡大を示すものとなった。

3 月の消費者マインド指数は、ミシガン大学は 95.8 (2 月は 94.4) と上昇したが、コンファレンスボードでは 88.3 (2 月は 88.5) と若干の低下となった。いずれも 2 月に雇用回復の遅れにより急低下した後、3 月指数は小動きで踊り場的な様相を見せている。4 月指数では月初発表の雇用統計を反映するため、改善が期待されている(図表 4)。

(図表 3) 米国： I S M 指数の推移



(図表 4) 米国：消費者信頼感指数の推移



(企業部門・雇用の動向)

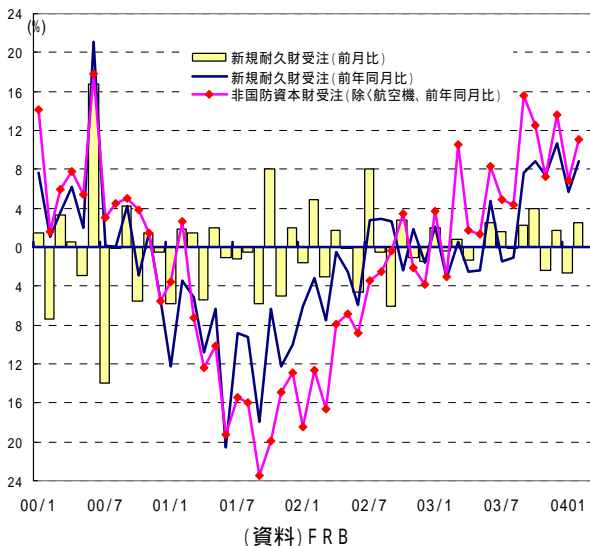
2月の製造業では、受注・在庫とも増加

2月製造業の新規受注は前月比+0.3%増(1月 0.9%減)、うち耐久財は同+2.5%増(1月 2.6%減)、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+0.4%増(1月 0.4%減)といずれも反転・増加した。前年同月比ベースでも、耐久財は+8.8%増、非国防資本財受注(除く航空機)は+11.0%増と伸び率を回復し高水準を維持しており、上方トレンドが続いている。設備投資の回復基調は維持されていると見てよいだろう(図表5)。

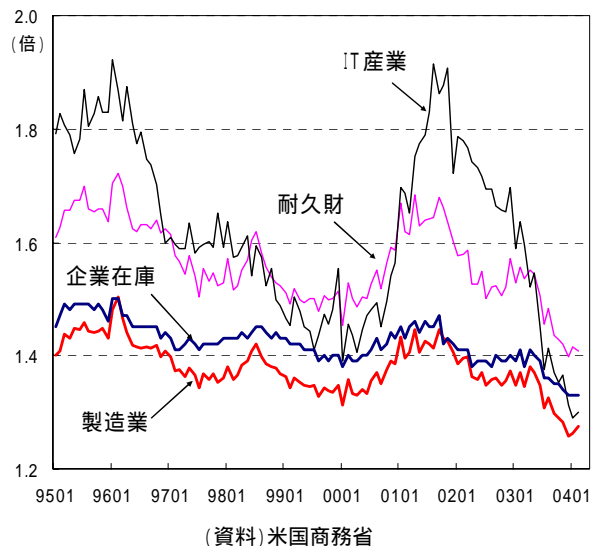
一方、2月製造業の在庫は、前月比+0.5%増(1月は+0.3%増)と2003/11月をボトムに増加の動きを続けており、2001/1月以来の増加率となった。このため、在庫/出荷比率は1.28と前月の1.26から上昇した。しかし、依然として在庫比率が記録的な低水準にあることには変わらない。この在庫比率水準の低下は、昨年下半年に出荷が回復する中、在庫減が進んだためであるが、製造業の中でも、IT産業や耐久財部門において顕著な低下を見せ、いずれも好況期の2000年の在庫比率を下回る水準まで低下している(図表6)。

また、製造業に小売・卸売り在庫を加えた2月企業在庫は、前月比+0.7%増(1月は+0.2%増)と6ヵ月連続、2000/8月以来の増加幅となった。しかし、出荷も前月比+0.5%増と強く、在庫/出荷比率は1.33と1月から横ばいに留まり、依然過去最低水準にある。景況感の回復から在庫の一層の積み増しが期待できる局面と言えよう。

(図表5) 米国：新規耐久財受注の推移



(図表6) 米国：在庫/出荷比率の推移



3月雇用者数は予想外の30.8万人の大幅増加

注目された3月の雇用統計は、非農業事業部門の雇用者数が前月比+30.8万人増と2000年4月以来の大幅増となった。内訳を見ると、生産部門では同+7.8万人増と2000/3以来の増加を見せたが、建設等を除いた製造業は前月比横ばいに留まった。サービス部門では同+23万人増で10ヵ

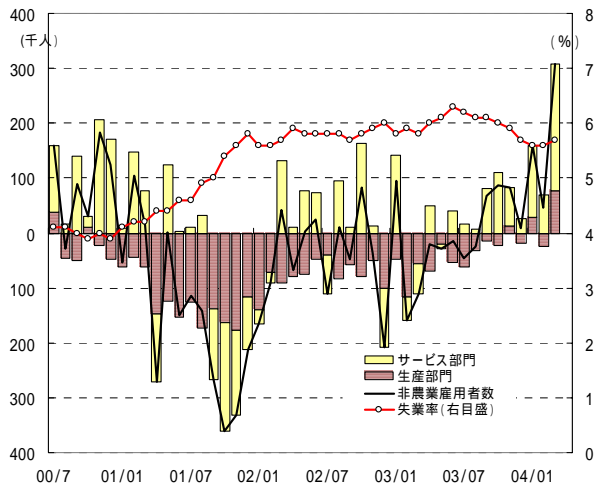
月連続の増加と増加基調がしっかりしてきた。サービス業の業種別では、小売業で+4.7万人増、ヘルスケアで+3.6万人増、飲食店で+2.7万人増、等となった。

3月雇用統計については、事前の予想が12万人程度の雇用増であったため、金融市場では、株式・長期金利の上昇を招き年央での利上げ観測も再び頭を持ち上げてきた。景気面でも、雇用回復の遅れが続くようだと消費の足を引っ張りかねない事態も懸念されていただけに、そうした風向きを変える発表になったと言えよう(図表7)。

ただし、注目されていた非農業事業部門の雇用増を除くと芳しくない点が目に付くのも3月雇用統計の特徴である。家計統計では雇用者減・失業者増により失業率が5.7%(2月は5.6%)と昨年6月以来の上昇となり、27週以上の長期失業者の割合は23.9%と昨年11月の23.5%を上回る高水準となった。事業所統計でも民間部門の週間平均労働時間・総労働時間指数とも3ヵ月ぶりの低下となった。3月の雇用統計は、これまで出遅れていた非農業事業部門の雇用増が、他の統計値に追いついて辻褄を合わせたと見ることも可能であろう。

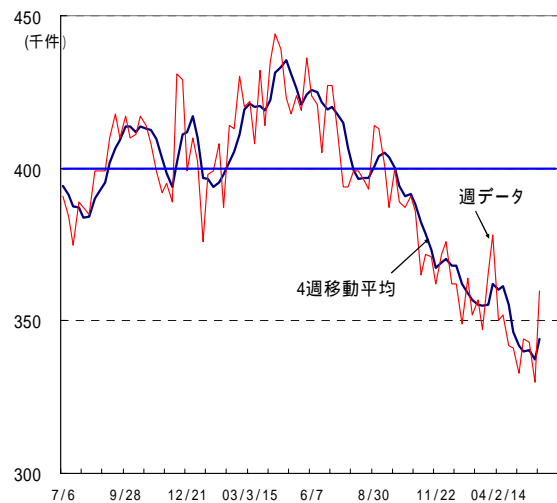
なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は36万件(4/16発表分)と前週比3万人の大幅な増加となったが、四半期初とイースター休日が重なった要因が大きいと説明されている。いずれにしても、雇用状況の改善の分かれ目とされる40万件を28週連続で下回り、4週移動平均でも低下トレンドは崩れていないと見られることから、依然、雇用は回復方向にあると言えよう(図表8)。

(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

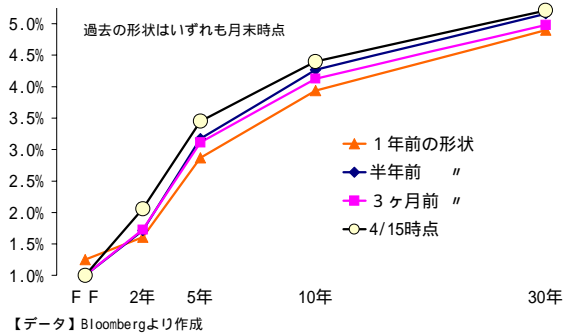
米国金融市場では、米雇用環境がなかなか本格回復を見せないことへの失望から、3月に入ると長期金利(10年国債利回り)が3.6%台まで低下し、主要株価指数がいずれも年初値を下回る水準まで下落した。しかし、GDPデフレータの上方修正(3/25)に伴うインフレ懸念の燻り、また、日本の為替介入が終了するとの観測記事(3/29)をきっかけに、介入資金を通じた日本の米国債購入が減少するとの思惑が強まると、長期金利はじり高に転じた。株式市場も、根強い業績改善期待を背景に、調整一巡後は値ごろ感から買いが入ったため、3月後半には再び上昇基調を強めた。

4/2に発表された3月分の雇用統計が、市場予想を大幅に上回る雇用者数の増加を示すと、景気加速期待から指標発表直後に30bp近く長期金利が上昇し、株価も大幅に上昇した。雇用統計を機に利上げ期待が急速に膨らんだ債券市場では、その後も小売売上高の大幅増(4/13)や消費者物価指数の上昇(4/14)などを背景に、長期金利が4.3%台まで上昇している。株式市場については、利上げ観測の高まりを警戒しつつ、4月上旬から始まった1~3月期の業績発表の結果に一喜一憂しながら、高値圏で揉み合う展開となっている。

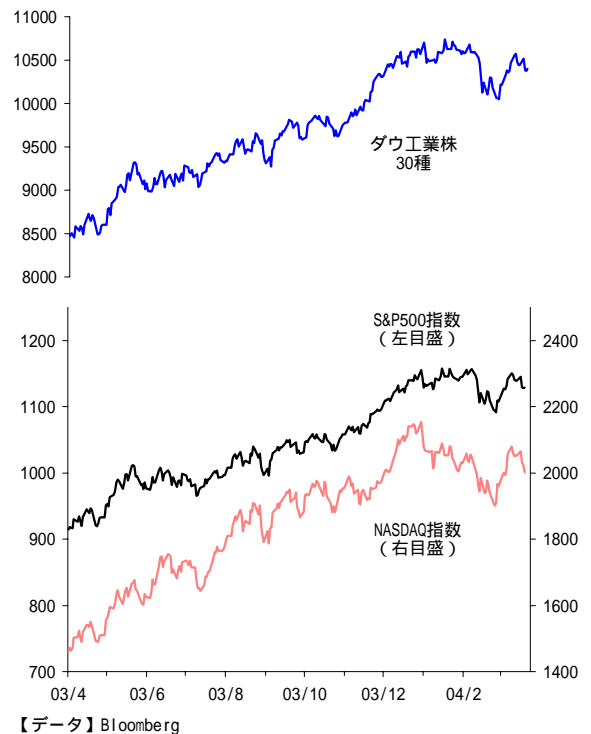
昨年夏場とは様相が異なる今回の長期金利上昇

4/2に発表された3月分の雇用統計において、非農業部門就業者数が対前月30万人増加したことで、米国金融市場の雰囲気は一変した。これまでは、雇用回復の遅れを材料に、FRBが政策金利(FF

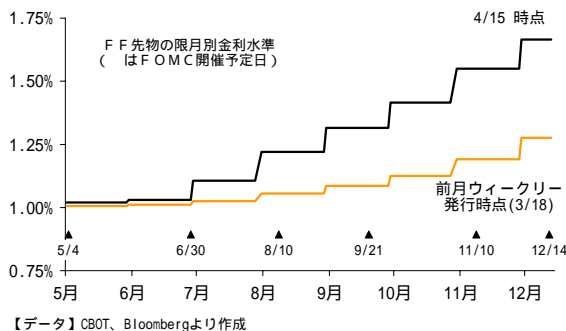
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高・先安観の変化



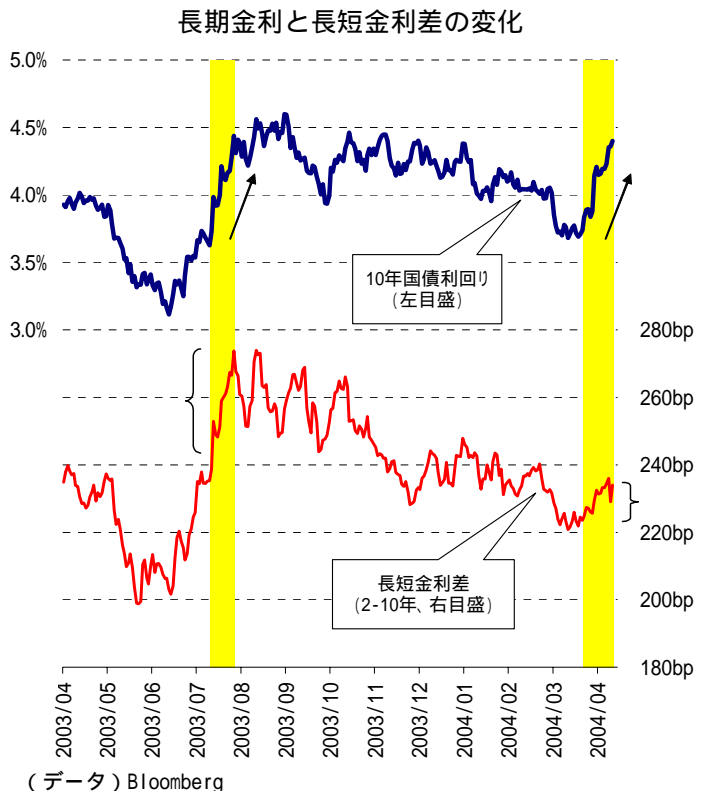
レート誘導目標)を少なくとも年内いっぱい据え置くと思われていたのが、雇用統計を境に早期利上げ観測が急速に台頭した。現状では、8月にも25bpの利上げが実施され、年末にはFFレートが1.50~1.75%まで引き上げられるとの見方が、市場のコンセンサスとなっている模様だ。

米国債券市場では、昨年夏にも長期金利が急上昇し、10年国債利回りが一時4.6%台を付けた。今回も雇用統計発表直後に10年国債利回りが瞬時に30bp近く急騰するなど、長期金利の上昇ピッチは速い。

昨年夏場にかけて、長期金利が急騰した局面では、その直前の春先に高まったデフレ懸念が解消し、過度に下振れた長期金利が修正される過程で、MBSのデュレーションヘッジに伴い、長期債に売り圧力がかかるといった特殊要因¹が加わるとともに、金融・財政両面から米当局のリフレ政策的要素を感じ取った金融市場が、インフレに対するリスクプレミアムを織込みに行った結果、短期金利以上に長期金利が上昇し、イールドカーブがベア・スティーブ化した。

しかし、今回は長期金利の急上昇とともに短期金利も上昇しており、今のところイールドカーブのベア・スティーブ化が限定的となっている点が、昨年夏との大きな違いとなっている。例えば、10年国債利回りが3.7%から4.3%まで上昇する過程において、2-10年国債で見た長短金利差がどれだけ拡大したかを比較してみると、昨年7月は30bp以上拡大(235-270bp)したのに対し、今回は10bp程度の拡大(225-235bp)にとどまっている。

これは何を示唆しているのだろうか。雇用改善を受け、FRBがこれまでのような「緩和姿勢持続によるリフレ政策」的発想から、「緩和姿勢の解消」的発想に転換し、引締めめのタイミングを早めるとの見方に、市場参加者の意識が次第に転じつつあることを示しているものと思われる。もしも、その見方が正しいとすれば、FRBが実際に引締め政策に転換した際には、通常の高金利上昇局面に見られるように、利上げを先取りすべく、短期金利が長期金利よりも上昇することで、イールドカーブ

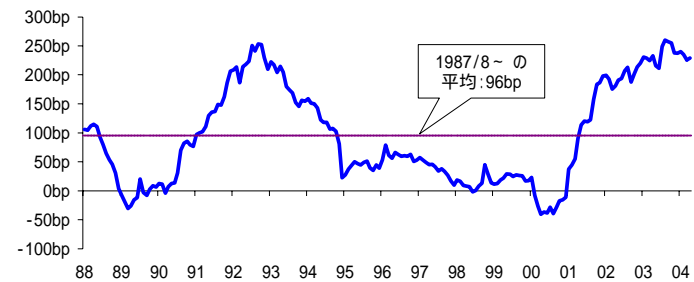


¹ 長期金利が上昇すれば、借換えに伴う住宅ローンの繰上げ償還は減少する。これは、住宅ローンを担保に証券化されたMBS (Mortgage-Backed Securities; モーゲージ債) を所有する投資家・金融機関にとって、証券の保有期間が長期化することを意味する。そのため、投資家・金融機関は、長期債を売建てるか売却することで、デュレーションの長期化を回避する行動を起こす。

のベア・フラット化が進むこととなる。

その際、長期金利については、どのような水準観を抱くことができるのだろうか。例えば、FRBが引締めを開始するのを受け、2年国債利回りが200～300bpの利上げ（＝4%近い水準までFFレートの引き上げを見込んだ状態²）を織込みに行くと仮定する。もしも、その過程で2-10年金利差が、最近1年間と同程度の水準を維持した場合、10年国債利回りは6%台まで上昇してしまう。一方、イールドカーブのフラット化が進み、過去の平均的水準³である100bp程度まで、長短金利差が縮小すると仮定した場合、10年国債の利回りは、高くても5%程度の水準にとどまることになる。

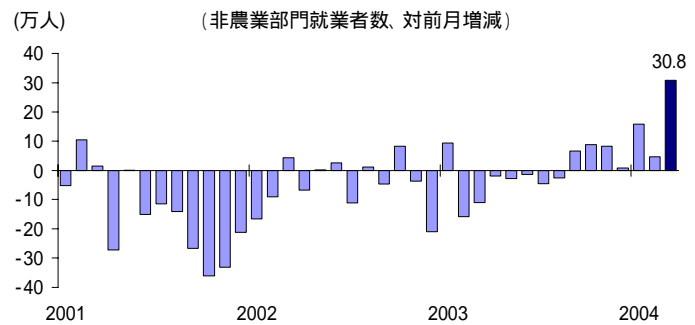
グリーンスパンFRB議長就任以降の2-10年金利差



(データ) Bloomberg

雇用統計後の米国債券市場は、利上げ開始モードになっている。翌月以降も雇用環境の持続的改善が示されれば、FRBの利上げ観測は一段と強まろう。こうした中、社債・MBSといった国債以外の債券（スプレッド物）に目を向けてみると、対国債で見た利回り格差の縮小が昨年から進んでおり、必ず

3月並みの雇用者数増加が続くか



(データ) 米労働省

しも魅力的な水準が確保されているとも言えない。すなわち、スプレッド物への投資を積極化することで「利回り」を確保するのが難しい運用環境にある。一方、たとえ利上げ局面が到来した場合でも、イールドカーブのフラット化が進むと仮定すれば、現状の長短金利差から判断する限り、長期債に投資価値を見出すことも可能だ。したがって、金利上昇に対する警戒から極端に長期債を敬遠し、債券運用の最も基本的な収益源である「利回り」を抑制してしまうのは、避けたいところだろう。しかも、4月以降の雇用回復に再び失望感が広がれば、利上げ観測の後退から長期金利が再低下する可能性も排除できないと思われる。

² サンフランシスコ地区連銀のラリー総裁は、4/11付の地元紙とのインタビュー記事で、「FFレートは永遠に現行の1.00%に据え置かれることはない。いずれは利上げが行われるだろう。例えば、インフレ率が1～2%と仮定した場合、FFレートの適当な水準は、3.5%あたりになるのかもしれない。」とコメントしている。

³ 例えば、グリーンスパンFRB議長就任以降（1987/8～）で見れば96bp、1990年以降で見れば104bpである。

(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)