

# 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 ~ “景気持ち直しの兆し” に注目

### < 米国経済の動き >

・7-9月期実質GDPが3.7%と発表されたものの、自動車販売急増等の一時的な消費支出の押し上げによるところ大と見られ、消費や景気については、減税効果剥落の中、原油価格上昇と金融緩和政策転換による持続的な利上げ等から、鈍化局面にあるとの見方は根強い。ただし、10月の雇用者が急増し、鉱工業生産や自動車販売除きの小売売上高が堅調推移を辿るなど、景気の底堅さを窺わせる指標も見られ、ピークアウトの動きを見せている原油価格の動向と並んで、今後の景気を占ううえで注目されることである。

### < 米国金融市場の動き >

・雇用者数の大幅増や、FRBの利上げ方針継続が確認されたことで、米国金融市場では一旦後退していた年末以降の利上げ観測が再び高まった。にもかかわらず、長期金利は小幅上昇にとどまっている。

・「緩やかな利上げ」と「イールドカーブのフラット化」が続く状況下では、10年国債利回りの当面の落ち着きどころは4%台になると思われ、長期金利の大幅な上振れを期待した投資行動を取るの難しいだろう。

大統領選終了後、株式市場は年初来高値を更新



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)

### 7-9 月期成長率は、年率 3.7% に上昇

#### ~ 自動車販売等、耐久消費財の急増が消費支出を押し上げ

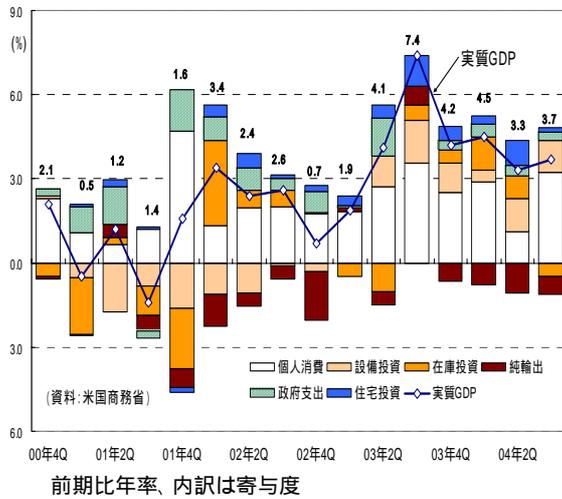
大統領選挙直前に発表された 7-9 月期の実質 GDP は 3.7% (前期比年率、以下同) と 4-6 月期 3.3% から上昇した。市場の予測 (4.3% 程度) ほどの伸びは見せなかったものの、3.7% という成長率水準は景気堅調を示すものと言え、景気回復を目指して大型減税に注力してきたブッシュ政権の経済政策信認への一助をもたらす結果となった。GDP 上昇の要因としては、自動車を中心に耐久消費財が急伸 (前期の 0.3% 16.8%) し、消費支出全体でも同 4.6% (前期は 1.6%) と 2003/3Q 以来 1 年ぶりの高成長となったこと、設備投資が同 11.7% (前期は 12.5%) と好調を維持したこと、等が挙げられよう (図表 1)。

しかし、消費上昇をもたらした自動車販売急増は、インセンティブ販売の拡大による一時的な増加に終わる可能性が強く、原油価格が依然高水準にあり、持続的な利上げが続く等、消費を取り巻く環境が好転しているとは言えない。その他の需要項目でも、住宅投資は同 3.1% (前期 16.5%) と伸び率を急低下させ、在庫の寄与度は 0.5% (前期 +0.8%) と 5 四半期ぶりにマイナスに転じ、純輸出は寄与度 0.6% と前期 (1.1%) よりマイナス幅が縮小したものの 4 四半期連続のマイナスとなっており、今後、消費支出が低下に向かうと成長率も追隨して鈍化推移を辿ると思われる。

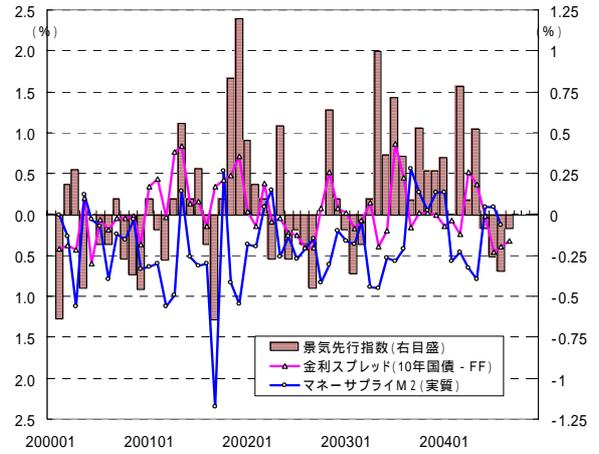
また、9 月景気先行指数を見ると、金利スプレッドの縮小等が影響し 4 ヶ月連続で前月比下落を見せた。一般的には 3 ヶ月以上連続の下降は景気の転換点を示すことが多いと言われており、景気先行きへの懸念材料として注目を集めているが、今のところ、発表元のコンファレンスボードでは、「4 ヶ月連続の下げとは言え、景気拡大に終止符を打つには下落幅が小さい」とコメントしている (図表 2)。

このため、強めの GDP の発表にもかかわらず、景気の先行きへの懸念は払拭できない状況にある。当面、1 バレル 40 ドル台に低下してきたとは言え依然として高水準にある原油価格動向と、その消費への影響が注目される。減税効果剥落の中で、可処分所得は既に 7-9 月期の伸びが急低下 (前期比年率で 4-6 月期 5.6% が 2.5% へ) しており、ガソリン価格上昇、FRB の持続的な利上げ等が重なって、個人消費環境の悪化に繋がっている。来年にはブッシュ政権の二期目が始まるが、巨額の財政赤字を前にこれ以上の景気刺激策には手詰まりな状況にあり、高水準の原油価格が持続している間は、景気動向にも強気にはなりにくい。こうした中で、10 月の雇用急増が注目されるが、ハリケーン復興需要の要因等が加味されており、なお、今後の推移を注視していく必要があると思われる。

(図表 1) 実質 GDP の寄与度別内訳と推移



(図表 2) 米国：景気先行指数の推移

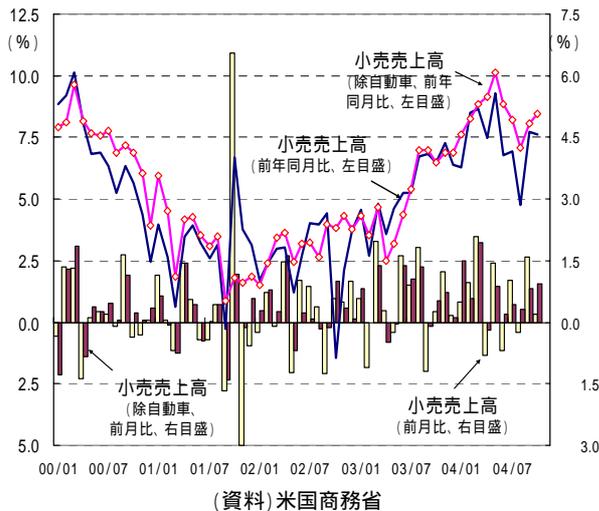


(消費の動向)

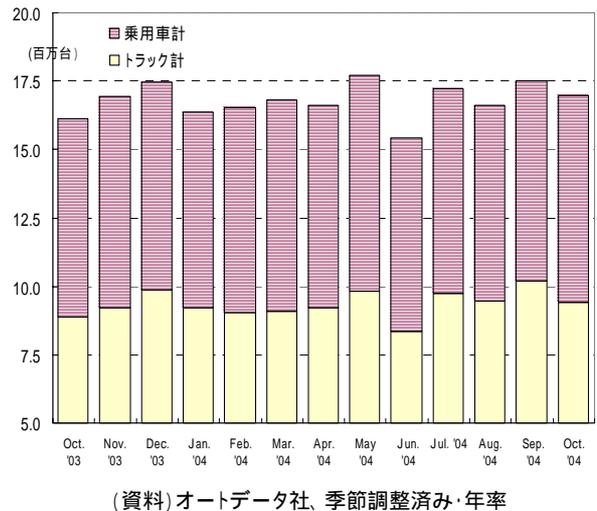
**自動車除きの小売売上高が堅調**

10月の小売売上高は、自動車販売減(前月比 2.2%増)の影響を受け、前月比+0.2%増(9月は同+1.6%増)と伸び率を縮小させた。一方、変動の大きい自動車を除いたベースでは前月比+0.9%増と堅調だったが、これには価額上昇に伴うガソリン販売増(同+4.3%増)の影響が含まれており、自動車とガソリンを除くと前月比+0.5%増となる。その他の項目別の動きでは、衣料品等(同+3.0%増) 飲食店(同+1.0%増) 一般小売店(同+0.9%増) 等が堅調な動きを見せた。なお、前年同月比では、小売売上高全体で+7.6%増、自動車除きでは+8.5%増となった(図表3)。

(図表 3) 米国：小売売上高の推移



(図表 4) 米国：自動車販売の推移



10月自動車販売は、台数ベースでは年率 1696 万台(オートデータ社)とインセンティブ販売の影響が大きかった9月(同 1751 万台)から減少した。内訳では、トラック(SUVを含む)

が同 943 万台（9 月は同 1018 万台）に落ち込む中、乗用車が同 753 万台（9 月は同 733 万台）と持ち直した(図表 4)。

(景況感)

### 消費者マインド指数等の反転からクリスマスセールへの期待も

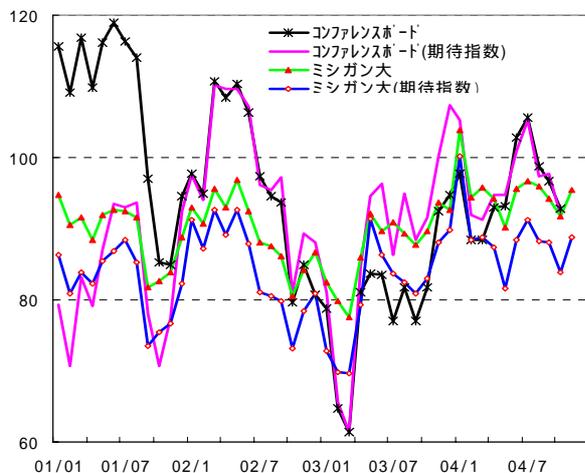
11 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、95.5 と 10 月 91.7 から上昇した。内訳では、現況指数が 106.2（10 月 104.0）、期待指数が 88.7（10 月 83.8）といずれも上昇を見せた。原油価格高止まりにもかかわらず、大統領選挙が終わり政治的な不透明材料が剥落したこと、10 月の雇用統計が好調であったこと等が好影響したものと思われる(図表 5)。

前記の自動車販売除きの小売売上高堅調に加え、消費者マインドが反転したことから、来週の感謝祭（25 日）後からスタートするクリスマスセールへの期待が高まりつつある。ICSC(国際ショッピングセンター協議会)では、当シーズンの売上げ予想を前年比+3.0~4.0%増（11・12 月の米国チェーンストア売上げ）としており、平年並み（過去 10 年間の平均は+3.3%）から、堅調だった昨年（同+4.0%）を視野に入れたものとなっている。

企業のセンチメントを示す I S M 製造業指数(10 月)は 56.8 と前月の 58.5 から下落し、過去 13 ヶ月で最低の水準となったが、景況感の分かれ目である 50 は 17 ヶ月連続で上回った。構成指数では、生産指数（前月差 2.7）、雇用指数（同 3.3）、在庫指数（同 2.8）等の低下が見られた。

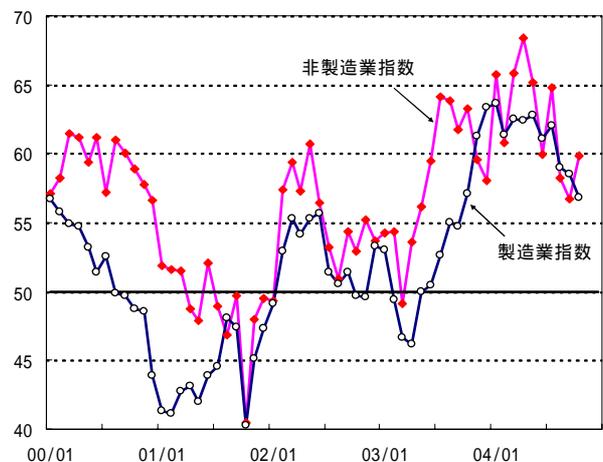
一方、I S M 非製造業指数（企業活動指数）は 59.8（前月 56.7）と反転した。非製造業部門では、在庫指数が下落したのを除けば、受注・雇用等、多くの指数で上昇を見せた。10 月 ISM 指数の動きは、単月では製造業と非製造業で明暗を分ける形となったが、中期的には春先をピークとした低下傾向にあると言えよう(図表 6)

(図表 5) 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 6) 米国：I S M 指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

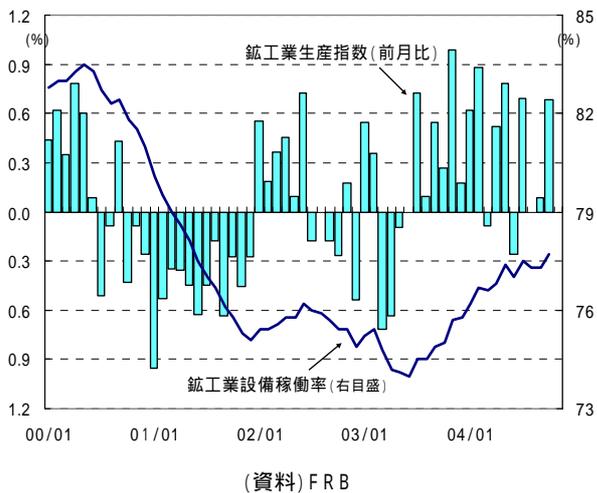
(生産・雇用の動向)

### 10月鉱工業生産指数が予想を上回る回復

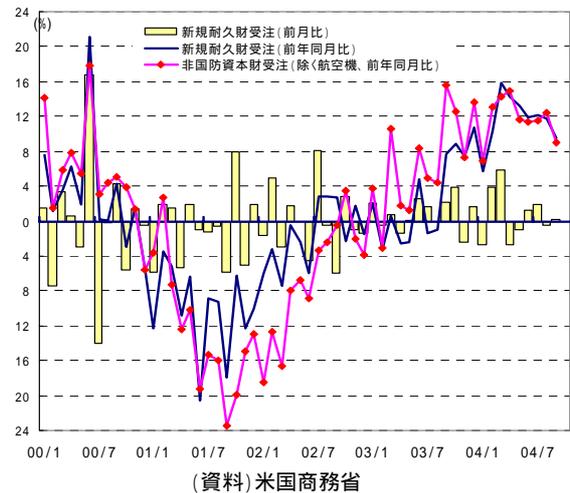
10月の鉱工業生産指数は117.6と前月比+0.7%上昇し、市場の予想(+0.4%)を上回り7月以来の上昇幅を記録した。製造業でも同+0.7%増となり9月の下落(同-0.3%減)から上昇に転じた。主要業種では、自動車が9月-1.3%減から+2.3%増へと反転した他、電力(同+1.0%増)が続伸した。

一方、10月の稼働率は77.7%と前月より+0.4%ポイント上昇し、製造業耐久財で73.6%(9月73.2%)、非耐久財で79.4%(9月79.0%)となった。なお、業種別では、自動車(9月79.5→81.1%)、電力(9月86.1→86.9%)等で上昇が見られたが、ハイテク産業は66.5%(コンピュータ等73.5%、通信機器54.3%、半導体等70.9%)と5ヵ月連続での下落が続いた(図表7)。

(図表7) 米国：鉱工業生産と稼働率



(図表8) 米国：新規耐久財受注の推移



9月製造業の新規受注は前月比-0.4%減(8月は同-0.3%減)と連月の減少となった。内訳では、国防資本財の受注が同+25.9%と急増するなど国防関連の受注増が目立ったため、国防関連の受注を除いたベースで製造業受注を見ると同-1.0%減と減少幅が拡大する。また、耐久財と非耐久財に分けると、非耐久消費財受注が同-1.6%減と減少が大きかった一方、耐久財の新規受注については同+0.2%増と8月の-0.5%減から反転している(図表8)。

一方、前年同月比ベースで見ると、耐久財受注は+9.6%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+9.0%増といずれも伸び率を低下させ減速傾向が窺える。設備投資は、4-6月期以降GDPベースで二桁の伸び率を見せているが、前記の企業景況感の低下に加えて受注減速の動きが続くのであれば、年末に期限を迎える税優遇措置の剥落する来年以降は、伸び率が低下していくものと思われる。

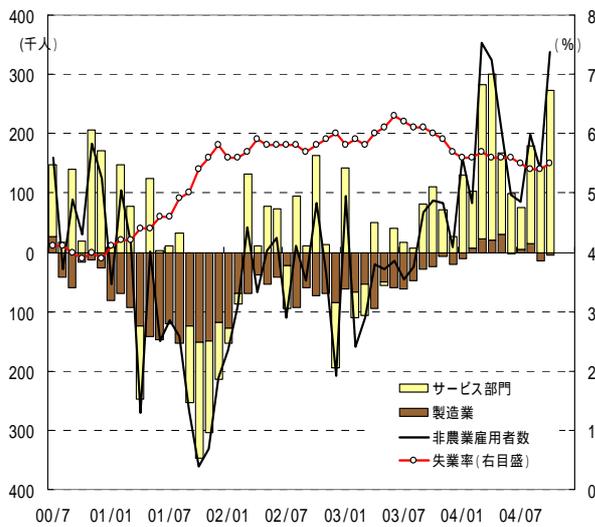
### 10月非農業事業部門雇用者は、3月以来の大幅増

10月の非農業事業部門雇用者数は、前月比33.7万人増と市場予想(17.5万人程度の増加)を大幅に上回り、3月(35.3万人増)以来の大幅増となった(図表9)。

内訳では、生産部門が同+6.5万人増で、うち製造業が0.5万人減、建設業が+7.1万人増となった。サービス部門は同+27.2万人増で、業種別に見ると人材派遣業を含む専門・事業サービスが+9.7万人増、教育・健康サービス等が+6.2万人増、政府部門で+4.1万人増となった。なお、建設業の急増については、ハリケーンの影響を受けた地域の復興に伴う雇用増が指摘されている。また、低下傾向が続いていた失業率は5.5%と9月から0.1%上昇し、本年3月以来の上昇となった。

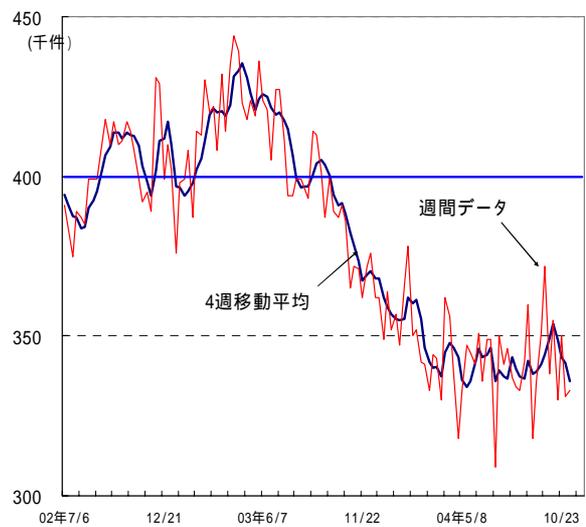
毎週発表される新規失業保険請求件数は33.3万件(11/10発表分)と前週比+0.2万件増加したが、2003/10月以降、雇用改善の分かれ目とされる40万件を下回っている。また、4週移動平均では33.6万件と本年7月以来の低水準となり、雇用の回復方向を強めたものとなっている(図表10)。

(図表9) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料)米国労働省

(図表10) 米国：新規失業保険請求件数



(資料)米国労働省

## < 米国金融市場の動き >

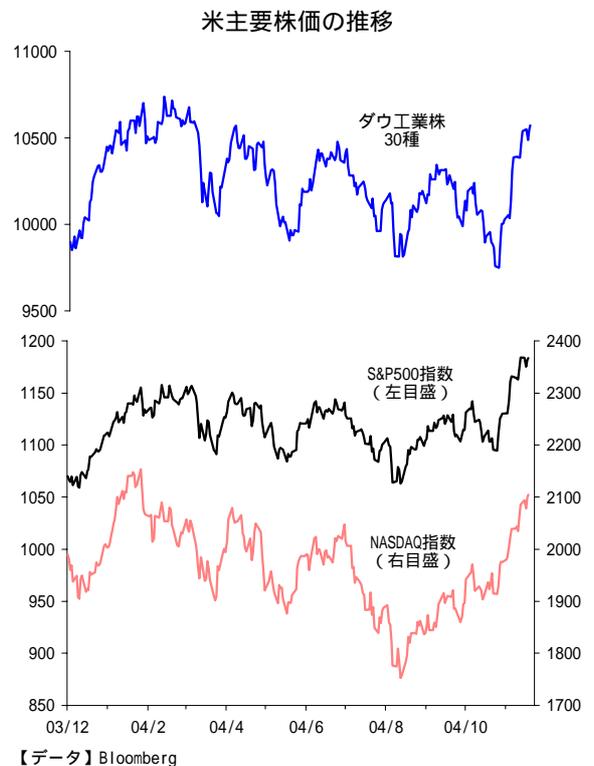
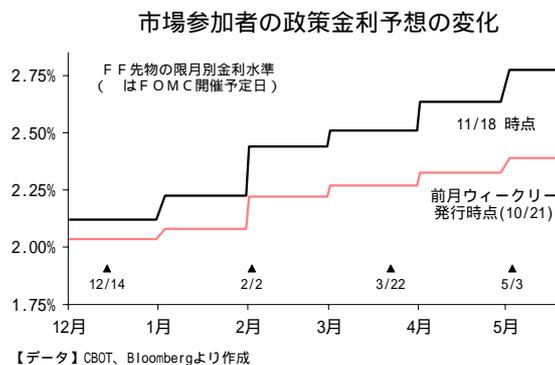
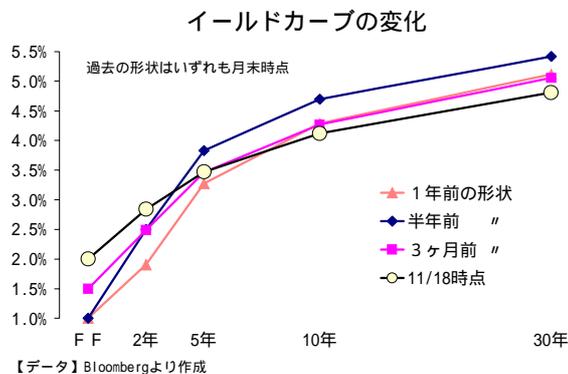
(担当：熊谷)

### 最近の米国金融市場の動き

10月に入り、原油価格が連日最高値を更新する中、米国金融市場では原油高の悪影響に対する懸念が一段と強まった。その結果、ダウ工業株が1万ドルを割り込むなど、主要株価の下落基調が強まり、長期金利（10年国債利回り）は4.0%を割り込んだ。その後、米国の石油在庫増加などを背景に原油価格が下落に転じるとともに、大統領選でブッシュ大統領が再選（11/2）されると、目先の不透明要因払拭から買い安心感が高まったことで主要株価は大幅高となり、S&P500種株価指数が年初来高値を更新した。さらに、11/5に発表された雇用統計で、雇用者数が対前月33万増と市場予想を大幅に上回ると、株価は一段高となった。債券市場では、株高や景気の先行き不安後退などを背景に金利上昇圧力が強まり、長期金利は4.2%台まで上昇した。とりわけ、雇用環境の改善が続けばFRBの利上げは当分続くとの見方が強まったことで、長期債よりも金融政策に敏感に反応しやすい短期債が相対的に売られたため、イールドカーブのフラット化が一段と進んだ。

### 「緩やかな利上げ」+「イールドカーブのフラット化」= 長期金利上昇は限定的

11/5に発表された雇用統計で雇用者数が予想以上に増加し、11/10のFOMCで「慎重なスタンスでの利上げ継続」との方針が示されたのを受け、米国金融市場では一旦は後退していた年末以降の



利上げ観測が再び高まった。その結果、雇用統計前の「12/14のFOMCでは利上げは見送られるのではないか」との見方は払拭され、現状は「来年には2%台後半まで利上げが行われる」との見方が優勢となっている。しかも、前述のように原油価格の反落などを手掛かりにS&P500指数が年初来高値を更新するなど、ここにきて株式市場が好調だ。

このように金利上昇要因が日増しに増えてきたにもかかわらず、長期金利の反応は相変わらず鈍い。長期金利については、10年国債利回りが夏場に5%近い水準で推移していた頃に比べ、11/17現在で4.1%と低水準にあることから、今後は金利の上振れに対する注意が必要と考えることもできよう。しかし、イールドカーブの形状からすれば、夏場の水準が行き過ぎたものであり、むしろ現状のほうが落ち着きどころに近い水準にある、と見ることも可能だ。例えば、国債利回りで見ると2-10年スプレッドは、グリーンSPAN議長就任以降(1987年～)の平均的水準は100bp前後であるが、現在は約130bpとなっており、年初～夏場の水準(最大250bp)に比べて平均に近い水準に位置している。加えて、FF金利と2年国債利回りのスプレッドについても、現状では80bp程度となっており、2-10年スプレッド同様、夏場(最大190bp)に比べて1987年以降の平均的水準(50bp)に回帰する方向に向かっている。

あとは、FRBがどこまで利上げを続けるか、すなわち政策金利の落ち着きどころが気になるところだ。仮に市場が現在想定している程度の水準(2%台後半)で、FRBが指摘する「緩和的な状態」が一旦解消されるとすれば、イールドカーブの平均的水準と短期金利から求められる長期金利(10年国債)の落ち着きどころは、以下の通り4%台になろう。

$$2\% \text{台後半(FFレート)} + 50\text{bp(FF-2年スプレッド)} + 100\text{bp(2-10年スプレッド)} = 4\% \text{台}$$

ちなみに、民間予測機関のコンセンサスを使って、来年(2005年)の予測値に関する年初時点からの修正の推移を見ると、成長率や物価(GDPデフレーター)については、年初の予測値に比べて特段大きな修正が見られない一方で、長期金利のみ大きく下方修正されていることが、右表からも見てとれる。

今後、経済指標全体の予測が上方修正されることで、長期金利の予測値が再び上振れることも考えられよう。しかし、少なくとも実体経済や短期金利に対する見方がほぼ不変であったにもかかわらず、長期金利のみ水準訂正が進んだ点を見ると、年初～夏場にかけての長期金利の予測水準が、やや高すぎた可能性はあろう。

財政収支の悪化が続く中、各国中銀をはじめとした海外勢による米国債の買い支えがどこまで続くのかといった不安、経常

年初から最も見通しが修正されたのは長期金利  
(2005年予測に関するコンセンサスの変化)

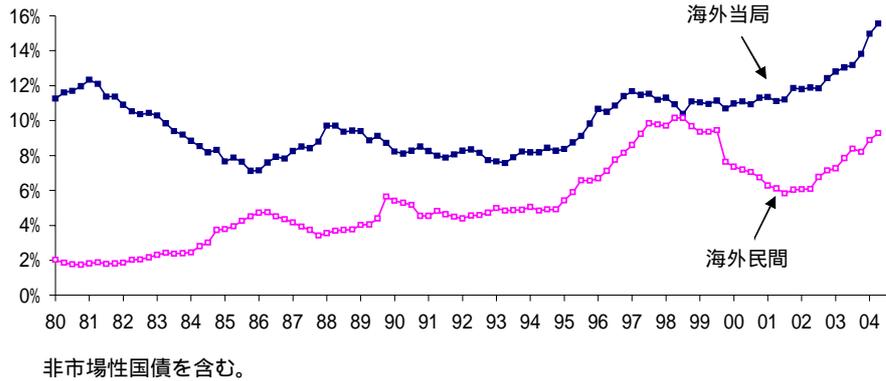
	実質GDP	デフレーター	長期金利
1月時点(年初)	3.7%	1.7%	5.4%
2月時点	3.7%	1.6%	5.3%
3月時点	3.8%	1.6%	5.2%
4月時点	3.8%	1.6%	5.1%
5月時点	3.8%	1.7%	5.2%
6月時点	3.7%	1.9%	5.4%
7月時点	3.8%	2.0%	5.5%
8月時点	3.7%	2.1%	5.3%
9月時点	3.6%	2.0%	5.1%
10月時点	3.5%	2.0%	5.0%
11月時点(直近)	3.5%	1.9%	4.8%
年初と直近の差	-0.2%	0.2%	-0.6%

長期金利は10年国債利回り。

(資料) ブルーチップ

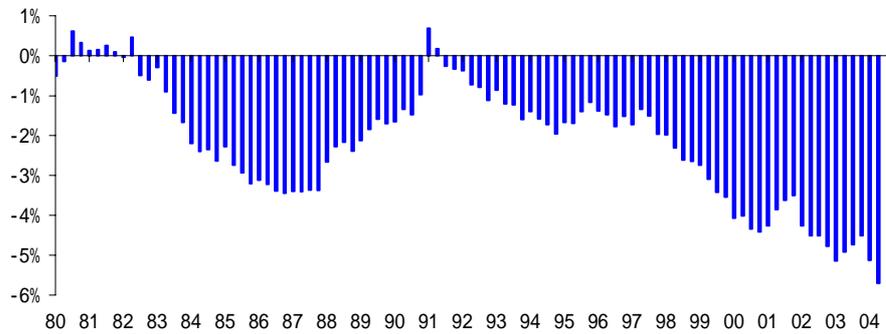
収支赤字の拡大、ドル安の加速など、長期金利の上振れにつながる要因が完全に払拭されたわけではない。しかし、「3%半ばの成長と2%弱の物価上昇」といった実体経済のイメージに加え、「緩やかな利上げ」と「イールドカーブのフラット化」が続く状況下では、10年国債利回りが4%台にとどまることに大きな違和感はないことから、上記リスク要因を抛りどころに、長期金利の大幅な上振れを期待した投資行動をとるのは、現状では難しいと思われる。

海外による米国債保有比率



(データ) FRB、米財務省

米国経常収支の対名目GDP比



(データ) 米商務省

(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)