

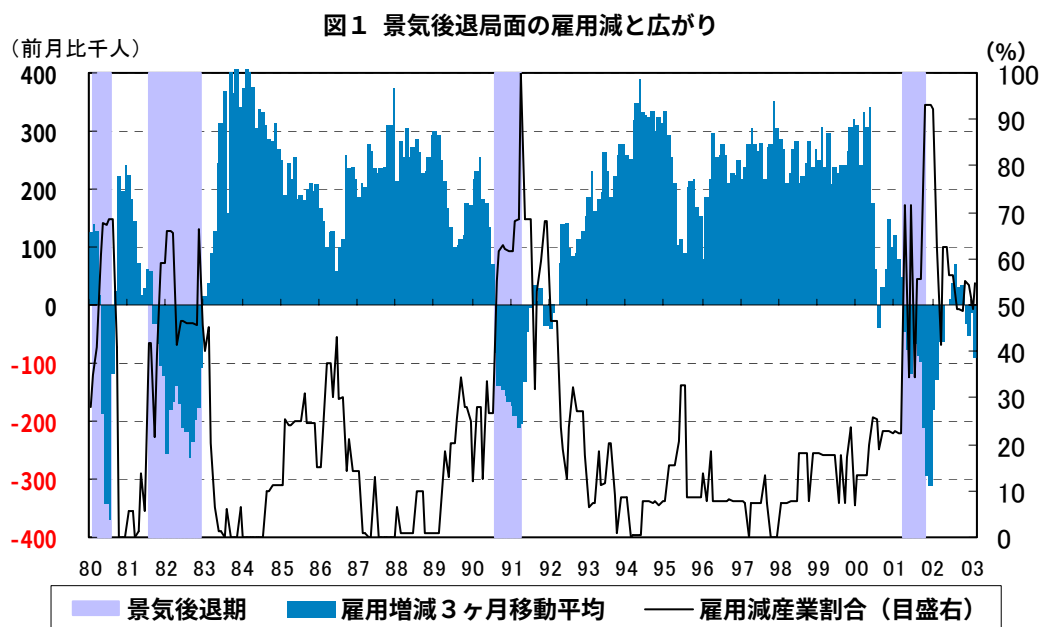
イラク戦後も回復力弱い米国経済

米連邦準備制度理事会は、18日に連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、主要政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）レートの誘導目標を年1.25%に据置いた。イラク開戦後、株価は8,500ドル台まで回復したが、各指標をつぶさに見ると米国経済は昨年末に比べて明らかに悪化しており、イラク戦後の回復ピッチは緩やかなものとなる可能性が高い。

1. 大幅な雇用減のインパクト

ダウ平均株価は、開戦1週間前の7,821ドルから開戦後は8,000ドル台をつけ、短期間で終結するとの期待から8,521ドル（3月21日）まで回復した。しかしながら、直近の経済指標をつぶさに見ると米国経済トレンドは昨年末よりも明らかに悪化している。

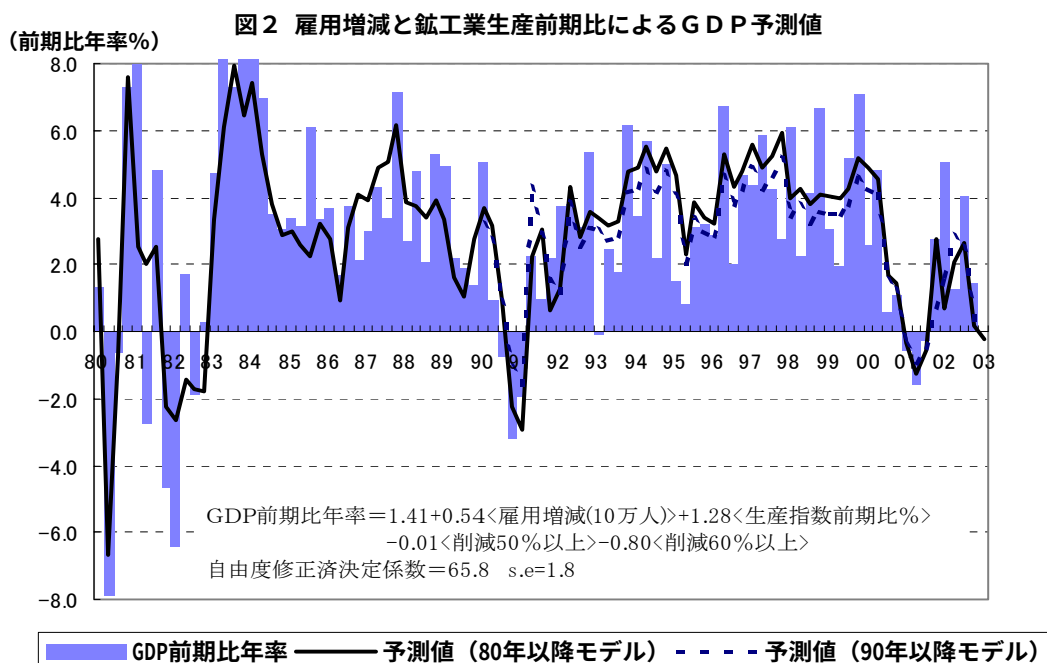
3月に発表された経済指標のうち景気実態の変化を最も端的に示したのが、雇用減の規模と広がりにある。これまで非農業部門の雇用は前月比ほぼ横ばいであったが、2月の雇用者数は前月比マイナス30.8万人と、前回不況後の01年11月32万人減以来の規模で減少した。加えて、主に製造業を中心とした財生産部門に止まっていた雇用減が、サービス生産部門にも広がり、2月は5割を超える産業で雇用者数がマイナスとなった。雇用環境の現状は、過去の景気後退局面における雇用減の目安である前月比平均20万人の減少ピッチに加え、雇用削減の産業間の広がり6割という水準にまで悪化している（図1）。



（資料）米国労働省「Monthly Labor Review」

こうした雇用減少ピッチを03年1～3月期のGDP成長率に置きなおすとどういう水準になるであろうか。回帰分析によれば、①雇用増減3ヶ月移動平均、②雇用減の産業間の

広がり、③鉱工業生産前期比、という 3 要因で米国の GDP 前期比成長率の 66%が説明可能である。得られた回帰分析の係数結果に当てはめれば、足許の月次平均雇用減 10 万人で成長率マイナス 0.5% (10×0.54)、削減割合 60%でマイナス 0.8%、回帰式の定数 1.41 を加えれば、雇用のみから計算された GDP 成長率はほぼ 0%という結果になる (図 2)。



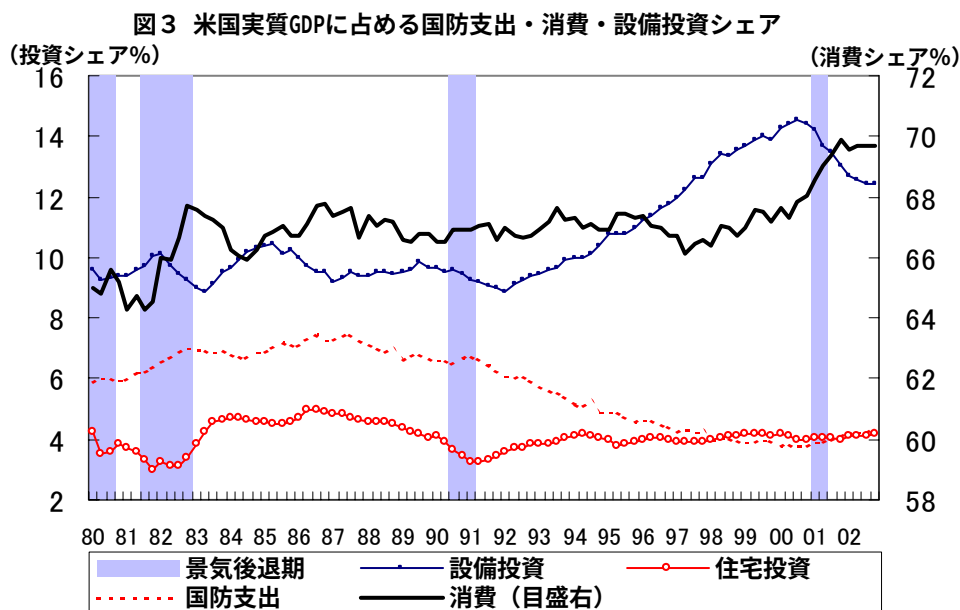
(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」、当部試算他

上記回帰式は雇用増減のみならず生産ピッチを織り込んだモデルであり、足許1月の生産上昇率1%の寄与 ($1.28 \times 1.0\%$) を加えると成長ピッチは1%となる。但し、3月に入って発表された、企業部門の景況感を表すISM統計や、各地区連銀サーベイ調査は、いずれも生産ピッチが1月より鈍化するという内容を考慮すると、雇用と生産から試算された1～3月期のGDP成長率は概ね0～1%の成長レンジにあると判断できる。

2. 堅調だった耐久財消費と住宅価格に鈍化の兆し

もちろん、企業部門の生産ピッチの先行きは景況感のみならず、消費や輸出、国防支出など実際のGDPの各需要項目に左右されよう。しかし以下でみるように、イラク開戦に伴う国防支出のプラス効果や戦後の消費需要の大幅改善は期待できない。

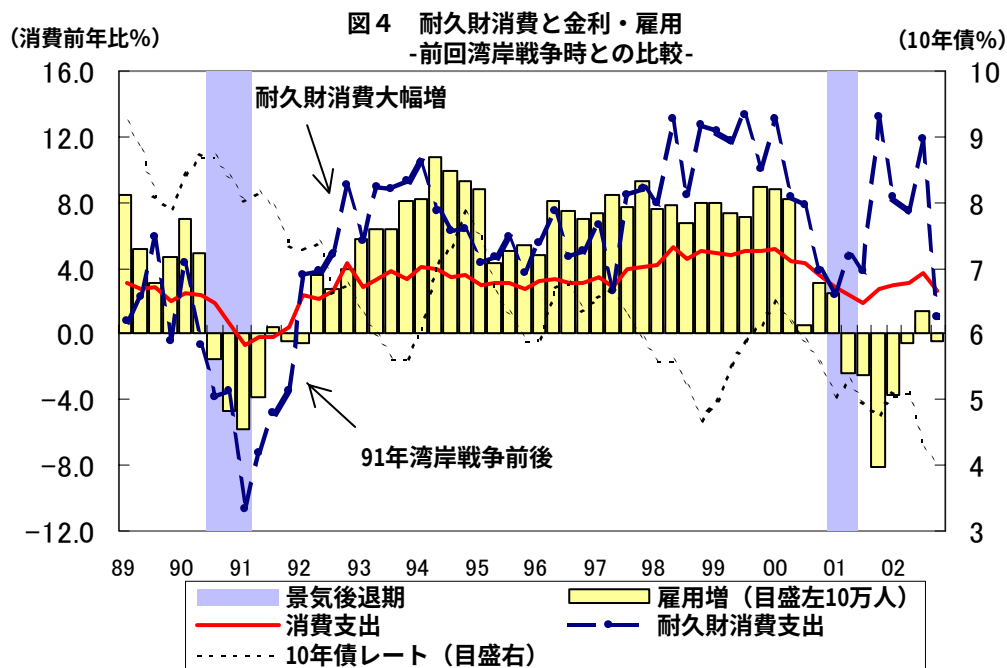
まず、開戦に伴う国防支出の規模についてみると、実質GDPに占める国防支出のシェアは確かに上昇傾向にあるが、昨年末の水準はGDP比4.3%と住宅投資と同じ規模に過ぎない。また、開戦に伴い計画されている1,000億ドル規模の補正予算を入れてもGDP比5.3%であり、この水準は91年湾岸戦争時点のシェア6.8%に比較すると低い (図3)。



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

つぎに、GDP比7割を占める消費動向であるが、2月の小売売上高は前月比マイナス1.6%と大幅に低下した。主因は自動車を中心とした耐久財消費の減少にある。前回91年の湾岸戦争時も耐久消費財は大幅に減少し、戦争終結後には約半年のラグでプラスに転じたが、当時とのファンダメンタルズの相違から、今回は大きな回復が期待できない。

というのも、当時は、①開戦2年以上前から耐久財消費の前年比マイナスが続き（ストック面での潜在需要の余地）、②長期金利が大幅に低下し（金利面のサポート）、③雇用が前月比平均10万人ピッチで増加（消費マインド好転）、するなど、各種要因が消費増に寄与したのに対し、今回はいずれの要因もプラスに働きにくいと考えられる（図4）。

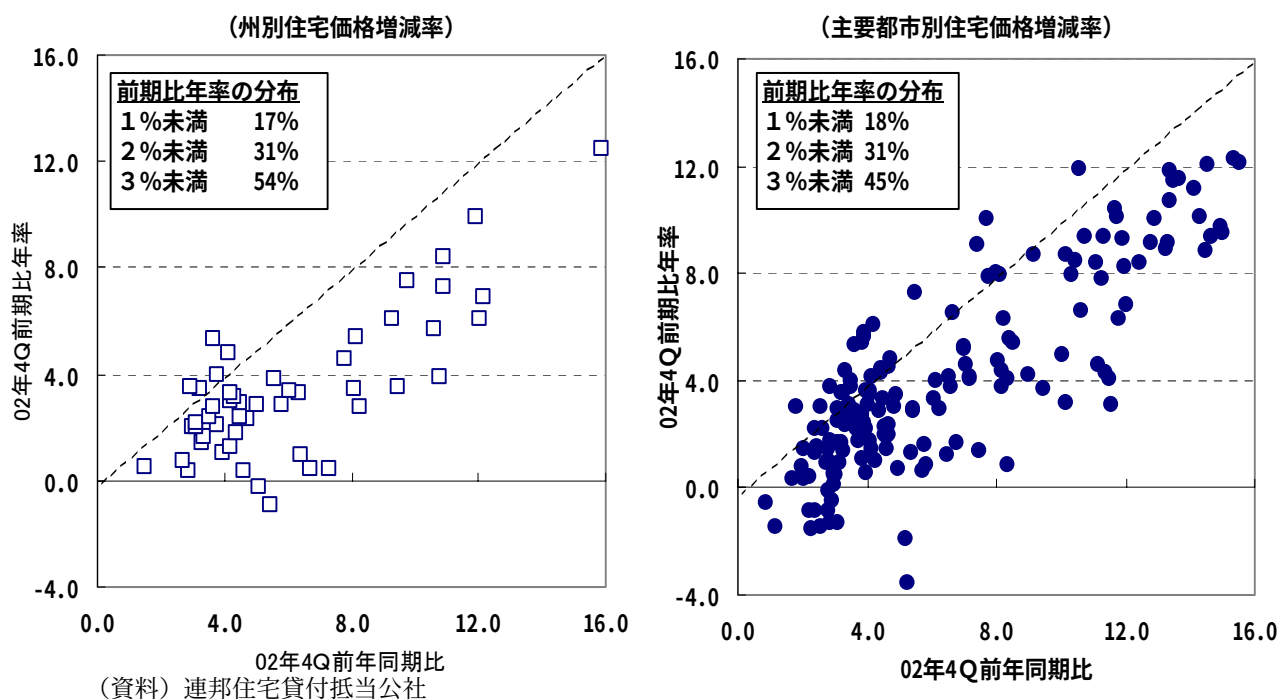


(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」他

既に耐久消費財は 01 年 9 月のテロ勃発以降、消費全体を上回る年平均 8% 超えるピッチで伸びたが、今年に入り値引きによる効果が薄れていることからストック需要は頭打ちと考えられる。加えて、そもそも雇用環境が改善しない中で耐久消費財需要が伸びた背景には、金利の大幅低下、住宅価格の上昇による資産効果、住宅購入による波及効果があったと考えられるが、金利の大幅低下は期待できない上、住宅価格にも明らかな鈍化の兆しが見られる。

連邦住宅貸付抵当公社が公表している戸建て住宅価格（Repeated Sales Price）によると、住宅価格の伸びは全米平均で 02 年 1Q の年率 8% から 02 年 4Q に同 3.9% まで鈍化した。同公社では、住宅価格の伸びは 03 年 5.1%、04 年 3.9% という予測を最近公表したが、エリア毎の価格上昇率をみると、02 年 4Q でも既に半分の地区で上昇率が 3% を割っていることからみて、公社の予測は楽観的といえよう。先行き上昇率は少なくとも 2%～3% のレンジまでは鈍化すると考えるべきであろう（図 5）。

図 5 エリア別住宅価格の推移（02 年 10～12 月期）



3. 非金融法人部門の企業収益鈍化

このように、国防支出の需要創出効果は高くない一方、家計部門の需要鈍化が予想されることを念頭に置くと、企業の生産計画、設備投資計画、雇用計画そのものについても、戦争が短期で終結したとしても上方修正されずとも考えにくく、むしろ企業の景況感の下方修正は雇用や投資減による需要減というかたちで実現し、それがさらに企業の計画の下方修正を招くという、悪循環のリスクが払拭できない。こうした脆弱な環境が 03 年前半続くとなると企業部門の収益改善ピッチも鈍化せざるを得ない。

事実、3 月 6 日に発表された最新の米国資金循環統計によれば、02 年 10～12 月期の民間非金融企業の税引き前利益は、前期の 3340 億ドルから 3194 億ドルに減少した（減価償却等込みの内部資金は前期 7413 億ドルから 7252 億ドルに、在庫調整済み内部資金は前期 7838 億ドルから 7769 億ドルにそれぞれ鈍化）。収益鈍化の主因は 02 年 10～12 月期の GDP 成長率が年率 1.4%に減速したためであり、現在の米国経済システムは、低成長下での企業収益改善が厳しいことを示した（表 1）。

表 1 民間非金融企業の収益・資金循環

(10億ドル)

	00年	01年	02年	02年四半期			
				10	20	30	40
税引前利益	436	327	316	287	322	334	319
減価償却	633	721	817	826	820	814	808
内部資金	639	648	726	703	733	741	725
在庫調整済み内部資金	741	777	793	815	797	784	777
固定設備投資	894	853	800	807	793	797	801
純負債増減	1237	369	299	286	319	218	373
資金調達計	262	206	22	31	112	-141	86
純新株発行	-118	-47	-40	-8	18	-131	-40
クレジット調達	380	253	62	39	94	-11	126
うち社債	161	341	133	254	191	-29	117
うち銀行借入	62	-72	-65	-36	-132	-43	-49

(資料) 連邦準備制度理事会「Flow of Funds Account」

なお、表 1 からは、02 年 10～12 月期の固定設備投資は前期の 7,973 億ドルから 8,013 億ドルに増加したが、引き続き企業は銀行借入れを圧縮しており、クレジット需要面からは、金利低下の素地が続いていると読み取れる。

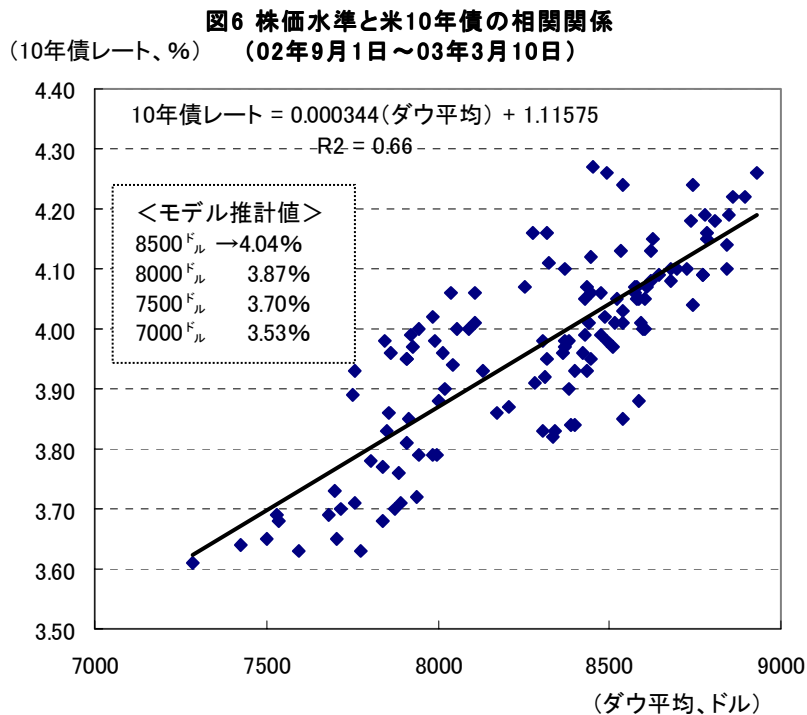
4. 実体経済環境の総括と金融市場への含意

以上見てきた経済指標の動きを総括すれば、昨年未までの米国景気回復シナリオの柱であった、①雇用環境の改善、②企業収益の V 字回復、という条件が崩れつつあるのは明白であり、イラク戦が短期で終結したとしても、現在の経済指標を見る限りこうした条件が容易に実現するとは考えにくい。もちろん、イラク戦が短期で終結することにより消費マインドの悪化が最小限に食い止められ、金利引下げを含む機動的な政策発動の自由度を確保している点で、景気後退は避けられようが、短期終結の楽観シナリオが想定する V 字回復は期待できない。

米国株価水準はイラク開戦後、8,500 ドルまで戻したが、以上の実体経済シナリオを前提にすると、株価が一本調子で上昇していくとは考えにくく、少なくともイラク戦に伴う混乱が続く向こう 3 ヶ月間の株価水準はボラタイルな状況が持続すると考えられる。

また、10 年債レート水準は、イラク開戦前の 3.5%から足許 4%まで上昇しているが、

このところの長期金利の動きは、株価水準に沿って上下している。昨年 9 月以降の日次ベースの 10 年債レート水準とダウ平均株価は、ほぼ一対一に相関しており、回帰式によれば、株価 7,000 ドルで 10 年債レート 3.5%、8,500 ドルで 4.04% という関係にある（図 6）。従って、向こう 3 ヶ月間の長期金利水準も、株価水準次第で大きく水準変化しよう。



(木村：kimurato@sumitomotrust.co.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。