

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

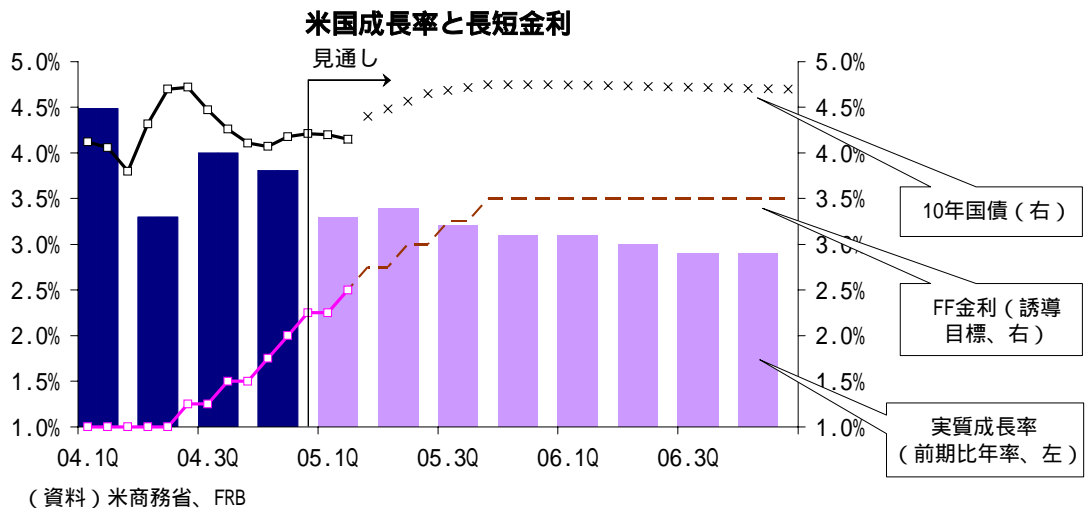
2005・2006年米国経済・金融見通し～景気は緩やかに減速

< 米国経済見通し >

1. 足下の景気は堅調な推移を見せているものの、2005年の経済環境を2004年と比較すると、主要な需要項目には抑制要因が多い半面、景気刺激要因は乏しい状況にある。ただし、雇用状況の回復から、所得増による消費下支えが期待でき、自律的な成長が維持されよう。また、インフレリスクの高まりから、FRBの舵取りが一段と注目を集めよう。景気は緩やかな減速にとどまり、2005年の成長率は3.5%と見込まれる。

< 今後の米国金融市場 >

1. 米長期金利の下振れ余地が目先狭まった可能性はあるものの、長期金利の想定フェアバリューについては、前回見通し(12/17)で示した「10年国債利回りを見て4%台にとどまる」との見方を維持することとする。
2. 多額の経常赤字をファイナンスする必要がある米国にとって、資金逃避につながり得るような米金融市場の不安定化は、できる限り避けたいことから、FRBはこれまで通り「慎重なスタンス」を演出し、市場の安定を保持しながら今暫く利上げを続けよう。



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

< 米国経済見通し >

(担当：土肥原)

〔見通しの概要〕～成長率は緩やかに減速へ

足下の景気は堅調な推移が続いている。10-12 月期成長率が 3.8% (前期比年率) と 0.7% 幅の上方修正となった後、2 月雇用者も 26.2 万人増と昨年 10 月以来の増加を見せた。しかし、これで、先行きの米景気を取り巻く懸念が払拭されたわけではない。

個人消費については、政策効果剥落の中、原油・ガソリン価格の再騰、利上げ政策の加速懸念等が、先行きに影を落としており、自動車販売ではインセンティブ販売への依存度を強めている。雇用増に期待したいところであるが、製造業の雇用ではリセッション以降に失われた分は未だ回復を見せていない。

一方、設備投資は、昨年の 4 - 6 月期以降、二桁の高水準の伸びを続け、今年に入っても設備投資の先行指標とされる航空機除きの非国防資本財受注は堅調な推移を見せている。ただし、設備投資のボーナス減税が昨年末で期限切れとなること、IT 投資にこれまでほどの伸びを期待しにくいこと、生産・稼働率の上昇ペースが緩慢なこと等から、昨年よりペースダウンが予想される。在庫投資は、在庫/売上水準が低く、積み増しスタンスが持続すると見られ、景気の足を引っ張るような動きとはならないだろう。

原油価格の再騰は、ガソリン価格の上昇を招き消費に悪影響を及ぼすことが懸念されるが、その他の国際商品についても、ドル安の進展の中、投機資金の流入もあって値上がりが顕著である。既に、生産部門における中間財物価の上昇をもたらしていることから、今後は、最終財への波及が懸念される。また、こうしたインフレリスクが現実のものとなれば、これまでのところは穏やかな動きを見せている長期金利の一段高もありえよう。

このため、今年の米国経済では、迫り来るインフレリスクの中で景気との折り合いをどうつけるのか、FRB の舵取りが注目を集めることとなろう。FRB は、今後も小幅の利上げスタンスを持続する意向であり、景気への配慮を見せている。しかし、市場は、利上げスタンスの加速を懸念しており、そうした懸念が現実化する局面では、景気に急ブレーキがかかる事態は否定し得ない。

上記により、2005 年については 3.5%、2006 年は 3.1% と 2004 年の 4.4% をピークに次第に成長率が低下していく見通しである(図表 1)。

(図表1) 米国経済の見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2004年		2005年				2006年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	4.4	3.5	3.1	4.0	3.8	3.3	3.4	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9
個人消費	"、%	3.8	3.5	2.9	5.1	4.2	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8
設備投資	"、%	10.6	9.6	6.7	13.0	14.0	6.1	8.8	8.1	7.2	6.2	6.1	5.7	5.7
在庫投資	寄与度	0.5	0.1	0.0	1.0	0.6	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
純輸出	寄与度	0.6	0.5	0.1	0.1	1.4	0.3	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2
消費者物価	前年同期比、%	2.7	2.4	2.0	2.7	3.4	3.0	2.3	2.4	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1
失業率	平均、%	5.5	5.2	5.1	5.4	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1

(資料)実績は米国商務省、労働省。

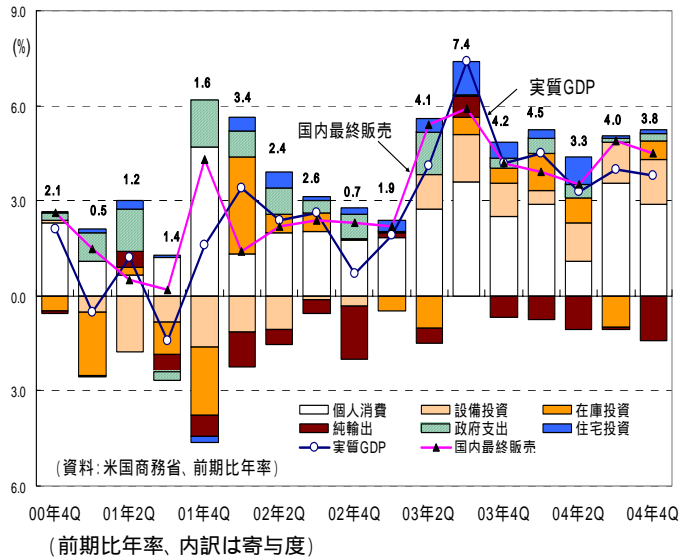
〔最近の景気動向〕

10-12 月期 GDP は、大幅上方修正

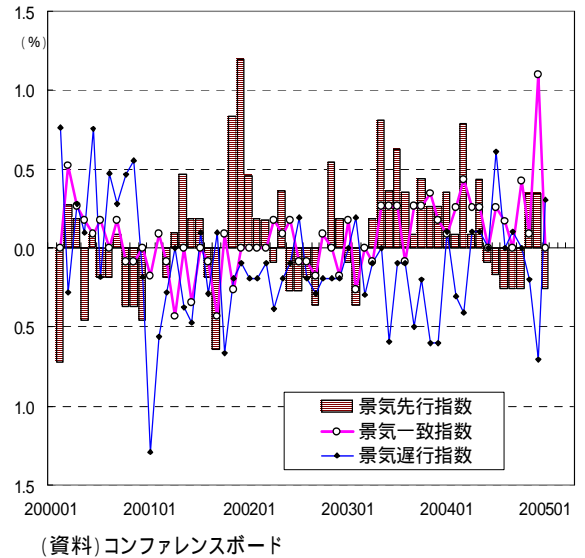
2/25 発表の 10-12 月期成長率は 3.8% (前期比年率、以下同じ) と 0.7% 幅の上方改定となった。個人消費については、下方修正 (4.6% → 4.2%) されたものの、4% 台を維持し、堅調推移に変わりはない。また、設備投資は大幅に上方修正 (10.3% → 14.0%) され、純輸出は輸出の増額修正が大きく、寄与度のマイナス幅を縮小した (1.7% → 1.4%)。このため、GDP から在庫と純輸出を除いた国内最終販売も上方修正 (4.3% → 4.5%) され、内需の堅調を示した形である(図表 2)。

1 月景気先行指数は前月比 0.3% 減と、2 ヶ月連続での上昇後、再び減少に転じた。これをもとに景気の先行きを懸念する見方は少ないが、方向感の乏しい動きであることは否めない。なお、3/18 発表の 2 月景気先行指数の市場予想は前月比 +0.1% 増の反転予想となっている(図表 3)。

(図表 2) 実質 GDP の寄与度別内訳と推移



(図表 3) 米国：景気先行指数の推移



〔消費支出の動向〕

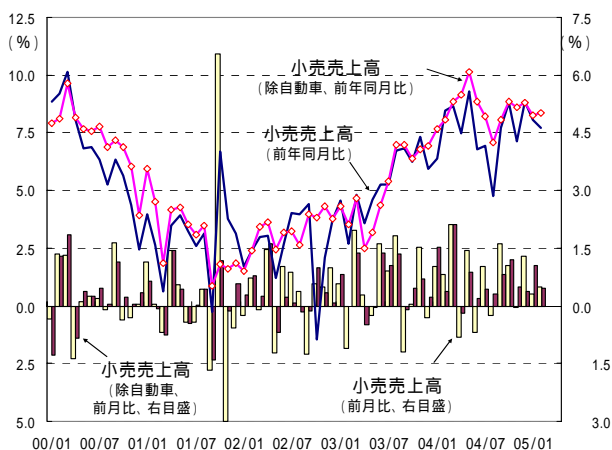
消費支出は底堅い動き

消費は、雇用増・所得増加を背景に、堅調さを保っている。また、大手自動車メーカーのインセンティブ販売や、長期金利の上昇が緩慢で根強い住宅需要と住宅関連の消費が持続していること等も堅調要因と言えよう。ただし、原油・ガソリン価格の再騰、利上げの持続、等を考慮すれば、今後は、伸びを鈍化させていくと見られる。

さて、2月の小売売上高統計は、前月比+0.5%増、自動車除きでは同+0.4%増となった。市場予想(同+0.6%増)を若干下回ったものの、1月が上方修正(同-0.3%減+0.3%増)されたこともあり、堅調な内容と受け止められている。業種別では、建築資材が同-1.3%減と減少したのを除けば、殆どの業種で増加を見せており、特に、電気製品+1.6%増、飲食店+1.2%増、衣料品等+1.1%増、等の伸びが高かった。なお、前年同月比ベースの小売売上高は+7.7%増、自動車除きでは+8.4%増と堅調な推移を継続している(図表4)。

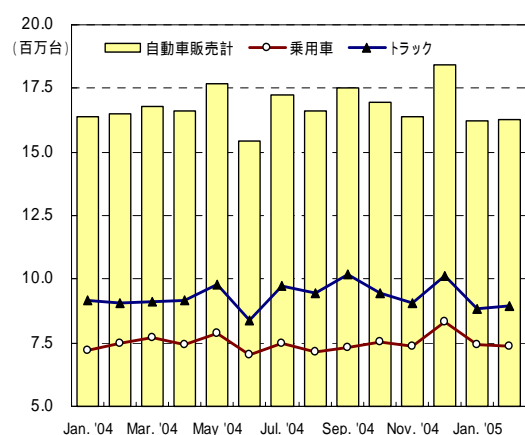
12月の急増により、10-12月期GDP個人消費の押し上げに貢献した自動車販売は、1月は1622万台(年率、オートデータ社調べ)、2月は1630万台と不冴えな状況となった。販売が減少したGM・フォード社等では、生産減の一方、インセンティブ販売の継続または拡大を表明した。なお、クライスラー社等では販売増を達成しており、自動車業界全体が冷え込んだわけではないものの、大手メーカーの生産減を考慮すれば、今後、あまり多くを期待できる状況にはない(図表5)。

(図表4)小売売上高の推移



(資料)米商務省

(図表5)自動車販売の推移



(資料)オートデータ社

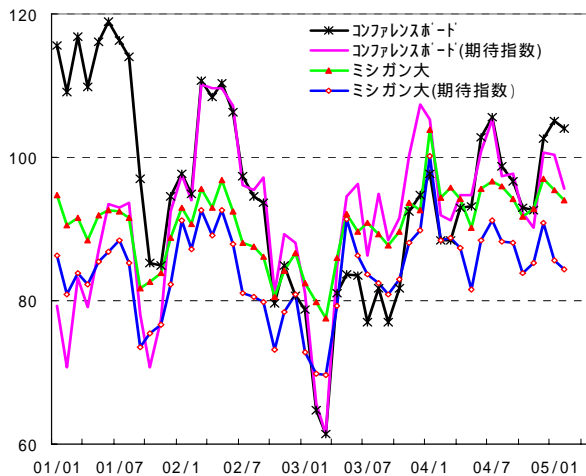
消費者マインドは低下、賃金所得が回復

2月のミシガン大学消費者マインド指数(確報値)は、94.1と1月95.5から低下した。内訳では、現況指数が109.2(1月110.9)、期待指数が84.4(1月85.7)といずれも下落している。ガソリン価格の上昇と社会保障改革の論争が消費マインドに影を投げかけたと思われる(図表6)。

1月の個人消費は前月比横ばいと12月の0.8%増から低下したが、自動車販売の鈍化の影響が大きかった。前年同月比ベースでも、5.7%と伸び率を低下させた。2001年のリセッション以降、消費は、減税効果により賃金所得を上回る可処分所得の伸びに支えられていたが、最近では、減税効果の剥落の一方、雇用の回復もあって賃金所得の伸び率が上昇し、可処分所得の伸びとほぼ同水準になってきた。今後も、雇用増の持続により賃金所得の回復が続くと見られることから、可処分所得も同様の動きが見込まれ、消費を下支えしていくものと思われる。

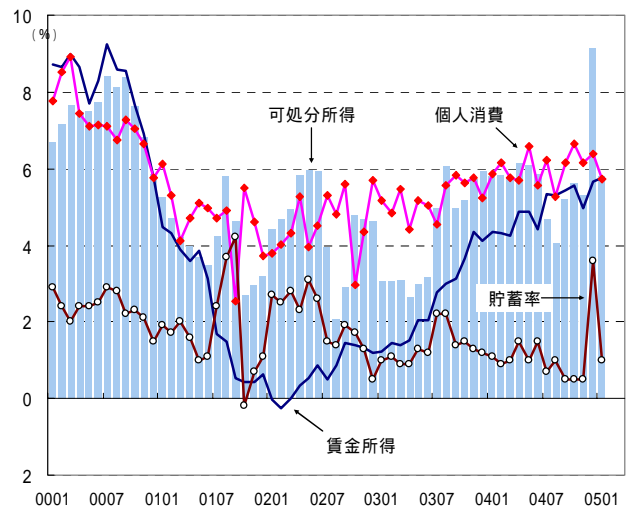
なお、貯蓄率は、可処分所得を上回る消費が続き低下推移を続けてきたが、12月の配当所得の急増により反転した後、1月は1.0%となっている(図表7)。

(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:賃金所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

〔物価の動向〕

インフレ懸念は、2005年を通じて持続

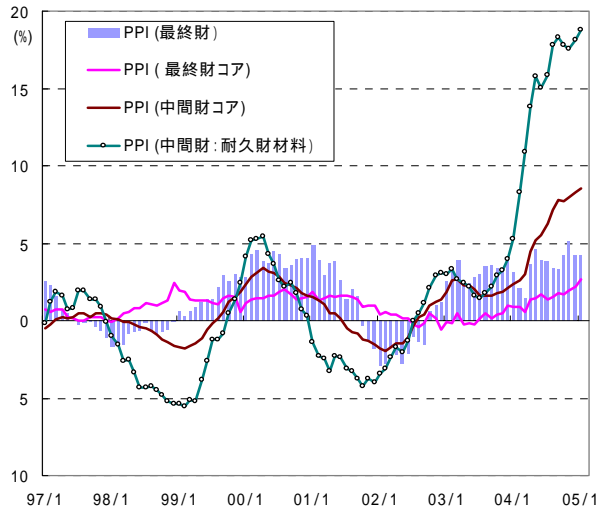
最近の物価動向については、PPI、CPIとも原油価格の乱高下によって振れる状況を見せているが、1月のPPI(生産者物価)は、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数で、前月比+0.8%と単月の上昇幅としては98年12月以来の大きさととなり、市場のインフレ懸念を高め、長期金利を一時上昇させた。

PPI コア指数を前年同月比ベースで見ると1年以上にわたって上昇傾向にあり、原油以外の国際商品の値上がりもあって、PPI 中間財のうち耐久財原料等で値上がりが大きくなっている。PPI 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8)。

CPIについても、最近の原油高に伴って変動の動きを見せるため、最近の原油価格再騰の影響が気掛かりである。エネルギー・食料品除きのコアCPIも、じり高の推移となっている。また、賃金上昇率は、未だ低水準にあるとは言え、後記のように上昇に転じた動きを見せている。こう

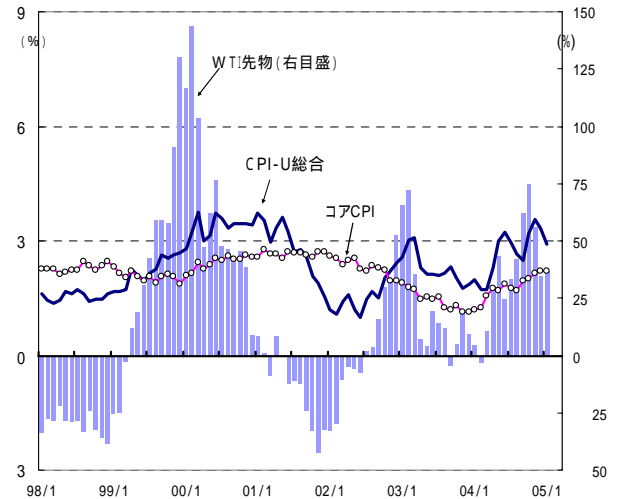
した状況もいずれインフレリスクが顕在化するのではないかと懸念をもたらしており、今後、次第にインフレ懸念が高まる恐れは否定し得ない (図表 9)。

(図表 8)生産者物価の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省

(図表 9)消費者物価・原油価格の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省、他

〔設備投資の動向〕

2005 年の設備投資は、若干減速へ

設備投資は、2004 年 4-6 月期以降、年率で 2 桁の成長が続き、消費と並んで景気を牽引してきたが、2005 年は、やや減速の動きとなる。これまで設備投資を押し上げてきた IT 投資の伸びが低下すると見られ、パソコン出荷や半導体需要についても 2004 年ほどの伸びは期待されていない。税制面でも設備投資に係わる減価償却減税が昨年末で期限切れとなった。ただし、企業収益は好調であり、鉱工業生産・稼働率とも回復を続けるものと見られ、減速といっても一定の伸び率は確保するものと思われる。

生産・設備投資環境を巡る最近の状況に関しては以下の通りである。

I S M 製造業指数が、3 カ月連続の下落

企業のセンチメントを示す I S M 製造業指数(2 月)は 55.3 と前月の 56.4 から 3 カ月連続の下落となった。景況感の分かれ目である 50 は 2003 年 6 月以来上回っているとは言え、現水準は 2003 年 9 月以来の低水準にあり、好調だった 2004 年と較べると減速感は免れない。構成指数では、1 月に急低下した新規受注指数が続落(56.5 55.8)したほか、生産指数(57.8 56.7)、雇用指数(58.1 57.4)等、多くの指数で低下を見せている。

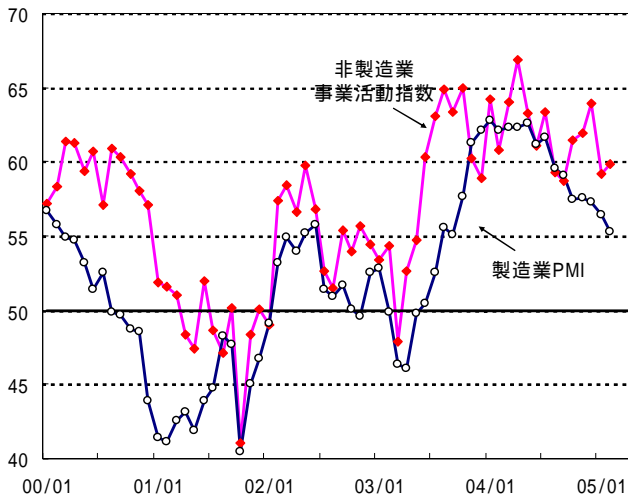
一方、I S M 非製造業指数(事業活動指数)は 59.8(前月 59.2)と上昇したが、連月で 60 台を割り込んだ。ただし、景況感の分かれ目である 50 は 2003 年 4 月以降連続で上回っている。指数別では、特に雇用指数の上昇幅(52.2 59.6)が大きかった。製造業の景況感低下に比し、より堅調な状況にあると言える (図表 10)。

非国防資本財受注（除く航空機）が上伸

1月の新規製造業受注は前月比+0.2%増（12月は同+0.5%）と続伸したが、非耐久財受注の伸び（+1.8%増）によるところが大きく、耐久財受注は前月比 1.3%減（12月同+1.5%増）と前月から反落し、下落幅も昨年4月以来のものとなった。

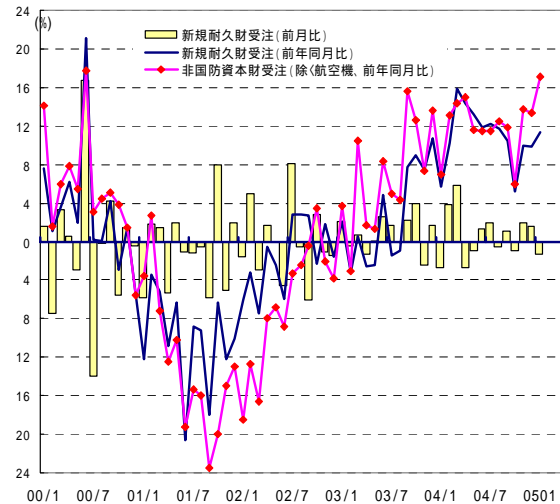
ただし、耐久財受注の低下には民間航空機受注の大幅減（30.5%減）の影響が大きく、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注（除く航空機）は前月比+2.9%増（前月は同+3.4%）と3ヵ月連続で強い伸びを見せ、前年同月比でも+17.1%増（前月は同+13.3%）と2000/6月以来の高い伸びとなった。減価償却減税の期限切れにより、本年入り後の設備投資の反動減が懸念されたが、大幅な鈍化は避けられそうな状況にある（図表11）。

(図表 10) ISM 指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(図表 11) 新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 商務省

生産・稼働率は回復持続

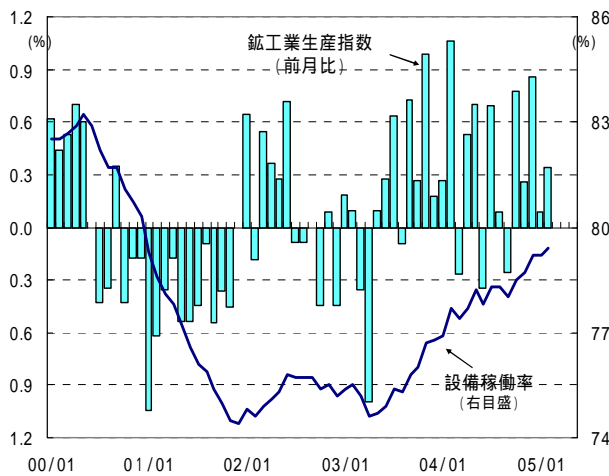
2月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%上昇、小幅ながら5ヵ月連続の上昇となり、生産が回復基調を続けていることを裏付けた。産業別では、自動車（+5.1%）、コンピュータ等電子産業（+1.8%）等の主力産業の伸びが高い半面、電力・天然ガス等（-1.1%）等は減少した（図表12）。

一方、2月の設備稼働率は79.4%と1月の79.2%から上昇したが、依然、過去の長期的な平均水準（1972～2004年の平均81.0%）を下回った。主要業種では、自動車が85.5%（1月は81.5%）と急伸した他、コンピュータ等電子産業も73.3%（1月は72.6%）と続伸した。なお、ハイテク産業の稼働率は、低下の著しかった通信機器が64.0%にまで回復しており、72.0%（1月は71.8%）となっている。

在庫の積み増しには慎重姿勢

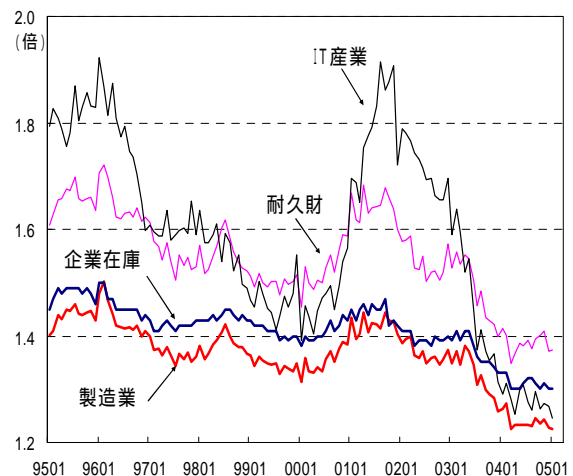
1月の企業在庫は前月比+0.9%増だった。一方、企業売上高も同+0.8%増と好調に推移したため、在庫/売上比率は1.30と変わらず、過去最低水準での底這い状態となっている。前年同月比でも、1月は、企業売上高が11.1%増と伸張する中、在庫は8.6%増に留まっている。また、部門別では、小売業を除いて、製造業・卸売業とも売上の伸びが在庫を上回った。在庫積み増しが持続する中、売上の伸びを上回る程の積み増しには、慎重なスタンスが窺われる(図表13)。

(図表12) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表13) 在庫/売上比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

〔雇用状況〕

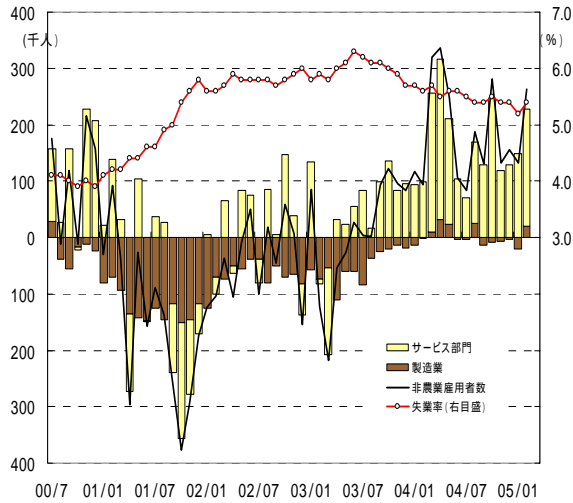
雇用の改善が持続

2月の非農業事業部門の雇用者数は前月比26.2万人増と昨年10月以来の大幅な増加となり、22万人増程度との市場予想を大きく上回った。サービス業が20.7万人の雇用増と大半を占めるが、製造業でも、+2.0万人増と6ヵ月ぶりの増加に転じた。業種別では、サービス業で、一時派遣3.0万人、医療健康2.3万人、飲食店2.7万人等の増加が大きく、製造業では、自動車等運送機器業で1.6万人増と増加を見せた。また、インフレリスクの観点から注目された賃金上昇率は前月比横這いに留まり、市場に安心感を与えた(図表14)。

一方、家計調査による2月の失業率は5.4%と1月5.2%から悪化した。雇用減の中、失業者が増加するなど上記の統計とは相反する結果となったが、一時的な悪化であり、雇用改善の方向性は変わらないと見られている。

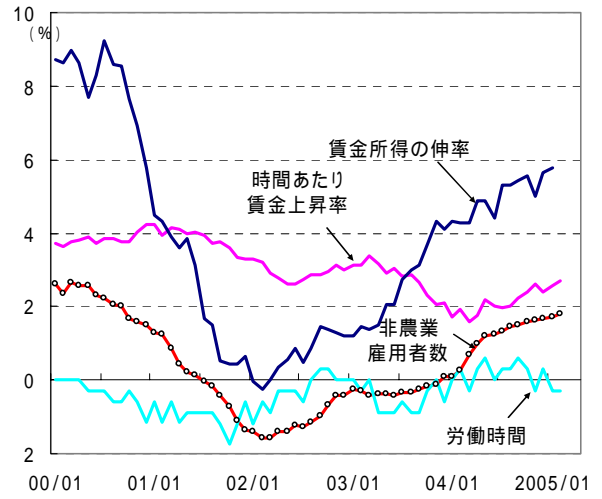
前年同月比で雇用状況を見ると、雇用者数と賃金上昇率の伸び率が緩やかながら上昇傾向を示している。このため、労働時間が一進一退の動きを見せる中、賃金所得の上昇率は前年同月比で6%に近づいてきた。今後も雇用増の改善が維持されるのであれば、消費を下支えし、成長率の鈍化は軽微に留まると思われる(図表15)。

(図表 14) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表 15) 米国：雇用と賃金の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省、商務省

< 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(12/17)で示した「10年国債利回りを見て4%台にとどまる」との見方を維持する。但し、以下2点を主因に、長期金利の下振れに対しては、目先は正当化しづらくなった、との見方をとることとする：

米経済が好調さを維持する中、実質金利を引き上げるべく、FRBが当面緩やかな利上げを続ける可能性が高いこと。

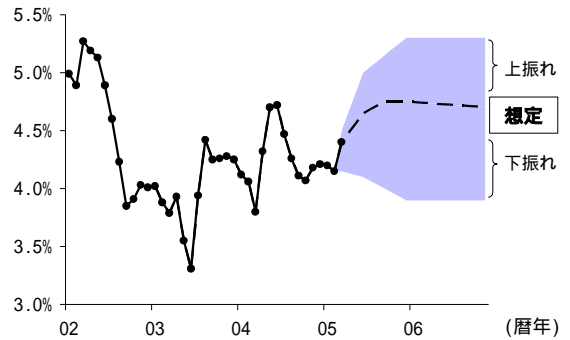
イールドカーブがフラット化を続け、長短スプレッド(最も一般的な「2-10年国債の利回り格差」で見た場合)が過去の平均を下回るところまで縮小し、これ以上の長期金利の低下は、むしろ長期債の割高さにつながると考えられること。

FOMC(連邦公開市場委員会)後に発表する声明の中に、「policy accommodation can be maintained for a considerable period」、「can be patient in removing its policy accommodation」、「policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured」といった文言を含めるなど、FRBはこれまで様々な表現を巧みに使いながら、利上げに対する「慎重さ」を演出してきた。そして、それらをうまく伝達することで金融政策の変化に対する過剰反応を抑制し、米金融市場が不安定化するのを回避する努力を行ってきた。

たしかに、FOMCを開催するごとに、25bpずつ小刻みに政策金利を引き上げてきたことに対しては、FRBの「慎重さ」を見出すことができよう。しかし、ペースそのものを過去の利上げ局面(グリーンSPAN議長が就任した1987年以降の3回分)と比較してみると、必ずしも利上げの度合いが際立って緩慢であるというわけでもない(次頁図参照)。すなわち、見方によっては、市場がFRBの繰り返す言葉にうまくコントロールされてきている、と考えることも可能であろう。

多額の経常収支赤字をファイナンスする必要がある米国にとって、国外への資金逃避につながり得るような米金融市場の不安定化は、できる限り避けたいところであろう。2月の議会証言で、

国債10年の想定フェアバリュー



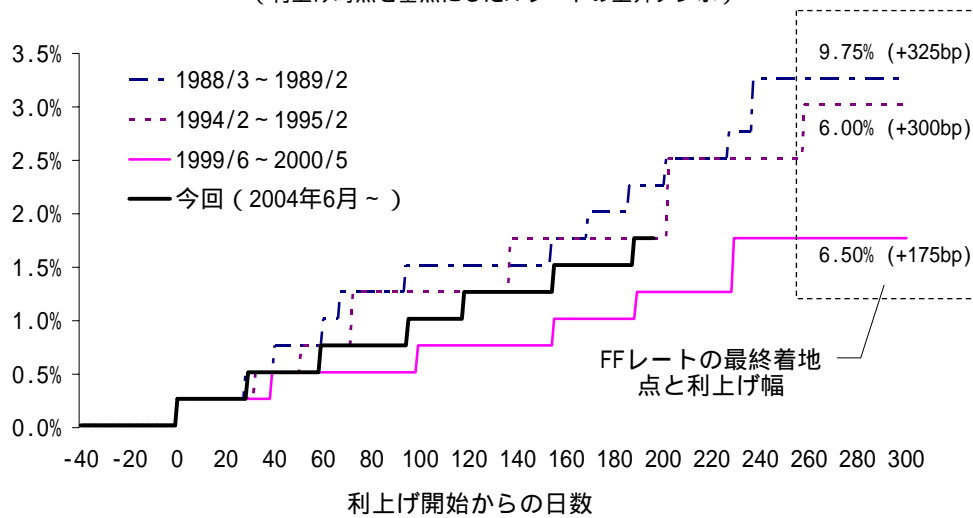
米国主要金利の見直し

	単位	2004年	2005年	2006年	2004年		2005年				2006年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末(%)	2.25	3.50	3.50	1.75	2.25	2.75	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
国債10年金利	平均(%)	4.3	4.6	4.7	4.3	4.2	4.3	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7

グリーンSPAN議長が「謎 (conundrum)」と評した長期金利の過剰な下振れは、その後解消に向かっている。したがって、予想外の長期金利低下を牽制する必要性もなくなった。こうした状況のもと、FRBはこれまで通り、何らかの文言を使って「慎重なスタンス」を演出し、市場の安定を保持しながら、今暫く利上げを続けることが得策であると考えらるであろう。

冒頭にも述べたように、イールドカーブのフラット化が進行し、長短スプレッドが過去の平均をも下回る水準まで縮小した状況のもと、長期金利の下振れ余地が目先狭まった可能性は高い。しかし、FRBの政策スタンスから想定する限り（そして、彼らの政策が失敗しない限り）、小刻みに利上げが続く環境と、長期金利がレンジ内で比較的安定的に推移する環境が並存する状態は、今暫く続くものと思われる。

1987年以降の利上げ局面と今回の「慎重な利上げ」の比較
 (利上げ時点を基点にしたFFレートの上昇テンポ)



(資料) FRB

最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、2/10に発表されたPPI（生産者物価指数）、2/28に発表された個人消費デフレーターが、いずれも予想以上に上昇したのを受け、インフレ懸念の高まりから債券市場が軟調推移となり、10年国債利回りが4.3%台まで上昇した。さらに、3月に入ると原油価格が急上昇するとともに、FRBの地区連銀経済報告（ページブック、3/9）で、「最終物価の安定は続いているものの、上昇が続く投入価格の価格転嫁の容易さを一部企業が認識し始めた」との報告内容が示されると、将来的なインフレに対する懸念の高まりから、10年国債利回りが昨年7月以来となる4.5%台まで上昇した。また、好調なマクロ環境や相次ぐM&Aを好感するかたちで2月には上昇基調を強めた株式市場も、その後、原油価格の最高値更新やインフレ懸念の高まりを背景に反落した。

