

海外経済金融・米国

温度差がある米国の株価と実体経済

要 旨

- ・ 金利低下を追い風に、株価の回復が順調である。
- ・ しかし実体経済においては、全般的には必ずしも回復感が明らかになっているわけではない。企業は借入を伴った実物投資には及び腰である。
- ・ その背景の一つとして、小売業を中心とした在庫の積み上がりがある。特に自動車ディーラーでその傾向が顕著である。企業の売上高増加率と在庫高増加率の格差は、景気の先行きと深い関係がある。
- ・ フレディマックの会計問題の影響は現状では限定的だが、同社が住宅ローン市場と深く関わっているため、今後の展開には注目していく必要がある。

低金利を追い風に回復する株価

米国株価の回復が順調である。ダウ平均は6月16日に9,300ドルを超え、企業会計問題で株価が急落した2002年7月以前の水準にまで回復した(図1)。

図1 米国株価の推移 (NYダウ、日次)



2003年5月6日の連邦公開市場委員会 (FOMC) の声明で、好ましくないインフレ率の低下の可能性が触れられて以来、FRBの追加金融緩和期待が高まり、長期金利が急速に低下した。10年国債利回りは3%近くまで低下し、社債利回りもAAA格では5%を下回った。そして、金利低下の恩恵を受けやすい金融機関の株価が中心となり、相場全体を押し上げた。イリノイ州が100億ドルの大型起債で調達した資金の一部を株式投資に振り向けるという事例もあり、「低金利→株価上昇」という構図が明瞭になっている。

必ずしも回復感が明らかではない実体経済

これに対して実体経済においては、イラク戦争終結後の先行き不透明感払拭により一部明るさもみられるが、全般的には必ずしも回復感が明らかになっているわけではない。

企業の景況感を示すISM指数は、5月に製造業・非製造業ともに対前月で上昇した(製造業は4月:45.4→5月:49.4、非製造業は4月:50.7→5月:54.5)。

一方、雇用と生産はほぼ横ばい推移となっている。5月の雇用統計によれば、失業率是对前月0.1ポイント上昇の6.1%となり、非農業雇用者数は季調済前月比▲1万7千人と減少した。5月の鉱工業生産指数は季調済前月比0.1%上昇となった。

景気の弱さを示す指標としては、4月の製造業受注が季調済前月比▲2.9%と減少した。また6月11日発表の地区連銀景況報告(Beige Book)では、各地区の景況感の総合判断は、「経済活動は引き続き弱い。イラク戦争後に消費者・企業のマインドは回復しているが、劇的なものではない。」というものであった。

前述の金利低下にもかかわらず、企業は借入増加を伴う実物投資には及び腰である。5月の商業銀行の商工業向け貸出残高増加率は▲6.5%と、低迷を続けている。その背景には、過剰設備の重みが設備投資を抑制してきたことがあるが、最近ではこれに加えて、企業在庫水準の雲行きがあやしくなっている。

小売業を中心に積み上がる在庫

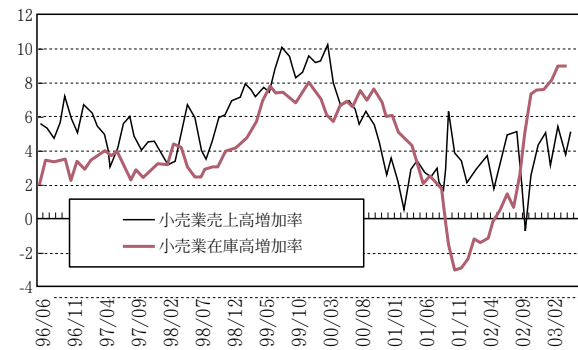
図2は、企業全体の売上高と在庫高の増加率（それぞれ前年同月比）を対照させたものであるが、2003年4月には在庫高増加率が売上高増加率を上回った。企業の売上・在庫統計は製造業・卸売業・小売業の三つの部分に分解できるが、なかでも小売業の在庫高増加度合いが著しく、直近の景気のピークであった99年の水準をも上回っている（図3）。99年の小売在庫高増加は売上増加に対応するための在庫積み増しであった。しかし今回の小売在庫高増加は、売上が伸び悩むなかでの意図せざる積み上がりであることが読み取れる。

図2 企業売上高・企業在庫高増加率（前年同月比）



資料：米商務省

図3 小売業売上高・在庫高増加率（前年同月比）



資料：米商務省

小売業在庫高の増加が著しい最大の要因は自動車在庫である。自動車ディーラーの在庫水準は、ここ数年間1.8ヶ月分前後の販売台数で安定していたが、最近では2.2ヶ月分を上回る水準まで積み上がっている。2001年の秋から2002年にかけては、各メーカーが販売金融子会社を通じて自動車ローンにゼロ金利を適用するなど

の販売促進策が功を奏して、販売台数が大幅に増加する月が少なくなかった。しかし最近では、販売促進策が引き続き行われているにもかかわらず、販売台数が伸び悩んでいる。その理由としては次の三点が考えられる。雇用・所得環境が引き続き厳しい。2001年秋以降の販売促進策により、自動車購入需要が先取りされた。

自動車ローンを信用力がより劣る層にも無理に適用した結果貸倒リスクが高まり、ローン拡大にブレーキがかかった。

企業の売上高・在庫高増加率の関係は、景気の先行きを示唆するものである。図4は図2における企業売上高増加率・在庫高増加率の格差と景気の関連性を示したものである。

図4 企業売上高・在庫高前年比増加率と景気一致指数上昇率



資料：米商務省、Conference Board

景気の実体を示す指標としては実質GDP増加率が最も適しているが、これは四半期統計なので、代わって月次統計である景気一致指数上昇率を採用した。両者の推移をみると、売上・在庫増加率格差は景気実体に対して明瞭な先行性があり、かつ売上・在庫増加率格差がプラスからマイナスへ、またマイナスからプラスに転じる時点が景気転換点の直前になっている（注1）。

今回2003年4月には売上・在庫増加率格差がマイナスに転じたことを、どう理解したらよいであろうか。個人消費が伸び悩むなかで小売業段階での在庫が過剰となれば、小売業は仕入れを抑制する。こうした動きが卸売業・製造業へと上流にさかのぼれば、製造業の生産活動が調整に向かうこともありうる。景気がイラク戦争終結後の回復過程にあることに疑いはなく、企業収益の回復が雇用の増加に結びつければ、先行きの見通しはもう少し明るくなる。しかし以上の在庫積み上がりという状況を踏まえれば、今

後の回復の道筋は容易なものではないと想像できる。

フレディマックの会計問題の影響は現状では限定的

米国連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が6月9日に経営陣3名の更迭を発表したことが、米国金融市場に波紋を広げている。フレディマックは、金融機関から住宅ローンを買取り、これを証券化して投資家に販売するか、自ら保有するという業務を行っている民間金融機関であるが、同様の業務を行っているファニーメイとともに、政府支援機関といわれている。両社ともに政府出資はないが、財務省からの緊急的な資金借入が可能であるなど、政府から様々な恩典を受けているからである。こうした事情を背景に、両社が発行した債券に対して、政府が明示的な保証をしているわけではないが、政府による「暗黙の保証」が付与されていると理解されている。

今回問題となったのは、住宅ローン（またはその証券化商品）保有に伴って負う金利リスクを管理するためのデリバティブに関する会計処理である。2003年1月に同社は、過去3年間のデリバティブからあげた利益が過少評価されていたため決算内容を遡って修正すると発表した。ところがこの修正過程で、弁護士に提出する書類が改ざんされ、今回解任された経営者がこれに関与していたようである。これ以上の詳細については、今のところ明らかではない。利益が上方修正される限りにおいては実害が生じるわけではないが、同社が利益を意図的に操作していたのではないか、という疑いは払拭されていない。

問題がこれ以上拡大しなければ、今後の経済金融への影響は殆どないとみてよいだろう。重要なのは、何故この問題が金融市場に波紋をもたらしたかである。同社は5,000億ドル近くの

住宅ローンまたはその証券化商品を自己勘定で保有しているため、大きな信用リスクと金利リスクを負っている。また、この運用に必要な資金を内外の投資家から調達している。保有住宅ローンの信用リスクは担保となっている住宅の価格動向と密接に関連しているし、金利リスクは今後の金利情勢によっては増大する可能性もある。無論同社は、高度に洗練されたリスク管理手法を駆使しているので、リスクを負うこと自体は問題ではない。

むしろ金融市場関係者が気にしているのは、次の二点である。同社の存在、特に住宅ローン及びその証券化商品保有残高があまりにも大きくなりすぎて、万が一のリスク管理の不手際があった場合、金融市場への影響が極めて大きい。住宅ローン売買市場での同社の位置付け・役割には非常に大きなものがあり、仮に同社業務に何らかの支障が発生した場合、同社への売却を前提に貸出を行う金融機関の住宅ローン業務、さらには現在米国経済において数少ない好調分野である住宅投資に悪影響が及ぶ可能性がある。

同社の会計問題の今後については注目する必要があるが、今後の金利、住宅投資、住宅価格の動向が、この問題の進展に影響されるかどうか、という視点が重要である。

（注）景気一致指数は、非農業雇用者数、個人所得（移転所得を除く）、鉱工業生産指数、企業売上高の各指標を合成して算出したものである。

参考までに景気先行指数は、週平均労働時間、失業保険新規受給申請者数、消費財原材料受注、入荷遅延比率、非国防資本財受注、住宅着工許可件数、S&P500社株価指数、マネーサプライ（M2）、イールドスプレッド（10年国債利回り－FFレート）、一次産品価格の各指標を合成して算出したものである。ここであげた企業売上・在庫増加率格差は、この景気先行指数とほぼ同様の動きを示している。

（永井 敏彦）