

# 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 ～注目集めるFRBの舵取り

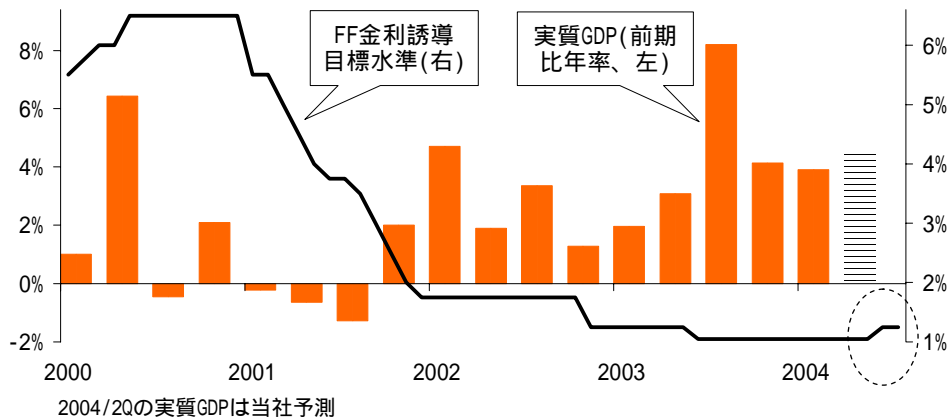
### <米国経済の動き>

- ・米国では、1-3月期GDPが下方修正され、3.9%と3四半期ぶりに4%台を割り込んだ後、3～5月と3ヵ月連続で急回復を見せた雇用増が一服する等、最近発表された経済指標はやや弱めのものが多くなった。しかし、一時的な要因によるものも多く、景気の堅調持続に否定的な見方は少ない。既に、FRBは6月末の利上げで長期にわたった金融緩和策の修正に動いており、今後は、インフレ動向やFRBの政策の舵取りがこれまで以上に注目される局面に入ってきたと言えよう。

### <米国金融市場の動き>

- ・FRBが4年ぶりに利上げに動いたものの、米国経済に今後予想以上の減速感が出てくれば、今後の利上げテンポが現状のコンセンサスを下回り、過大な期待が剥落することで長期金利が予想外に下振れる可能性は残されている。
- ・最近の動きは、こうしたシナリオに沿って10年国債利回りが結局4%台にとどまる可能性が排除できないことを物語っているのではないだろうか。

4年ぶりの利上げで景気回復は次の局面へ



(データ) FRB、米商務省

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)

(景気動向)

### 1-3 月期 GDP は 0.5% の下方修正

#### ～景気堅調の見方は不変ながら、デフレータの上昇には要注意

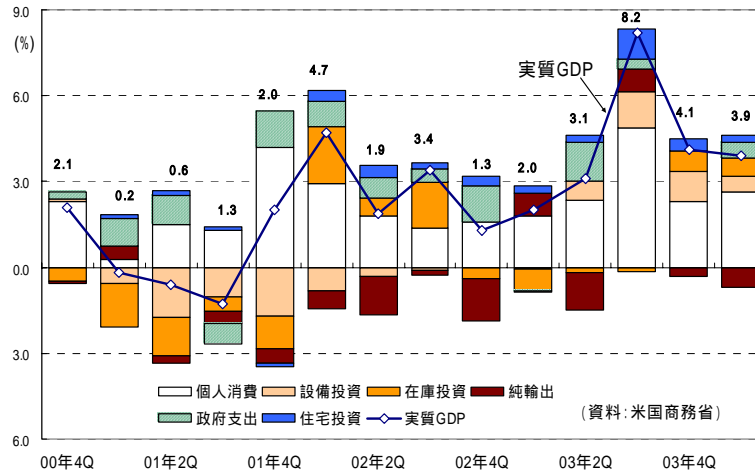
6 月末に発表された米国の 1-3 月期 GDP (確定値) は、3.9% (前期比年率、以下同) と前回発表の速報値 4.4% から 0.5% の下方修正となった。市場予想の 4.4% を 0.5% 下回り、確定値としてはやや大きめの下方修正と言える。下方修正の主要な理由は輸入の増加で、純輸出の寄与度は 0.36% の下方修正となり、今回 GDP 下方修正分 0.5% の過半はこの要因で説明できる。米国の四半期 GDP は、昨年後半に 8.2% (7-9 月期)、4.1% (10-12 月期) と急回復し、1-3 月期も速報値では 4% 台の成長を見せていたが、今回修正で 3 四半期ぶりに 4% 台を割り込んだこととなる。

今回の下方修正については、2 つの点に留意しておきたい。一つは、上記のように下方修正の主因が輸入の増額修正にあることである。輸入の増加は、米国の内需の強さを表すもので、GDP から在庫・純輸出を除いた国内最終販売は、依然 3.8% (速報値は 3.9%) と堅調で、前 10-12 月期の 3.6% を上回る。GDP 修正幅が 0.5% 減と大きかったものの、景気堅調の見方を改める必要はないだろう。また、3.9% という成長率も、3% 台半ばと見込まれる米国の潜在成長率を上回るもので、景気への懸念を示すレベルではない。

二つ目は、デフレータの上昇である。今回 GDP デフレータは 2.6% から 2.9% に上方修正された。前 10-12 月期が 1.5% であったことと比較するとほぼ倍の伸び率となる。原油価格上昇等の影響を除くため、FRB が注目している個人消費のコア価格指数を見ると、ここでも速報値の 1.7% が 2.0% に上方修正されており、前期の 1.2% と比較すれば急な上昇と言えよう。ただし、水準自体は高いわけではなく、FRB は 6 月末の政策目標金利を 0.25% と小幅の引き上げに留めた。市場では、これからの利上げスケジュール (市場予想では今年中に 0.25% 幅であと 3 回程度) に注目しており、FRB の金融政策の舵取りを占う上で、今後の GDP の発表では、成長率と共に物価指標にも注目が集まることとなる。

なお、今月発表の 6 月の経済実態を示す指標には、弱めのものが多くなっている。6 月における景気抑制要因としては、金融引き締め懸念から長期金利が一時 4.9% 程度にまで上昇したこと、原油価格の上昇 (6 月初にピーク)、レーガン元大統領の国葬による影響 (想定外の休日)、等が挙げられる。月末には、4-6 月期 GDP が発表されるが、こうした状況を踏まえ、GDP の予想平均は、7/10 付ブルーチップ誌で 4.1% と、同誌の先月集計の 4.3% からやや下方修正の動きとなっている。

(図表1)米国:実質 GDP の寄与度別推移 (前期比年率, %)



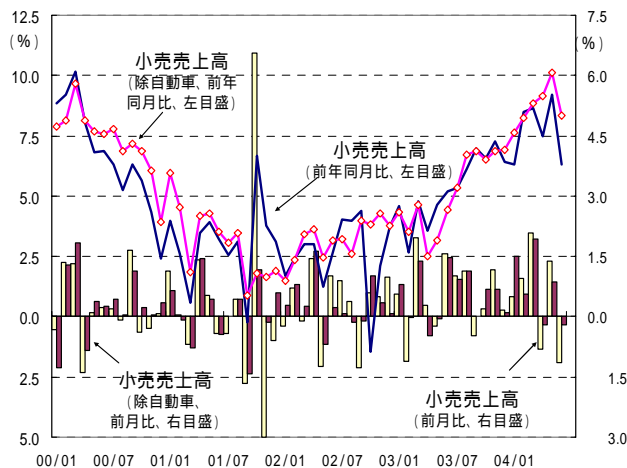
(消費の動向)

**6月小売売上高は、自動車販売減により大幅低下**

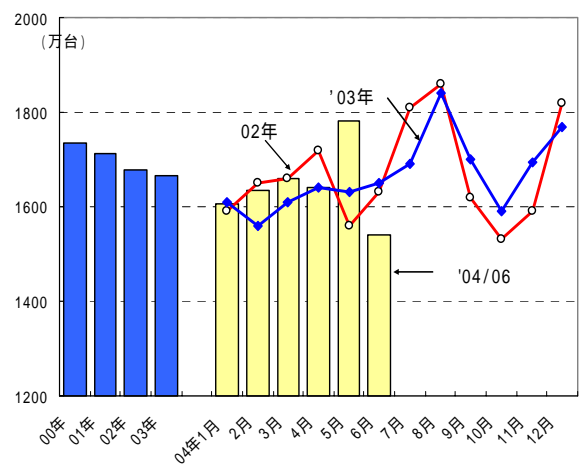
6月の小売売上高は、前月比 1.14%減と2002/9月以来最大の月間下落幅となった。ただし、下落の大きかった自動車を除くと同 0.2%減に留まる。内訳では、自動車ディーラー等が前月比 4.3%減と大きく、ガソリンスタンド(同 0.9%減)、百貨店(同 0.8%減)、飲食店(同 0.8%減)等がマイナスとなった半面、家具(同+1.1%増)、電気製品(同+0.5%増)等が増加した。なお、前年同月比ベースの小売売上高は6.3%増(自動車除きでは同 8.3%)と堅調な水準にあるが、5月の同 9.2%増(自動車除きでは同 10.1%)との比較では大幅な伸び率低下となっている(図表2)。

なお、6月小売統計に大きな影響を与えた自動車販売を台数ベースで見ると、6月は1540万台(商務省、年率換算)と5月(同 1780万台)から大幅に減少している。GM、フォード社等では5月急伸の反動減も大きかったと見られる。このため、大手自動車メーカーでは、GMで04年モデルのキャッシュバック額を5千ドルとする等、各社ともインセンティブ拡大の動きを見せている(図表3)。

(図表2)米国:小売売上高の推移



(図表3)米国:自動車販売台数の推移



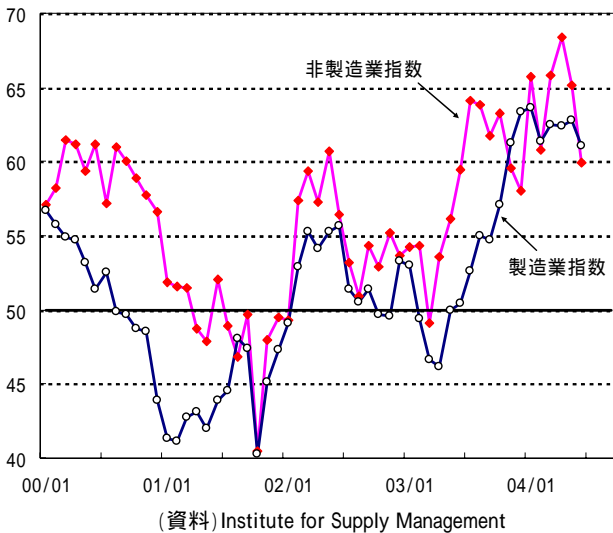
(景況感)

### ISM 指数が下落の一方、6 月消費者マインドが上昇

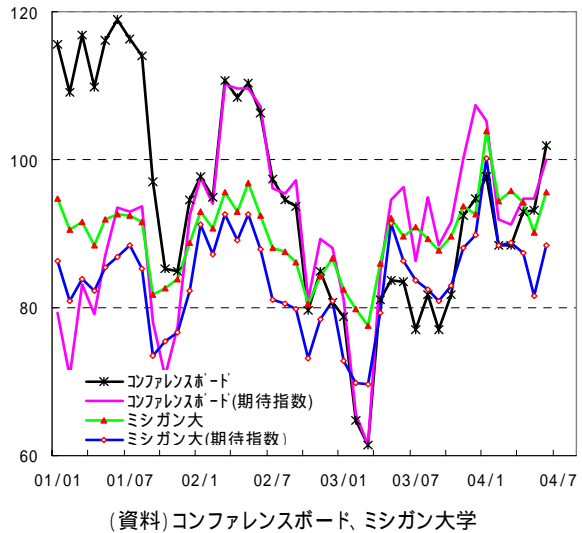
企業のセンチメントを示す I S M 指数(6 月)は、製造業・非製造業とも前月から反落した。製造業指数では、5 月 62.8 から 6 月 61.1 へ 1.7 の減少となり、在庫を除いて殆どの指数が下落した。非製造業(企業活動指数)では、5 月 65.2 から 6 月 59.9 へ 5.3 の減少とやや減少幅が大きかったが、非製造業の受注(62.4、前月比+1.1)、雇用(57.4、同+1.1)等は堅調だった。製造業・非製造業指数とも下落したと言ってもその水準は高く、また、製造業指数は景気拡大の分かれ目とされる 50 を 14 ヶ月連続で上回り、非製造業指数は、15 ヶ月連続で 50 を上回ったこととなり、製造業・非製造業とも堅調に推移しているとの見方に変化はない(図表 4)。

一方、6 月の消費者信頼感指数は、ミシガン大学指数では 95.6 (5 月は 90.2)、コンファレンスボード指数では 101.9 (5 月は 93.1)といずれも大幅な上昇となった。特に、コンファレンスボード指数は 2002/6 月以来の 100 ポイント台となったが、現況指数の改善 104.8 (5 月は 90.5) が大きかったことから、調査時点における雇用の拡大、ガソリン価格の低下等が影響したものと思われる。いずれも消費者マインドが堅調に推移していることを示す結果となったが、その後発表された 6 月雇用者増の縮小やガソリン価格の再上昇等から、当面は、一進一退の動きが想定される(図表 5)。

(図表 4) 米国： I S M 指数の推移



(図表 5) 米国：消費者信頼感指数の推移



(企業部門・雇用の動向)

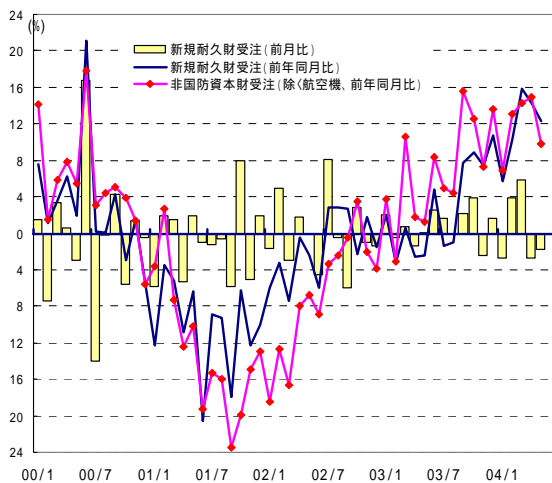
### 5月の製造業受注は足踏み、在庫率は底這い

5月製造業の新規受注は前月比 0.3%増(4月、同 1.1%減) うち耐久財は同 1.8%減(4月、同 2.7%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)は同 3.5%減(4月 2.1%減)となった。耐久財受注の減少に比べ製造業受注のマイナスが小幅に留まったのは、消費者向け製品受注が堅調なためで、消費者向け製品は前月比 1.6%増、消費者向け耐久財でも同+0.5%と増加している。

前年同月比では、耐久財受注は+12.2%増と高水準を保ったが、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)は+9.8%増と4月の+15.0%増から大きく鈍化した。耐久財受注は、今年の2・3月に高い伸びを見せたため、4・5月の低下はその反動減と見られる。前年同月比ベースでの伸び率は依然高いことから、2001年央をボトムとした伸び率の上方トレンドは、持続しているものと思われる(図表6)。

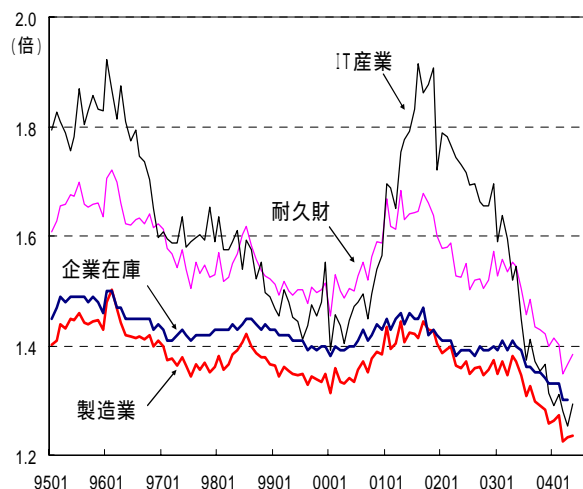
一方、5月製造業の在庫は、前月比+0.5%増(4月は+0.5%増)と2003/11月をボトムとした増加基調を維持している。しかし、出荷が3月に前月比 4.2%増と急伸した後も高水準にあるため、在庫/出荷比率は 1.23 倍と3月の 1.22 倍という記録的な低水準後も底這いの状況にある。この在庫比率の低下は、昨年下半年に出荷が回復する中で在庫減が進んだためであるが、製造業の中でも、IT産業や耐久財部門において一層、顕著な低下を見せている。いずれも好況期の2000年の在庫比率を大幅に下回る水準まで低下しており、この点からも今後の生産増 在庫積増しへの期待を高めている(図表7)。

(図表6) 米国：新規耐久財受注の推移



(資料) 商務省

(図表7) 米国：在庫/出荷比率の推移



(資料) 米国商務省

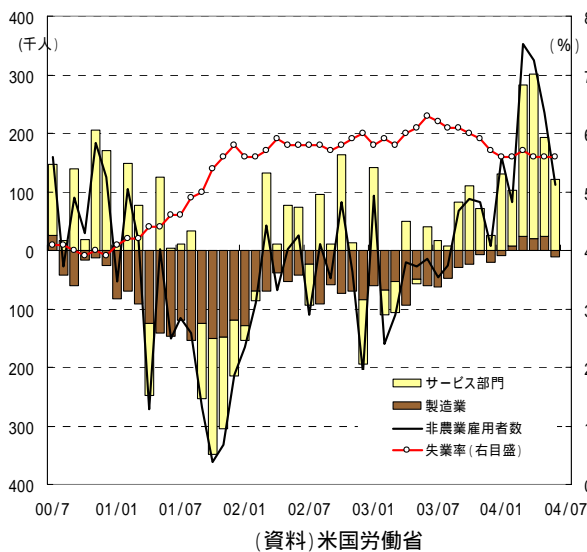
## 6月雇用者数は予想を大幅に下回る 11.2万人の増加

6月の雇用統計は、非農業事業部門の雇用者数が前月比+11.2万人増と事前の予想 22~25万人増を大きく下回り、今年2月以来の低い増加に留まった。内訳を見ると、製造業で同 1.1万人減と5ヵ月ぶりの減少となったが、サービス部門では同+12.2万人増で13ヵ月連続の増加となった。サービス部門の内訳では、人材派遣業を含む専門・事業サービス部門で3.9万人増、教育・健康サービス部門で3.7万人増、等の増加が目立った。また、6月の失業率は5.6%で前月と変わらず、今年になってから殆どこの水準で横這いの推移となっている(図表8)。

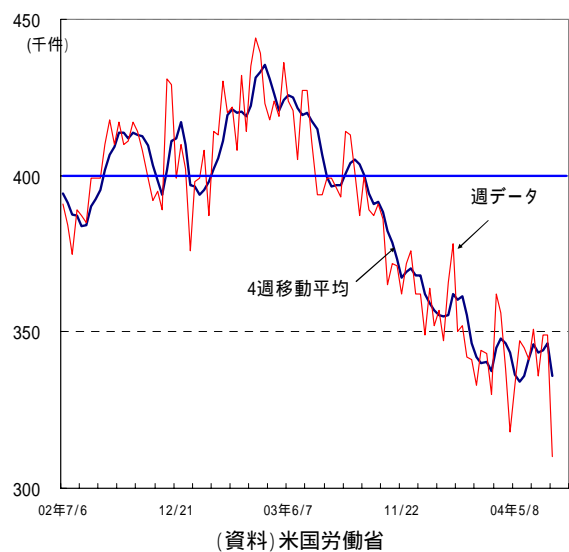
6月雇用統計が、事前の予想を大きく下回ったため、大統領選挙の焦点として景気回復を誇りたいブッシュ政権としては、大統領が「10ヵ月連続の雇用増」となったことを強調する一方、マンキューCEA委員長は「昨年夏の減税以降、150万人の雇用増を創出した」と減税効果で雇用・景気の足取りが堅調であることを強調するコメントを出した。今後は、6月末の利上げ幅を+0.25%に留めたFRBのスタンスが注目されるが、8月のFOMCまでにもう一回雇用統計を確認できること、金融政策としては雇用以上にインフレ動向がより重要視される局面に入りつつあること、等から市場では8月の小幅引上げのスタンスに変化はないとの見方が多い。

なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は31万件(7/8発表分)と前週比3.9万件の大幅減となった。週間データは振れが大きいため4週移動平均で見ると、33.6万件と本年3月以降、安定的に35万件のラインを下回り、雇用状況の改善の分かれ目とされる40万件は、昨年10月以降下回っている。4週移動平均で見た低下トレンドは持続していると見られ、依然、雇用が回復方向にあることを示唆している(図表9)。

(図表8) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(図表9) 米国：新規失業保険請求件数





## < 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

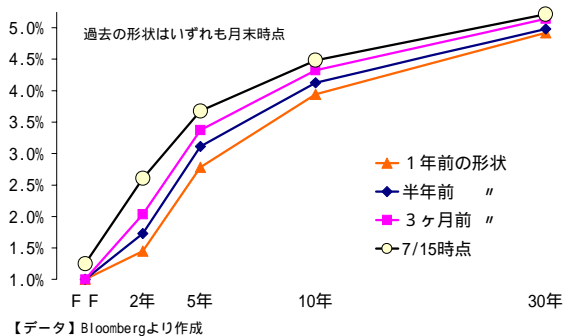
### 最近の米国金融市場の動き

景気加速に伴うインフレ圧力増大への懸念、およびそれを受けてFRBが大幅な利上げに動くのではないかとの思惑の高まりを背景に、米国債券市場では長期金利(10年国債利回り)が一時4.9%近辺まで上昇した。しかし、6/15に発表されたCPI(消費者物価)が懸念されたほどの上昇を示さなかったこと、また、同日行われた議会証言で、グリーンズパンFRB議長が緩やかな利上げに改めて言及したことから、急激な引締めに対する警戒が後退し、長期金利は急速に低下した。その後、6/29-30に行われたFOMC(連邦公開市場委員会)でも、会合終了後に出された声明文に「慎重なスタンスでの利上げを行う」との文言が残されたのに加え、7/2に発表された米雇用統計では、雇用者数の伸びが市場の予想を大幅に下回る対前月11万人程度にとどまると、長期金利は3ヵ月振りに4.5%を割り込んだ。米国株式市場では、雇用統計への失望が広がるとともに、一部ハイテク企業に対する年後半の業績見通しに慎重な見方が出始めたのを背景に、NASDAQ指数が2000ポイントを割り込むなど、主要株価指数が軟調に推移した。

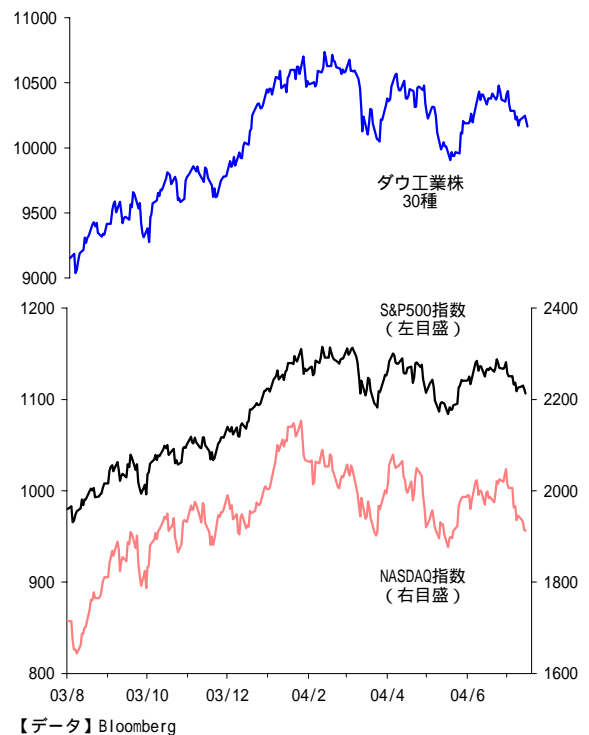
### 過大な期待が萎む米国金融市場

雇用統計をはじめ、7月に発表された一連の経済指標が予想以上に伸び悩んだことで、米国金融市場では、春先以降広がった先行きに対する過大な期待が修正される動きが暫く続いている。例えば、株式市場では年初に付けた高値を更新できない状態が続いているが、昨年夏場以降高め

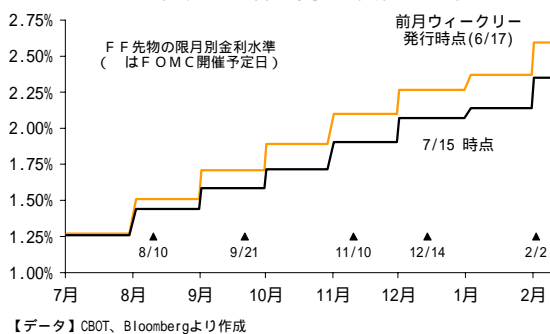
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高・先安観の変化



に推移していたPER(S&P500企業、予想ベース)も、ここにきて徐々に低下してきた。こうした動きから判断する限り、株式市場は「価格」ではなく「時間」で調整する展開が、今暫く続いているように思える。

債券市場でも、春先以降の利上げ観測の高まりに伴い、金融政策の先行き予想に敏感に反応する2年国債利回りの上昇が続き、2年金利とFF金利との乖離が、一時2002年前半に付けた水準まで拡大していた。しかし、7月以降は一連の指標発表を受けて、縮小傾向にあることが見てとれる。

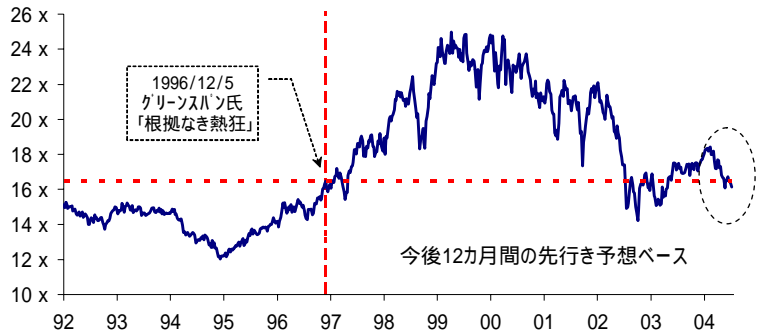
このように、株式・債券市場では、期待先行気味だった部分に対する修正の動きが確認できるが、FRBの金融政策に対する市場の見

方については、これまで同様、次回(8/10)のFOMCでも25bpの利上げが実施され、年末年始にはFF金利が2%台にまで引き上げられるとする見方が、依然としてコンセンサスとなっている。

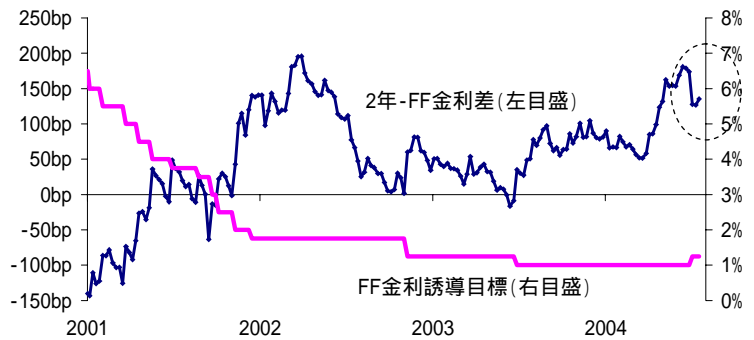
前月の当レター(Weeklyエコノミストレター 6/18号「2004・2005年米国経済・金融見通し」)でも示したとおり、仮にFRBが市場のコンセンサスに沿ったかたちで緩やかな利上げを行い、FF金利を来年初にかけて2%台まで引き上げれば、長期金利のフェアバリューは5%前後となる。しかし、最悪期から脱したとはいえ、フル稼働に達していない状況下で、米国経済に今後予想以上の減速感が出てくれば、利上げの度合いが現状のコンセンサスを下回り、過大な期待が剥落することで、長期金利が予想外に下振れる可能性があるとの見方も示した。今後発表される経済指標の結果によっては、再び金利先高観が強まり、長期金利が上振れる可能性は十分残されているものの、7月に入ってから動きは、10年国債利回りが結局4%台にとどまる可能性が、依然として排除できないことを物語っているのではないだろうか。

期待先行気味だった部分が解消されつつある米国金融市場

(S&P500のPERの推移)



(2年国債利回りとFF金利の金利差)



(データ) S&P, Datastream, IBES, Bloomberg, 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)