

### 底入れするもインフレ・リスク低く利上げは先

渡部 喜智

#### 要 旨

連邦公開市場委員会の声明文で景気「底入れ」の判断が示された。悪化が続いていた、生産や住宅関係指標にも明るい兆しが見られ、米国経済は緩やかに上向きの道をたどるとの見通しが可能となってきた。また、米国企業業績には年末に前年比増益に転じることが期待される。しかし、インフレ・リスクが依然小さいことから、米国金融当局が利上げに動き始めるのは2010年後半以降と予想する。

#### 製造業に明るい兆し

連邦準備制度(FRB)は8月12日に政策決定会合である連邦公開市場委員会を開催し、その直後の声明文で、米国の経済活動は「底入れ(level out)」したという判断を示した。それに先立ち7月末に発表された4~6月期国内総生産(GDP)の減少率(前期比年率)は前四半期の▲6.4%から▲1.0%に縮小。悪化ペースの鈍化が明らかになったが、直近発表されているマクロ経済指標のデータを見ても、経済悪化が止まり底入れ局面に入ったと言える指標が多い。

まず、生産面では、7月の鉱工業生産指数が前月比0.5%、うち製造業は同1.0%と9ヵ月ぶりに増加へ転じた。

業種等を見ると、GM等の破綻で工場閉鎖もあった自動車等の生産指数が前月比20%と急回復し底上げに貢献している。

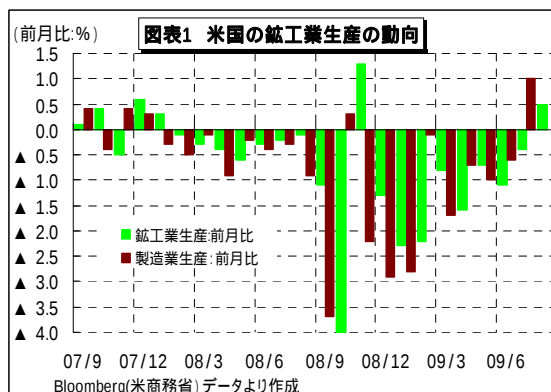
基本的に、非ハイテク産業の方で多く改善に向けた動きが見られるが、半導体などハイテク産業の生産も7月は上昇しており、底固めが期待されるところだ。

また、景況指数も製造業の業況改善を裏付ける。7月の全米供給管理協会の製造業景況指数は7ヵ月連続の前月比プラスとなり、景気拡大の分岐点である50直前の48.9へ上昇。9月1日発表の8月分では50台に乗ることが予測される。さらに、ニューヨーク連銀やフィラデルフィア連銀が管轄地区で調査している製造業の景況指数も8月中旬以降発表されているが、いずれも反転。前者は16ヵ月、後者は9ヵ月ぶりにプラス圏に回復した。

製造業の改善の動きは緩やかではあるが、在庫調整も一巡し需要に連動した生産に移りつつある。ただし、国産自動車の買換え奨励策が8月24日で終了し、自動車販売に先行き不安がささやかれるなど、生産の持ち直しの持続性への不透明感はまだ残っていることは確かだ。

#### 住宅市場も底固めの状況

住宅関連指標では、延滞率の上昇等住宅ローンの信用リスクの状況は依然厳しい。上昇ペースは急速に鈍化したが、6月末の延滞率は9.24%となっている。

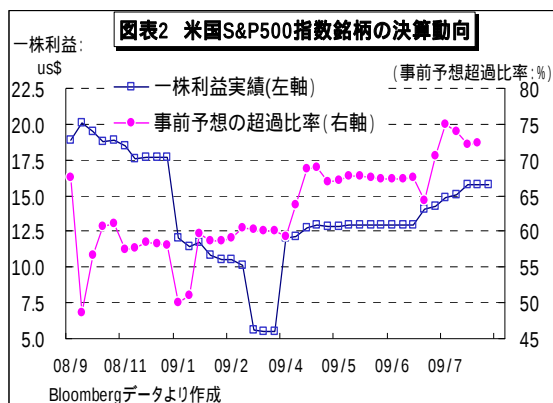


しかし、住宅販売件数（新築・中古の両方）が増加基調をたどっている。特に7月の中古住宅の販売件数は07年9月以来の524万戸(年率)へ戻した。一方、住宅販売在庫(戸数・率)は低下している。

このような状況下、先行指標である住宅建築許可件数が増加基調に転じたと見られることから、住宅着工の増加が定着し住宅投資の強含みの動きが年末にかけ出てこよう。これまで3年半にわたり、米国経済の下押し要因であった住宅投資に底入れが見通せる状態となっている。

## 企業業績も立ち直り傾向示す

4～6月期の業績発表が8月10日ごろに概ね終わり、小売関連の5～7月期の業績発表が進んでいる。



代表的な指数であるS & P 500 指数・構成銘柄の一株当たり利益（発行株数加重平均）は直近8月下旬に前年同期比約▲16%へ減益率が縮小、業績は改善に向かっている（図表2）。アナリスト予想によれば、同利益は今年第4四半期には前年同期比で増益に転じる見通しである。

ただし、利益水準が低く予想ベースで計っても株価収益率等の株価指標には割高感が目立つ。それが株価の上がりにくい一因でもあるが、コスト削減が進み売上増加によるレバレッジが効きやすい企

業体質となっていることから、先行きの増益ペースは高まることが期待される。

## 経済上向きながら、インフレ・リスク限定

米国のGDP予測は図表3のようになり、景気上向きの動きが09年後半以降継続すると想定している（図表3、本誌後添の「経済見通し」参照）。この景気回復シナリオの牽引役は、世界経済の持ち直しに伴う輸出増加と政府の財政支出の拡大である。それによって需要が回復し、在庫投資が復元するとともに、設備投資も底入れするというものだ。一方、個人消費も回復軌道をたどるが、雇用環境の低迷から当面の回復力は弱い。

以上から、実質GDPは2%台の成長が続くという予測になるが、これは潜在成長力（議会予算局の試算では09～14年は2.2%）の同程度か、やや上回る成長だ。

一方、前月号でも述べたが、米国の経済のファンダメンタルズから見てインフレ・リスクは小さい。GDPの大きな需給ギャップや高い失業率の存在からだ。

経済は回復軌道にあるが、インフレ・リスクは小さいという判断のもとでは、米国金融当局は当面利上げに動くことはないだろう。それは、早くとも10年後半以降と考える。（09.08.24現在）

