

# 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 ~ 利上げに揺れる米経済

### < 米国経済の動き >

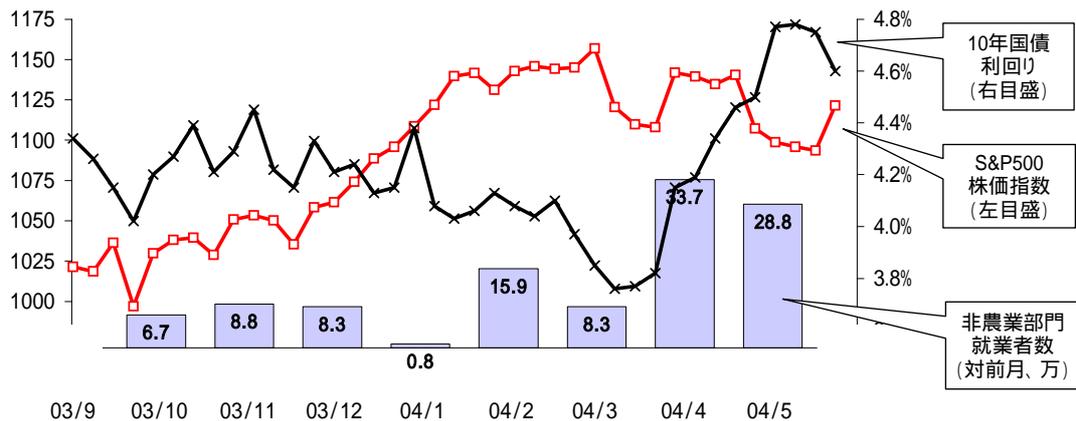
・1-3月期実質GDPが4.4%と2四半期連続で4%台の成長率が続き、昨年7-9月期に8.2%と20年ぶりの高成長を見せた以降も、米国経済が堅調な成長下にあることを示した。回復の遅れが懸念された雇用も、3・4月と2ヵ月連続で大幅増となり、景気は持続的成長への条件を整えつつある。こうした中、原油価格の上昇がガソリン価格を押し上げ、また、コア物価指数が底離れの動きを見せており、インフレ・利上げの動向が注目される局面となっている。

### < 米国金融市場の動き >

・FRBの利上げがほぼ確実視される状況下、長期金利(10年国債)の想定フェアバリュートについて、我々が設定していた「3%半ば~4%、当面は4%中心」との見方を維持するのは困難であり、現状では「5%前後」に想定水準を引き上げる必要があるだろう。

・しかし、米国経済がフル稼働から程遠い状況では、10年国債利回りが5%を継続的に上回る状態は見込みにくく、依然として長期金利の上昇余地が限定的であるとする見方に、大きな変更はない。イールドカーブ形状から見て、引き続き長期ゾーンにバリュートを見出すことが可能だ。

雇用は回復したものの、金融市場は波乱の展開



(データ) Bloomberg、米労働省

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)

(概要)

### 景気は、持続性を探る第二ステージへ

1-3 月期の GDP が 4.4% と堅調持続を見せたのに続き、4 月の非農業事業部門の雇用者が 28.8 万人増と連月での大幅増となり、雇用の回復をより鮮明なものとした。ジョブレスリカバリー(雇用なき回復)と言われ、今回の回復局面で最も出遅れていた雇用面での回復がはっきりしてきたことで、これまで減税による可処分所得の押し上げで底支えされてきた消費は、今後、個人所得の回復によって支えられる構図に移行していくものと思われる。

半面、景気および雇用回復の明確化は金利の上昇を招くため、ストレートに消費支出の押し上げに繋がるかについては疑問の余地がある。これまでの消費支出が、減税と低金利の恩恵を受けて堅調を保ってきたのは間違いない事実であるが、今後の消費は、減税効果が剥落するのに加え、金利上昇という抑制要因の中で維持されなくてはならない。金利上昇の影響の大きい住宅投資が停滞すれば、家具等の関連需要は確実に鈍化するし、低金利を背景にインセンティブ販売を拡大してきた自動車の販売方法も変更を迫られよう。早晩、FRB は政策金利の引き上げに動くと思われるが、既に長期金利はこうした状況を先取りして上昇を見せている(金利動向については後掲の「金融市場の動き」をご参照下さい)。

その他、足元の原油価格の上昇、イラク情勢にも留意したい。原油価格の高騰は、ガソリン価格の上昇に繋がり、その他の消費支出を抑制する。また、イラク人捕虜の問題は、イラク国民の反発を招いてイラク情勢の不透明感を高めると共に、ブッシュ大統領への支持率に打撃を与えている。雇用が回復してブッシュ政権の誇れる成果が増えた一方、こうした課題への注目度が増幅しており、今後、政権の安定度が揺らぐのであれば、景気の先行きへの不透明感を強め、消費者マインドや企業センチメントへの影響が懸念されよう。

(景気動向)

### 1-3 月期成長率は、年率 4.4% に上方修正

5/27 発表の 1-3 月期の実質 GDP 改定値は 4.4% (前期比年率、以下同) と 4 月速報値 (4.2%) から +0.2% の上方改定となった。主な改定事由としては、在庫増と政府支出の上方修正が大きい一方、輸入増による純輸出のマイナス拡大が挙げられる。なお、消費支出の伸びは 3.8% から 3.9%、設備投資は 7.2% から 5.8% にそれぞれ修正された。

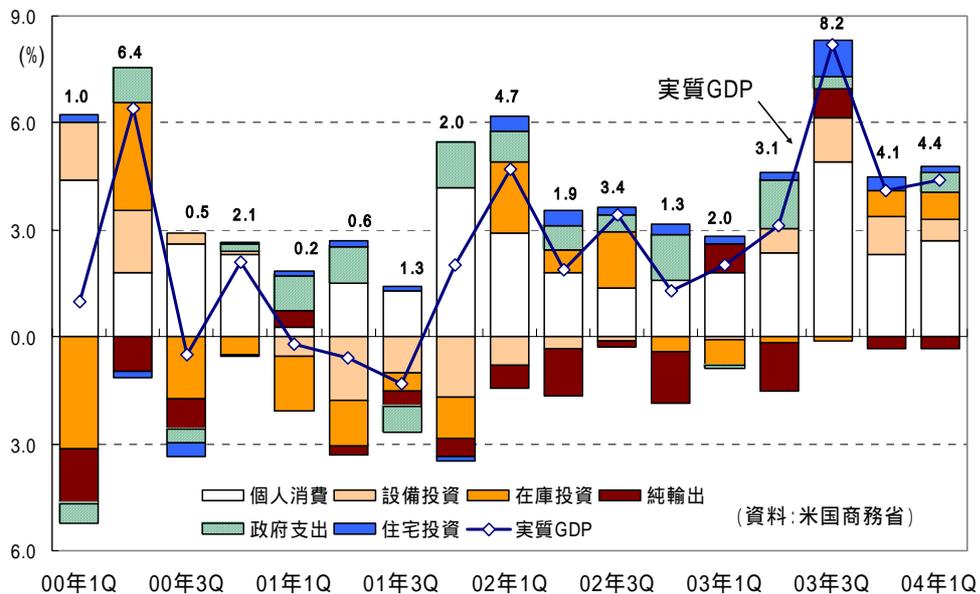
また、前 10-12 月期 (実質 GDP は 4.1%) との比較では +0.3% の上昇となり、米国経済は 3 四半期連続で 4% 超という堅調な成長を見せたこととなる。需要項目別の動きを見ると、減税効果が期待された消費は、前期の 3.2% から 3.9% に上昇したものの、自動車販売の減少による耐久財消費のマイナス (4.2%) が足を引っ張った。設備投資は 5.8% と前期の 10.9% から伸びが半減

した。IT投資を中心とした伸びが堅調な中、構造物投資が7.0%と減少幅を拡大しており、未だ能力増への投資意欲が弱いことを示した。このほか連邦政府の支出が国防支出増により9.2%と急伸したが、州政府支出が0.7%と減少したため、政府部門全体では2.9%増に留まった。在庫は寄与度0.75%と増加し、純輸出の寄与度は0.35%のマイナスとなった。

原油価格上昇の影響からGDPの価格デフレーターが上昇(2.6%、前期は1.5%)し、FRBがインフレ指標として重視しているコア個人消費価格指数(エネルギー・食品等を除いた個人消費価格指数)も1.7%と前期(1.2%)よりは上昇したが、速報の2.0%からは下方修正された。

今回のGDP改定値はFRBの利上げ動向を探る点からも注目されていたが、GDPが上方改定されたことで6月利上げの確率を高めた一方、事前の予想(4.5%)を下回り、上記価格指数の下方修正もあって、利上げ幅は大きなものにはならないとの観測を呼んでいる。

(図表1) 1-3月期実質GDPの寄与度別内訳と推移 (GDPは前期比年率、内訳は寄与度)



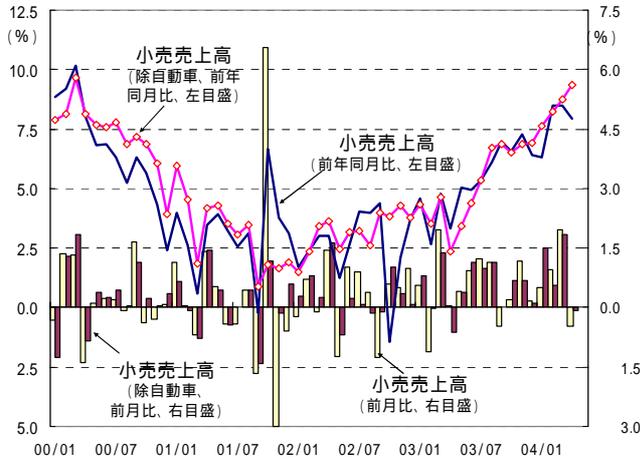
(消費の動向)

**4月小売売上高は前月比で低下するも、堅調トレンドは持続**

4月の小売売上高は、自動車販売減少(前月比1.8%)の影響を受け、前月比0.5%減(3月は同+2.0%増)となったが、自動車除きでも前月比0.1%減(3月は同+1.8%増)と減少した。項目別の動きでは、衣料品店は同2.0%減と減少幅が大きく、百貨店(同1.7%減)建築資材等(同0.7%減)が減少する一方、家具(同+0.7%増)電気製品(同+0.8%増)・食料品店(同+0.5%増)等は連月の増加となった。ただし、前年同月比では、小売売上高全体で+8.0%増、自動車除きでは+9.4%増と続伸しており、消費トレンドは依然堅調な推移にあると見られる(図表2)。

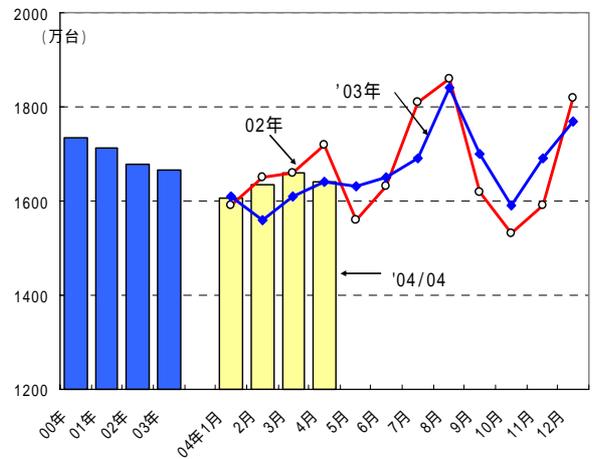
なお、4月小売統計の低下要因となった自動車販売は、台数ベース(商務省データ)でも年率1640万台と3月(同1660万台)からやや減少している。2004年に入ってから概ね1600万台前半を中心とした横這いの動きに留まっている(図表3)。

(図表2) 米国：小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表3) 米国：自動車販売台数の推移

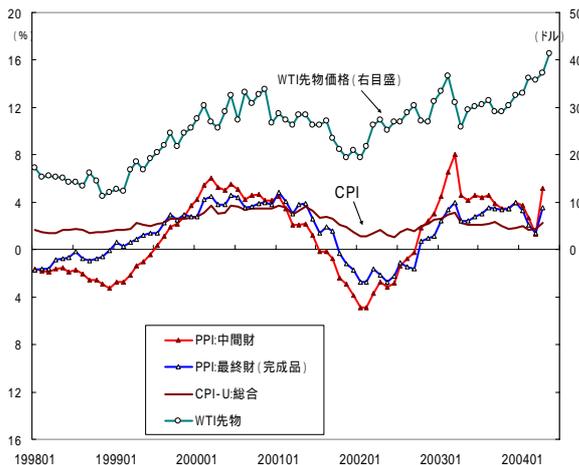


(資料) 米国商務省、季節調整済み年率

### 注目される原油価格と物価動向

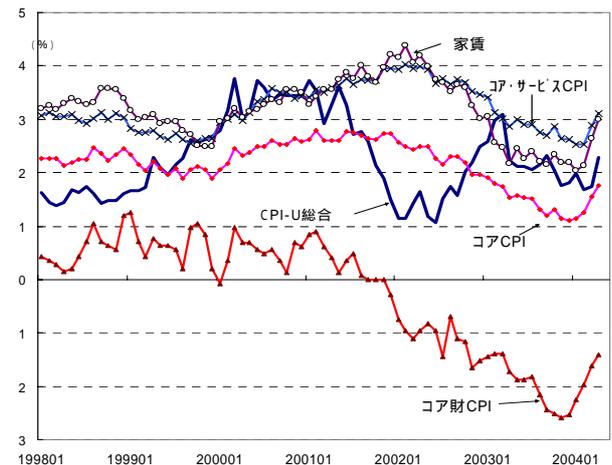
主要な物価指数である PPI・CPI とも反転の動きを見せ、物価動向が注目されているが、最大の要因は、原油価格の影響によるエネルギー価格の上昇で、既に毎週エネルギー省から発表されるガソリン価格は1 ガロン 2.064 ドル (5/24 発表分) と 4 週連続で過去最高を更新し、夏場の需要期を控えて価格の高止まりが懸念されている。また、原油価格については一時 1 バレル = 41 ドル台 (WTI 先物、5/26) に上昇しており、サウジアラビアが増産に動く中、6 月上旬の OPEC 総会における生産枠拡大の動きが注目されている (図表 4)。

(図表4) 米国：原油価格と物価の動向



(資料) 米労働省他、前年同月比。

(図表5) 米国：コア CPI の動向



(資料) 米労働省、前年同月比。

なお、CPI については、エネルギー・食料品を除いたコアの CPI にも上昇の気配が窺われる。コア CPI を財とサービスに分けて見ると、サービス価格がコア CPI の水準を押し上げていること

が分かる。また、最近のコア・サービス CPI の上昇には、構成比の過半を占める家賃価格が上昇に転じていることが影響しており、コア CPI の動向にも留意が必要な局面と言えよう(図表 5)。

(景況感)

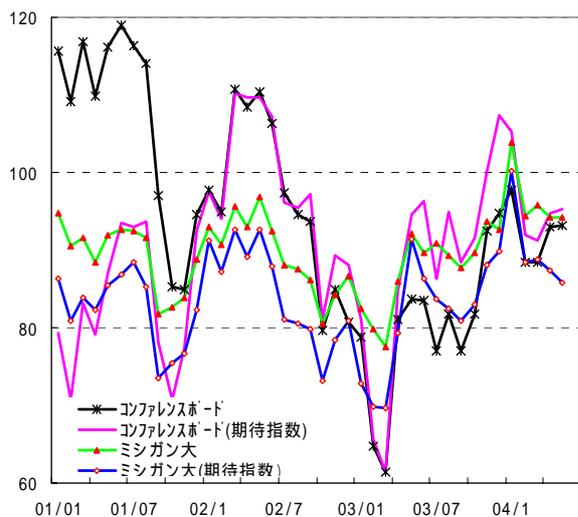
**ISM 非製造業指数が過去最高を更新する一方、消費者マインドはほぼ横這い**

ミシガン大学の消費者マインド指数(5月速報値)は94.2と4月確報値から横這い、コンファレンスボードの5月消費者信頼感指数は93.2と4月(93.0)からわずかに上昇した。ミシガン大学指数の内訳では、現況指数が107.2(前月比+2.2)と1月以来の水準に上昇したのに対し、期待指数は85.8(同 1.5)と低下する動きとなった。雇用回復が消費者マインドの改善に働く一方、ガソリン価格の上昇やイラク情勢の混迷が懸念材料となり、やや動きにくい局面にあると言えよう(図表 6)。

企業のセンチメントを示すISM製造業指数(4月)は62.4と3月の62.5を下回ったものの、6ヵ月続けて60を上回った。構成指数では、生産指数が67.0、新規受注指数が65.0と高いが、雇用指数も57.8と3ヵ月連続で上昇して1987年以来の水準となり、製造業の雇用回復を示唆している。なお、在庫指数は44.8と2ヵ月連続で低下し51ヵ月連続で50を割り込んでいるが、製造業の在庫増減を示す分かれ目である42.3は10ヵ月連続で上回った。

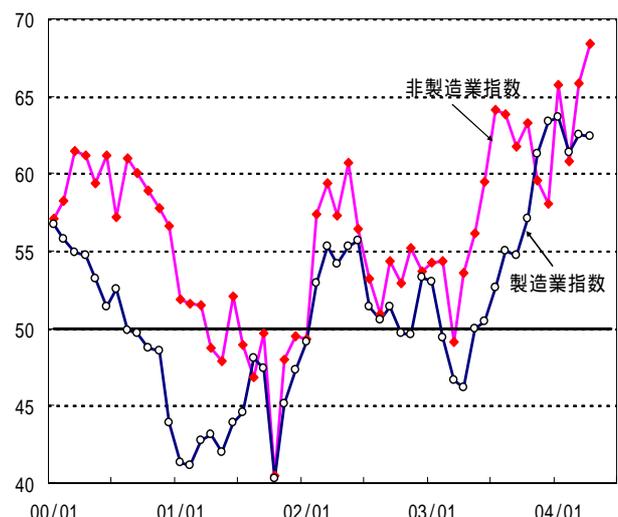
一方、ISM非製造業指数は68.4(3月65.8)と2ヵ月連続で続伸し、前月に続いて97/1の非製造業の調査開始以来の最高水準を更新した。なお、非製造業指数では、雇用(54.5)・在庫(56.5)指数とも連月での上昇を見せ、中でも在庫指数はこれまでの最高水準(2000/10の55.0)を上回った。4月の企業センチメントが全般、強気に推移する中、非製造業指数の上昇が目を引きく状況となっている(図表 7)。

(図表 6)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 7)米国：ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(生産・雇用の動向)

### 鉱工業生産・稼働率は回復トレンドに復帰

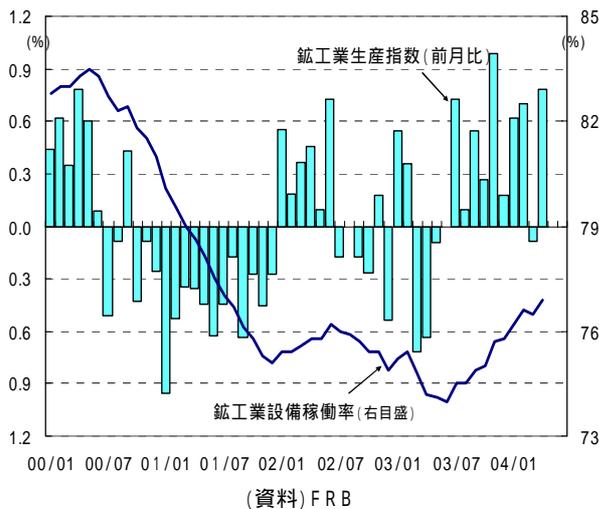
4月の鉱工業生産指数は115.4と前月比+0.8%増、製造業では同+0.7%増となり、3月のマイナスから再び上昇に転じた。主要業種では、衣料品(同+2.4%増)、コンピュータ・事務機器(同+2.4%増)が堅調に推移し、電力・ガス(同+1.5%増)等も上昇を見せた。

一方、4月の稼働率は76.9%と前月より+0.4の上昇となり、2001/7以来の水準となった。業種別では、3月が76.5%と前月比で0.1減少した反動もあって全般的に上昇するものが多かったが、製造業耐久財で73.0%(3月72.6)、非耐久財で77.9%(3月77.5)となった。なお、ハイテク産業全体では69.4%(コンピュータ等77.6%、通信機器50.3%、半導体等78.4%)と横這い、自動車産業では82.0%(前月比0.2)と減少した(図表8)。

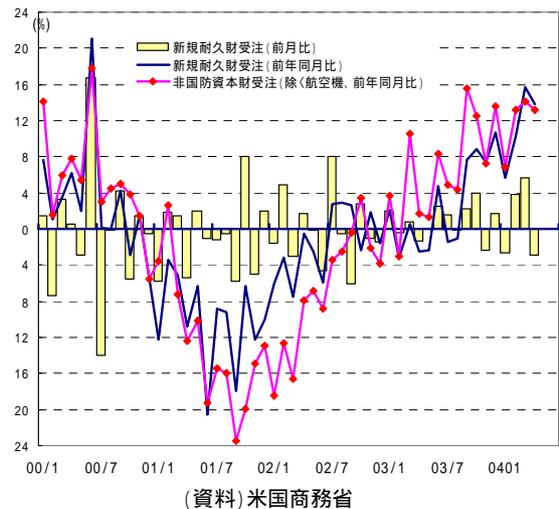
4月製造業の新規耐久財受注(速報値)は前月比2.9%減、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も前月比3.5%減と3ヵ月ぶりに下落を見せ、耐久財受注の下落幅は2002/9以来の大きさとなった。内訳でも、変動の大きい国防資本財が同10.9%減と下振れしたのをはじめ、金属素材(同5.3%減)、機械(同4.9%減)、輸送機器(同4.7%減)等、多くの業種で減少となった。

ただし、今回の下落については2・3月の新規耐久財受注がそれぞれ3.9%、5.7%と大幅な増加となった反動減と見られ、前年同月比ベースでは、耐久財受注は+13.9%増、非国防資本財受注(除く航空機)は+13.2%増と高い伸び率を維持している。加えて、製造業の在庫水準が記録的な低水準にあり、上記の鉱工業生産・稼働率等が上向きであること等からも、受注環境は良好な状態にあると言える(図表9)。

(図表8) 米国：鉱工業生産と稼働率



(図表9) 米国：新規耐久財受注の推移



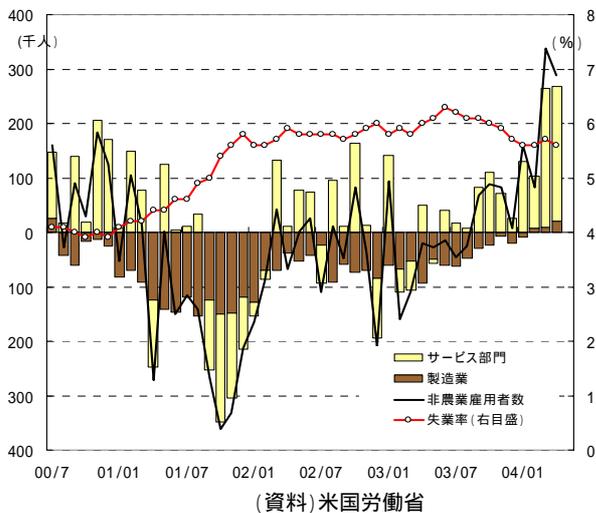
### 4月非農業事業部門の雇用者は、連月の大幅増

事業所統計による4月の非農業事業部門雇用者数は、前月比28.8万人増と3月(33.7万人増に上方修正)に続いて市場予想(17万人増前後)を大幅に上回る増加を見せ、昨年9月以降8ヵ月連続の増加となった(図表10)。内訳では、生産部門が同+4.2万人増、サービス部門では同24.6万人増と11ヵ月連続の増加となり、また、製造業は遑って上方修正されたことから、本年2月以降純増に転じ、2000/8月から続いていた減少に終止符を打っていたことが示された。なお、増加の大半を占めたサービス業を業種別に見ると、人材派遣業を含む事務・サポートサービスが10.3万人増とサービス業増加の4割を占めたほか、飲食店の3.4万人増が目立った。一方、家計統計によると、4月の失業率は5.6%と0.1%低下し、また、27.8万人の雇用増を示して事業所統計の雇用増加を裏付ける数値となった。

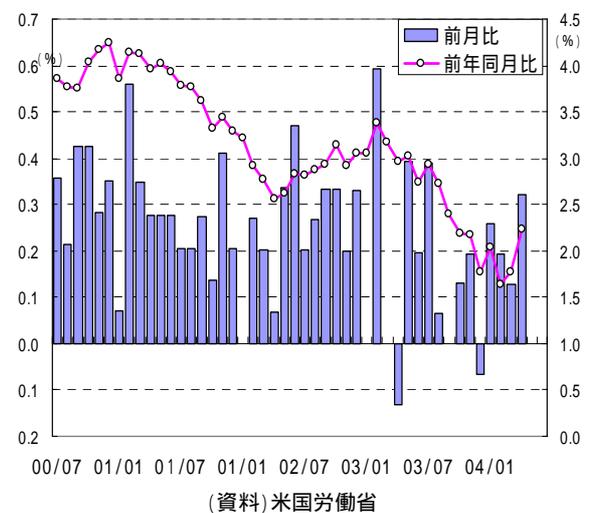
なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は34.4万件(5/27発表分)と前週比0.3万件減少し、5/6発表分(31.8万件、2.0万件減)以来3週間ぶりの減少となった。2003/10以来、雇用改善の分かれ目とされる40万件を下回っており、4週移動平均では33.55万件と低水準を維持していることから、雇用環境は改善に向かっているものと思われる。

今回の2ヵ月連続の大幅な雇用増により、これまでジョブレスリカバリーと言われ、長らく景気の先行きの大きな懸念材料とされていた雇用状況は、回復の遅れを取り戻しつつある。また、雇用の先行きを窺う新規失業保険請求件数やISM指数の雇用指数等が堅調であることから、今後の雇用は堅調な推移を辿る可能性が高い。そのため、今回の発表後、市場の最大の注目点は、雇用問題からインフレ・利上げへの懸念へと移行しつつある。雇用統計についても、今後は、雇用者増減の動向と共に、インフレの重要指標の一つである賃金動向等が注目される局面となろう。この点、FRBが注目している平均時給統計を見ると、前月比0.3%、前年同月比2.2%増と水準は低いものの、いずれも3月数値(それぞれ+0.1%、+1.8%)から加速を見せており、その動向が注目されよう(図表11)。

(図表10) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(図表11) 米国：平均時給の推移



## < 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

年央以降の利上げへの思惑が日増しに高まる米国金融市場では、

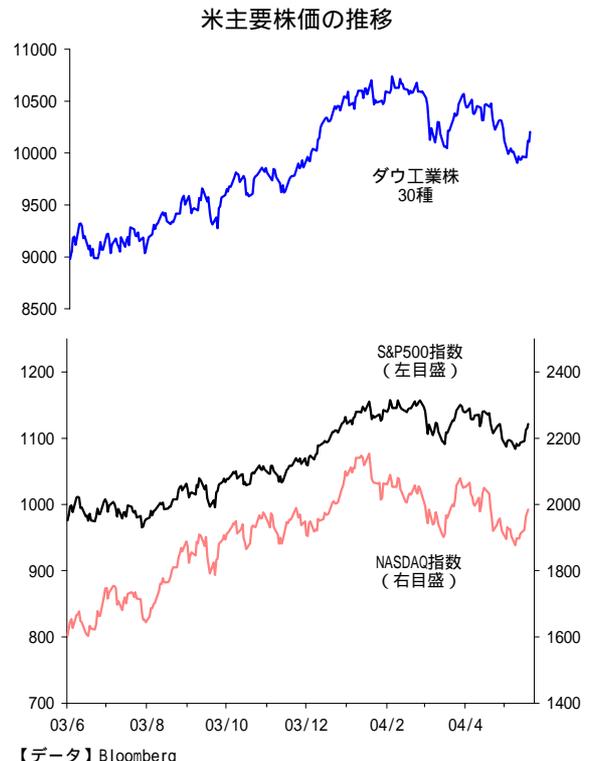
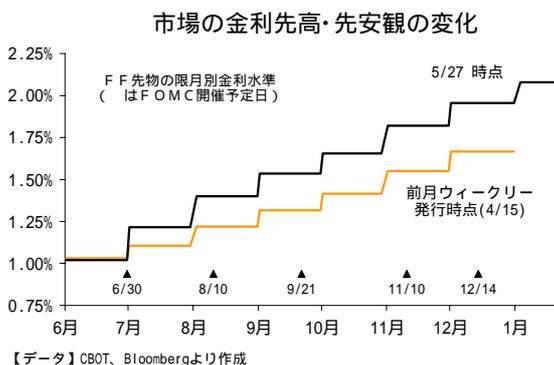
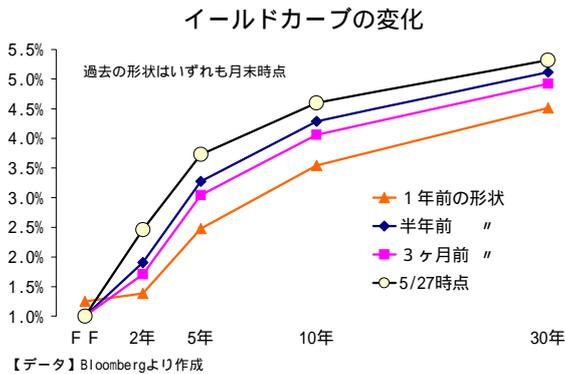
4/20の議会証言で、グリーンズパン議長がインフレ懸念はないとする一方で、「デフレももはや問題ではない」と発言したのをはじめ、超低金利の修正に布石を打つようなFRB関係者のコメントが相次いだこと、

5/4に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)では、予想通り利上げは見送られたものの、声明文が前回の「忍耐強く緩和政策を続ける」から「慎重に緩和政策を修正していく」との内容に変わったこと、

4月下旬以降に発表された経済指標が、依然として米国経済の好調さを示したこと、を背景に、長期金利(10年国債利回り)が4%半ばまで上昇した。さらに、5/7に発表された雇用統計が、先月に続き、対前月30万人近い雇用者数の増加を示すと、長期金利は一気に4.8%前後まで急騰した。株式市場では、企業業績が良好であるにもかかわらず、利上げ懸念や原油高が嫌気されたことから、ダウ工業株が一時1万ドルを割り込むなど、主要株価指数が軟調に推移した。

### 既に「前倒し」で100bpの利上げを織り込んだ米国債券市場

過去2ヵ月分の雇用統計が米雇用環境の急速な改善を示したことで、米国金融市場では、FRBが夏場以降、政策金利(FF金利誘導目標)を引き上げ、超低金利の修正に動き出すとの見方が支配的



となっている。現状では、6/29～30に開催されるFOMCで25bpの利上げが実施され、年末にはFF金利が2%程度にまで引き上げられるとする見方が、市場のコンセンサスとなっている模様だ。

米国債券市場ではこうした金利先高観の高まりから、10年国債利回りが1ヵ月間で100bp上昇するなど、長期金利が急ピッチで上昇した。今回の金利上昇や、昨年後半のほぼ一本調子の株高に見られるように、最近の金融市場では、先行きに対する見方を一気に価格に織り込むパターンが、過去に例を見ないほど増えているように思われる。米国債券市場の今後（長期金利はどこまで上昇するのか）を占う際にも、もはや「FRBは今後利上げに動く」といった視点ではなく、「FRBの利上げは市場の思惑（「来年にはFF金利が2%台」とする見方）に沿ったものとなるのか、それともそれを上回るのか、あるいは下回るのか」といった視点で考える必要がある。

では、政策金利の目標水準を求めるときによく使われる「テイラールール」を用いて、FF金利の落ち着きどころを求めた場合、どの程度までの利上げを想定することができるのだろうか。テイラールールに用いる説明変数には、不確定要素が多分に含まれるため（例えば、実質金利や物価のターゲットをどう置くのか、計測困難なGDPギャップはどの程度の水準を想定すべきか、など）算出根拠に客観性を求めるのは難しいものの、おおよそのイメージを掴むのであれば、下図のようになる。もし、FRBの認識が「デフレ懸念が遠のく一方で、経済が均衡状態に達するまでにはまだ時間がかかり、米国経済がその中間地点にある」といったものであると考えた場合、FF金利の落ち着きどころは2%半ばということになる。

その際、仮に長短金利差が過去の平均的水準よりもやや拡大気味の状態を維持し、2年-FF金利差が50～100bpで推移するとともに、2-10年金利差が150～200bp程度までのフラット化にとどまるとした場合、10年国債利回りは5%前後（4%前半～5%後半のレンジの中心）の水準が求められる。また、仮に米国経済が均衡状態を達成することで、FRBが利上げの度合いを強めた場合でも（FF金利を3.5～4.0%まで引き上げ）、イールドカーブが過去の平均的水準に回帰する（2年-FF金利差が50bp、2年-10年金利差が100bp）と仮定すれば、10年国債利回りはやはり、5.0～5.5%にとどまることになる。

6/4に発表される5月分の雇用統計において、3ヵ月連続で雇用者数が対前月30万前後の増加を示せば、6/29～30に開催されるFOMCでは、ほぼ100%の確率で利上げが実施されよう。このように、年央以降の利上げに現実味が増す中において、想定すべき長期金利のフェアバリューについて考えた場合、我々がこれまで設定していた「10年国債利回りで3%半ば～4%、当面は4%中心」と

米国政策金利(FF金利)のイメージ

実質FFターゲット: 

1.50%	～	2.00%
-------	---	-------

  
物価のターゲット: 

2.0%
------

 } と想定した場合...

物価上昇率	GDPギャップ	テイラールールから見たFF金利	解釈
2.0%	0.0%	3.5% ～ 4.0%	経済が均衡状態を保っている際のイメージ
1.0%	-2.5%	0.8% ～ 1.3%	デフレ懸念、FF = 1.00%まで引き下げた際のイメージ
1.5%	-1.0%	2.3% ～ 2.8%	当面のイメージ

テイラールール:

$$\text{FF金利} = \text{実質金利ターゲット} + \text{物価上昇率} + 0.5 \times (\text{物価上昇率} - \text{物価ターゲット}) + 0.5 \times \text{GDPギャップ}$$

物価: FRBが注視している「個人消費デフレーター(コア)」を使用して想定。

の見方を維持するのは、困難となってきた。前述の大まかな計算結果から判断する限り、現状では「5%前後」に想定水準を引き上げる必要があるようだ。

とは言え、現状は依然として労働参加率が下がったままでの雇用回復であり、労働需給に逼迫感が出始めるような環境にはない。また、好調な生産が続く中においても、設備稼働率は76~77%にとどまっている。こうした点から判断する限り、たとえ、デフレの不安が解消されたとしても、米国経済は引き続きインフレの本格化を懸念する状況にはなく、利上げの度合いも債券市場が現時点で織込んだものを上回るには、相当の力を要するものと思われる。

すなわち、米国経済の稼働率に余裕のある状態が続く限り、10年国債が5%を継続的に上回る展開は、まだ見込みにくい。したがって、依然として長期金利の上昇余地は限定的とする見方に、大きな変更はない。イールドカーブ形状から見ても、引き続き長期ゾーンにバリューを見出すことが可能だ。むしろ、フル稼働から程遠い状況で米国経済に減速感が出れば、利上げの度合いが現状のコンセンサスを下回り、その結果、利上げを過度に織り込んだ分が解消されることで、10年国債利回りの落ち着きどころが4%台にとどまる可能性もあろう。

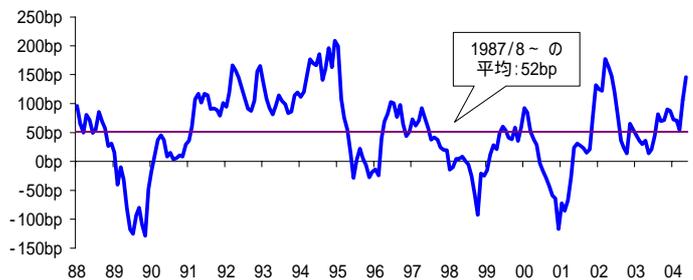
(直近の米国金融見通しの予測値については、Weeklyエコノミストレター5/21号「2004・2005年度経済見通し～後期に入る景気回復」9頁目をご参照下さい。)

グリーンスパンFRB議長就任以降の金利差

(2-10年金利差)



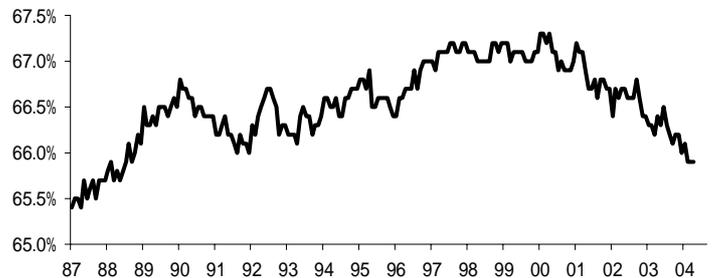
(FF-2年金利差)



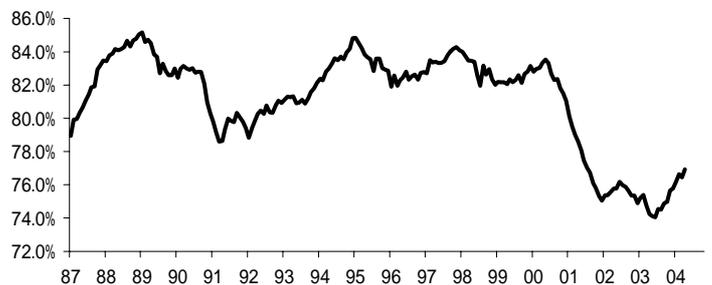
(データ) Bloomberg

米経済の「稼働率(労働・設備)」にはまだ余裕あり

(労働参加率)



(設備稼働率)



(データ) 米労働省、FRB

(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)