

# 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 ～ 持続的景気回復の可能性を高める展開

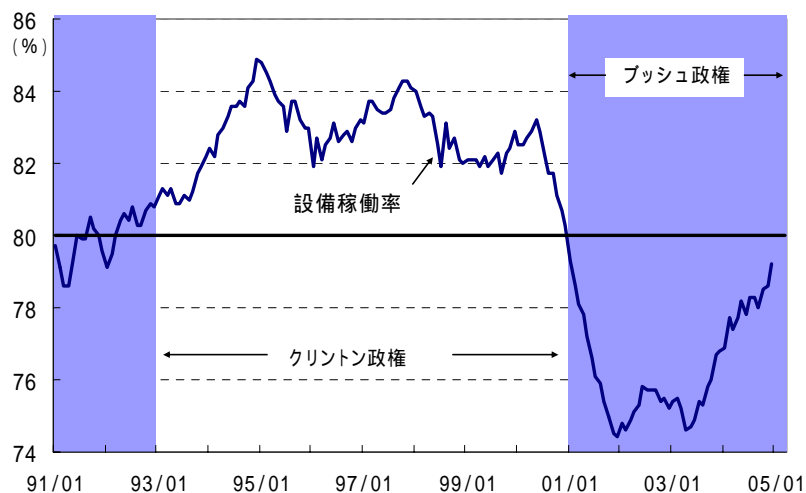
### < 米国経済の動き >

1. 7-9月期の消費急伸(年率5.1%増)で反動の懸念された消費支出であるが、自動車販売の急増やクリスマスセール終盤の盛り返しが見られ、また、設備投資は減税期限を前にした駆け込み需要も期待されるため、10-12月期GDPは堅調な数値が見込まれている。
2. 12月の製造業を中心にした改善傾向は、景気の先行きをより確かなものとしつつある。当面、市場の関心は景気の回復自信を深めたブッシュ二期目政権の舵取りに注目する局面となろう。

### < 米国金融市場の動き >

1. FOMC議事録内にインフレ警戒的な発言が見られたことなどを受け、市場の想定しているペースよりも引締め方向にFRBが金融政策の舵を切るのではないか、との思惑がやや強まった。
2. しかし、過度に引締め方向に舵を切り過ぎると、投資家が不安心理を高め、市場に混乱をもたらす可能性もあるため、FRBの政策運営には今暫く慎重さが求められよう。

クリントン政権との境界を分けた「稼働率80%」にも、あと一息



(資料) FRB

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)

(GDPの動向等)

### 堅調予想の10-12月期成長率

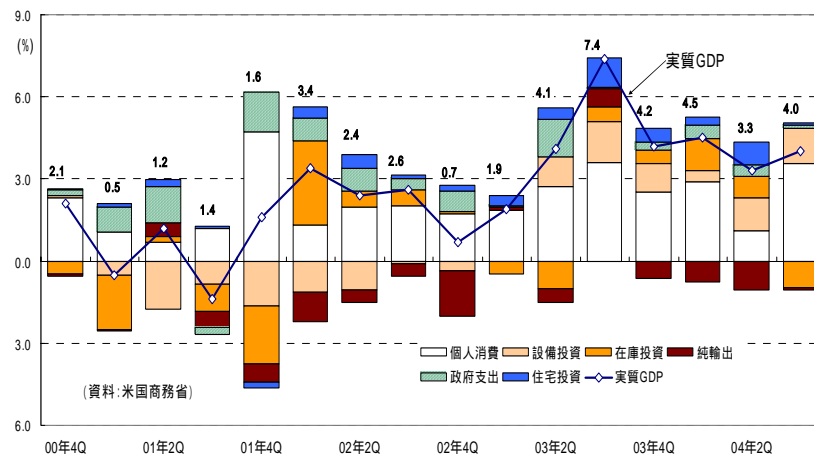
7-9月期の実質GDPは、当初3.7%（前期比年率、以下も同じ）と発表されたものの、確報値では4.0%に上げられた。前4-6月期の3.3%を除けば2003年4-6月期以降続いている4%以上の成長率に復帰した形である(図表1)。

今月28日に発表される10-12月期GDPでは、12月の自動車販売が急増し、軟調な推移にあったクリスマスセールも終盤に盛り返しが見られたこと等から、消費支出の持ち直しが期待される。設備投資も、4-6月期12.5%、7-9月期13.0%と二桁の推移を続ける中、10-12月期は、減価償却減税の年末期限切れを前にした駆け込み需要が期待される。このため、10-12月期GDPの市場予想平均は、3.6~3.7%となっている。

最近発表された経済指標も概ね上記の状況を裏付けるものが多い。クリスマスセールについては、集計方法によって見方が分かれるものの、高額品等が好調で全体の水準を押し上げたようだ。また、12月自動車販売の急増に加え、消費者マインドも好転している。企業部門でも、好調な受注が、生産を押し上げ、企業センチメントを改善した。中でも、12月の設備稼働率は79.2%と80%に迫っており、さらなる上昇があれば、製造業の雇用回復への期待を一段と強めることとなる。このような最近の一連の動きは、景気刺激要因に乏しい2005年の米国経済が、自律的な回復過程の軌道に乗る可能性を高めるものと受け止められる。

こうした景気回復への自信からか、ブッシュ大統領は、双子の赤字への取り組みを強める旨の発言を行った。これまで景気最優先で、置き去りにされてきた感のある双子の赤字であるが、今月20日に就任式を迎えたブッシュ大統領が、景気最優先の呪縛から解放されつつある二期目に当たり、どのような施政方針を発表するのか、一般教書演説(2/2)、予算教書(2/7)が注目される局面と言えよう。

(図表1)米国: 実質GDPの推移と寄与度別内訳(前期比年率、%)



(消費の動向)

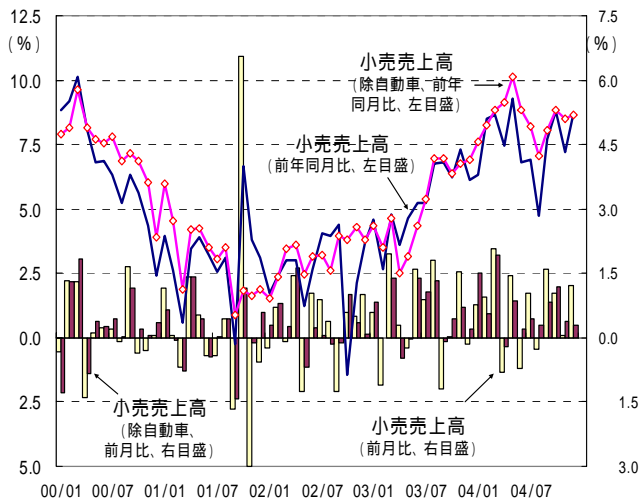
### クリスマスセールは、総じて堅調

クリスマスセールは、総括すればまずまずの状況と見られる。NRF(全米小売業協会)の調査では、クリスマスセール期間(11・12月合計)の売上げは、前年比5.7%と2003年の5.1%を上回り、1999年以来の好調な伸びとなった。NRFでは、「堅調とは見ていたが、予想以上だった」とコメントしている。(NRFでは、総合小売店、衣料・装飾品店、家具・住宅用品店、電気器具店、ホビー・趣味・書籍・音楽関連店を対象に11・12月売上げを調査)

一方、ICSC(国際ショッピングセンター協会)の調査では、11・12月を通じた小売売上げ(チェーンストア・セール指数)は前年比2.3%増(12月は2.7%)と2003年の4.0%(12月は4.2%)を大幅に下回った。12月は高額品が10.3%と高い伸びを見せた半面、比較的良かったディスカウントストアでも3.2%、衣料品チェーン店で2.7%、デパートは0.6%に留まった。ICSCでは、今回のクリスマスセールの特徴としてオンラインやメールオーダーへのシフト、ギフトカードの普及、1月への期間の広がりを挙げている。高額品が伸張する中で、広範な所得層を対象としたチェーンストアの売上げが伸び悩んだ形となった。

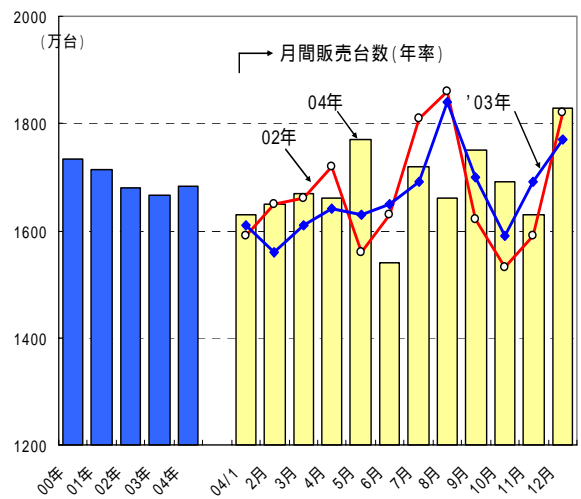
また、商務省発表の12月の小売売上高は、前月比+1.2%増、自動車除きでは+0.3%増となった。自動車販売店が前月比+4.3%増の急増となった影響が大きい。この他では、家具店等(同+2.2%増)、無店舗販売(同+1.9%増)等が好調で、半面、ガソリンスタンド(同2.0%減)、衣料品店等(同0.6%減)では減少が見られた。なお、前年同月比では8.7%増、自動車除きでも同8.6%増と上述した統計を上回るが、上記に含まれないガソリンスタンドの21.8%増や、無店舗販売の14.6%増等が全体の数値を押し上げたと見られる。なお、2004年全体での年間小売売上高は前年比8.0%増(自動車除きでは同8.9%増)と1999年以来の高い伸びとなった(図表2)。

(図表2) 米国：小売売上高の推移



(資料)米国商務省

(図表3) 米国：自動車販売台数の推移



(資料)米国商務省、季節調整済み年率

## 12月自動車販売が急増

12月の自動車販売を台数ベースで見ると、年率1840万台(オートデータ社集計)と11月(同1639万台)から急伸し、2003年8月と並ぶ高水準となった。大手自動車メーカーの販売促進が奏効したようである。しかし、前年同月比で見ると、GM 2.4%、フォード+0.1%に対し、トヨタ+22.5%、ホンダ 35.2%と日本車の躍進が目立つ。また、ここでも上級車の好調が特徴となっており、アキュラ(前年同月比+30%)、キャデラック、メルセデス(各同+23%)等の伸びが高い(図表3)。

年間販売ペースでは1691万台と2003年の1667万台から上昇し、2000年をピークとした3年連続の減少に終止符を打った。なお、日本車のシェアは、30.5%と初めて3割を上回り、中でもトヨタは、206万台と初の200万台に乗せ、二年後には全米三位のダイムラー・クライスラー社(2004年は243万台)を上回ると見るアナリストも多い。

(景況感)

### 消費者マインド、企業センチメントは、ともに改善

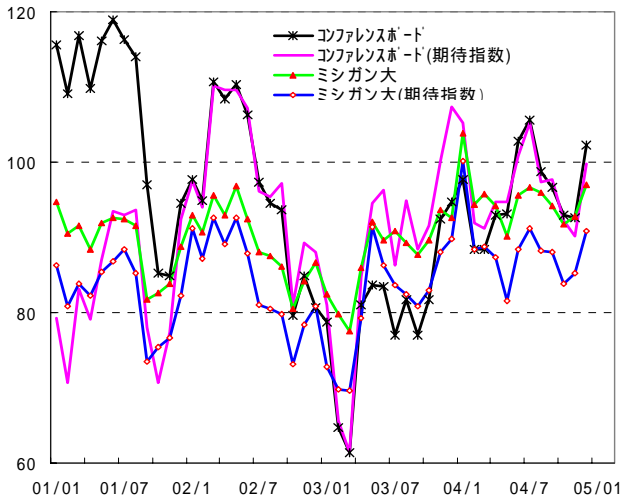
12月コンファレンスボード消費者信頼感指数は、102.3(前月比+9.7)と急上昇した。同指数は7月の105.7をピークに下落していたが5ヵ月ぶりの大幅反転となった。内訳では、現況指数105.9(前月比+9.6)、期待指数99.9(前月比+9.7)とほぼ同様の上昇幅を見せた。

12月ミシガン大学の消費者マインド指数も97.1と11月の92.8から上伸し、昨年1月以来の高水準となった。こちらは、現況指数106.7(前月比+2.0)、期待指数90.9(前月比+5.7)と期待指数の上昇が大きかった。先月の雇用回復、堅調な株高、原油価格の低下等が、消費者心理を改善させたものと思われる(図表4)。

企業のセンチメントを示すISM指数は、12月は製造業・非製造業とも続伸した。製造業指数では、新規受注指数が急伸して(11月61.5 12月67.4)全体の指数を58.6(11月57.8)へと押し上げ、受注残指数も急伸した(47.5 54.0)。また、在庫指数が続伸した(50.7 53.4)一方、雇用指数は反落した(57.6 52.7)。その他では新規輸出受注指数の上昇(54.7 60.0)が目立ったが、今次ドル安が始まってから3年近く経つこともあり、米国の輸出の伸びの加速が期待される場所である。ただし、堅調な内需によって輸入指数も伸張しており(58.4 61.1)、貿易赤字の縮小には時間がかかりそうである。

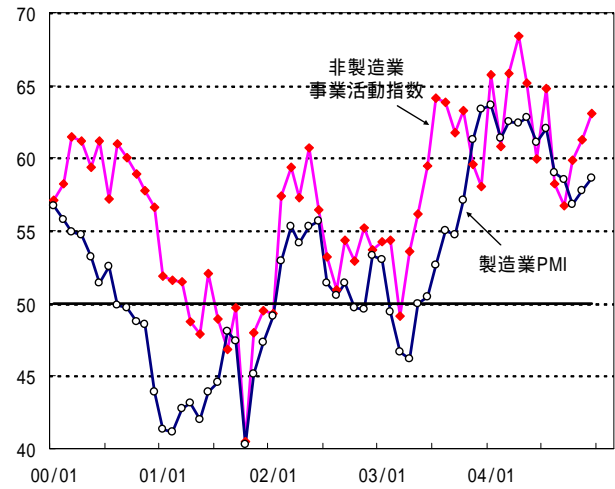
ISM非製造業指数(事業活動指数)も63.1(11月61.3)と三ヵ月連続の上昇を見せた。同指数では昨年4月の68.4をピークに低下した後、9月の56.7をボトムに回復の動きを強めている。製造業・非製造業とも企業活動は、持ち直しの状況にあると判断される(図表5)。

(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：ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(生産・雇用の動向)

**鉱工業生産・設備稼働率は上伸**

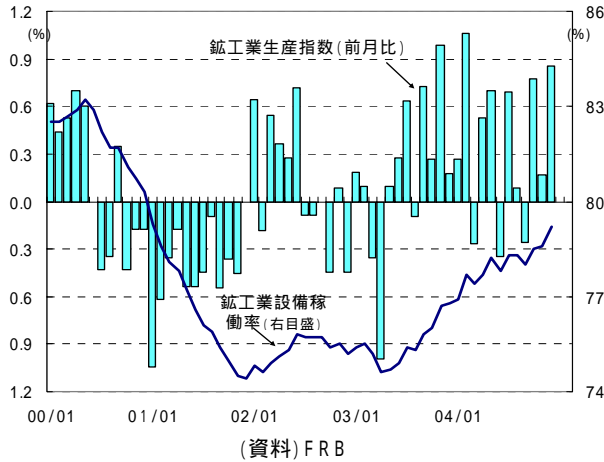
12月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%増(11月は+0.2%増)と3ヵ月連続の増加となった。電力、金属がそれぞれ同+3.0%増と急伸し、宇宙航空産業(同+1.5%増)、コンピュータ等(同+1.2%増)、製紙(同+1.2%増)等の上昇が目立った他、自動車・自動車部品(同+0.5%増)も上昇に転じた(図表6)。

一方、12月設備稼働率は79.2%と前月の78.6%から0.6%ポイントの上昇となった。同水準はブッシュ政権が誕生した2001/1月の79.3%以来、ほぼ4年ぶりの水準となる。ただし、長期的な過去の平均稼働率水準(1972~2003年の平均81.1%)は、なお、下回っている。また、業種別では、自動車・自動車部品82.1%(11月81.9%)、ハイテク産業70.1%(同69.7%)等多くの業種で上昇が見られ、鉱工業生産指数とともに生産部門全般の改善を裏付けるものとなった。

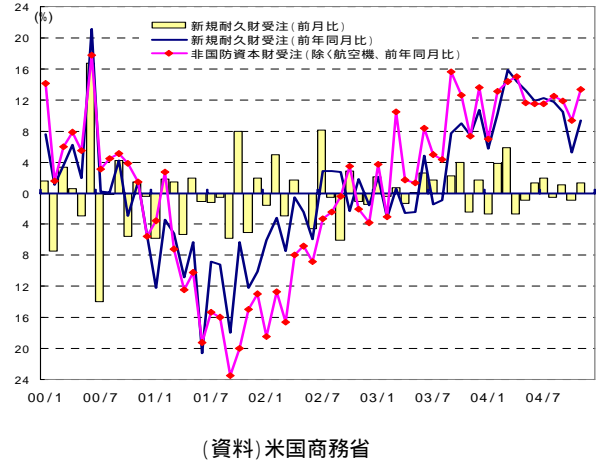
11月製造業の新規受注は前月比+1.2%増(10月+0.9%増)、うち耐久財は同+1.4%増(10月1.0%減)、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も前月比+0.9%増(10月4.0%減)の伸びを見せた。また、前年同月比ベースでは、耐久財は+9.3%増、非国防資本財受注(除く航空機)は+13.3%増と伸び率を回復した(図表7)。

なお、受注の好調な伸びにより、製造業の11月受注残は前月比+1.1%増(10月+0.5%増)と増加しており、こうした受注残が上記の生産の伸び等に繋がっていると見られ、当面、製造業の生産は好調を維持する見込みである。

(図表6) 米国：鉱工業生産と稼働率



(図表7) 米国：新規耐久財受注の推移



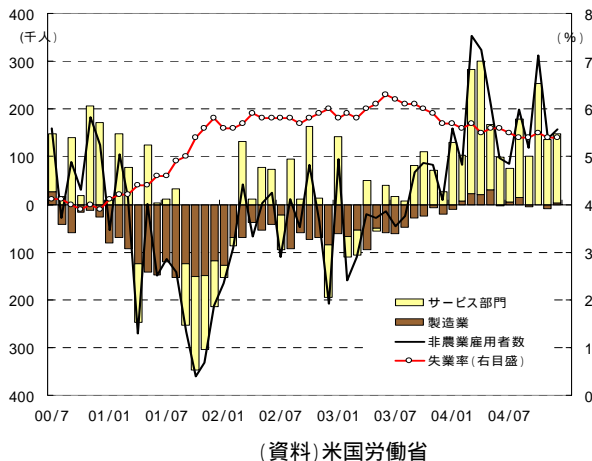
### 12月雇用者数は、予想を若干下回るも底堅い推移

非農業事業部門の雇用者数は前月比+15.7万人増と先月の+13.7万人増から増加幅を拡大した。市場の予想平均である17.5万人増は下回ったものの、概ね予想の範囲内として市場には安心感を招いた。内訳では、製造業で前月比+0.3万人増と小幅ながら4ヵ月ぶりに増加に転じた他、サービス部門では同+14.4万人増と前月の+13.7万人増を上回った。サービス業の業種別では、人材派遣業で2.34万人増、ヘルスケア・介護等で3.55万人増となった半面、小売業では1.96万人減となった。なお、2004年の雇用増は223万人、月平均では18.6万人となった(図表8)。

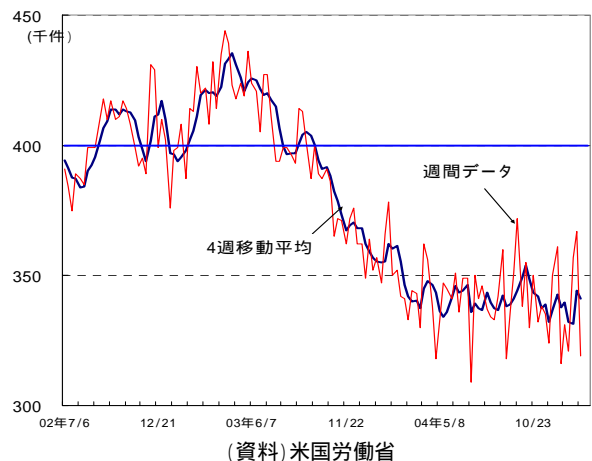
一方、12月の失業率は5.4%と前月と同値で、8月に5.4%をつけた後は、ほぼ横這いの推移を見せている。雇用状況が好転する中、新規の参入者の増加により、雇用増の中で失業率の回復は足踏みを続けている。

なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は31.9万件(1/19発表分)と前週比では4.8万件の減少となった。週毎の振れが大きいものの、雇用状況の改善の分かれ目とされる40万件を大幅に下回り、4週移動平均は34.1万件と35万件を下回る推移が続くなど、雇用が回復方向にあることを示している(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)

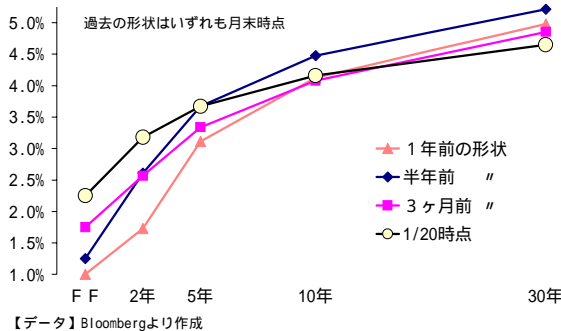
### 最近の米国金融市場の動き

12/3に発表された雇用統計が市場の期待を裏切る結果に終わったことから、米国金融市場では12月上旬にかけて長期金利が急速に低下した。その後、相次ぐ大型企業合併などを好感した株式市場が上昇の度合いを強めたこと、クリスマス商戦が終盤に盛り返したこと、年初(1/4)に公表されたFOMC(連邦公開市場委員会)の議事録で、インフレを警戒する意見がFRB内部で見られたことなどを受け、年末から年始にかけて、10年国債利回りは4.3%前後まで上昇した。しかし、利上げテンポ加速への懸念や市場の期待を下回った一部企業の業績などを背景に、年明け以降の株式市場が軟調推移となったことから、長期金利の上昇は持続せず、10年国債利回りは4.2%前後で一進一退の動きを続けている。

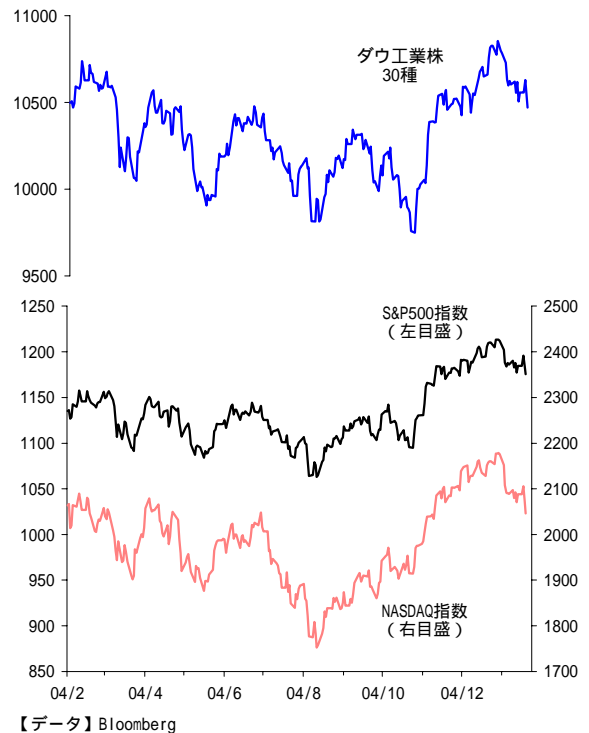
### 外部要因や構造要因からインフレを警戒し始めたFRB

1/4に公表された12月開催分のFOMCの議事録の中で、FRBは、コンセンサスとしては引き続きインフレリスクが抑制されているとの判断を下したものの、参加者の一部からは、潜在的なインフレを警戒する発言が見られた。年明け以降のFRB関係者の発言でも、今後とも利上げを続ける必要性に言及したコメントがいくつか聞かれた。これらを受けて、債券市場では、これまでの市場

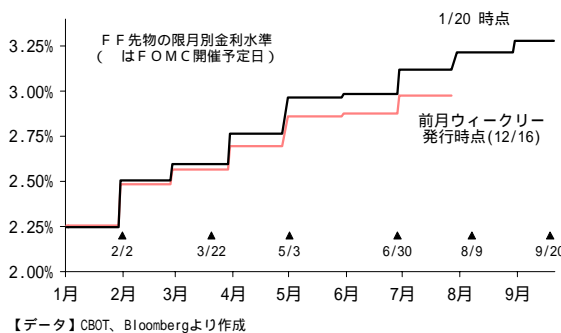
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観



のコンセンサスよりもFRBが引締め方向に金融政策の舵を切るのではないかと、この思惑がやや強まった。

FOMCで一部参加者がインフレを警戒した根拠として、ドル安、エネルギー価格の高止まり、生産性の鈍化の3点を挙げている。また、今後とも以前の水準まで労働参加率が回復しないとすれば、それは潜在成長力の低下を示唆しており、そういった状況下で雇用者数の増加が続けば、米国経済の需給ギャップが予想以上に縮小してくる可能性がある点についても、FOMCで議論されている。すなわち、議事録から判断する限り、必ずしも「米国経済の強さ」に起因したインフレリスクではなく、外部要因や構造要因に基づいたものであることが確認できよう。

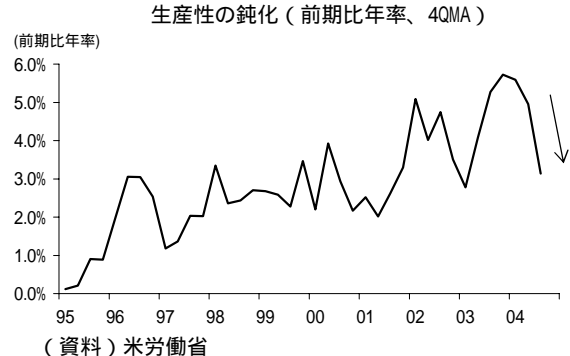
こうしたFRB関係者による一連の発言を背景に、米国金融市場が利上げに対する警戒の度合いをやや強めたのは、前述の通りである。にもかかわらず、FOMC議事録公表直後に株価が下落したのを除けば、市場に特段大きな混乱は生じていない。とりわけ、債券市場では、長期金利が低位で安定し、各種スプレッドの縮小が進むとともに、市場心理の不安の度合いを示す、オプション市場のインプライド・ボラティリティーが低水準で推移を続けるなど、利上げを含むリスク要因に対し、投資家の不安心理が皆無に近い状況となっていることが見てとれる。

このように、利上げが続く中でも意外なほどまでに良好な状態を維持している最近の市場環境についても、FRBはFOMCの場で議論している。議事録内では、長期金利の上昇が抑制され、長短スプレッドの縮小が進んでいるのは、市場が将来の景気減速を見込んでいる可能性がある点、また、信用スプレッドの縮小・M&Aの活発化・一部投機資金の住宅市場への流入などから、緩和政策によってもたらされた過剰流動性が、投資家による過度のリスクテイクにつながっている点が指摘されている。

事実、先月の当レターでも触れたとおり、緩やかな金利上昇期待、信用スプレッドの縮小、ヘッジファンドの勢力拡大など、いくつかの点において、現状の債券市場が1997-98年にかけて見られた相場過熱期に類似した状態にあることが見受けられる。

FRBは、12月にFFレートを2.25%に引き上げた後も、政策金利がまだ中立的な水準を下回っ

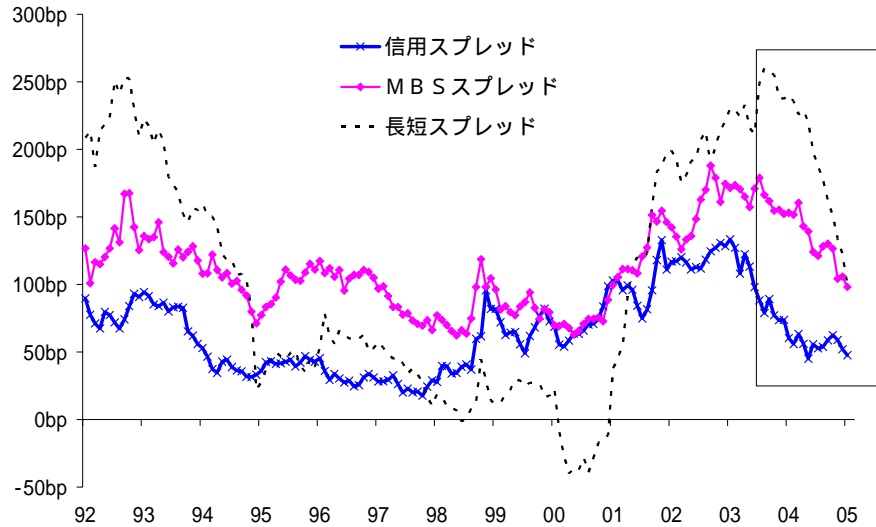
12月のFOMCで取り上げられたインフレリスクに関する3つの要素





ているとの認識を持っている。しかし、インフレを警戒するあまり、過度に引締め方向に舵を切り過ぎると、現時点では皆無に近い状態にある投資家の不安心理が一気に高まり、金融市場に混乱をもたらすきっかけとなる可能性も否定できない。そのような点を勘案すると、外部要因や構造要因からインフレへの警戒を高めつつも、FRBの金融政策運営には今暫くの間、慎重さが求め続けられることとなろう。

各種スプレッドの縮小が一段と進む米国債券市場



- ・信用スプレッドには、残存5年Baa2インダストリアル社債と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。
- ・長短スプレッドには、2年国債と10年国債の利回り格差を使用。

(資料) Bloombergより作成