

# 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

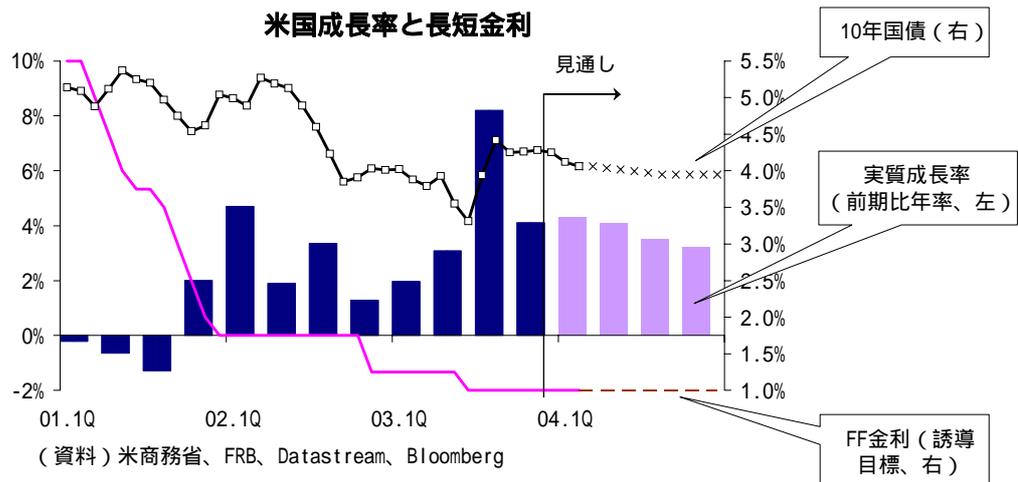
## 2004年改定米国経済・金融見通し: 急がれる雇用の回復

### < 米国経済見通し >

- 2004年上半期の米国経済は、減税効果を受け堅調に推移すると見られる。設備投資についても、生産面での回復から、IT投資に牽引される形で徐々に改善しよう。2004年通年の成長率は、4.4%と見込まれる。一方、雇用の回復が遅れており、減税効果剥落後の下半期の消費支出への懸念は払拭できない。雇用動向が景気見通しや金融政策に与える影響は一段と強まっており、当面の景気を見る上でのキーポイントと言えよう。

### < 今後の米国金融市場 >

- 昨年9月以来、長期金利の想定フェアバリューに関する見方を維持してきた。前回見通しで言及した「イールドカーブがブルフラット化する可能性も排除できない」との視点も含め、米国債券市場は概ねシナリオ通りの展開が続いているものと思われる。
- アジア各国中銀による為替介入を通じた米国債購入が、米金利を必要以上に引き下げているとの指摘がある。しかし、「アジアからの流動性供給」「ファイナンス面から米国経済を下支え」「世界的な株高や商品市況の上昇」が実現している部分もあると思われ、仮に米金利のバブルに言及するのであれば、世界の株価と商品市況についても、そのバブル性を指摘すべきだろう。



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

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## < 米国経済見通し >

(担当：土肥原)

### [見通しの概要] ~ ジョブレスリカバリーからの脱出を図る米国経済

10-12月期の実質GDPは4.1%（前期比年率）と前期（8.2%）から伸び率を半減させた。4.1%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等から弱めの伸び率と受け止められた。寄与度別に見ると、減税効果が薄れ自動車販売が減少した消費支出の急低下が目立つが、その他の需要項目でも、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。今上半期の景気については、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るが、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、消費支出の盛り上がりには欠けた展開となっている。

こうした中、今後の米国の景気を見る上のキーポイントとして雇用動向の重要性が一段と高まっている。非農業事業部門の雇用者数は2月までに6ヵ月連続で増加したが、その合計は36万人に過ぎない。また、4ヵ月連続で予想を大きく下回っていること等から、消費者マインドにも影を投げかけている。現状では、まだ、雇用を巡る各統計指標が回復の動きを見せているとはいえ、今後もこのような雇用の足踏みが続くと、マインド面だけでなく所得の伸び悩みが消費の足を引っ張る事態も懸念されよう。

また、雇用の回復の遅れにより、米国の金利はなお、据え置かれる見込みである。現状の金利水準は40年来の低水準にあり、少なくとも、低インフレが持続する中、雇用回復がはっきりするまでは据え置かれるとの見方が有力だ。労働生産性の上昇で企業収益が押し上げられる中、低金利が持続すれば株価にはプラスに作用しよう。株価の上昇は消費にはプラスに作用するため、景気下支え要因となる。この点でも、雇用回復のタイミングと回復スピードが今後の景気や市場動向に与える影響は大きい。（金利動向については、後掲の「金融市場の見通し」を参照下さい）

なお、2004年の成長率は、上半期4%台の成長の後、減税効果が薄れて下半期は次第に伸びが低下すると想定しており、年率では4.4%を見込んでいる。

(図表1) 米国経済の見通し

|       |         | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2003年 |     |      |       | 2004年 |     |     |       |
|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-----|------|-------|-------|-----|-----|-------|
|       |         |       |       |       | 1-3   | 4-6 | 7-9  | 10-12 | 1-3   | 4-6 | 7-9 | 10-12 |
|       |         | (実)   | (実)   | (予)   | (実)   | (実) | (実)  | (実)   | (予)   | (予) | (予) | (予)   |
| 実質GDP | 前期比年率、% | 2.2   | 3.1   | 4.4   | 2.0   | 3.1 | 8.2  | 4.1   | 4.3   | 4.1 | 3.5 | 3.2   |
| 個人消費  | "、%     | 3.4   | 3.1   | 3.7   | 2.5   | 3.3 | 6.9  | 2.7   | 3.3   | 3.5 | 3.2 | 3.0   |
| 設備投資  | "、%     | 7.2   | 2.9   | 8.8   | 0.6   | 7.0 | 12.8 | 9.6   | 8.2   | 8.0 | 7.8 | 7.6   |
| 在庫投資  | 寄与度     | 0.4   | 0.0   | 0.3   | 0.7   | 0.2 | 0.1  | 0.9   | 0.0   | 0.3 | 0.3 | 0.2   |
| 純輸出   | "       | 0.7   | 0.4   | 0.1   | 0.8   | 1.3 | 0.8  | 0.3   | 0.2   | 0.0 | 0.1 | 0.2   |
| 消費者物価 | 前年同期比、% | 1.6   | 2.3   | 1.4   | 2.9   | 2.2 | 2.2  | 1.9   | 1.6   | 1.4 | 1.2 | 1.3   |
| 失業率   | 平均、%    | 5.8   | 6.0   | 5.5   | 5.8   | 6.1 | 6.1  | 5.9   | 5.6   | 5.6 | 5.5 | 5.4   |

(資料) 実績は米国商務省、労働省

〔消費支出の動向〕

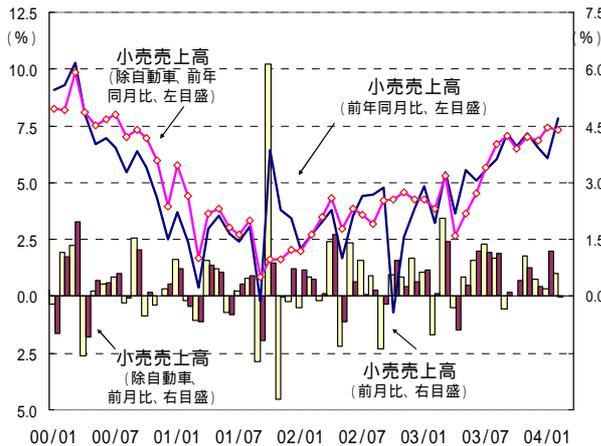
### 目先は減税リファンド増の効果に期待

消費は当面堅調に推移し景気を支えると見られているが、2月の小売売上高は、自動車販売が前月比+2.7%増と伸展したため、全体では同+0.6%増となったものの、変動幅の大きい自動車を除くと前月比横ばいに留まった。自動車以外では、一般商店同+1.3%増、電気器具販売同+0.5%増、衣料品+0.4%増、等が堅調だったが、その他多くの業種では前月比マイナスの動きとなった。

米国では、減税リファンドの開始と共に、小売のベスト・バイやギャップ等の好調な売上げが伝えられているが、同統計からは、未だ小売全体の底上げには繋がっていないことが示された。なお、前年同月比ベースの小売売上高は+7.9%増、自動車販売店除きでも+7.3%増と基調としての小売売上高は堅調な回復過程にあると言えよう。

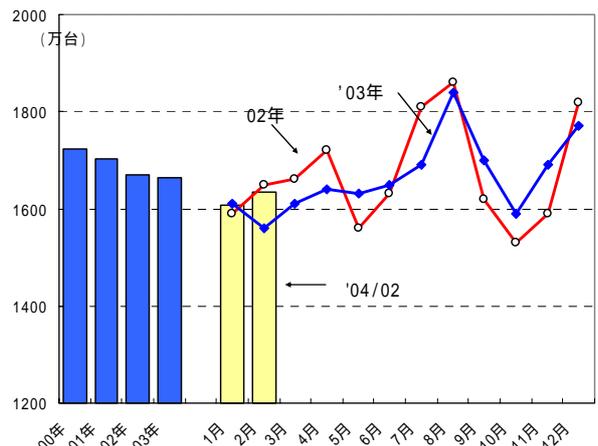
自動車販売は、2004年に入ってから伸び悩んでおり、1月の年率1610万台に続き2月も1630万台（商務省ベース）と1600万台の前半での推移となっている。前10-12月期の平均1680万台との比較では3.6%低下しており、現状の推移が続くと消費の伸びを抑えかねない。

(図表2)小売売上高の推移



(資料)米国商務省

(図表3)自動車販売の推移(年率)



(資料)米国商務省

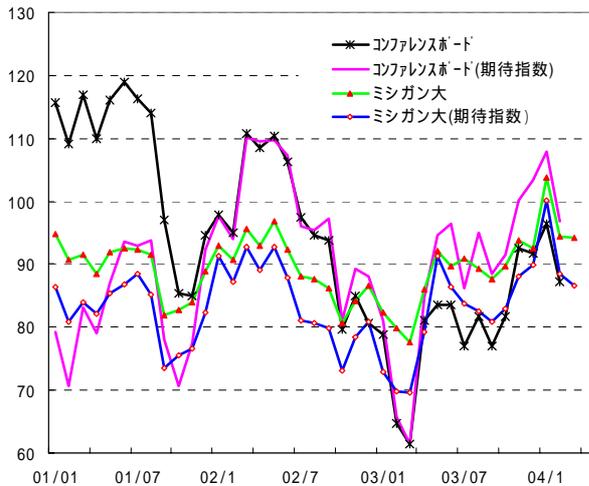
### 減税効果の薄れる下半期までには、雇用所得の回復が必要

米国の消費者信頼感指数は、7-9月期の高い成長率等を受け、年初にかけて急速な回復を見せていたが、その後は、雇用回復の遅れ等から反落した状態にあり、3月のミシガン大学指数(速報値)も94.1と前月(94.4)から若干の下落となった。雇用回復への懸念を除くと、鉱工業生産、住宅、在庫等、経済を取り巻く状況は概ね堅調であり、雇用の回復待ちの状況とも言えよう。また、スペインでの3.11テロ事件後、再びテロ攻撃への懸念が強まっており、今後の状況によっては、マインド面に影響を与える可能性もある(図表4)。

これまでの消費堅調の背景には、減税効果に支えられた可処分所得の伸びがある。賃金所得の推移を見ると2001年のリセッション期にかけて急速な落ち込みを見せた後、緩やかな回復過程にあるが、1月現在、前年同月比で漸く3%を回復したに過ぎず、リセッション前の8%台とは

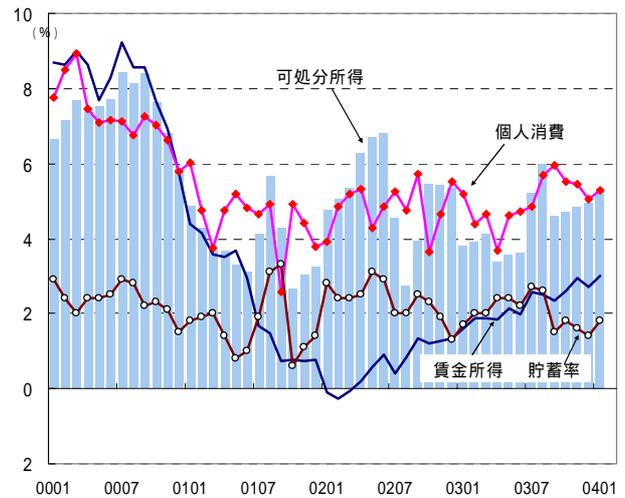
比較にならない。一方、可処分所得の伸び率は、2001年の減税実施以降は4~5%がらみの伸びを見せ、ほぼ同様の伸びにある消費支出を支えている。今回のリファンドについても昨年7-9月期に可処分所得を押し上げたのと同様な効果が期待でき、当面の消費支出は堅調に推移すると見られる。ただし、その後は、減税効果が薄れてくるのに加え、利下げを背景にした住宅ローンのリファイナンスも細っているため、持続的な経済成長には、雇用回復を図り、低水準にある賃金所得の伸び率を押し上げておく必要がある(図表5)。

(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:可処分所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

〔設備投資の動向〕

**設備投資環境は改善へ～引き続きIT投資が主体**

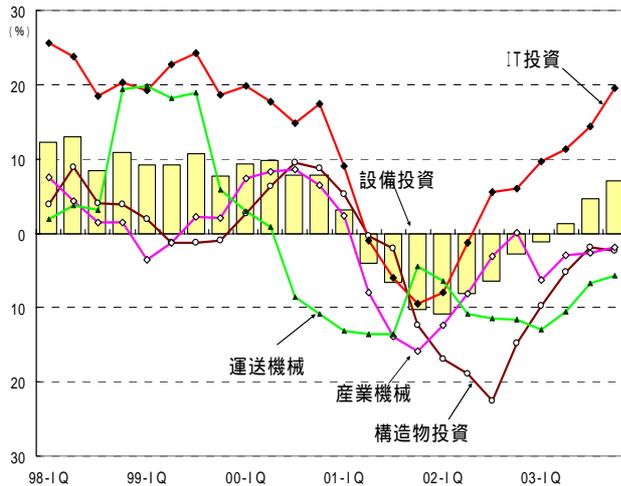
設備投資については、既に昨年7-9月期に前期比年率で12.8%、10-12月期は同9.6%と急速な上昇を見せた。しかし、現状はコンピュータ投資を中心としたIT投資が全体を押し上げており、IT投資以外の主要な設備投資は前年同期比ベースではなおマイナスの水準にある。今後、IT投資は引き続き設備投資を牽引していくと見られるが、一方で生産回復の動きも次第に整いつつあり、2004年の設備投資環境は、好転していくものと思われる。

設備投資の内訳を見ると、上記のように構造物、運搬機械、産業機械はいずれも前年同期比でマイナスを示す中、IT投資の急速な回復が設備投資全体を押し上げている。IT投資は、90年代後半の高い伸びが過剰設備を招き、一時的にマイナスに落ち込んだものの、2002年以降、急回復を見せた。IT投資は、省力化投資の流れに沿ったものであるのに加えて償却期間が短く立ち直りも早かったと思われる。また、景気回復の動きによりパソコン・半導体市場の見通しが好転しており、引き続きIT投資中心の伸びが期待される(図表6)。

IT投資を中心とした更新投資から、能力増投資を中心とする設備投資への移行には、生産が高まり、稼働率水準が上昇することが前提となるが、先日発表の2月の鉱工業生産指数は前月比+0.7%増、設備稼働率は76.6%と、いずれも昨年夏以降の上昇トレンドを維持する伸び

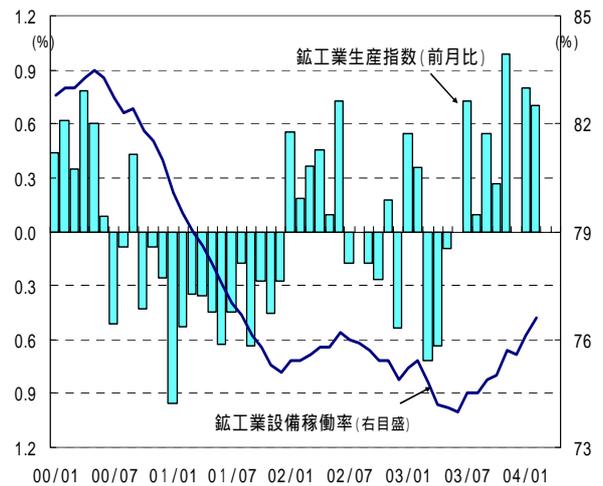
を見せた。ただし、稼働率は、依然、過去の平均的な稼働率水準（1972～2003年の平均81.1%）を大きく下回っており、幅広い設備投資の改善にはなお時間が必要と思われる。また、業種別の稼働率では、自動車が83.4%、コンピュータ等は76.3%とそれぞれ上申し、ハイテク産業全体の稼働率も68.9%と改善した（図表7）。

(図表6)設備投資と内訳の推移(四半期別)



(資料)米国商務省

(図表7) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



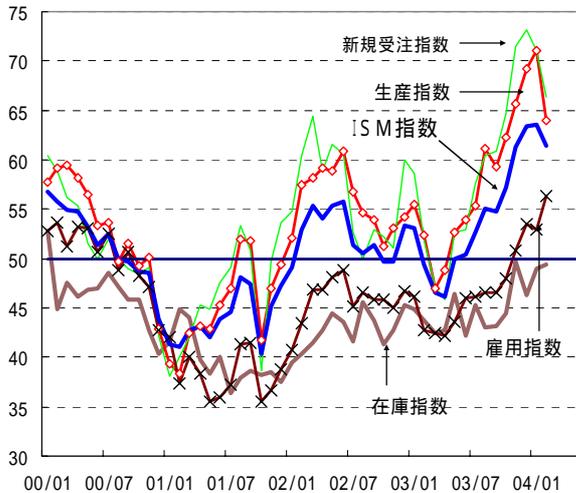
(資料)FRB

### ISM指数、新規受注とも上昇トレンドを維持

製造業の企業センチメントを測るISM製造業指数は、2月は61.4と83年12月以来最高を記録した前月の63.6からやや低下したものの、景況感の分かれ目とされる50を10ヵ月連続で上回った。同調査では20業種の製造業で景況感の拡大が報告されたとしており、製造業の幅広い業種に亘ってセンチメントが改善していることが裏付けられた。構成指数の中では、高水準の新規受注指数が設備投資の増加を期待させる一方、雇用指数が56.3と1月の52.9から上昇し、1987年12月以来の高水準となったのが注目される（図表8）。

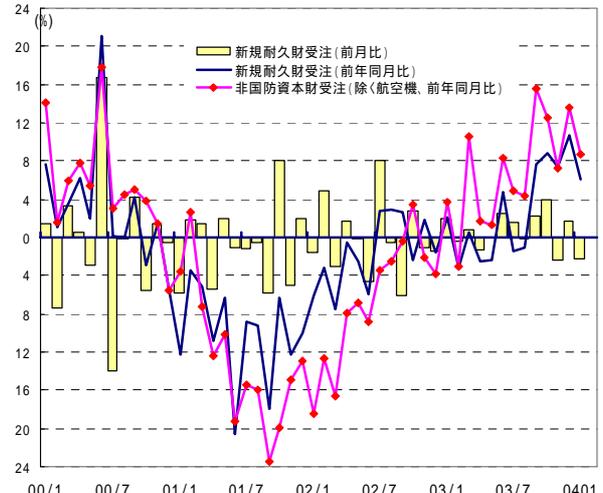
1月の新規製造業受注は前月比0.5%減（12月同+1.8%増）新規耐久財受注は前月比2.3%減（12月同+1.7%増）といずれも前月から減少した。業種別では、輸送機器の10.3%減（12月+1.4%増）産業機械4.2%減（12月+7.9%増）が減少したのに対し、コンピュータ等+4.9%増（12月+1.6%増）電気器具+3.5%増（12月2.5%減）が増加を見せた。なお、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注（除く航空機）は前月比+1.3%増と前月（同+3.8%増）から増加し、前年同月比では+8.7%増と前月（同+13.6%）から伸びを鈍化させたが、2001年半ば以降の回復トレンドは持続していると思われる（図表9）。

(図表 8) ISM製造業指数と構成指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(図表 9) 新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 商務省

〔雇用問題〕

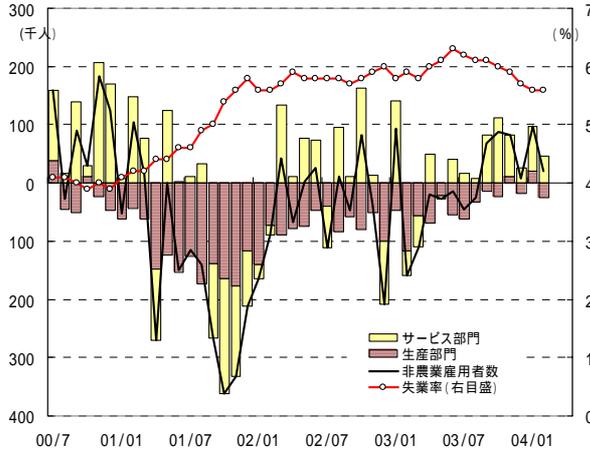
**緩慢な雇用回復からの脱出が急務**

2月の非農業事業部門の雇用者数は前月比2.1万人の増加、失業率は5.6%と横ばいに推移した(図表10)。市場の予想が13万人の増加であったことから、4ヵ月連続で予想を大きく下回り、市場に失望をもたらしただけでなく、消費者マインド指数にも影響を及ぼし、今後の米国景気を見る上での雇用への注目度を一層高めた。また、非農業事業部門の雇用者数は2月まで6ヵ月連続で増加したが、その合計は36万人に過ぎず、CEA委員長の見通し(年末までに260万人の雇用増)の実現性を遠のかせた。

雇用と所得の関係を見ると、賃金上昇率が弱含んでいる中で、非農業事業部門の雇用者数の緩やかな増加と、労働時間の回復を受けて、リセッション以前の水準とは一段低いレベルながら、賃金所得が緩やかに上昇していることが認められる(図表11)。とはいえ、予想を下回る緩慢な雇用回復は、個人所得の低迷を長引かせ、減税効果の薄れていく下半期の消費支出への懸念を高めることにもなる。

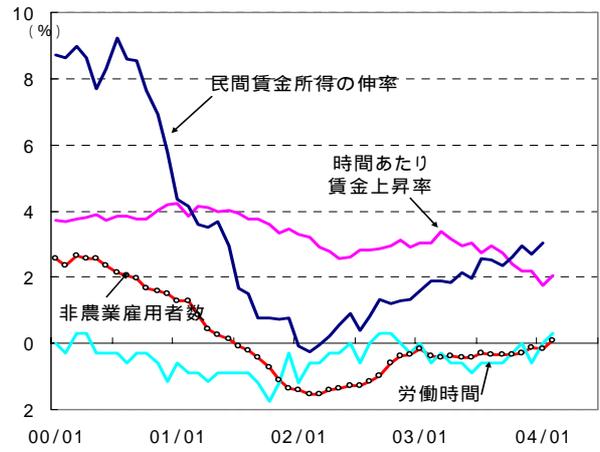
雇用の先行きについては、雇用に関連した諸統計指標を見るとほぼ回復方向を示している。新規失業保険請求件数については、24週連続で(3/18発表分まで)雇用増減の境目とされる40万件を下回っている。また、前述のとおり、ISM製造業の雇用指数(48が製造業の雇用増減の境目)が56.3と87年以來の水準を回復し、非製造業ISMの雇用指数も52.7と5ヵ月連続で50を上回った。7-9月期に前期比年率9.5%と急上昇した労働生産性も10-12月期には2.6%と一服の動きとなっている。こうしたことから、雇用回復の加速については、グリーンズパン議長の見方のように時間の問題と見ることは可能であろう。ただし、雇用の回復の遅れは、既に、大統領選挙を迎えている政治面でも問題化しつつある。雇用問題についての不満は現職大統領には明らかに不利な材料であり、現政権にとっては、時間的な余裕がなくなっている。景気面だけでなく政治面からも雇用動向には目が離せない局面と言えよう。

(図表 10) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表 11) 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

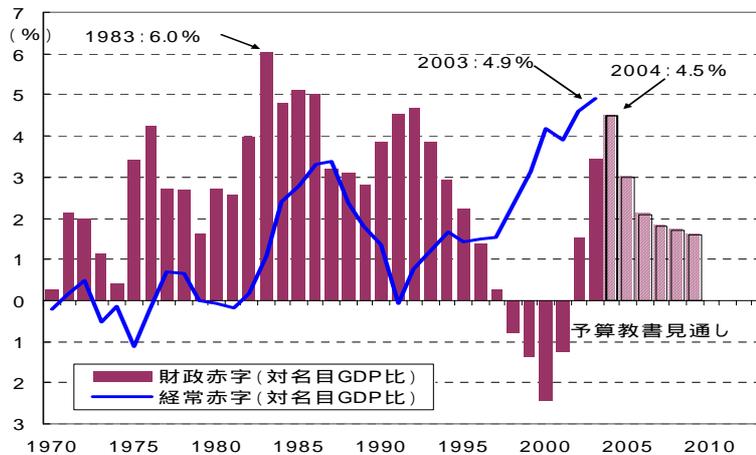
〔双子の赤字〕

一段の拡大を見せる「双子の赤字」

選挙や景気面への影響から雇用動向に注目が集まっているが、中長期的に注目されるのが「双子の赤字」であろう。先月発表された予算教書では 2004 年度の財政赤字がこれまでの最高額である 5210 億ドルに達するとの見通しが示される一方で、時限立法の現行減税策の恒久化を主張する等、大統領選挙もあって財政赤字への取り組みは後回しにされた感がある。

もう一つの経常赤字についても、先日、2003 年年間で 5418 億ドルと過去最高額を更新したことが発表された。こちらは金額に加え、対名目 GDP 比でも最高水準となった。資金面では、上記の財政赤字の拡大により、海外からの資本流入をほぼ同規模の財政赤字が吸収してしまう構図となっている。現状では、低インフレの中で、金利は歴史的な低水準にあるが、今後、景気が一層の拡大を続けるのであれば、政府との資金調達面でのバッティングを懸念して金利が跳ね上がるリスクを抱えていることとなる。「双子の赤字」の経済への影響の大きさを考慮すれば、中長期的に解決すべき問題とはいっても、早急な対策が望まれよう(図表 12)。

(図表 12) 「双子の赤字」の推移



(資料) 商務省、予算教書、財政赤字は年度。

## < 今後の米国金融市場 >

(担当：熊谷)

### 長期金利シナリオ

長期金利の想定フェアバリューについては、前回見直し(12/19)と特に変更はなく、10年国債利回りを見て3%半ば~4%近辺、但し、循環的な景気回復局面の下では、想定したフェアバリューの上限(4%)近辺で推移を続ける可能性が高い、との見方を維持した。

このシナリオは、昨年9月から維持してきたものであるが、前回見直しで言及した「イールドカーブがブルフラット化する可能性も排除

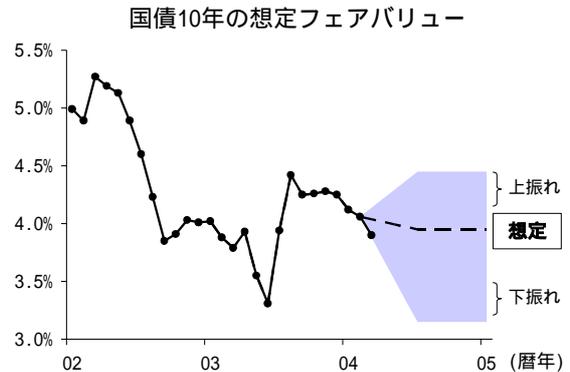
できない」との視点も含め、現状の米国債券市場は、概ねシナリオ通りの展開が続いているものと思われる。

1年前の春~夏にかけて、イラク戦闘が終結した4月以降も世界的なデフレ懸念の増大を背景に、各国の債券市場で長期金利が低下した。その結果、10年国債利回りで見れば、円金利が一時0.5%を割り込み、米金利も3.0%近くまで低下した。当時の内外債券市場の動きに対し、イールドカーブの形状やスプレッド物を含む債券市場全体から判断する限り、円債市場ではリスクに見合う収益機会が喪失したように見受けられたことから、バブル的要因が含まれている点を指摘した。一方、当時の米国債券市場は、クレジットあるいはMBSの対国債利回りスプレッドが比較的魅力的な水準を有していたこと、また、イールドカーブを分解して見れば、必ずしもカーブ全体が過度の下振れを起こしていないことをポイントに、「FRBの利下げが正当であると判断するのであれば、利下げ一巡により金利低下が一服する可能性こそあれ、単に歴史的観点から10年=3%台の長期金利が「水準的に低過ぎる」とも言えないのではないだろうか、と結論付けた(7/7エコノミストの眼「債券バブルの可能性を考える」参照)。

その後、米国ではデフレ懸念が後退し、むしろ景気加速に伴うインフレ期待の増大から、夏場に一時4.6%まで急騰するなど、我々が想定していた以上に米長期金利が上振れた。しかし、結局は低インフレの持続や雇用回復の遅れなどを背景に、FRBが低金利政策を続けたことで、年後半は逆に「過度の金利上振れ」が修正される展開となった。その結果、米長期金利が当面のフェアバリューとして想定される水準に回帰してきた点については、先月の当レターでも述べた通り

#### 米国主要金利の見直し

|           | 単位    | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2003年 |      |      |       | 2004年 |      |      |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
|           |       |       |       |       | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 |
|           |       | (実)   | (実)   | (予)   | (実)   | (実)  | (実)  | (実)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   |
| FFレート誘導目標 | 期末(%) | 1.25  | 1.00  | 1.00  | 1.25  | 1.00 | 1.00 | 1.00  | 1.00  | 1.00 | 1.00 | 1.00  |
| 国債10年金利   | 平均(%) | 4.6   | 4.0   | 4.0   | 3.9   | 3.6  | 4.2  | 4.3   | 4.1   | 4.0  | 4.0  | 4.0   |

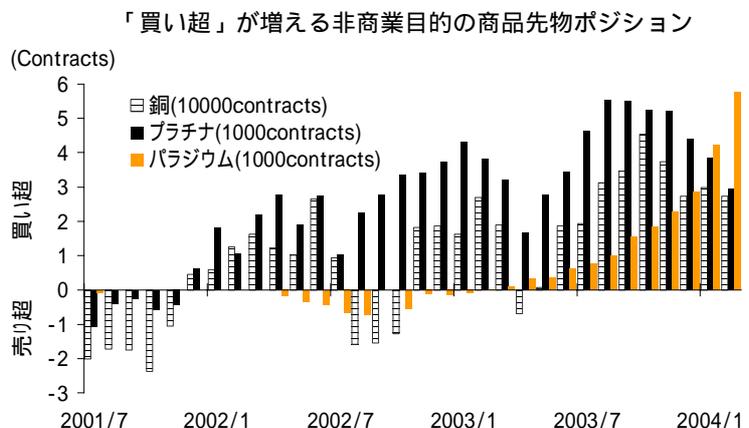
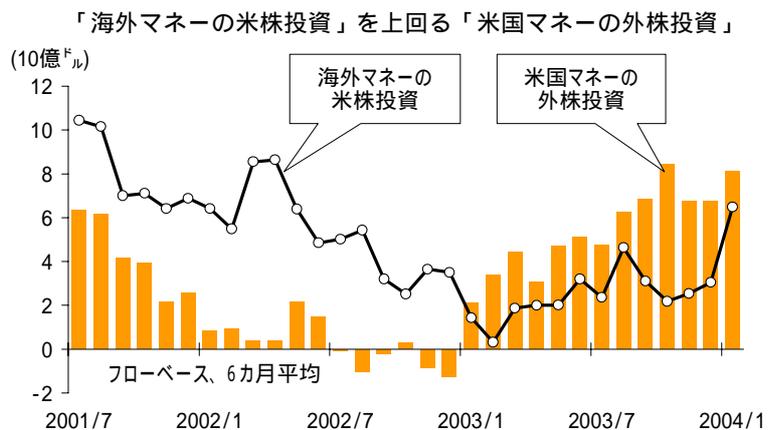
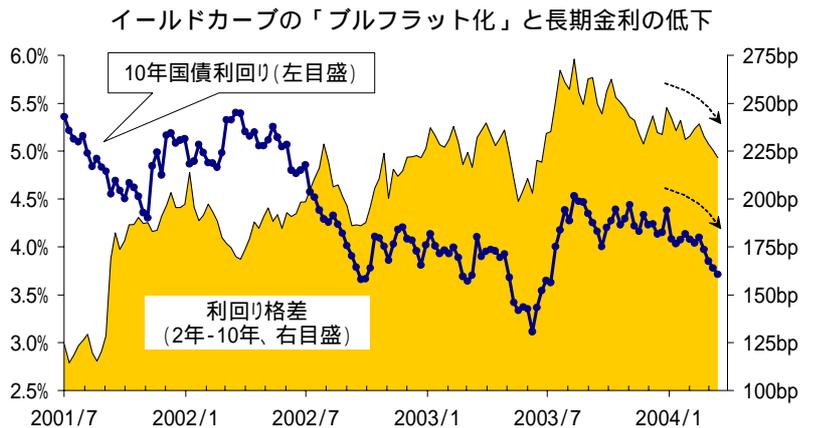


である（2/19 米国経済・金融号 P7-8「落ち着きどころに戻ってきた長期金利」参照）。

最近では、日本や中国などアジアの中央銀行が為替介入を通じて米国債を購入していることが、米金利を必要以上に引き下げており、「米金利は低すぎる」との認識から、米国債券市場におけるバブルが指摘されている。たしかに、為替介入を通じてアジア各国中銀が買い上げたドルが、米国債購入に向かっている点は、否定できないだろう。しかし、こうしたアジア資金が多額の米経常収支赤字を穴埋めしながら、ファイナンス面から下支えることで、米国経済の安定に寄与している部分もあると思われ、その結果として、米国株高が維持されている点も指摘できよう。さらに、米国に流入した資金の一部が米国以外の投資対象に振り向けられることで、日本株を含む世界的な株高、あるいは商品市況の上昇につながっている可能性も考えられよう。

商品市況の高騰については、世界的な景気回復に伴う一次産品の需給逼迫がその背景にあるとされている。しかし、2000年にカリフォルニア州のエネルギー危機を引き起こした、90年代末のエネルギー価格高騰を振り返っても、当時は単純に実体経済面から見た需給逼迫や州政府の規制などが、その主な原因とされてきたのに対し、昨年3月に米連邦エネルギー規制委員会が報告したとおり、実際にはエンロンなど一部エネルギー会社による市場操作も指摘されている。このような点を勘案すれば、現状の商品市況高も100%世界経済の回復のみに帰結しているとは断言できまい。

したがって、仮に米国債券市場のバブルに言及するのであれば、世界の株価や商品市況について



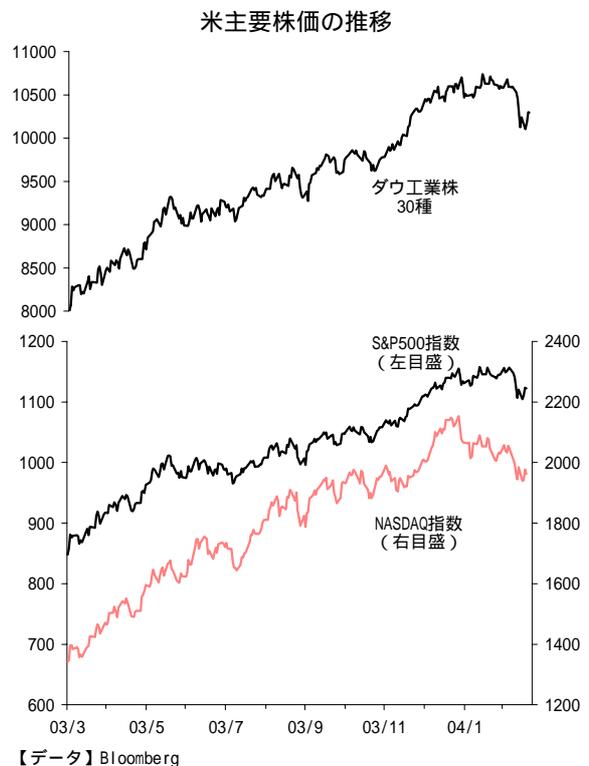
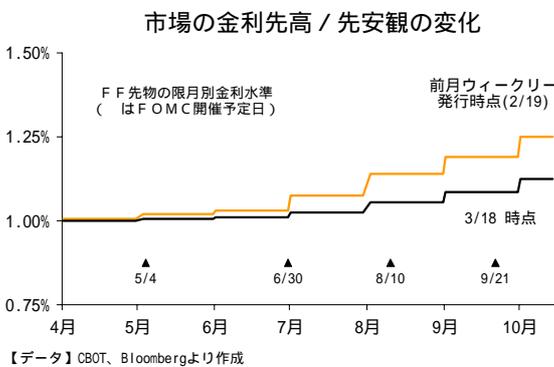
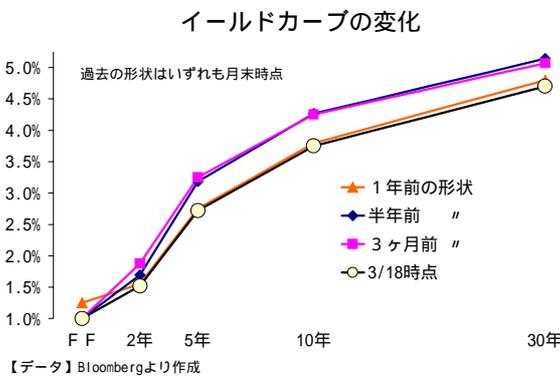
(資料) Bloomberg、米財務省、CFTC

も、そのバブル性を指摘すべきだろう。すなわち、様々な性格の資金（官・民、国内・外）が入り交じった現状の金融市場において、為替介入資金を通じた米債購入という資金の「ひとコマ」のみを取り上げ、他市場とは独立した視点で「米長期金利は低すぎる」と考えることはできないのではないだろうか。

### 最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、1月雇用統計における雇用者数の増加が市場予想を下回ったこと（2/6）や、2/11-12に行われた議会証言でグリーンズパンFRB議長が期待されたほど金融政策運営に強気の姿勢を見せなかったことで、利上げ観測が後退した。ただし、レイオフ者数や新規失業保険申請件数の減少を背景に、雇用改善期待が根強く残ったことから、金利低下余地も限られ、長期金利（10年国債）は4.0%近辺で揉み合う展開が続いた。しかし、3/5に発表された2月雇用統計においても、雇用者数が再び市場の期待を裏切る小幅増にとどまると、雇用環境改善の遅れに対する失望から、長期金利が一時、昨年7月上旬以来となる3.6%台まで低下した。

「低金利は株価にとってプラス」と捉えてきた株式市場では、これまで利上げ観測が後退するたびに株高が実現していた。しかし、3月雇用統計以降の金利低下局面では、金利先高観の後退よりもむしろ雇用回復の遅れが懸念されたこと、また、スペインでのテロ事件（3/11）が嫌気されたことから株価は軟調推移に転じ、NASDAQ指数が2000ポイントを下回る展開となった。



(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)