

# 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

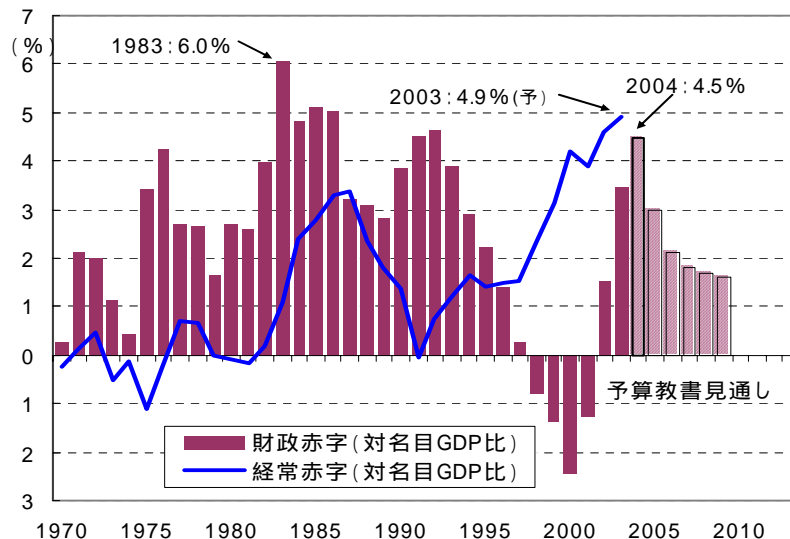
### < 米国経済の動き >

- ・7-9月期8.2%という20年ぶりの高成長に続く、10-12月期の実質GDPは4.0%に半減したが、米国経済が堅調な成長下にあることに変わりはない。景気回復から取り残された感のあった製造業と雇用に関しては、製造業の経済指標が回復の動きを見せる中、雇用動向が引き続き注目を集める状況となっている。
- ・なお、2月発表の2005年度予算教書では、2004年度の財政赤字が5210億ドルと急増することが示され、双子の赤字が、今後の米国経済の課題であることを再認識させるものとなった。

### < 米国金融市場の動き >

- ・FRBが「低金利維持への過剰な安心感」や「過度の利上げ期待」といった一方的な相場観を市場から排除することで、長期金利は「当面の落ち着きどころ」である4%に戻ってきた。
- ・雇用指標や経済成長率に一喜一憂しつつ、なかなかFRBが利上げに踏み切れない状況が続くことで、長期金利は今後とも4%を基点に変動を続けるものと思われる。

急拡大する双子の赤字～景気回復により財政赤字は減るはずだったが...



(出所: 予算教書、米商務省他)

主任研究員(米国経済) 土肥原 晋

(03)3597-8647 doihara@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト(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 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

## < 米国経済の動き >

(担当：土肥原)

(景気動向)

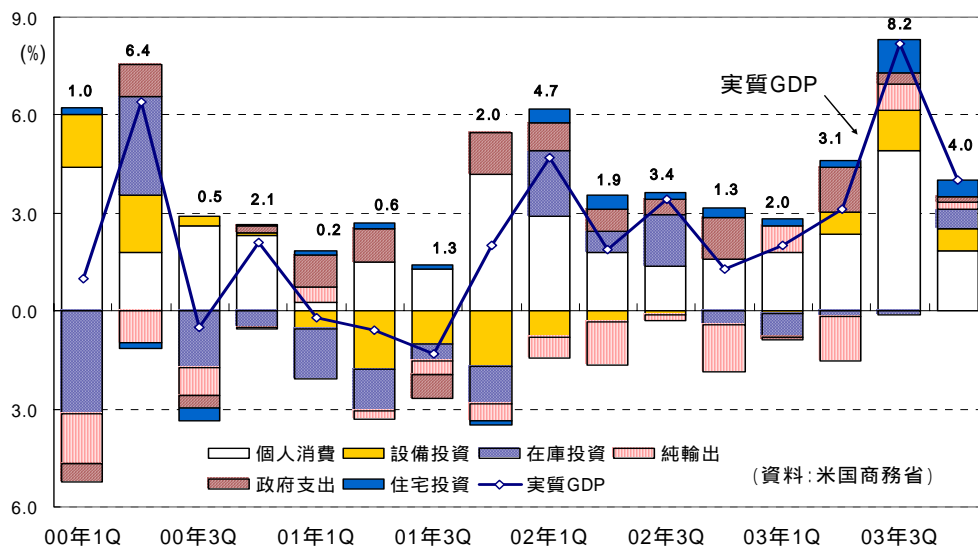
### 10-12月期成長率は、年率4.0%に半減

10-12月期の実質GDPは4.0%(前期比年率)と前期(8.2%)から伸び率を半減させた。4.0%という成長率自体は堅調と言えるが、前7-9月期が20年ぶりの高水準を見せたことに加え、今回の予想が5%前後だったこと等から弱めの伸び率と受け留められた。寄与度で見ると、減税効果が薄れ、自動車販売が減少したことから鈍化は避けられないと見られていた消費支出の低下が目立つが、その他の項目でも、寄与度が5期ぶりにプラスとなった在庫を除いて、ほとんどの項目で寄与度が縮小している。

設備投資も前期比年率では7-9月期12.8%から今回は6.9%へと伸びが半減し、寄与度が縮小している。前年同期比ベースでは、4.6%から6.4%へと着実に回復しているが、内訳ではIT投資が中心で、その他の設備投資はなおマイナスの推移にある。ただし、マイナス幅は縮小しており、設備投資全体としては回復トレンドにあると言える。

なお、1-3月期については、減税還付金の増加により消費を中心に強めの成長が期待されていたが、還付の出足に勢いが見られないほか、自動車販売の鈍化や雇用の遅れを気にした消費者マインドの低下等から、今のところ、消費の盛り上がりには欠けた展開となっている。

(図表1) 伸び率半減の10-12月期実質GDP (前期比年率、内訳は寄与度)



(消費の動向)

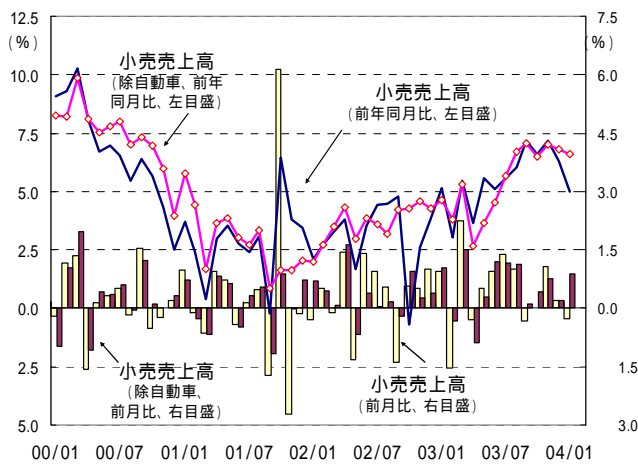
### 1月小売売上高は、自動車販売減を受けて低下

1月の小売売上高は、自動車販売減少(前月比3.9%)の影響を受け、前月比0.3%減(12

月は同+0.2%増)となった。自動車除きでは+0.9%増(12月は同+0.2%増)と増加を示しており、堅調な業種が多い。中でも、衣料品は同+2.9%増と伸び率が高く、記録的な寒さの中で冬物衣料の売行きがよかったことを裏付けた。その他、食料品が同+1.8%増、スポーツ・趣味等が同+1.6%増、一般商店が同+1.0%増、と伸び率が高かった。なお、前年同月比では+5.0%増(自動車除きでは+6.6%増)と堅調な推移にある。

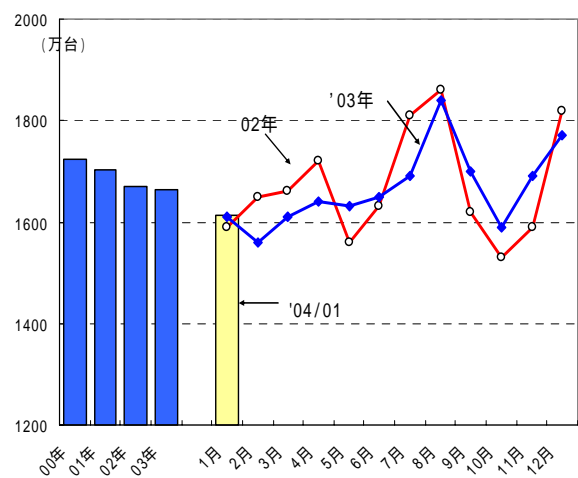
上記のように、小売統計を押し下げた自動車販売であるが、台数ベース(オートデータ社集計)でも、1月は年率 1613 万台と12月(同 1775 万台、)から大きく後退した。但し、トヨタ・日産等の日本車は好調でシェアを拡大(トヨタ 12.8%、日産 6.4%)している。

(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)米国商務省他、季節調整済み年率

(景況感)

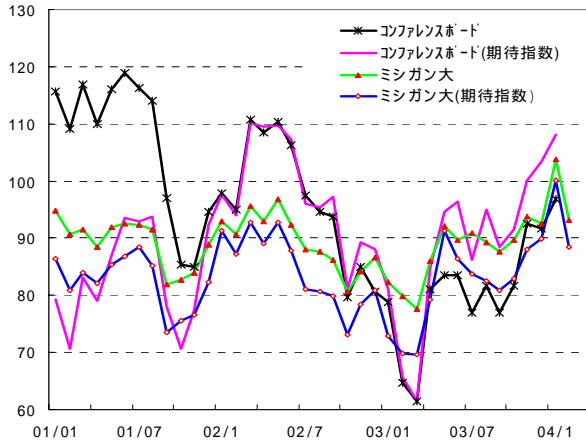
**ISM 指数が上昇の一方、消費者マインドは急落**

ミシガン大学の消費者マインド指数(2月速報値)は93.1と急落し、1月に103.8(2000年11月以来の高水準)と12月92.6から急伸したのをほぼ帳消しにした。内訳では、現況指数100.4(前月比8.3)期待指数88.4(同11.7)と期待指数の低下が大きく、雇用統計が3ヵ月連続で予想を下回ったこと等が影響したと見られる。

一方、企業のセンチメントを示すISM製造業指数(1月)は63.6と12月の63.4を上回り、1983/12以来の高水準となった。これで8ヵ月続けて製造業の景気拡大の分かれ目とされる50ポイントを上回った。構成指数では、新規受注指数と生産指数がいずれも71.1と高く、一方、在庫指数は48.9と50を下回る推移を続けている。なお、雇用指数は52.9へと下落したものの、3ヵ月連続で製造業の雇用増減の分かれ目である48を上回った。

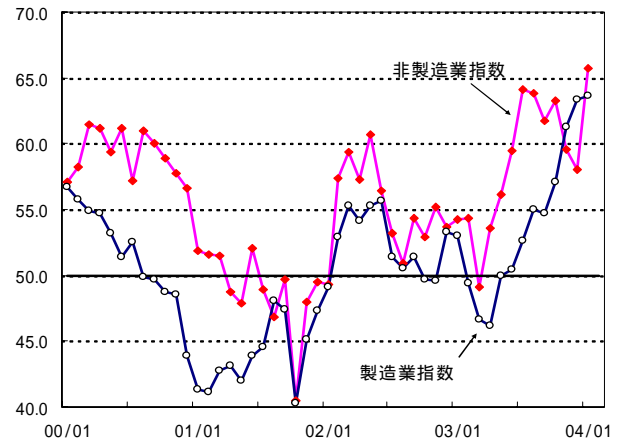
ISM非製造業指数は65.7(12月58.0)と急伸し、7月の64.1を抜いて97/1の非製造業の調査開始以来の最高水準を更新した。これで非製造業の拡大・縮小の分かれ目となる50を10ヵ月連続で上回った。ISM指数からは、10-12月期に4.0%と低下した成長率が、1-3月期は再び上昇の可能性を示唆していることが窺える。(注)ISM指数は、製造業・非製造業指数とも遡って改定された。

(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

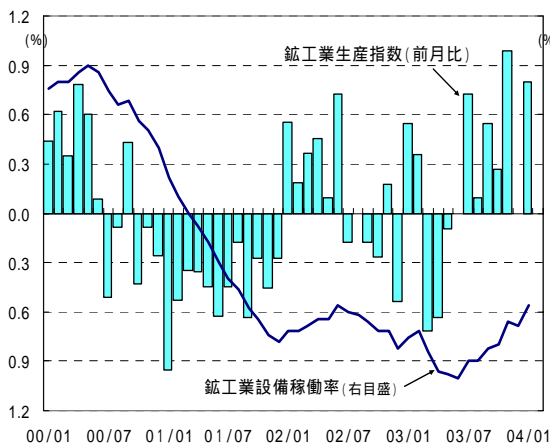
(生産・雇用の動向)

**鉱工業生産・稼働率は回復トレンドを持続**

1月の鉱工業生産指数は113.8で前月比+0.8%増、製造業では同+0.3%増となり6月からの上昇推移を続けている。主要業種では、自動車(同+0.9%増)、コンピュータ・電子機器(同+1.0%増)が堅調に推移し、厳冬の影響で電力・ガスの上昇(同+5.2%増)が目立った。

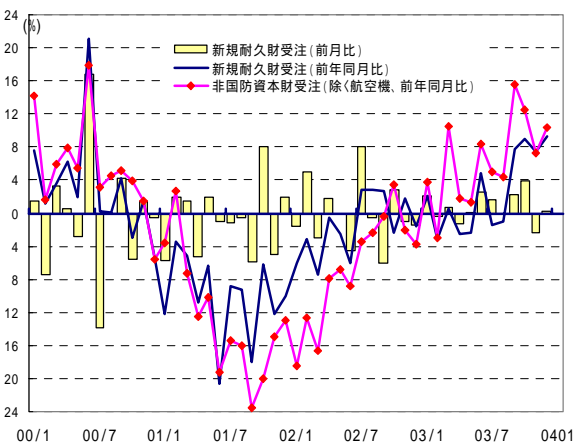
一方、12月の稼働率は76.2%と前月より+0.6の上昇となった。業種別では、生産と同様、自動車産業が82.6%(同+0.4上昇)と好調を維持し、ハイテク産業全体では68.6%(同+1.2上昇:コンピュータ等75.1%、通信機器51.1%、半導体等77.8%)となった。

(図表6) 米国：鉱工業生産と稼働率



(資料) FRB

(図表7) 米国：新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

12月製造業の新規受注は前月比+1.1%増(11月は0.9%減)となった。但し、非耐久財受注が同+2.0%増(11月+0.8%増)と伸長したのが大きく、耐久財は同+0.3%増(同2.4%減)に留まった。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+0.8%増(同

5.8%減)と反転上昇した。前年同月比ベースでは、耐久財は+9.2%増、非国防資本財(除く航空機)は+10.3%増と伸び率を回復した。全般的には11月の受注統計の下落後、12月は持ち直しの動きとなり、前年同月比ベースでの上昇トレンドを持続した形である。

なお、製造業の出荷は前月比+1.5%増(11月は+0.5%増)、在庫は横ばいだったため、12月製造業の在庫/出荷比率は1.26(同1.28)と低下した。

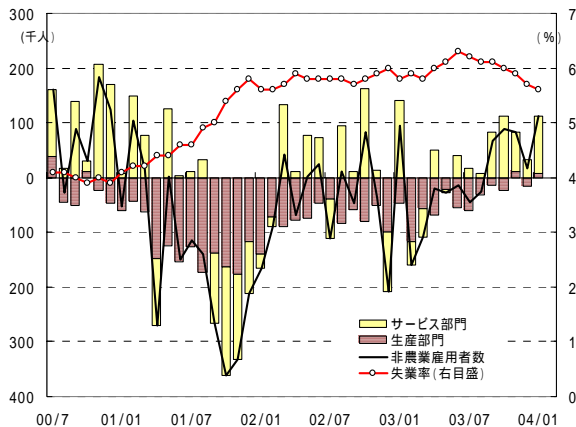
### 1月失業率は低下するも、雇用者数は予想を下回る

注目を集めた1月の非農業事業部門雇用者数は、前月比11.2万人増に留まった。5ヵ月連続の増加ではあるが、事前の予想が17万人増前後と高まっていたことから3ヵ月連続で予想外の低い数字と受け留められた。内訳では、生産部門が同+0.7万人増と2ヵ月ぶりの増加に転じたが、環境の好転から期待の強かった製造業では、1.1万人減とプラス転換は果たせず、2000/8月以来の減少が続いた。サービス部門は同+10.5万人増と8ヵ月連続の増加となった。サービス業の業種別では、小売業で7.6万人増となったが、人材派遣業は2.1万人減と9ヵ月ぶりの減少となった。

一方、12月の失業率は5.6%と4ヵ月連続で低下した。失業率は6月に6.3%と94年以來の高水準をつけた後、0.7ポイント低下したこととなる。

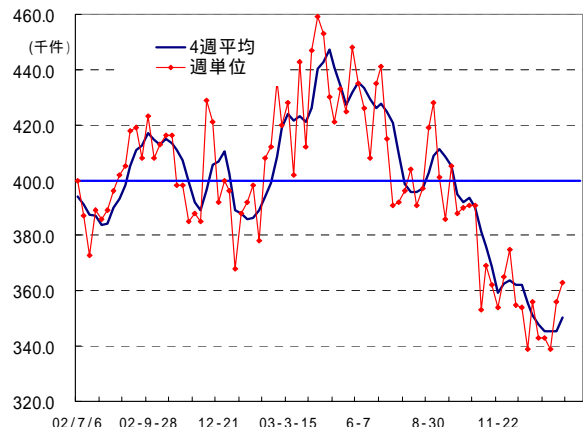
なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は36.3万件(2/12発表分)と前週比6千件増加した。これで雇用改善の分かれ目とされる40万件を18週連続で下回り、4週移動平均では、35.05万件と低水準を維持し、雇用の回復に寄せる期待を持続させている。

(図表8) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料)米国労働省

(図表9) 米国：新規失業保険請求件数



(資料)米国労働省

### (財政赤字)

#### 2005年度予算教書では、財政赤字の見通しを上方修正

ブッシュ大統領は2月2日、2005年度予算教書を議会に提出した。冒頭では、昨年同様、テロとの戦争での勝利、国土防衛の強化、経済成長と雇用創出の3つの優先事項の推進を図ることを強調している。しかし、最も目を引いたのは、2004年度5210億ドルと急増見通しが示された財

政赤字であろう。1月に発表された議会予算局の赤字見通しを上回り、対名目GDP比では4.5%となる。また、赤字増加の一方で、財政赤字縮小への対策は、景気拡大による税収増と、国防・安全保障関連費を除いた歳出抑制によるもので新味に欠けるものであった。

2005年度の予算教書で主要な提案として示されたのが、(図表11)の骨子である。国防・安全保障を最重要視しているスタンスを前面に出し、経済問題のプライオリティが高い。予算方針として、歳出面では、裁量予算を4%以下に抑えるとしているが、その中に含まれる国防省予算(7%増)国土安全予算(10%増)が優先されるため、その他の裁量予算は0.5%増に抑制される。また、義務的予算についても立法措置を講じて歳出増の抑制に努めるとしている。その一方、歳入面では、時限的に成立した現行減税法の恒久化を提案している。こうした措置を考慮し、財政赤字は今後5年間でGDP比半減を目指す計画となっている。

なお、2005年度以降に関しては、イラク関係の予算が計上されていないため、赤字が縮小された形となっている。イラク関係の予算を含む補正予算は、2003年度722億ドル、2004年度661億ドルに昇っており、イラク動向次第では2005年度の財政赤字は巨額なものに膨れる恐れがある。

(図表10) 2005年度予算教書の歳出入・財政赤字の見通し

	見通し (10億ドル%)							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
歳入	1853	1782	1798	2036	2206	2351	2485	2616
同伸び率	6.9	3.8	0.9	13.2	8.3	6.6	5.7	5.3
対GDP比	17.9	16.5	15.7	16.9	17.4	17.7	17.8	17.8
歳出	2011	2158	2319	2400	2473	2592	2724	2853
同伸び率	7.9	7.3	7.5	3.5	3.1	4.8	5.1	4.7
対GDP比	19.5	19.9	20.2	19.9	19.6	19.5	19.5	19.4
財政収支	158	375	521	364	268	241	239	237
対GDP比	1.5	3.5	4.5	3.0	2.1	1.8	1.7	1.6

(図表11) 予算教書の骨子 (カッコ内は予算規模)

安全保障予算	<ul style="list-style-type: none"> <li>テロとの戦いとアフガニスタン再建(12億ドル)</li> <li>テロとの戦いの最前線にある国への支援(57億ドル)</li> <li>国防能力強化のため国防省予算を7%増額(4020億ドル)</li> <li>軍人給与(+3.5%)と2005年中の住居の改善</li> <li>国土安全予算の10%増、FBI予算の11%増額(51億ドル)</li> <li>輸送安全管理20%増(53億ドル)、沿岸警備9%増(62億ドル)</li> </ul>
経済と雇用創出の強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>裁量の予算を4%以下に抑制し、非安全保障費用を0.5%増に抑制</li> <li>義務的支出増抑制の立法化を提案</li> <li>民間主導政策等で歳出を抑制、赤字を5年以内に半分(GDPの2%以下)にする</li> <li>減税を恒久化し、景気回復を加速させる。</li> <li>新世紀の雇用のための総合的計画</li> <li>国家エネルギー計画の提案、相互貿易協定の締結・強化、SECの強化</li> <li>零細企業の資金調達支援により雇用創出に拍車(200億ドル)</li> </ul>
教育	<ul style="list-style-type: none"> <li>低所得者コミュニティの学校への資金支援</li> <li>学生奨学金制度の推進・強化(借入れ限度の引き上げ)</li> </ul>
環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>クリーンエネルギー資源のための予算強化、ディーゼルスCHOOLバスの有害排気改善</li> <li>希少種の保護、森林保全等</li> </ul>
健康・医療	<ul style="list-style-type: none"> <li>200万人を限度に零細企業雇用者の未保険者医療を支援</li> <li>未保険の低所得者に税還付の医療保険を提供</li> <li>2006年の薬事法実施まで、低所得層に処方薬費用の支援実施</li> </ul>
社会・コミュニティ	<ul style="list-style-type: none"> <li>服役者の社会復帰訓練、慈善金の税優遇措置</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>退役軍人の医療補助の増額、HIV/AIDSへの予算措置(28億ドル)</li> <li>経済協力(ミレニアムチャレンジアカウントを含む)への予算(2006年まで)</li> <li>国際宇宙ステーションの完遂と月・火星への新宇宙計画への予算</li> </ul>

## < 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

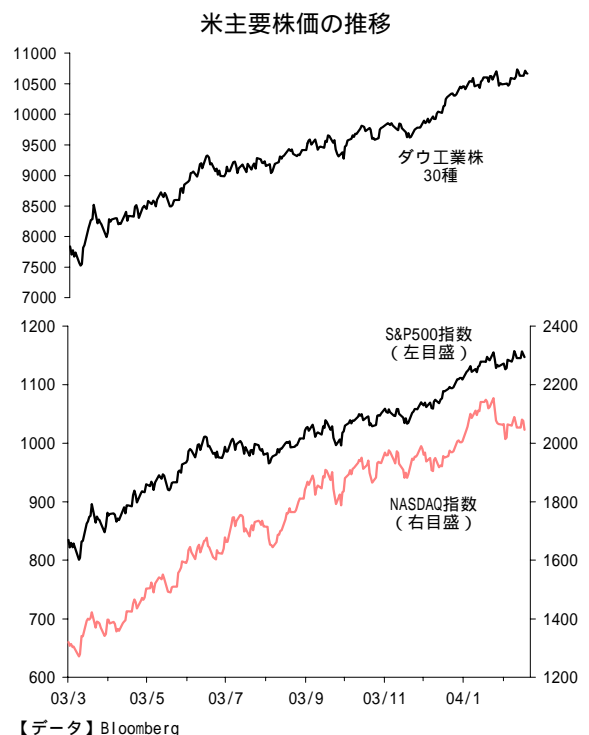
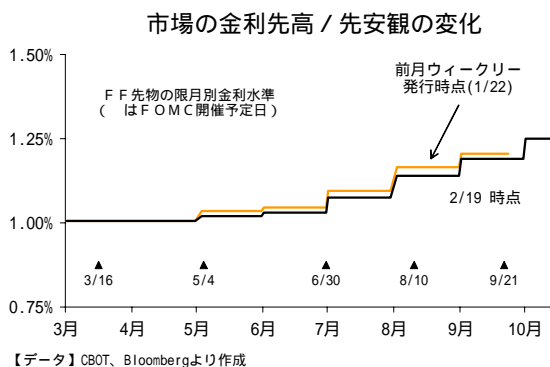
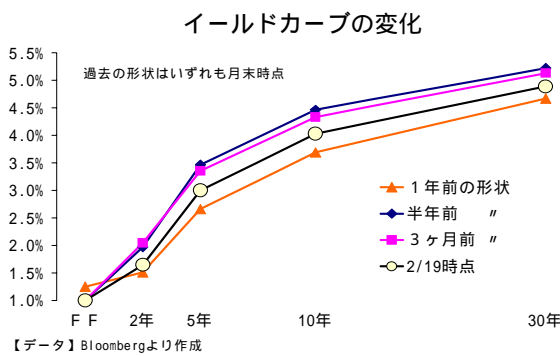
### 最近の米国金融市場の動き

FRBは、1/27-28に開催されたFOMCにおける声明文から「かなりの期間、緩和スタンスを維持することが可能」との表現を削除し、「辛抱強く緩和スタンスを続けることが可能」に訂正した。市場参加者の多くは、これを金融政策転換（緩和 引締め）に向けた「足場固め」の第一歩と捉え、早期利上げ観測が台頭した。その結果、1月下旬にかけて長期金利（10年国債利回り）は4.2%台まで上昇し、利上げ懸念から株価が下落した。その後も、バーナンキFRB理事の「早期の雇用改善を期待する」といった趣旨の発言（2/5）が、2/6に発表される1月雇用統計の大幅改善期待につながったため、金利先高観は暫く続いた。

しかし、実際に発表された雇用統計で示された雇用者数の増加幅は、市場の期待を下回ったのに加え、2/11-12に行われた議会証言で、グリーンズパン議長が市場の期待していたほど強気の姿勢を示さなかったため、金利先高観は再び後退し、長期金利は4.0%を目指す展開となった。また、株式市場では利上げ観測の後退に加え、根強い業績上振れ期待を背景に、株価が堅調推移に転じたことから、主要株価指数（ダウ工業株、S&P500種）は再び年初来高値を更新した。

### 「落ち着きどころ」に戻ってきた長期金利

市場参加者の早期利上げ観測は、1月のFOMCを受けて一旦高まったものの、1月雇用統計への失望などを背景に再び後退しており、「早くても今秋」との見方が現状のコンセンサスとなってい



る模様だ。

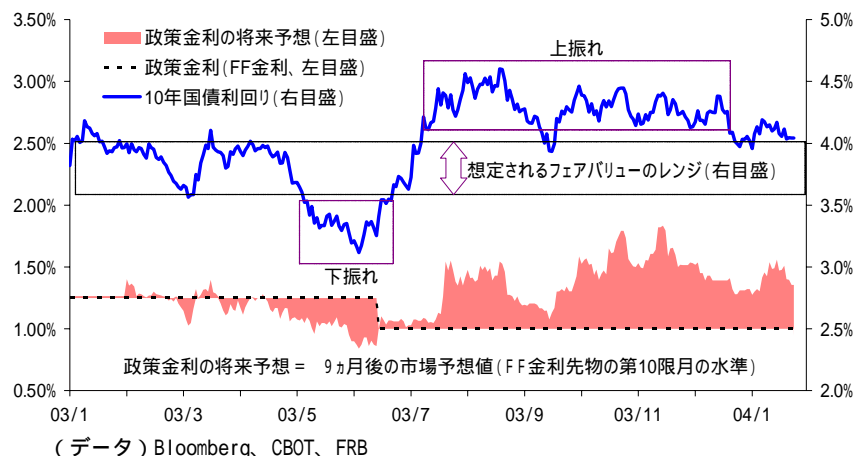
FRBは、FOMCの声明文で「辛抱強くなれる」との表現を使うことで、早期利上げには否定的な見解を示したものの、少なくとも「相当の期間」との文言に手足を束縛されないようにすることで、自らの政策自由度を維持し、市場に大きなサプライズを与えることなく利上げに動けるといった選択肢をも残しておきたかったことが推測される。低金利を維持しながらも、利上げ余地が残されている点を市場参加者に意識させながら、「低金利持続への過剰な安心感」や「過度の利上げ期待」といった一方的な相場観を排除することで、FRBは債券市場に微妙なバランスを維持することに成功している模様だ。

このように、FRBは政策自由度こそ確保してはいるものの、現状の高成長下でも雇用の大幅改善がなかなか見出せない状況が続いていることや、低インフレが続いていることから、実体経済から判断する限り、結果的にFRBが利上げに動くことは暫くないだろう。

政策金利が据え置かれれば、イールドカーブが安定した状態での長期金利（10年国債利回り）の落ち着きどころは、3.5～4.0%となる可能性が高い。これは、当レターの昨年8/22号（欧米経済・金融動向号、P6-P8「米長期金利はどこで落ち着くのか」）でも示したとおりであり、現状でもその傾向は続いているものと思われる。ただし、米国経済が循環的な回復を続けている限りにおいては、その上限である4%近辺が、当面のレンジの中心になるとの見方もできよう。

市場参加者の多くは、「10年金利 = 4%」という水準が、昨年後半のレンジ「4%前半～半ば」と比べ「低すぎる」との強い印象を抱いている模様だ。しかし、4%半ばは「インフレ期待と景気過熱を過度に想定した相場水準」であるとの見方もでき、昨年春に「過度にデフレを懸念した相場水準」であった3%台前半同様、行き過ぎた水準だったと考えることもできよう。この見方が正しければ、当面は雇用指標や経済成長率に一喜一憂しつつ、なかなかFRBが利上げに踏み切れない状況が続く中、長期金利は4%を基点に変動を続けるものと思われる。

金利先高観の変化と長期金利



(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)