

# Weekly エコノミスト・レター

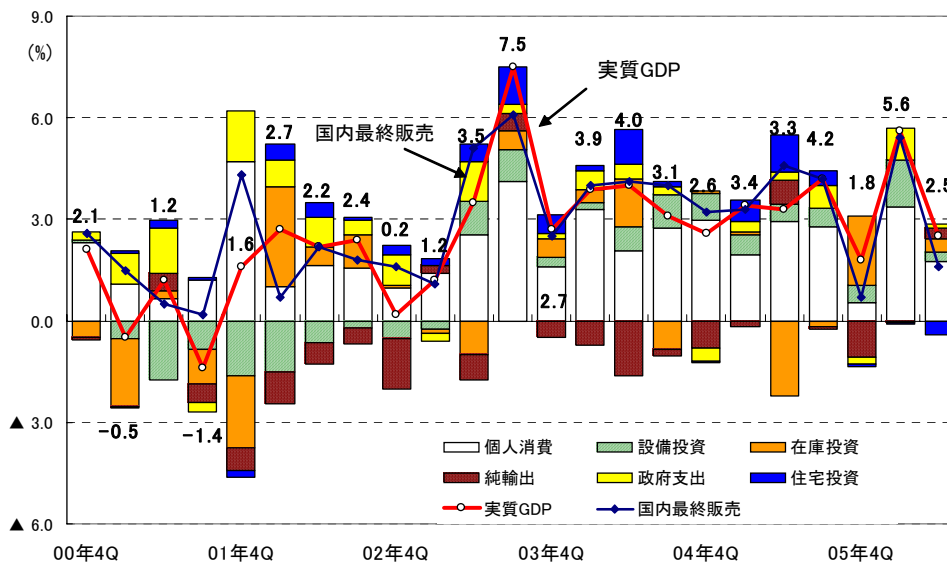
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～利上げ再開観測は後退

### < 米国経済の動き >

1. 4-6月期実質GDPは前期比年率+2.5%と1-3月期+5.6%から急低下し、景気減速を裏付けた。2年余にわたる利上げと原油価格高騰が景気に影響を与えており、特に住宅市場は急速な冷え込みを見せつつある。また、雇用の増加もペースダウンしており、今後米国経済は抑制気味の成長を余儀なくされる可能性が強い。
2. 一方、インフレ圧力も気懸かりだ。原油価格上昇に加え、単位当たり労働コストや賃金の上昇が続く中、FRBは8月FOMCで2年余続けた利上げの停止を決定した。決定後も再利上げの観測が根強かったものの、7月生産者物価のコア指数が9カ月ぶりに前月比マイナスとなるなど、その後発表された物価指標が落ち着きを見せたことなどから、利上げ再開観測はひとまず後退した形となっている。

(図表1) 4-6月期実質GDPが急低下 (棒グラフは寄与度内訳)



(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〕

#### ●4-6 月期米国GDPが急低下

4-6 月期の米国実質GDPは、+2.5%（速報値、前期比年率、以下同じ）と前期+5.6%から急低下し、ハリケーンの影響で低下した 2005 年 10-12 月期（+1.8%）以来の低水準となった。自動車販売の不振で耐久財消費が▲0.5%となり、個人消費を+2.5%（前期+4.8%）に押し下げた他、設備投資の急低下（前期+13.7%→+2.7%）、住宅投資の冷え込み（▲6.3%）等が目立った。一方、輸入の伸びの鈍化（前期+9.1%→+0.2%）等で純輸出の赤字が 1 年ぶりに縮小し、寄与度 +0.33%とプラスに転じ、在庫の寄与度も 2 四半期ぶりに+0.4%とプラスに転じた。なお、今回の GDP 発表時に合わせて 2003 年以降の数値が改定され、2003 年の成長率が+2.7%→+2.5%、2004 年が+4.2%→+3.9%、2005 年が+3.5%→+3.2%へとそれぞれ下方修正された。

その後、7 月の景気指標を見ると、自動車販売が持ち直し、小売売上高や鉱工業生産が堅調に推移しているものの、住宅市場が冷え込みを強め、雇用者も鈍化推移を続けている。

#### ●FRBが2年ぶりに利上げを停止

FRBは、8/8 の FOMC で 2004 年 6 月以来 2 年余にわたる利上げを停止した。最近の景気減速を踏まえ、これまでに実施した利上げの効果を見守る姿勢だ。しかし、足下のインフレがむしろ加速を見せる中で利上げ停止となったため、このままインフレが進行すれば早晚利上げ再開に追い込まれるとの見方も根強く、今後の景気・インフレの動向が注目されている。ただし、利上げ後に発表された物価指標が落ち着きを見せたことから、再利上げ観測はひとまず後退した形となっている。

#### ●懸念される原油・ガソリン価格の高騰

中東情勢の緊迫化により、高騰を見せていた原油価格は、一時 78.4 ドル/バレル（WTI 先物、7/14）を付け過去最高値を更新したが、その後、国連安保理での停戦決議や英国での航空機テロ防止等の影響もあって、直近では 73.05（WTI 先物、8/15）とやや低下している。レバノン情勢等が予断を許さないため、原油価格の行方はなお不透明な状況にある。

こうした原油価格再騰は、ガソリン価格上昇等により米国経済に影響を与えている。折からのガソリン需要期に入っている米国の事情やハリケーン襲来期の接近等も懸念材料と言えよう。ガソリン価格は、昨年の高騰時に 1 ガロン 3 ドルを越えた後、一時 2.1 ドル台に低下していたものの、8 月には 3.038 ドル（8/7）にまで上昇し、高止まりの状況が続いている。ガソリン価格は特に消費への影響が大きく、引き続き目が離せない状況となっている。

(消費の動向)

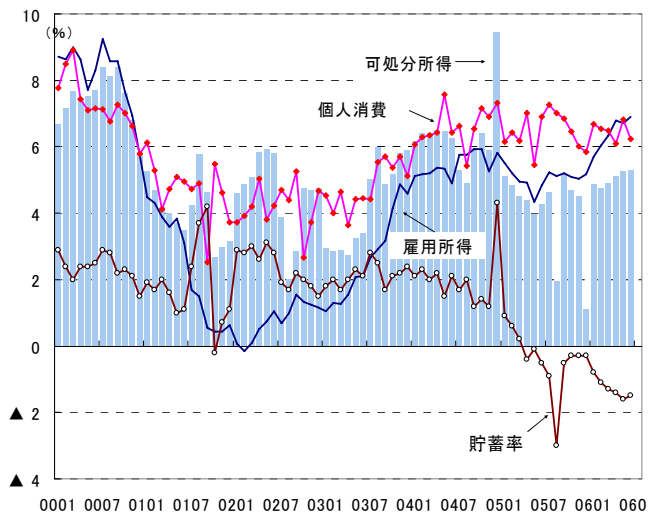
● 6月個人消費は鈍化～貯蓄率のマイナスが持続

6月個人消費は前月比+0.4%（5月は同+0.6%）と昨年11月以来の低水準に留まった。一方、可処分所得は同+0.6%（5月同+0.4%）と昨年9月以来の高水準となり、雇用（賃金）所得の伸び（同+0.6%）に支えられて堅調な推移を見せている。

ただし、前年同月比では、個人消費が+6.2%となお高い伸びを続け、可処分所得（同+5.3%）の伸びを上回る状況が昨年1月以降続いており、6月の対可処分所得比の貯蓄率は▲1.5%と15ヵ月連続でのマイナスが続いている（図表2）

（図表2）個人所得・消費の推移  
現状では、消費と可処分所得の伸び率が乖離しているものの、足下の雇用所得回復の一方、消費が減速を見せているため、今後は前年同月比ベースでも消費の伸びが可処分所得の伸びに見合った水準に収束していくものと思われる。

なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数については前月比は+0.2%（5月+0.2%）と横這いに留まったが、前年同月比では+2.4%（5月+2.2%）と伸びを高めている。



(資料) 米国商務省

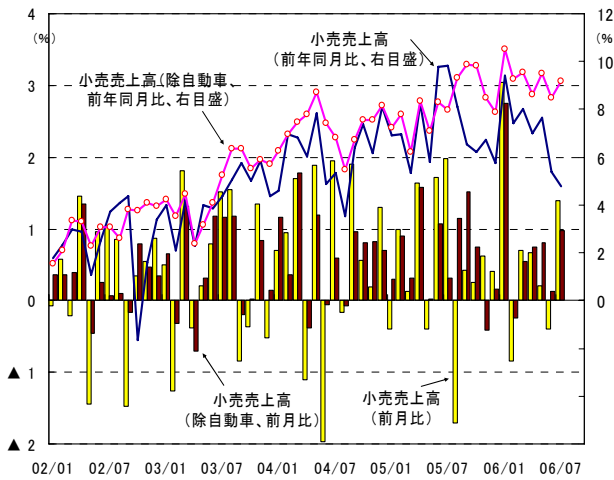
● 7月小売売上高は、前月比+1.4%に回復

7月の小売売上高は前月比+1.4%と6月同▲0.4%から反転上昇、市場予想（同+0.9%）を上回った。変動の大きい自動車を除いた小売売上高では同+1.0%となり、こちらも6月の同+0.1%、市場予想（同+0.5%）をともに上回った（図表3）。業種別では、自動車販売が前月比+3.1%と急上昇した一方、価格上昇を受けたガソリン販売が同+2.5%と上昇し、無店舗販売（同+2.1%）、電気製品（同+1.9%）、建築資材（同+1.8%）等、多くの小売事業で上昇を見せた。

なお、前年同月比の小売売上高は+4.8%と6月+5.4%から若干ながら伸びを縮めたが、同自動車除きでは+9.2%と6月+8.5%から上昇した。また、ガソリン販売の影響を除くため、自動車・ガソリン除きで前年同月比を見ると+7.8%と6月の同+7.0%から上昇しており、総じて7月小売売上高はやや持ち直しの動きを見せたと言えよう。

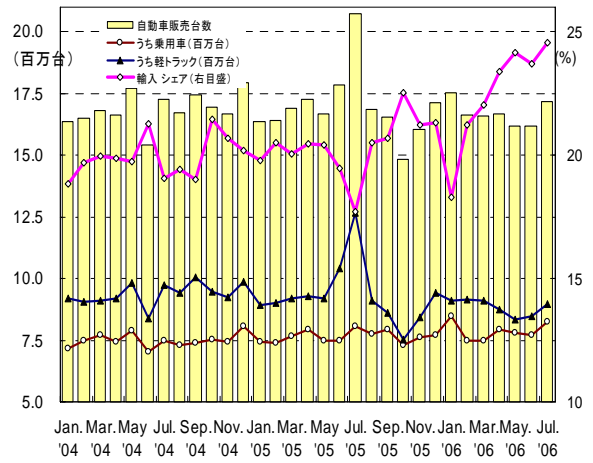
7月の自動車販売を台数ベースで見ると、1719万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1618万台）から急回復した。販売の内訳では、軽トラック（含むSUV）、乗用車とも増加し、また、国産車（前月比+5.1%）、輸入車（同+10.0%）とも増加したが、輸入車の伸びが高かったため、輸入車の販売シェアは24.5%に上昇している（図表4）。

(図表3) 小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(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

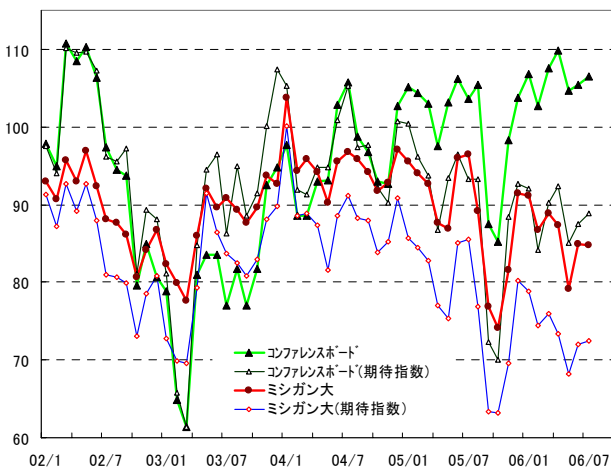
(景況感)

● 7月ミシガン大学消費者マインド指数、ISM非製造業指数が低下

7月ミシガン大学消費者マインド指数(確報値)は84.7(6月は84.9)とやや低下した。現況指数の低下(前月差▲1.5)に対し、期待指数は上昇(同+0.5)を見せた。6月雇用統計の鈍化やガソリン価格高騰の影響が大きいとされるが、株価下落や住宅価格軟化も影響したようである。

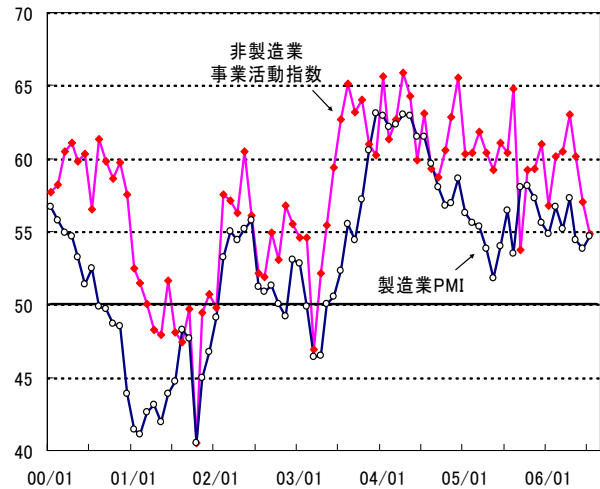
一方、コンファレンスボードの消費者信頼感指数は、4月に109.8に上昇した後、5月は104.7と落ち込んだが、6月105.4、7月106.5と持ち直している。7月は現況指数(前月差+0.8)に対し、期待指数の上昇(同+1.3)が大きく、賃金の上昇が評価される一方、雇用鈍化やガソリン価格の高騰等の影響が出たものと思われる(図表5)。

(図表5) 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6) ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

企業のセンチメントを示すISM指数では、7月製造業指数が54.7と前月53.8から持ち直したのに対し、非製造業の事業活動指数は54.8と前月57.0から低下した。製造業では市場予想(53.5)を上回り4月以来の水準となったが、非製造業では市場予想(56.8)を下回り、3ヵ月連続で低下した。トレンド的には、製造業が現状水準での一進一退を繰り返す中、非製造業指数が低下してほぼ同水準となった形である。利上げとエネルギー価格の上昇は、消費の鈍化をもたらしており、非製造業指数に影響が大きかったと見られる。なお、景況感の水準としては景気拡大の分かれ目である50には余裕を残している(図表6)。

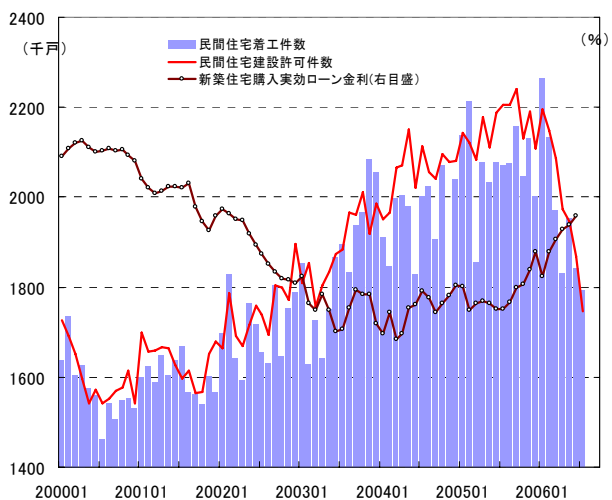
(住宅市場)

●住宅市場の冷却化が急速に進行

7月新規住宅着工件数は、年率179.5万戸と前月比▲2.5%減少し、2004年11月以来初めて180万戸を割り込んだ。先行指標となる住宅着工許可件数も年率174.7万戸(前月比▲6.5%)と急低下しており、2002年8月以来の低水準となった。長期金利上昇等の影響により、6月までに住宅ローン金利は4年半ぶりの水準に切り上がっており、住宅着工許可件数も減少幅が大きいことから、住宅市場の冷却化が急速に進んでいることが窺われる(図表7)。

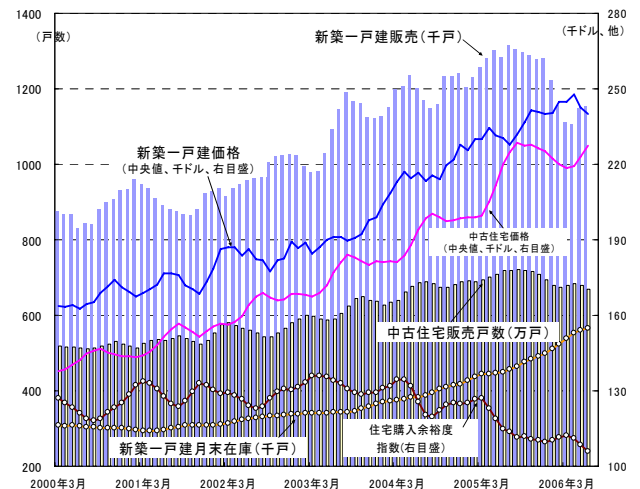
商務省発表の6月の新築一戸建て住宅販売は、年率113.1万戸(前月比▲3.0%)と減少し、前年同月比では▲11.1%の低下となった。新築一戸建て住宅販売は、昨年7月の136.7万戸をピークとし、今年2月の103.8万戸をボトムとした踊り場の推移を続けている。また、6月新築一戸建て販売価格(中央値)は23.13万ドルと前月比▲1.6%の下落となるが、直近のピークである4月の25.38万ドルからは▲8.9%の大幅低下となる。一方、6月末の在庫は、56.6万戸(前月比+0.7%、前年同月比では+24.4%)となり、在庫増が続く中、販売価格の調整が続いていることが見て取れる(図表8)。

(図表7) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 商務省

(図表8) 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



(資料) 商務省、NAR



一方、6月の中古住宅販売は前月比▲1.3%の年率 662 万戸（NAR:全米不動産協会）、前年同月比では▲8.9%の低下となり、1月 657 万戸以来の低水準となった。中古住宅販売は、2005/6月に年率 727 万戸のピークをつけた後、低下傾向を見せている。なお、6月の中古住宅価格（中央値）は、23.1 万ドルと前月比+0.9%と伸び率は小さいものの再び過去のピークを更新した。上記の新築住宅販売価格が低下しているのに対し、中古住宅販売価格は高止まりの動きを見せているため、住宅価格と借り入れコスト上昇の両面から買いにくさが高まっており、販売戸数の伸び悩みが続くと思われる。

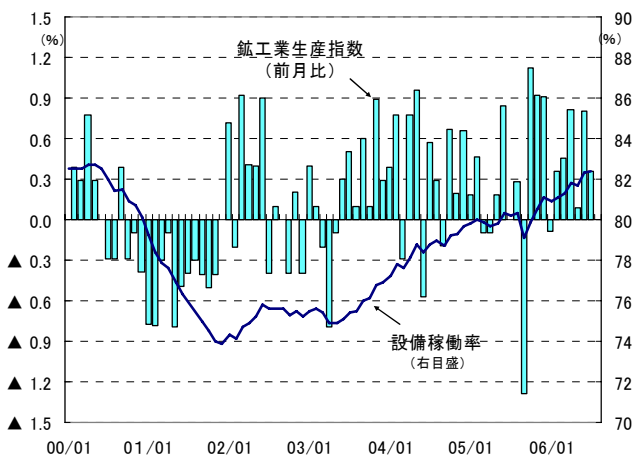
（生産部門・雇用の動向）

● 鉱工業生産・稼働率とも続伸～稼働率は6年ぶりの高水準

7月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%（6月同+0.8%）と伸びを縮めたが、6ヵ月連続の上昇となった(図表9)。また、製造業では+0.1%（6月同+0.8%）の伸び率に留まった。伸び率の低下は、自動車は前月比▲5.4%（6月同+3.0%）と前月から急減したことが大きく、自動車を除いた鉱工業生産指数では、前月比+0.8%（6月同+0.7%）と前月を上回った。その他の業種ではハイテク産業が前月比+1.2%、エネルギー関連産業も同+1.2%と堅調に推移した。

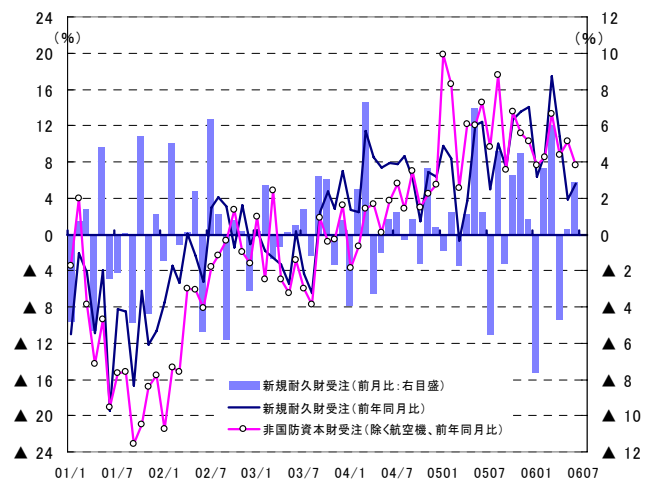
一方、7月の設備稼働率は 82.4%と6月の 82.3%から若干上昇した。2000年6月以来の高水準となり、生産のボトルネックが気にされ始める長期的な平均稼働率水準（1972～2005年の平均 81.0%）を 1.4%ポイント上回った。主要業種では、ハイテク産業が 77.9%（6月 77.5%）と続伸したが、自動車は 75.4%（6月 79.8%）と急低下した。一般的に現行稼働率水準は、ややタイトな状況での操業が続いていると言えよう。

（図表9） 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



（資料）FRB

（図表10） 新規耐久財受注の推移



（資料）米国商務省

6月新規製造業受注は、前月比+1.2%と5月同+1.0%から続伸した。新規耐久財受注も前月比+2.9%と5月同+0.3%から伸びを高めた。船舶の受注が急伸(同+118.9%)したほか、民間航空

機の受注回復（5月同▲19.5%→6月同+6.8%）等で同部門を含む輸送機器が+7.4%（5月同▲2.8%）と回復したことが大きく、輸送機器を除いた新規製造業受注は前月比+0.1%（5月同+1.7%）に留まる。その他の業種では、コンピュータが前月比+3.2%（5月同▲6.7%）、産業機械が同+9.8%（5月同▲21.2%）と反転増加した点が目を引いた。また、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）は、前月比+0.4%（5月+1.3%）となった。

前年同月比では、6月耐久財受注は+5.6%と5月の同+3.9%から上昇したが、非国防資本財受注（除く航空機）は同+7.6%（5月同+10.3%）と前月から伸びを縮めた。

受注全般では、輸送機器による影響が大きく、また、非耐久財受注が前月比でマイナスに転じるなど（5月+1.9%→▲0.7%）、好調業種の広がりには欠ける点が懸念される（図表10）。

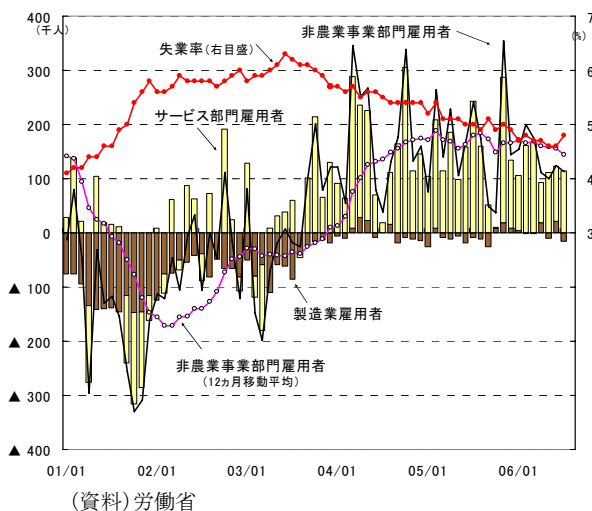
なお、6月の製造業出荷が前月比▲0.3%と低調だったこともあり、製造業の在庫/出荷倍率は1.16と5月の1.15からやや上昇した。

### ● 7月雇用者増は、予想を下回る+11.3万人

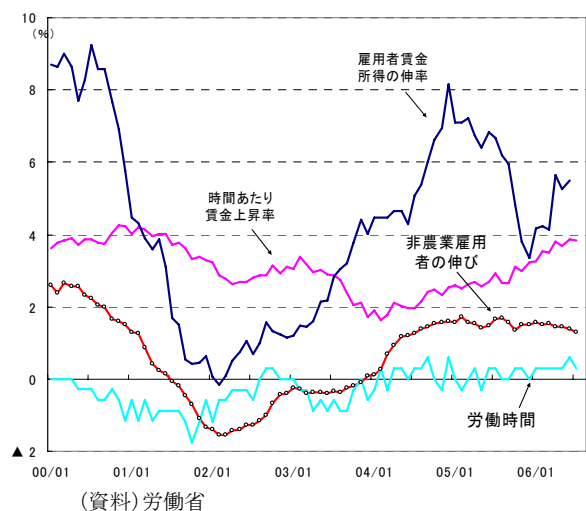
7月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+11.3万人と市場予想の+14万人を下回った（図表11）。製造業が▲1.5万人と2ヵ月ぶりに減少に転じたが、サービス業では+11.5万人と前月の+10.1万人を上回った。内訳では専門・技術サービスの+4.3万人、宿泊・飲食店等の同+3.8万人、ヘルスケアの同+2.3万人、等が中心となった。一方、失業率は4.8%（前月は4.6%）と上昇し、2月以来の高水準となった。

なお、週平均の労働時間（民間）は33.9時間と前月から横這ったが、時間当たりの平均賃金（民間）は前月比+0.4%、前年同月比では+3.8%と引続き上昇傾向にあるため、雇用者増が伸び悩んだにもかかわらず、インフレ懸念は持続する結果となった（図表12）。雇用鈍化の中、賃金の上昇が続いている点については、熟練労働者の雇用逼迫が指摘されており、残業や労働時間についても増加気味の傾向が窺われる。

（図表11） 雇用増減の推移（前月比）



（図表12） 雇用状況の推移（前年同月比、%）



(貿易の動向)

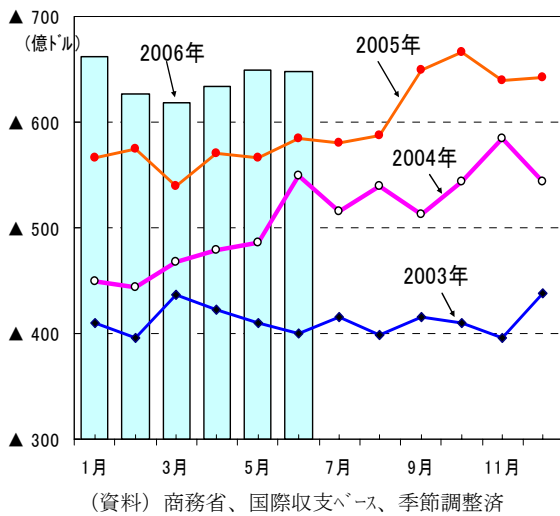
● 6月貿易赤字は小幅の縮小

6月の財・サービスの貿易収支は、648億ドルの赤字（国際収支ベース、季節調整済）と5月の650億ドルを下回った。貿易赤字は1月に662億ドルと過去最高値（2005/10月666億ドル）に迫ったが、その後は600億ドル前半での推移を続けている（図表13）。前月比では、輸出が+2.0%と輸入の+1.2%を上回り、前年同月比でも輸出は+14.0%と輸入の+12.9%を上回ったが、金額では輸入が輸出の1.5倍（2006/6）と大きいため、高水準の赤字が続いている。

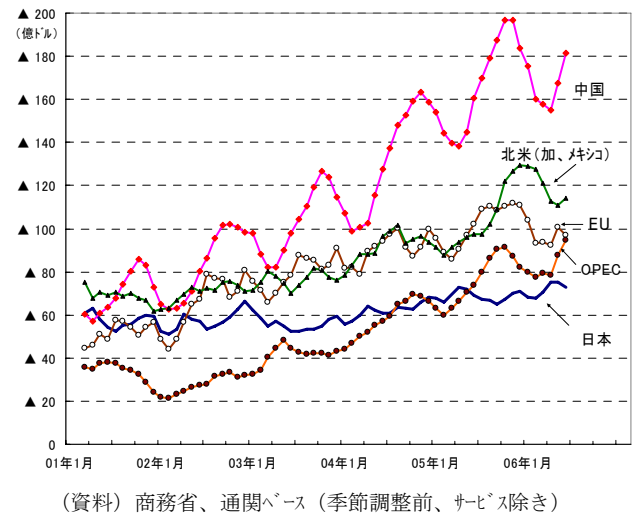
なお、原油価格の高騰により、石油収支で▲247億ドル（5月は▲258億ドル）と高水準の赤字が続いており、財ベースの赤字の35%（5月36%）を占めている。輸出の伸びが回復する一方、米国内の消費鈍化で貿易赤字縮小が期待される場所であるが、原油価格の上昇が持続すれば赤字縮小の余地も狭まろう。

一方、国別の貿易収支では、引き続き対中赤字が197億ドル（通関ベース、サービス除き）と赤字全体の28%を占め、群を抜いている。国別赤字額の第二位は日本の70億ドルで、第三位はメキシコ61億ドル、以下カナダの57億ドル、ドイツ39億ドルと続いている（図表14）。

(図表13)米国の貿易収支(財・サービス、月別)



(図表14)国・地域別貿易収支(月別、3ヵ月移動平均)



(生産性・物価の動向)

● 4-6月期は、生産性の低下の一方、ユニットレバークストが急速な上昇

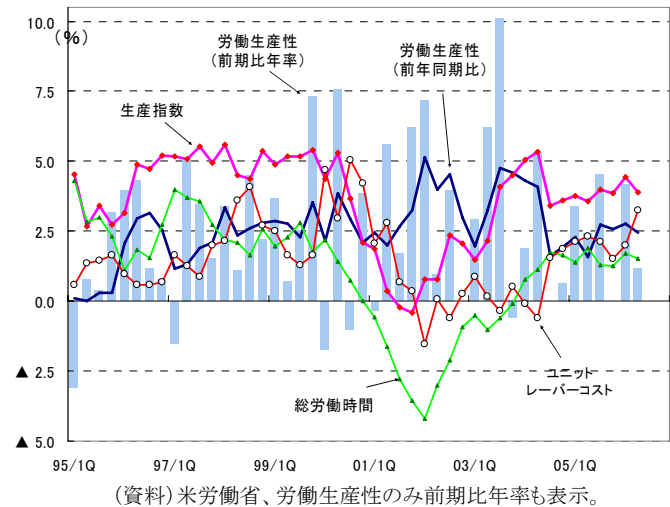
4-6月期の非農業事業部門労働生産性は、前期比年率+1.1%と1-3月期同+4.3%から伸び率が低下した。一方、単位当たり労働コスト（ユニットレバークスト＝雇用コスト÷生産性）は前期比年率+4.2%と1-3月期の同+2.5%から急上昇した。これは、生産性の低下に加え、4-6月期の賃金等の時間当たり雇用コストが+5.4%（1-3月期+6.9%）と高水準に留まったためである。



なお、前年同期比では、4-6 月期労働生産性は+2.4%とこの1年余安定した伸びを維持している。しかし、雇用コストの伸びが+5.7%と生産性を大きく上回って推移しており、ユニットレーバークストも+3.2%とこれまでの2%前後の伸びから急上昇を見せ、インフレ懸念を強める結果となった(図表 15)。

ただし、FRBがこれまで重視していた非金融企業の労働生産性は、1-3 月期までの発表に留まるが、1-3 月期は前期比年率+7.2%、前年同期比+4.6%と高水準にあり、雇用コストの上昇(前期比年率+6.3%、前年同期比+4.7%)をカバーし、ユニットレーバークストは低水準(前期比年率▲0.8%、前年同期比+0.2%)に留まっている。

(図表 15) 非農業事業労働生産性の推移 (前年同期比、%)

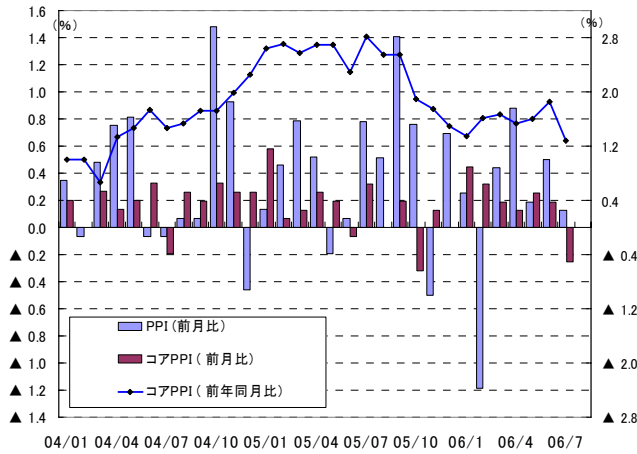


### ●コア PPI 指数が9 カ月ぶりに前月比マイナス

7 月 PPI (生産者物価) は前月比+0.1%(6 月+0.5%)、コア指数は同▲0.3% (6 月+0.2%) と前月から低下し、市場の予想(それぞれ+0.4%、+0.2%) も大きく下回った。前年同月比では、PPI は+4.2%、コア指数では+1.3%となる。市場では、これまでの原材料・原油価格等の上昇を織り込む状況が一段落したとの見方も出て、債券・株価が急上昇したが、コア中間財では前月比+0.7%、コア原材料では同+1.3%と依然として高水準の上昇が続いており、なお警戒が必要な状況と言えよう(図表 16)。

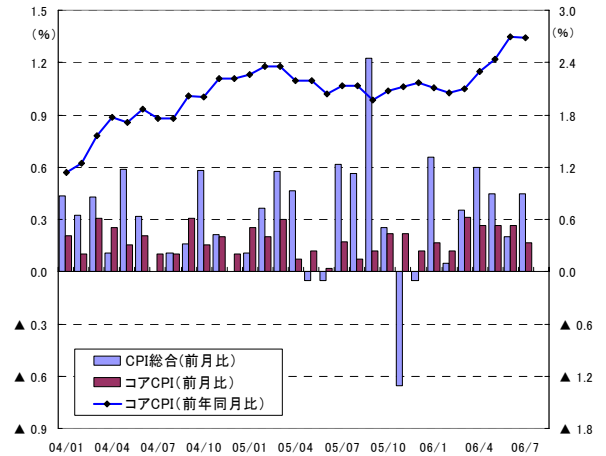
一方、7 月 CPI はエネルギー価格の上昇(前月比+2.9%)を映じて前月比+0.4% (6 月は同+0.2%) と上昇し、前年同月比でも+4.1%と高水準の上昇を続けている。変動の大きいエネルギー・食料品を除いたコア CPI (消費者物価) では、前月比+0.2%と4 ヵ月続いた前月比+0.3%から低下した。コア指数を前年同月比で見ると+2.7%と 2001 年 12 月以来の高水準にある(図表 17)。労働省では、2006 年 1-7 月に CPI は年率 4.8%上昇し、エネルギー価格は同+25.3%上昇したとしている。ただ、市場の予測(CPI+0.4%、コア指数+0.3%)をやや下回ったことから FRB の利上げ再開観測が後退し、PPI 発表後の CPI を注視していた市場に好影響を与えた。

(図表 16) 生産者物価指数の推移 (月別)



(資料) 米労働省

(図表 17) 消費者物価指数の推移 (月別)



(資料) 米労働省

(金融政策の動向)

● 8月 FOMC では、2 年余続いた利上げを停止

8/8 日の FOMC では、2004 年 6 月以来 2 年余、計 17 回にわたり連続して実施された利上げが見送られた。住宅市場の低迷に続き、4-6 月期 GDP や雇用の鈍化等が続く中、ほぼ直前の市場予想に沿った形となったが、その後の道筋については見方が分かれていた。即ち、足下のインフレ加速が急速に収まるはずがなく、年内にも再利上げが必至との見方と、住宅市場等の冷え込みを考慮すれば、利上げ停止は遅きに失しており、来年早々にも利下げが開始されると言うものである。

しかし、その後発表された 7 月物価統計が落ち着きを見せたこと等により、現状では次回 9 月 FOMC での利上げ再開は見送られるとの見方が強まっている。ただし、現下の原油価格の高騰下ではインフレが上昇気味に推移することは否めず、また、賃金の上昇傾向や、足下の景気が鈍化しているとは言え失速懸念は薄いと見られること等から、今後の指標によっては、再び利上げ懸念が強まる局面も充分有り得る情勢と言える。もっとも、FRB では、利上げ効果のタイムラグは半年から 1 年半と見ていることから、より決定的な指標が発表されない限りは利上げ再開を避けたいところであり、当面、状況をウォッチする姿勢を強めるものと思われる。

(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)