

# Weekly エコノミスト・レター

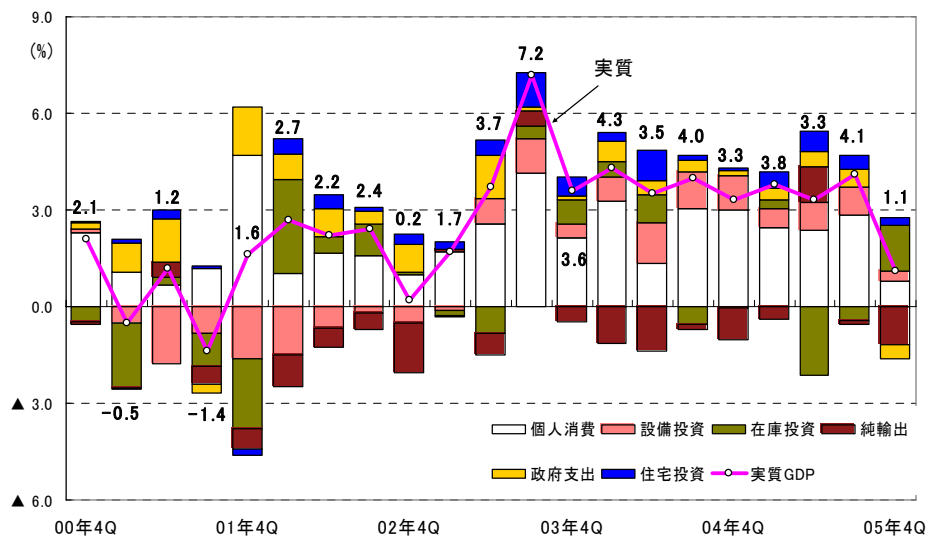
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～1-3月期の景気堅調で利上げも持続の可能性

### < 米国経済の動き >

1. 10-12月期の実質GDPは、前期比年率+1.1%と市場予想の同+2.8%を大きく下回った。しかし、これは7-9月期に急増した自動車の反動減によるところが大きく、景気の減速は一時的と思われる。
2. 2006年に入ってから経済指標は概ね堅調である。1月の暖冬により、小売売上高や住宅着工が上振れする半面、電力・ガスの消費減で生産指数が減少するなど、まちまちな動きも見られるが、ハリケーンからの復興需要の本格化で成長率が回復するとの見方に変わりはない。
3. こうした中、FRBは1/31のFOMCでFF金利の目標水準を4.5%に引上げた。FRBは引続きインフレ圧力を懸念しており、なお1～2回の利上げが見込まれている。今後は、2月に就任したバーナンキ新議長の金融政策の舵取りが注目される所だ。

(図表1) 米国GDP寄与度内訳の推移



(資料：米国商務省、前期比年率)

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

TEL: (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)

#### ● 10-12月期GDP成長率は1.1%と予想以上に低下したが、景気堅調の見方は不変

1/27 発表の 10-12 月期実質 GDP は+1.1%（前期比年率、以下同じ）と直前の市場予想+2.8%を大幅に下回った。7-9 月期の自動車販売急増の反動もあって、耐久財消費が予想以上に落ち込んだことが主因である。10-12 月期個人消費のうち、耐久財消費は▲17.5%減（前期は+9.3%増）となり、個人消費全体の伸びは+1.1%に留まった。ただし、耐久財消費を除けば、非耐久財消費は+5.1%と前期の+3.5%を上回り、サービス消費支出は+3.2%と前期の+3.3%とほぼ同水準にあるため、自動車販売以外の消費は堅調持続と言えよう（表紙、図表 1 参照）。

設備投資も同+2.8%と前期（同+8.5%）より大幅に伸びを縮めた。ハリケーンの影響で受注等には変調も見られたが、設備稼働率の上昇等、製造業の業況は改善しつつあったため、こちらの落ち込みも想定以上だった。加えて、連邦政府支出が▲2.4%と落ち込んだのも想定外と言えよう。当初、ハリケーン関連の支出増もあって政府支出増加の見方が多く、実際、政府の非国防支出は+6.9%増と前期の+2.4%増を上回ったが、国防支出が▲13.1%と前期の+10.0%から大幅な減少となり全体の伸びを引下げた。

その他、二期にわたりマイナスが続いた在庫投資が、寄与度+1.45%と前期（同▲0.43%）から反転したが、一方で、純輸出が輸入拡大により寄与度▲1.18%（前期は同▲0.12%）とマイナス幅を拡げ、在庫の寄与を相殺した。

以上のように 10-12 月期の GDP は予想以上に低下したものの、一時的要因による所が大きく、景気の下ブレを懸念する見方は少ない。2006 年上半期はハリケーンからの復興需要が本格化すると見られており、1-3 月期 GDP の市場予想は 4%台となっている。実際、1 月に入ってから経済指標は、暖冬の影響もあって景気の堅調さを示すものが多い。自動車販売は持ち直し、小売売上高や住宅市場は堅調に推移し、雇用も概ね堅調と言えよう。

こうした中、バーナンキ新議長にバトンがわたされた F R B の金融政策の動向が注目されているが、F R B では、1 月末開催の F O M C で今次 14 回目となる利上げを実施するなど、引き続きインフレを警戒する見方が強く、あと 1~2 回の利上げについては市場に織り込まれつつある。

### (消費の動向)

#### ● 1 月小売売上高が急伸、自動車販売も回復

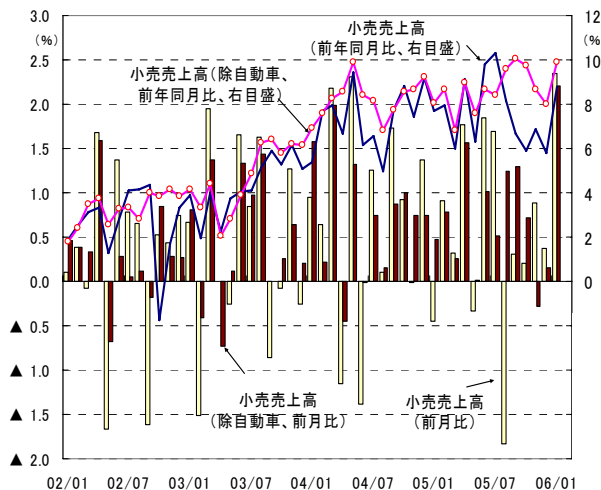
1 月の小売売上高は前月比+2.3%増と、市場予想（同+0.9%増）を上回り、2004/5 月以来最大の伸びとなった。変動の大きい自動車を除いた小売売上高でも、同+2.2%増と 1999 年 12 月以

来となる伸びを見せた。堅調な自動車販売（前月比+2.9%）に加え、ギフトカードの利用増と、1月としては温暖な気候が消費を押し上げた（図表2）。

業種別では、ガソリン（同+5.5%増）、衣料品等（同+4.2%増）、家具（同+3.7%増）、建築資材等（同+3.4%増）、飲食店（同+3.2%増）等の伸びが高く、通信販売等（同▲2.6%減）を除くほとんどの項目で増加を見せた。

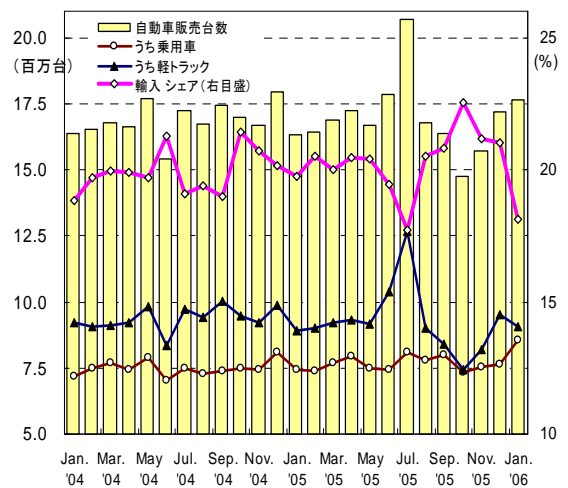
1月の自動車販売を台数ベースで見ると、1764万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1717万台）から増加し、前年同月比でも+7.9%の増加となった。主要各社が6~9月にかけて行った社員価格の一般販売への適用による需要先食いの影響も徐々に薄れてきたと思われる。販売の内訳を見ると、1月に好調だった軽トラック（含むSUV）が減少する一方、乗用車が急増（前月比+25.7%）した。また、国産車が増加（前月比+6.4%）する一方、輸入車が減少（同▲11.3%）したため、輸入車の販売シェアは、18.1%（前月21.0%）にまで大きく低下した（図表3）。

（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

（景況感）

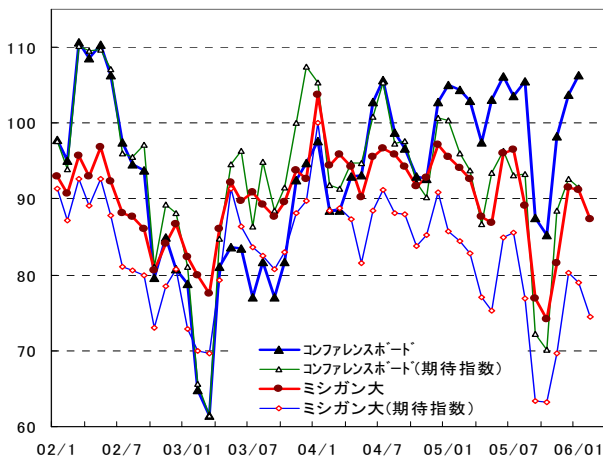
●ミシガン大学消費者マインド指数、ISM製造業指数が続落

2月ミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は87.4（1月は91.2）と2ヵ月連続の下落となった。現況指数が前月差▲2.6の減少、期待指数も同▲4.5の減少となった。依然として高水準のエネルギーコストが、消費者マインドを悪化させたと見られる。

一方、コンファレンスボードの消費者信頼感指数は1月までの発表となるが、106.3と12月の103.8から上昇し、2002/06月以来の高水準となった。期待指数が前月差▲1.1と減少した半面、現況指数が同+7.7の大幅上昇となったが、これは暖冬やハリケーンで落ち込んだ雇用情勢の好転を評価したものと見られる（図表4）。

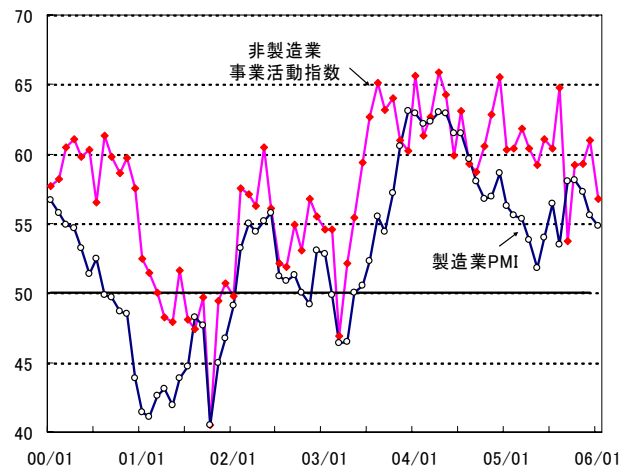
企業のセンチメントを示すISM指数では、1月製造業指数が54.8と前月55.6から低下し、非製造業の事業活動指数も56.8と前月61.0から低下した。製造業では、2005年のピークである10月の58.1から3ヵ月連続の低下となる。ただし、製造業、非製造業とも景況感の分かれ目である50を上回る推移を続けており、比較的良好な水準を維持している点では変わりはない(図表5)。

(図表4) 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) ISM指数の推移



(資料)Institute for Supply Management

(住宅市場)

●1月住宅着工が、32年ぶりの高水準

1月住宅着工は、年率227.6万戸と前月比+14.5%、市場予想の202万戸を大幅に上回り、1973年以来32年ぶりの高水準となった。1月の記録的な暖冬により、昨年からの豊富な受注残を抱えた建設業者が着工を急いだと思われる。最近の長期金利の上昇により、今後の動向が懸念される住宅市場であるが、住宅着工許可件数が221.7万戸(前月比+6.8%)と増加が続いていることから、着工に関しては、しばらく堅調な推移が見込まれている(図表6)。

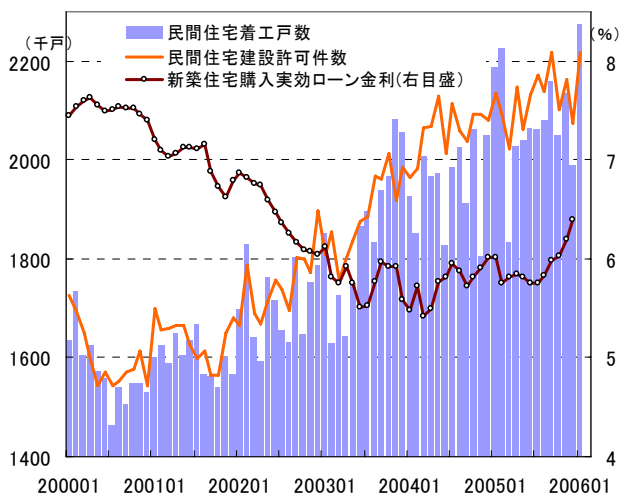
一方、商務省発表の12月の新築一戸建て住宅販売は、年率126.9万戸(前月比+2.9%)となり、年間では128.2万戸と5年連続で過去最高を更新した。ただし、10月の135.8万戸と比べると12月は▲6.6%の低下となる。また、12月新築一戸建て販売価格(中央値)は22.18万ドルと前月比▲2.2%の低下、昨年のピークである9月の24.04万ドルからは▲7.7%の低下となり2005年の最低値となった。12月の在庫も、2005年最高の51.6万戸(前月比+2.4%増、前年同月比では+22.3%増)となり、全体としてはやや警戒感を強める結果となった。

12月の中古住宅販売は前月比横這いの年率660万戸(NAR:全米不動産協会)と前月比▲5.7%低下、2004/3月以来の低水準となり、市場予想(687万戸)を下回った。中古住宅販売は、

2005 年間では 707.2 万戸と過去最高を記録したが、2005/6 月に年率 735 万戸のピークをつけた後、低下の動きとなっている。12 月の中古住宅価格は、21.1 万ドルと前月比▲1.9%の低下となったが、前年同月比では+10.5%（中心取引価格）となお高水準にある。

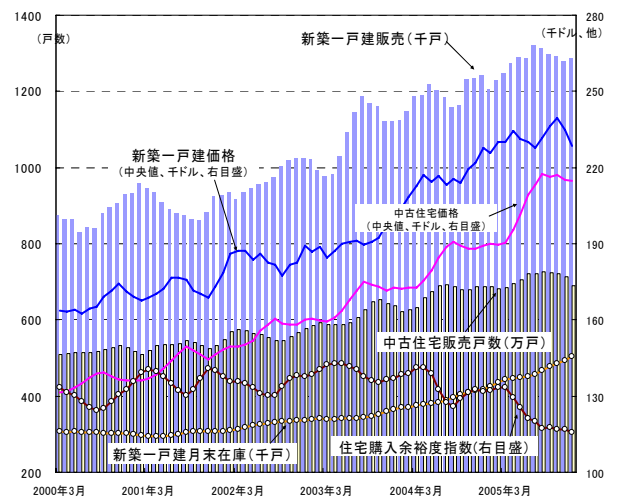
1 月の販売状況は来週以降発表されるが、暖冬の影響もあって大幅な落ち込みは避けられ、横這いに留まるのではないかと見られている。また、上記のように新築住宅販売価格の低下に対し、中古住宅販売価格が高止まりの動きを見せているが、住宅価格と借入れコストの上昇で買いにくさが高まっており、中古住宅価格の高止まりが続く間は、その販売戸数も次第に減少していくと思われる(図表 7)。

(図表 6) 住宅着工の推移(月ベース)



(資料) 商務省

(図表 7) 住宅販売・価格の動向 (3 ヶ月移動平均)



(資料) 商務省、NAR

(生産部門・雇用の動向)

●暖冬による公益部門の急低下で、生産・稼働率とも減少

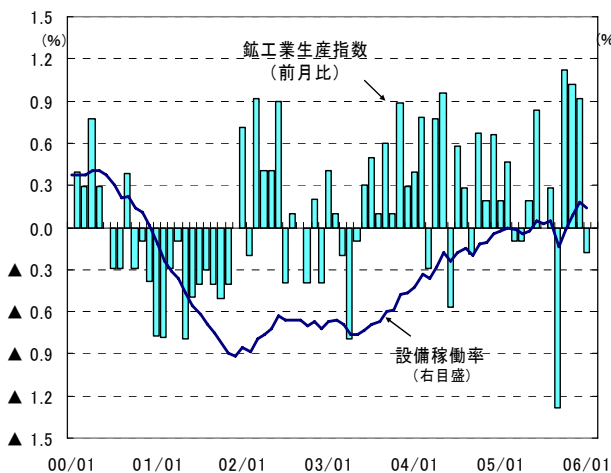
1 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%減と 4 ヶ月ぶりに減少となった。暖冬による電力・ガス等の公益部門が急低下 (同▲10.1%) した影響が大きく、生産が全般的に停滞したわけではない。業種別では自動車と同+2.3%と 3 ヶ月ぶりにマイナスを脱し、ハイテク産業も同+1.5%と堅調を維持している(図表 8)。

一方、1 月の設備稼働率は 80.9%と 12 月の 81.2%からやや低下したが、これも、公益部門の急低下(89.0%→79.9%)によるところが大きい。主要業種では、自動車が 78.9%(12 月 77.3%)と回復を見せたが、ハイテク産業は 76.8%と 12 月 76.9%から若干低下した。なお、生産のボトルネックが気にされ始める長期的な平均稼働率水準 (1972~2005 年の平均 81.0%) を再び下回ったが、公益部門の低下は一時的と見られ、また、ハリケーンの打撃を受けたエネルギー産業等の回復も進展していることから、早晚、回復が見込まれよう。

12月の製造業新規受注は、前月比+1.1%増と11月同+3.3%増から続伸した。12月新規耐久財受注も、前月比+1.8%増と11月同+5.3%増から続伸した。11月の数値を押し上げた民間航空機が、12月は一転して前月比▲8.0%減（11月は同+139.4%増）となり、航空機を含む輸送機器が+1.9%増（11月同+16.6%増）と伸び悩んだことが大きい。一方、機械産業では、産業機械（同+14.6%増）、金属加工用機械（同+15.5%増）等の好調な伸びで、前月比+6.5%増（11月同+3.0%増）と伸びを高めた。なお、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+4.1%増（11月同+0.1%増）と伸びを高めた。

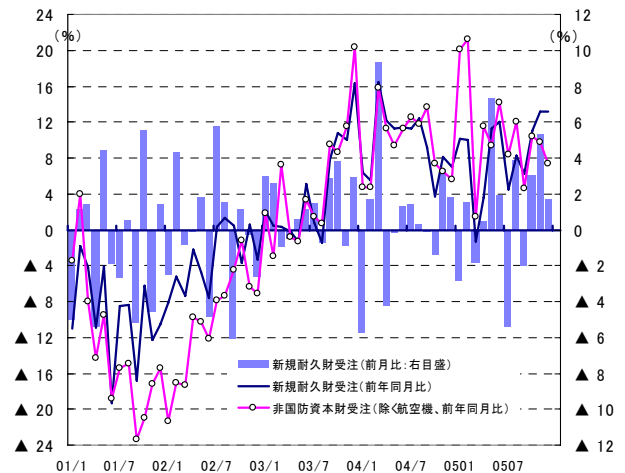
12月の前年同月比では、耐久財受注は+13.2%増（11月+13.2%増）と高水準に留まったが、非国防資本財受注（除く航空機）は+7.4%増（11月+9.7%増）とやや伸びを縮めた。一時のハリケーン襲来後の落ち込みからは回復状況にあるが、今後は、復興需要や、製造業の在庫/出荷比率の落ち込み（12月1.15倍、11月1.17倍）から在庫積み増しによる生産増も期待でき、受注改善が続くと見られている（図表9）。

（図表8）鉱工業生産と稼働率の推移（月別）



（資料）FRB

（図表9）新規耐久財受注の推移



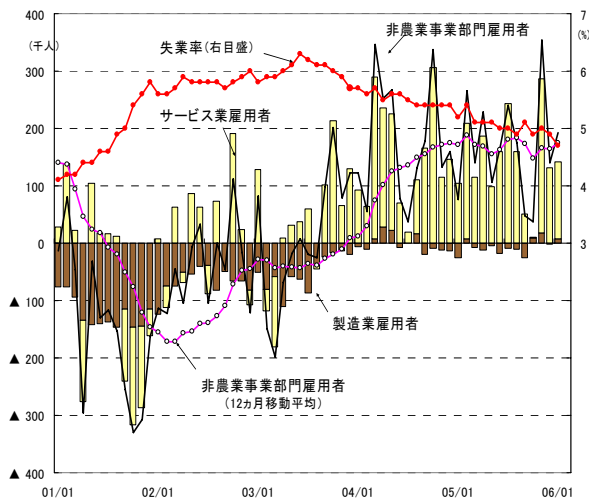
（資料）米国商務省

### ● 1月雇用者は、予想を下回る19.3万人増

1月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+19.3万人増と市場予想の25万人増を下回った（図表10）。ただし、2001年に遡ってデータが修正され、直近の11・12月分では、合計8.1万人の前月比増加修正となっており、雇用堅調との見方に変わりはない。内訳を見ると、建設業ではハリケーンの復興需要もあって前月比4.6万人増となったが、製造業では、0.7万人増に留まった。半面、サービス業では、ヘルスケアの同+2.9万人増、飲食店の+3.1万人増等の増加が大きく、全体では、13.5万人増となった。

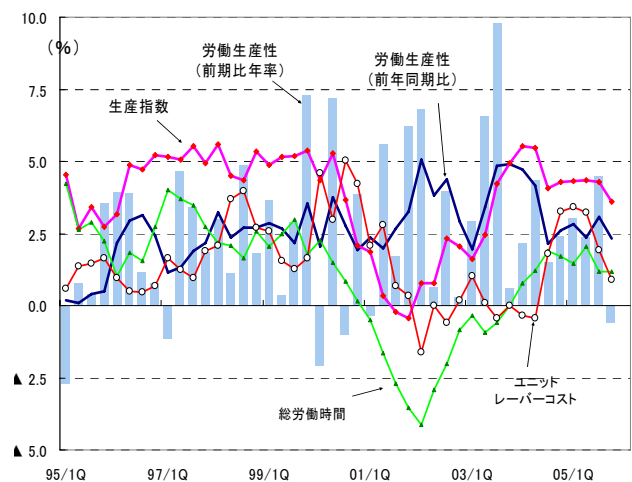
失業率は4.7%へと前月(4.9%)から低下したが、これは2001年7月以来の低水準となる。また、時間当たり賃金上昇率が前月比+0.4%増となりインフレ懸念を強めている。

(図表 10) 雇用状況の推移(前月比)



(資料)米国労働省

(図表 11) 労働生産性の推移



(資料)米国労働省、( )のないものは前年同期比

### ●10-12 月期労働生産性が急低下

10-12 月期の非農業事業部門労働生産性は、前期比年率で▲0.6%の低下と 2000 年 7-9 月期以来の低下幅となった。市場予想(横這い)を下回り、7-9 月期の同+4.5%からは大幅な低下となる。また、単位当たり労働コスト(ユニットレーバークスト)も前期比年率+3.5%と 7-9 月期の同▲0.5%から急上昇し、インフレ懸念を強めた。これは、10-12 月期の生産が前期比年率+0.9%と 7-9 月期の同+4.7%から急低下した一方で、総労働時間が回復を見せたためである。

なお、前年同期比では、10-12 月期労働生産性は+2.3%、ユニットレーバークストは+1.0%と 7-9 月期の各々+3.1%、+2.0%から低下している(図表 11)。2005 年の年間では、労働生産性が+2.7%(2004 年+3.4%、2003 年+3.8%)、ユニットレーバークストは+2.4%(2004 年+1.1%、2003 年+0.2%)となり、生産性の低下とユニットレーバークストの上昇が続いている。

### (貿易の動向)

#### ●2005 年の貿易赤字が過去最高を更新

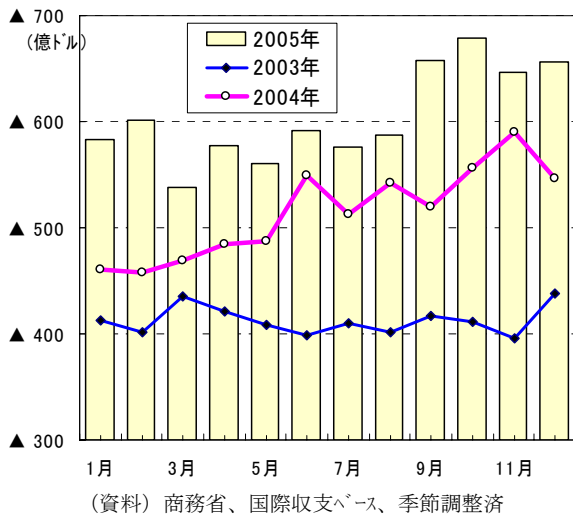
12 月の財・サービスの貿易収支は、657 億ドルの赤字(国際収支ベース、季節調整済)と 11 月の 647 億ドルを上回った。前月比では輸入が+1.9%増だったのに対し、輸出は同+2.1%増と輸入の伸びを上回ったが、前年同月比では輸入の+13.3%増に対し、輸出は同+9.6%増に留まる(図表 12)。

また、2005 年の年間赤字額は、7258 億ドルと 2004 年を+17.5%上回り、7000 億ドルの大台を初めて突破し、昨年(6176 億ドル)に続き過去最高を更新した。こうした赤字拡大の背景には、原油価格の高騰と中国からの輸入が急増していることが挙げられるが、貿易赤字額中の原油・石油製品のシェアは、2004 年の 25.1%から 2005 年は 29.9%にまで拡大し、2005/12 月単月では 31.6%

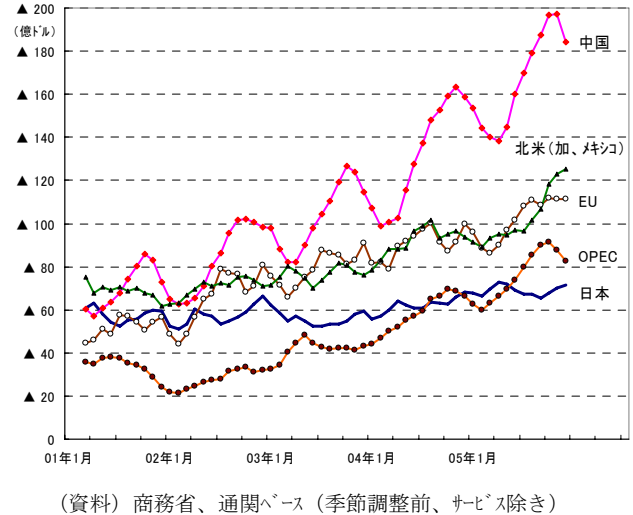
に達している。

一方、国別の貿易収支では、2005年の対中赤字が2016億ドル（通関ベース、サービス除き）と2000億ドルを突破し、赤字全体の26.3%を占めた。国別赤字額の第二位は日本の827億ドル、第三位はカナダの765億ドルで、以下、ドイツ507億ドル、メキシコ501億ドルと続く。今後は、人民元の対ドルレートの切り上げ要請が、一層強まると見られている（図表13）。

（図表12）米国の貿易（財・サービス）収支（月別）



（図表13）国・地域別貿易収支（月別、3ヵ月移動平均）



（物価の動向）

● コア生産者物価の伸び率上昇が、インフレ警戒を増幅

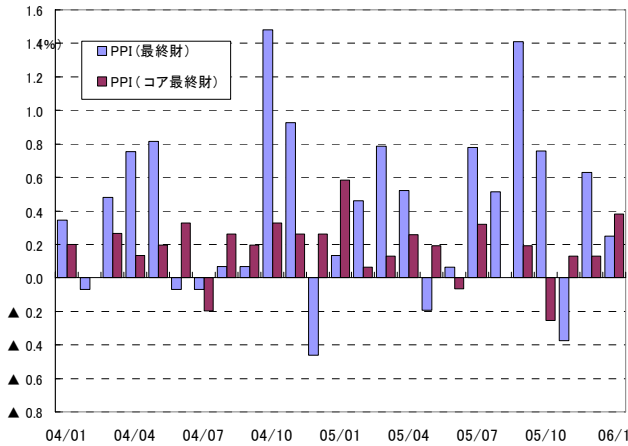
物価については、引き続き最近の原油価格変動の影響が物価に反映される展開となっている。1月のPPI(生産者物価：最終財)は、前月比+0.3%と前月（同+0.6%）から伸びを半減させたが、これは、主にエネルギー物価が同+0.0%と横ばい、前月（同+2.0%）から低下したためである。

ただし、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数は、前月比+0.4%（前月は同+0.1%）と1年ぶりの高水準の上昇を見せた。労働省ではこの一因として自動車価格の上昇（乗用車で12月▲0.1%→1月+1.1%、軽トラックで12月▲0.7%→1月+0.7%）等を挙げているが、市場予想が+0.2%であったこともあり、発表後はインフレ警戒を高めるものとなった（図表14）。

一方、1月CPI(消費者物価)は前月比+0.7%と12月（同▲0.1%）から大幅な上昇となったが、PPIとは異なりエネルギー物価の急上昇（12月同▲2.1%→1月+5.0%）によるところが大きい。また、エネルギー・食料品を除いたコア指数は+0.2%（12月+0.1%）と市場の予想通りだった。エネルギー価格に左右されるCPIと異なり、コア指数は3月に+0.3%と上昇した後は+0.1~0.2%で安定した伸び率を続けており、原材料価格高騰の消費市場への波及は緩やかに進行するとの見方を裏付けるものとなっている（図表15）。

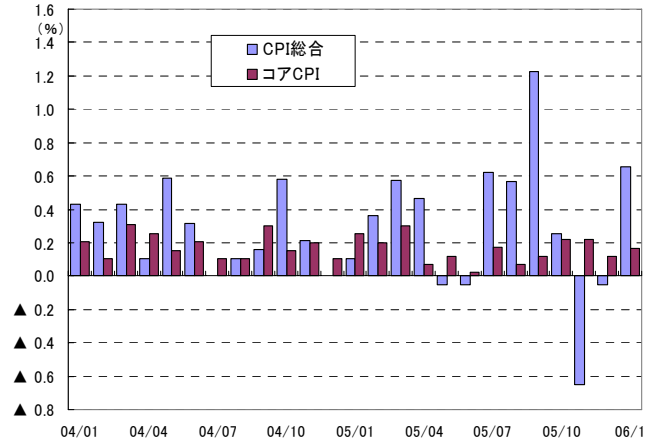


(図表 14) 生産者物価の推移(前月比)



(資料) 米労働省

(図表 15) 消費者物価の推移(前月比)



(資料) 米労働省

(金融政策)

● 利上げの余地が小さいことが示唆される一方、あと1~2回実施の確率は高まる

FRBは、1/31のFOMC(連邦公開市場委員会)でFF目標金利を0.25%引き上げ4.50%とすることを決定した。これで一昨年6月以降の利上げは合計14回となり、計3.5%引き上げられたこととなる。今回の利上げ決定時に発表された声明文では、“最近の経済データは一様ではないものの、経済活動は堅調に拡大している。コアインフレや長期的インフレ期待は抑制されているものの、高騰したエネルギー価格と資源活用度の上昇可能性が潜在的なインフレ圧力となっている”との現状認識のもとに、“持続的成長と物価安定のために、ある程度の引き締めが必要であると判断した”としている。

市場が注目していた1月利上げ発表時のFOMCの声明文の変更については、12/13のFOMC議事録でも説明されたように“慎重なペースで”という利上げ持続を示唆する文言がはずされた。また、引き締めの確率についても可能性を弱めた文言に変更された(“is likely to be needed” → “may be needed”)が、それ以外は、ほぼ前回の声明文を踏襲した形となった。

その後、2/21に発表された1/31のFOMC議事録では、これまでの利上げで金利は必要な水準に近づいたとしながらも、原油価格上昇等が潜在的なインフレ圧力を高める可能性があるとし、追加利上げの必要があるかもしれない、との認識で意見が一致したことが明らかとなっている。

● グリーンスパン体制からバーナンキ新議長へ。就任後の議会証言は無難に終了

1月末のFOMCを最後に18年間続いたグリーンスパン体制が幕を閉じ、バーナンキ新議長に交代した。新議長の初仕事となる2/15-6の議会証言が注目されたが、金融政策の大枠を示したに過ぎず、概ね想定通りで新たに材料視されるものはなかった。新議長は金融政策の継続性を強調す

るとともに、FOMCの“もう少し利上げが必要かもしれない”との判断に賛意を表明したこと  
から、今後も、インフレ抑制にむけた現行の利上げ政策が踏襲される可能性が高まった。

なお、当議会証言で示されたFRBの経済見通しは以下の通りであるが、2006年のGDPが+3.5%  
(4Qの前年同期比)、コアの個人消費価格指数が同+2.0%といずれも2005年の実績を若干上回る  
ものとなっている。

(2006/2、FRBの経済見通し)

Indicator	Memo: 2005 actual	2006		2007	
		Range	Central tendency	Range	Central tendency
<i>Change, fourth quarter to fourth quarter<sup>1</sup></i>					
Nominal GDP	6.2	5-1/4 to 6-1/2	5-1/2 to 6	5 to 6	5 to 5-3/4
Real GDP	3.1	3-1/4 to 4	About 3-1/2	3 to 4	3 to 3-1/2
PCE price index excluding food and energy	1.9	1-3/4 to 2-1/2	About 2	1-3/4 to 2	1-3/4 to 2
<i>Average level, fourth quarter</i>					
Civilian unemployment rate	5.0	4-1/2 to 5	4-3/4 to 5	4-1/2 to 5	4-3/4 to 5

(出所、FRB)

(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)