

# 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 ~ 景気減速下、FRBは小幅の再利上げを実施

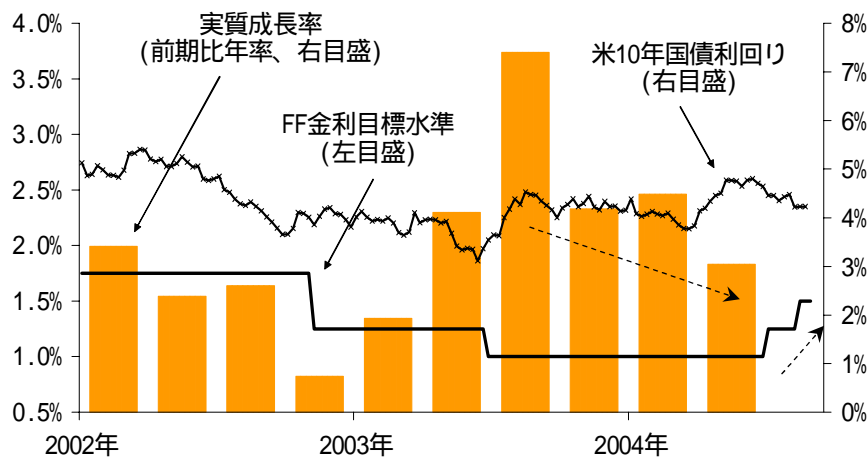
### < 米国経済の動き >

- ・4-6月期実質GDPが3.0%と発表され、これまでの景気減速観測を裏付けるものとなった。雇用回復の鈍化も、こうした見方を強めている。景気減速の要因としては、様々な要因の中でも、原油価格の上昇と金融緩和政策の転換による今後の利上げ観測が挙げられる。当面、過去最高水準を更新しつつある原油価格の動向が注目される局面だと言えよう。

### < 米国金融市場の動き >

- ・FRBが米国経済に対する楽観的な姿勢を崩そうとしていないにもかかわらず、金融市場がFRBの見解を好意的に受け止めたのはわずかな期間にとどまり、慎重な見方を払拭しきれない。今年初以降の雇用統計の度重なる劇的な変調を受け、市場関係者が米国経済の趨勢を捉えきれない状況に陥ってしまったことが、その背景にあるものと思われる。

景気減速下でFRBは2回目の利上げを実施



(データ) FRB、米商務省、Bloomberg、Datastream

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)

(景気の動向)

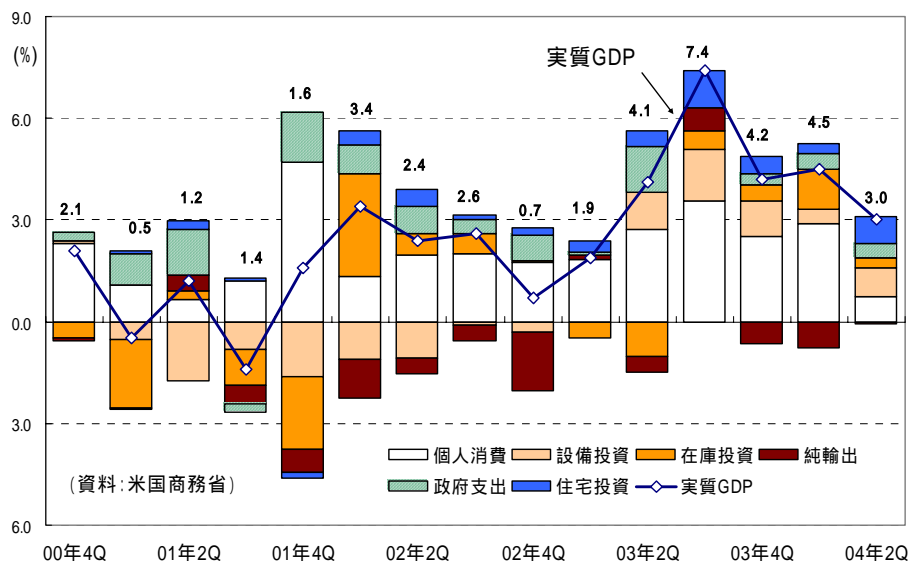
### 4-6 月期成長率は、年率 3.0% に急低下

#### ～ 原油価格の高騰と雇用の悪化が、景気への懸念を高める

最近発表された景気指標では、景気減速感を示すものが多く見られたが、筆頭は、4-6 月期の実質 GDP の急低下であろう。4-6 月期の実質 GDP は 3.0%(前期比年率、以下同)と 1-3 月期 4.5% から急低下し、市場の予測 (3.8%程度) も下回った。主な低下事由としては、消費の急速な低下 (前期の 4.1% 1.0%) が挙げられる。この消費の伸び率の前期比年率 1.0% は、リセッション中の 2001/4-6 月期 (1.0%) と同水準で、これより低いのは、9 年前の 95/1-3 月期 (0.6%) にまで遡る。

4-6 月期の消費低下の直接的な要因としては、原油価格の高騰と自動車販売の減少が大きい。ガソリン・エネルギー消費等は実質ではマイナスとなった半面、名目ベースでは前期比年率 38% 増と急伸しており、この負担増が他の家計消費を抑えたと見られる。また、自動車等への消費支出減も実質 GDP への寄与度で見ると 0.33% に達する。この自動車消費のマイナス寄与は、昨年 10-12 月期以来 3 四半期連続であるのも気掛かりである。その他の要因としては、非耐久財消費の伸び率減少 (前期の 6.7% 0.1%) の中で、ガソリン等と並んで衣料品等の不振が挙げられよう (寄与度では 0.17%)。

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



こうした消費不振の背景には、原油価格の高騰以外にも、金利の上昇過程入りで住宅ローンのリファイナンス等が収束の動きにあること、天候不順、株価の不振、等が挙げられよう。加えて、後述のように雇用統計が2ヵ月連続で予想を大きく下回ると、雇用の増加による景気の下支えシナリオが揺らぎ、景気の先行きについても強気の見方が修正され、8月ブルーチップ誌のエコノミスト平均では、7-9月期 GDP 予想は、先月の4.2%から4.0%に、2004年のGDPについても6月見通しの4.7%以降、7月は4.5%、8月は4.4%と連月の下方修正となっている。

ただし、消費以外の需要項目では、4-6月期は、前期と比較しても大きな悪化は見当たらない。設備投資は前期比年率8.9%と上昇し、住宅投資は同15.4%と続伸、在庫・政府支出も拡大した。消費はGDPの7割を占める主要項目であるが、消費に打撃を与えた上記要因には一時的と見られるものも含まれており、また、消費以外の需要項目に大きな変化が見られないことから、景気減速といっても、これまでの強気見通しの下方修正の範囲内であり、景気腰折れと言ったような見通しの大幅な修正には時期尚早と思われる。

### 注目される原油価格の動向とその影響

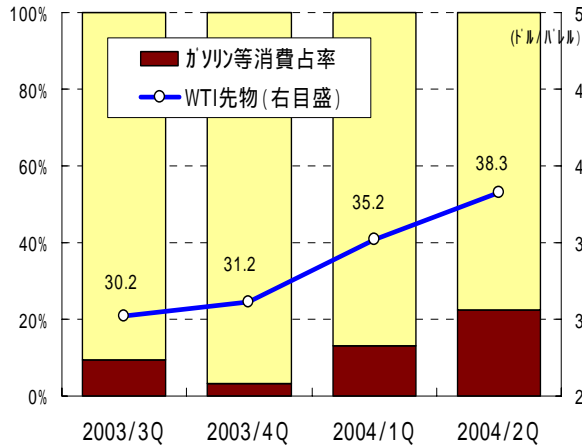
8月に入って原油価格は、一時1バレル=48.8ドル台(WTI先物、8/19)にまで上昇している。4・5月までの原油・ガソリン価格の上昇要因は、イラク問題、OPECの動向、中国の輸入増、米石油工場の事故、等であったが、こうした問題にロシアのユーコス問題や投機資金の流入等の要因が加わり、一段高い水準へ高騰している。また、足下の原油価格が高くなった分、年末の価格予想も1バレル=40ドル前後にまで引き上げられる動きも見られ、これが、成長率見通しの引き下げにも繋がっている。

原油価格の動向には、なお、先高感が拭えないものの、一時的要因で上昇している面もあり、そうした要因が払拭されれば、いずれ30ドル台には低下すると見られている。しかし、その間の景気への影響は小さくない。米国経済における直接的な影響としては、ガソリン価格上昇による消費への圧迫と物価への影響が指摘される。

自動車社会の米国では、ガソリン価格が上昇してもその消費量への影響は小さい。このため、この一年の原油価格の上昇は、米国のガソリン価格の上昇を通じて消費を圧迫してきた。消費支出増加部分に占めるガソリン消費増等の占率は、名目GDPベースでは4-6月期に約23%に達しており、この分、他の消費が控えられたこととなる(図表2)。

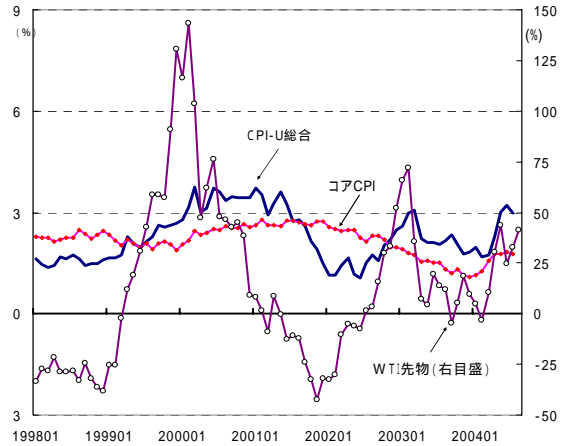
また、物価に与える影響については、前年同月ベースでの原油価格の上昇率が、8月は40%を越えてくると見られ、物価への影響度は一層強まると思われる。ただし、原油価格がピークアウトすれば、こうした影響は一転し、上記とは反対の効果が期待できる。当面、原油価格の動向に注目せざるを得ない局面だと言えよう(図表3)

(図表2)消費増を蝕む原油・ガソリン価格の上昇



\* 図は名目 GDP 中の消費増に占めるガソリン等増の占率。商務省等。

(図表3)原油価格とCPI



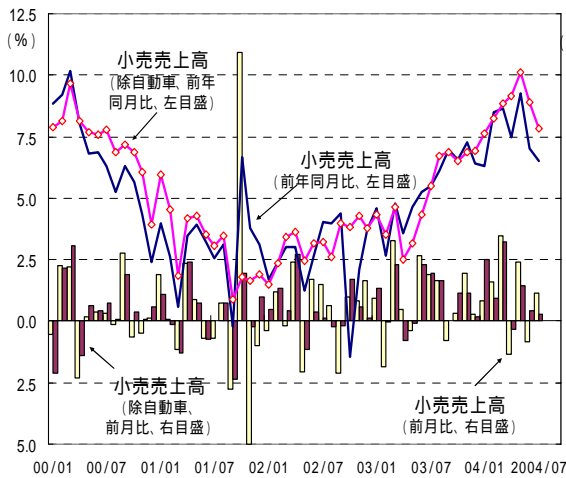
(資料)米労働省他、前年同月比。

(消費の動向)

自動車販売の回復で、7月小売売上高は増加

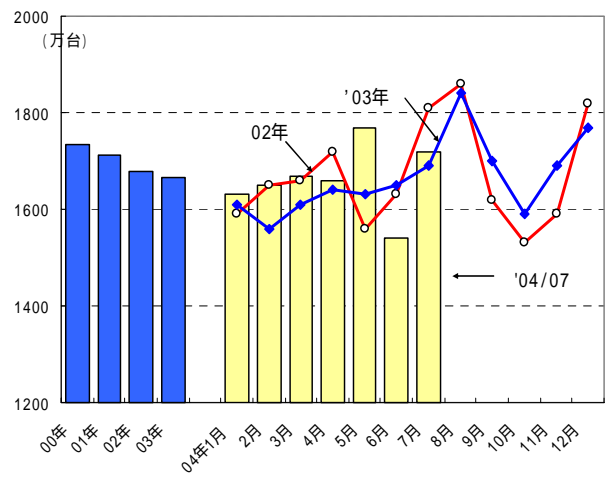
7月の小売売上高は、自動車販売増(前月比+2.4%増)の影響を受け、前月比+0.7%増(6月は同 0.5%減)となったが、自動車除きでは前月比+0.2%増に留まり、6月の同+0.3%増を下回った。項目別の動きでは、家具(同+1.1%増)、スポーツ・趣味用品(同+1.3%増)が先月に引き続き増加し、建築資材等(同 1.1%減)、ガソリンスタンド(同 0.5%減)の減少が比較的大きかった。前年同月比では、小売売上高全体で+6.5%増、自動車除きでは+7.8%増と水準として低いわけではないものの、先月に続いて伸び率を低下させている(図表4)。なお、7月自動車販売は、大手メーカーのインセンティブ販売強化により、台数ベースで年率1720万台(商務省)と6月(同1540万台)から回復した(図表5)。

(図表4)米国：小売売上高の推移



(資料)米商務省

(図表5)米国：自動車販売台数の推移



(資料)米商務省、季節調整済み年率

(景況感)

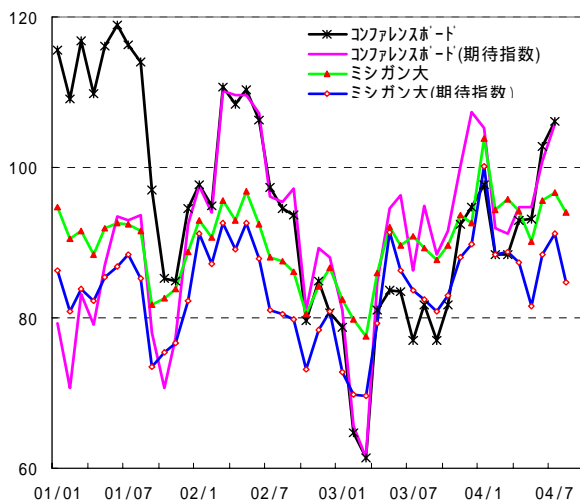
### 8月消費者マインド指数が反落

7月消費者マインドは、ミシガン大学・コンファレンスボード指数とも続伸したが、8月のミシガン大学指数(速報値)は94.0と反落した。内訳では、現況指数が108.4(7月105.2)と上昇したのに対し、期待指数は84.7(7月91.2)と低下した。雇用減速や原油価格の上昇が先行きの景気への懸念を高めたものと思われる(図表6)。

一方、企業のセンチメントを示すISM製造業指数(7月)は62.0と前月の61.1から上昇し、15ヵ月続けて景況感の分かれ目である50を上回り、9ヵ月連続で60を上回った。構成指数では、生産指数が66.1(前月63.2)、新規受注指数が64.7(前月60)といずれも反転上昇している。

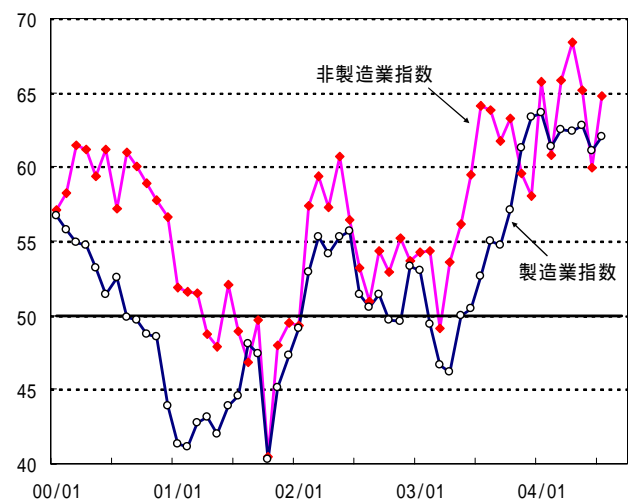
また、ISM非製造業指数も64.8(前月59.9)と再び60台を回復した。非製造業部門では、受注指数(62.4 66.4)が上昇した半面、雇用指数(57.4 50.0)の低下が目立った。製造業・非製造業とも、企業の景況感は、堅調さを維持していると言えよう(図表7)。

(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)

### 新規受注は、国防関連中心に回復

7月の鉱工業生産指数は116.2と前月比+0.4%増、製造業では同+0.6%増となり、6月の下落から上昇に転じた。主要業種では、コンピュータ(同+2.7%増)、化学工業(同+0.6%増)で上昇し、自動車(同-0.7%減)、電力(同-2.6%減)では前月に続いて下落した(図表8)。

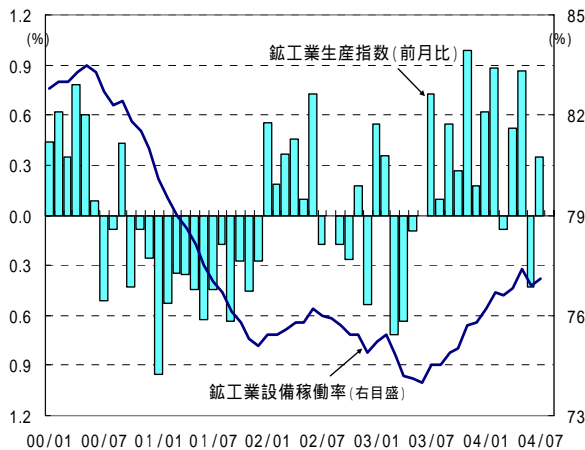
一方、7月の稼働率は77.1%と前月より+0.2%の上昇となった。製造業耐久財で73.1%(6月72.8%)、非耐久財で78.9%(6月78.6%)となった。なお、ハイテク産業全体では70.9%(コンピュータ

等 76.3%、通信機器 53.8%、半導体等 79.2%)と3ヵ月連続で上昇したが、自動車産業では 77.4%と3ヵ月連続で減少した。

6月製造業の新規受注は前月比+0.7%増となった。しかし、国防関連の受注を除いたベースの製造業受注は同+0.1%の増加に留まり、5月の同+0.6%増から伸び率を縮めている。また、耐久財新規受注も同+0.9%増と回復したが、4・5月が連月でマイナスとなった反動と、国防関連の受注に支えられての反転であり、力強さには欠ける。

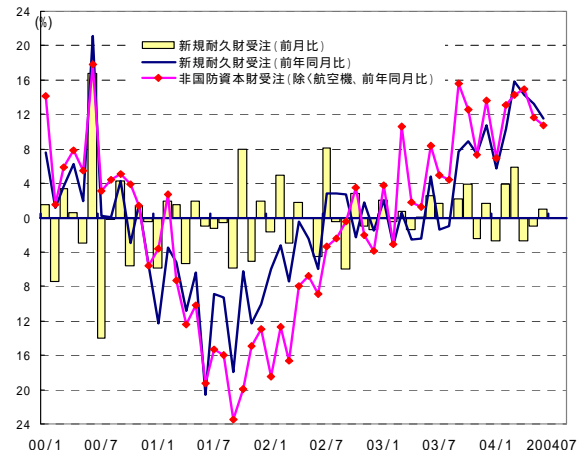
前年同月比ベースで見ると、耐久財受注は+11.5%増、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は+10.8%増と高い伸び率ながら、伸び率は5・6月と連月で低下しており、減速感が感じられる。ただし、製造業の在庫水準が、依然、記録的な低水準にあり、上記の鉱工業生産・稼働率等の回復の動き等から、受注環境は概ね良好な状態を維持していると見られる(図表9)。

(図表8) 米国：鉱工業生産と稼働率



(資料) FRB

(図表9) 米国：新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

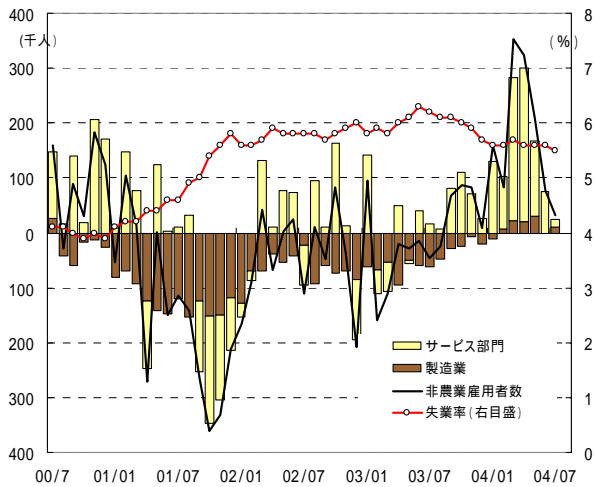
### 7月非農業事業部門の雇用者は、連月の急低下

7月の非農業事業部門雇用者数は、前月比 3.2 万人増と6月(7.8 万人増)に続いて市場予想(20 万人強の増加)を大幅に下回り、雇用の回復期待に水を差した(図表 10)。内訳では、生産部門が同+1.8 万人増のうち製造業が+1.0 万人増、サービス部門では同+1.4 万人増に留まった。サービス部門を業種別に見ると、人材派遣業を含む雇用サービス業が+2.7 万人、ヘルスケア等が+2.0 万人増となった半面、小売業が 1.9 万人、金融・保険業で 2.5 万人の減少となった。また、このところ横這いの推移が続いていた失業率は、7月は 5.5%と前月比 0.1%の低下となった。

なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は 33.1 万件(8/19 発表分)と前週比 0.3 万件減少し、6 週間ぶりの低水準となった。2003/10 月以降、雇用改善の分かれ目とされる 40 万件を下回っており、4 週移動平均でも 33.7 万件と低水準を維持していることから、引き続き雇用の回復方向を示している。

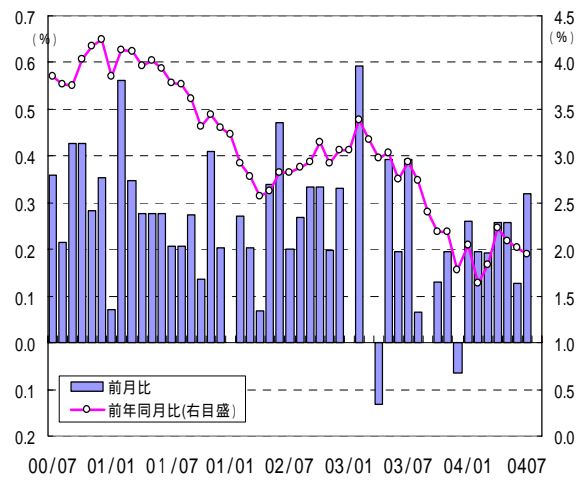
6・7月の雇用低迷により、景気減速と共に雇用の先行きにも黄信号が灯った感がある。景気が失速するとの見方は時期尚早であるが、減速感は強まっており、雇用の動きもそれに沿ったものと言えよう。インフレの重要指標の一つである賃金動向も前年同月比では再び減速しており、利上げスケジュールがやや後ズレする可能性も出てきたと言えよう（図表11）。

（図表10）米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料)米国労働省

（図表11）米国：平均時給の推移



(資料)米国労働省

## < 米国金融市場の動き >

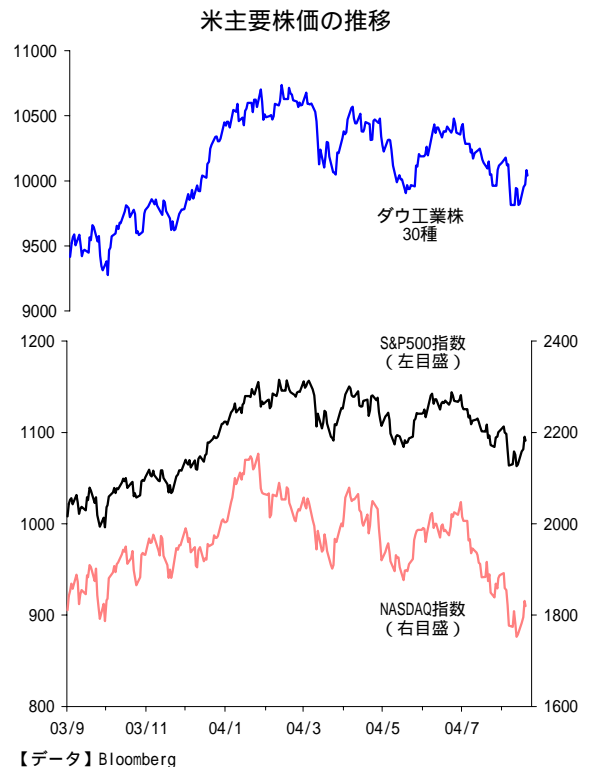
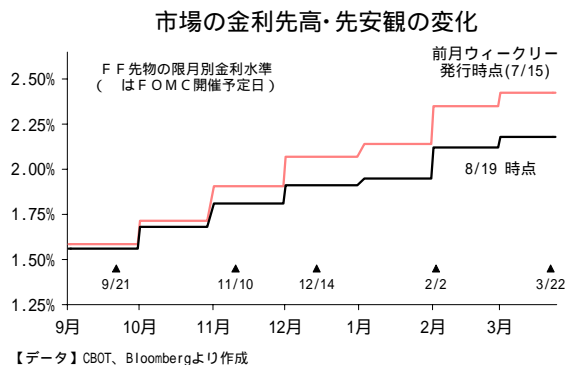
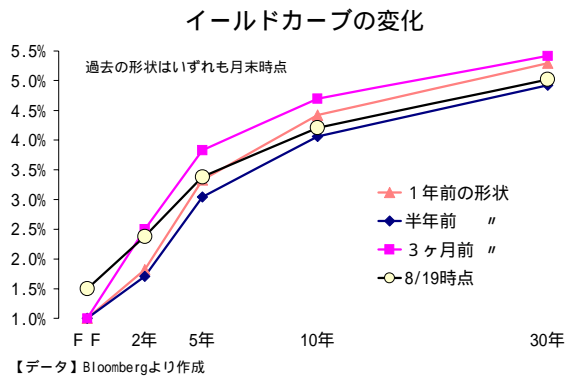
(担当：熊谷)

### 最近の米国金融市場の動き

7月に発表された経済指標の多くが米景気の減速を示したにもかかわらず、7/20-21に行われた議会証言で、グリーンズパンFRB議長は景気に対する楽観的な姿勢を維持するとともに、今後とも慎重に利上げを続けることを示唆した。これを受けて、米国債券市場では長期金利(10年国債利回り)が7月後半に4.6%台まで上昇した。しかし、7/30に発表された第2四半期GDP(速報)が前期比年率3.0%と伸び率が鈍化するとともに、8/6に発表された雇用統計における雇用者数の増加が2ヵ月連続で微増(対前月3万人増)にとどまると、長期金利は4.2%台まで急速に低下した。その後、8/10に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)で、予想通りFRBは25bpの利上げを実施したものの、市場の反応は限定的なものにとどまった。むしろ、原油価格の高騰が消費や業績を圧迫するとの懸念が強まったことで、ダウ工業株が1万ドル台を割り込む場面も見られるなど、主要株指指数が下落する中、長期金利は低水準での推移を続けた。そして、8/17に発表されたCPIで最終物価にインフレ懸念が見られないことが確認されると、一時4ヶ月ぶりに4.2%を割り込んだ。

### 雇用統計に翻弄される米国債券市場

昨年後半以降、米国では経済指標が全般的に改善傾向を示し続けていたにもかかわらず、雇用者数はなかなか本格的な回復を示さない状態が続いた。しかし、こうした年初からの雇用の伸び

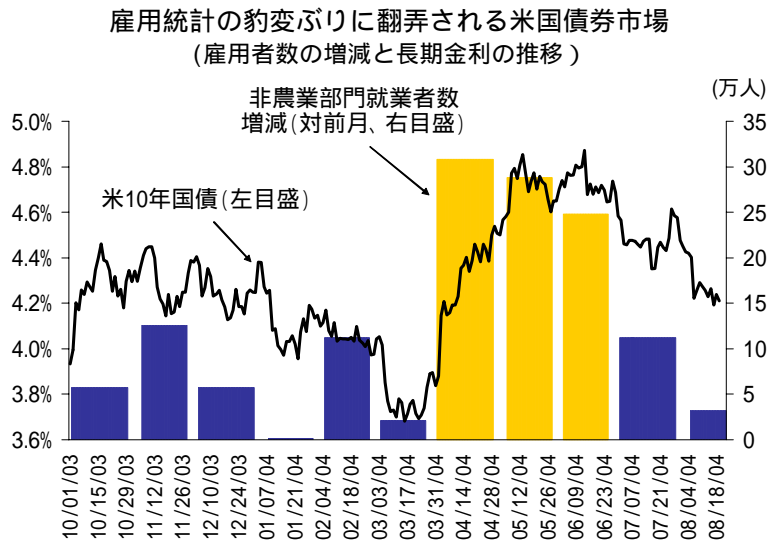




悩みを一気に吹き飛ばしたのが、4～6月に発表された雇用統計である。雇用者数(非農業部門就業者数)が3ヵ月連続して20万半ば～30万人前後の大幅増となった結果、それまで雇用改善の遅れから「2004年いっぱいには利上げできない」といった慎重な見方をとってきた市場関係者も、いよいよ雇用の本格回復シナリオを将来予測に反映せざるを得ない状況に追い込まれた。

しかし、6月・7月に発表された数値は、一転して対前月11万人、3万人(いずれも速報値ベース)の増加にとどまり、今度は市場の大勢が描いていた「毎月20万人前後の持続的な雇用者数の増加が見込まれる」とのシナリオを大きく下回る結果となった。このように、雇用統計の度重なる劇的な変調を受け、市場関係者ははたして4～6月に発表された数字を趨勢として捉えるべきなのか、それとも、その後の雇用者数の緩慢な改善を趨勢として捉えるべきなのか、判断しかねる状況にあるものと思われる。

FRBは、このところ見られる経済指標の鈍化が一時的なものであるとし、米景気に対する楽観的な姿勢を崩そうとしていない。とはいえ、FRBもそれを裏付ける決定的な



非農業部門就業者数の増減は速報ベースの数値を表示。薄い棒グラフは予想を上回る増加。濃い棒グラフは予想を下回る緩慢な増加。

(データ) 米労働省、Bloomberg

材料を握っているというわけではないだろう。そのためか、将来の利上げの度合いについては、引き続き「慎重に」行うとの言及にとどめるとともに、経済に対する中立的な短期金利の水準についても、あえて言及することを回避してきた。また、金融市場でも、こうしたFRBの見解を好意的に受け止めたのは短期間にとどまり、慎重な見方を払拭しきれていない。

雇用統計の予期し得ぬ動きを見ても分かるとおり、将来予測型のシナリオ・アプローチを採るような運用者にとってみれば、年初以降の投資環境は、FRBをも上回る精度の高い予測力を要する状況にある。米国経済に方向感の定まらない状況のもとでは、金利リスクのように方向感に賭けるかたちでリスクテイクを行いながら、高い確度でプラスのリターンを獲得し続けるのは、なかなか期待しにくい。むしろ、イールドカーブの形状やクレジットスプレッドなど、平均回帰が見込まれる部分でリスクテイクを行い、利回りを向上させるほうが得策であろう。仮に、自分がFRB以上の予測力を有していると信じるのであれば、2006年に理事としての任期を迎えるグリーンズパン議長の後任候補として自ら挙手すべきかもしれない、というのは言い過ぎだろうか…。

(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證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。