

# Weekly エコノミスト・レター

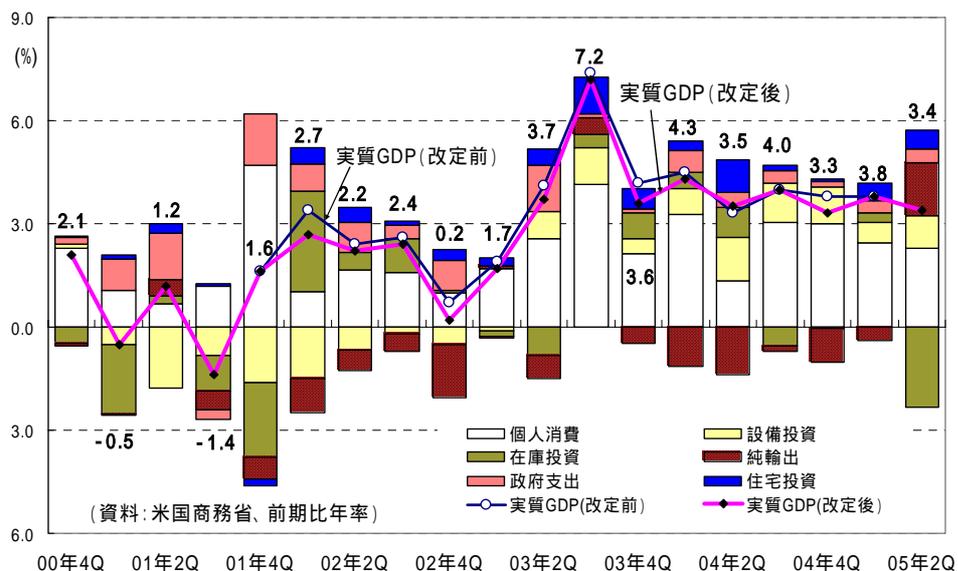
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～堅調経済に原油・ガソリン価格高騰の重石

### < 米国経済の動き >

1. 4 - 6月期GDPは、期前半へのソフトパッチのずれ込みにもかかわらず、期後半の消費の盛返しや設備投資の回復、純輸出の好転等から3.4%の底堅い伸びを見せた。
2. 6月実施のGMによる自動車の社員販売価格の一般への適用は、7月以降は他の大手二社も加わり、9月初まで持続される。7月の自動車販売台数は急伸しており、7-9月期消費支出の上振れ要因となろう。
3. 一方、堅調な景気・原油価格の高騰は、インフレリスクを高め、FRBは8/9のFOMCでFF金利の目標水準を3.5%に上げた。昨年6月以来10度目の利上げとなるが、FRBは引続きインフレ圧力を懸念しており、今後も慎重なペースで利上げを続けよう。
4. 長らく低水準にあった長期金利にも動意が見られる。長期金利の上昇となれば、消費押し上げ要因ともなってきた活況を呈する住宅市場や株式市場への影響も大きく、最高値の更新を続ける原油価格と共に、その動向が注目されよう。

(図表1)米国GDP寄与度内訳の推移～4 - 6月期は在庫減が下押し



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)

**4-6月期GDP成長率は、在庫調整の急進展で3.4%に**

**~7-9月期は、自動車販売急増で消費上振れの半面、原油価格高騰の影響を懸念**

7/29 発表の4-6月期実質 GDP は、3.4% (前期比年率、以下同じ) と市場予想の3.5%を下回り、前1-3月期3.8%から低下した。期前半にソフトパッチと呼ばれる景気減速が観測されたが、6月の好調な自動車や小売売上高に見られる消費の回復、引続き低水準の長期金利の恩恵を受けた住宅投資の活況等から、結局、3%台半ばの底堅い水準を維持した形である。

内訳を見ると、個人消費は3.3%と前期3.5%から低下したものの、自動車販売の回復等で小幅の低下に留まった。設備投資は輸送機器やIT投資の回復により9.0%と前期5.7%から上昇し、住宅投資も堅調に推移した(前期9.5% 9.8%)。また、純輸出は、輸出の伸び(12.6%)の一方、輸入の減少(2.0%)により、寄与度で前期0.4%から+1.6%に急回復した。

こうした中、在庫投資は前期+582億ドルから64億ドルへと急速な減少を見せ、寄与度では2.3% (前期は同+0.3%) となり、4-6月期GDPの伸びを大幅に押し下げた。在庫については自動車販売急増による影響もあるが、この点、自動車販売急増の一段落後は、在庫積み増しが成長率に貢献してくる可能性が高い(GDPの推移は前頁に掲載)。

このように、今回の成長率を大きく引下げたのは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4.0%となり、前期の3.7%を上回った。こうした4-6月期後半の景気の再加速や、7-9月期の消費の上振れ、今後の在庫積み増し、等を考慮すれば、下半期の米国経済は堅調な推移が見込まれよう。(注、今回のGDP発表と共に、2002年以降のGDP改定が併せて発表されたが、全般的にこれまで発表されたものより下方修正されたものが多く、年間の実質GDPも、2002年(1.9% 1.6%)、2003年(3.0% 2.7%)、2004年(4.4% 4.2%)と下方修正されている。)

金融政策では、FRBが8/9のFOMC(連邦公開市場委員会)で今次10回目のFFレートの目標水準の引上げを実施したが、同日発表のFOMCの声明とともに市場の予測通りの展開となっている。FRBでは、現状を金融緩和状態とし、インフレ圧力抑制のため、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。

また、最近の特徴的な出来事として、原油価格の高騰が挙げられよう。今後の需給逼迫予想を背景に、最近の米・中国等での景気の強さが再確認されたこともあり、8月には1バレル65ドル(WTI先物)を上回り、過去最高値を記録した。投機的な資金の流入も窺われるが、あわせて米国のガソリン価格も過去最高(1ガロン2.55ドル、8/15米エネルギー省発表)となっており、市場やFRBのインフレ警戒を強めると共に、消費への悪影響が懸念される状況となっている。

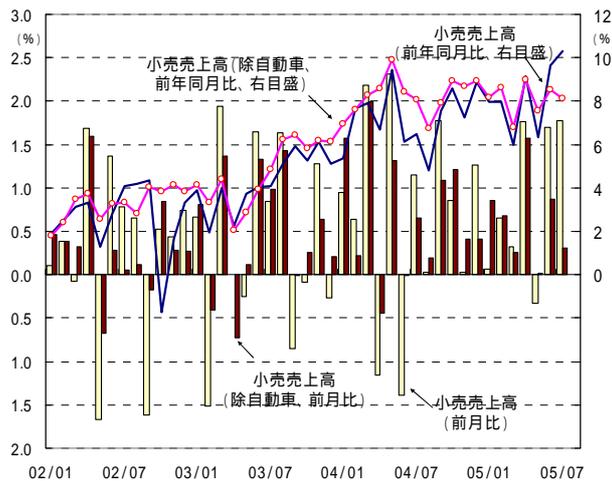
(消費の動向)

### 7月小売売上高は、自動車販売急増で高水準

7月の小売売上高は前月比+1.8%増(自動車除きでは同+0.3%)と、市場予想の同+2.2%増(自動車除きでは同+0.6%)を下回ったものの、上昇幅としては昨年9月以来の急伸となった。最大の要因は自動車販売(同+6.7%増)の増加によるところが大きい。自動車販売は前月も同+4.6%と伸長しており、前年同月比で見た小売売上高は、+10.3%増と近年見られない記録的な伸び率(94/3の10.9%以来)に達している。

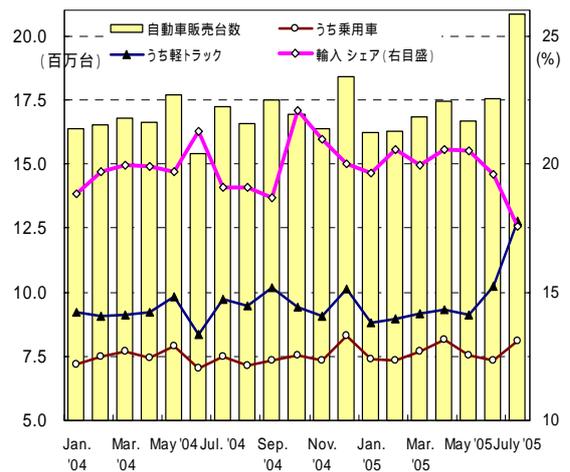
ただし、自動車を除く<sup>レ</sup>スでは上記のように同+0.3%増と予想(同+0.6%増)の半分の伸びに留まった。自動車以外の小売売上高を見ると、価格の高騰したガソリン(同+2.4%増)が伸びた半面、家具(同 1.3%減)、百貨店(同 1.0%減)等、減少した項目も多く、ガソリン価格上昇の影響も窺える。今後のガソリン価格の動向次第では、消費支出への懸念も感じられる結果と言えよう(図表2)。

(図表2) 小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表3) 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

なお、小売統計に大きな影響を及ぼした7月自動車販売を台数<sup>レ</sup>スで見ると、2086万台(オートデータ社、年率換算)と前月(同1753万台)から急増し、水準としても2001年10月以来の高水準となった(図表3)。これは、GMが、6月に社員価格での一般販売を実施して急速に販売を伸ばしたのに続き、7月はフォード・クライスラーも含めた大手三社が、同様の販売促進策を行ったためである。このため、三社合計の販売シェアは、62.4%と前年同月の59.6%から急速にシェアを回復している。

一方、値上げを実施したトヨタのほか、日産、ホンダ、韓国メーカー等も好調に販売を伸ばしており、米国勢の値引き合戦が市場全体の購買意欲を高めた形である。

大手三社の販売促進策については、値引きによる需要の先食いとの見方もあるが、三社とも今月も同様の価格設定を継続している。今月は、フォード・クライスラーの延長発表にGMが追

随した形で、フォード・GMは9/6まで延長、クライスラーは2005年モデル一掃までを目途としている。8・9月は2006年モデルの多くが発売される時期であるが、フォードは数種の2006年モデルにも社員価格を適用し、GMは2006年の多くのモデルの価格を引き下げるとしている。自動車販売の動向は、製造業全体の生産のみならず、消費の上振れ、在庫の急減等、7-9月期の成長率への影響も大きく、その販売状況が注目される。

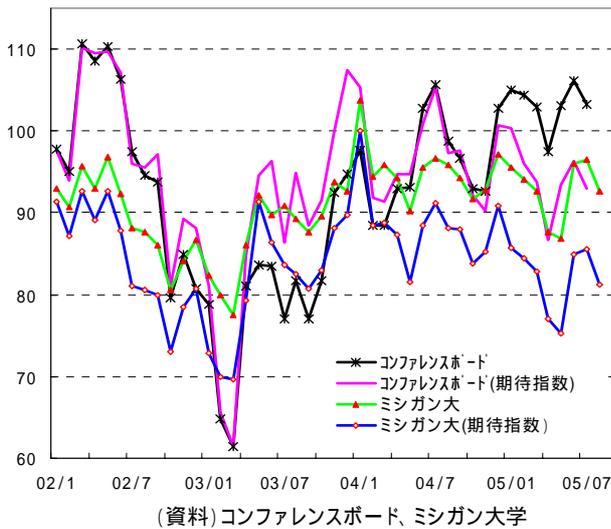
(景況感)

### 消費者マインド指数が低下する一方、ISM製造業指数は続伸

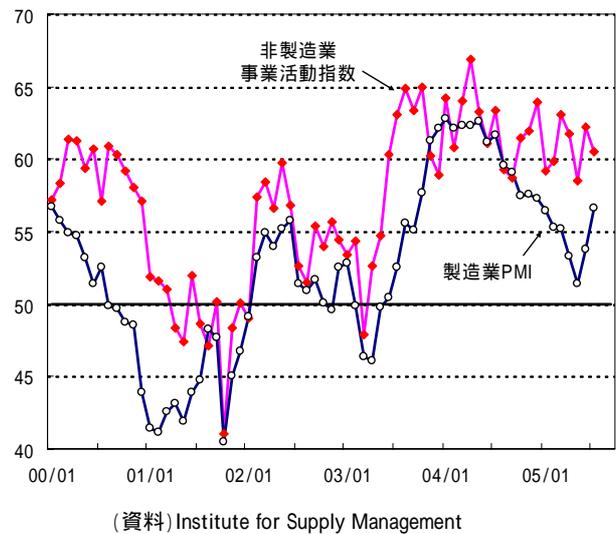
8月ミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は92.7(7月は96.5)と2ヵ月連続上昇後の低下となった。現況指数が前月差3.1の減少、期待指数も同4.2の減少となった。過去最高水準を更新しているガソリン価格の上昇が、消費者マインドを悪化させたものと思われ、今後の消費支出への影響が懸念される(図表4)。

また、7月コンファレンスボード消費者信頼感指数も、103.2(6月は106.2)と下落し、連月の上昇から反落した。現況指数(前月差2.3)、期待指数(同3.4)とも低下した。

(図表4) 消費者信頼感指数の推移



(図表5) ISM指数の推移



企業のセンチメントを示すISM指数では、製造業指数が7月56.6(前月53.8)と2ヵ月連続の上昇を示し、本年の最高値(1月56.4)を上回り製造業を中心とした今回のソフトパッチからの脱却を裏付けた。内訳では、多くの指数が上昇する中、生産指数(前月差+5.6)、新規受注指数(同+3.4)等の上昇幅が大きかった(図表5)。

一方、非製造業では、事業活動指数が60.5(前月62.2)と反落したが、依然、60を上回り、景況感是好調さを保っている。非製造業の各指数は小動きに留まったが、例外的に価格指数の急騰(59.8→70.3)が目立っており、非製造業全般で仕入れ価格等の上昇が懸念されている。

(住宅市場)

### 堅調持続の住宅市場

住宅価格の高騰からバブルとの懸念が出ている住宅市場であるが、依然、活況が続いている。商務省発表の6月の新築一戸建て住宅販売は、年率137.4万戸と5月の132万戸、市場予想の130万戸をいずれも上回り、過去最高を更新した。また、新築販売価格は21.48万ドルと前月比5.5%低下した。価格については、3月の23.73万ドルから10%低下となるが、バブルがはじけたとの見方は少なく、材木や鋼材等の材料価格の落ち着きによるものと思われる。実際、下記の中古住宅の価格は低下していない。

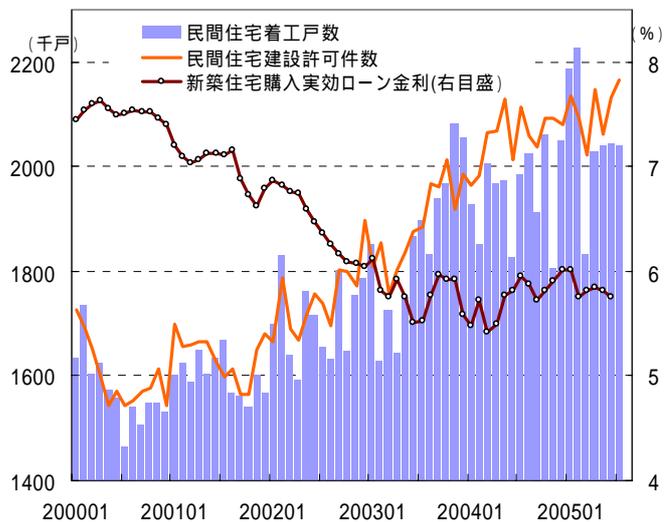
一方、6月の中古住宅販売は前月比+2.7%増の年率733万戸(NAR:全米不動産協会)と市場予想の710万戸を大きく上回り、過去最高を更新した。同協会では、2004/3月以来となる低水準に低下したモーゲージ金利(5月5.72% 6月5.58%、30年固定物月平均)と、景気・雇用の回復を原因に挙げている。地域別では西部が前月比5.5%増、北東部が同3.4%と好調だった。

また、6月の中古住宅価格については、前年同月比+14.7%(中心取引価格、NAR)と急上昇している。4-6月期の前年同期比でみても+13.6%の上昇と1979年7-9月期以来の高い伸びを見せており、住宅の割高感も指摘されている。借り入れ金利については、FRBが利上げを続ける中、これ以上の低下は難しく、むしろ上昇の可能性の方が高い。一方、雇用所得は上昇しているものの、住宅価格の上昇の方がより大きい。このため、次第に住宅の割高感が強まっていると見られ、住宅在庫は2005年1月の3.8ヵ月をボトムに上昇し、6月は4.3ヵ月となっている。

上記NARによれば、住宅価格の上昇率は歴史的には物価の1~2%上方にあるのが通常とされており、多くのアナリストも、現状は住宅価格が上方に乖離しているため、今後は、過熱感が次第にさめて行く過程に入りつつあると見ている。

なお、7月については、住宅着工は、204.2万戸と市場予想の202.5万戸を上回り、ほぼ前月並みの水準を維持した。住宅着工許可件数は216.7万件と着工件数を上回って推移しており、住宅ローン金利が低水準にあるうちは、根強い需要が下支えしそうである(図表6)。

(図表6) 住宅着工の推移(月ベース)



(資料) 商務省

(生産部門・雇用の動向)

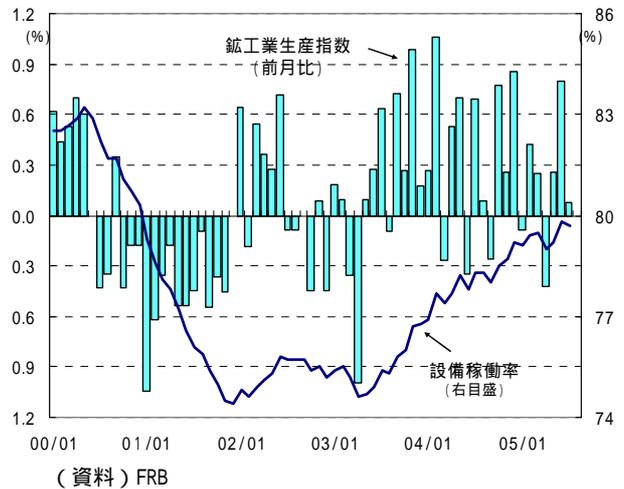
### 7月鉱工業生産・設備稼働率とも、6月急伸後一服の状態

7月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%増と前月(6月は同+0.8%増)から伸び率を縮小し、予想の+0.5%増を下回った。前月に+6.5%増と急伸した電力が同+0.7%増に留まった他、やはり前月に+2.5%増の伸びを見せた自動車産業が、同 2.3%減と減少に転じた。一方、ハイテク産業は同+2.6%増(6月は同+0.9%増)と伸び率を高めた(図表7)。

7月の設備稼働率は、79.7%と前月(79.8%)から低下した。製造業は78.3%と前月と同水準となったが、業種別では、

ハイテク産業が72.7%と+1.1%ポイント増加した一方、自動車産業が、79.5%と同 2.2%ポイント減少した。なお、設備稼働率は、前月の発表では80.0%と4年半ぶりに80%台に乗せたが、今回は下方修正されており、長期的な過去の平均稼働率水準(1972~2004年の平均81.0%)には、なお隔たりがある。生産・稼働率とも6月の上昇が大きく一服の状況にあるが、その後の自動車販売の急増やISM指数の上昇から見て、再び上向くものと期待される。

(図表7) 鉱工業生産・稼働率の推移



### 6月の耐久財受注は続伸

6月の製造業の新規受注は、前月比+1.0%増(5月は同+3.6%増)と4ヵ月連続の増加となった。国防関係の受注が増加したため、これを除いたベースでは同+0.5%増に留まる。6月の新規耐久財受注も、前月比+2.0%増と3ヵ月連続の増加を見せた。内訳では、5月に急増した民間航空機が前月比 24.3%減となり、輸送機器産業が受注減(同 0.2%)となったが、コンピュータ・電子機器(同+10.8%)、機械産業(同+4.0%)等の増加が寄与した。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+3.9%増と反転増加した(図表8)。

前年同月比では、耐久財受注は+12.4%増、非国防資本財受注(除く航空機)は+13.0%増と、いずれも3ヵ月連続で伸び率を上昇させた。耐久財受注は、3月には同 0.2%減と2003年8月以来のマイナスをつけたが、その後の急速な立ち直りが注目される。

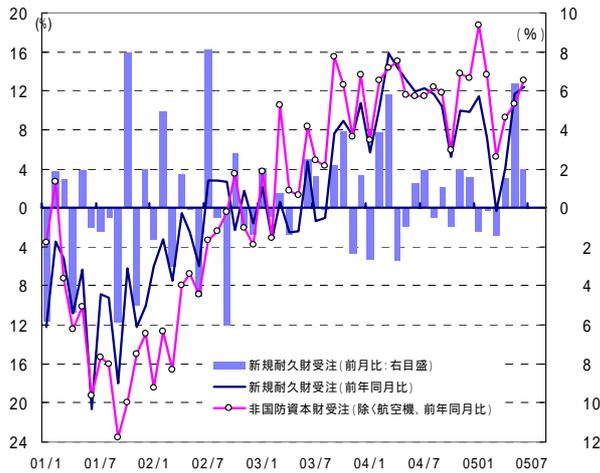
6月製造業の在庫は若干の減少(前月比 0.03%減)となったが、同月の出荷も前月比 0.1%減となったため、製造業の在庫/出荷比率は1.23倍と前月と同水準だった(図表9)。

一方、6月の企業全体の在庫は若干増加(前月比+0.03%増)したが、企業売上高が同+0.7%増と好調に推移したため、在庫/売上比率は再び1.29(5月1.30)と過去最低水準を更新した。

前年同月比でも、企業売上高が+7.8%増と伸張する中、在庫は+5.9%増に留まっている。部

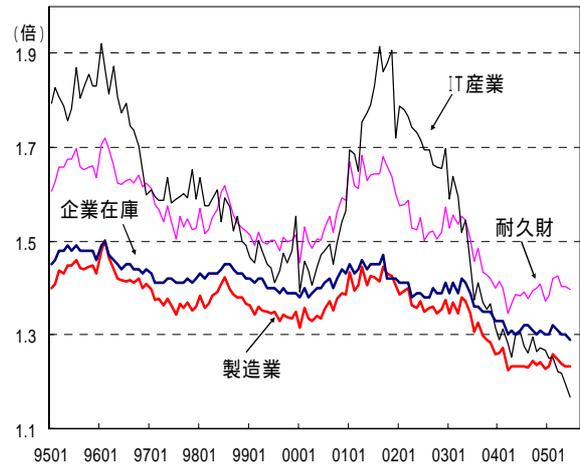
門別の特徴としては、自動車販売の急増により、6月小売業で売上の伸びが前月比+1.9%と急伸した半面、在庫の伸びが同 0.4%減と減少し、小売業の在庫/売上比率が1.46(5月1.49)と下押した。7・8月も自動車販売が伸長すると思われるが、その後は、自動車を中心に在庫の積み増しの動きが想定される。

(図表8) 新規耐久財受注の推移



(資料)米国商務省

(図表9) 在庫/出荷比率の推移

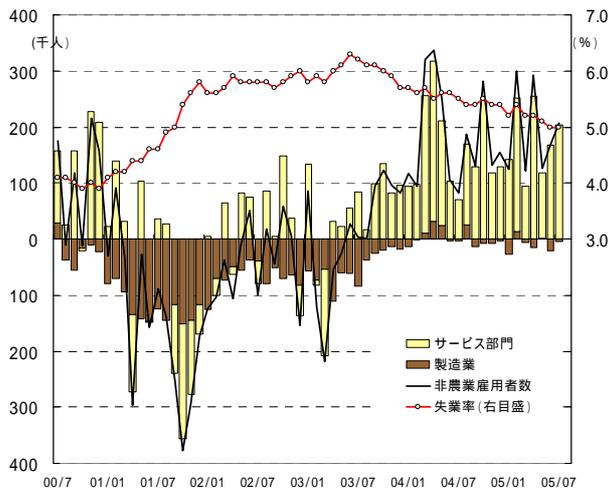


(資料)米国商務省

### 7月雇用者は、予想を上回る20.7万人増

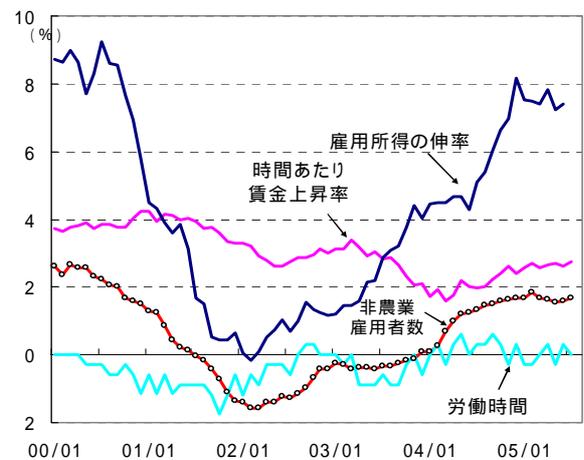
7月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+20.7万人増と市場予想の18万人増を上回り、4月以来の20万人を超える増加となった。また、5・6月分の上方修正分計6.4万人を含めると、今年になってからの月平均増加数は19.1万人増となり、昨年(18.3万人)を上回る推移を続けている(図表10)。

(図表10) 雇用状況の推移(前月比)



(資料)米国労働省

(図表11) 労働市場と雇用所得の推移



(資料)米国労働省、前年同月比

7月統計の内訳を見ると、製造業では自動車産業の前月比 1.1 万人減が影響して 0.4 万人減と連月の減少となったが、サービス部門では同+20.3 万人増と 4 月以来の増加幅となり、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、飲食店等（同+2.95 万人増）、ヘルスケア（同+2.92 万人増）、衣料品店等（同+1.25 万人増）等での増加が大きかった。

また、失業率は 5.0%と前月から横這いに推移し、2001 年 9 月以来の水準に並んでいる。なお、時間当たり賃金上昇率が前月比+0.4%増と 2004/07 以来の伸びを見せ、インフレ懸念を高める結果となっている（図表 11）。

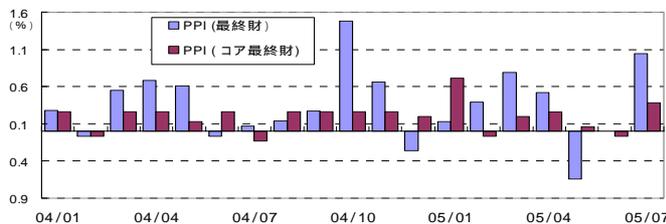
（物価の動向）

### 生産者物価の伸び率急上昇が、インフレ警戒感を強める

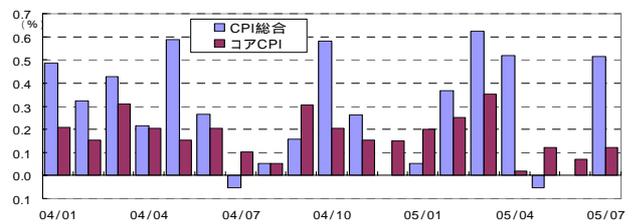
物価については、最近の原油価格の高騰の影響が物価に反映される展開となった。7月のPPI(生産者物価：最終財)は、前月比+1.0%と急伸し、昨年10月(+1.5%)以来の上昇幅となったが、これは主にエネルギー物価の急速な上昇(7月前月比は+4.4%)によるものである。このため、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数を見ると、前月比+0.4%(6月 0.1%)の上昇に留まる。ただし、コア指数としては、98年12月以来の伸びを記録した本年1月の+0.7%以来の上昇幅となるため、インフレ圧力の増加を警戒させるものと言えよう(図表 12-1)。

なお、前年同月比のコア指数も+2.8%と前月(+2.2%)から上昇して最近のピークであった本年2月の+2.7%を上回っており、この点でも市場のインフレ懸念を高めている(図表 12-2)。

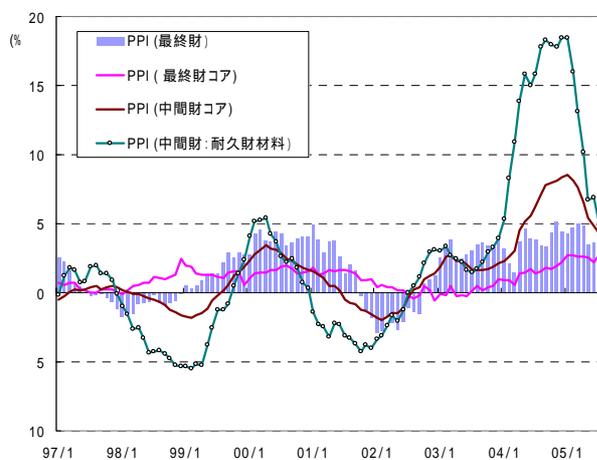
(図表 12-1) 生産者物価の推移(前月比)



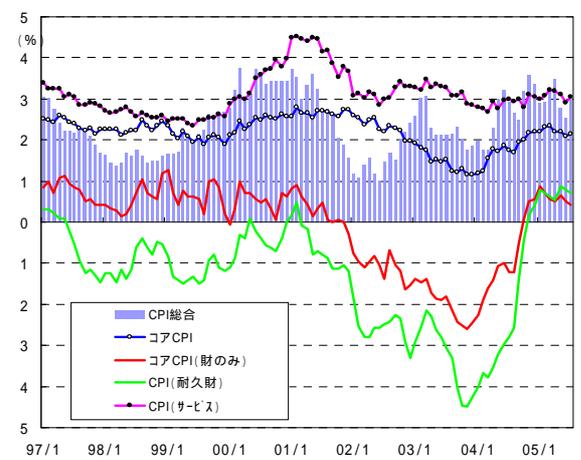
(図表 13-1) 消費者物価の推移(前月比)



(図表 12-2) 生産者物価の推移(前年同月比)



(図表 13-2) 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

7月CPI(消費者物価)は前月比+0.5%(6月+0.0%)と高い伸びとなったが、PPI同様エネルギー物価の急上昇(6月 0.4%減 7月+3.8%)によるもので、コア指数は+0.1%(6月+0.1%)と市場の予想+0.2%を下回った。コア指数は3月に+0.4%と急伸したが、その後は+0.1%以下の伸び率に留まっており、原材料価格高騰の消費市場への波及を恐れる市場の懸念を和らげた形となった。なお、7月コア指数低下には、自動車の値引き販売の影響(7月自動車価格指数は 1.0%減)が指摘されていたが、労働省では、航空運賃や宿泊費用が、自動車の値引き販売の影響を相殺して余りある上昇となったとコメントしている。また、前年同月比でも、CPIが+3.2%、同コア指数が+2.1%の上昇と、比較的落ち着いた動きに留まっている(図表13-1・2)。

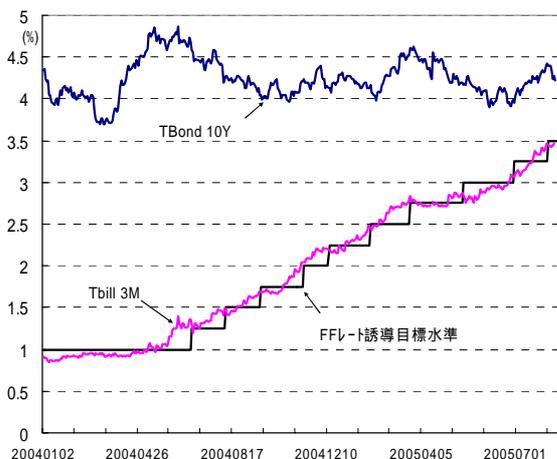
(金融政策)

### 景気持ち直しの明確化により、利上げ政策長期化の可能性が高まる

FRBは、8/9のFOMC(連邦公開市場委員会)でFF目標金利を0.25%引き上げ3.5%とすることを決定した。これで昨年6月以降、一連の利上げは10回目、計2.5%引き上げられたこととなる。今回の利上げは、最近の景気再加速とガソリン価格高騰によるインフレリスクの高まりから、市場でも予想通りのものとされている。

なお、利上げ発表時のFOMCの声明では、現行の金融スタンスはなお緩和的である、エネルギー価格の上昇にもかかわらず、総支出は力強さを増し、雇用は改善している、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、インフレ圧力は依然として強い、このため、適切な金融政策により持続的経済成長と物価の安定が可能であり、慎重なペースで緩和政策の解除を実行する可能性が高い、としているが、これもほぼ市場の予想通りの内容と言えよう。市場の関心は早くも今後のFRBの金融政策に移っているが、当面は、現状の小幅利上げのスタンスが持続すると思われる。

(図表14) 長短金利の推移



(図表15) 原油・ガソリン価格の推移(週ベース)



(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證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)