

# Weekly エコノミスト・レター

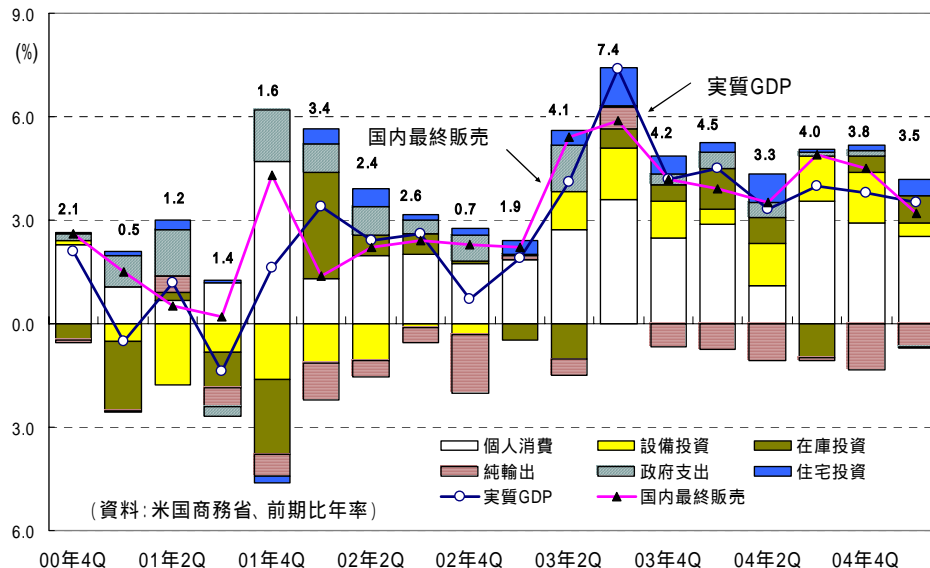
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 最近の米国経済動向 ~ソフトパッチの短期収束観測が浮上

### < 米国経済の動き >

1. 4月の雇用・小売等の主要な経済指標が堅調な推移を見せる中、ソフトパッチ入りの観測を強めた1-3月期のGDPが前期比年率3.5%に上方改定され、一時強まった景気減速懸念はやや薄らいだ状況となっている。
2. 原油・ガソリン価格の再騰により強まったインフレ懸念は、その後、原油価格が一時的に反落し、4月の消費者物価コア指数が前月比横ばいに留まったこともあり、やや沈静化の動きを見せている。
3. F R Bは5/3のFOMCで昨年6月以降8度目となる利上げを行った。F R Bでは原油価格上昇等によるインフレリスクを懸念しており、景気動向を睨みながら今後も持続的な利上げを続ける意向である。当面、ソフトパッチ局面からの脱却が注視される中、今回の景気減速をもたらした原油価格の動向や、原材料価格上昇の川下物価への波及が注目される局面と言えよう。

米国GDP寄与度内訳の推移 ~ 1-3月期は3.5%へ上方改定



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)

### 1-3 月期成長率は、年率 3.5% に上方改定

5/26 発表の 1-3 月期の実質 GDP 改定値は、3.5% (前期比年率、以下同じ) となった。前回 4/28 発表の速報値 3.1% から 0.4% ポイントの上方修正ではあるが、水準としてはソフトパッチといわれた 2004/4-6 月期 3.3% 以来の低水準となる。内訳を見ると、個人消費は自動車販売の減少を受けて 3.6% (速報は 3.5%) と前期 4.2% から低下、設備投資は IT 投資の伸び悩みに加え、構造物投資や運送機器がマイナスに転じたことから 3.5% と速報 (4.7%) からさらに下方修正された。前期の 14.5% からは大幅に伸び率を低下させており、3 四半期続いた二桁の伸びにも終止符を打った。在庫投資は寄与度で +0.78% と速報の +1.21% から低下したものの、前期の +0.46% からは増加した。

また、前期に寄与度で 1.35% とマイナス幅を急拡大させた純輸出は、速報では 1.49% と一層拡大したが、今回は 0.67% へと大幅に縮小改定され、GDP 上方改定の主因となった。輸出が前期比年率 7.2% (速報は 7.0%、前期は 3.2%) と回復を見せる中、輸入が同 9.1% (速報は 14.7%、前期は 11.4%) となり、輸入の下方修正が大きかった。

上記のように、今回、大きく改定されたのは、輸入と在庫の減少であるため、GDP から在庫と純輸出を除いた内需の強さを示す国内最終販売は 3.2% (速報は 3.2%、前期は 4.5%) と速報と同値に留まっている。

なお、GDP 以外の 4 月の経済指標の中では、特に雇用・小売売上高等の主要指標が強めのものとなったことから、ソフトパッチ入りはあっても底は浅く、また、短期間に留まるとの見方が強まっているが、今回の GDP 上方修正もそうした見方を補強する意味合いを持つものと言えよう。

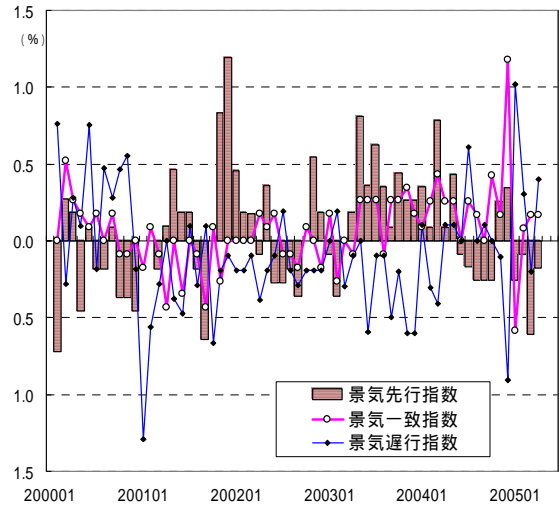
(GDP の推移は前頁に掲載)

今月発表されたその他の指標では、製造業の弱さを示すものが目立った。ISM 指数は製造業指数の低下が目立つし、強かった雇用統計でも製造業雇用者は減少している。また、3 月まで 3 ヶ月続いた新規耐久財受注の低下等を考慮すると、ソフトパッチからの立ち直り局面では、消費支出・サービス業が先行し、製造業設備投資の回復は先送りされそうな状況と見られる。

一方、金融政策では、FRB が 5 月 3 日の FOMC (連邦公開市場委員会) で今次 8 回目の FFレートの目標水準の引上げを実施したが、同 FOMC の議事録によれば、景気減速は一時的なものとの判断から利上げを実施したことが明らかとなっている。また、FRB は、現状を金融緩和状態とし、インフレリスクは上向いていると見ており、慎重なペースでの利上げスタンスを持続する意向を示している。

最後に、4月景気先行指数は前月比0.2%減と4ヵ月連続での減少となった半面、一致指数は前月比0.2%増と3ヵ月連続の増加となった。発表元のコンファレンスボードでは「経済はなお拡大しているが、より緩慢なペースとなっており、下半期にかけての推進力に欠ける展開」とコメントしている(図表1)。

(図表1)米国：景気先行指数の推移



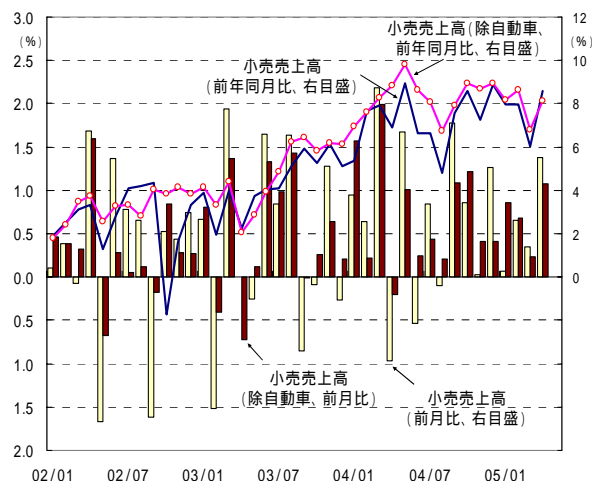
(資料)コンファレンスボード

(消費の動向)

4月小売売上高は、7ヵ月ぶりの急伸

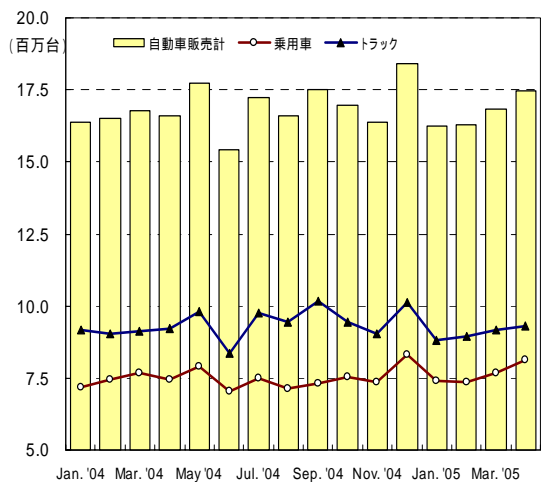
4月の小売売上高は前月比+1.4%増と、上昇幅としては7ヵ月ぶりの急伸を見せた。最大の要因は自動車販売(同+2.5%増)の増加によるところが大きいが、自動車を除く<sup>レ</sup>ースでも同+1.1%増とやはり6ヵ月ぶりの上昇幅となる。自動車以外の要因としては、前月に不振だった衣料品等が同+2.8%増と急反転した他、ガソリン(同+1.9%増)、総合小売店(同+1.5%増)、建築資材(同+1.2%増)等、前月比1%以上の上昇率となるものが多く見られた。なお、前年同月比<sup>レ</sup>ースでは8.6%増(自動車除きでは同8.1%増)と、こちらも3月の落込みから回復を見せている(図表2)。

(図表2)米国：小売売上高の推移



(資料)米国商務省

(図表3)米国：自動車販売台数の推移



(資料)オートデータ社、季節調整済み年率

もともと3月の統計には、イースターに伴う季節調整や天候不順により低めに抑えられた要因が指摘されていたが、4月統計の回復により、今年に入ってから累計では、小売売上高で7.6%増、自動車を除く<sup>レ</sup>ースでは7.9%増といずれも昨年を上回ったこととなり、消費に関する懸念は

相当薄らいだ感がある。

なお、小売統計にも影響した4月自動車販売を台数ベースで見ると、1746万台（オートマタ社、年率換算）と前月（同1685万台）から増加し、昨年12月以来の水準を回復している（図表3）。

（景況感）

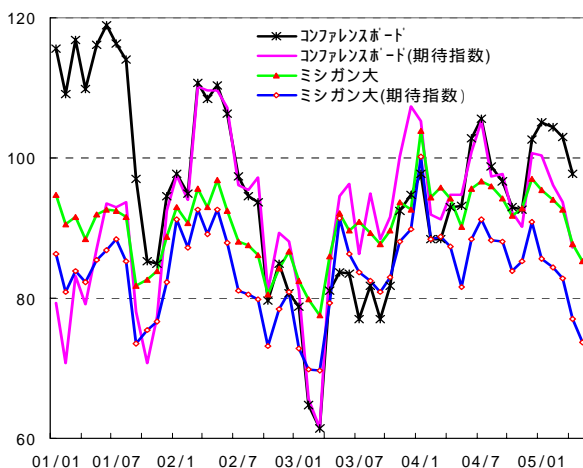
### 消費者マインド指数、ISM指数とも続落

5月ミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は85.3（4月は87.7）と5ヵ月連続の低下となった。現況指数が前月差1.1の減少だったのに対し、期待指数は同3.3と下げ幅が大きく、指数全体を押し下げた。ガソリン価格の上昇がインフレ懸念を高め、先行きの消費者マインドを悪化させたものと思われる。また、4月のコンファレンスボード消費者信頼感指数も、97.7（3月は103）と下落し、3ヵ月連続の低下となった。現況指数（同3.4）、期待指数（同6.5）とも大幅な低下を見せている（図表4）。

企業のセンチメントを示すISM指数では、製造業指数で4月53.3（前月55.2）となり、5ヵ月連続の低下を示し、2003年7月以来の最低水準となった。内訳では、多くの指数が減少を見せる中、在庫指数（前月差6.2）、新規受注指数（同3.4）、等の下落が大きかった。非製造業（事業活動指数）でも低下を見せたが、61.7（前月63.1）と60の水準は上回っている（図表5）。

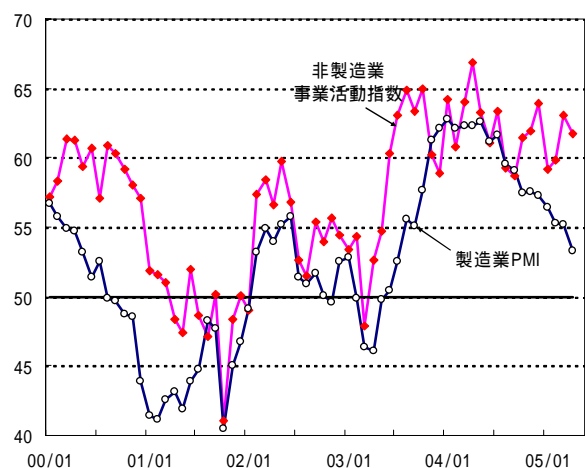
製造業・非製造業指数とも昨年の8月に60を割り込んだが、その後は、非製造業が60のラインをはさんで一進一退であるのに対し、製造業は一貫して下落を見せるなど対照的な動きとなっている。ただし、各々の景気拡大の分かれ目とされる50については、製造業指数でも上回っており、減速感は否めないものの製造業の景気拡大を示す状況は維持されている。

（図表4）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5）米国：ISM指数の推移



（資料）Institute for Supply Management

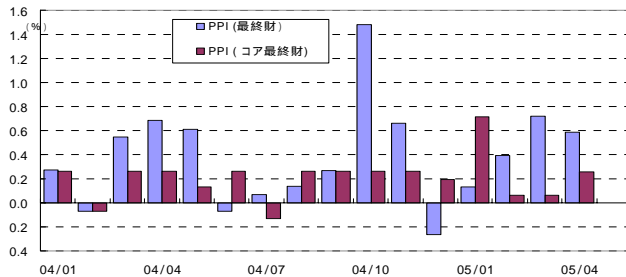
(物価の動向)

### 消費者物価コア指数の伸び率低下が、インフレ懸念を沈静

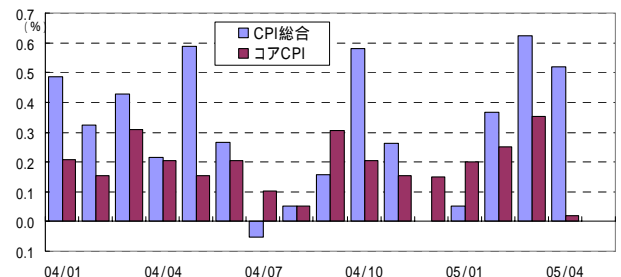
4月のPPI(生産者物価：最終財)は、前月比+0.6%と3月(+0.7%)同様に高かったが、これは主にエネルギー物価の上昇(3月、4月の前月比はそれぞれ3.3%、2.1%)によるものである。このため、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数では、前月比+0.3%(3月+0.1%)の上昇に留まる。コア指数は、1月に+0.7%と単月の上昇幅としては98年12月以来の伸びを記録し市場のインフレ懸念を高めたが、その後は、平静な動きに留まっていると言えよう。また、前年同月比では、PPIが4.8%、同コア指数が2.6%と前月より若干の低下となった。

なお、中間財(前月比+0.8%、3月同+1.0%)や原材料(前月比+2.7%、3月同+4.3%)の物価は、前月比では伸びが低下しているものの、最終財を大幅に上回って推移しており、今後、企業の利益維持を意図した価格引き上げ圧力が増してくるものと思われる(図表6-1・2)。

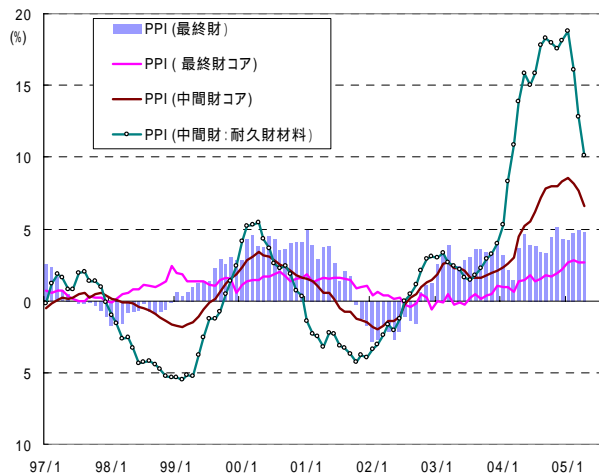
(図表 6-1)生産者物価の推移(前月比)



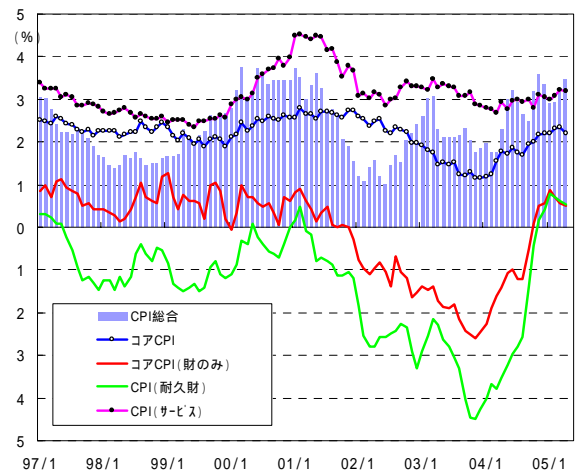
(図表 7-1)消費者物価の推移(前月比)



(図表 6-2)生産者物価の推移(前年同月比)



(図表 7-2)消費者物価の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省

(資料) 米労働省

CPI(消費者物価)は前月比+0.5%(3月+0.6%)と連月での高い伸びを見せたが、PPI同様エネルギー物価の上昇(3月、4月の前月比はそれぞれ4.0%、4.5%)によるものである。一方、コア指数は横這い(3月+0.4%)に留まったため、原材料高騰の消費市場への波及を懸念していた金融市場への影響は大きく、長期金利(10年国債)は一時4.1%を割り込む等、インフレ懸念はひとまず沈静化した形となった。



また、前年同月比ベースでは、CPI が 3.5%、同コア指数が 2.2% 上昇（3 月は 2.4%）となり、PPI 同様いずれも 1 年以上にわたって概ね上昇トレンドを見せており、ここでも最終財への波及が懸念される（図表 7-1・2）。

（生産部門・雇用の動向）

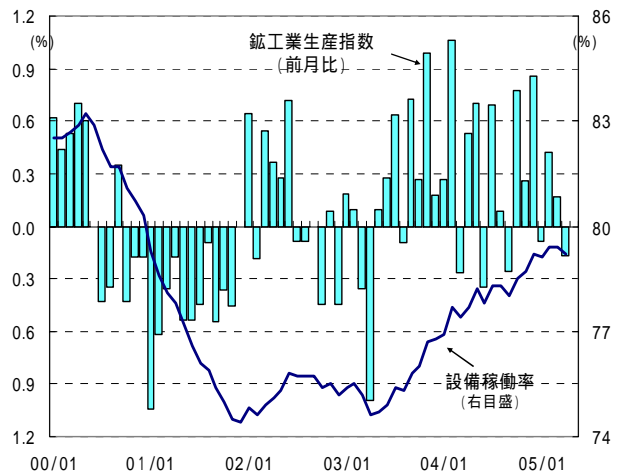
### 鉱工業生産・設備稼働率とも 3 ヶ月ぶりに低下

4 月の鉱工業生産指数は前月比 0.2% 減（3 月は +0.1% 増）となった。製造業は横這いだったが、電力・ガス等が同 2.3% 減となった。製造業主要業種では、自動車産業が同 3.5% 減となったが、ハイテク産業は同 +1.8% 増と増加を続けており、前年同月比では自動車産業の 1.7% 減に対し、同 +20.3% 増と高い伸びを見せている。

4 月設備稼働率も 79.2% と前月（79.4%）から低下した。製造業は 77.9% と前月から 0.1% ポイント減となったが、内訳では、ハイテク産業が 72.3% と

+0.5% ポイント増加した一方、自動車産業では、78.9% と同 3.0% ポイント減少した。なお、長期的な過去の平均稼働率水準（1972～2004 年の平均 81.0%）には、なお大きな隔たりがある（図表 8）。

（図表 8）米国：鉱工業生産・稼働率の推移



（資料）FRB

### 4 月の耐久財受注が反転の動き

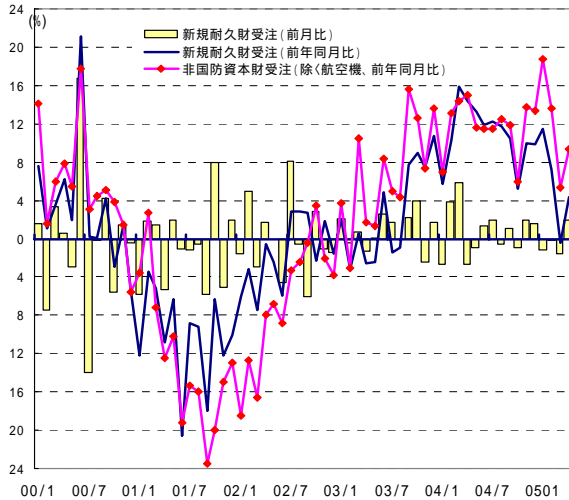
4 月の新規耐久財受注（速報値）は、前月比 +1.9% 増と 3 ヶ月続いたマイナスからプラス転換を果たした。これは、主に輸送機器の受注回復（同 +8.2% 増）によるもので、これを除いた受注では前月比 0.2% とマイナスとなる。また、輸送機器の中でも、変動の激しい航空機の急伸（同 +27.7%）によるところが大きいことを考慮すると、受注が全般的に回復しているとは言い難い。

一方、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）については前月比 +1.6% 増と 3 ヶ月連続の減少から反転した。前年同月比では、耐久財受注は +4.3% 増と 2003 年 8 月以来のマイナスに落ち込んだ 3 月から回復を見せ、非国防資本財受注（除く航空機）は +9.3% 増（3 月は 5.3% 増）と上昇し、いずれも下げ止まりの動きを見せている（図表 9）。

なお、製造業全体の新規受注は 3 月までの発表となるが、前月比 +0.1% 増（2 月は同 0.5% 減）と 3 ヶ月ぶりに増加に転じた。ただし、3 月は耐久財受注が減少したため、非耐久財受注の回復（前月比 +2.8%）によるところが大きかった。

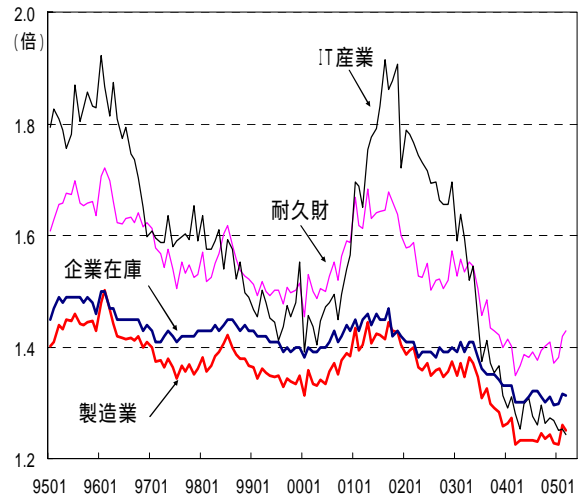
また、3月製造業の在庫は、前月比+0.6%増（2月も+0.6%増）増加推移を続ける一方、3月の出荷が前月比+1.3%増（2月は 1.5%減）と反転し、製造業の在庫/出荷比率は1.25倍と2月の1.26倍から低下している（図表10）。

（図表9）米国：新規耐久財受注の推移



（資料）米国商務省

（図表10）米国：在庫/出荷比率の推移



（資料）米国商務省

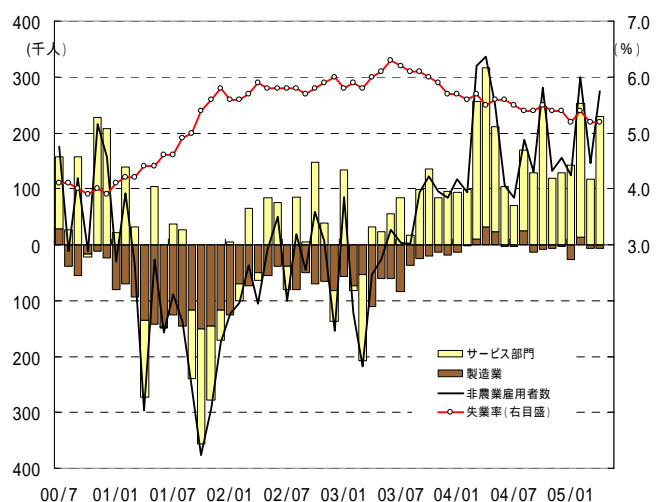
#### 4月雇用者は、予想を大幅に上回る27.4万人増に

4月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+27.4万人増と事前の予想17-18万人増を大幅に上回り、また、2・3月分の大幅な上方修正（3月は11万人増 14.6万人増、2月は24.3万人増 30.0万人増）もあって今年になってからの月平均増加数は21.1万人増と昨年の月平均（18.3万人）を上回った。4

月統計の内訳を見ると、製造業で同0.6万人減と連月の減少となったが、サービス部門では同+22.9万人増と前月からほぼ倍増し、2003年4月以降の連続増加を維持した。サービス部門の内訳では、飲食店（同+3.5万人増）、ヘルスケア（同+2.5万人増）、人材派遣業（同+1.2万人増）等での増加が大きかった。

また、失業率は5.2%と前月から横這いに推移し、2001年9月以来の水準を保持した。なお、6/3発表予定の5月雇用増は+18万人増、失業率は5.2%（5/27現在、Bloomberg社調査によるエコノミスト予想平均）が見込まれている（図表11）。

（図表11）米国：雇用状況の推移(前月比)



（資料）米国労働省

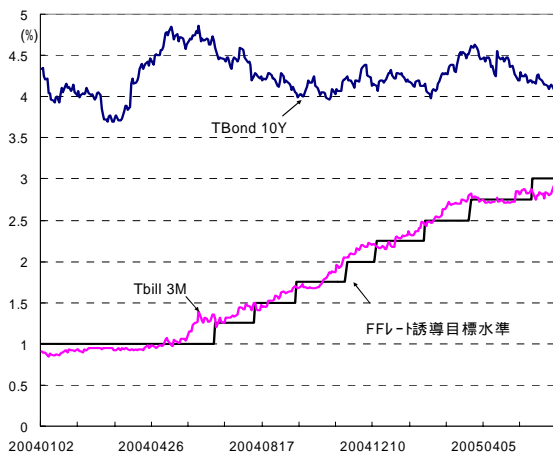
(金融政策)

**FRB は景気減速とインフレの両睨みの下、利上げスタンスを持続**

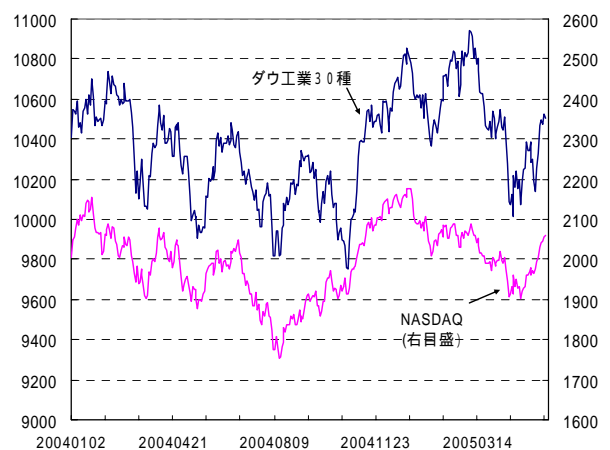
FRBは、5/3のFOMC(連邦公開市場委員会)でFF目標金利を0.25%引き上げ3.0%とすることを決定した。これで今次利上げは8回目、計2.0%上げられたこととなる。景気減速感とインフレ懸念が混在した状況から、当FOMCの議事録公開(5/24)が注目されていたが、FRBでは、最近の景気減速は一時的である、現行の金融スタンスはなお緩和的である、長期的にインフレは抑制された状態が続くと見られるが、インフレリスクはやや上向いている、持続的な経済成長と長期的な物価の安定には現行の短期金利は低すぎる、との見方で一致し、弱めの経済指標を認識しながらもインフレリスクを抑制するために利上げが必要だとの判断を示している。なお、市場で注目していた、FOMC声明に継続的に盛り込まれている「慎重なペースで金融緩和の解除を継続することで同意した」の文言については、景気と物価に不確実性が増加する中、金融政策の柔軟性確保の見地から早晩削除すべき、との主張が一部のメンバーから出されたが、最終的には全員合意のもとで据え置かれたことが明らかとなった。

今回の議事録公表については、FOMC後に発表された雇用と小売上高の改善が顕著であったことから、市場に景気減速が一時的であるとのFRBの見解に沿った方向に景気が進んでいるとの認識を与え、FRBの現行政策には変化がないものとして金融市場への影響は軽微で、発表後の長期金利(10年)はやや低下し4.03%(5/24)と4.1%を下回った推移にある。長期金利は、前回のFOMC直後にはそれまで以上に明確なインフレ圧力のFRBによる指摘により、一時4.64%へと急上昇を見せたが、その後の景気への懸念の高まりから、再び4.0%台にまで低下し、グリーンSPAN議長が長期金利の「謎」と指摘したレベルにある。また、FRBが最初の利上げをした昨年6月に、長期金利は一時4.86%をつけたものの、その後の8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おり、長短金利は一段と接近した状況にある(図表12)。

(図表 12) 米国:長短金利の推移



(参考) 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证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)