

米国経済の堅調推移が続いている。金融危機発生以降マイナスでの推移が続いていた成長率は昨年7-9月期にプラスに転じ、10-12月期には5.6%もの高い伸び(実質GDP、前期比年率)を記録しており、先行きの見通しも潜在成長率並みの水準である2%台後半が市場のコンセンサスとなっている(図1)。一方で足元までの成長率は在庫削減ペースの緩和により押し上げられたものであり、必ずしも最終需要の強さによるものではないとの指摘もある。また失業保険申請件数の高止まりが示すように、雇用や所得環境の明確な改善傾向は見られず、経済の先行き堅調推移を見込むことを躊躇させる指標も散見される。世界経済の先行きを占う上で、足元の高成長や先行きのポテンシャルの高さから中国をはじめとした新興国経済が注目されることが多いが、世界のGDPの2割強を占める米国経済の重要性は決して低くない。本稿では米国経済に焦点を当て、このまま市場コンセンサス並みの堅調推移が続くのか、もしくは再度減速の動きとなるのかについて考えたい。

まず、昨年末までの成長率を押し上げた在庫の先行きの動向について考える。先行指標となるISMの在庫指数は大幅な上昇を続けており、その水準は内需の強さを背景として米国経済が絶好調であった04~05年を上回っている(図2)。同指標からは、目先は企業の在庫積み増し意欲が強いことが確認出来る。ではどのような需要を見込んで在庫を積み増すのだろうか。GDPの8割強を占める非製造業の景況指数を米国内需の代理変数とすると、足元は04~05年ほどの強さは見られない。一方外需に関しては、輸出受注指数から04~05年の水準を上回る強さであることが示唆される。中国の輸入センチメントが同様の動きをしていることから、足元の在庫積み増し意欲は、中国向け輸出をはじめとした外需を見込んだものである可能性が高い。但しその外需の先行きを考えた場合、中国をはじめ経済が好調な新興国は金融政策の引締め局面に入っており、少なくとも更なる景気加速を期待するのは現実的ではなく、先行き楽観できる状況にはない。

ここまで短期の景気波形に大きな影響を及ぼす在庫循環の全体像を見てきたが、次に個別要因をいくつかチェックしたい。はじめに小売

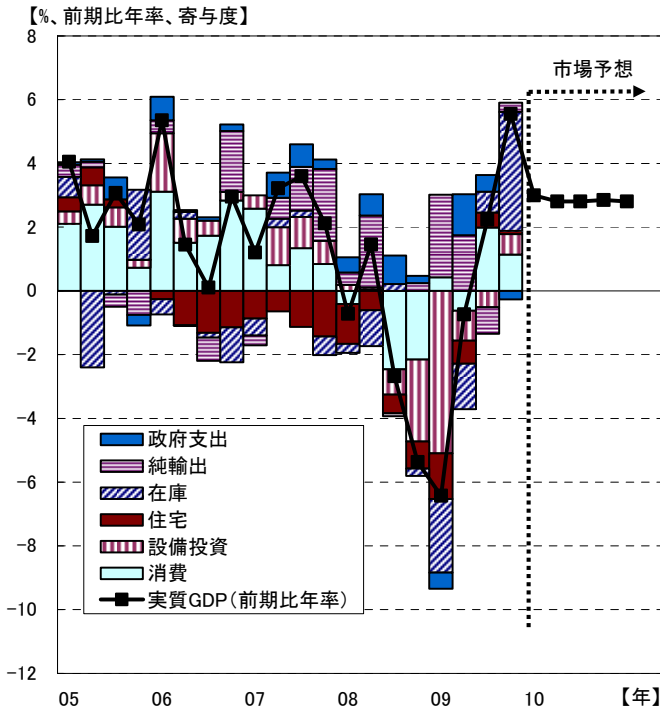
売上の2割程度を占める自動車販売の動向を見てみると、3月の販売台数は昨年夏に政府が実施した購入支援策終了後で最高となった(図3)。しかしこれは自律的な需要回復によるものではなく、リコール問題に苦しむ日本のメーカーを中心に実施されたゼロ金利ローン等の販売奨励プログラムによる押し上げが主因である。当初1ヶ月で終了する予定だったが、5月までの延長が発表されており、目先も販売は堅調推移が見込まれる。しかしこのような販売促進策の継続実施は利益の減少を通じて企業の体力を蝕む。米国の大手自動車会社が破綻に至った一つの原因でもあり、長期継続は困難である。販売促進策を実施したある企業の役員は「これは戦略ではなく戦術」と述べており、長期継続には消極的であることを示唆している。

次に雇用情勢を考える。3月の雇用統計(非農業雇用者数増減)は16万人超の増加となり、経済が好調な時期の水準まで回復したようにも見える。しかしこれは二つの特殊要因により押し上げられた結果である。一つは10年に一度実施される国勢調査に伴う臨時雇用であり、5万人程度雇用者数を押し上げた(図4)。もう一つは2月の大雪による減少の反動で、厳密な測定は困難だが、5万人程度であるとの指摘もある。これらを差し引いて考えると、基調部分は6~7万人程度の増加であり、決して市場予想並みの景気堅調推移を正当化するものではない。更に過去に国勢調査が実施された年の臨時雇用者数を見ると、4~5月に増加した後に反動で大きく減少している。特殊要因であるとは言え実際に雇用が増加していることは事実なので、目先の消費を下支えする効果は見込まれるが、一時的なものであると考えるべきであろう。

これら二つの要因に共通して言えることは、基調が弱い中で特殊要因に支えられた一時的な強さであり、自律的な景気回復に裏付けられたものではない可能性が高いということである。

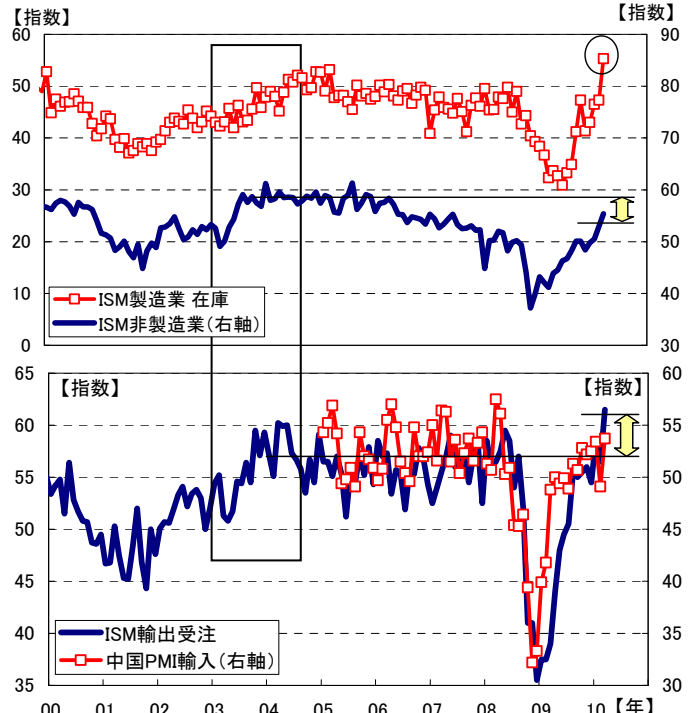
以上より、目先4-6月期の米国経済は堅調推移となる公算が高いが、その先については減速の可能性を意識しておく必要がある。米国株式市場は潜在成長率並みの経済成長を織り込みつつ堅調推移を続けているが、今後の株価を占う上で2010年後半の景気減速の有無は一つの論点となろう。今後の動向を注視していきたい。(2010年4月20日記)

図1：米国 GDP 成長率(前期比年率)



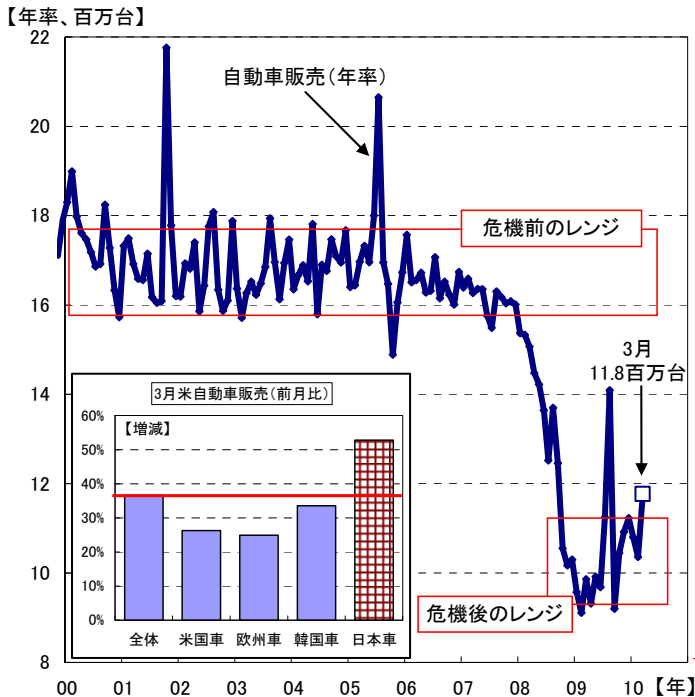
出所：Datastream、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図2：米国 ISM 景況指数と中国輸入センチメント



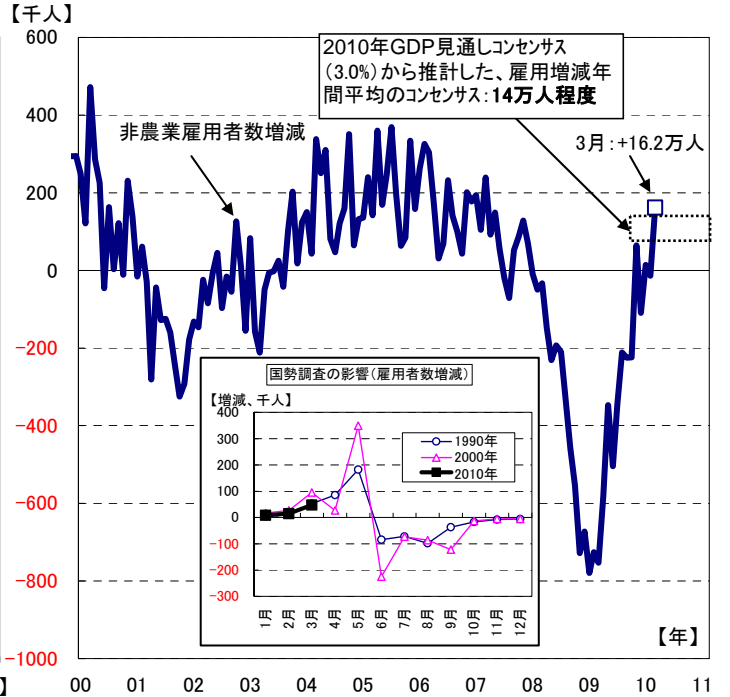
出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図3：米国自動車販売



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図4：米国雇用者数増減と国勢調査による臨時雇用



出所：米国労働省、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）