

# 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 ~ 気掛かりなインフレリスクの再燃

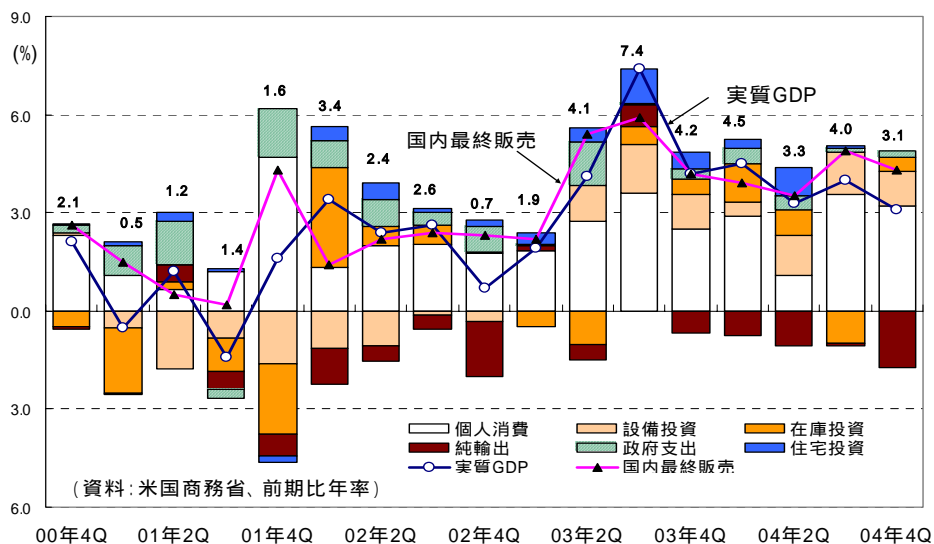
### < 米国経済の動き >

1. 米国経済は概ね堅調な推移を続けている。10-12月期GDPは、貿易赤字の拡大が影響して3%台に低下したものの、内需は堅調であることを示したし、1月は弱めの経済指標が散見されるものの、景気持続を懸念するほどではない。このため、市場では、インフレリスクを気にし始めている。国際商品の値上がりは、中間財の物価では一部顕在化しており、今後は、最終財や消費者物価への波及が注視されることとなろう。

### < 米国金融市場の動き >

1. FRBが利上げの開始を示唆し始めた昨年央の段階で、長期金利が将来の金利上昇を過度に織込み過ぎた分、実際に利上げが行われる過程で、高過ぎた長期金利水準に下方修正の動きがあっても、何ら不思議ではなかった。
2. しかし、この1年間イールドカーブがフラット化を続けた結果、長短スプレッドは過去の平均的水準をも下回り始めている。したがって、今後とも暫く利上げ政策の継続が予想される中で、これ以上長期金利の下振れを正当化するのは困難であろう。

米国GDPの寄与度内訳 ~ 貿易赤字増に抑えられた10-12月期成長率



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)

(景気の概況)

### 10-12 月期成長率は、年率 3% 台に低下

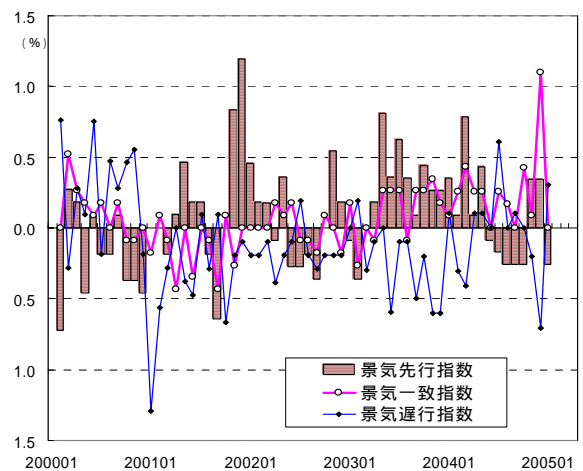
#### ～ 内需は堅調ながら、純輸出のマイナス拡大が低下の主要因

10-12 月期の実質 GDP は、1/28 発表の暫定速報値では 3.1% (前期比年率、以下同じ) と 7-9 月期 4.0% から低下し、市場の予測 (3.5% 程度) も下回った。伸び率低下の主因は、純輸出のマイナス拡大で、寄与度では 1.73% に達する。輸入の急増に加え、輸出が減少に転じたことが赤字拡大を加速した。ただし、成長率は低下したが内需は堅調だ。個人消費は 12 月の自動車販売の急増を映じて 4.6% と強く、設備投資も 10.3% と 3 四半期連続で二桁の伸びを見せた。GDP から在庫と純輸出を除いた国内最終販売は、4.3% と 2004 年中では 7-9 月期の 4.9% に次ぐ高水準にある (GDP の推移は前頁に掲載)。

一方、外需は 10-12 月期の成長率低下要因となり、貿易赤字の拡大に改めて目が向けられた。景気が回復しても輸入に頼っている成長率は伸びないし、そうした状況がいつまでも持続できるわけではない。最近、ブッシュ大統領やグリーンズパン議長のスピーチの中に財政赤字と並んで経常赤字への対応が言及されることが増えたのも、こうした状況を踏まえたものと言えよう。なお、その後発表された貿易統計では、過去最大となった 11 月の赤字額が 593 億ドル (当初発表では 603 億ドル) に下方修正され、12 月の貿易赤字も 564 億ドルと前月より縮小した。こうしたこともあって、2/25 発表の GDP 改定値の市場予想では、上方改定 (3.7% 程度) が見込まれている。

さて、1 月景気先行指数は前月比 0.3% 減となり、2 ヶ月連続での上昇後、再び減少に転じた。一致指数も前月の 1.1% 増から横這いへと急低下した。単月の下落であり、これを元に先行きを懸念する見方は少ないが、発表元のコンファレンスボードでは「2005 年の経済は、拡大しているものの、力強いというよりは、ムラのある動きをしているようだ」とコメントしている (図表 1)。

(図表 1) 米国：景気先行指数の推移



(資料) コンファレンスボード

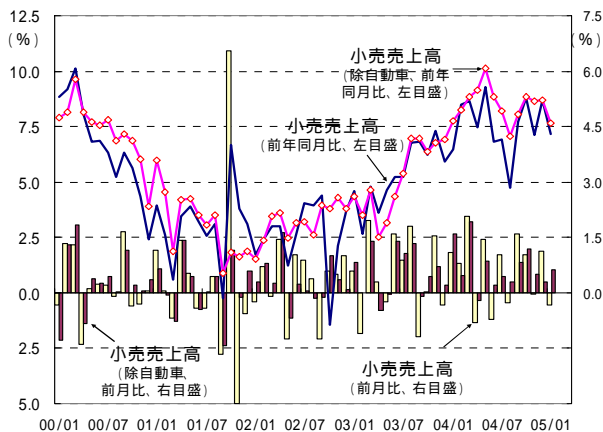
(消費の動向)

**1月小売売上高は、自動車販売の低下により下落**

1月の小売売上高は前月比 0.3%減となったが、これは自動車販売(同 3.3%減)の低下によるところが大きく、自動車を除く<sup>レ</sup>ースでは同+0.6%増と堅調な動きを示した。業種別でも、自動車販売以外では増加を見せる業種が多く、衣料品等(同+1.8%増)、ガソリン(同+1.8%増)、総合小売店(同+0.9%増)、飲食店(同+0.7%増)等の上昇率が高かった。なお、前年同月比<sup>レ</sup>ースでは7.2%増(自動車除きでは同7.6%増)と12月の同8.7%増(自動車除きでも同8.7%増)からやや低下している(図表2)。

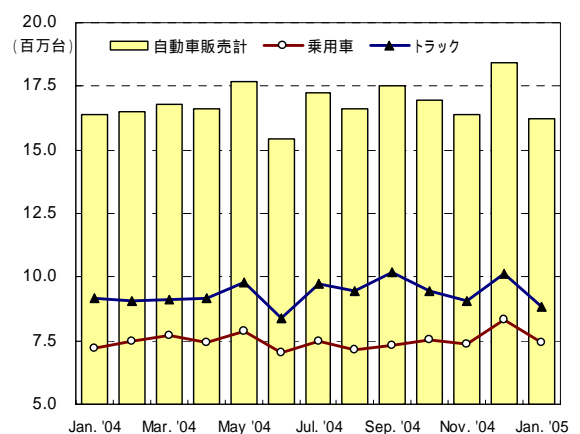
1月の小売統計に大きな影響を与えた自動車販売を台数<sup>レ</sup>ースで見ると、1622万台(オート<sup>レ</sup>ータ社、年率換算)と前月(同1840万台)から急減している。ただし、これは前月が高水準であった反動減とも見られ、今後の自動車販売の月別動向は、引き続き大手自動車メーカーの販売政策に左右される動きとなりそうだ(図表3)。

(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) オート<sup>レ</sup>ータ社、季節調整済み年率

(景況感)

**消費者マインド指数、ISM指数とも低下**

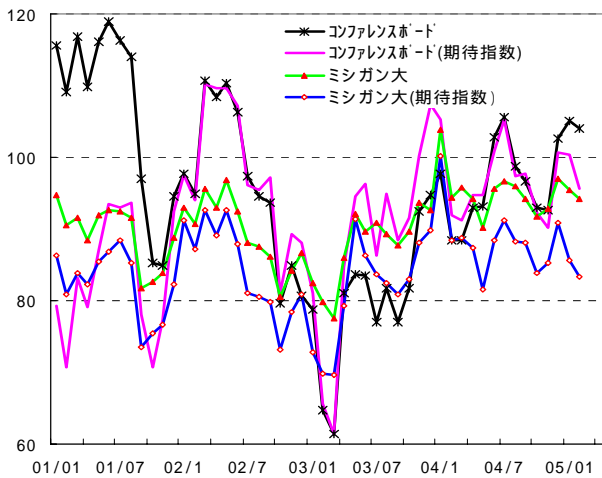
2月ミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は94.2(1月は95.5)と2ヵ月連続の低下となった。現況指数が110.9と高水準で横這いとなったのに対し、期待指数が83.4(1月は85.7)と悪化し、指数を押し下げた。1月雇用者増が予想を下回り、一般教書演説等で年金改革が提案されたこと等が、先行きの消費者マインドを悪化させたものと思われる。また、2月コンファレンスボード消費者信頼感指数も、104.0(1月は105.1)と下落を示した。現況指数が上昇(112.1 116.4)する中、ミシガン大学指数と同様に期待指数が低下(100.4 95.7)して指数全体を引下げた(図表4)。

企業のセンチメントを示すISM指数では、製造業指数で12月57.3から1月56.4へ0.9減、2ヵ月連続の減少となった。内訳では、生産指数(56.7 57.8)、雇用指数(53.3 58.1)等

が上昇した半面、新規受注指数（62.6 56.5）の急低下が目立った。非製造業（事業活動指数）では、12月63.9から1月59.2へと減少した。多くの指数が減少を見せたが、中でも受注残指数（前月比 8.5）、在庫指数（同 6.5）等の下落が大きかった(図表5)。

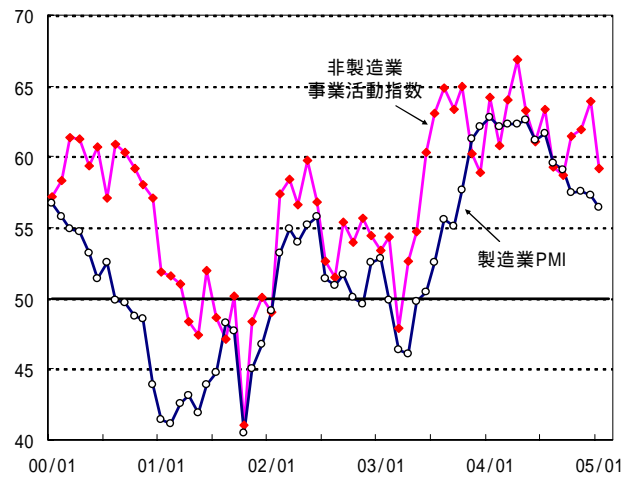
なお、製造業・非製造業指数とも最近の下落により60を割り込んだが、各々の景気拡大の分かれ目とされる50については、製造業指数では20ヵ月、非製造業事業活動指数では、22ヵ月連続で上回っており、景気堅調の見方は維持されている。しかし、特に製造業では、最近の低下で、2003年9月の水準にまで低下しており、昨年と比べての減速感は否めない状況となっている。

(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

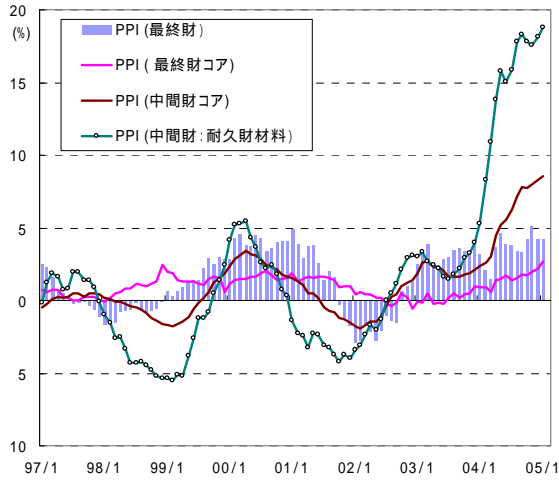
(物価の動向)

**消費者物価の小幅な伸びが、インフレ懸念を先送り**

1月のPPI(生産者物価)は、前月比+0.3%上昇に留まったが、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数では、前月比+0.8%の急上昇となった。コア指数は、単月の上昇幅としては98年12月以来の大きさであり、前年同月比でも2.7%と95年11月以来の伸びとなったため、市場のインフレ懸念を高め、長期金利の上昇をもたらした。しかし、その後発表されたCPI(消費者物価)は前月比+0.1%の上昇、コア指数でも同+0.2%の上昇に留まり、市場のインフレ懸念はひとまず沈静化したかたちとなっている(図表6・7)。

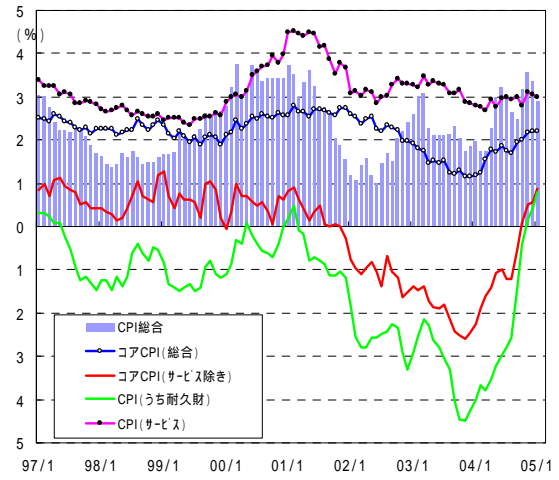
最近の物価動向については、PPI・CPIとも原油価格の乱高下によって振れる状況を見せているが、コア指数を前年同月比ベースで見るといずれも1年以上にわたって上昇傾向にある。特にPPIでは原油に加えて国際的な鉄鋼等の値上がりもあって、中間財の耐久財原料等で値上がりが大きくなっている。最終財については値上げを抑制しているものと見られるが、景気堅調が持続すれば、最終財PPIやCPIへの波及が、より明確になってくる可能性は強いと思われる。

(図表 6)生産者物価の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省

(図表 7)消費者物価の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省

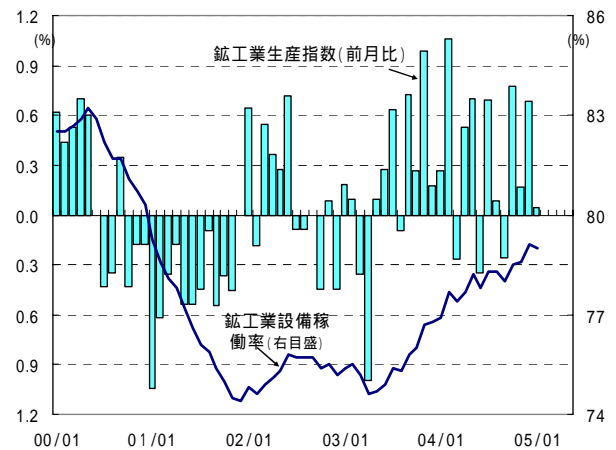
(生産部門・雇用の動向)

**鉱工業生産・設備稼働率は足踏み状態**

1月の鉱工業生産指数は前月比横這い(12月は+0.7%増)となった。製造業は前月比+0.4%増と増加したが、平年に比べて温暖な気候が影響し、電力・ガス等が同3.0%減と減少した。主要業種では、自動車産業が同1.9%減となったが、ハイテク産業は、同+1.5%増と増加を続けており、前年同月比では18.1%の高い伸びとなっている。

1月設備稼働率は79.0%と前月(79.1%)から低下した。製造業は78.0%と前月から+0.3%ポイント増加したが、電力・ガス等は83.5%と同2.7%ポイント減少した。また、長期的な過去の平均稼働率水準(1972~2004年の平均81.0%)には、なお大きな隔りがある(図表8)。

(図表 8)米国：鉱工業生産・稼働率の推移



(資料) FRB

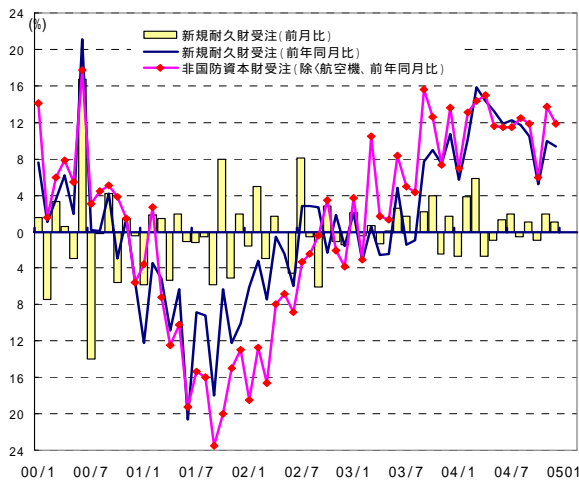
**12月の製造業受注は続伸、在庫率は底這い持続**

12月製造業の新規受注は前月比+0.3%増(11月は同+1.4%増)と4ヵ月連続の増加となった。そのうち耐久財は同+1.1%増(11月は同+2.0%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+2.1%増(11月+1.2%増)となった。設備投資減税の拡大措置が昨年末で期限切れとなるため、受注の低下が懸念されたが、その影響は殆ど表れなかった。主要業種別では、コンピュータ・電子機器が同+6.8%増、一般機械が同+3.6%増となったが、輸送機器

は同 2.1%減と減少した。なお、前年同月比では、耐久財受注は+9.3%増、非国防資本財受注（除く航空機）は+11.9%増と二桁の伸びを維持している（図表 9）。

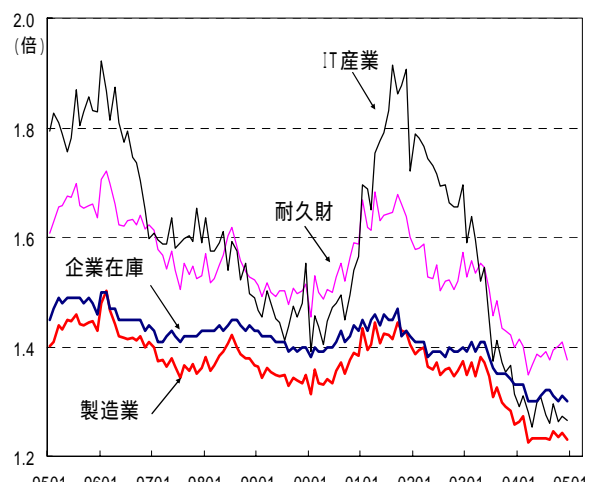
12月製造業の在庫は、前月比 0.1%減（11月は+1.0%増）と2003/11月以来の減少となった。一方、12月の出荷は前月比 0.9%増と伸張したため、製造業の在庫/出荷比率は1.23倍と11月の1.24倍から下押し、記録的な低水準で底這いの状況が続いている。こうした在庫比率の低下は、リセッション期に急増したIT産業等の在庫率が、その後、急速な低下を見せていることが大きい（図表 10）。

（図表 9）米国：新規耐久財受注の推移



（資料）米国商務省

（図表 10）米国：在庫/出荷比率の推移

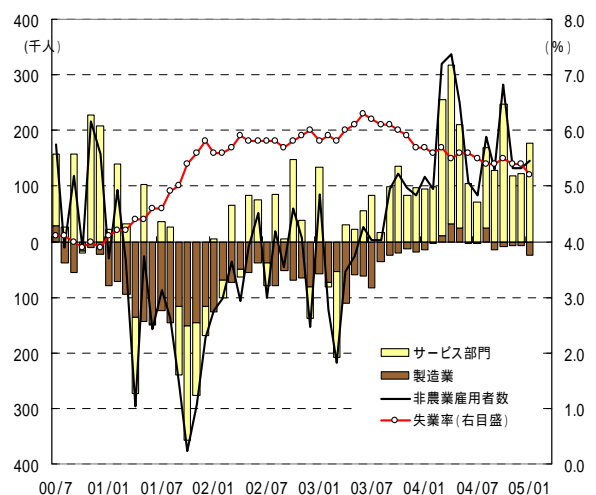


（資料）米国商務省

### 1月雇用者増は予想を下回るも、失業率は2001年9月以来の低水準に

1月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+14.6万人増と事前の予想17-18万人増を下回り、12月についても13.3万人増（前回発表では15.7万人増）と下方修正された。1月統計の内訳を見ると、製造業で同 2.5万人減と5ヵ月連続の減少となったが、サービス部門では同+17.7万人増と2003年4月以降増加を続けている。サービス部門の内訳では、人材派遣業（同+2.1万人増）飲食店（同+2.5万人増）教育（同+1.6万人増）ヘルスケア（同+1.5万人増）等での増加が大きかった。また、失業率は5.2%と前月より0.2%ポイント低下し、2001年9月以来の低水準となった。なお、2月雇用増については、+22.5万人増（2/24現在、Bloomberg社調査）と4ヵ月ぶりの20万人台が予想されている（図表 11）。

（図表 11）米国：雇用状況の推移（前月比）



（資料）米国労働省

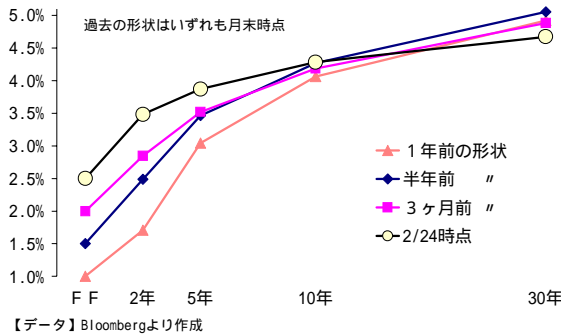
## < 米国金融市場の動き >

(担当: 熊谷)

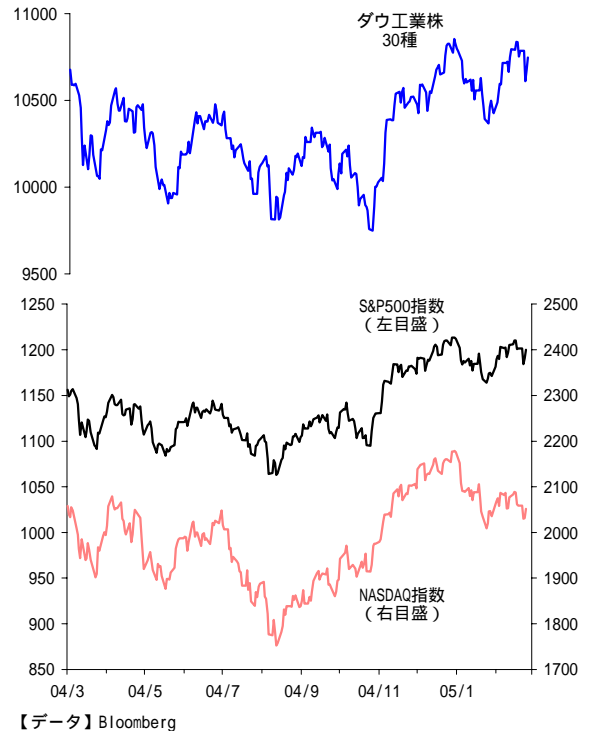
### 最近の米国金融市場の動き

大型のM&Aが相次いだことや、イラクで国民議会選挙(1/30)が無事に実施されたことなどを好感しながら株価が上昇する中、債券市場では、一般教書演説(2/2)や雇用統計(2/4)などの重要なイベントを2月初に控え、長期金利(10年国債利回り)が暫く4.1~4.2%のレンジで神経質な動きを続けた。その後、一般教書演説や予算教書(2/7)には、特段大きな反応を示さなかったものの、雇用統計で示された雇用者数の増加が市場予想を下回る結果にとどまったのを受け、長期金利は次第に低下の度合いを強めた。そして、2/9にグイン地区連銀総裁が、将来的なFRBの利上げ休止を示唆するような発言を行うと、10年国債利回りが一時4%を割り込んだ。しかし、12月分の米貿易赤字(2/10)が市場予想を下回ったことで、既に速報値が発表されている昨年4QのGDPが上方修正されるとの期待が高まるとともに、10年国債入札(2/10)が不調に終わると、長期金利は上昇に転じた。さらに、2/10に発表されたPPI(生産者物価指数)が大幅に上昇したため、インフレ懸念の高まりから10年国債利回りは4.2%台後半まで上昇した。

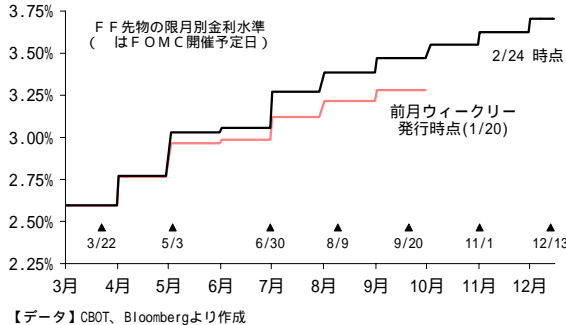
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観



## 議会証言で「謎」と評された最近の長期金利低下

2/16、17に開催された議会証言において、FRBのグリーンズパン議長は、利上げ局面にあるにもかかわらず、長期金利が下振れ傾向にある現状について、「Conundrum = 謎」と表現した。

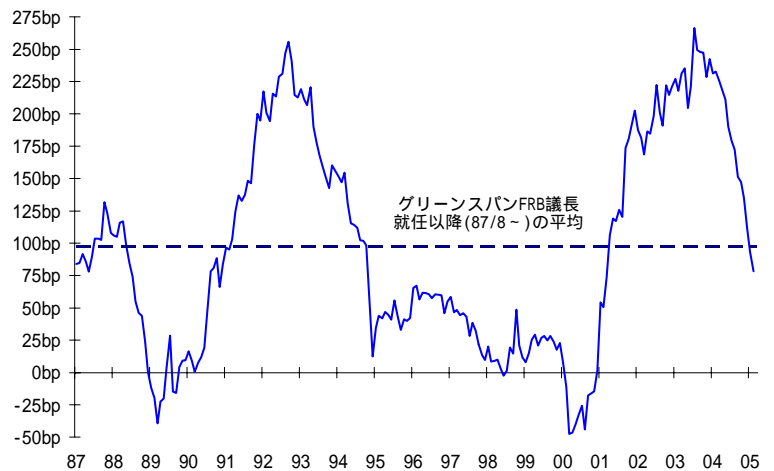
グリーンズパン議長は、最近の長期金利の下振れの背景として、市場参加者の期待成長率が低下している可能性、米国外資金による米国債購入の増加が長期金利を押し下げている可能性、MBS（モーゲージ債）運用の拡大に伴うデュレーション調整の必要性の高まりが、投資家の長期債買いにつながっている可能性、世界経済の供給力増大に伴うインフレ期待の低減が、米国のみならず先進各国の長期金利低下につながっている可能性、などを挙げた。

しかし、これら要因はいずれも目新しい要因ではないことから、今回の事象を説明するには力不足である。そのため、同議長は低水準で推移を続ける長期金利の現状を前向きに評価するのではなく、むしろ、前述の通り「謎」と評することで、やや当惑していることを印象付けた。実際、利上げ局面にもかかわらず、長期金利が低水準での推移を続け、利回りの低下すら見られる点は、FRBにとって見れば、自らの引締め政策の実体経済への波及効果を限定的なものにとどめることから、必ずしも望ましいと考えているわけではないだろう。

2/16、17の議会証言を含め、これまでも複数の関係者が指摘している通り、FRBは政策金利が依然として米景気に対し「緩和的な水準にある」との認識を持っている。長期債よりも短期債の方が金融政策の変化に対して、より大きく反応する分、利上げ局面では、短期債の利回りが長期債よりも上昇することで、イールドカーブが「ベアフラット化」を遂げるのは、ごく一般的な事象である。したがって、今後とも暫くの間、FRBが利上げを続けると思われる中においては、イールドカーブがフラットな形状を維持し続ける可能性が高い。

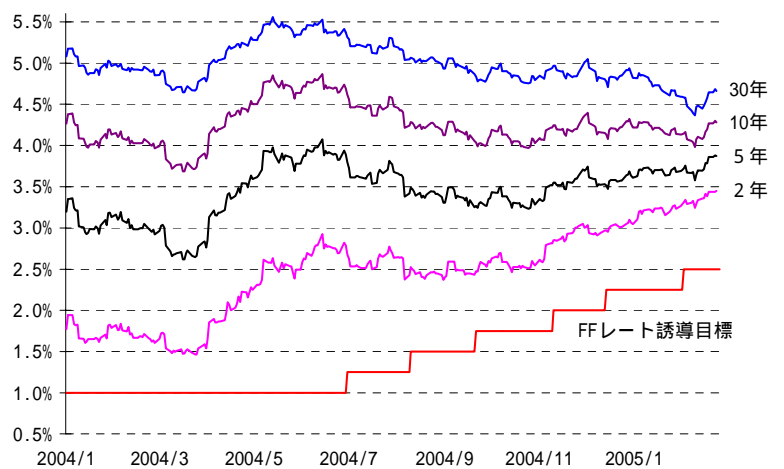
しかし、利上げに逆行しながら長期金利が低下するといった「ブルフラット化」の進行は、利上げが最終

長短スプレッドの推移（2-10年国債利回り）



(資料) Bloomberg

年限毎に見た利上げ開始後の国債利回りの推移



(資料) FRB





局面に入り、景気減速が見込まれない限り、理解をするのが難しい。

勿論、2004年央にFRBが利上げ開始を示唆し始めた段階で、長期金利が将来の金利上昇を過度に織込み過ぎた分、実際に利上げが慎重なスタンスで続けられる過程で、高すぎた長期金利の水準に下方修正の動きがあっても、何ら不思議ではなかった。しかし、この1年間イールドカーブがフラット化を続けた結果、長短スプレッドが過去の平均的な水準をも下回り始めている。こうした中においては、これ以上長期金利の下振れを伴いながらイールドカーブがフラット化を続けることは、相当割高な状態になる水準まで長期債の利回りが低下することを意味している。

多額の経常収支赤字に対するファイナンスリスクが顕在化したり、インフレリスクが急激に高まったりしない限り、FRBは慎重なスタンスを維持しながら利上げを続けよう。そのような環境のもとでは、長期金利が大幅に上振れるリスクは引き続き小さい。しかし、ここまで述べてきたように、今後とも暫く利上げ政策の継続が予想される中で、これ以上長期金利が下振れるのを正当化するのは、困難になりつつある。今後、長期金利が一段と下振れるには、利上げの打ち止め感が台頭するなど、短期金利の上昇が一服する必要があると思われる。したがって、グリーンSPAN議長が述べた「謎」は、今後次第に解消に向かう可能性が高い。