

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 ~ 原油高・利上げの影響を受ける米国経済

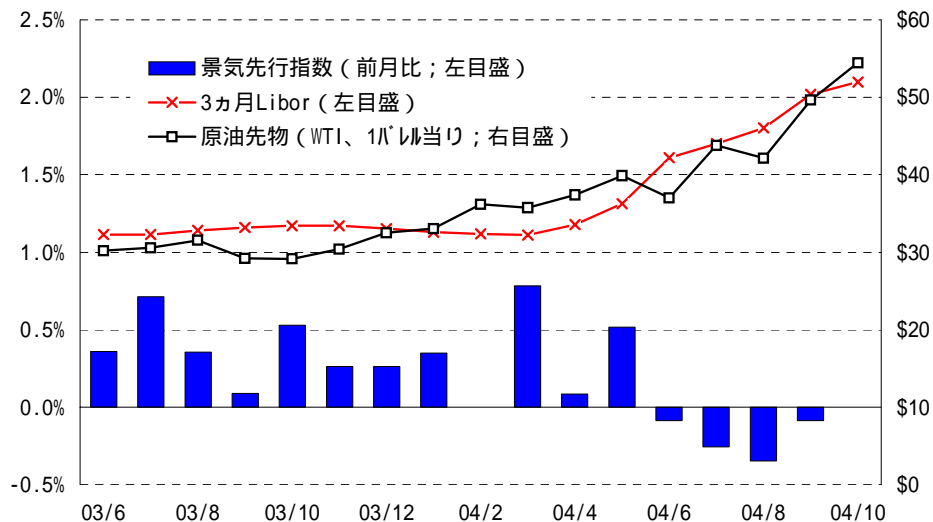
< 米国経済の動き >

- 自動車販売の回復で、7-9月期GDP上昇の動きが期待されている。しかし、4 - 6月期GDPを低下させた消費を取り巻く環境の悪化は、依然、改善されておらず、自動車販売の回復も一時的なものと思われる。このため、GDP回復も一時的なものとなる可能性が強い。原油価格の高騰、持続的な利上げの中で、雇用の回復には勢いが見られず、再び、景気減速への懸念が強まりつつある。

< 米国金融市場の動き >

- 雇用の伸び悩みや原油価格高騰に伴う景気の先行き不透明感から、市場関係者の一部では、利上げのペースがこれまでのように「FOMCが開催されるごとに引き上げ」とはならないのではないか、といった見方が出始めた。
- しかし、現段階で聞こえてくるFRB関係者のコメントから判断する限り、「慎重なスタンスで利上げを続ける」とのスタンスに大きな変化はなさそうであり、年内開催される2回のFOMCでは、25bpずつ利上げが行われる可能性が依然高い。

原油高・短期金利高が続く中、景気先行指数が悪化



(データ) BBA、NYMEX、コンファレンスボード

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)3512-1833 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 : (03)3512-1884

< 米国経済の動き >

(担当：土肥原)

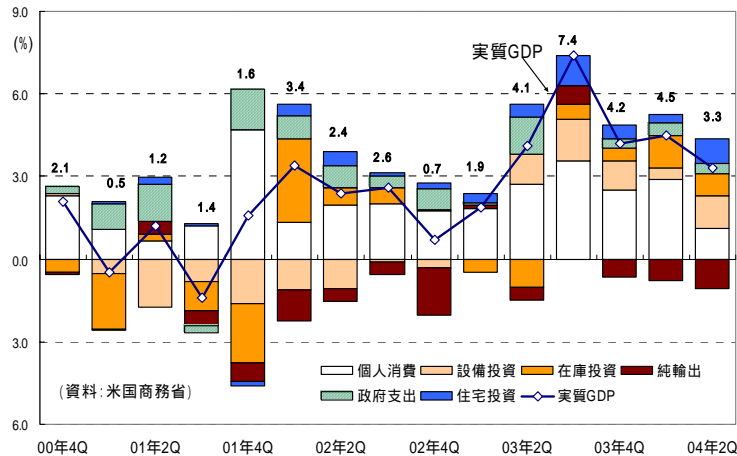
(景気の概要)

7-9 月期 GDP は強めの見通しながら、当面、景気への不確定要因は強まる状況

9 月末に発表された米国の 4-6 月期 GDP (確定値) は、3.3% (前期比年率、以下同) と前回発表の速報値 2.8% から +0.5% の上方修正、市場予想の 3.0% を上回り大きめの上方修正となった。修正理由としては、純輸出が寄与度で +0.31% の増加と修正幅 +0.5% の過半を占め、その他、在庫 (同 +0.12%)、住宅投資 (同 +0.09%) と続く。

ただし、前年同期以降、一年間にわたり米国の四半期 GDP が 4% 以上の成長を見せていたのと比較すると、減速感は否めない。特に、4-6 月期消費支出の大幅な鈍化 (同 4.1 - 1.6%) が目立つが、減税効果剥落のタイミングで、ガソリン価格の急上昇や天候不順が消費に水をかけた形となった。この間、FRB の小幅利上げが実施され、超低金利政策が収束したことも消費にマイナスの影響を及ぼした (図表 1)。

(図表 1) 米国: 実質 GDP の寄与度別推移 (前期比年率, %)



こうした消費支出の圧迫要因は 7-9 月期に入っても続いたが、9 月消費支出は、自動車販売の急回復もあって持ち直しており、10 月末発表の 7-9 月期 GDP が再び 4% 台を回復するとの期待が強い (最新の市場予想は 4.1% 前後)。

ただし、7-9 月期の GDP が上昇しても、その後の景気回復が加速するわけではない。自動車販売の回復は、自動車メーカーの過大とも言えるインセンティブ販売の拡大によるところが大きく、持続性には疑問が残る。やはり、消費環境に大幅な改善が見られない限り、GDP 伸び率は次第に低下していくと考える方が自然な見方と言えよう。

9 月雇用統計は 9.6 万人の雇用増に留まったが、上記のような消費圧迫要因の多い中で、雇

用増による所得増加は消費回復の最大のポイントと言えよう。なお、今回の雇用統計は、ブッシュ大統領にとっては、大統領選前の最後の発表となったが、これによって同大統領就任以来の雇用者は82万人減となり、2回にわたる大幅な減税の実施にもかかわらず、雇用面では大きな成果を見ることなく大統領選挙に臨むこととなった。こうした大統領選挙の接戦等も、先行きの見通しを描きにくくしており、景況感等にマイナスの影響を及ぼしている。

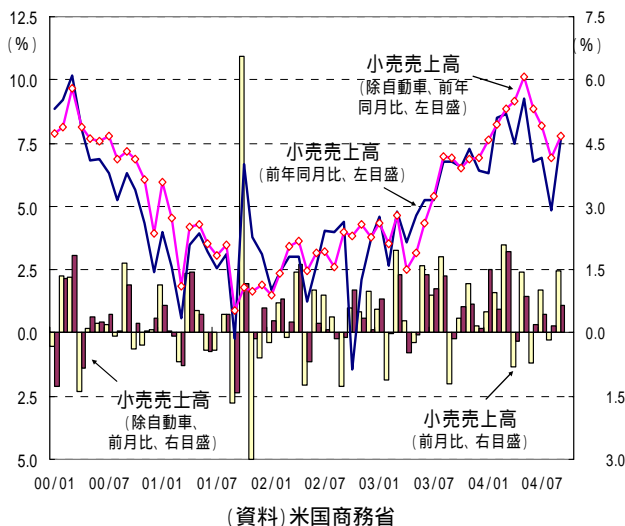
(消費の動向)

9月小売売上高は、自動車販売の回復により上昇

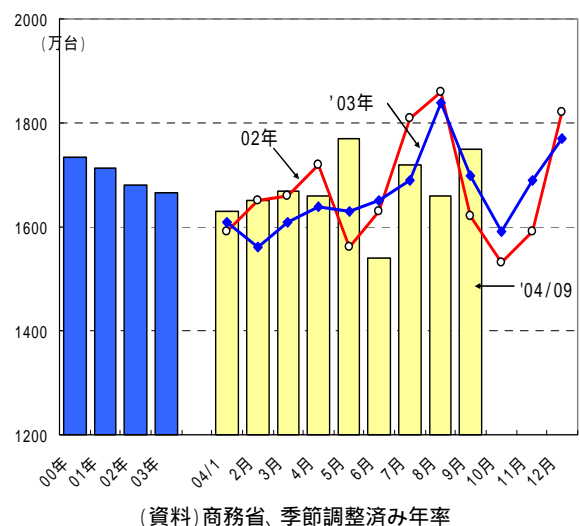
7-9月期は、減税効果の剥落、原油価格の上昇、利上げの実施等、消費の足を引っ張る材料には事欠かない状況にあったが、こうした悪環境にもかかわらず、9月の小売売上高は、前月比+1.5%増、自動車を除く^レスでも同+0.6%増と堅調な動きを見せた。内訳では、自動車等が前月比+4.2%増と急伸したのが目立ったが、この他、建築資材等(同+1.4%増)、百貨店(同+0.9%増)、飲食店(同+0.7%増)等が上昇し、マイナスは、家具(同-0.4%減)、^レス・趣味用品(同-0.4%減)等に留まった。ちなみに、前年同月比^レスの小売売上高も7.7%増(自動車除きでは同7.8%)と8月の同4.8%増(自動車除きでは同6.9%増)から回復している(図表2)。

なお、9月の小売統計に大きな影響を与えた自動車販売を台数^レスで見ると、1751万台(オートデータ社、年率換算)と8月(同1660万台)から急増し、5月(1771万台)に次ぐ本年二番目の高水準となった。大手自動車メーカーのインセンティブ拡大の動きが奏効したものであるが、収益への影響を考えると、一層の拡大は次第に難しくなりつつある(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)

消費者マインド指数・ISM指数とも連月の低下

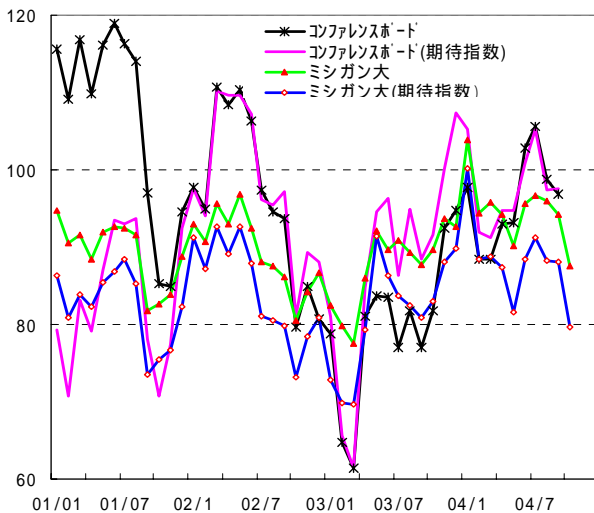
上記のような消費環境の悪化を映じて、10月ミシガン大学消費者マインド指数(速報値)で

は 87.5 (9月は 94.2) と 3 ヶ月連続での低下となった。中でも、期待指数は 79.6 (9月は 88.0) と低下が大きく、雇用情勢・原油価格・大統領選挙等の先行きの不透明感の高まりが影響したものと思われる。コンファレンスボード消費者信頼感指数でも 9 月は、96.8 (8 月は 98.7) と連月の下落を示している (図表 4)。

一方、企業のセンチメントを示す I S M 指数でも、9 月は製造業・非製造業とも続落の動きとなった。製造業指数では、8 月 59.0 から 9 月 58.5 へ 0.5 減少したが、生産指数 (59.5 61.6)、雇用指数 (55.7 58.1) 等は上昇した。非製造業 (企業活動指数) は、8 月 58.2 から 9 月 56.7 へと減少し、多くの指数が減少を見せたが、雇用指数 (52.5 54.6) は上昇し、雇用の業種別では、事業サービス、卸売り、ヘルスサービス、建設、運輸、等が堅調だった。

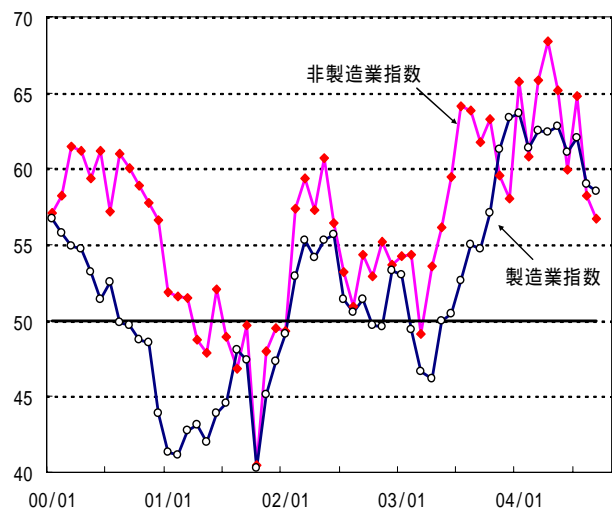
なお、製造業・非製造業指数とも最近の下落により 60 を割り込んでいるが、製造業指数は製造業における景気拡大の分かれ目とされる 50 を 16 ヶ月連続で上回り、非製造業指数は、18 ヶ月連続で 50 を上回ったこととなる。これまでほどの活況さは感じられないものの、製造業・非製造業とも概ね堅調な状況にあるとの見方は可能な水準にある (図表 5)。

(図表 4) 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 5) 米国：I S M 指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(生産部門・雇用の動向)

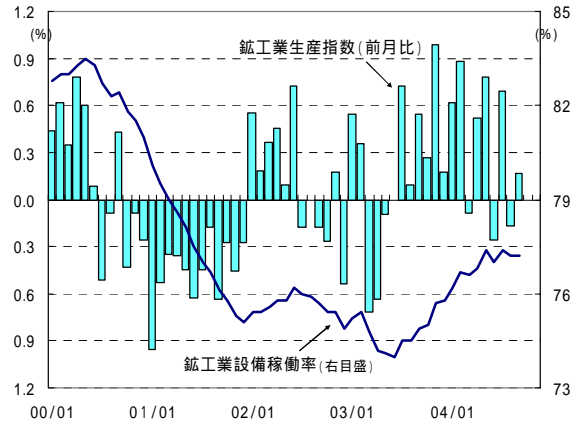
鋳工業生産・設備稼働率は足踏み状態

9 月の鋳工業生産指数は前月比+0.1%増(8 月は 0.1%減)と小幅反転した。天候不順により 3 ヶ月連続で下落した電力が 9 月の残暑による冷房需要で同+6.7%増と急反転、エネルギー関連業種も前月比+1.3%増と 4 ヶ月ぶりの上昇となった。その他、ハイテク産業でも同+1.0%増と続伸したが、自動車・自動車部品は同 0.5%減と 3 ヶ月ぶりに下落に転じた。

一方、9月設備稼働率は77.2%と前月比横這いとなり、直近のピークである5・7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、依然、大きく下回っている。

このように生産面では、力強さに欠ける展開が続いているが、ハリケーンによるマイナスの影響を考慮すれば、標記の数字に若干の上乗せは可能と見られている（図表6）。

（図表6）米国：鉱工業生産・稼働率の推移



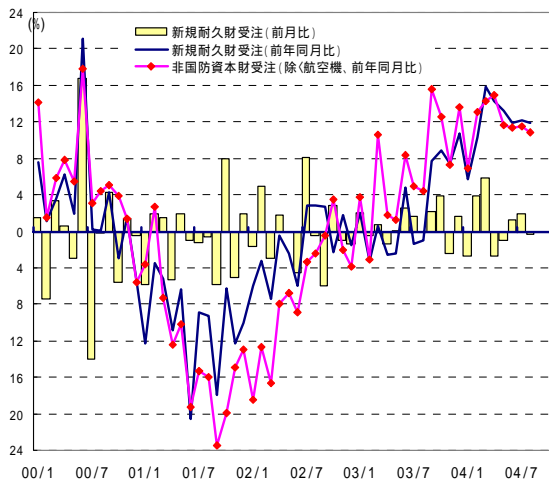
（資料）FRB

8月の製造業受注が低下、在庫率は底這い持続

8月製造業の新規受注は前月比0.1%減（7月は同+1.7%増）、うち耐久財は同0.3%減（7月は同+1.9%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）は同0.8%減（7月+0.6%増）となった。前年同月比では、耐久財受注は+12.0%増、非国防資本財受注（除く航空機）は+10.8%増と春先の15%増程度水準から伸び率は鈍化したものの、依然、二桁の伸びを維持している（図表7）。

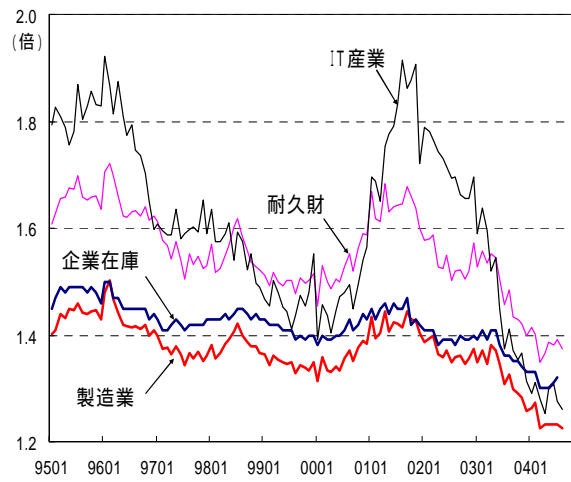
一方、8月製造業の在庫は、前月比+0.5%増（7月は+1.0%増）と2003/11月をボトムとした増加基調を維持している。しかし、8月の出荷が前月比1.1%増とより高水準にあり、在庫/出荷比率は1.23倍と3月の1.22倍という記録的な低水準後も底這い状況が続いている。こうした在庫比率の低下は、リセッション期にかけて急増したIT産業や耐久財等の在庫率が、急速な低下を見せていることが大きい（図表8）。

（図表7）米国：新規耐久財受注の推移



（資料）米国商務省

（図表8）米国：在庫/出荷比率の推移



（資料）米国商務省

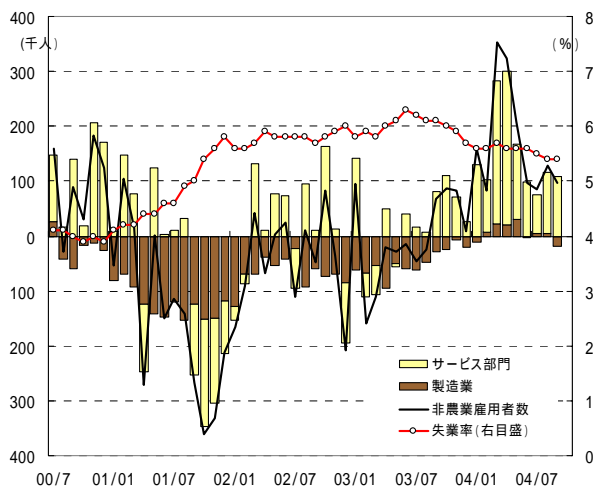
9月雇用増は予想を下回る9.6万人の増加

9月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+9.6万人増と事前の予想15万人増程度を下回り、8月についても12.8万人増（前回発表では14.4万人増）と下方修正された。9月統計の内訳を見ると、製造業で同1.8万人減と3ヵ月ぶりの減少となったが、サービス部門では同+10.9万人増で16ヵ月連続の増加となった。サービス部門の内訳では、増加の大きい人材派遣業（同+3.3万人増）を含む専門・事業サービス部門で3.4万人増、政府部門で+3.7万人増、金融・不動産部門で2.6万人増、等が目立った。また、失業率は5.4%で前月と変わらなかった（図表9）。

9月雇用統計は事前の予想を下回り、大統領選挙に向けて景気・雇用の回復を誇りたいブッシュ政権を利するものとはならなかった。ケリー候補サイドでは、ブッシュ大統領就任以来82万人（うち製造業では270万人）の雇用が失われており、恐慌時のフーバー大統領（1929-33年）以来のことだとして批判を強めている。これに対して、ブッシュ政権では、9/11テロ攻撃後の3ヵ月で90万人の雇用減が生じており、雇用の減少はテロ攻撃の要因が大きいとして批判の回避につとめている。

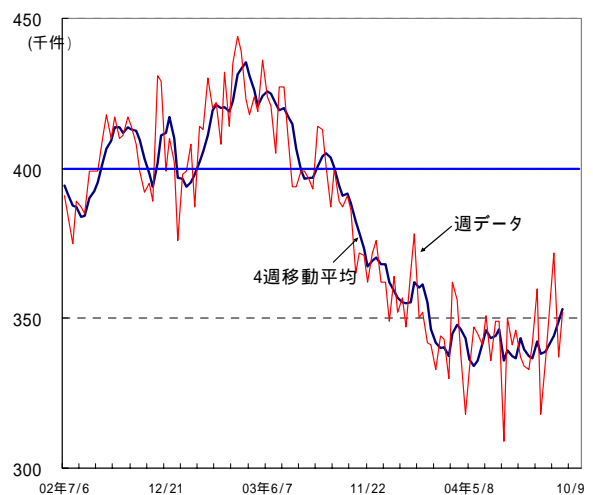
なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は35.2万件（10/14発表分）と前週比1.5万件増となった。週間データは振れが大きいため4週移動平均で見ると、こちらも35.3万件（同0.4万件増）と35万件のラインを上回り、本年2月以来の水準に達している。雇用状況の改善の分かれ目とされる40万件は昨年10月以降下回っているものの、雇用回復面での力強さに欠ける状況を示唆したものと言えよう（図表10）。

（図表9）米国：雇用状況の推移（前月比）



（資料）米国労働省

（図表10）米国：新規失業保険請求件数



（資料）米国労働省

< 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

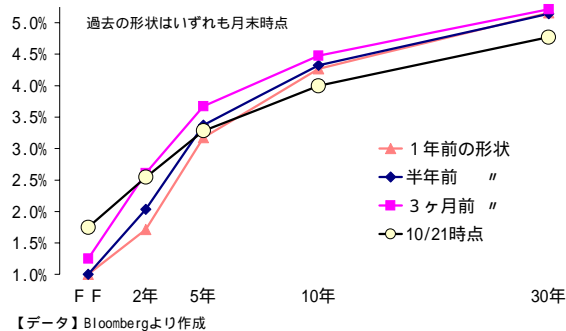
最近の米国金融市場の動き

9月半ば以降、原油価格が再び上昇する中、証券会社やオイルメジャーなど一部企業の業績に対する失望から、主要株価指数が軟調に推移したことを背景に、長期金利(10年国債利回り)は、ほぼ半年ぶりに4.0%を割り込んだ。その後、10月初に日・米で発表された企業マインド(日:日銀短観、米:ISM製造業景況感指数)が、ともに景気の先行き不安を払拭させる内容を示したことから、株価は大幅に反発。10/8に発表を控えた雇用統計への期待が高まるにつれて、長期金利も4.2%台まで上昇した。しかし、実際に雇用統計で示された雇用者増加数は、対前月9.6万人増と、市場予想を下回る低調な伸びにとどまったため、10月半ばにかけて、再び株安・金利低下の流れに逆戻りすることとなった。さらに、先物市場で原油価格が一時1バレル=55.33ドルと史上最高値を更新すると、ダウ工業株が1万ドルを割り込むなど、株価の下落基調が強まり、長期金利も再び4.0%を窺う展開となった。

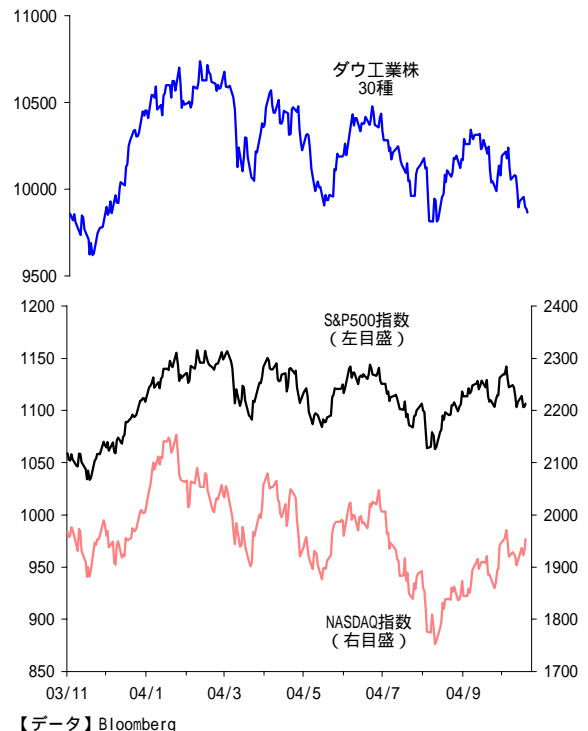
「慎重に利上げ」の政策スタンスに変化のそぶりを見せないFRB

6月末に4年ぶりに利上げを行って以降、FRBは8月、9月とFOMC(連邦公開市場委員会)が開催されるたびに、政策金利を「慎重なペース」で引き上げてきた。その結果、FFレートは、年初の1.00%から1.75%へと引き上げられた。年内に開催されるFOMCも、残すところあと2回(11/10、12/14)となったが、最近の雇用の伸び悩みや原油価格高騰に伴う景気の先行きへの不透明感などから、

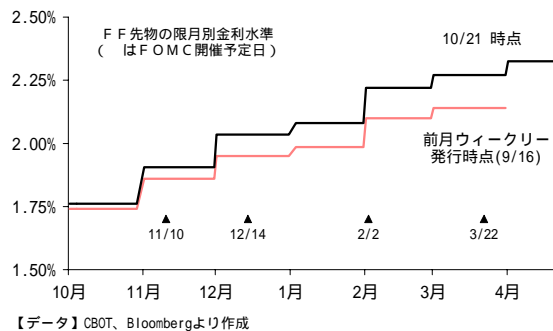
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場参加者の政策金利予想の変化



市場関係者の一部では、利上げのペースがこれまでのように「FOMCが開催されるごとに引き上げ」とはならないのではないかと、といった見方が出始めた。

前回FOMC（9/21）以降、FRB理事や地区連銀総裁が金融政策に関連して行った発言内容を振り返ってみると、以下のようになっている：

前回FOMC以降のFRB関係者による主な発言

9月21日 FOMC開催、利上げ実施	（FF金利は1.50% 1.75%へ）
9月30日 マクティア地区連銀総裁	政策金利は、まだ中立に達していない。今年初にインフレ懸念があったが、終了したようだ。慎重なペースでの利上げを継続することが可能。
9月30日 バイス地区連銀総裁	経済に余剰な資源があるため、現時点ではインフレ圧力は感じられない。
10月3日 オルソン理事	コアインフレに1-3%の目標圏を設けるべき。
10月4日 ピアナルト地区連銀総裁	利上げはいずれ「慎重なペース」で行われる必要性がなくなるだろう。
ブル地区連銀総裁	インフレターゲット的な政策運営に前向き。
サントメロ地区連銀総裁	政策金利は依然として緩和的。FRBは1-3%のインフレターゲットを設定すべき。
10月5日 マクティア地区連銀総裁	実質短期金利は依然としてマイナス。
10月6日 ブール地区連銀総裁	FOMCの声明文は将来の約束と解釈されるべきではない。インフレ目標を設定するのは効果的。
10月7日 バーナンキ理事	FOMCの声明文は効果的な政策手段。景気減速が示されれば慎重なペースでの利上げの手を緩める可能性も。FOMCは長期的なインフレ目標など、定量的な情報も加えるべきだろう。
ピアナルト地区連銀総裁	経済は全般的に持続可能なペースで成長しているようだ。
マクティア地区連銀総裁	我々は政策金利を中立に戻す必要がある。
10月8日 ファーガソン副議長	インフレ目標の導入は政策の柔軟性を損なう可能性。
ブル地区連銀総裁	予想を下回る雇用者数の増加もFRBの景気の見方に変化を及ぼさない。
10月15日 グリーンスパン議長	原油価格は70年代のインフレと低成長をもたらすほどの高値にはない。
10月18日 オルソン理事	最近の指標は経済が依然強いことを示唆している。
10月19日 ブール地区連銀総裁	インフレ圧力は春先に比べ緩和された。原油価格上昇によって回復基調にある景気が軌道から逸れることはない。
10月21日 バーナンキ理事	原油価格の上昇が直接的に金融政策に影響を及ぼすことはない。今後発表される指標は慎重なスタンスでの利上げを可能にする予想。
バイス地区連銀総裁	中立的水準に戻すには、政策金利を相当上げないとけない。原油価格上昇と雇用改善の遅れは潜在的なリスク要因。

（資料）Bloombergほか

FOMCごとに出される声明文の位置付けや、インフレ目標導入を巡る是非など、政策運営のあり方についてFRB内部で意見が割れている点は、非常に興味深い。しかし、こと実体経済あるいは政策スタンスに関するコメントを見ると、本格回復からは程遠い雇用環境や、原油価格の高止まりが続いているにもかかわらず、FRBの関係者がいずれも経済全体に対して楽観的な見方を維持していることが見てとれ、「過度に緩和的な状況にある現状の政策金利水準を引き上げたい」とするこれまでのスタンスに、何ら変化が生じていないことが確認できる。

FRB自らが作成するページブック（10/27）に加え、第3四半期GDP速報値（10/29）や雇用統計（11/8）さらには大統領選挙（11/2）など、次回FOMC（11/10）までには多数のイベントが控えているため、FRBのスタンスに変化が生じる余地は、まだ残されている。しかし、現段階で聞こえてくるFRB関係者のコメントから判断する限り、「慎重なスタンスで利上げを続ける」との姿勢に大きな変化は見受けられない。したがって、年内開催される2回のFOMCで、25bpずつ利上げが行われる可能性は、依然として高いだろう。

（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）