

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～消費の回復度合いがキーポイント

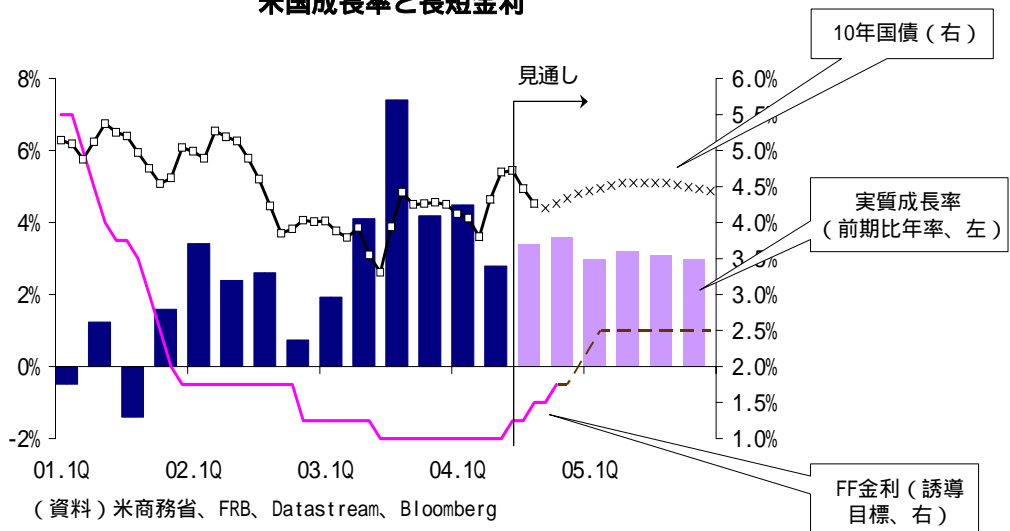
< 米国経済見通し >

1. 米国経済では、減税効果の剥落、ガソリン価格上昇等から消費が鈍化し、4-6月期GDPが急低下した。その後も消費を取り巻く環境が好転していないことから7-9月期についても減速感が残存している。今後は、雇用回復から自律的な消費回復へとつながっていくかが焦点となろう。なお、設備投資については、当面、IT投資に牽引される形での堅調推移が持続すると見られるが、消費鈍化の影響もあり次第に伸びは低下しよう。2004年通年の成長率は4.2%、2005年は3.2%と緩やかな減速が見込まれる。

< 今後の米国金融市場 >

1. 前回見通し(6/18)にて記述した米長期金利の下振れリスクが顕在化した格好となっている現状を踏まえ、当面のシナリオを小幅修正し、10年国債利回りの想定フェアバリューを4%台にとどめる。
2. 少なくとも年内はFRBの引締め政策に変更はないと思われることから、イールドカーブについては一段のフラット化を見込む。

米国成長率と長短金利



主任研究員(米国経済) 土肥原 晋 (03)3512-1835 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 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F :

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)

〔見通しの概要〕

4-6 月期の GDP が 2.8%へと下方修正され、米国経済の減速感が強まっている。中でも GDP の 7 割を占める消費支出が 1-3 月期の 4.1%から 1.6%へと急速に伸び率を低下させており、GDP 低下の主要因となっている。先行きの景気見通しについても、今後の消費動向にかかっていると見えよう。

こうした消費鈍化の背景には、減税効果が剥落するタイミングで原油価格が高騰し、ガソリン価格が上昇して消費支出を圧迫、加えて冷夏の影響等も受けたためと見られる。7-9 月期も、7 月にやや持ち直しの後、8 月指標では再び消費支出が鈍化するなど、消費のふらつきが懸念される。足下の景気に大きな影響を与えている原油価格の動向については、年内は 40 ドル/バレル台で高止まりするとの見方が多くなっており、家計消費への圧迫も長引きそうである。今後は、雇用増による個人所得の回復が注目される。8 月の雇用統計では 14.4 万人の雇用増と持ち直しており、持続的な雇用回復が消費の鈍化を軽減しよう。

一方、IT 投資等のストック調整からの立ち直りにより、今年の米国経済の牽引が期待された設備投資は、4-6 月期には二桁増に復帰し、下半期についても減価償却拡大策の期限切れを前にした駆け込み需要が期待されるため堅調な推移が見込まれる。ただし、消費支出鈍化の影響もあり、2005 年の設備投資の伸びは次第に低下すると思われる。

なお、来年は 11 月の大統領選挙で選出された新政権の初年度にあたり、財政赤字等への取り組みが強められる見込みである。ケリー候補以上に景気を重視していると見られるブッシュ大統領が再選して減税恒久化が図られたとしても、現行政策以上の景気刺激策が取られるわけではない。FRB の利上げも持続の方向にあり、政策面からは刺激要因の乏しい年となろう。GDP 成長率については、本年は 4.2%、2005 年は 3.2%へと低下する見通しである。

(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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質 GDP (8/12)	前期比年率、%	3.0	4.2	3.2	4.5	2.8	3.4	3.6	3.0	3.2	3.1	3.0
個人消費	"、%	3.3	3.3	2.5	4.1	1.6	2.2	2.5	2.6	2.5	2.6	2.6
設備投資	"、%	3.3	10.5	9.3	4.2	12.1	10.4	18.4	1.8	16.0	8.7	7.0
在庫投資	寄与度	0.1	0.5	0.1	1.2	0.7	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1
純輸出	"	0.5	0.7	0.2	0.8	1.4	0.2	0.8	0.6	0.4	0.2	0.1
消費者物価	前年同期比、%	2.3	2.7	2.2	1.8	2.8	2.8	3.2	2.7	2.1	2.0	2.0
失業率	平均、%	6.0	5.5	5.3	5.6	5.6	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3

(資料) 実績は米国商務省、労働省

〔消費支出の動向〕

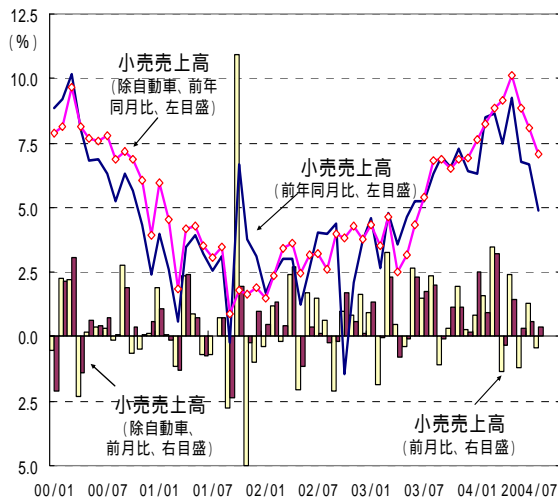
消費環境は、減税効果剥落の中、抑制要因の台頭で悪化

4 - 6 月期の消費が、実質 GDP へ -1.6% と急減速を見せて以来、その後の動向が注目されている。個人消費は、7 月に一旦回復を見せたものの、8 月は小売や自動車販売の低下が見られ、消費者信頼感指数の悪化等もあって、伸び悩みが懸念される状況にある。

8 月の小売売上高は、前月比 0.3% の減少となった。自動車販売が前月比 1.9% 減と低下したことが大きい。自動車除きでも前月比 +0.2% 増に留まる。その他の業種では、天候不順等の影響を受けたと見られる衣料品店同 1.4% 減、百貨店同 0.8% 減等の減少が大きかった。なお、最近の消費の鈍化を映じて前年同月比での小売売上高は +4.9% 増、自動車販売店除きでは +7.0% 増となり、直近のピークである 5 月の同 +9.3% 増（自動車販売店除きでは +10.1% 増）から大きく伸び率を低下させている（図表 2）。

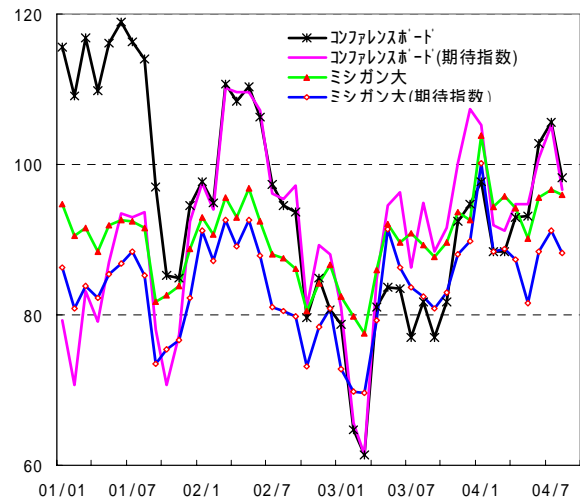
8 月消費者信頼感指数も低下の動きを見せており、今後の動向が注目される（図表 3）。このように消費を巡る環境が悪化している状況では、自動車販売にも多くの期待は出来ない。もともと、自動車販売は、販売サイドでのインセンティブ販売の拡大と、住宅ローンのリファイナンス等による家計サイドの資金増が重なって販売を維持してきた。リファイナンスが収束しつつある中、一層のインセンティブが打ち出されない限り、需要を先取り気味で推移してきた自動車販売の好転は難しくなりつつある。また、最近のガソリン価格上昇も、燃費の良くない SUV 車を中心に購入手控え機運を高めているようである。

（図表 2）小売売上高の推移



（資料）商務省

（図表 3）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

最近の消費鈍化の要因を整理すると、以下のような点が挙げられよう。

賃金上昇率の低下---8 月の時間あたり賃金上昇率は、前年同月比で 2.3% と最近の物価上昇率を下回る。

減税効果の剥落---減税効果は、2004 年上半期のリファンドを最後に消費刺激要因に乏しい状

況となっている。

原油価格の上昇--- イラク情勢の不安定さに中国等の輸入増等による需給要因も加わり、高騰後の価格低下は、当初予想されていたより緩やかなものとなりそうだ。原油価格に連動して上昇したガソリン価格についても急速な低下は難しいと見られ、家計への圧迫も持続しよう。

利上げの持続---物価の上昇により、現状の政策目標金利であるFFレート（1.5%）の実質金利はマイナスとなっている。FRBは、将来的なインフレ懸念の抑制のため、今後も金利状況の是正に努めると見られる。今後、住宅ローンのリファイナンス等が収束に向かう半面、積み上がった住宅ローンの返済や、変動金利借入れ分の負担増等が予測されよう。

来年にかけての消費環境についても、上記のような抑制的な要因が持続する半面、刺激要因には乏しく、消費支出の伸び率は低めに推移すると思われる。

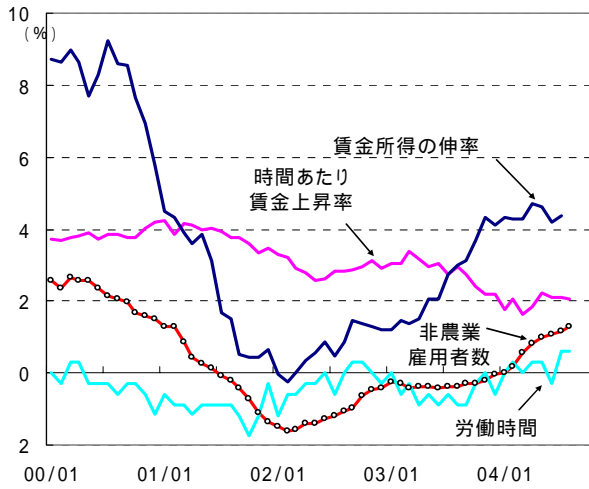
引き続き、雇用動向に注目

消費の先行きに懸念材料が多い中で、雇用の動向が注目度を高めている。上記のように雇用状況が芳しくない中で、時間当たり賃金上昇率は前年同月比2%前後に低下しており、物価の上昇を考慮した実質ベースの上昇率はマイナスとなっている。一方、賃金所得（総計）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4.7%増にまで回復し、その後も4%台の推移に留まっている。好況期の2000/7月に同9.2%を付けたのと比較すると、半分程度の伸びであるが、賃金上昇率低下の中で賃金所得が4%台の水準を保っているのは、雇用者数と労働時間が増加しているためである。雇用者数は、3~5月にかけて急速な回復を見せたが、その後、6・7月には一転急低下し、直近の8月には前月比14.4万人増と持ち直している。雇用増が持続すれば、今後の賃金所得の伸びが期待できる（図表4）。

次に、賃金所得と消費の関係を見ると、2001年の大型減税実施以降、前年同月比では賃金所得の伸びを可処分所得の伸びが上回る状況が続いており、これが消費を支えていたが、直近7月の個人所得消費統計では、可処分所得の伸びが低下して3年ぶりに賃金所得を下回った。この点、減税前の状況を見ると、賃金所得と可処分所得の伸びはほぼ同水準で推移しており、むしろ、通常の水準に復帰したとの見方もできる。

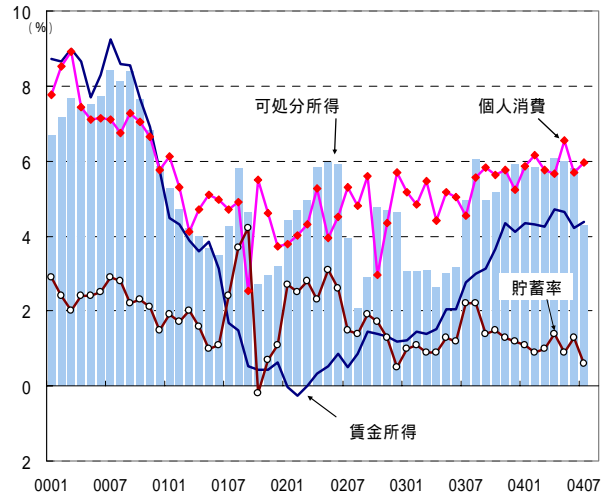
一方、消費支出の伸びは、7月は貯蓄率の低下により維持されたものの、今後も可処分所得の伸びが7月の水準で推移するのであれば、消費支出低下の可能性が高まるとと思われる。これを避けるためにも、賃金所得の伸び率上昇が必要であり、今後の雇用好転に寄せる期待は大きいものがある（図表5）。

(図表4) 雇用と所得の推移 (前年同月比、%)



(資料)米労働省他

(図表5) 可処分所得の推移 (前年同月比、%)



(資料)米国商務省他

〔設備投資の動向〕

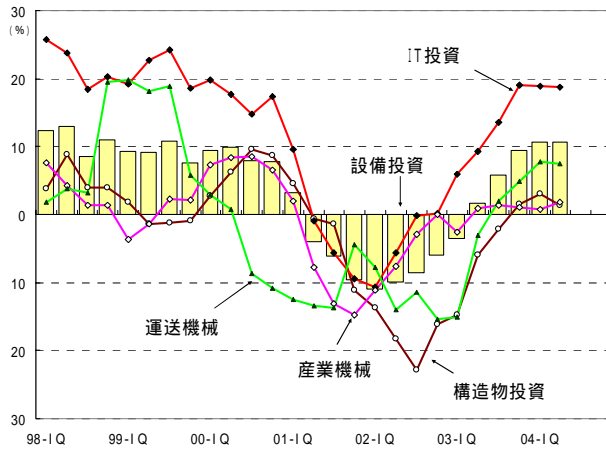
設備投資は、IT投資中心に堅調持続

設備投資については、昨年4-6月期以降3四半期連続で二桁の伸び率（前期比年率、以下同様）が続いた後、本年の1-3月期には4.2%と急低下したが、4-6月期には再び12.1%と二桁の伸び率を回復した。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いるものの、4-6月期には、構造物投資や運送機器等がプラス成長に転ずる等、主要な設備投資はいずれもプラス転換を見せた。半導体・パソコンの需要は、世界市場でも拡大しており、今後もIT投資が設備投資を牽引していくと見られるが、こうした設備投資回復の動きは、前年同期比で見ると一層明確になる。前年同期比ベースの設備投資は、昨年4-6月期以降プラス転換しているが、直近3四半期は主要な設備投資はいずれもプラスに転じ、ここでもIT投資が設備投資全体を牽引した形となっている（図表6）。

また、能力増投資等の回復には、生産・稼働率水準の上昇が前提となるが、8月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%増に留まった。天候不順により電力が同2.8%減と3ヵ月連続での減少となったことが目立つ。なお、ハイテク産業では同+1.8%増と堅調持続となった他、自動車・自動車部品が同+3.8%増と6ヵ月ぶりに増加に転じた。

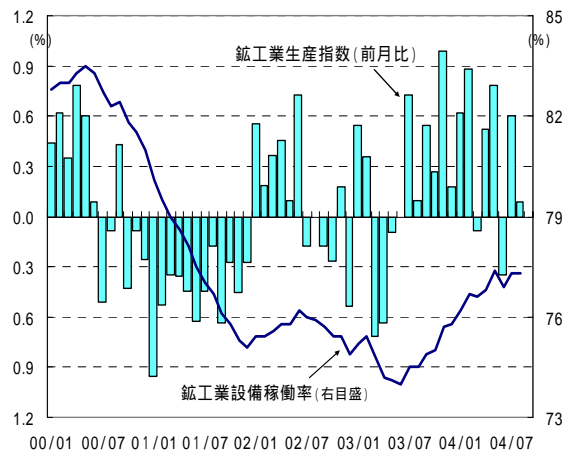
一方、8月設備稼働率は77.3%と前月比横這いとなり、直近のピークである5月の77.4%（2001/6月以来の水準）には届かず、長期的な過去の平均稼働率水準（1972～2003年の平均81.1%）は大きく下回っている。生産回復のトレンドは持続していると思われるが、力強さに欠ける展開と言えよう（図表7）。

(図表 6) 設備投資と内訳の推移 (前年同期比)



(資料) 米国商務省

(図表 7) 鉱工業生産と稼働率の推移 (月別)



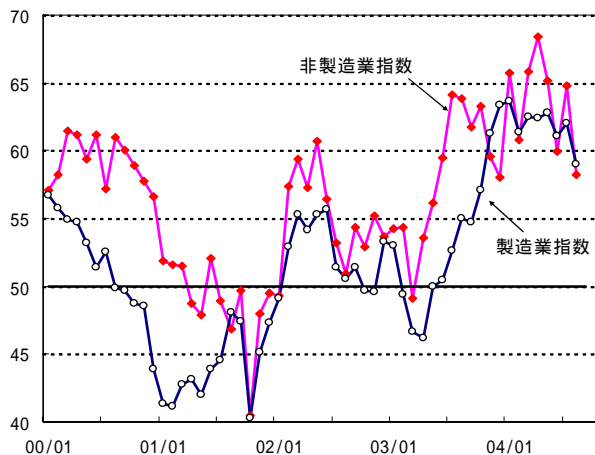
(資料) FRB

製造業の企業センチメントを測るISM製造業指数は、本年1月に1983/12月以来最高の63.6を記録した後、横這いの推移に留まっていたが、8月は59.0と低下し、10ヵ月ぶりに60を下回った。こうした動きは非製造業指数でも同様で、4月に68.4とピークをつけた後、8月は58.2と前月比6.6ポイントの急低下を見せ再び60を下回った(図表8)。

一方、7月の新規製造業受注は前月比+1.3%増、新規耐久財受注は同+1.6%増といずれも連月での増加を見せた。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+0.7%増、前年同月比でも+11.6%増と底堅い動きを続けた。7月までの受注は概ね堅調と言えるが、企業の景況感に陰りが見られたのが気掛かりである(図表9)。

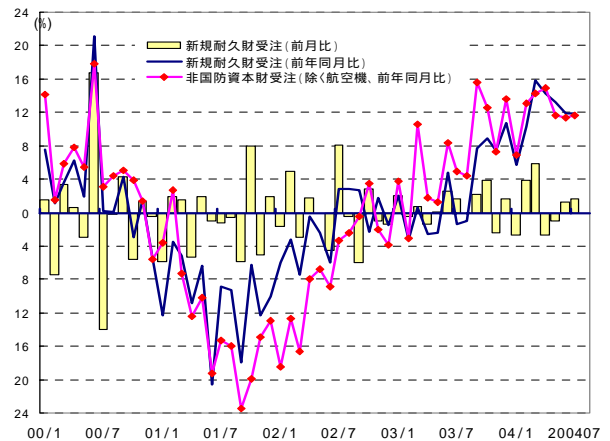
本年の設備投資については、減価償却率の拡大政策が現状では2004年末で期限切れとなるため、年末にかけての駆け込み需要が予想され、下半期の設備投資は堅調に推移すると思われる。ただし、こうした動きは来年の設備投資需要を先取りすることとなり、加えて、GDPの7割を占める消費需要鈍化が持続する見込みであることを考慮すれば、2005年の設備投資の伸び率は次第に縮小していくものと思われる。

(図表 8) ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(図表 9) 新規耐久財受注の推移 (%)



(資料) 商務省

〔大統領選挙〕

近づく大統領選挙と今後の経済政策

米国では、8月末に共和党大会が開かれ全米の注目を集めた。景気と雇用の回復は、ブッシュ政権が財政赤字拡大の犠牲を払いながらも最優先して取組んだ課題であり、同政権としては、春先の雇用・景気回復を追い風に選挙戦に臨む目論見だった。それだけに、4-6月期 GDP の急低下や6・7月の予想外の雇用減速は、ブッシュ政権を困惑させるのに十分な材料となった。

過去、大統領の任期と景気の変動を見ると、ニクソン政権以降は、任期中の前半2年の景気不振を後半2年で盛り返す傾向が窺え、現政権も同様に、前半2年の景気不振を後半2年で盛り返す形となっている。また、選挙年は特に重要で、この時期に景気失速を招いたカーター政権は敗北している。ブッシュ大統領の父親の場合は、景気回復が先行したものの、雇用の回復が遅れて（ジョブレスリカバリーと言われた）選挙戦に影響した。現政権の場合、景気回復面においては、歴代の政権と比較しても遜色ないレベルにあると言え、経済面における一番の問題は、ジョブレスリカバリーとまで呼ばれた雇用回復の遅れと財政赤字であろう(図表10)。

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。共和党大会以降やや支持率を高めているブッシュ大統領が再選された場合は、景気を重視して減税の恒久化が推進されると見られ、財政赤字との折り合いがどのように図られるかが注目される。ただ、こうした政策が取られても、現行減税策を持続するに留まるため、景気をさらに刺激するわけではない。また、FRBは、大幅に緩和された政策金利の是正を図るべく、来年も利上げ政策を持続しよう。大統領選挙後、最初の年となる2005年は、景気刺激策より抑制策が先行しそうな状況と言えよう。

(図表10) 歴代政権と実質 GDP の推移(前期比年率、%)

	ケネディ/ ジョンソン	ジョンソン	ニクソン	ニクソン/ フォード	カーター	レーガン	レーガン	ブッシュ父	クリントン	クリントン	ニクソン政権以 降の平均値	現政権
1年目-1Q	2.4	10.2	6.5	10.6	4.9	8.4	3.8	4.1	0.5	3.1	5.2	0.5
1-2Q	7.7	5.5	1.1	4.7	8.1	3.1	3.5	2.6	2.0	6.2	3.1	1.2
1-3Q	6.6	8.4	2.5	2.1	7.4	4.9	6.4	2.9	2.1	5.1	3.7	1.4
1-4Q	8.4	10.0	1.9	3.9	0.0	4.9	3.1	1.0	5.5	3.0	1.2	1.6
2年目-1Q	7.4	10.1	0.7	3.4	1.3	6.4	3.9	4.7	4.1	4.5	1.0	3.4
2-2Q	4.4	1.4	0.8	1.2	16.7	2.2	1.6	1.0	5.3	2.7	3.9	2.4
2-3Q	3.7	2.7	3.6	3.8	4.0	1.5	3.9	0.0	2.3	4.7	1.7	2.6
2-4Q	1.0	3.3	4.2	1.6	5.4	0.4	2.0	3.0	4.8	6.2	1.3	0.7
3年目-1Q	5.3	3.6	11.6	4.7	0.8	5.0	2.7	2.0	1.1	3.4	2.2	1.9
3-2Q	5.1	0.0	2.3	3.0	0.4	9.3	4.5	2.6	0.7	3.4	3.3	4.1
3-3Q	7.7	3.2	3.2	6.9	2.9	8.1	3.7	1.9	3.3	4.8	4.4	7.4
3-4Q	3.1	3.1	1.1	5.4	1.2	8.4	7.2	1.9	3.0	7.3	4.4	4.2
4年目-1Q	9.3	8.5	7.3	9.3	1.3	8.1	2.0	4.2	2.9	1.0	4.5	4.5
4-2Q	4.7	7.0	9.8	3.0	7.8	7.1	5.2	3.9	6.7	6.4	4.3	2.8
4-3Q	5.6	2.7	3.9	1.9	0.7	3.9	2.1	4.0	3.4	0.5	2.3	
4-4Q	1.1	1.7	6.7	2.9	7.6	3.3	5.4	4.5	4.8	2.1	4.7	

(資料) 米商務省、シャド*リは5%以上のプラスマックス成長。

< 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、前回見直し(6/18)で提示した「10年国債利回りを見て5%前後」との見方をやや下方修正し、想定フェアバリューは4%台にとどまるとの見方に小幅修正する。

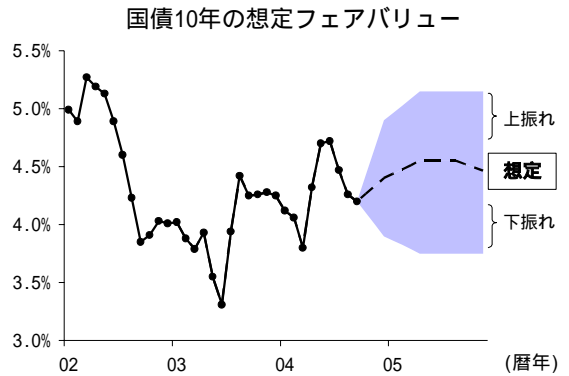
前回見直しにおいては、イールドカーブが過去の平均的水準まで回帰すると考えた場合、仮に利上げの度合いが多少強まったとしても、10年国債利回りが5%を持続的に上回るような状況は見

込みづらいとの見方をしていた。また、春先以降に雇用者数が劇的な増加を続けた中においても、米国経済における「稼働率」に余裕がある状態が解消されるまでには至っていないとの考えに基づき、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との見方をとっていた。

実際、夏場にかけての雇用者数の伸びの大幅鈍化や、原油価格高騰や政策効果の剥落などに伴う個人消費の減速が示されると、春先以降の過剰な先行き期待は修正され、長期金利の下振れ傾向が強まった。その結果、10年国債利回りは9月に入り4.1%を割り込むなど、市場参加者が当初想定していたものよりも、金利上昇余地が乏しいことが示唆されることとなった。

金融政策に眼を向けると、債券市場の反応(過剰な先行き期待の修正に伴う長期金利の下振れ)とは対照的に、FRBの米景気に対する楽観姿勢に変化は見られず、以下の要因を背景に、少なくとも年内は利上げスタンスを変更することはないだろう：

- (1) 複数の理事の発言から判断する限り、FRBは現状の政策金利水準が引き続き「緩和的」と考えていると思われること。
- (2) 業績や経済指標の変貌に市場が一喜一憂している中においても、オプション市場のインプライド・ボラティリティを見る限り、市場心理は依然として安定していること。
- (3) 政策の柔軟性確保を考えた場合、緩和政策に転じる必要性が訪れた際に利下げ余地がないと、日本の二の舞(非伝統的手段の導入)に陥るのを、FRBが懸念していると思われること。



米国主要金利の見直し

	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)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末(%)	1.00	2.25	2.50	1.00	1.25	1.75	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
国債10年金利	平均(%)	4.0	4.3	4.5	4.0	4.6	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5

したがって、イールドカーブについて見れば、FRBの利上げに呼応しながら、短期ゾーンには金利上昇圧力がかかりやすい状況が続く一方、過剰な期待の剥落に伴い、長期ゾーンの金利上昇余地は限られ、その結果、イールドカーブは引き続きフラット化を続けることになる。

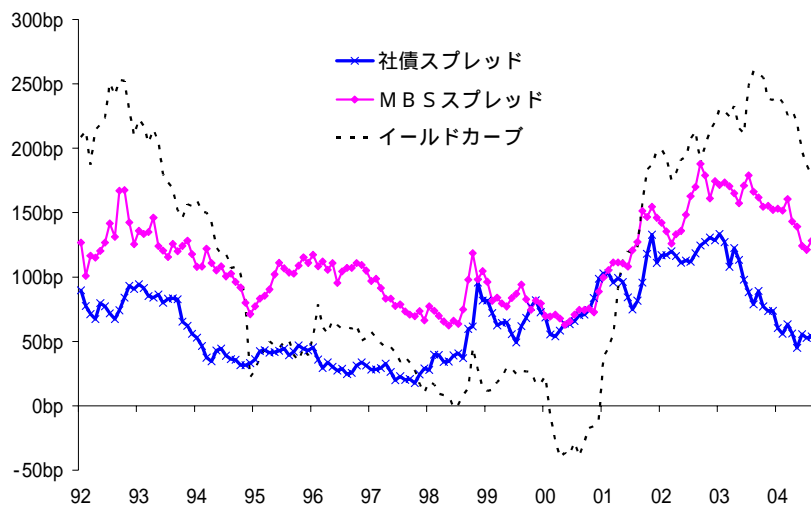
こうした中、景気の先行きについて見ると、依然として高止まりを続ける原油価格や相次ぐハリケーン上陸など、攪乱要因は解消されていない。そのため、当面は景気の強弱についての見極めが困難な状態が続くと思われ、長期金利の方向感を明確に想定するのは難しいだろう。

また、イールドカーブについても、上記の通りフラット化の継続こそ期待できるものの、フラット化自体は既に年初から進行してきており、長期ゾーンにこれまでのような割安感を見出すことはできない。

さらに、社債・MBS(モーゲージ債)など国債以外のセクターについても、既にスプレッド縮小が進んでいる。MBSについては、社債に比べれば大きめのスプレッドが確保されているように見えるが、金利の方向性を見出すことができない状態が続く限り、長期金利が上下に振れるごとに金利リスクのヘッジコストがかさんでしまう危険性は払拭できない。したがって、表面的なスプレッドの水準に惑わされ、安易にMBSのエクスポージャーを広げることはできないだろう。

このように、米国債券市場の現状を見ると、市場全体が各種リスクをある程度価格に織り込んだ状態にあることが窺われ、市場として投資妙味に欠ける状態にあるものと思われる。

米債券市場に内在する主な「スプレッド」



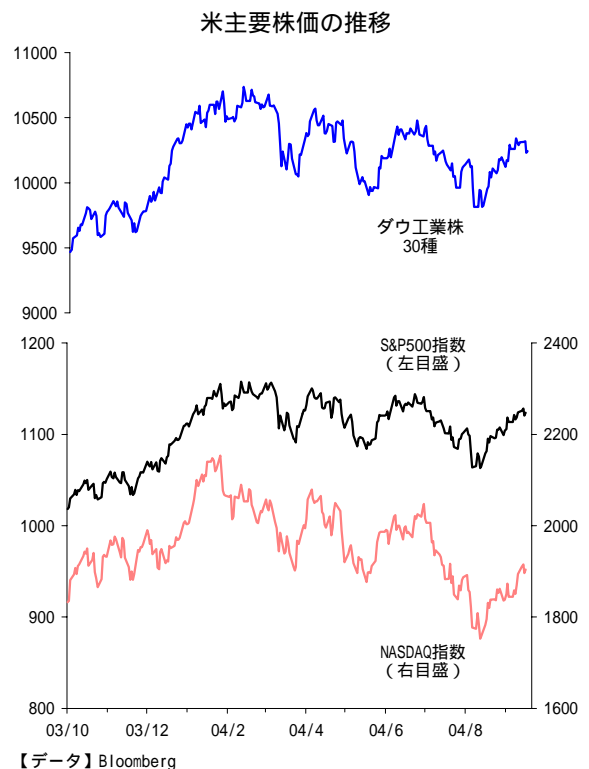
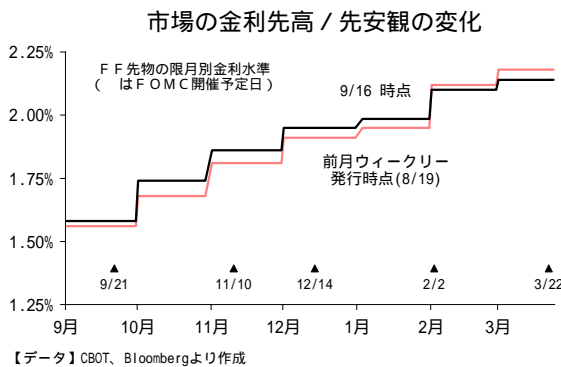
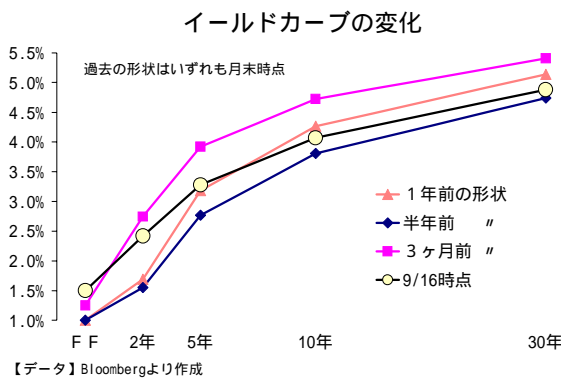
- ・社債スプレッドには、残存5年Baa2インダストリアルと5年スワップレートの利回り格差を使用。
- ・MBSスプレッドには、30年物ファニーメイとスワップカーブ(2-5-10年)の利回り格差を使用。
- ・イールドカーブには、2年国債と10年国債の利回り格差を使用。

(データ) Bloombergより作成

より専門的に表現すれば、オプション勘案後のスプレッド(=OAS; Option-Adjusted Spread)で見た場合、MBSスプレッド(=OAS)は非常に縮んだ状態にあり、MBSが割高な状態にあるとの見方ができる。

最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、8月半ばにかけて、原油価格高騰に伴う業績圧迫懸念と景気の先行き不安を背景に、株安・債券高が進んだ。その後、原油価格が一旦はピークアウトしたこと、8月下旬に発表された小売業の決算が良好な業績を示したこと、最近の調整によって株価全体に割安感が強まったことから、月後半にはダウ工業株が1万ドル台を回復するなど、株価が反発に転じた。しかし、債券市場では、一部経済指標に対する失望や、共和党大会を控えたテロ懸念などを背景に、株価反発にもかかわらず、長期金利が低水準での推移を続けた(10年国債利回りで4%前半)。9月に入り、3日に発表された雇用統計がほぼ予想通りの雇用者数増加を示すと、景気の先行き不安が後退した。これを受けて、長期金利がやや上振れる場面も見られたが、8日に行われた議会証言でグリーンスパンFRB議長が景気に楽観的な見方を示しつつ、インフレについても懸念を示さなかったことから、長期金利の上昇圧力は持続せず、月央には10年国債利回りが5ヵ月半ぶりに4.1%を割り込んだ。



(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。
(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)