

消費マインド低下による 米国景気後退の可能性

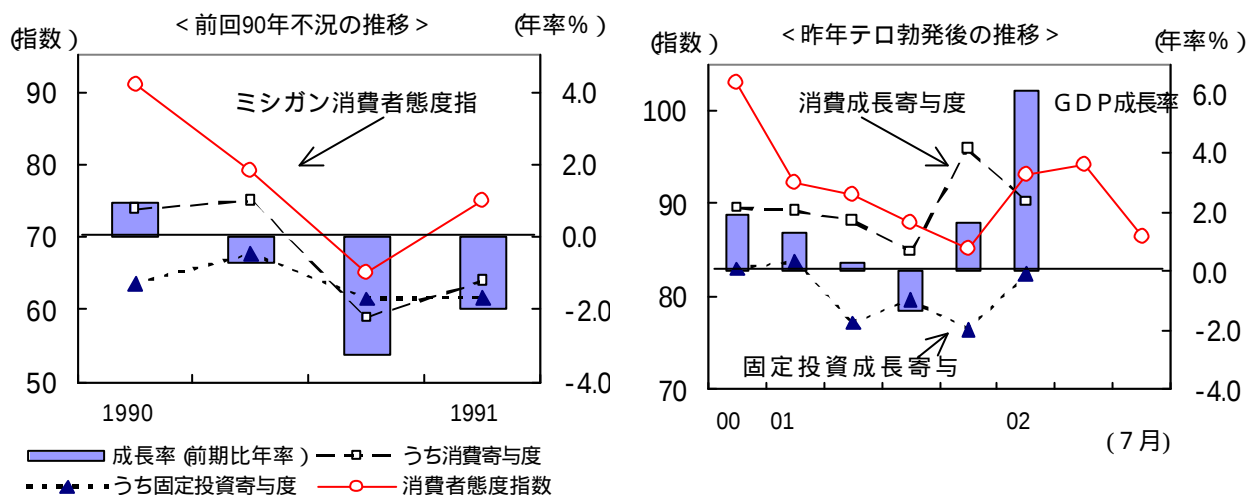
米国景気の先行きについて不透明感が高まっている。消費先行指標のひとつである、「ミシガン消費者態度指数」の7月の下落を考慮に入れ、マイナス成長となる可能性を計算した「景気後退予想確率」は足元で大きく上昇しており、景気減速のシグナルを発している。

1. 消費マインド低下と米国景気の関係

会計不信を発端に米国株価の低下基調が続くなか、米国経済の現状は、消費が設備投資の減速を補っている（図1右図）。第1四半期の年率6.1%成長に対する消費の成長寄与度が2.3%と投資のマイナス0.1%を補う数字に続き、月次統計でも6月の小売業販売額は前月比1.1%、前年同月比3%増加し、消費統計に減速する兆しは見られていない。

しかしながら、第3四半期以降の成長率に関して懸念すべきは、7月のミシガン消費者態度指数（Index of Consumer Sentiment）が前月の92.4から86.5と、ここ2年間ではテロ勃発の01年9月（91.5→81.8）に次いで大きく低下し、消費マインドに変化の兆候が見られることにある。過去、消費マインドの悪化により米国経済がマイナス成長となったケースは、湾岸戦争勃発後の91年の景気後退と昨年第3四半期のマイナス成長と過去2度あり、今回もこうしたケースに相当する可能性がある（図1）。

図1 米国の消費マインド低下と实体经济の状況- 90年不況との比較

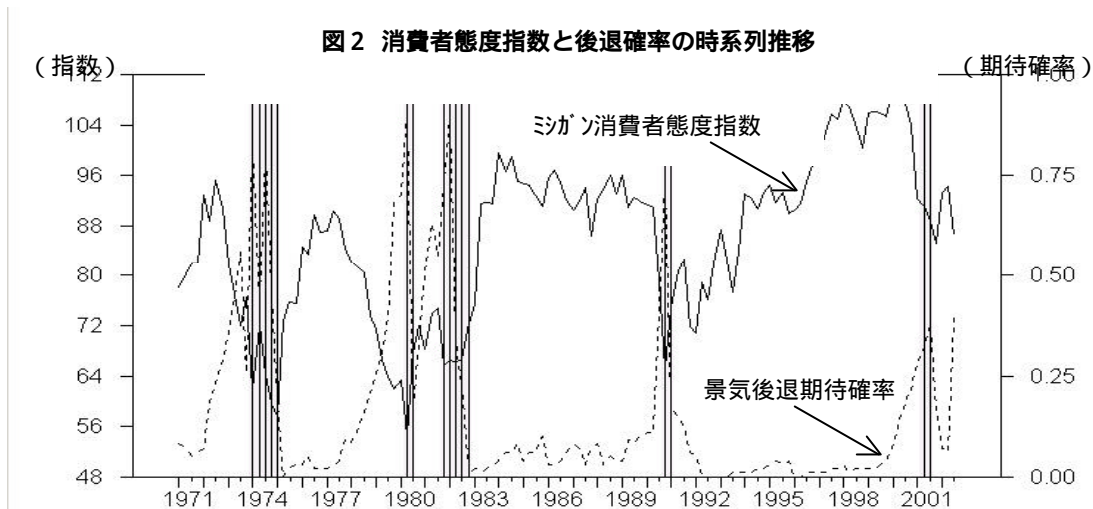


2. 消費者態度指数から試算した米国景気後退確率

ミシガン消費者態度指数に注目するのは、同指標が景気後退の転換点を予測する上で速報性・予測力の点で優れている為である。事実、70年以降、米国は4度景気後退を経験したが、いずれの不況でも1～2四半期前に消費者態度指数が大きく低下した(図2)。

ミシガン消費者態度指数は、大別して回答者自身の経済状況、経済全体に対する見通し、住宅関連耐久財の購買時期、の3つに分けられるアンケート調査から作成される(表1)。昨年9月のテロ勃発時のアンケート結果によれば、回答者の6割以上が自身の家計状況よりは経済全体が悪化すると回答した。今回の消費者態度指数の低下も、所得環境が未だ悪化していないなかで経済全体に対する悲観的な見方を反映したものと考えられる。

そこで、7月の消費マインドの悪化が景気後退の可能性がどの程度示しているのかを計量モデルで試算した。手順は、4期前までの実質GDP、GDPデフレーター、失業率、株価、消費者態度指数、からなる5変量モデルの確率的シミュレーションを実行し、実質GDPが2四半期先までの間に「2期連続してマイナス成長となる予想確率」を計算した。これによると、(1)過去、予想確率が0.5を上回ると後退局面に入ること、(2)現在この値は0.5近くまで上昇していること、が指摘でき、景気減速のシグナルを発している(図2)。



(出所) ミシガン大学「Survey of Consumers」、後退確率は当部試算

(注) 図の縦線は、米国景気後退期を示す(昨年第3四半期のマイナス成長含む)

表1 ミシガン消費者態度指数のコア質問項目

質問1	1年前に比べ、家計状況は改善しているか否か
質問2	1年後を見通したときに、家計状況は改善するか否か
質問3	米国経済全体について、先行き12ヶ月間良好な状況が続くか否か
質問4	米国経済全体について、今後5年間良好な状況が続くか否か
質問5	住宅関連の主要耐久財を購入するのに今は良い時期か否か

(注) ミシガン消費者態度指数(ICS)のスコア算出手順

$$ICS = \frac{X_1 + X_2 + X_3 + X_4 + X_5}{6.7558} + 2.0$$

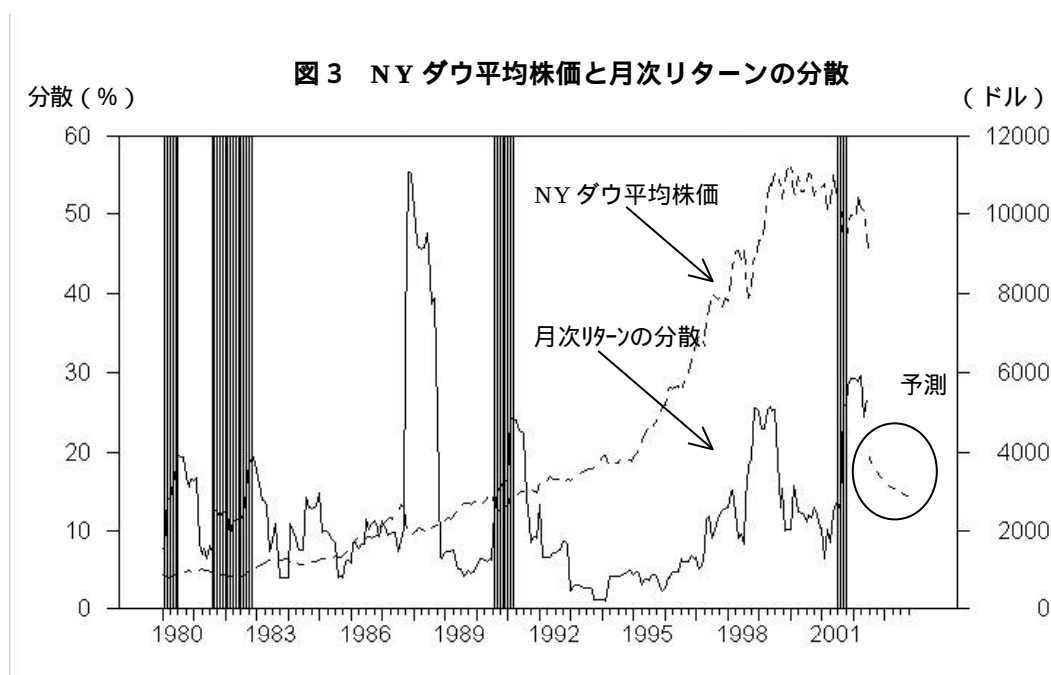
X はそれぞれの質問に対し「yes」「No」の回答割合に100を加えたスコア

(資料) ミシガン大学「Survey of Consumers」

3. 米国株式市場の変動の持続性

もちろん、消費者態度指数の大幅低下は7月に始まったばかりであり、昨年のテロ勃発後同様に一時的なもので済む可能性も十分にある。同指標の大幅な低下が米国株式市場の大幅な下落を主因であるとする、今後の消費マインドは、株式市場の動揺がどのくらいの期間続くのかに影響されよう。

そこで、NYダウ平均株価のアップダウンの規模を示す月次収益率の分散（ボラティリティ）を、ボラティリティ分析に適した時系列モデルを用いて予測した。これによると、7月から10月まで今後少なくとも4ヶ月間は過去の月次リターンの平均水準である12%を上回り、歴史的に見てボラタイルな期間が続くことを示している（図3、表2）。



（資料）DRI、分散は12ヶ月移動平均値（当部計算値）。

（注） 分散の予測値は60年1月～02年6月の月次データによるGARCH(1,1)モデルを使用

表2 NYダウ平均株価月次リターンの分散予測結果

期間	月次収益率の分散
1947年1月～2002年6月	11.5
1960年1月～2002年6月	12.7
1980年1月～2002年6月	12.9
（予測）7月	19.6
8月	17.1
9月	14.0
10月	13.6

（資料）DRI、分散予測値は当部推計値

（注） 分散の予測には60年1月～02年6月の月次データによるGARCH(1,1)モデルを使用

4. 今後の米国経済予測の修正ポイント

このように米国経済は、(1)6月までの実体経済の数字は堅調なものの、(2)7月に大幅な消費マインドの低下が見られ、(3)株式市場のボラタイルな状況が少なくとも1四半期は持続する、ことから、第1四半期にみられた年率6%に続くV字回復の可能性はなくなり、むしろ景気減速の可能性を踏まえた予測に修正すべきと考えられる。

米国経済の予測修正のポイントは、消費減速のリスク高まりにより、設備投資回復がどの程度遅れるのか、その結果年後半の成長パターンがどの程度変化するのか、という点にある。そこで、当社の米国経済の標準予測をベンチマークに、第3四半期以降の消費の前期比伸び率を、 昨年のテロ勃発時と同様な一時的消費減速ケース(年率2.5%→1%台) 減速は一時的なものに止まらず2四半期連続の消費減速ケース(年率1%台) という2つの代替ケースで予測を行った。

その結果、消費減速が2四半期に亘るケースでは、設備投資(非住宅固定投資)のプラス成長が10～12月期に1四半期後ずれする回復経路を維持したとしても、消費減速の影響で年後半のGDP成長率は3%成長を実現できず2%に止まる。

現時点では景気減速をうかがわせる経済指標は見られないが、米国株価の下落基調が今後も続き、7月の消費マインドの低下が一時的なものに止まらず、7月以降の小売販売額などの経済指標に減速のサインが表れるようだと、代替ケース のウエイトが高まり、年後半の米国成長率のベースラインを2%成長に下方修正した上で投資シナリオを組みなおす必要があると考えられる。

表3 代替ケースによる米国経済の見通し

	(前期比年率%)					
	2001年 10～12月(実績)	2002年 1～3月(実績)	4～6月(予測)	7～9月(予測)	10～12月(予測)	2003年 1～3月(予測)
< 標準予測 >						
実質GDP	1.7	6.1	1.6	2.7	3.3	3.6
個人消費	6.1	3.3	2.3	2.5	2.4	2.7
非住宅企業固定投資	-13.8	-6.2	-2.7	1.3	4.7	7.0
< 1四半期消費減速 >						
実質GDP	1.7	6.1	1.6	1.9	3.2	3.4
個人消費	6.1	3.3	2.3	1.2	2.3	2.5
非住宅企業固定投資	-13.8	-6.2	-2.7	0.3	4.6	6.9
< 2四半期消費減速 >						
実質GDP	1.7	6.1	1.6	1.9	2.3	2.2
個人消費	6.1	3.3	2.3	1.2	1.0	0.7
非住宅企業固定投資	-13.8	-6.2	-2.7	0.3	3.4	5.3

(資料) 米国商務省、予測値は当部マクロモデルによる予測結果

(木村: kimurato@sumitomotrust.co.jp)