海外経済金融・米国

厳しさが続く米国景気と金利低下・ドル安の動き

要　　旨

・雇用減少・生産減少等が示すとおり、景気の現状は厳しい。

・FRB のディスインフレに対する警戒感の表明をきっかけに、長期金利が急低下した。金利低下とドル安による景気下支え効果が期待されている。これまでのところ、ドル安は企業収益増加に一定の貢献をしたが、需要を大きく盛り上げるような効果をもたらしてはいない。

・足下での株価上昇は、主として企業のリストラ効果、イラク戦争に伴う一時的な需要増加、ドル安に伴う為替換算上の収益増加が反映されたもので、必ずしも需要の安定的拡大に基づいたものではない。

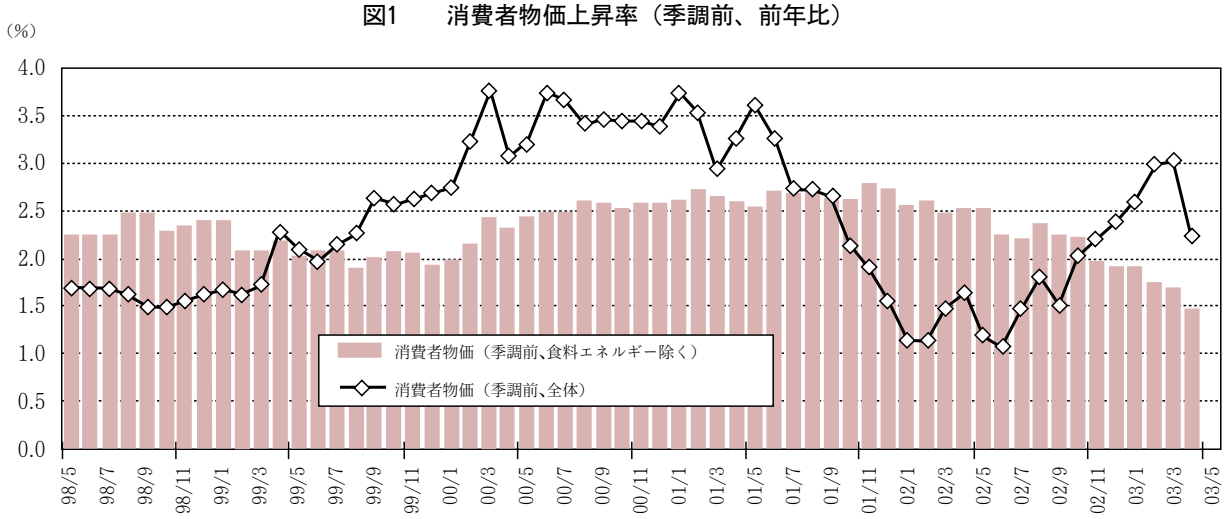
厳しい景気の現状

景気の現状の厳しさを示す指標の発表が相次いでいる。4 月の失業率は 6.0%と対前月で 0.2 ポイント上昇し、非農業雇用者数は前月比（季調済、以下同じ）▲4 万 8 千人となった（3 ヶ月連続の減少）。次に 4 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.5%となった（2 ヶ月連続の低下）。また 4 月の住宅着工件数は前月比▲6.8%となり、これまで景気を下支える役割を果たしてきた住宅投資も勢いを失っている。

ディスインフレの進行と FRB の警戒感

こうした冴えない景気指標に加え、FRB のディスインフレ（物価上昇率が鈍化していくこと）に対する警戒感の表明を背景に、長期金利の低下が加速している。5 月 6 日の FOMC（連邦公開市場委員会）の声明文では、今後数四半期における経済が内包するリスクについて「持続的経済成長達成に関するリスク」と「物価安定に関するリスク」を分けるという異例の形で、「インフレ率上昇よりも低下の可能性のほうが大きい」と記されていた。過去の FOMC の声明文を調べてみると、「物価安定のリスク」は全てインフレ率上昇の意味で使われており、ディスインフレの意味で用いられたのは今回が初めてである。また 5 月 21 日の FRB グリーンスパン議長証言でも、同様にディスインフレのリスクについて触れられていた。

図1　　消費者物価上昇率（季調前、前年比）



資料：米国労働省

では、物価の現状はどうであろうか。図１は消費者物価上昇率（前年同月比）の推移である。全体指数はエネルギー価格等の影響を受け比較的大きな変動をしているが、価格変動が激しい食料とエネルギーを除いた指数の上昇率（いわゆるコアインフレ率）は、2002 年年初より緩やかながらほぼ一貫して鈍化している（直近の 2003 年 4 月は 1.5%）。これをさらに詳しくみると、物価下落の代表格は技術革新が著しいコンピュータ（▲17.7%：2003 年 3 月時点での前年同月比、以下同じ）、TV セット（▲12.3%）である。この他、製品の国際競争が展開されている衣料品（▲3.6%）、新車（▲1.5%）の価格も下落している。一方で物価上昇している品目は、地政学的リスクにより一時的に上昇したエネルギー以外では、自動車保険（8.9%）、大学授業料（7.3%）、ケーブル TV（5.2%）、託児所（4.6%）、医療（4.3%）等サービス分野が中心である。このようにサービス価格が下がりにくいため、現状では物価が持続的に下落するデフレが起きる可能性は小さい。しかし、ひとたびデフレに陥ると脱出が困難であるため、FRB は現在進行中のディスインフレを何とか食い止めようとしている。

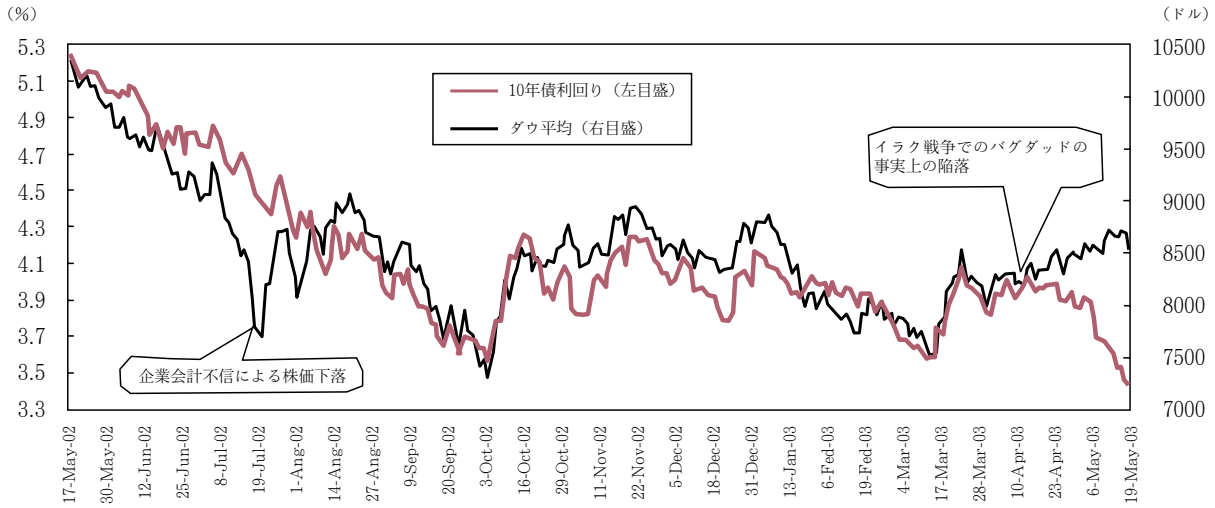
景気浮揚効果が期待されている金利低下とドル安

FRB のディスインフレに対する警戒感表明により、長期金利が大幅に低下し、対イラク開戦直後の上昇を帳消しにした（図２）。同時に、2002 年秋より徐々に進行していた米ドル実効為替レート（貿易量で国毎の比重を付けて計算した為替レートの総合指数）の下落が加速した（図３）。過去の事例からみても長期金利（正確には名目金利から物価上昇率を差し引いた長期実質金利）と米ドル実効為替レートの間には概ね相関関係が認められる。

従来、米国はドル安政策を採れないという見方が多かった。経常赤字ファイナンスのために外国投資家から債券に投資してもらう必要があり、ドル安が進行すると、為替差損を回避したい外国投資家が米債を売却し、長期金利が上昇することで景気が打撃を受けるからである。しかし、スノー財務長官の為替相場をめぐる発言が「ドル相場がより安い水準にあるときには輸出が促進される」（5 月 11 日）など、ドル安容認とも受け取れるようなトーンになってきており、米国当局の強いドル政策に微妙な変化があったと解釈することも可能になっている。

こうした情勢変化の背景を推測すれば、景気浮揚策が一種の手詰まり状態にあり、長期金利低下とドル安の景気へのプラス効果に改めて目が向けられたということになろう。短期金利の下げ余地は乏しい（FF レート誘導水準は現在 1.25%）。またブッシュ政権の経済対策（総額 3,500 億ドル、配当課税軽減・所得税減税前倒し等）が大筋合意となったが、その景気浮揚効果を疑問視する声もある。

図2　株価と長期金利の推移



資料：データストリーム

では、金利低下・ドル安は米国景気回復の決め手になるのであろうか。ここでこれまでの株価の推移をみてみよう。過去数年間にわたり株価と長期金利の動きはほぼ連動していたが、4 月末頃から長期金利が低下する一方で株価が上昇するという現象が起きている（図２）。足下の景気指標は総じて不振であるにもかかわらず、株価が上昇している理由については、業種毎の株価動向から探る必要がある。ここ 2 ヶ月程の株価を主に牽引したのは、ハイテク・金融・軍需・エネルギー関連産業の株である。ハイテク産業は、売上が伸び悩んでいるものの人員削減や事業再編等のリストラ効果により収益力を向上させた。金融機関では金利低下と好調な住宅ローンが、軍需産業では国防予算拡大に伴う兵器大量受注が、エネルギー産業（特に石油会社）では、石油・ガス価格の上昇が増益の要因となった。

2001 年秋以降進行したドル安の恩恵により利益を増加させたのは、主として外国で営業展開している多国籍企業である。例えばマクドナルドは 4 月に欧州での売上を前年比 19%伸ばしたが、これは売上数量がそれだけ増えたのではなく、ドル安によりユーロ建て売上高を為替換算した結果、米ドル建て売上が増加し、これが利益増加につながった。他にも多国籍営業展開をしているコカコーラや P&G（日用雑貨生産）等も、同様の理由で増益を記録し、株価を上昇させている。一方自動車・鉄鋼など製造業も、外国企業に対する価格競争力を強めつつある。

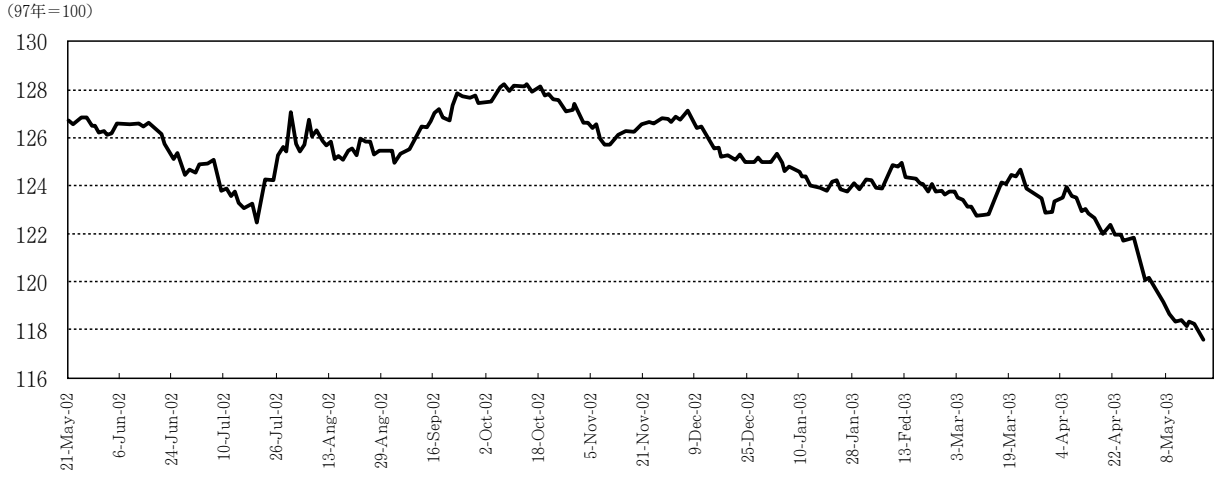
こうしてみると、これまでの金利低下は金融業界を中心に、またドル安は多国籍企業等を中心に、収益増加・株価上昇に一定の貢献をしたと評価できる。しかし需要創出効果という点からみると、ここ数ヶ月の需要増加はイラク戦争という一時的要因に支えられていた側面が大きく、金利低下は住宅投資需要を多少誘発したが、輸出増加等ドル安に伴う需要増加は限定的なものであった。

当面は盛り上がりに欠けるとみられる需要

今後を展望すると、小売売上高の軟調や足下での自動車販売台数の伸び悩みが示しているように、雇用減少や過剰債務是正を背景に既に始まっている個人消費の調整が、今後も一層進むであろう。設備投資も、設備ストック過剰感が解消に向かっていないため、回復テンポは緩やかにとどまろう。また世界景気の現状、つまり欧州・日本等の景気低迷や、一時的とはいえＳＡＲＳの影響でアジア景気が打撃を受けたことを考慮すれば、仮に一層のドル安が進行したとしても、当面輸出を量的に増加させることは容易ではない。

（永井 敏彦）

図3　米ドル実効為替レートの推移



資料：FRB