

回復の足場を固めつつも強弱両要因を持つ米国景気

要 旨

- ・大停電の米国経済に対する影響は、軽微なものにとどまるとみられる。
- ・米国景気は回復の足場をやや堅固なものにしつつあるが、最近発表されている経済指標は引き続き強弱両要因が交錯している。企業の景況感はかなり高まったが、雇用の改善が遅れている。長期金利上昇により、住宅ローン借入申請件数が減少している。
- ・FRBは、金融緩和政策を相当な期間継続する意向を示した。
- ・後ほど本格化するとみられる金利上昇の経済への影響がどの程度であるか、それまでに雇用増加が定着化するかが今後の焦点となる。

大停電の経済への影響は軽微

8月14日に米国北東部とカナダのオンタリオ州で突然発生した大停電は、約5,000万人の生活に影響を及ぼした。しかし、停電の範囲が北東部という局地的なものであったこと、製造業の生産活動停止は短時間であり、小売店の機能停止による売上減少も限定的であったことから、経済への影響は軽微なものにとどまるとみられる。

強弱要因が交錯する景気指標

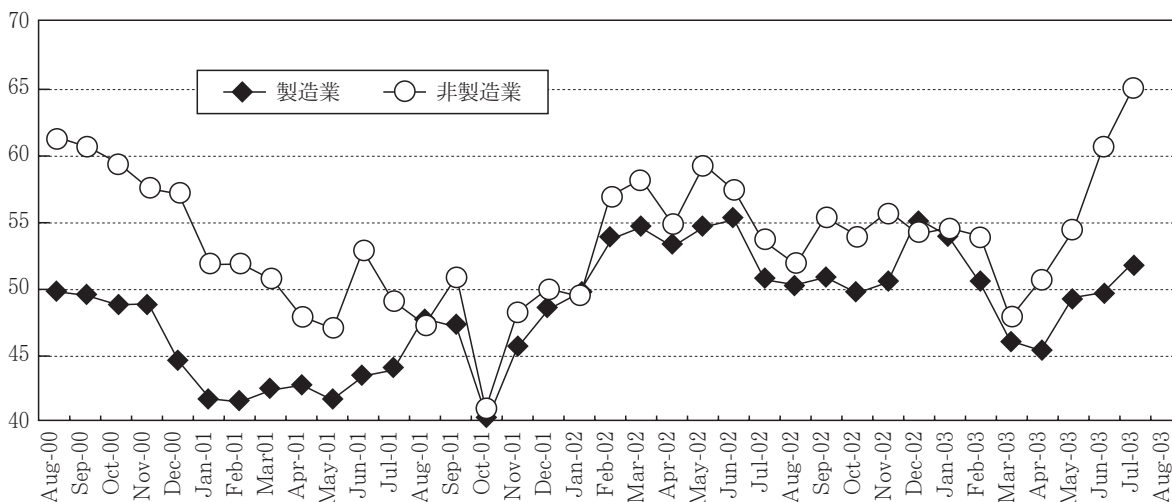
米国景気は回復の足場をやや堅固なものにしつつある。7月30日発表のBeige Book（地区連銀景況報告）では、「経済活動の歩調が一段階

上のレベルになる追加的兆候がみられる。」という総合判断が示され、前回6月11日の報告まで入っていた「経済活動は引き続き弱い」という表現が削除された。

但し最近の経済指標は必ずしも景気の本格回復を一方的に示しているわけではなく、依然として強弱まちまちである。

強い指標の代表は、企業の景況感を示すISM指数である（図1）。製造業指数は7月に対前月2.0ポイント上昇の51.8となり、景気先行き改善・悪化の分岐点である50.0を上回り、また非製造業指数は7月に対前月4.5ポイント上昇の65.1と飛躍した。次に、設備投資の先行指標となる非国防資本財受注額（航空機を除く）は、前年比

図1 ISM指数



資料：ISM（米国供給管理協会）

で9.7%増加と大幅に伸びた。また個人消費も底堅く、7月の小売売上高増加率は前年比5.6%と勢いを強めている。

逆に弱い指標の代表は雇用統計である。7月には失業率が0.2ポイント低下の6.2%となったものの、非農業雇用者数は季調済前月比で44千人減少と依然マイナス圏内にあり、労働時間数も減少を続けている。失業保険新規受給申請件数も改善はしているが、雇用の増加・減少の分岐点といわれている40万人を僅かに下回っているに過ぎない。また消費者心理も一時の改善が足踏みに転じた。ミシガン大学調査の消費者センチメント指数は、8月に対前月0.7ポイント低下の90.2となった。

長期金利上昇と住宅ローン借入申請の減少

昨年来の景気低迷時にも下支え役を果たしたのは、金利低下と住宅資産担保余力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った。

住宅ローン金利は6月中旬を底に上昇を続けており、直近の30年固定金利は6.28%に達した。そしてこれに呼応する形で、住宅ローン借入申請指数（借り換え申請も含む）が低下し、8月第2週の指数(736.7)はピークであった5月第5

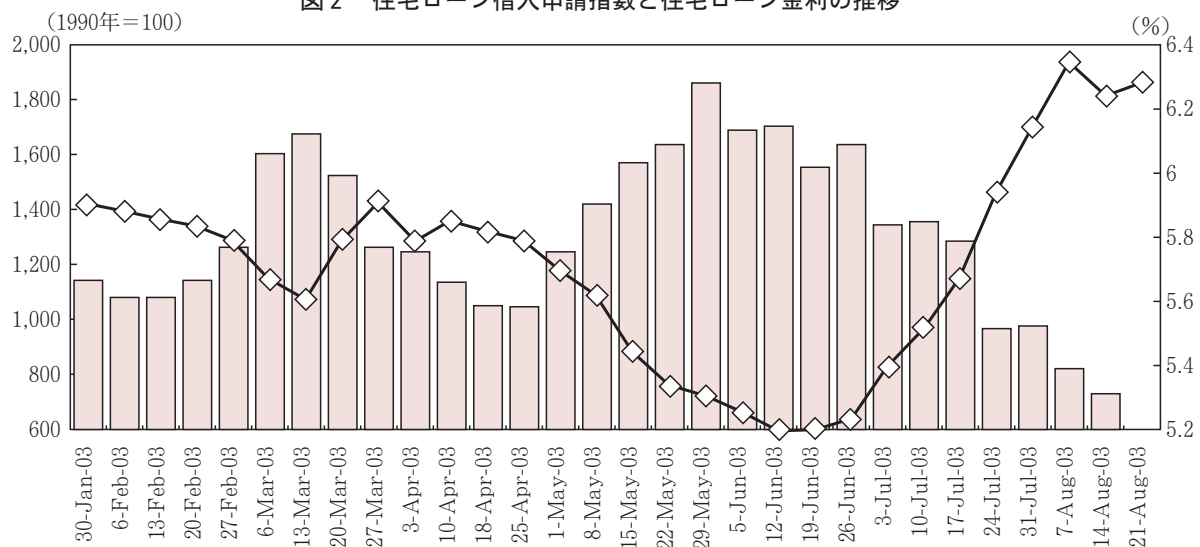
週の半分以上となった（図2）。リファイナンスは借入金利が市場金利よりも0.5%以上高い場合に採算が合うといわれており、ここ数ヶ月の長期金利上昇はリファイナンスを急速に冷え込ませている。

FRBは金融緩和政策を継続する意向

FRBは8月12日のFOMC（連邦公開市場委員会）で、FFレート誘導目標水準を1.0%と据え置いた。今回FOMC声明文によれば、FRBの経済情勢及び将来のリスクに対する認識は、前回FOMC（6月25日）とほぼ同様である。即ち、経済の上振れリスクと下振れリスクは概ね等しいが、インフレ率が低下する可能性が高まる可能性を僅かに上回っているとみている（表1）。

今回声明文には、「企業の価格支配力とコア消費者物価（食料・エネルギーを除いた指数）上昇率が抑制されている。」、「金融緩和政策は相当な期間継続されるであろう。」という文言が付け加えられていた。物価上昇率鈍化のリスクが無視できないため金融緩和を継続するという主旨は、従来のFRBの方針に沿ったものであり特に真新しいものではないが、敢えてこの点に触れているところに、最近の長期金利上昇を何とか牽制したいというFRBの気持ちが滲み出ている。

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, Freddie Mac

景気の現状をどう解釈するか

現時点では景気の方角感はどちらかといえば上向いているが、現状の景気が内包している強弱要因を整理すると、次のとおりとなる。

企業の体質改善は進んだがまだ道半ば

企業がここ2年ほどの間設備や雇用をリストラし利益をあげやすい体質をつくりあげてきた。しかし設備稼働率は74.5%（2003年7月）と低迷しており、通信・航空・自動車業界を中心に過剰生産能力は解消されていない。企業間の競争は激しく、製品価格に下押し圧力がかかっている。従って、最近の設備投資回復も、生産能力増強というよりはむしろ、情報処理機器関連が中心になっている。

製品の過剰供給をもたらす構造が、物価上昇率鈍化の一因になっている。最近の景況感の改善により注目度はやや低くなったが、直近の関連統計をみる限り、物価上昇率鈍化は緩やかながら着実に進行している。この点は、前述のFOMC声明文でも指摘されているとおりである。

企業の景況感改善の一方で遅れる雇用回復

イラク戦争に関連した兵器・機器類も含め、最近受注が増加に転じたことから、ハイテク産業を中心に企業の景況感に明るさが広がった。但し多くの企業は、 のとおり価格支配力を取り戻したとは言い難く、引き続きコスト削減の

手綱を緩めることができず、福利厚生費負担が大幅に上昇している問題も加わっているため、雇用者数増加には慎重なスタンスである。従って、景況感回復の恩恵は、今のところ雇用者にはあまり及んでおらず、このため消費者マインドがあまり高まっていない。

余熱が暫く残る消費下支え要因

リファイナンスも含めた住宅ローン借入申請件数は6月にピークアウトしたが、借入申請から実行までには数ヶ月のタイムラグがある。また勢いが鈍ったとはいえ住宅価格は引き続き上昇しており、ホームエクイティローンなど担保余力を活用した新規借入は続くと思われる。従って当面は、家計の手元流動性が比較的潤沢な状況が続く。また7月下旬より児童減税（子供一人当たり最大400ドル）の小切手が各家庭に配布されており、一時的に可処分所得が増加している。従って雇用情勢の改善の遅れにもかかわらず、当面個人消費が底堅く推移している。

以上三点を踏まえれば、これまで進行してきた金利上昇の経済への影響が今後本格化するとみられるが、それはどの程度の影響となるのか、その時までには雇用増加が定着化するかが今後の焦点となる。

（永井 敏彦）

表1 FOMC 声明文でのリスク判断

タイムスパン	リスク	2003年 5月 6日	2003年 6月25日	2003年 8月12日
今後数四半期	持続的経済成長達成に関するリスク	上振れリスク＝下振れリスク	同左	同左
	物価安定に関するリスク	インフレ率が高まる可能性<インフレ率が低下する可能性	同左	同左
予見しうる将来	上記二つを勘案した総合判断、政策運営にあたって重視するリスク	経済の弱さの面を重視する。	インフレ率低下への懸念が支配的になりそうである。	インフレ率低下への懸念が支配的になりそうである。この状況のもとでは、緩和的な金融政策が相当程度の期間にわたり維持されるであろう。

資料：FRB Press Release より農中総研作成