

より鮮明になった米国景気拡大

要 旨

- ・2003年7-9月期の実質GDP成長率は、19年ぶりの高水準を記録した。連邦政府による減税の効果が集中的に現れた等の特殊要因はあるが、設備投資や雇用の改善が明瞭になっていることから、景気は循環的な上昇軌道に乗っている。
- ・国際商品市況の動きを受けて原材料価格が上昇しており、物価動向に変化の兆しもみられる。
- ・FRBは、今後利上げのタイミングを模索するであろう。但し実際のアクションまでには、経済に関する情勢判断とリスク判断の変更が、何回かにわたり示されるであろう。
- ・財政赤字拡大が長期金利を上昇させる可能性が、今後の景気にとって最大のリスクである。

景気拡大を象徴するGDP統計

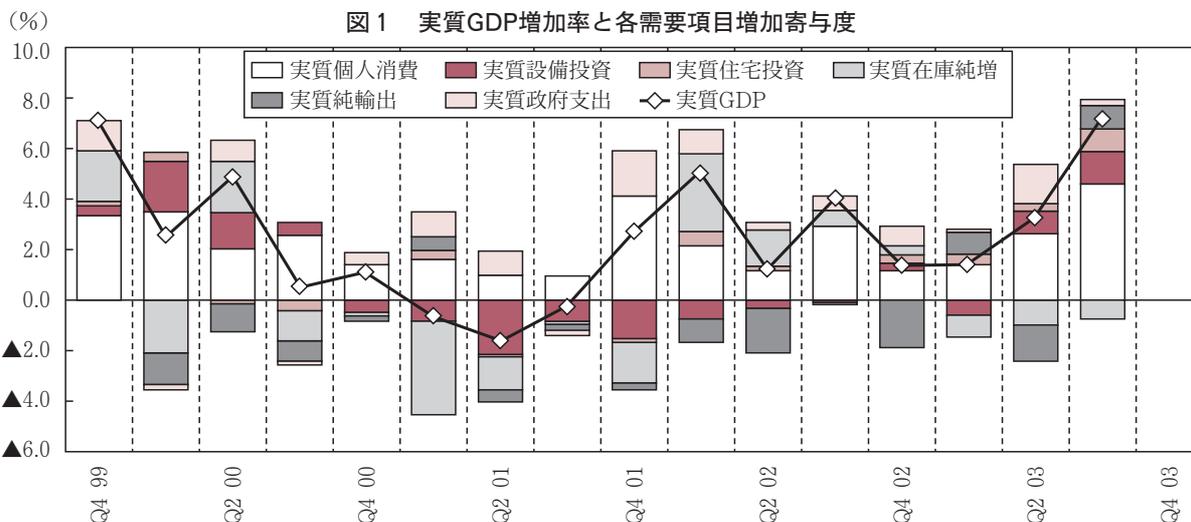
米国景気の拡大がより鮮明になってきている。2003年7-9月期の実質GDP成長率は8.2%（改訂値）増加（前期比年率、以下同じ）と、19年ぶりの高い伸びを記録した（図1）。

この高い成長率には一時的な特殊要因も含まれている。例えば、連邦政府による減税の効果がこの期に集中的に現れたことに伴う個人消費の増加（6.4%）、また長期金利底打ちを背景にローン借入の駆け込み需要が加わった住宅投資の増加（22.8%）である。

しかし設備投資が二期連続で大幅な増加を記録したことは（2003年4-6月期は7.3%、7-9月期は14.0%）、明らかに景気が循環的な上昇軌道

に乗っていることを示している。中国等アジアの景気が好調であること、欧州の景気に底打ち感が出てきたこと等を背景に、輸出も11.0%増加と大幅な伸びを記録した。

2003年10-12月期には、前述の特殊要因が剥落することにより多少成長率が低下する可能性が高いが、大幅な落ち込みにはならないであろう。その理由は、大まかに二つある。第一に、これまで景気回復感を不透明なものにしてきた雇用情勢が、緩やかながら改善し始めたことである。第二に、企業の売上が伸びて在庫水準が極めて低くなり、今後在庫積み増しの動きが成長率に対してプラスに寄与する可能性が高いことである。



資料：米国商務省 （注）季節調整済前期比年率増加率

2004年前半には、連邦政府による減税の効果が再び比較的大きく現れる。減税措置の目玉である所得税率引下げ前倒し実施や配当課税撤廃の影響が本格化するからである。少なくとも2004年前半までは成長率は4%前後の巡航速度を維持できると思われる（本誌掲載の「2004年度経済見通し」を参照）。

物価動向に変化の兆し

物価動向をみると、大筋として従来通りの落ち着いた状態が続いている。2003年10月の消費者物価上昇率（前年比）は2.0%、価格変動が激しい食料・エネルギーを除いたコア物価上昇率（前年比）は1.3%であった。

しかし国際商品市況に着目すると、CRB指数などの上昇が著しい。個別商品に関する事情をみてみよう。例えば銅価格上昇に関しては、世界的なPC周辺機器・携帯電話機の増産や中国都市部でのインフラ整備等需要増加に加え、主要鉱山で生産が需要増加に追いつかないという供給制約もある。また穀物価格も急速に上昇しているが、この背景には、米国での大豆の二年連続不作、中国での洪水・干ばつ・作付面積の削減によるトウモロコシ・大豆・小麦の生産減少、という供給不足がある。

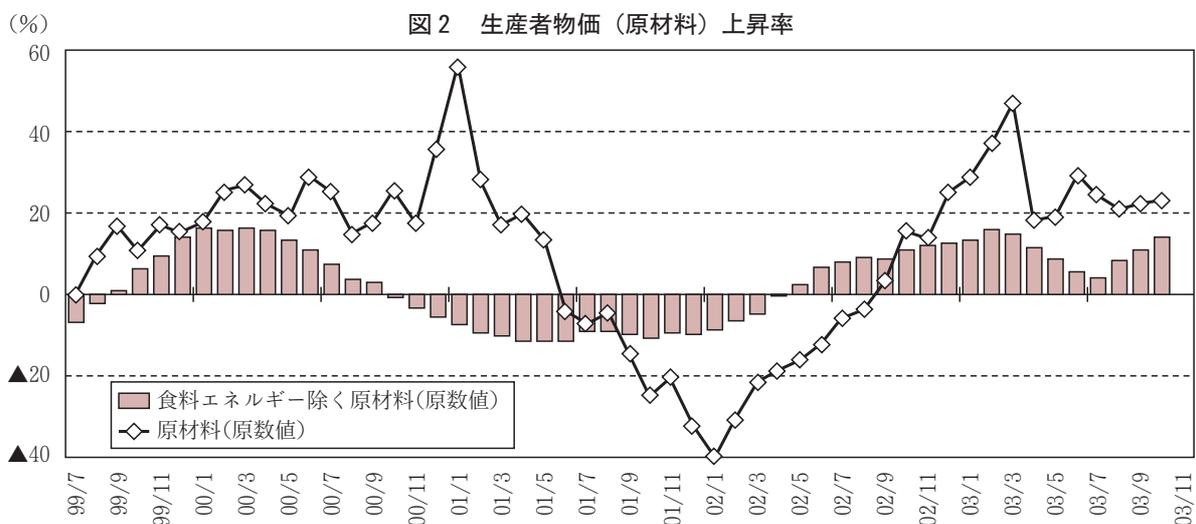
そして、この国際的な商品価格上昇が、米国の物価統計の一部に反映されつつある。生産者物価統計は原材料・中間財・最終財の三段階に区分されているが、このうち原材料価格の上昇

率（前年比）は、イラク戦争に関する先行き不透明感があった時期を別として、最近かなり高い水準になっている（図2）。この原材料価格の上昇は、食料など一部を除き、今のところ川下である生産者物価（最終財）や消費者物価のところまでは殆ど及んでいない。最近の国際商品市況の上昇については、世界的な金融緩和による過剰流動性効果や投機的な思惑を反映した側面もあるかもしれない。しかし既に多くの国で景気が回復方向に傾きつつあり、今後各種商品の需給が一段と引き締まることになれば、物価全般の基調が変化する可能性もある。

今後の金融政策の方向性

11月5日にオーストラリア連邦準備銀行は、政策金利を0.25%引き上げて5.0%とした。また11月6日にイングランド銀行は、政策金利を0.25%引き上げて3.75%とした。両国の利上げ判断には共通項がある。それは、住宅価格が上昇を続け個人債務残高が急速に積み上がったことから、バブル崩壊の傷が深くないための予防的措置が必要だということである。

翻って米国をみると、住宅価格や個人債務残高の問題は英・豪と同じであり、歴史的にも稀有の低金利が予防的な意味合いで修正されても不思議ではない。しかし米国では、デフレ懸念が完全に払拭されたわけではないし、これまで低金利と個人債務増加に支えられた景気が、金利上昇に対してどれだけの抵抗力を持っている



資料：米国労働省 (注) 季節調整前前年同月比

かが未知数である。

従って、FRBは金融政策の舵を利上げ方向に切りつつも、実際のアクションは雇用情勢や物価動向を睨みながらの、慎重かつ幾つかの段階を踏んだものとなろう。その意味で、今後開催されるFOMC（連邦公開市場委員会）の声明文に注目していく必要がある。

表1は、FOMCで示されたFRBの情勢判断とリスク判断の推移である。直近三回のFOMCでは、今後の経済が内包するリスクに関する判断に変化はない。但し情勢判断をみると、9月28日の「雇用は弱い」が、10月28日には「雇用は安定しつつある」に変化している。

今後FOMCは2003年12月9日、2004年1月27日/28日、3月16日に予定されているが、その時々々の経済情勢の成り行きによって情勢判断やリスク判断の表現が変わっていくであろう。景気が順調に拡大していけば、例えば持続的経済成長達成に関するリスクについて、「上振れリスクが下振れリスクより高い」と変更されるかもしれないし、「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」という表現が削除されるかもしれない。

今後、FRBが景気回復の速度や足腰の強さ（利上げに伴う負担増に耐えうるだけの雇用・所得の改善があるか否か等）を見極めたうえで、結果的にいずれかの時点で利上げに踏み切ることはあるかもしれない。その場合FRBは利上げが唐突感をもって受け止められることがないよ

うに、それ以前に開催される何回かのFOMCで、声明文における情勢判断とリスク判断を変更するという形のシグナルを発することで、徐々に利上げムードを醸成すると思われる。

懸念される財政赤字拡大と長期金利への影響

2003会計年度（2002年10月～2003年9月）の財政赤字は、過去最大の3,742億ドルとなった。そして2004会計年度については、イラク支援の追加予算が計上されることもあり、赤字額が5,000億ドルを突破するとの見方が出ている。このように、財政赤字拡大が加速している。

ここまで景気拡大が明瞭になってくれば、通常ドル高になるところであるが、そうならないのは、米国の過剰消費と財政赤字に対して外国の資金が十分流入するか、一抹の不安が生じているからである。

財政赤字の拡大は、長期金利の上昇に繋がる可能性がある。当面は、インフレ率の低下とFRBの時間軸効果（「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」という表現）が長期金利上昇を抑制している。しかし前述のとおり、この状況が今後暫く続くとも言い切れなくなっている。景気拡大は当面順調であるが、テロ再発の可能性等予測不可能なものを別とすれば、金利動向が景気の先行きにとって最大のリスクである。

（永井 敏彦）

表1 FOMC声明文での情勢判断・リスク判断

			2003年8月12日	2003年9月16日	2003年10月28日
情勢判断			消費は底堅いが、雇用はまちまち。	消費は底堅いが、雇用は弱い。	消費は底堅く、雇用も安定しつつある。企業の価格支配力とコア消費者物価上昇率は、抑制されている。
今後のリスクに関する判断	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	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。	同左	同左

資料：FRB Press Release より農中総研作成