

Weekly エコノミスト・レター

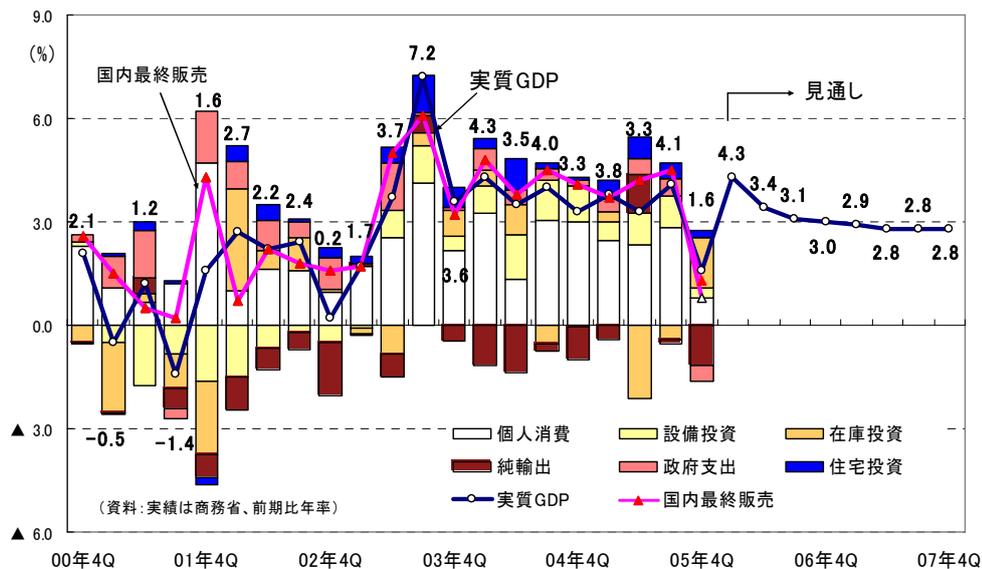
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済見通し～転機を迎える消費環境

< 米国経済見通し >

1. 2005年10-12月期の景気の減速（前期比年率+1.6%）は一時的要因と見られ、2006年の景気への影響は大きくない。特に、2006年上半期はハリケーンからの復興需要や消費・設備投資の伸びに支えられ、堅調な推移が見込まれる。
2. しかし、これまで景気を支えてきた消費支出には、金利上昇や住宅市場の軟化、負債の積み上がり、マイナスの貯蓄率等の課題を抱え、転機を迎えている。今後は、次第に減速の動きとなろう。
3. 原油価格の高止まりが続いていることもあり、インフレ関連指標の動向とFRBの利上げ政策が注目される。バーナンキ新議長の下でも、FRBがインフレ圧力の持続を懸念していることには変わりなく、当面、利上げ政策が続くそう。
4. 2006年の成長率は3.3%、2007年は2.9%の成長が見込まれる。

(図表1) 米国成長率の寄与度内訳推移と見通し



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 TEL: (03)3512-1884
 ホームページアドレス: http://www.nli-research.co.jp/

＜ 米国経済の見通し ＞

〔見通しの概要〕

- 2005/10-12 月期の GDP が 1.6%（前期比年率、以下同じ）と上方改定されたが、予想以上の減速であることに変わりはない。しかし、これには一時的な要素が強く、2006 年の見通しに大きな影響を与えるものではない。1-3 月期については、従来から想定している復興需要に、この落ち込みの反動増が加わるため、成長率はむしろ高まり、4%台に乗せる可能性が強まっている。
- また、上半期の復興需要後は、景気が緩やかに減速に向かうとの見方も従来どおり据え置いた。原油価格高止まりの予想は依然変わっていないし、FRB の利上げ政策も、当面、持続しそうである。このため、長期金利は上昇の動きを見せ、住宅市場も既にピークアウトの様相を見せている。さらに、家計負債の積み上がりや、貯蓄率のマイナスが続いていることから、先行きの個人消費は伸び悩みが予想される。
- 一方、設備投資は堅調に推移すると思われる。10-12 月期は、前期比年率+5.4%とやや伸びを縮めたが、今上半期はハリケーンからの復興需要が見込まれる。また、設備稼働率が一時長期的な平均値である 81%を上回るなど、上昇傾向を見せており、今後の設備投資意欲の高まりも期待される。また、IT 投資は堅調が見込まれ、復興需要が薄れる下半期の設備投資を下支えすることとなる。

(図表 2) 米国経済の見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2005年		2006年				2007年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.5	3.3	2.9	4.1	1.6	4.3	3.4	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8
個人消費	"、%	3.6	3.2	3.0	4.1	1.2	4.3	3.2	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9
設備投資	"、%	8.7	8.5	6.7	8.5	5.4	10.2	9.6	9.2	7.1	6.2	5.7	5.6	5.5
在庫投資	寄与度	▲0.3	0.1	0.0	▲0.4	1.6	0.0	0.1	0.1	▲0.0	0.0	0.1	▲0.1	▲0.1
純輸出	寄与度	▲0.3	▲0.4	▲0.1	▲0.1	▲1.4	▲0.4	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1
消費者物価	前年同期比、%	3.4	2.6	1.9	3.8	3.7	3.6	3.1	2.1	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
失業率	平均、%	5.1	4.7	4.8	5.0	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8
FFレト誘導目標	期末、%	4.25	5.00	5.00	3.75	4.25	4.75	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
国債10年金利	平均、%	4.3	4.8	5.0	4.2	4.5	4.6	4.8	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0

(資料) 実績は米国商務省、労働省、FRB。

- こうしたことから、2006 年は 3.3%、2007 年は 2.9%の成長率を想定している。ただし、これには「景気堅調が持続」する中、「インフレ顕在化の抑制」が、それを監視する「FRB の金融政策の巧みな舵取り」によって達成されることが前提となる。FRB では、2 月よりバーナンキ新議長にバトンが渡されており、新議長下での FRB の金融政策の動向が注目の的となってい

る。3月末にはFOMCが開催されるが、新議長が2月の議会証言で金融政策の継続性を強調していたこともあって、小幅の利上げが実施されることが予想されている。このため、市場では、利上げの動向よりも、今後の金融政策への手がかりを得ようと新議長のFOMCでの采配ぶりに注目している。なお、FF目標金利については、上半期の堅調な景気持続とインフレ圧力の持続により、あと2回(3月・5月のFOMC)程度の小幅利上げの実施が見込まれよう。

〔GDPの概況〕

● 10-12月期GDP成長率は、1.6%に上方改定

2/28発表の10-12月期実質GDP改定値は+1.6%(前期比年率、以下同じ)と速報値の同+1.1%から上方改定された。7-9月期の自動車販売急増の反動もあって、10-12月期成長率低下の主因となった耐久財消費が、同▲16.6%(速報値は▲17.5%)とやや減少幅が縮小し、消費支出全体では同+1.2%(速報値は+1.1%)と若干上方改定された。

設備投資は、速報値では同+2.8%と前7-9月期(+8.5%)より大幅に伸びを縮めたが、今回の改定では、構築物投資が+3.3%(速報値は+0.7%)、機器・ソフトウェアが+6.2%(速報値は+3.5%)に上方修正され、全体でも+5.4%と速報値(+2.8%)の倍近い伸びとなり、寄与度では+0.27%の上方改定となった。

政府支出は、国防支出が▲9.0%(速報値は▲13.1%)と改定され、全体の伸びも▲0.7%(速報値▲2.4%)と上方改定された。寄与度では+0.32%の上方改定となり、今回の最も大きな修正項目となる。ただし、7-9月期の政府支出+2.9%からは大幅な伸び率低下となる。

その他、在庫投資の寄与度は+1.62%(速報値+1.45%)と上昇したが、一方では、純輸出が寄与度▲1.40%(速報値▲1.18%)とマイナス幅を拡げ、在庫の寄与増加を相殺した。

結局、速報値で予想以上に下ぶれした項目が上方修正された形であるが、全体としては、+0.5%の上方修正に留まった。今回の修正幅は、市場の予想通りであったが、速報値GDP発表前の市場予想(+2.8%)からはなお乖離が大きく、前7-9月期GDPの+4.1%からは大幅な減速となる。ただし、1%台の成長率であるにもかかわらず、その主因が、自動車販売の反動減という一時的要因による所が大きいため、景気の下ブレを懸念する見方は少ない。

実際、1月に入ってから、暖冬の影響で住宅着工や小売売上高が上振れし、自動車販売も回復を見せる等、予想以上に堅調だった。このため、1-3月期GDPの市場予想は、復興需要の本格化も期待されるため、4%台が見込まれている。

また、景気の下ぶれ懸念が薄れたこともあり、市場の関心はインフレ動向とFRBの金融政策に注がれている。今回のGDPについても、市場では成長率の上方改定より、GDPの価格指数の上昇(+3.0%→3.3%)や、FRBの注視するコアの個人消費デフレーターが10-12月期に前期比年率+2.1%と前期(同+1.4%)から伸びを高めていること等を懸念していた。原油価格の高止まりが続いていることもあって、市場のインフレへの関心は強まっている。

〔消費支出の動向・見通し〕

● 消費を巡る環境は、転機を迎える

上半期は景気堅調が見込まれ、消費支出も、雇用・所得増加を背景に概ね堅調に推移すると見られる。ただし、長期金利の上昇や住宅価格の軟化等で、消費を巡る環境は転機を迎えつつあり、消費支出は次第に伸び悩みの動きを見せることとなろう。年間の消費支出は、2005年の3.6%から、2006年は3.2%、2007年は3.0%と緩やかに鈍化しよう。消費環境の変化については以下の点がポイントと思われる。

①長期金利上昇の動きと住宅市場の軟化

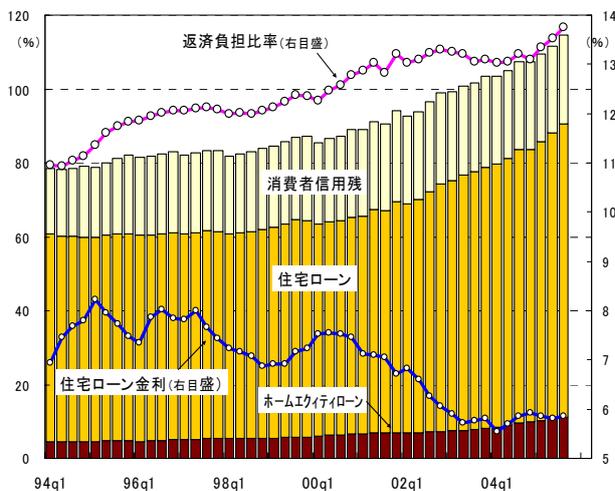
原油価格の高止まりによるインフレ圧力とFRBの利上げが続く中、ここに来て長期金利は上昇の動きを強めている。長期金利の上昇は、様々な面から消費に影響を与えると思われる。特に、これまで低金利の住宅ローンに支えられていた住宅市場は、今後は鈍化の動きを強められると思われ、住宅価格上昇等による消費支出の押し上げ効果は、次第に薄れていこう。さらに、住宅価格が下落に転じれば、今度は消費支出の足を引っ張る懸念も生じよう。

②家計債務負担の増加

これまでの住宅価格上昇と金利低下を利用し、家計では様々な手段で負債を膨らませてきた。これが家計の消費を押し上げ、リセッション後の景気を支えてきたのであるが、一方で、家計の負債は相当な勢いで増加している。対可処分所得比で家計の負債比率を見ると、景気回復に入る直前の2001/3Qには91%であったが、2005/3Qには115%と24%ポイントの上昇となる(図表3)。

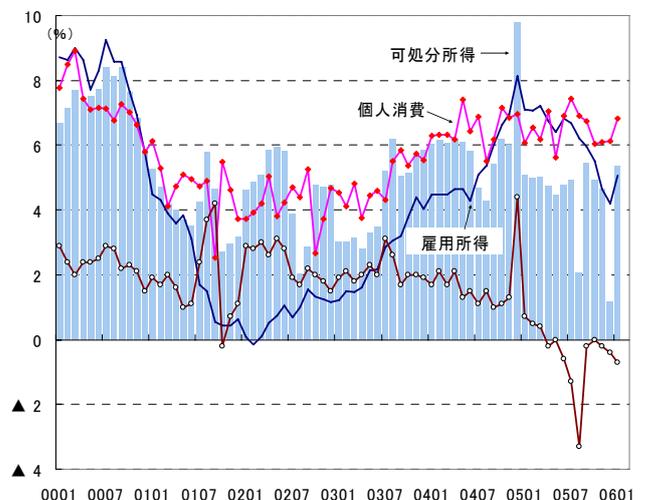
なお、実際の返済負担は、住宅ローンのリファイナンス(低金利住宅ローンへの借り換え)により金利低下の恩恵を受け、2004/1Qまでは、借入増にもかかわらず対可処分所得比の返済負担率が横ばいに留まっていた。しかし、住宅ローン金利がボトムをつけた後は、家計の返済負担も高まっており、今後、消費支出には次第にブレーキがかかりそうである。

(図表3) 家計負債の可処分所得比率の推移



(資料) 米国商務省、四半期

(図表4) 消費支出の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

③貯蓄率マイナスの是正

2005年は年間の貯蓄率が、72年ぶりにマイナスとなった。こうした状況は2006年になってもしばらく続きそうだ。

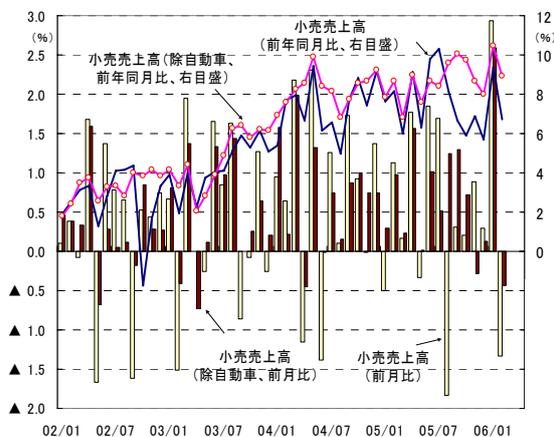
1月個人消費を見ると前月比+0.9%増（12月は同+0.7%）と続伸し、昨年8月の同▲0.4%減をボトムにほぼ毎月のように前月比の伸び率を高めている。一方、可処分所得も、同+0.5%増（12月同+0.5%）と雇用所得増（1月は同+0.7%）を背景に順調な推移を見せており、ハリケーンによる落ち込み後は回復を続けている。しかし、消費支出が可処分所得の伸びを上回っている状況が、直近3ヵ月続いており、10月に一時0%にまで戻した貯蓄率は、1月は▲0.7%と再びマイナス幅を拡大した。また、前年同月比で見ても、消費支出は1月+6.8%と高い伸びを続けており、可処分所得や雇用所得の伸びを大きく上回っている（図表4）。

こうした過剰とも言える消費の伸びは、上記の住宅価格上昇を背景にした住宅ローンのリファイナンスやホームエクイティローン等によって家計が手にしたキャッシュに支えられている面が強く、今後、金利の上昇や住宅価格の軟化が見込まれる中では、いずれ可処分所得の伸びに見合った水準に回帰すると見込まれ、消費の伸びは減速していくと思われる。

● 2月は、小売売上高・消費マインドが低下

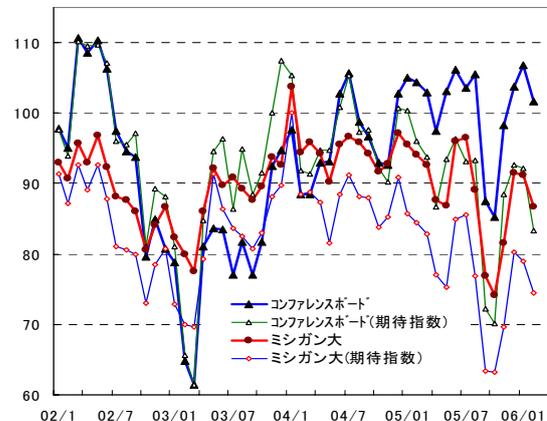
2月の消費は、1月の暖冬等の反動もあり伸び悩みの状況を呈した。2月小売売上高を見ると、前月比▲1.3%減と悪化、2005年8月以来の減少幅となった。1月自動車販売増の反動が大きく、自動車除きでは同▲0.4%減となる。この自動車除きの減少幅は、2004年4月以来であり、前月比の低下幅としては小さくないが、これは、1月が前月比+2.6%増と近年に見られないほど上昇した反動とも言えよう（図表5）。業種別では、自動車（同▲4.6%減）、家具等（同▲4.0%減）、衣料品（同▲3.3%減）等、1月に上昇幅が大きかった業種での減少が大きく、一方、1月に減少した無店舗販売では、同+3.2%と反転上昇した。なお、2月の自動車販売を台数ベースで見ると、1661万台（年率、オートデータ社調べ）と1月の同1764万台から急減したが、前年同月の1642万台は上回った。

（図表5）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表6）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

一方、2月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数は101.7と前月の106.8から低下した。内訳を見ると、現況指数が129.3(1月128.8)と上昇したのに対し、期待指数は83.3(1月92.1)と大幅下落となった。景気の先行きについては、ビジネス環境の悪化により雇用が減少するとの見方が増えたが、自動車、住宅等の購入意欲についてはなお衰えておらず、今後の消費者マインドの変化には留意しておきたい。

2月ミシガン大学消費者マインド指数(確報値)は、86.7と1月91.2から急低下した。こちらは、現況指数、期待指数とも低下したが、現況指数については1月の暖冬に対し、2月の天候の悪化により、暖房費の増加等が消費者マインドの悪化に繋がったようだ(図表6)。

〔設備・在庫投資の動向・見通し〕

●2006年の設備投資は堅調推移

設備投資は、上半期の復興需要を得て堅調な推移が予想される。特に、製造業では、最近の設備稼働率の上昇により、設備投資意欲の高まりも期待されよう。下半期以降は復興需要の効果が薄れていくと思われるが、堅調なIT投資の下支えが期待されよう。2006年は8.5%と2005年の8.7%からは若干の減速を想定している。

一方、在庫投資については、在庫積み増しに慎重な姿勢が続いているが、在庫水準が相当低下していることから、年間で成長の足を引っ張るような減少は避けうる状況にある。設備・在庫投資を巡る最近の環境変化は、下記の通りである。

①ISM製造業・非製造業指数ともに上昇

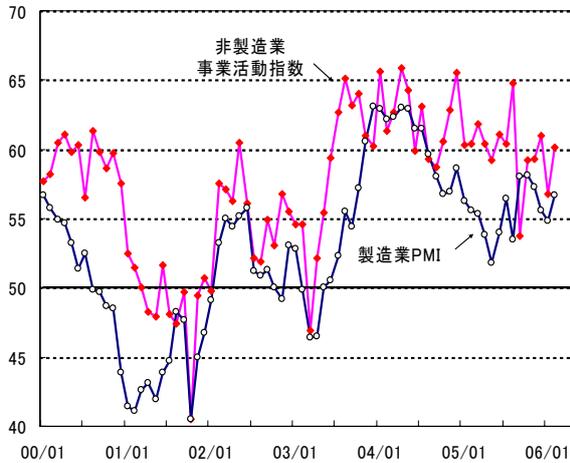
企業のセンチメントを示すISM製造業指数(2月)は56.7と前月の54.8から上昇した。内訳では、新規受注、生産、在庫等、主要指数はいずれも上昇した。一方、ISM非製造業指数(事業活動指数)は60.1(前月56.8)と再び60台を回復した。企業センチメントの回復から今1-3月期の景気堅調さが窺われる(図表7)。

②1月受注は急反落

1月の新規製造業受注は前月比▲4.5%減(12月は同+1.6%増)と4ヵ月ぶりのマイナスに転じ、減少幅は2000/7月以来の最大となった。耐久財受注も前月比▲9.9%減(12月は同+2.5%増)と大幅なマイナスだった。

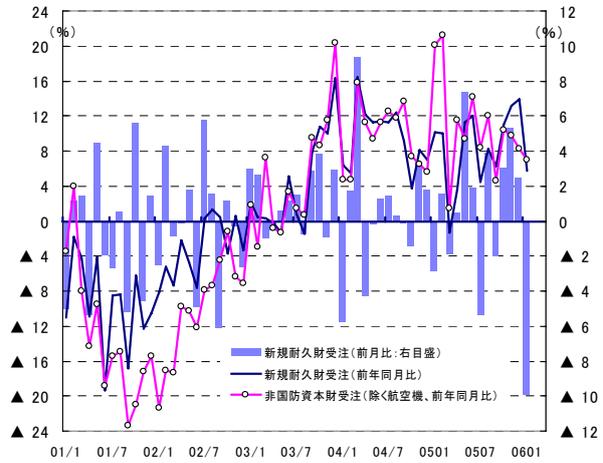
ただし、製造業受注の減少に関しては、振れの大きい民間航空機受注の大幅減(同▲68.3%減)と国防資本財受注の大幅減(同▲64.4%減)が重なった影響が大きく、数字ほどに受注が冷え込んだとの見方は少ない。実際、輸送機器を除いた新規受注では、同+1.6%増、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も同+0.1%(前月は同+4.9%増)と増加を維持している。なお、前年同月比では、耐久財受注が+5.7%増(前月は同+14.0%)、非国防資本財受注(除く航空機)も同+7.0%(前月は同+8.2%増)と伸びを鈍化させた。3ヵ月連続の増加の反動もあって落ち込みが大きかったと見られ、今後の状況を見守る必要がある(図表8)。

(図表7) ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(図表8)新規耐久財受注の推移(%)



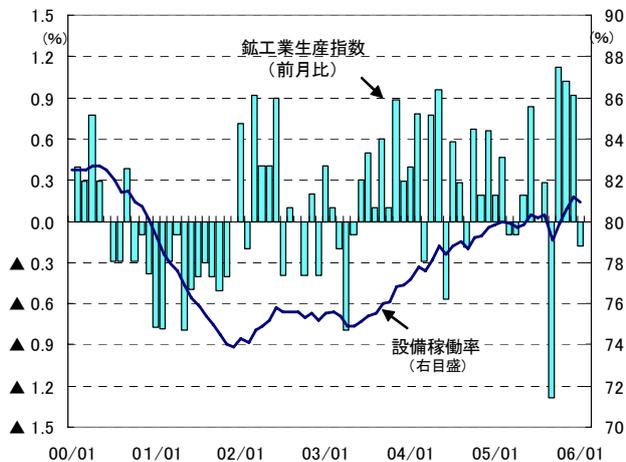
(資料) 商務省

③ 鉱工業生産・稼働率は、上昇トレンド維持の見込み

鉱工業生産、設備稼働率とも上昇トレンドにある。1月鉱工業生産指数は前月比▲0.2%減と4ヵ月ぶりの減少となったものの、これは暖冬による電力・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。同様に、1月設備稼働率も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く、その後冬型気候に戻ったことから、今後は公益部門が回復して従来のトレンドを取り戻すと思われる(図表9)。

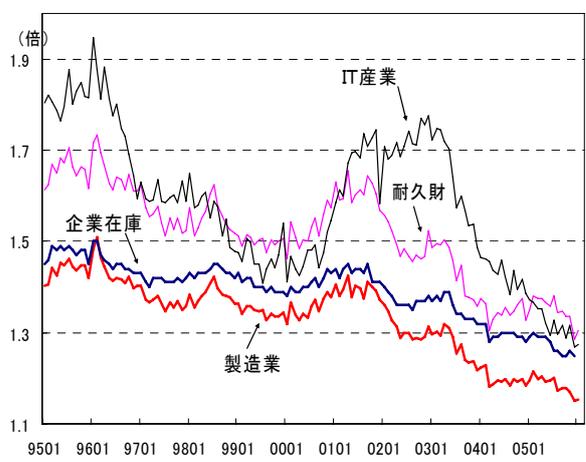
なお、設備稼働率については、一部産業でのボトルネックが懸念される長期的な平均稼働率水準(1972~2005年の平均81.0%)を再び回復してくると思われるが、FRBでは、資源利用率の上昇をインフレ圧力の高まりとして警戒しており、金融政策の面からもその動向が注目される。

(図表9) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表10) 製造業の在庫/売上高比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

④製造業在庫は、過去最低水準を持続～在庫積み増しには慎重姿勢が続く

1月の製造業在庫は前月比+0.5%増となった。売上高が同+0.3%増に留まったが、在庫/売上高比率は1.15と12月と同値で過去最低水準に張り付いたままである。前年同月比では、売上高が+7.2%増と伸張する中、製造業在庫は+3.5%増に留まっている(図表10)。

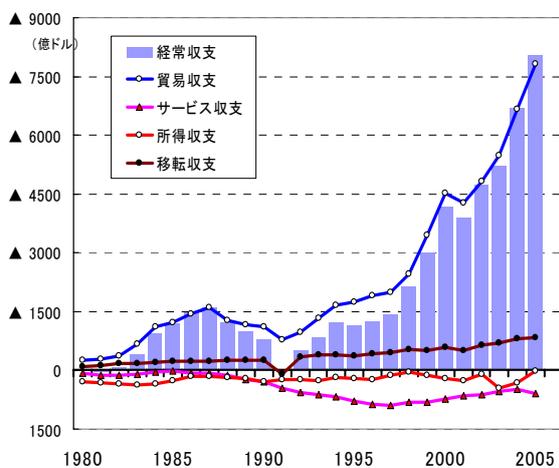
〔貿易の動向〕

●1月貿易赤字は月間最高赤字を更新～2005年の経常赤字は遂に8000億ドルの大台に

2005/4Qの経常赤字は2249億ドルとなり、四半期では過去最大となった。また、2005年の経常赤字も、8049億ドルと過去最大であった前年の6681億ドルから一挙に8000億ドルの大台にのせ、名目GDP比でも6.4%に達した。前年比からの増加額1369億ドルの大半は貿易赤字の増加によるものであるが、所得収支の黒字の縮小(▲289億ドル)の影響がこれに次いだ。貿易赤字の拡大は、輸出の伸び(前年比+10.5%)以上に輸入が伸びた(同+13.7%)状態が続いているため、少なくともこうした構造が逆転しない限り、赤字の縮小は望めない(図表11)。なお、2005年の貿易赤字(財)は7816億ドルに達し、過去最高を記録した一昨年の年間貿易赤字6654億ドルを大きく上回ったが、赤字増の背景には、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(図表12)。

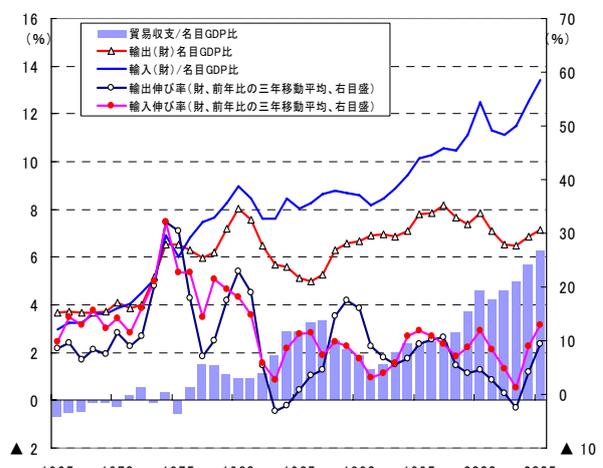
こうした状況は、2006年になっても持続すると思われる。1月の財・サービスの貿易収支を見ても、685億ドルの赤字(国際収支ベース、季節調整済)と前月の651億ドルから増加し、単月の赤字としては、昨年10月の678億ドルを抜いて過去最高額となった。内訳では、輸出の前月比+2.5%増に対し、輸入は同+3.5%増と輸出を上回った。主要輸出品目増加額のほぼ過半を、民間航空機と大豆の輸出増で占めた一方、輸入は、石油製品や燃料、コンピュータ関連製品、一般消費財の増加が中心だった。前年同月比でも、輸入の+14.0%に対し、輸出は同+12.0%増と輸入の伸びを下回った。なお、1月の原油・石油製品の輸入額(財)は、前年同月比で+48.2%に達し、原油・石油製品の赤字額は、貿易赤字額(財)の30.7%を占めるなど、原油価格の影響が大きい状況が続いている。

(図表11) 経常収支の内訳(年別)



(資料) 商務省、季節調整済

(図表12) 貿易(財)収支の推移(年別)



(資料) 商務省、季節調整済

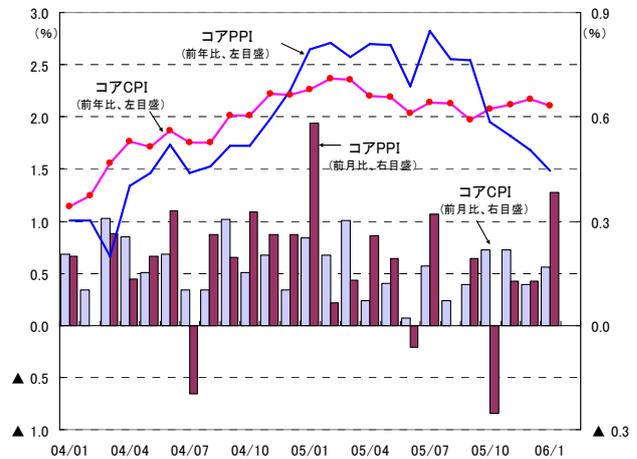
〔物価の動向〕

●物価は、原材料・原油価格の高騰を織り込む状況が進行

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。そのため、変動の大きいエネルギー・食料品除きのコア CPI を見ると、1月は前月比+0.2%と落ち着いた動きを続けている。ただ、前年同月比では+2.1%とやや高めにある。一方、コア PPI は前月比+0.4%と高めだったが、前年同月比では+1.5%に留まる。

原油価格の更なる高騰等が避けうるのであれば、FRBの監視下で、原材料・原油価格高騰の影響を織り込む状況が、緩やかに進行すると思われる（図表 13）。

（図表 13）コア物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

〔雇用の状況〕

● 2月雇用者は、24.3万人増と3ヵ月ぶりに20万人台を回復

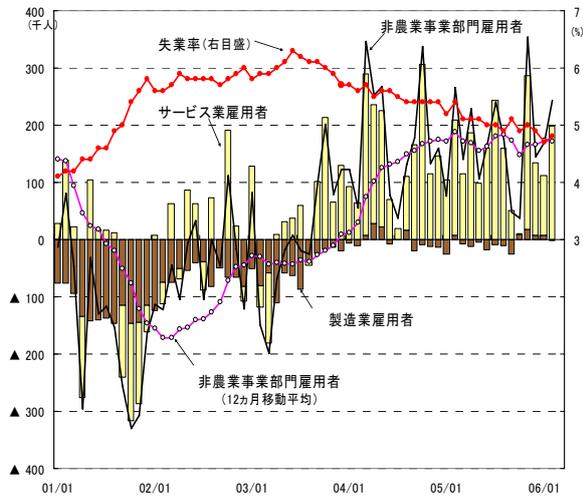
雇用については、昨年のハリケーンの襲来後に停滞したものの、11月以降は、順調な増加を見せ、従来のトレンド的な回復路線（年間200万人増）に復帰している。住宅市場の減速や金利上昇で、2006年の消費環境は悪化すると見られているが、この点、雇用所得の増加により、消費減速が下支えされることが期待されている。

実際、2月の雇用統計は、非農業事業部門の雇用増が前月比+24.3万人増と市場の予想（+21万人増）を上回り、3ヵ月ぶりの高水準となるなど、米国経済が堅調に推移していることを裏付けた。なお、2月失業率は4.8%と前月の4.7%から上昇した（図表 14）。

業種別に2月雇用増の内訳を見ると、建設業で前月比+4.1万人と増加が続いたが、製造業では、同▲0.1万人減と5ヵ月ぶりの減少に転じた。サービス業では同+19.8万人増と前月の同+10.5万人増からほぼ倍増の動きとなった。飲食店の同+2.1万人増、ヘルスケアの同+1.8万人増、州・地方政府の同+3.6万人増、等の増加が大きかった。

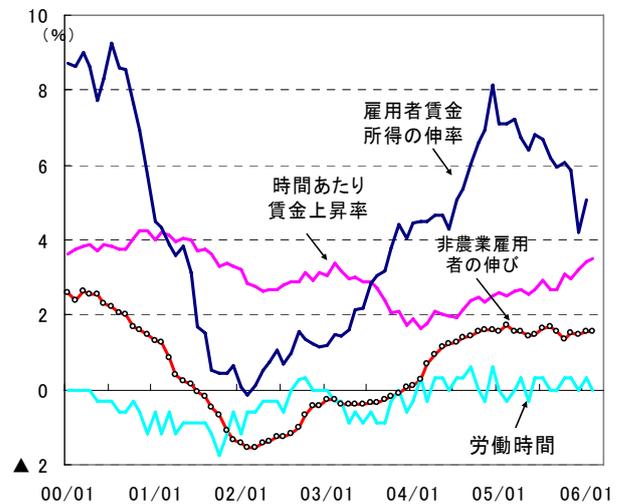
また、前年同月比の時間当たり賃金上昇率が、+3.5%と上昇傾向を強めており、低水準にある失業率と並んで、労働市場がタイトな状況に向かっていることを示すものされており、インフレ圧力を高まりを懸念するFRBの注視するところと思われる（図表 15）。

(図表 14) 雇用状況の推移 (前月比)



(資料) 米国労働省

(図表 15) 雇用と賃金の推移 (前年同月比)



(資料) 米国労働省、商務省

〔金利の見通し〕

●FRBの利上げ政策は、当面、維持される見込み

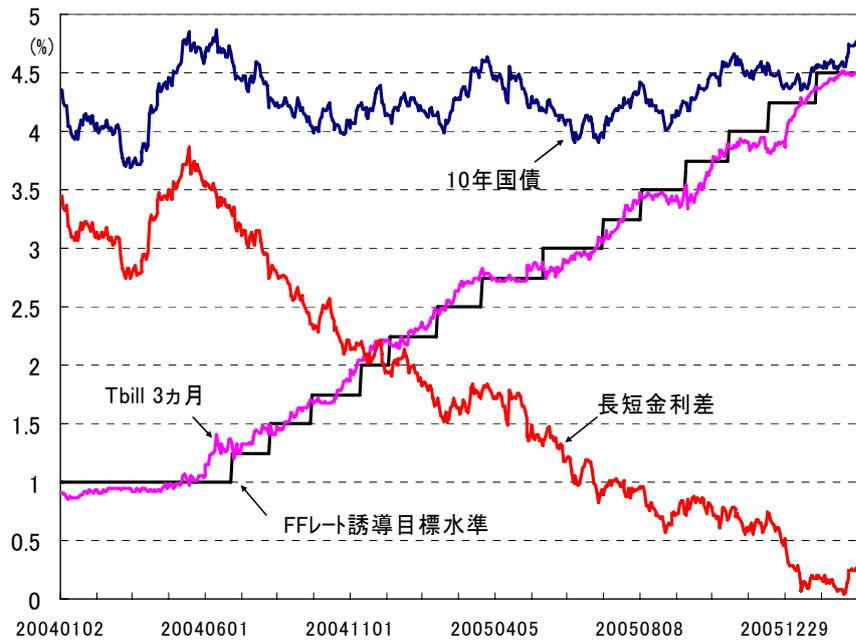
FRBは、1/31のFOMC (連邦公開市場委員会)でFF目標金利を0.25%引き上げ4.5%とすることを決定し、一連の利上げは14回目、計3.5%引上げられた。この利上げを最後に、18年間続いたグリーンズパン体制が幕を閉じ、バーナンキ新議長のもとで金融政策の舵取りが行われることとなった。その新議長の初仕事となった2/15-6の議会証言では、金融政策の継続性が強調されたことにより、当面、インフレ抑制にむけた現行の利上げ政策が踏襲される可能性が高まっている。

さて、今月末 (3/27・28) には、新体制下で初のFOMCが開催される。1-3月期の経済指標は概ね景気堅調の持続を示すものとなっているため、今回も小幅の利上げが実施されるのは、既に市場のコンセンサスとなっている。注目されるのは、新議長が今後の金融政策の手がかりとなるようなサインを市場に示すか否かという点であろう。最近のインフレ関連指標は、景気堅調が続く中、エネルギーコスト上昇を製品価格に転嫁する動きが広がりつつあることを示している。FOMCの声明文に盛り込まれた資源利用率についても、失業率が低水準にある中、設備稼働率が上昇傾向を示していることなどから、FRBはインフレ圧力の高まりを懸念している。このため、市場では、次々回5/10のFOMCでの利上げも次第に織り込みつつある。1-3月期の成長率で高めの数値が想定されることから、その発表直後に行われる5月FOMCでの利上げは、市場からのコンセンサスが得易いものと言えよう。

ただし、問題はその後の舵取りである。その時のFF目標金利が5.0%とするなら、長期金利もその水準に接近している可能性が高い。長期金利の上昇は、ピークアウトの動きを見せている住宅市場への影響が大きく、今後の消費鈍化を意味する。一方、原油価格等に楽観的な見通しが

描けるならともかく、当面の高止まりを想定するなら、インフレ圧力も持続しよう。そのため、利上げをそう簡単にやめるわけにはいかないのであるが、バーナンキ議長の考えているように、利上げの効果が出るにはタイムラグがあり、一時的に利上げを停止してその効果を測る政策に転じる可能性は十分あり得る。5月の後のFOMCは、6月末に開催される。

(図表 16) 米国の長短金利の推移



(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)