

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

2004・2005年米国経済・金融見通し～雇用回復により自律回復局面へ

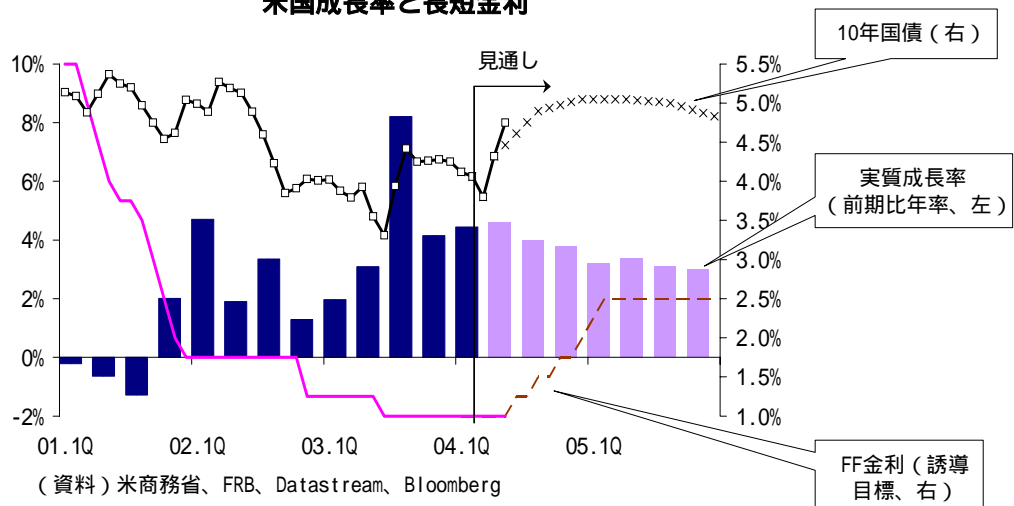
< 米国経済見通し >

1. 回復の遅れていた雇用が、3ヵ月連続で力強い増加を見せるなど、米国経済は、雇用の回復を伴う自律的な回復局面に入りつつある。このため、減税効果の剥落、ガソリン価格上昇等から鈍化が懸念された消費支出も、当面、堅調な推移を続けそうである。設備投資についても、生産の拡大等環境好転の中、IT投資に牽引される形での堅調推移が予想され、2004年通年の成長率は4.7%が見込まれる。
2. 2005年は、政策艇子入れの剥落、金利上昇の影響、大統領選後の「双子の赤字」への取組みの本格化（財政支出抑制）等から、3.5%へと成長率は低下しよう。

< 今後の米国金融市場 >

1. 米長期金利については、先月の当レターでも述べた通り、当面のシナリオを上方修正し、10年国債利回りの想定フェアバリューを5%前後まで引き上げた。
2. 但し、10年国債が5%を持続的に上回る展開はなかなか想定しづらい。雇用者数が劇的に増加しているとは言え、米国経済の「稼働率」に余裕のある状態は続いていると思われるため、むしろ、長期金利が予想外に下振れるリスクを見ておくべきだろう。

米国成長率と長短金利



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

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

< 米国経済見通し >

(担当：土肥原)

〔見通しのポイント〕

今回の見通し策定上のポイントは、以下の通りである。

雇用の回復が実現。～米雇用は、「ジョブロスリカバリー」とまで呼ばれた景気回復の中での顕著な雇用停滞から一転、直近3ヵ月の雇用増が100万人弱と、急速に遅れを取り戻しつつある。米国経済は、これまでの減税と低金利という政策面での梃子入れを離れ、今後は、雇用増
個人所得の回復による需要増を背景に、自律的な景気回復局面入りが期待される。

雇用回復により失業者の減少が進めば、生産性の動向にもよるが、将来的な賃金の上昇圧力を想起させる。一方では、原油価格の上昇が物価を上昇させている。原油価格上昇の背景には、イラク等の中東情勢の混乱、投機資金等の他にも米国内外からの石油需要の増加があり、これまでの一時的な原油急騰時よりも価格上昇期間は長引きそうな情勢にある。また、去年の物価がデフレ懸念等から低下していたこともあって、米国の物価は上昇に転じている。

堅調な景気とこうしたインフレ懸念に対応し、FRBは、早晩、利上げに動くこととなろう。現状では、政策金利の引上げは年内に数回、計1%程度、2005年もインフレ・景気動向を睨みながら引き上げが実施される見込みである。(詳細は後掲の「今後の米国金融市場」をご参考下さい)

主要需要項目の見通しは以下の通り。

消費は、雇用者増・所得増を得て堅調に推移しよう。ただし、金利の上昇は、住宅ローンのリファイナンスからキャッシュを得る道を終息させ、自動車のインセンティブ販売にも影響し、変動金利の住宅ローンの負担増をもたらす等、消費抑制要因として作用する。想定以上の急速な利上げがあれば、消費はより抑制されたものとなろう。

設備投資は、景気拡大に伴い堅調推移が予想される。現状では、構造物投資がマイナスとなっているが、雇用者増・稼働率の上昇が続けば、プラス転換が期待でき、設備投資の足取りはより確かなものとなろう。なお、現行の減価償却控除拡大策が2004年末を期限としているため、今年末にかけての駆け込み投資需要と来年初の反動減が予想される。

財政・貿易に係る「双子の赤字」問題は、11月の大統領選以降に先送りされよう。現状規模の赤字持続は困難と見られ、何れの候補が当選しても双子の赤字縮小方向での政策が取られよう。ケリー候補が当選すれば、米国の雇用確保を目的に、より保護主義的な対外政策となるだろう。また、財政政策については、現行減税政策の恒久化への取組みが注目される。

上記から、2004年の成長率は、4.7%と堅調な伸びが予測されるが、2005年は、金利の上昇、双子の赤字への取組み強化、政策梃子入れの剥落等から3.5%と伸び率の低下が見込まれる。

(図表1) 米国経済の見通し

		2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.1	4.7	3.5	4.4	4.6	4.0	3.8	3.2	3.4	3.1	3.0
個人消費	"、%	3.1	4.0	3.1	3.9	3.9	3.6	3.0	3.0	3.1	2.9	2.9
設備投資	"、%	3.0	9.5	7.6	5.8	9.9	10.4	12.7	1.0	9.9	7.3	7.0
在庫投資	寄与度	0.1	0.3	0.1	0.8	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
純輸出	"	0.4	0.2	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0
消費者物価	前年同期比、%	2.3	2.4	1.8	1.8	2.7	2.4	2.6	2.1	1.6	1.7	1.9
失業率	平均、%	6.0	5.5	5.4	5.6	5.6	5.5	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3

(資料)実績は米国商務省、労働省

〔消費支出の動向〕

消費は、減税依存から雇用所得の回復が支える構図に

ガソリン価格の上昇が消費に抑制的に作用するのに加え、今後は、これまで消費を支えてきた減税リファンド等の政策効果が剥落する等、消費を取り巻く懸念要因は多い。中でも、最大の懸念材料は金利の上昇であろう。予想される今6月末の利上げから、2005年入り以降も含めて断続的な利上げが実施されると見られる。これによって、住宅市場は鈍化し、住宅関連商品への消費支出も鈍化しよう。また、住宅ローンのリファイナンスからのキャッシングの道は狭められ、変動ローン金利の上昇による金利負担が家計を圧迫しよう。また、低金利水準の解消が近年低迷していた貯蓄性向を刺激するかもしれない。

しかし、こうした懸念材料にもかかわらず、当面の消費は堅調に推移すると思われる。雇用者数・労働時間の回復と時間当たり賃金の底打ちで、賃金所得は順調な増加推移を見せており、所得減税に変わって可処分所得の伸びを支えていくと見られるからである。可処分所得の伸び率の増加が期待できる間は、消費は堅調に推移すると思われる。賃金所得の伸び率を見ると、2002年初をボトムに2004/4月には前年同月比4.8%増にまで回復している。好況期の2000/7月に同9.2%を付けたのと比較すると、半分程度の伸びに留まっているものの、雇用所得の伸びを支える要因(雇用者数、労働時間等)が好転していることを考慮すれば、当面は、現在の伸び率の上昇トレンドを維持できるとと思われる(図表2)。

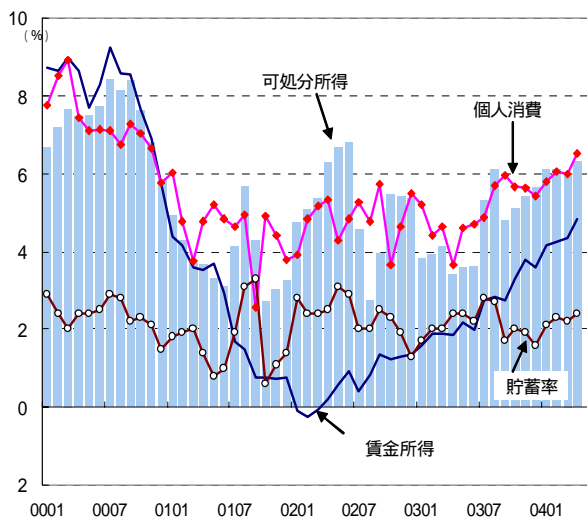
実際、先日発表された5月の小売売上高は、前月比+1.2%増と消費の堅調さを再確認するものとなった。自動車販売が前月比+2.7%増と伸展したが、自動車除きでも前月比+0.7%増となる。自動車以外では、値上がりの激しいガソリンが同+4.0%増(前年同月比では+22.5%増)と増加が顕著な他、一般商店(含む百貨店)同+1.3%増、衣料品店+0.9%増等、全般的に堅調さを示した。ガソリン価格の上昇の影響が見られるものの、減税リファンドの実施に加え、雇用の急回復、個人所得の上昇等が小売の好調な売上げを支えていると見られる。なお、前年同月比ベースの小売売上高は+8.9%増、自動車販売店除きでは+9.8%増と上伸し、2000年初の好況期の水準に肩を

並べるレベルにまで回復している(図表3)。

なお、最大の懸念材料である利上げについても、FRB が、当面は緩やかな利上げに留める構想を持っているようで、年内の金利上昇幅は小幅に留まるとの見方が根強く、株価も今のところ堅調に推移している。ただし、今後の景気動向次第ではより機動的な利上げもあり得るため、不確定要因であることには変わりない。

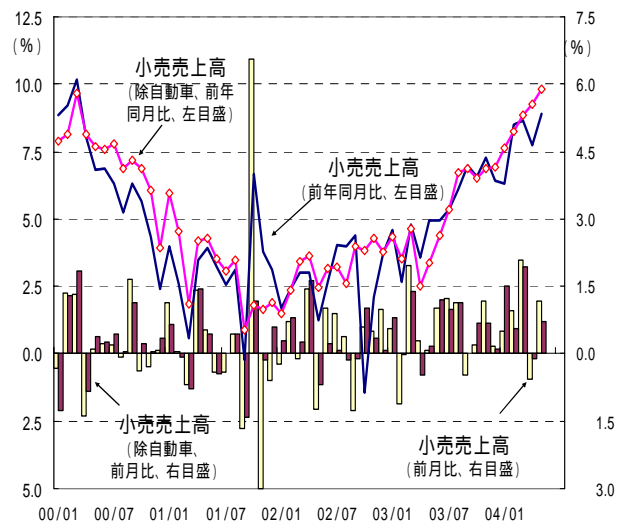
来年の消費環境は、雇用増による所得の回復を除くと刺激要因にはやや乏しいものと思われる。金利水準も一段高くなり、膨れた家計債務には金利上昇による負担増が加わるため、消費に回される部分は目減りしていこう。消費支出の伸び率はやや低下すると思われる。

(図表2) 可処分所得の推移(前年同月比、%)



(資料)米国税務省

(図表3) 小売売上高の推移



(資料)米国税務省

〔設備投資の動向〕

設備投資環境は、IT投資主体の改善が持続

設備投資については、昨年7-9月期に前期比年率で12.8%、10-12月期は同10.9%と急回復を見せた後、今年の1-3月期には5.8%と伸び率を半減させた。内訳ではコンピュータ投資を中心としたIT投資に頼る構図が続いており、構造物投資は同7.0%と3四半期連続でのマイナスとなった。最近の調査で、半導体・パソコンの世界需要が大幅に上方修正されていることから、今後もIT投資が設備投資を牽引していくと見られ、2004年の設備投資は、好調に推移すると思われる。なお、設備投資の内訳を前年同期比ベースで見ると、IT投資以外の主要な設備投資は足もとではいずれもゼロパーセント程度の水準に留まっているものの、前年同期比での回復トレンドは持続しており、今後、生産・稼働率の回復と共に、さらに浮上してくるものと期待される(図表4)。

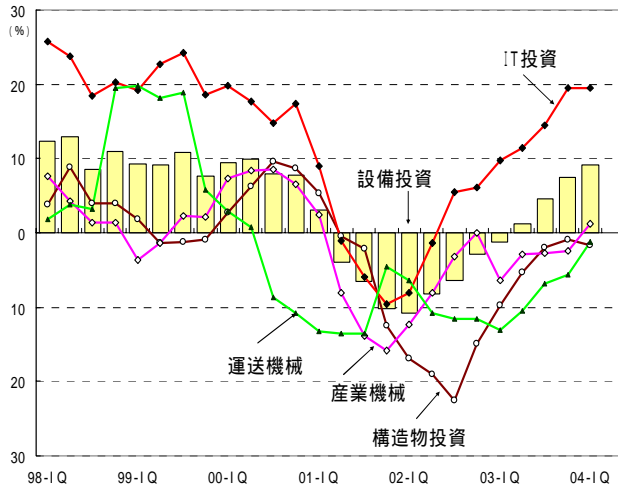
また、能力増投資等の設備投資への回復には、生産が高まり、稼働率水準が上昇することが前提となるが、5月の鉱工業生産指数は前月比+1.1%増となり、過去6年間で最大の伸びを見

せた。電力が同+4.0%増、コンピュータ・電子機器が同+3.2%増と高い伸びとなった一方、自動車・自動車部品は同 2.3%減と3ヵ月連続での減少となった。

一方、5月の設備稼働率は77.8%と前月比+0.7%増となった。2001/5月以来の高水準ながら、長期的な過去の平均稼働率水準（1972～2003年の平均81.1%）をなお下回っている。4・5月と連月での好調な生産の回復により、稼働率は3月の76.6%から急速に回復しており、今下半期には、能力増を含む幅広い設備投資回復の環境が整うことが期待される。

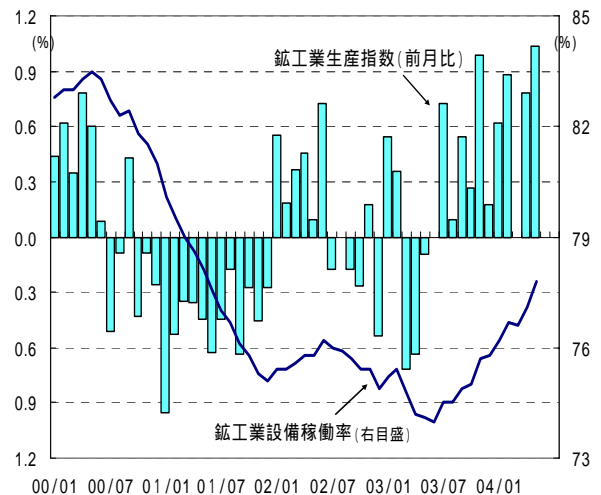
なお、2001年・2003年の減税政策による減価償却率の拡大策が、現状では2004年末で期限切れとなるため、年末にかけて駆け込み需要が予想される。このため、今年の設備投資は伸張しようが、駆け込み分は、2005年分を先取りしたに過ぎず、その分来年の設備投資の数値を押し下げることとなる。半面、こうした駆け込み投資が大規模に実施されれば、企業利益面では今年の利益を圧縮する一方、来年の企業収益を増幅させることとなる。

(図表4) 設備投資と内訳の推移(四半期別)



(資料) 米国商務省

(図表5) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

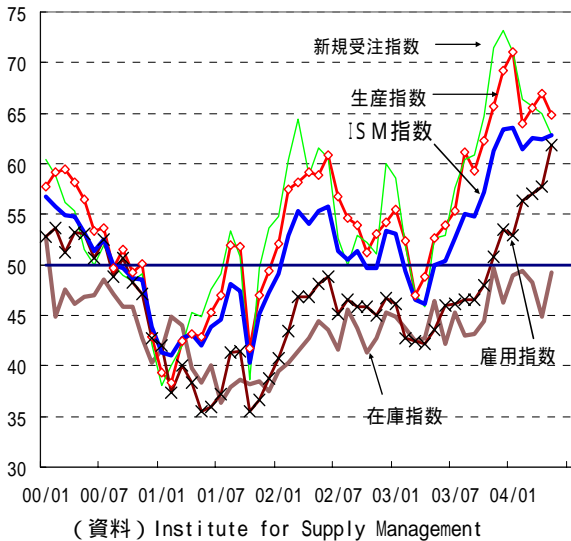
ISM指数は高水準、内訳の雇用指数は1973年以来の高水準へ

製造業の企業センチメントを測るISM製造業指数は、昨年初をボトムに一貫して上昇し、本年1月には、1983/12月以来最高の63.6を記録した。その後は横這いの推移に留まっているものの、依然、62.8(5月)と高水準を保っており、7ヵ月連続で60を超えている。同月の構成指数の中では、70を超える高水準にあった新規受注指数・生産指数が低下を見せた半面、雇用指数が61.9と急上昇し1973/4月以来の高水準となったのが注目される(図表6)。

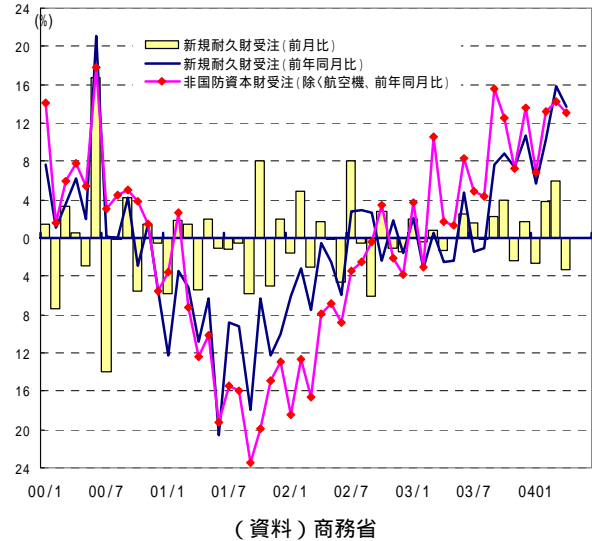
4月の新規製造業受注は前月比 1.7%減(3月同+5.0%増)、新規耐久財受注は前月比 3.2%減(3月同+5.9%増)といずれも前月から減少した。前月の伸びが大きく、連月の増加となったことによる反動と見られる。業種別では、輸送機器が 4.8%減(3月+4.1%増)、コンピュータ・電気器具 4.2%減(3月+4.3%増)、産業機械 5.0%減(3月+5.5%増)と主要業種で全般的に減少に転じた。なお、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空

機)も前月比 3.8%減と前月(同+6.2%増)から減少したものの、前年同月比では+13.0%増(前月は同+14.3%増)と高水準にあり、受注面における好調トレンドは維持されている(図表7)。企業の景況感、受注とも問題の少ない状況と言え、この点からも、設備投資環境は改善していると言えよう。

(図表6) ISM製造業指数と構成指数の推移



(図表7) 新規耐久財受注の推移(%)



〔雇用問題〕

雇用は、一転、急速な回復局面へ

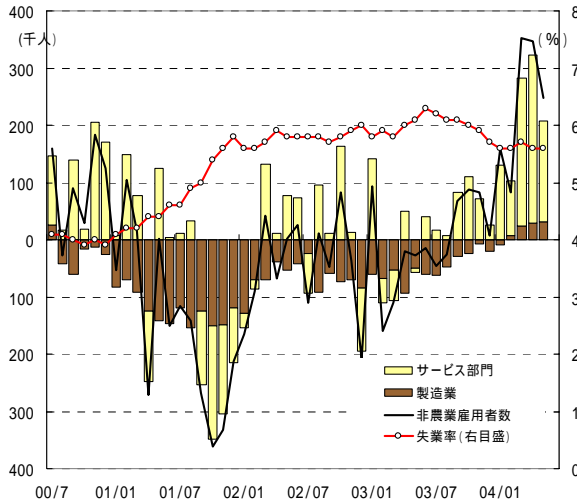
雇用については、長い停滞の後、5月も市場予想を上回り、直近3ヵ月の非農業事業部門の雇用増合計が約100万人に近づくなど、回復が急である。これまで雇用は、生産性の上昇、90年代後半の過剰雇用、賃金以外の雇用コストの上昇、テロ攻撃・企業スキャンダルなど先行き不透明感の高まり、グローバル化の進展等々から、停滞気味に推移してきた。こうした要因は、長期的な視点に立ったものも多く、なお影響を及ぼしていると思われる半面、やや緩和している面もあるようだ。生産性については、昨年後半に見られた高い生産性の伸びは持続的とは言えないし、また、過剰雇用の企業がある一方で、ISMの雇用指数上昇に見られるように、雇用不足を感じる企業が増加しているのも事実であり、全体的な雇用環境は好転しつつあると言えよう。

さて、5月の非農業事業部門の雇用者数は前月比24.8万人の増加、失業率は5.6%と横ばいに推移した(図表8)。市場の予想を上回ったのに加え、4月が28.8万人増から34.6万人増へと大幅に上方修正されたこともあって、市場の雇用面での懸念を払拭するものとなった。これで非農業事業部門の雇用増は9ヵ月連続、製造業でも4ヵ月連続での増加となり、今年に入ってから非農業事業部門の増加累計は119万人増となった。

雇用と所得の関係を見ると、時間当たり賃金上昇率が伸び悩んでいる中で、非農業事業部門の雇用者数急増と労働時間の回復を受けて、賃金所得が着実に上昇していることが認められ

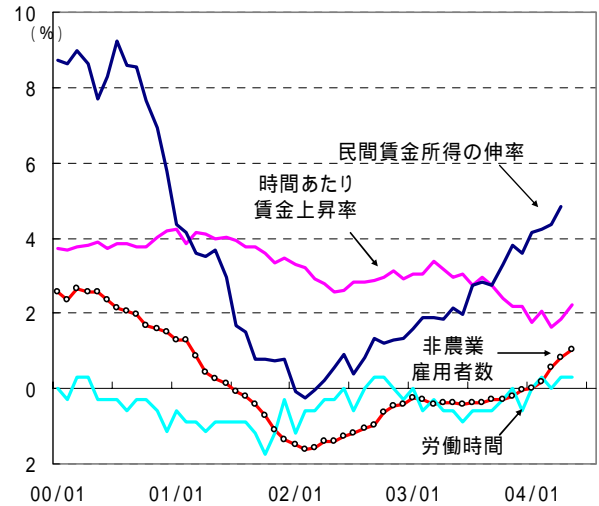
る(図表9)。減税効果の薄れていく中、雇用の増加が個人所得を上向かせており、消費・景気を支える構図となりつつある。

(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：雇用と所得の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省、商務省

[大統領選挙と経済政策]

雇用回復で焦点の絞れぬ経済論争

2005年の経済を見る上で、11月の大統領選の結果は重要である。これまでは、雇用回復の遅れが、ブッシュ政権の最大の弱点として格好の攻撃材料となっていたが、雇用回復の鮮明化に伴って、ケリー陣営は論点を絞り切れていないようだ。このため、どちらの候補が当選しても、経済政策は大きく変わらないとの見方も出ている。

ただし、ケリー候補が当選すれば、対外経済政策では、米国の雇用確保を目的としたより保護主義的な政策が取られよう。また、国内経済政策では、今後、期限の到来するブッシュ減税の取扱いが注目されるが、ケリー候補も一律的な増税を主張しているわけではなく、富裕層優遇税制の見直しといった限定的なやり戻しとなる。なお、新大統領就任時(2005/1)には2005年度(2005/9まで)の予算が確定していることもあり、財政面での新機軸が打ち出されるのは、2006年度以降となる。

また、どちらの候補が大統領になっても、拡大しつつある「双子の赤字」を放置する訳にはいかない。4月の貿易赤字は483億ドルと5ヵ月連続で過去最大を更新し、今2004年度(03/10~04/9月)の財政赤字は5月までに累計3443億ドルと昨年同時期の2909億ドルを大幅に上回っている。ただし、財政支出の抑制は必須であるため、両候補の財政上の相違は、軍事指向か社会保障指向かの配分上の問題に留まると見られる。なお、ケリー候補が選出されれば、より早くこうした問題に取り組むと見られるが、ブッシュ大統領再選の場合には、市場競争を重視し、また、当初より主張している景気回復による歳入増を期待するスタンスから、取組みが若干先送りされる可能性が指摘されよう。

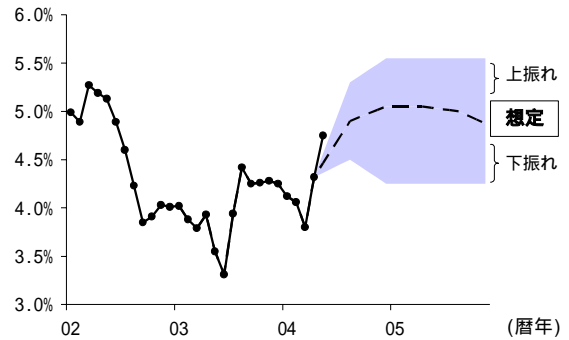
< 今後の米国金融市場 >

(担当：熊谷)

長期金利シナリオ

米長期金利の想定フェアバリューについては、「10年国債利回りを見て3%半ば～4%近辺、但し、循環的な景気回復局面の下では、その上限(4%)近辺で推移を続ける」との見方を、昨年以來ほぼ一貫して維持してきた。しかし、先月の当レター(5/28号、p8-10、『既に「前倒し」で100bpの利上げを織り込んだ米国債券市場』)でも述べた通り、昨今の急激な雇用改善を受け、当面のシナリオを上方修正し、想定フェアバリューを5%前後にまで引き上げることとする。

国債10年の想定フェアバリュー



従来のシナリオは、米国経済の「稼働率」が当面、フル操業から程遠い状態を続ける中において、FRBは少なくとも2005年まで政策金利を変更しない、との見方に基づくものであった。しかし、今春以降、少なくとも雇用者数増減の観点から見れば、雇用環境は劇的な改善に転じた。これに一次産品価格の高騰が加わることで、デフレ懸念の払拭を確信したFRBは、超低金利政策の是正を示唆した。こうしたシグナルを受け、年末までにFFレートが2%台まで上昇する可能性を、イールドカーブは既に織り込んだ。また、将来の利上げを織り込む過程での金利上昇が短期債主導となった分、イールドカーブのフラット化が進行し、2-10年利回り格差は200bpを割り込み、2002年秋以来の水準まで縮小した。

今後、FRBの金融政策が「超低金利の是正」から明確に「インフレ抑制」的なものとなった場合、FFレートの落ち着きどころは、現時点で市場が織り込んだ2%台にはとどまらないだろう。但し、その際にイールドカーブも過去の平均的水準まで回帰すると考えた場合、過去の平均的な2-10年金利差が100bp程度であることを考慮すれば、2年国債利回りが4%に達しても、10年国債の利回りは5%前後にとどまることになる。したがって、仮に利上げの度合いが多少強まったとしても、10年国債利回りが5%を持続的に上回るような状況は見込みづらい。

また、今春以降、雇用者数が劇的な増加を続けているが、米国経済の「稼働率」に余裕がある状態が解消されるまでには、未だ至っていないものと思われる。こうした状況下では、たとえデフ

米国主要金利の見通し

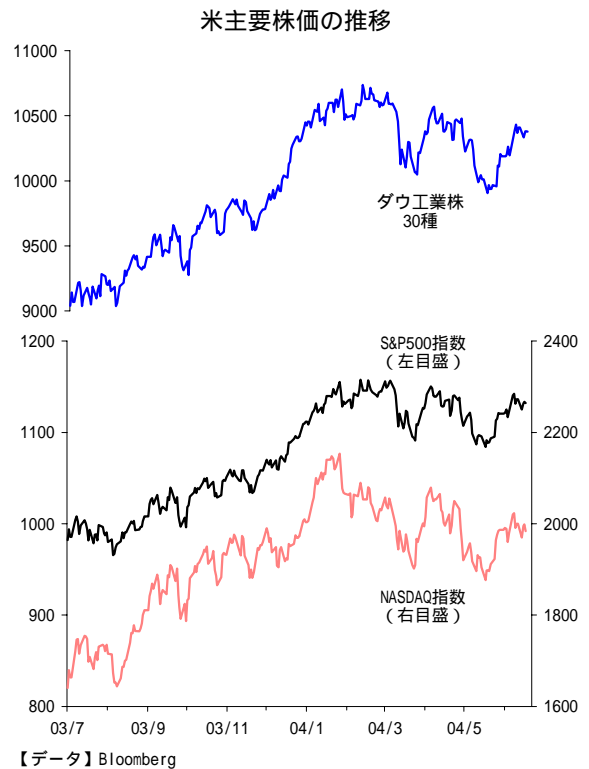
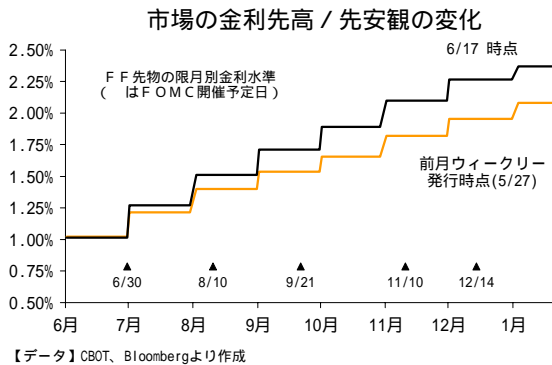
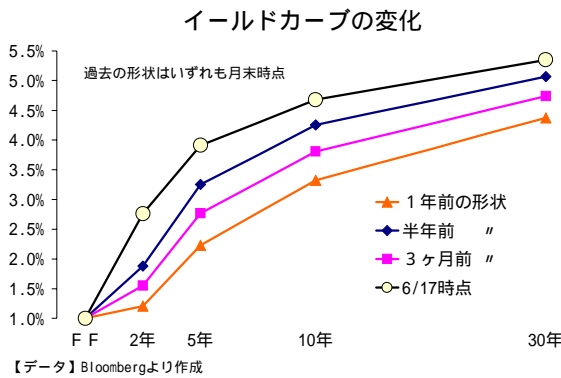
	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末(%)	1.00	2.00	2.50	1.00	1.25	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50
国債10年金利	平均(%)	4.0	4.6	5.1	4.0	4.6	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1	5.0

レ懸念が解消されたとは言え、デysinフレを一気に乗り越えて、米国経済が急速に過熱状態に陥ってしまい、FRBが急ピッチで金融引締めを行わざるを得なくなるような場面は想定しづらい。むしろ、過剰な期待が剥落する過程で先行き不透明感が高まれば、長期金利は予想外に下振れる可能性があるのではないだろうか。

最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、5月分の雇用統計が再び大幅な雇用者数の増加を示したものの(6/4)、前月・前々月ほど市場のサプライズとはならなかったことから、長期金利の上昇は限定的であった。その後、グリーンズパン議長が経済情勢次第で金融政策を機動的に変更させる点を強調する(6/8)など、インフレ警戒的とも受け取れるFRB高官の発言が相次いだ。そのため、6/29-30に開催されるFOMC(連邦公開市場委員会)で、FRBがFFレートを50bp引き上げるのではないかと、この思惑が強まり、10年国債利回りは4.9%近辺まで上昇した。しかし、6/15に発表された消費者物価指数が懸念されたほどの上昇を示さなかったことや、グリーンズパン議長が議会証言(6/15)で慎重なペースでの利上げを改めて示唆したことから、大幅な利上げに対する懸念は後退した。

一方、利上げや商品市況高騰といった悪材料を一旦消化した株式市場では、OPEC増産決定(6/3)を境に原油価格が下落に転じたことや、インテルの売上げ見通し引き上げ(6/3)をきっかけに企業業績に対する先行き期待が再び強まったことなどから、株価が上昇基調に転じ、ダウ工業株が1万ドル台、NASDAQ指数も一時2000ポイントを回復する展開となった。



(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)