

Weekly エコノミスト・レター

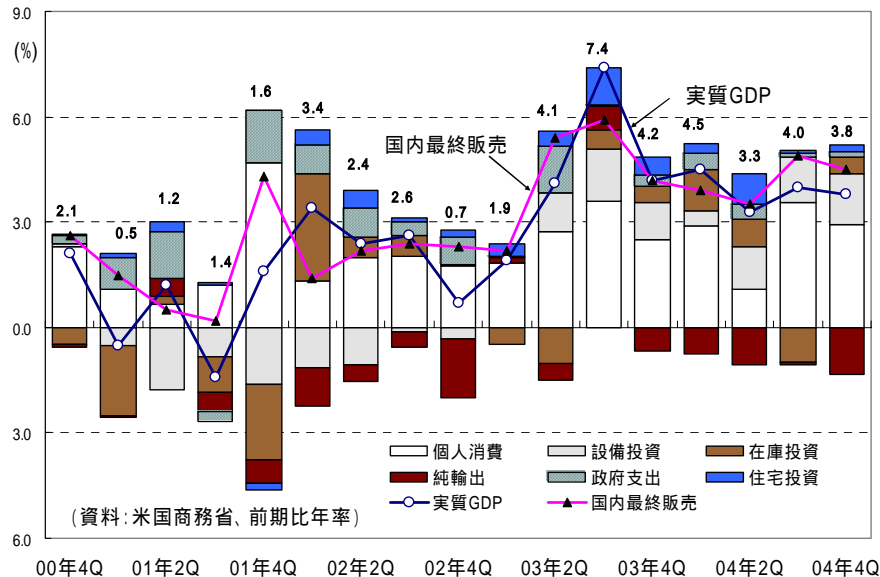
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

最近の米国経済動向 ～ 懸念される「ソフトパッチ」の再来

< 米国経済の動き >

1. 4/28発表予定の1-3月期の成長率は、個人消費、設備投資とも堅調な推移が続いていたことから、一時は年率4%接近が予想されていたものの、3月の小売売上高の発表後は、ガソリン価格高騰等の影響を受けた消費鈍化が懸念されるようになった。
2. 市場では、昨年4-6月期以降にみられたソフトパッチを懸念している状況であるが、昨年と異なるのは、インフレリスクの高まりである。また、昨年6月に始まったFRBの利上げは計7回に達しており、今後の利上げについては、これまで以上に影響度を強めていくことが予想され、FRBの金融政策の舵取りに対する注目度は、一層強まるものと思われる。

市場では、昨年4-6月期のソフトパッチ再来を想起



主任研究員 土肥原 晋

(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7

(03)3512-1884

ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

< 米国経済の動き >

〔景気の概況〕

にわかに浮上した「ソフトパッチ」再来の懸念

10-12月期の実質GDPは、当初3.1%（前期比年率、以下も同じ）と発表されたものの、確報値では3.8%に引き上げられた。主要項目では、個人消費が4.2%と前期5.1%に続き堅調だった他、設備投資は、14.5%と3四半期連続で二桁成長となった。これに対し、純輸出は、寄与度で1.35%と2002/4Q以来のマイナス幅を見せ、成長率を押し下げた（前頁図参照）。

今月28日に発表される1-3月期のGDPにおいても、自動車販売の不振や、昨年末で期限切れとなった減価償却減税の影響等を受けるものの、消費と設備投資が総じて堅調に推移しているとの判断から、エコノミストの予想平均は、3.9%（4/10付ブルーチップ誌）となっていた。

しかし、先日発表の小売売上高以降、景気の見方に変化が出てきた。3月小売売上高は、変動の大きい自動車販売と油価高騰によって押し上げられたガソリン販売とを除くと前月比0.1%と減少に転じている。また、消費マインドを示す指数も低下推移を続けている。ガソリン価格高騰と持続的な利上げの影響については十分予想されてはいたものの、これまで深刻な打撃は回避されてきたため、市場では、その影響を過少評価してきたきらいが窺える。

実際、ガソリン価格上昇による消費圧迫が懸念された昨年4-6月期の実質個人消費は、年率1.6%へと急低下した。こうした景気軟弱局面をグリーンズパン議長は「ソフトパッチ」と表現したが、現状はその再来を懸念している。

一方、昨年はGDPベースで二桁の高水準の伸びを続けた設備投資についても、受注の伸びに勢いが見られず、その伸び率は鈍化していくものと思われる。

物価については、原油のみならず国際商品価格の高騰の影響を受け、今後は、コアベースの物価への波及が懸念されている。このため、債券市場への影響が警戒される場所であるが、上記のようなソフトパッチ再来の懸念により、現状では、長期金利は再び低下の動きを見せている。

こうした中での雇用の回復は景気下支えの意味合いを持つ。確かに3月の雇用者は11万人増と市場の予想を大きく下回り失望を呼んだが、1-3月期通して見れば、月平均16万人増を確保している。こうしたペースでの回復が続けば、可処分所得の回復は維持され、一時的な消費停滞はあっても、景気失速に至るような事態は回避されると思われる。

当面、景気の体温を測りながら、原油・ガソリン価格やインフレの動向、FRBの金融政策の舵取りが注目される局面が続くこととなろう。

(消費の動向)

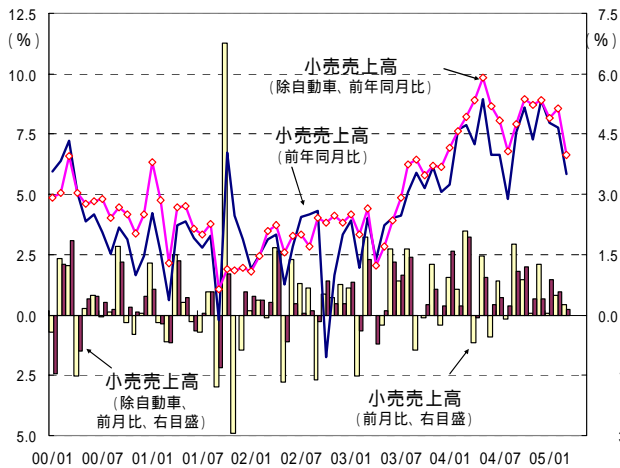
3月小売売上高は前月比0.3%増ながら、実態はそれ以上の悪化

商務省発表の3月の小売売上高は、前月比+0.3%増(2月0.5%増)、自動車除きは+0.1%増(2月+0.6%増)と市場予想の同+0.8%増を下回り、2月の伸びにも届かなかった。また、自動車除きの数値は昨年4月以来の低さだった。個別項目では、価格高騰を背景にガソリンスタンドが同+2.1%増、前年同月比では+17.8%増となったのが目立つ。このため、自動車とガソリンを除いた小売売上高を見ると、前月比0.1%減となり、実態はよくないことを示している。

その他では、自動車販売が前月比+0.8%増、建築資材(同+1.5%増)、無店舗販売(同+1.2%増)等が増加した半面、衣料品等(同1.9%減)、百貨店(同2.0%減)、家具(同0.6%減)、電気製品(同0.3%減)等が減少した。衣料品の減少は悪天候の影響を受けたと見られるが、家具・電気製品等の耐久消費財の購入減の背景には、消費者がガソリン価格の高騰を理由に購入を手控えた構図が窺える。

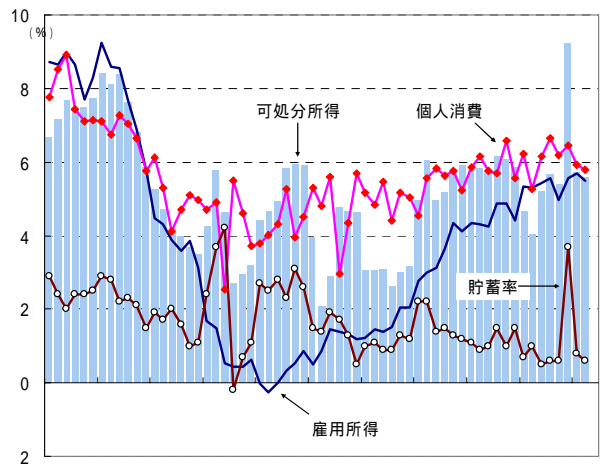
また、前年同月比では5.8%増(2月+7.8%増)、自動車除きでは同6.6%増(2月+8.6%増)とここでも2月実績を大きく下回った。金利の上昇とガソリン価格の高騰が、これまで堅調に推移してきた個人消費に影を投げかけた形と言えよう。今後も、金利・ガソリンの先高感が続いているため、昨年見られたようなソフトパッチ入りを懸念する見方が出ている一方、3月の小売売上高統計は、例年より早めのイースター月となり、季節調整が強めにかけられた懸念があることから、4月の統計を見る必要性も指摘されている(図表1)。

(図表1) 米国：小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表2) 米国：消費支出の推移(前年同月比)



(資料) 米国商務省

個人消費統計は2月までの発表に留まるが、2月は前月比+0.5%増と1月の同0.1%増から上昇した。1月の自動車販売の鈍化等の要因が剥落し、耐久財消費が回復(3.7%減+0.9%増)した影響が大きかった。前年同月比ベースでは+5.8%(1月+5.9%)と伸び率を若干低下させたが、可処分所得の伸びに支えられた無理のない伸びを維持している。3月の小売売上高の内

容がよくないものの、今後も賃金所得の回復が続くと見られることから、所得の伸びが消費を下支えしていくものと予想される(図表2)。

(景況感)

消費者マインドは悪化が続く

4月ミシガン大学の消費者マインド指数(速報値)は、88.7と4ヵ月連続の低下を見せ、2003年9月以来の低水準となった。現況指数103.9(前月108.0)、期待指数79.0(前月82.8)とも低下しており、ガソリン価格の上昇が影響したと思われる。

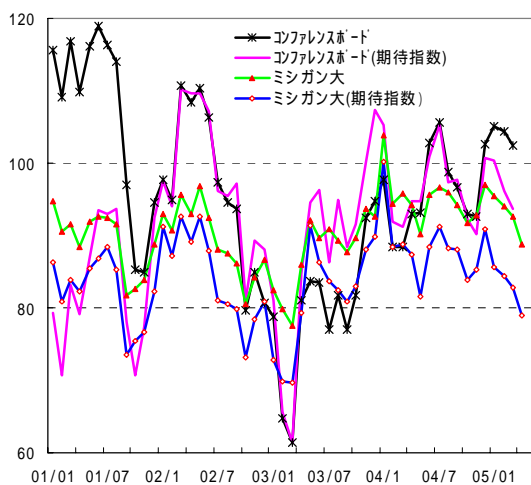
3月コンファレンスボード消費者信頼感指数では、102.4(前月104.4)と低下し、1月の105.1を最近のピークに2ヵ月連続の下落となった。内訳では、現況指数115.6(前月116.8)は概ね高水準を維持しているものの、期待指数93.7(前月96.1)がより大きな低下を見せた。指数の低下要因としては、やはり、ガソリン価格の上昇による消費への圧迫が挙げられており、6ヵ月以内の自動車、住宅の購入予定者等が減少している(図表3)。

企業のセンチメントを示す3月のISM指数は、製造業が55.2(2月55.3)と微減の半面、非製造業事業活動指数は63.1(2月59.8)と続伸した。製造業指数では、価格指数(65.5 73.0)が急伸した他、新規受注指数(55.8 57.1)、在庫指数(48.6 54.1)、受注残指数(50.5 56.0)が上昇し、雇用指数は下落した(57.4 53.3)。

非製造業でも、製造業同様に、新規受注指数(61.6 62.1)、受注残指数(51.5 56.5)が上昇した一方、雇用指数が下落した(59.6 57.1)。

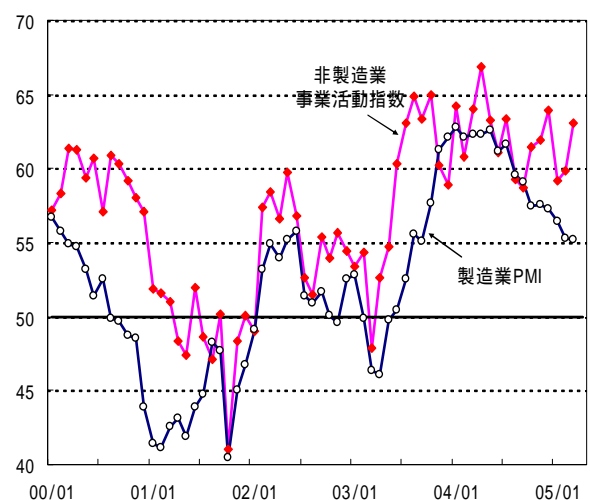
製造業・非製造業指数とも景況感の分かれ目とされる50を上回っており、事業活動の堅調さを示してはいるものの、製造業指数が一年間にわたり下落傾向を持続していること、製造業の価格指数が急伸したこと等は、懸念点と言えよう(図表4)。

(図表3)米国：消費者信頼感指数の推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

(図表4)米国：ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(生産・雇用の動向)

鉱工業生産・設備稼働率では、製造業が不振

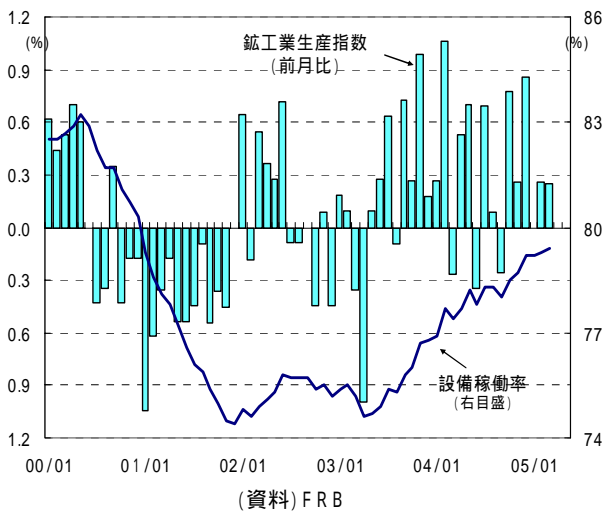
3月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%増(2月は+0.2%増)と続伸した。しかし、電力・天然ガス等が同3.6%増と急伸したことが大きく、製造業は同0.1%減と減少した。製造業の減少は昨年9月以来半年振りのこととなるが、これは、主要業種である自動車・自動車部品(同3.6%減)が急低下したことが大きい(図表5)。

一方、3月設備稼働率は79.4%と前月の79.3%から上昇した。ここでも、電力・天然ガス等が同87.1%(2月は84.1%)と急伸する一方、製造業は同78.0%(2月は78.2%)減と減少した。製造業の業種別では、自動車・自動車部品が82.3%(2月85.5%)と低下したのに加え、ハイテク産業も、通信機器・半導体の低下により71.7%(2月71.9%)と低下している。なお、3月の79.4%は、2000年12月以来の5年ぶりの水準となるが、長期的な過去の平均稼働率水準(1972~2004年の平均81.0%)は、依然下回っている。

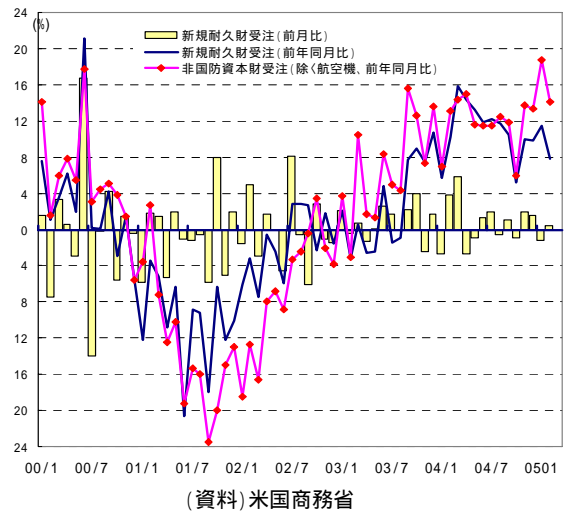
2月製造業の新規受注は前月比+0.2%増(1月0.0%)、うち耐久財は同+0.5%増(1月1.2%減)と増加を見せたが、航空機の増加が前月比32.2%と大きかったため、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は前月比1.7%減(1月+4.4%増)と反落した。また、前年同月比ベースでは、耐久財は+7.8%増(1月+11.4%増)、非国防資本財受注(除く航空機)は+14.2%増(1月+18.8%増)とそれぞれ伸び率を低下させた(図表6)。

新規受注面では、勢いに欠ける展開となっており、こうした状況が続くのであれば、好調だった昨年のような設備投資の伸びは難しいとの見方が多くなっている。

(図表5) 米国：鉱工業生産と稼働率



(図表6) 米国：新規耐久財受注の推移



3月雇用者数は、予想の半分に留まる

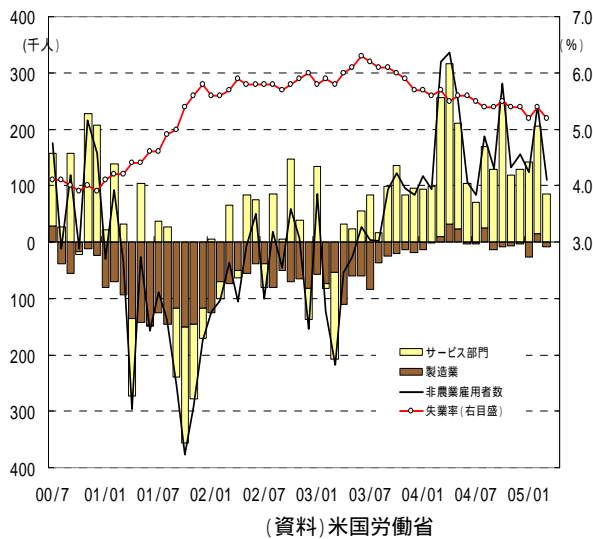
非農業事業部門の雇用者数は前月比+11.0万人増と先月の+24.3万人増から大幅に減少、また、市場の予想平均である22万人増から半減となった。しかし、インフレを懸念していた債券・株式市場は、発表直後には価格が上昇した（その後、原油価格高騰等で反落）。内訳では、製造業で前月比 0.8万人減と微減ながら再びマイナスを示し、サービス部門も同+8.6万人増と前月の+19.1万人増から半減した。サービス業の業種別では、人材派遣業を含む管理・支援サービスで2.03万人増、ヘルスケア・介護等で2.01万人増、飲食店で1.78万人増となった（図表7）。

一方、3月の失業率は5.2%と前月の5.4%から低下、1月の5.2%を回復した。家計統計で雇用増の半面、失業者減となったことによる。なお、インフレの観点から注目されている賃金上昇率は、時間あたり賃金で、0.25%増となり、2月の0.06%増から上昇している。

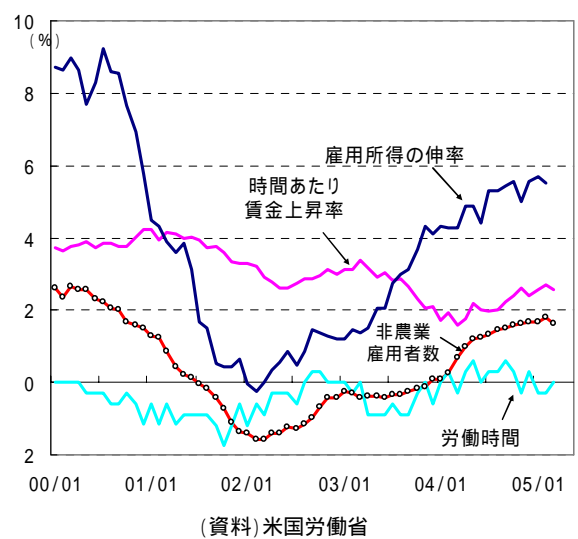
また、雇用所得との関係では、労働時間が伸び悩む中、雇用増と賃金の緩やかな上昇が、雇用所得の伸びを支えており、前年同月比で6%ラインに接近している（図表8）。

なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は29.6万件（4/20発表分）と前週比では3.6万件の大幅減少となった。週毎の振れが大きいものの、雇用状況の改善の分かれ目とされる40万件を大幅に下回り、4週移動平均は33.0万件と35万件を下回る推移が続くなど、雇用が回復方向にあることを示している。

（図表7）米国：雇用状況の推移（前月比）



（図表8）米国：賃金・所得の推移（前年同月比）



(インフレ・FRBの動向)

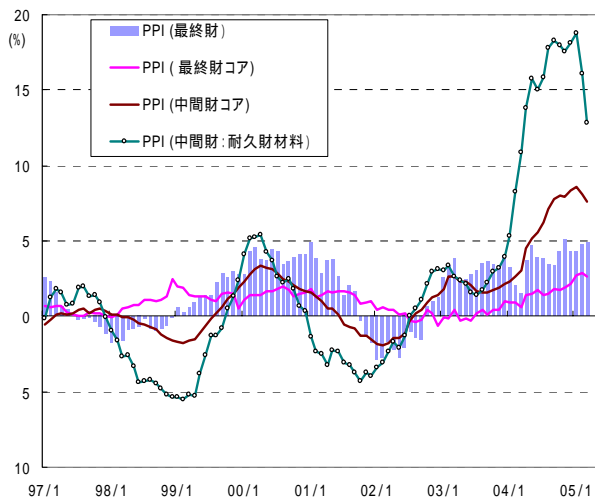
消費者物価の上昇が、インフレ懸念を再燃

3月のPPI(生産者物価)は、前月比+0.7%(2月は+0.4%)上昇となったが、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数では、同+0.1%(2月も+0.1%)に留まった。エネルギーが同+3.3%と急上昇したため、コア指数は、1月に同+0.8%と大幅な上昇を見せた後は小幅上昇に留まっている。

しかし、その後発表されたCPI(消費者物価)が前月比+0.6%(2月は+0.4%)、コア指数でも同+0.4%(2月は+0.3%)の上昇と、上昇率を高めてきたことから、市場のインフレ懸念は再び高まっている。

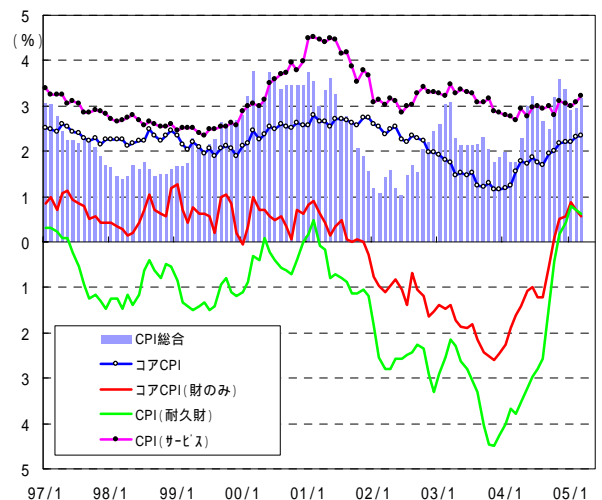
最近の物価動向については、原油価格の乱高下によって左右される状況を見せているため、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数が注目されているが、コア指数を前年同月ベースで見ると、PPI・CPIとも1年以上にわたって上昇傾向にある。特にPPIでは中間財の耐久財原料等で値上がりが大きくなっており、今後は、PPI(最終財)やCPIへの波及が懸念される状況と言えよう(図表9・10)。

(図表9)生産者物価の推移(前年同月比)



(資料)米労働省

(図表10)消費者物価の推移(前年同月比)



(資料)米労働省

FRBはインフレ対策重視から利上げスタンスを持続

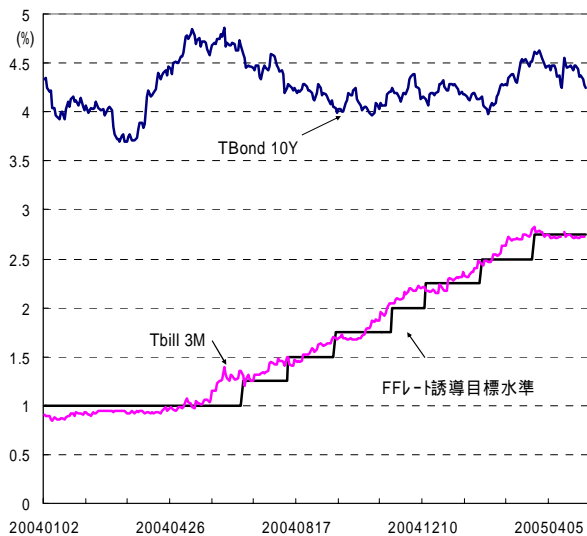
FRBは、3/22のFOMCでFF目標金利を0.25%引き上げ2.75%とすることを決定した。これで、今次利上げは7回目、計1.75%引上げられたこととなる。FRBは、ここ数ヶ月インフレ圧力が増幅していると指摘していたため、FOMC議事録の公開(4/12)が注目されていたが、市場で警戒されたほどインフレに対して踏み込んだ言及がなかったとされる一方、「緩和的政策の解除は慎重なペースで」という表現が残されたこともあり、0.5%の利上げ観測は遠のいたと解釈されている。しかし、その後発表(4/20)されたベージュブックでは、エネルギーや原材料の価格高

騰が消費価格に転嫁されているとの見方を示したため、市場のインフレ懸念を高めた。今後も、企業がコスト上昇分の価格転嫁を進めると見られることから、なお緩和的な状況にあるとされる現状のスタンス修正のため、FRBは利上げを持続すると見られている。

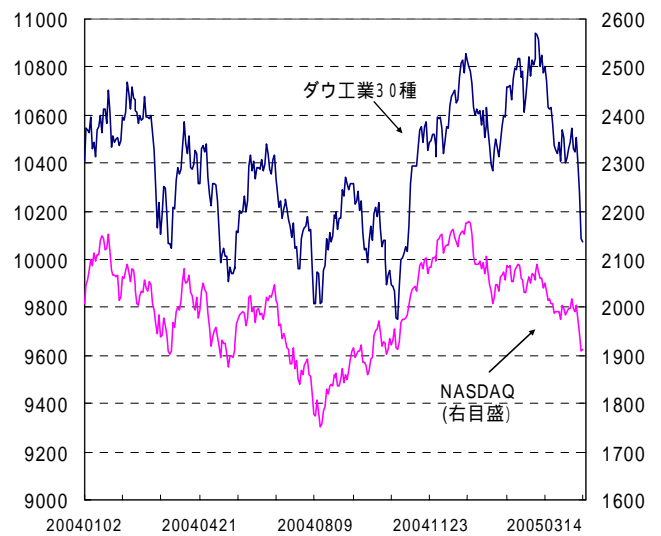
こうした中、小売売上高の不振を契機に、景気持続への懸念が高まった。FRBとしては、インフレ懸念への明確な認識のもとで、小幅利上継続スタンスを基本に、インフレ加速時と景気鈍化の両方のオプションをかかえた政策運営を迫られることとなろう。

なお、これまで利上げには反応の鈍かった長期金利（10年）も、FRBのこれまで以上に明確なインフレ圧力の指摘により、利上げ直後には一時4.64%へと急上昇した。これは、昨年6月以来の高水準であり、債券市場のインフレ圧力の受け留め方の変化を示すものと見られたが、その後、景気持続への懸念の高まりから、一転、4.1%台（4/20）にまで低下した。なお、長期金利の推移を見ると、FRBが最初の利上げをした昨年6月に一時4.86%をつけており、その後、7回の利上げにもかかわらず、なおこの水準を下回る推移に留まっているため、長短金利差もその分接近した状況にある（図表11）。

（図表 11） 米国：長短金利の推移



（図表 12） 米国：株式市場の推移



（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

（Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載）