海外経済金融・米国

# 回復基調ながら依然慎重な見方も必要な米国景気


要　　旨

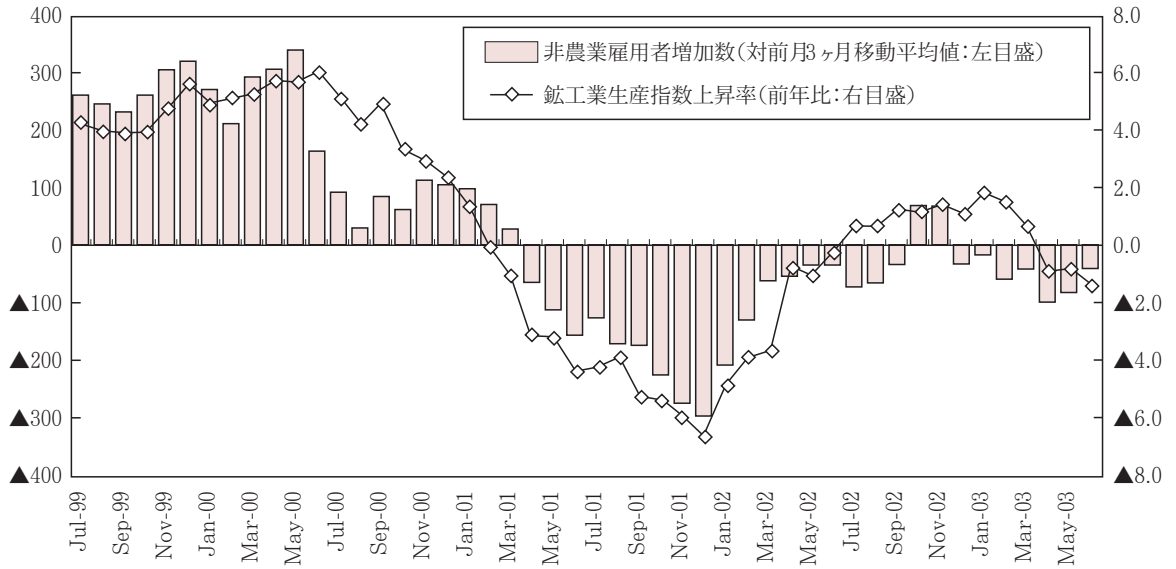
・米国景気の先行きにやや楽観的な見方が広がっているが、足下の雇用者数や鉱工業生産指数など主要経済指標は、引き続き楽観できる状況にはない。
・連邦政府の減税効果は2003～04年に集中的に現れるが、州・地方政府の公共料金引き上げ・増税・歳出削減等がこの効果を一部打ち消す可能性がある。
・6月中旬以降、長期金利が反転上昇している。リファイナンスの景気下支え効果がどれだけ維持されるかが、注目される。
・景気は既に回復に向かっているが、少なくとも2003年内では強い回復は期待しがたい。


## マインドが先行する景気回復感

米国景気の先行きに対するやや楽観的な見方が多くなっている。背景としては企業の景況感指数であるISM指数、特に非製造業指数が6月に60.6と対前月6.1ポイントの大幅な上昇を示したこと（同指数では50.0が景気改善・悪化の分岐点）、及び小売売上高が6月に季調済前月比で0.5%と比較的高めの上昇をしたこと、等があげられる。間もなく実施される予定である減税の効果に期待する向きも多い。また、米有力企業のIT投資が2003年後半から2004年にかけて緩やかに回復するとの、大手証券会社の調査結果も公表された。

しかし、主要経済指標で上向いていないものも少なくない。図1によれば、雇用者増減数は依然としてマイナス圏内から脱却しておらず、鉱工業生産指数はむしろ失速気味である。この他製造業の受注も、イラク戦争終結後伸び悩んだ感がある。製造業の受注や生産の伸びが弱い原因の一つは、企業在庫水準の不足感が薄れていることである。2002年年初以降在庫の不足感に導かれて生産が回復してきたが、2003年4月に在庫高増加率が売上高増加率（いずれも前年同月比）を上回った。そして図1のとおり、ちょうど同じタイミングで生産指数上昇率が前年比マイナスに転じた。

図1　雇用者数と鉱工業生産指数の動向




資料：米国労働省、FRB

## 限定的とみられる減税効果

2003年度から11年間で、総額3,500億ドルの減税（配当課税軽減や所得税減税前倒し等）が実施されるが、金額面では2,000億ドル以上が2003～04年に集中している。米国投資銀行などでは、減税効果により2003～04年の実質GDP成長率が0.75～1.00%程度押し上げられるという見方が多いようだ。

しかし、殆どの州で財政均衡が義務付けられていること、そして景気低迷により多くの州で税収が落ち込んでいることを考慮する必要がある。州・地方政府の04年度（03年7月よりスタート）における歳入不足のうち一部は、連邦政府からの補助（約700億ドル）や各種基金取り崩しで賄われるが、不足分は増税や歳出削減で対応せざるを得ない。既にニューヨークをはじめ全米各地で公共料金や各種手数料の引き上げ、増税、公共サービス削減が実施され、市民生活にも影響が出始めている。地方公務員数の削減も行われている。これによって実質GDPが0.7%程度押し下げられる、との試算もある。

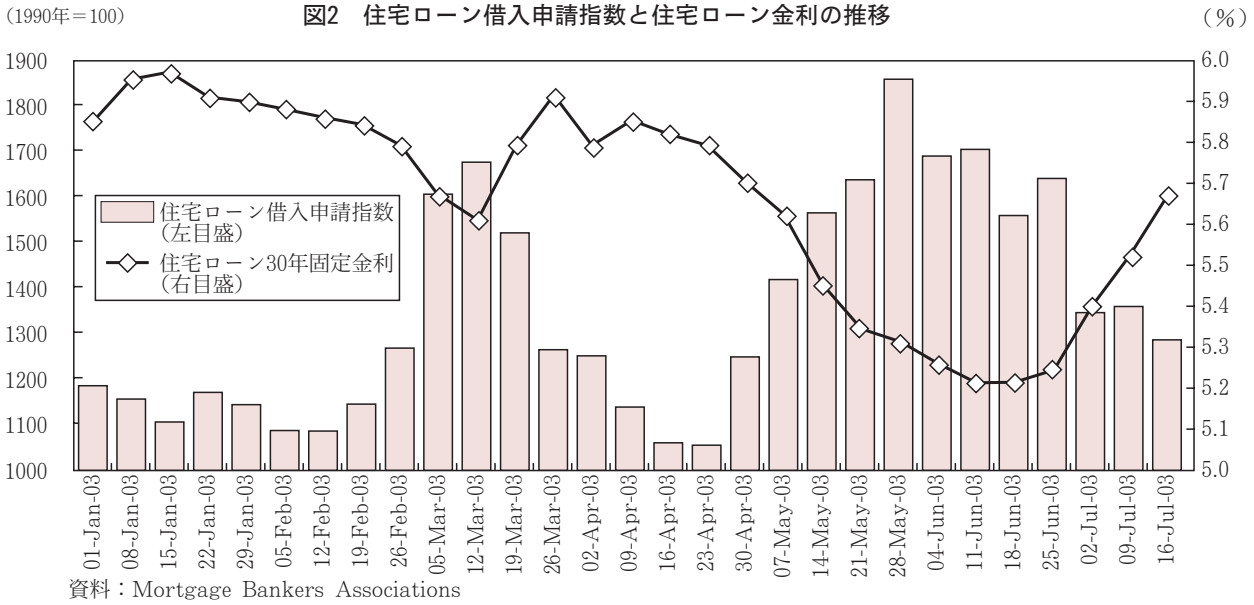
つまり、上述の連邦政府による追加景気対策の効果が一部相殺され、家計部門のマインドが期待されているほど盛り上がらないことも考えられる。（注）

## 長期金利の反転上昇の波紋

長期金利は6月13日を底（10年国債は同日3.10%）に上昇に転じた。そして6月25日のFOMC（連邦公開市場委員会）でFFレートが0.25%引下げられ1.0%となった際には、債券市場で0.5%の利下げを期待していた市場参加者の失望売りがあった。また7月15日、16日のFRBグリーンスパン議長の議会証言では、今後の景気に対する比較的楽観的な見方が示された。それ以降長期金利の上昇に弾みがつき、7月22日には10年国債利回りは4.20%に達した。

こうした比較的大幅な金利上昇は、住宅ローン金利にも波及した。フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）によれば、30年固定金利平均は、6月12日の週の5.21%を底に上昇に転じ、7月14日の週には5.67%となった。図2によれば、住宅ローン借入申請指数（借り換え申請も含む）は住宅ローン金利（30年固定金利）との間に明瞭な逆行関係があり、金利の底であった6月には住宅ローン借入の駆け込み需要があったこと、そして7月には金利上昇を受けて借入申請件数が減少したことがわかる。

図2　住宅ローン借入申請指数と住宅ローン金利の推移




資料：Mortgage Bankers Associations

## 強い景気回復は期待薄

足下の景気を下支えしているのは、低金利による住宅投資活発化に加え、金利低下と住宅価格上昇を活用して住宅ローン増額借り換えにより生み出した余剰資金で消費するという、リファイナンス効果である。但しこの効果は、長期金利低下局面においてのみ発揮される。

現状では景気回復感が台頭する一方で、ディスインフレ進行に対する懸念も払拭されておらず、今後の長期金利の方向感は明らかではない。但し、これがいずれの方向に向かうにせよ、景気回復感が強まれば長期金利が低下しにくく、長期金利低下時には往々にして景気が低迷しているというジレンマから脱却することは容易ではない。

長期金利が下げ止まり反転した場合、住宅ローン金利を長期固定で借入している家計への影響は限られる。しかしこうした金利局面では住宅投資は減少し、新たなリファイナンス効果は消失する。従って、これまでのリファイナンス効果の余熱が既に嵩上げされた消費水準をさらに押し上げる力を持っているか、次なる景気下支え役にうまくバトンタッチできるかが焦点となる。

その意味で次のリード役として期待されている設備投資に関しては、株価回復など好材料もあるが、これまでの状況に大きな変化があるわけではない。6月の設備稼働率は74.3%で、直近ピークの2000年5月（83.6%）以降の最低値を更新中である。また企業年金積立て不足が深刻である。この積立て不足は5年くらいかけて穴埋めすればよいことになっているが、企業が設備投資に振り向ける資金は必ずしも十分ではない、と言えそうである。設備投資は暫く、これまでのごく緩やかな回復軌道の延長線上を歩むこととなろう。

冒頭で景気回復感はマインドが先行していると述べたが、株価が上昇し企業・消費者のマインドが明るくなることで実体経済が上向くことはありうる。企業は既に相当な人員削減を実施し、収益も緩やかながら増加しているため、雇用者数がプラスに転じるのはそう遠い先のことではない。従って足下の景気は回復に向かっている。しかし、現状では景気を強く牽引する需要項目が不在である。従って、少なくとも2003年内は、力強い成長の実現は難しいであろう。

（注）ここで記述した連邦政府減税や州政府の財政緊縮策の実質GDPへの影響は、みずほUSリサーチ（2003年7月2日）の「一段と悪化する州政府の財政事情」に基づいている。

（永井 敏彦）