

Weekly エコノミスト・レター

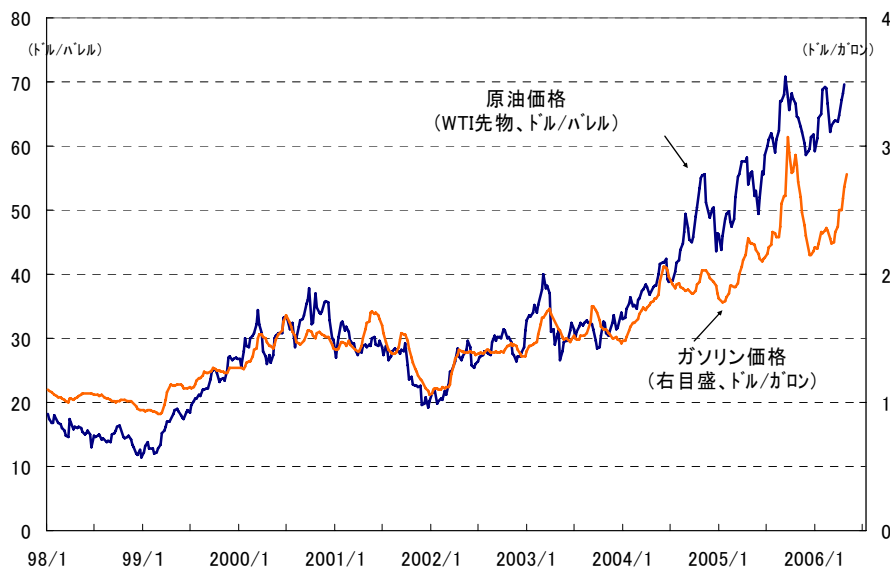
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済動向～利上げ停止は、今後の指標次第に

< 米国経済の動き >

- 1-3月期の実質GDPは、10-12月期減速の反動や暖冬の影響もあって、やや上振れると予想され、前期比年率では4%台後半～5%が市場のコンセンサスとなっている。しかし、その後の景気は、金利上昇を受けて次第に減速に向かうと見られるのに加え、最近の原油・ガソリン価格高騰の再燃等も景気減速要因として浮上してきている。
- こうした中、FRBは3/27・28のFOMCでFF金利の目標水準を4.75%に上げた。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が、一方では、金融引き締め行き過ぎを懸念しており、経済指標を睨みながら利上げ打ち止め時期を模索する動きとなろう。

(図表1) 再び70ドル/バレルを越えた原油価格



(資料：米国EIA、週別データ)

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〕

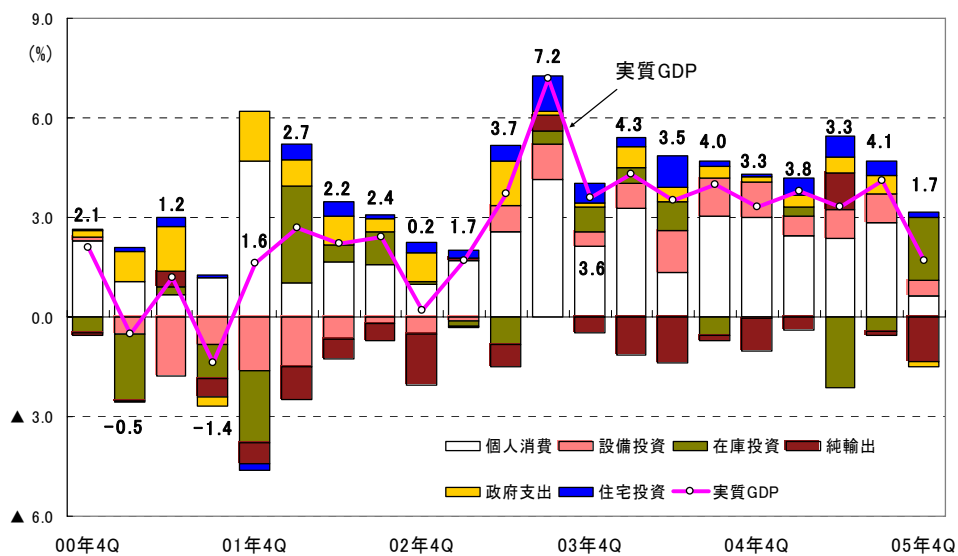
● 上振れの可能性高い1-3月期GDP成長率

月末発表予定の1-3月期GDPは、やや上振れするとの見方が強まっている。10-12月期は、7-9月期に急増した自動車販売が反動減となり、耐久消費財が▲16.6%（前期比年率：以下同じ）と大きく落ち込み、加えてハリケーンやガソリン価格高騰の影響を受け、GDP伸び率は+1.7%へと急低下した。1-3月期は、自動車販売が持ち直し、ハリケーンからの復興需要が期待されるなど、前期に成長率を押下げた要因が、一転、プラス要因に転ずると見られる。

また、暖冬も広範囲に影響を及ぼしている。1月は、小売売上高が前月比で2001/10以来の伸びを見せ、住宅着工件数も32年ぶりの記録的な水準となった。さらに雇用でも、例年なら寒波で伸び悩むことの多い建設・飲食業等で増加を見せ、1-3月期の雇用は月平均20万人増と堅調だった。このため、GDPの7割を占める消費支出は、7-9月期の同+4.1%から10-12月期には同+0.9%に急低下していたが、1-3月期はGDP押し上げの主力として期待されている。

設備投資も10-12月期には同+4.5%と7-9月期（同+8.5%）から伸びが半減したが、設備稼働率の上昇や企業収益の増加等、設備投資環境は良好で、ハリケーンの復興需要による投資増加の追い風もあり、堅調な回復を見せよう。また、10-12月期は国防支出の大幅減（同▲8.9%）によりGDPの足を引張った連邦政府支出も、1-3月期は増加に転じよう。こうした状況から、1-3月期の成長率は、4%台後半から5%の予想が市場のコンセンサスとなっている。

（図表2）米国の実質GDPの推移と寄与度内訳



（資料）商務省、四半期別

しかし、1-3月期 GDP の堅調予想にもかかわらず、2006 年の成長率は、その後は減速に向かうこととなろう。最近の長期金利上昇を受け、住宅市場は冷え込みへの懸念を強められると思われ、家計はいつまでもマイナスの貯蓄率を続けられるわけではなく、また家計負債も増加していることから、今後の消費支出は、可処分所得に見合った伸びに収束していくと見られる。

● 気懸かりな原油価格上昇の影響

さらに、最近の原油高・ガソリン価格高騰の再燃も消費にマイナスの影響を与える可能性がある。原油価格は再び 70 ドルバレル (WTI 先物) を越えた。70 ドル越えは昨年 8 月末のハリケーン「カトリーナ」のメキシコ湾岸地域への襲来以来のことであるが、今回はイランの核開発問題、ナイジェリアの政情不安・石油施設破壊等の地政学的な問題が上昇要因とされている。需給面でも、主要国の石油消費が衰えない一方で、産油国の生産余力や米国の精製能力等の頭打ちが懸念され、また、これからガソリン需要期に入る米国の事情等が上昇の背景とされている。過去最高値を越えたものなお先高感が拭えず、債券市場等からの投機的資金の流入も伝えられ、今後の動きが注目される。

なお、昨年の高騰時には 1 ガロン 3 ドルを越えたガソリン価格は、その後、2.1 ドル台に低下し、最近の原油価格の上昇で 2.78 ドル (4/17) にまで上昇している。ガソリン価格はストレートに消費動向に影響を与えるため、住宅市場への影響が顕著な長期金利の上昇とともに、今後の景気動向を見る上でも目が離せない状況になってきたと言えよう(参考：表紙図表 1)。

● FRB は、利上げ持続の一方、打ち止め時期を模索

こうした状況下、FRB の金融政策の舵取りが従来以上に注目される。グリーンSPAN 前議長からバトンを渡されたバーナンキ新議長は、市場の予想通り前回 3/27・28 の FOMC で今次 15 回目となる利上げを実施した。今回の FOMC の声明文で「あと少しの引き締めが必要」としていることや、その後も景気堅調とインフレ圧力持続の状況が維持されていることなどから、5/10 開催の FOMC を含め、あと 1~2 回の小幅の利上げが市場のコンセンサスとなっている。ただ、FRB は利上げ効果が現れるにはタイムラグがあるため、利上げの行き過ぎについても警戒している。上記のように長期金利・ガソリン高が景気減速への影響を強める恐れも出てきた中で、当面は小幅利上げを持続する一方、経済指標を睨みながら利上げ打ち止め時期を模索する動きとなろう。

(消費の動向)

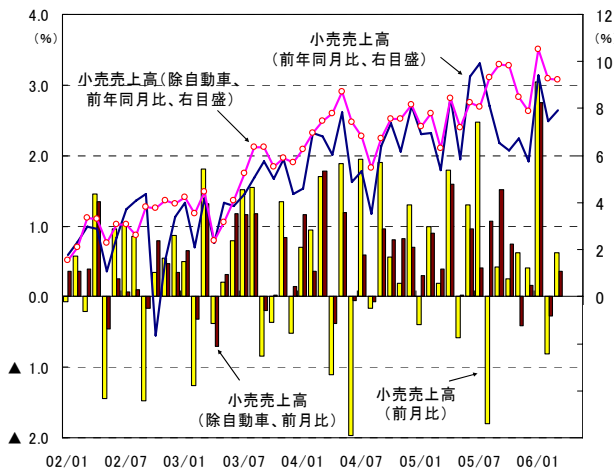
● 3月小売売上高は、+0.6%に反転

3月の小売売上高は前月比+0.6%と2月の同▲0.8%から反転し、市場予想(同+0.3%増)を上回った。変動の大きい自動車を除いた小売売上高でも同+0.4%と2月の同▲0.3%から反転した(図表3)。2月の小売売上高は、暖冬の影響で急伸した1月の反動もあり減少を見せていた

が、3月の持ち直しで、1-3月の伸びの平均は+0.95%、前年同月比は+7.9%（自動車除きでは+9.2%）と高水準にある。なお、業種別では、自動車販売の回復（前月比、2月▲2.8%→3月+1.6%）に加え、通信販売（同+1.6%）、建築資材（同+1.2%増）、等の伸びが高く、電気器具（同▲1.1%）は減少した。

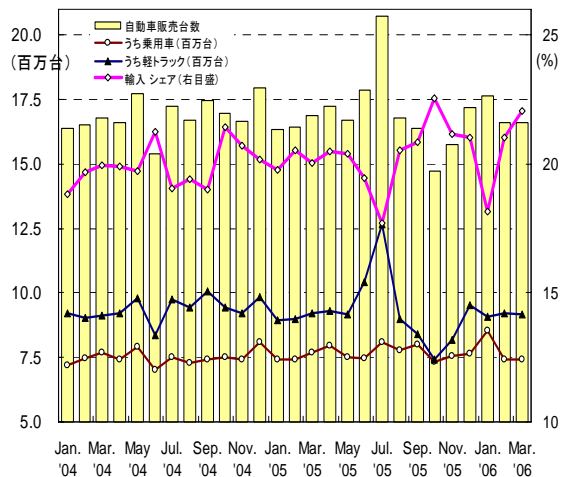
3月の自動車販売を台数ベースで見ると、1659万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1661万台）から僅かに減少し、前年同月比でも▲1.7%となった。販売の内訳でも、軽トラック（含むSUV）・乗用車とも前月とほぼ同水準の動きとなった。また、国産車が減少（前月比▲0.14%）する一方、輸入車が増加（同+0.14%）したため、輸入車の販売シェアは、22.0%（前月21.0%）と昨年10月以来の水準に高まった（図表4）。なお、会社別では、GMが前年同月比▲14%、フォード同▲5%と減少する一方、トヨタが同+7%（オートデータ社速報値）と増加し、GMの落ち込みが目立っている。

（図表3）小売売上高の推移



（資料）米商務省

（図表4）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）

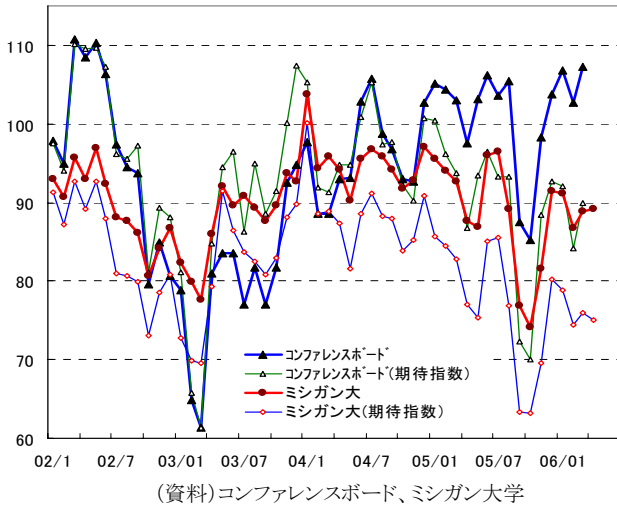
●ミシガン大学消費者マインド指数、ISM 製造業指数が続落

4月ミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は89.2（3月は88.9）と2ヵ月連続の上昇となった。現況指数が前月差+2.0と上昇した一方、期待指数は同▲0.9の減少となった。3月の雇用統計が好感された一方、原油価格の高騰がマイナス要因になったと見られる。

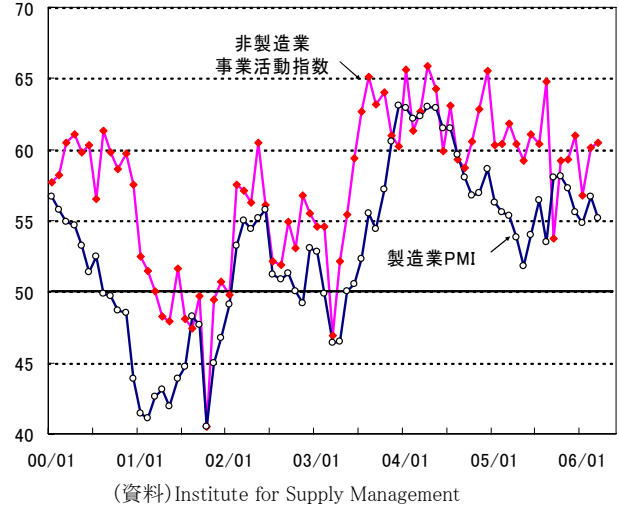
一方、コンファレンスボードの消費者信頼感指数は2月に102.7と低下した後、3月は107.2に上昇し、2002/05月以来の高水準となった。ただ期待指数は、89.9と2月84.2から回復したものの1月の92.1を下回っており、ここでも雇用情勢の好転を評価した一方、先行きの原油・金利高の影響等が懸念されると見られる（図表5）。

企業のセンチメントを示すISM指数では、3月製造業指数が55.2と前月56.7から低下したが、非製造業の事業活動指数は60.5と前月60.1から若干上昇した。最近の両指数は、製造業は50台後半で、非製造業では60前後での水準で一進一退の動きを続けているが、製造業、非製造業とも景況感の分かれ目である50は十分クリアしており、比較的良好なセンチメントを維持している点に変わりはない（図表6）。

（図表5） 消費者信頼感指数の推移



（図表6） ISM指数の推移

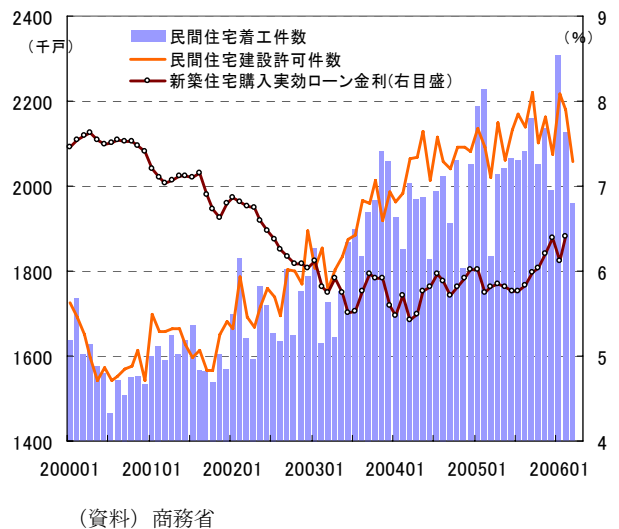


（住宅市場）

● 3月住宅着工件数は、1年ぶりの低水準に

3月新規住宅着工件数は、年率196万戸と前月比▲7.8%の減少となり、昨年3月（同183.3万戸）以来の低水準となった。また、先行指標となる住宅着工許可件数も年率205.9万戸（前月比▲5.5%）と減少を見せ、住宅着工と同じく昨年3月（同202.1万戸）以来の低水準となった。最近の長期金利の上昇と暖冬の前倒し着工による1月の急増、等の影響を受けたものと思われる。ただし、減速自体は予想されたことであり、今のところ、安定的な減速の範囲内にあると見られている（図表7）。

（図表7） 住宅着工の推移(月ベース)



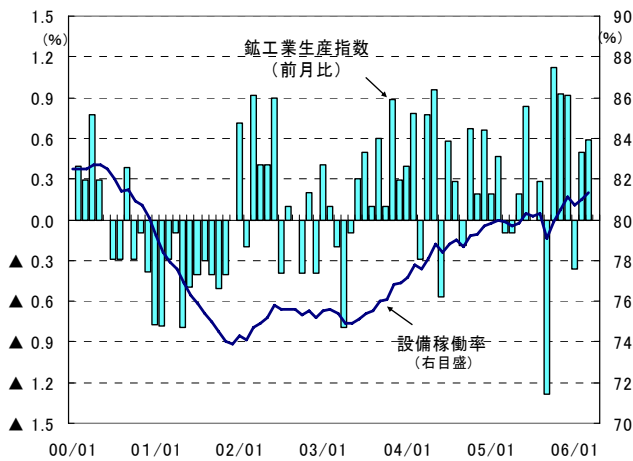
(生産部門・雇用の動向)

●生産・稼働率とも順調な回復

3月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と連月の増加となった。1-3月期年率でも全産業で+4.5%、製造業では+5.4%と堅調な伸びとなった(図表8)。業種別ではハイテク産業が前月比+2.7%と堅調を維持し、自動車が同+1.5%とプラスに転じた。

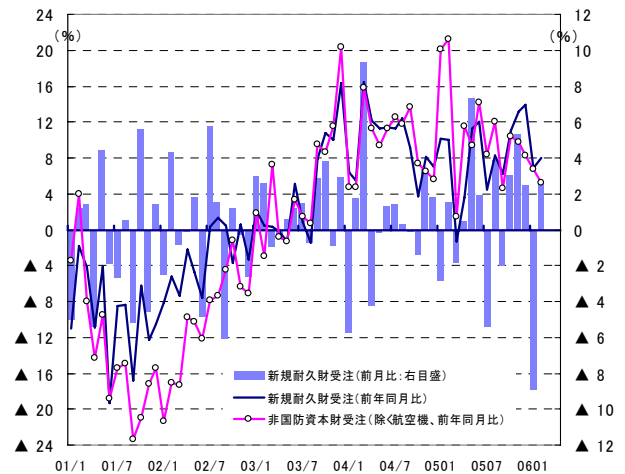
一方、3月の設備稼働率は81.3%と2月の81.0%から上昇し、2000年9月の81.5%以来5年半ぶりの水準となった。主要業種では、自動車が79.1%(2月78.1%)、ハイテク産業も75.4%(2月74.3%)と回復を見せた。なお、生産のボトルネックが気にされ始める長期的な平均稼働率水準(1972~2005年の平均81.0%)を昨年12月以来3ヵ月ぶりに上回った。

(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

2月の新規製造業受注は前月比+0.2%となり、1月同▲3.9%から増加に転じたが、市場の予想(+1.3%)は下回った。2月新規耐久財受注も、前月比+2.7%と1月同▲8.9%から増加に転じた。1月の数値を押し下げた民間航空機が、2月は一転して前月比+52.4%(1月は同▲70.1%)と急伸し、航空機を含む輸送機器が+13.6%増(1月同▲29.2%)となったことが大きい。このため、輸送機器を除いた2月の新規製造業受注では前月比▲2.0%の減少となる。また、機械産業では、産業機械(同▲38.5%)、発電用機械(同▲11.0%)等が減少し、前月比▲6.7%(1月同▲3.2%)と減少が続いた。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▲1.7%(1月は横這い)と減少している。

一方、前年同月比で見ると、2月耐久財受注は+8.1%と1月+6.9%から上昇したものの、12月の同+14.0%には遠く及ばない。また、非国防資本財受注(除く航空機)は+5.3%(1月+6.8%)と伸びを縮めた。新規受注は、ハリケーン襲来後の落ち込みから回復に転じたあと、エネルギー価格の上昇等もあって踊り場状況にあるが、復興需要や設備稼働率の上昇、企業収益の伸びから見て、企業の設備投資意欲は高いと見られており、今後、エネルギー価格が落ち着きを見れば、受注改善も強まると思われる(図表9)。

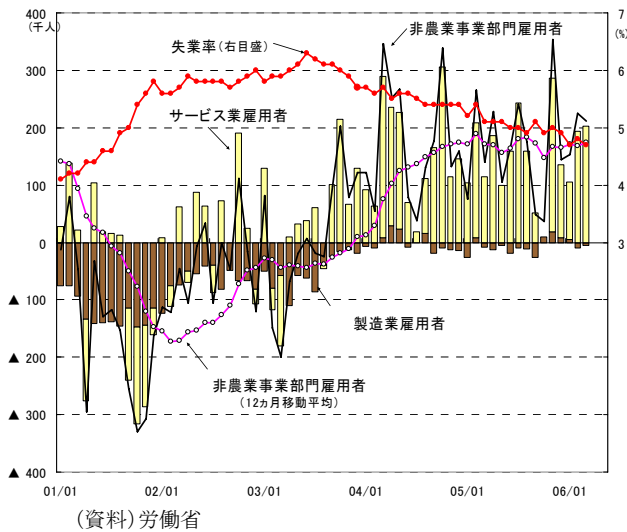
なお、落ち込みの大きかった製造業の在庫/出荷比率はやや回復の動きとを見せている（2月1.17倍、1月1.16倍、12月1.15倍）。

● 3月雇用者は、予想を上回る21.1万人増

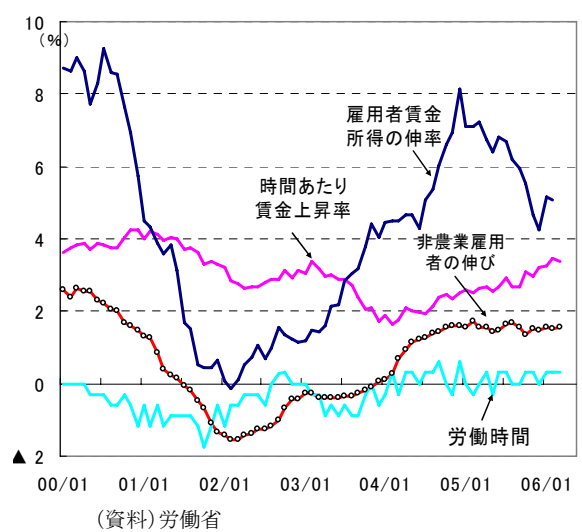
3月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+21.1万人と市場予想の+19万人を上回った（図表10）。ただし、直近の1・2月分では、合計▲3.4万人の前月比下方修正となっている。内訳を見ると、建設業では前月比0.7万人増と昨夏のハリケーン以来増加が続いているが、製造業では▲0.5万人と2ヵ月連続の減少となった。半面、サービス業では、飲食店の+3.3万人、一般商店同+2.6万人、ヘルスケアの同+2.4万人、人材派遣の同+2.0万人、等の増加が大きく、+20.2万人の増加となった。失業率は4.7%と前月(4.8%)から低下し、1月の水準を回復したが、これは2001年7月以来の低水準でもある。

また、週平均の労働時間は33.8時間と前月から変わらず、前年同月比+0.3%に留まったが、1時間当たりの平均賃金(民間)は前月比+0.2%、前年同月比では+3.4%と、なお上昇トレンドにあると思われる(図表11)。全般、雇用情勢が堅調に推移しているとの見方を強め、5月のFOMCでの利上げの確度を高めたと見られる。

(図表10) 雇用増減の推移(前月比)



(図表11) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(貿易の動向)

● 2月の貿易赤字はやや縮小

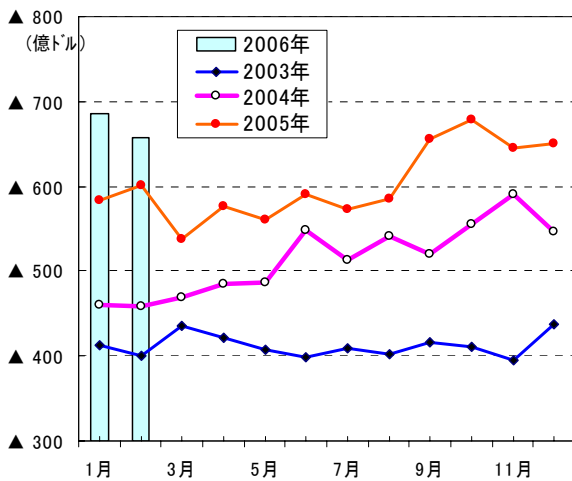
2月の財・サービスの貿易収支は、657億ドルの赤字(国際収支ベース、季節調整済)と1月の686億ドルを下回った。前月比では輸入が▲2.3%だったのに対し、輸出は同▲1.2%、前年同月比でも輸入の+10.7%に対し、輸出は同+11.5%と輸入が伸び悩んだことによる(図表12)。

一方、国別の貿易収支では、引き続き対中赤字が138億ドル(通関ベース、サービス除き)と赤字全体

の23.6%を占め、首位を占めている。国別赤字額の第二位はカナダの72億ドル、第三位は日本の71億ドルで、以下、メキシコ47億ドル、ドイツ38億ドルと続く(図表13)。

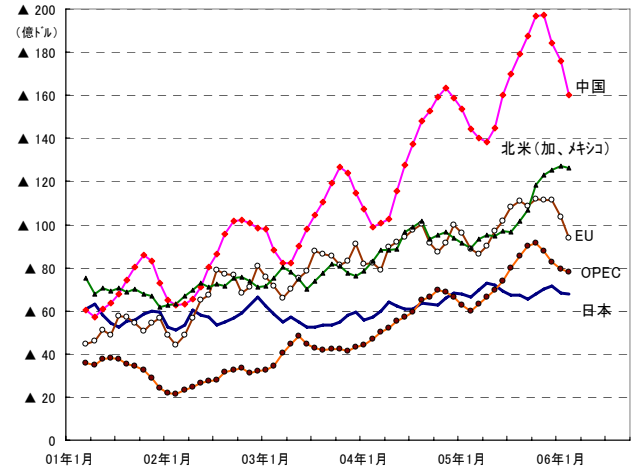
なお、石油等の輸入は前月比+0.2%とほぼ前月並みの水準であるが、前年同月比では+38.8%に達しており、赤字額は226億ドルと昨年11月以来の高水準にある。

(図表12)米国の貿易(財・サービス)収支(月別)



(資料) 商務省、国際収支ベース、季節調整済

(図表13)国・地域別貿易収支(月別、3ヵ月移動平均)



(資料) 商務省、通関ベース(季節調整前、サービス除き)

(物価の動向)

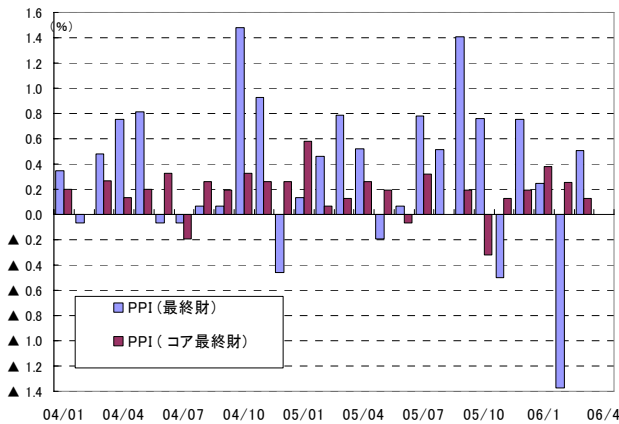
● コア物価指数の伸び率は、生産者物価と消費者物価で明暗を分ける展開

物価については、引き続き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。3月のPPI(生産者物価:最終財)は、前月比+0.5%と前月(同▲1.4%)から増加に転じたが、これは、主にエネルギー物価が同+1.8%と前月(同▲4.7%)から反転したためである(図表14)。

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+0.1%(前月は同+0.3%)と4ヵ月ぶりの低水準となった。市場予想が+0.2%であったこともあり、発表後は低インフレ持続として債券金利が低下した。

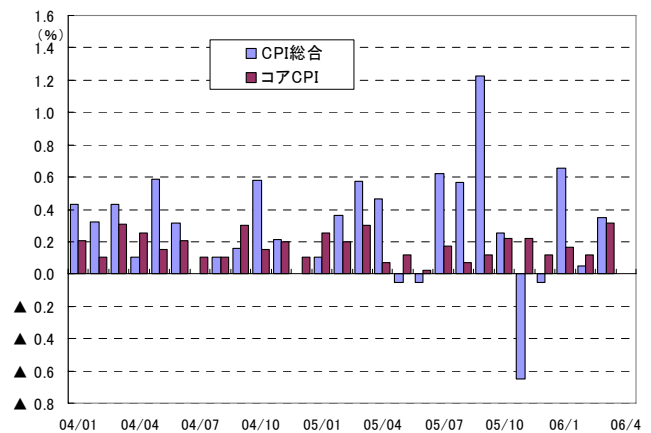
一方、3月CPI(消費者物価)は前月比+0.4%と2月(同+0.1%)から上昇となったが、PPIと同様エネルギー物価の上昇(2月同▲1.2%→3月+1.3%)によるところが大きい。また、エネルギー・食料品を除いたコア指数は+0.3%と、前月(2月+0.1%)、市場予想(+0.2%)をともに上回った(図表15)。コア指数の伸びは昨年3月(+0.3%)以来1年ぶりの上昇幅となったため、インフレ警戒を高め、前日(4/18)発表の3月コアPPI低下で4%台に低下した10年国債金利は、再び5%台に上昇した。

(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

(金融政策の動向)

●FRB は利上げの打ち止め時期を模索

FRBは、3/27-28のFOMC (連邦公開市場委員会)でF F 目標金利を0.25%引き上げ4.75%とすることを決定した。一連の利上げは15回目となり、計3.75%引上げられたこととなる。利上げ自体は市場の予想通りだったが、今回のFOMCは、バーナンキ新議長のもとでの最初のFOMCであったため、新議長が今後の金融政策の手がかりとなるようなヒントを市場に示すか否かという点が注目されていた。この点、FOMC後に発表された声明文では、「ある程度の一段の金融引き締めが必要になる可能性がある」との文言がそのまま使われ、市場が注視した利上げの打ち止めに関する新たな示唆はなく、むしろ、インフレ警戒色がやや強められた表現も見られ、利上げ継続観測を強める結果となった。この結果市場では、次回5/10のFOMCでの小幅の利上げをほぼ織り込んだ。

ただし、その後、4/18に発表された同F OMCの議事録では、以下の点が明らかとなった。議事録では『景気に関しては、1-3月期の高めの成長後は減速に転じると見る一方、資源利用度の上昇に、エネルギーコストや商品価格の上昇も加わり、インフレ圧力を高めることを懸念し、利上げを決定した。ただし、一連の引き締めは終盤にあり、何人かの委員からは、政策効果のタイムラグによる引き締め過ぎを懸念する見方が表明され、更なる引き締めについては今後の経済指標をもとに判断される』としている。

特に、大半の委員が利上げ局面は終わりに近づいていると判断していることが注目され、5/10のF OMCでの利上げの見方は変わらないものの、市場に織り込まれつつあった次々回6月末のF OMCでの利上げ観測は、やや後退した形となっている。ただし、今後の利上げについては、経済指標を注視するとしていることから、今後発表される景気・インフレ関連の経済指標によっては、6月末の利上げ観測が再び強まる可能性もあるが、一部に見られた「90年代後半のイ

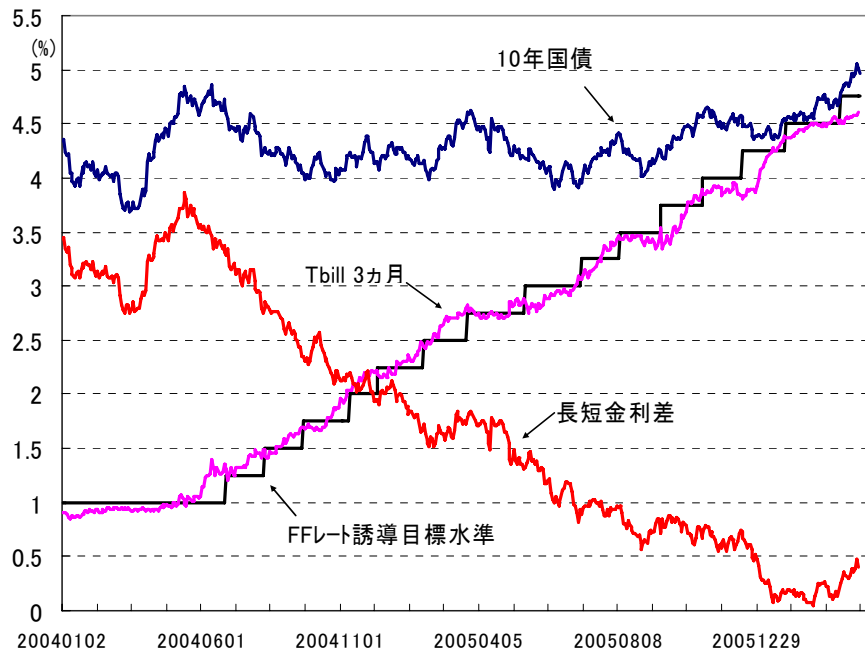
「インフレなき高成長下にあったニューエコノミー時代のF F 目標金利の5%代後半への回帰」といった今年下半期への利上げずれ込みの見方は、薄れた状況にある。

なお、今回のF O M Cの議事録では、景気判断に関する説明やそれに対する委員の見方について、以前より相当程度、平易かつ具体的な記述がなされている点が注目される。また、議事録では、議論を尽くして合意形成を目指すとの主旨により、F O M Cの開催期間を定例的に2日間（6月以降）とする方向で検討するとしており、この点でも、個人の裁量に頼ったグリーンズパン時代から、金融政策の透明性やFRBの組織力を重視するバーナンキ流への変化が窺われる。

また、F O M Cをめぐる市場の反応については、10年国債金利が、3末のFRBの利上げ後、次回以降のF O M Cでの利上げの可能性を高めたとして上昇し、5%を越えていたが、今回の議事録や物価指数の発表後は一時4%台に低下した。株式市場でも、4/18のダウ工業30種平均は、前日比+194ドルの上昇（11268ドル）と昨年4月以来の上昇幅を見せ、4/20には2000/1/20以来の高値となる11342ドルを付けた。ただし、10年国債金利は、その後の消費者物価の上昇等により、再び5%台での推移を見せている。

一方、原油価格は、1バレル=70ドルを越えた後、昨年8月末の大型ハリケーンの襲来で高騰し過去最高だった70.85ドル/バレルを更新し、4/19には72.17ドル/バレル（WTI先物）を付けた。

(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)