

# Weekly エコノミスト・レター

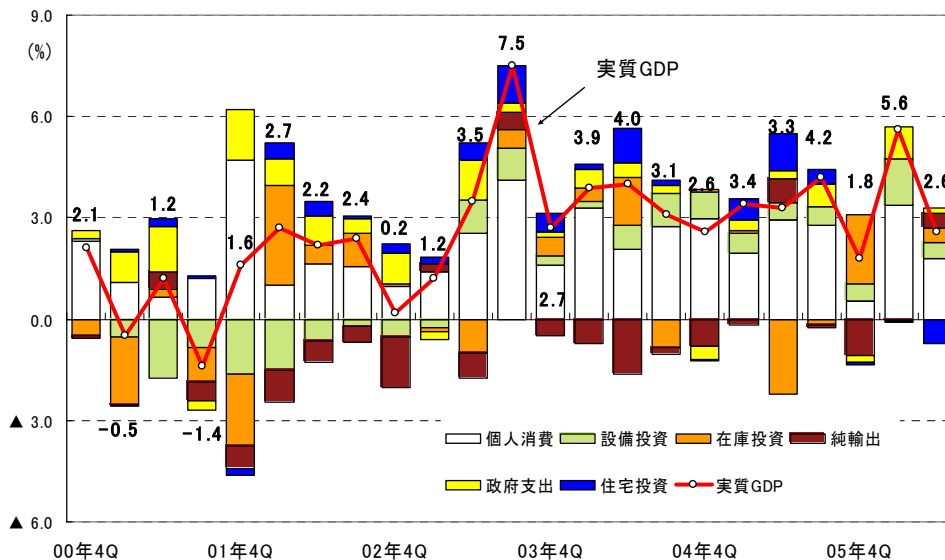
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～ソフトランディングシナリオを補強

### < 米国経済の動き >

1. 4-6月期実質GDP（確定値）は前期比年率+2.6%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、27日に発表予定の7-9月期のGDPでも低成長が続く見込みである。
2. 一方、8月FOMCで利上げが停止されたのに加え、夏場をピークに原油価格の下落が急である。今後のインフレ懸念を弱め、FRBの利上げ停止を後押ししたかたちだ。また、同様にガソリン価格も急低下していることから、消費支出への懸念を緩和する効果とともに、住宅市場の冷え込みが警戒される中、今後のソフトランディングシナリオを補強したかたちともなっている。

(図表1) 米国実質GDPの推移 (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〕

#### ●7-9月期GDPも低水準持続か

米国のGDPは、1-3月期に5.6%増（実質、前期比年率、以下も同じ）へと急上昇したものの、4-6月期GDP（確定値）は2.6%と半減した。内訳を見ると、自動車販売の不振で耐久財消費が前期の+19.8%から▲0.1%に、非耐久財消費が+5.9%から+1.4%に急低下し、これだけでGDPを2.4%幅押し下げ低下幅の過半を説明できるなど、消費支出の低下（前期の+4.8%から+2.6%）が大きく影響した。そのほかでは、設備投資が+13.7%から+4.4%に、住宅投資は▲0.3%から▲11.1%にそれぞれ悪化したのも目立った。GDP減速の背景には、2年余にわたり合計4.25%の利上げが実施されたことや、春先以降の原油・ガソリン価格の高騰があり、その影響により消費支出や住宅投資が冷え込んだと見られる。

しかし、こうした状況にも夏場をピークに転機が訪れている。FRBは景気に配慮して8月8日のFOMC（公開市場委員会）でFF目標金利を5.25%に据え置き、約2年ぶりに利上げを停止し、その後9月のFOMCでも据え置きを決定した。また、原油価格は夏場のガソリン需要期を過ぎ、昨年のようにハリケーンの打撃も受けなかったため、ガソリン価格とともに急低下を見せている。

利上げについては、停止された現行水準では一年前より1.5%も高く、その引き締め効果は当面持続することとなるが、ガソリン価格の低下には即効性が期待できる。家計は価格低下による消費余力を他の消費に振り向けられるし、何よりもインフレ懸念を弱めるため、FRBの利上げ停止を後押ししている形である。このため、クリスマスセールへの懸念もやや薄められ、景気はソフトランディングシナリオの可能性を高めたと言えよう。もっとも、FRBでも指摘するように「原油価格はいつ反転するかわからない」のであり、インフレへの警戒は持続している。

来週24・25日にはFOMCが開催されるが、こうした状況下、今回も金利は据え置かれるとの見方が強い。また、週末27日には7-9月期GDPが発表されるが、8月上旬がガソリン価格のピークだったことからすると、4-6月期同様、利上げ・ガソリン価格高騰による影響を色濃く反映したものとなりそうだ。そのため、市場の予想は前期を若干下回る2%台前半に集中している。なお、住宅市場の冷え込みが警戒されているが、9月の新規住宅着工は4ヵ月ぶりの増加に転じた。先行指標となる住宅着工許可件数の減少が続いているため、一時的なものと思われるが、下旬に発表の住宅関連指標（25日の9月中古住宅販売、26日の9月新築住宅販売）にも注目したい。先日発表されたページブック（地区連銀報告）では「住宅市場に広範な冷え込みが見られる」と警戒されており、予想以上の悪化となれば景気下ぶれ懸念が再燃し、年内利下げ説が浮上する等の余波も考えられるだけに注意が怠れない状況である。

(消費の動向)

● 8月個人消費は+0.1%に鈍化～貯蓄率のマイナスは持続

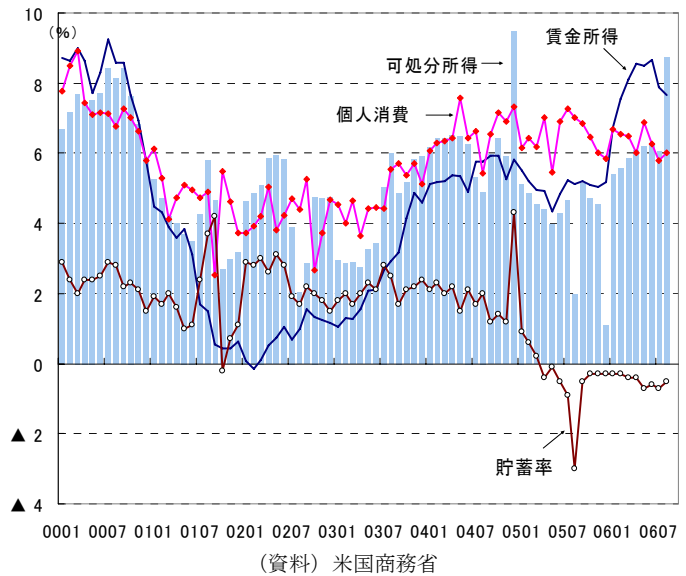
8月個人消費は前月比+0.1%（7月は同+0.8%）と昨年11月以来の低水準に留まった。賃金所得の伸びの低下（同+0.1%）もあって、可処分所得は同+0.4%（7月同+0.6%）とやや低下を見せた。また、対可処分所得比の貯蓄率は▲0.5%と昨年4月以来マイナスが続いている。

一方、前年同月比では、個人消費が+6.0%と賃金所得（同+7.7%）や可処分所得（同+8.8%）の伸びに支えられて比較的堅調な推移にある(図表2)。

なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は前月比+0.2%（7月+0.1%）

とやや上昇し、前年同月比では+2.45%（7月+2.35%）と伸びを高めている。

(図表2) 個人所得・消費の推移



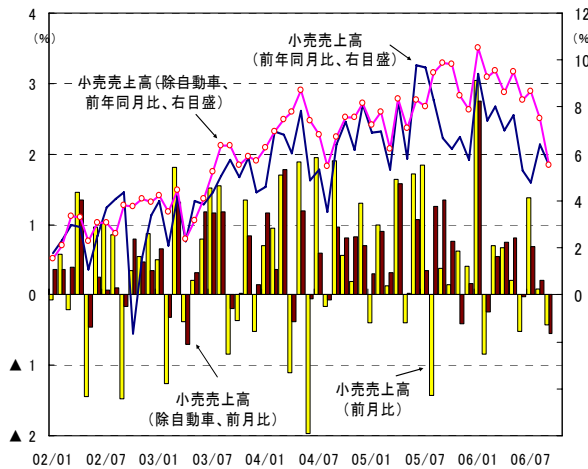
● ガソリン価格下落で9月小売売上高は▲0.4%減だが、全般的には堅調な推移

9月の小売売上高は前月比▲0.4%と8月同+0.1%から下落、市場予想（同+0.2%）を下回った。自動車を除いた小売売上高では同▲0.5%となり、こちらも8月の同+0.2%を下回った(図表3)。ただし、今回の下落については、価格下落によりガソリン販売が同▲9.3%と急落した影響が大きく、ガソリン販売の影響を除くため、自動車・ガソリン除きで前月比を見ると+0.8%と8月の同+0.4%から上昇しており、実質的には小売売上高は持ち直しの動きを見せたと言えよう。その他の業種では、自動車販売が前月比0.0%と横這いだったが、衣料品（同+3.0%）、無店舗販売（同+1.1%）、スポーツ・趣味（同+1.1%）、等は堅調だった。

なお、前年同月比の小売売上高は+5.5%と8月+6.4%から伸びを縮めたが、同自動車・ガソリン除きでは+7.3%と8月+6.7%から上昇している。

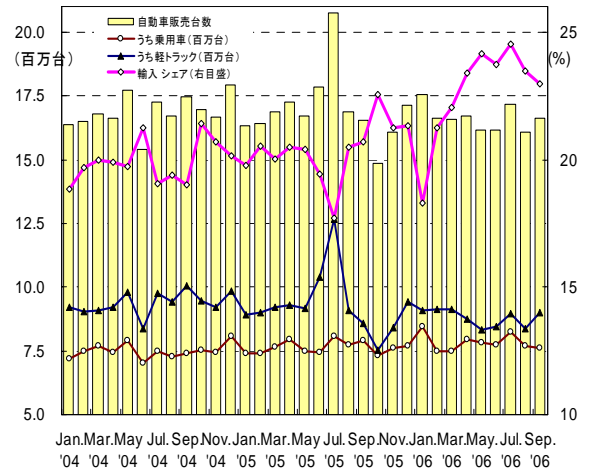
9月の自動車販売を台数ベースで見ると、1663万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1606万台）から回復した。販売の内訳では、軽トラック（含むSUV）増の半面、乗用車が減少し、また、国産車（前月比+1.2%）の増加の半面、輸入車（同▲5.0%）が減少したため、輸入車の販売シェアは23.0%（8月23.5%）に下落した(図表4)。

(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

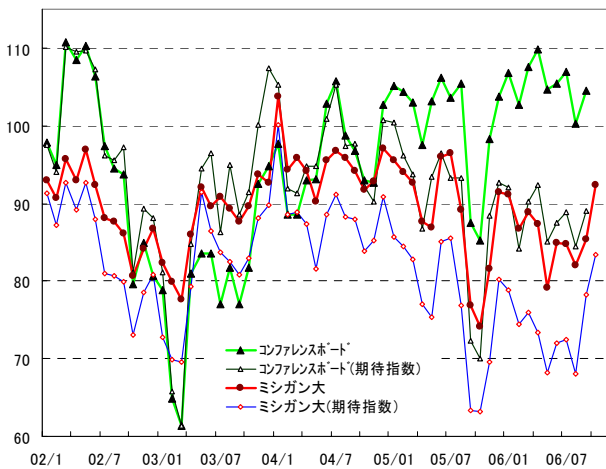
(景況感)

●企業センチメントが軟化中、消費者マインド指数が急回復

10月ミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は92.3(9月は85.4)と急伸し、2005年7月以来の水準を回復した。現況指数(前月差+9.5)、期待指数(同+5.2)とも上昇を見せた。住宅価格下落の中、ガソリン価格の急低下や株式市場の上昇、タイトな雇用市場(失業率の低下)等を好感したものと思われる。

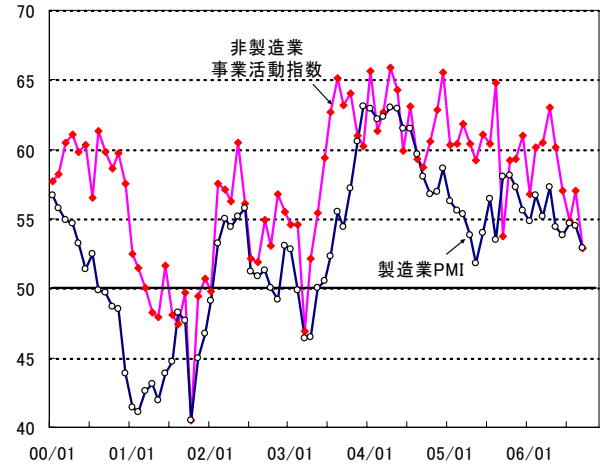
一方、コンファレンスボードの9月消費者信頼感指数は、104.5と前月の100.2から上昇した。こちらもガソリン価格の下落を好感するとともに、賃金上昇等による所得の増加を見込む向きが増えたこと等が影響したものと思われる(図表5)。

(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、9月製造業指数が52.9と前月54.5から低下し、非製造業の事業活動指数も52.9と前月57.0から低下した。また、両指数とも市場予想（製造業では53.5、非製造業では56.7）を下回るとともに、水準としても同値となったが、この水準は、製造業指数では2005年5月以来、非製造業事業活動指数では2003年3月以来の低水準となる。景気の減速、高水準の金利、住宅市場の冷え込み等を懸念したものと受け止められている。

製造業指数の低下は、主に雇用指数や在庫指数の低下によるもので、受注・生産等の主要項目は前月とほぼ横這いの水準を維持している。一方、利上げと夏場にかけてのエネルギー価格の上昇は、消費の減速をもたらしており、非製造業指数に影響が大きかったと見られる。なお、両指数とも業況拡大の分かれ目である50に接近したことにより警戒感が高まっているものの、景気減速の主要因とされる利上げが停止され、エネルギー価格が急低下し、上記のように消費マインドが改善に向かっている中では、企業センチメントも底打ち水準にあると思われる（図表6）。

#### （住宅市場）

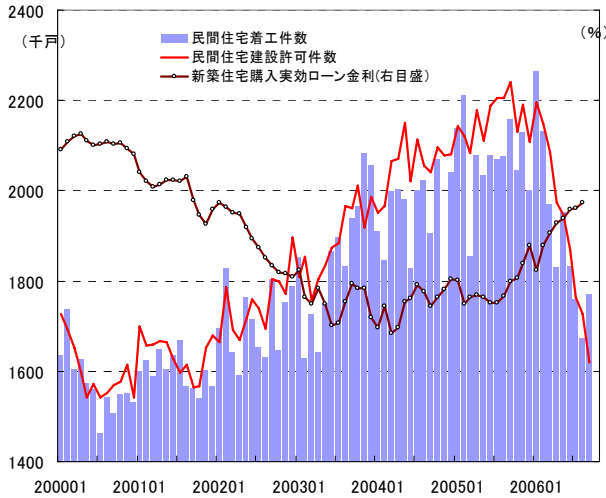
#### ●9月新規住宅着工件数が4ヵ月ぶりの増加

9月新規住宅着工件数は、年率177.2万戸（前月比+5.9%）と4ヵ月ぶりに増加し、急速な冷え込みを見せていた住宅市場への懸念をやや薄めた。しかし、先行指標となる住宅着工許可件数は年率161.9万戸（前月比▲6.3%）と8ヵ月連続の減少により2001年10月以来の低水準となっており、また、利上げの影響を受けた住宅ローン金利は依然上昇を続け7%に接近していることなどから、住宅着工の増加は一時的との見方が多い（図表7）。

商務省発表の8月新築一戸建て住宅販売は、年率105.0万戸（前月比+4.1%）と増加を見せたものの、前年同月比では▲17.4%の大幅低下となる。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7月の100.9万戸をボトムとした踊り場にある。また、8月新築一戸建て販売価格（中央値）は23.7万ドルと前月比+0.3%の上昇となるが、直近のピークである4月の25.7万ドルからは▲7.8%の低下となる。一方、8月末の在庫は、56.9万戸（前月比+0.9%、前年同月比では+19.3%）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）。

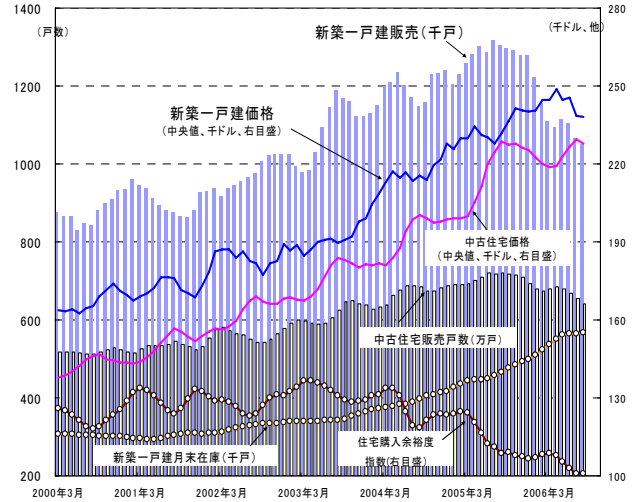
一方、8月の中古住宅販売は前月比▲0.5%の年率630万戸（NAR：全米不動産協会）、前年同月比では▲12.6%の低下となり、2004年1月以来の低水準となった。中古住宅販売は、2005年6月に年率727万戸のピークをつけた後、低下傾向を見せている。なお、8月の中古住宅価格（中央値）は、22.5万ドルと前月比▲2.2%、前年同月比▲1.7%の低下となった。前年同月比での低下は11年ぶりとなり注目されている。中古住宅販売価格は高止まりの動きを見せていたが、住宅価格と借入れコスト上昇の両面から買いにくさが高まっており、販売戸数の減少が続いていた。このため、価格の低下は調整を早めるものとして歓迎する向きもあるが、当面は、底値を探る動きが続くと思われる。

(図表7) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 米国商務省

(図表8) 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



(資料) 米国商務省、NAR

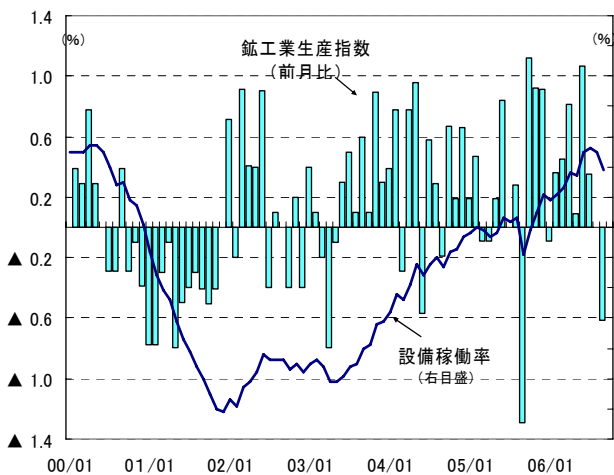
(生産部門・雇用の動向)

● 鉱工業生産・稼働率とも低下

9月の鉱工業生産指数は前月比▲0.6% (8月同+0.0%) と本年1月以来のマイナスとなり(図表9)、製造業では▲0.3% (8月同+0.2%) となった。業種別でも過半の業種で低下しているが、自動車の前月比▲2.1% (8月同+1.9%) や電力の同▲5.2% (8月同+1.1%) 等のマイナスが大きい。また、家具等が同▲1.9% と低下し、耐久消費財の不振(同▲1.8%) が目立つなど、住宅市場の冷え込みの影響も窺われた。

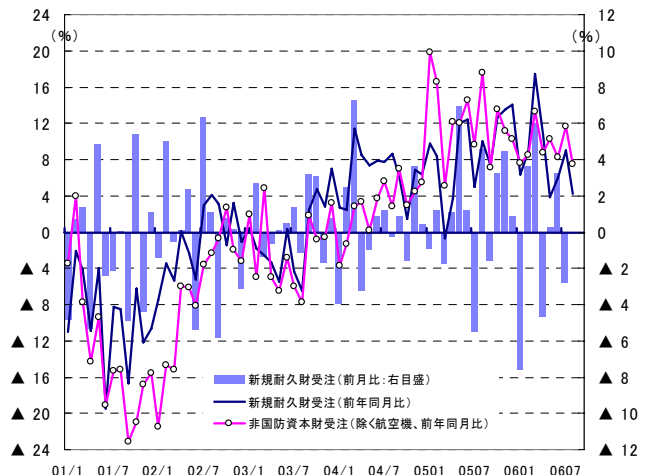
一方、9月の設備稼働率は81.9%と8月の82.5%から低下し、5月以来の低水準となった。主要業種では、ハイテク産業が80.7%(8月79.7%)と続伸したが、自動車は75.1%(8月76.9%)と低下した。鉱工業生産・稼働率は7・8月をピークに軟化局面にあると言えよう。

(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

8月新規製造業受注は前月比横ばい(7月は同▲1.0%)、新規耐久財受注も前月比横ばい(7月は同▲2.8%)だった。輸送機器が+4.0%(7月同▲9.4%)と回復したが、機械(同▲1.7%)、コンピュータ等(同▲2.9%)、電気製品(同▲8.6%)と主要な産業での減少が目立った。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%(7月+0.6%)と4ヵ月連続で増加した。前年同月比では、8月耐久財受注が+4.2%と7月の同+9.0%から急低下し、非国防資本財受注(除く航空機)も同+7.5%と7月(同+11.7%)から伸びを縮めた。受注全般では、最近の景気減速の動きが窺われる状況と言えよう(図表10)。

なお、8月の製造業出荷が前月比+1.1%、製造業在庫は同+0.4%となり、製造業在庫/出荷倍率は、5月に過去最低値1.15を付けた後、1.17(前月と同値)となった。

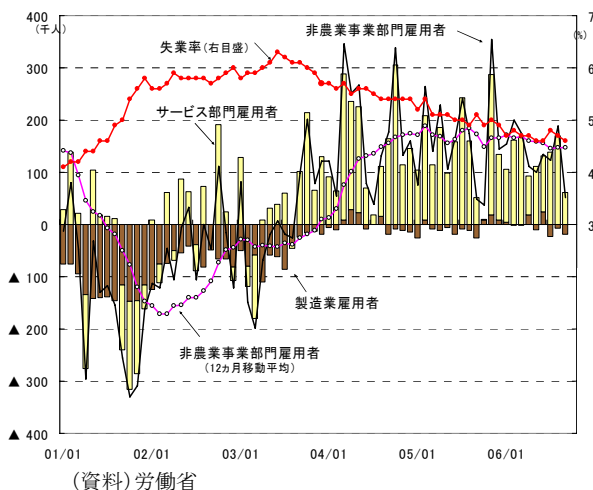
### ● 9月雇用者増は、予想を大幅に下回る+5.1万人

9月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+5.1万人と市場予想の+12万人を大幅に下回った(図表11)。ただし、8月の雇用が+12.8万人増から+18.8万人増と大きく上方修正されたため、7-9月期の月平均は+12.1万人とほとんど変化がなかった。9月の内訳では、製造業が▲1.9万人と3ヵ月連続で減少に転じたほか、サービス業では+6.2万人と5ヵ月ぶりに10万人を下回った。サービス業の内訳ではヘルスケア・社会扶助が+3.1万人と増加数の過半を占め、宿泊・飲食店も+1.9万人と増加が大きかった。なお、失業率は4.6%と3ヵ月ぶりの低水準となった。

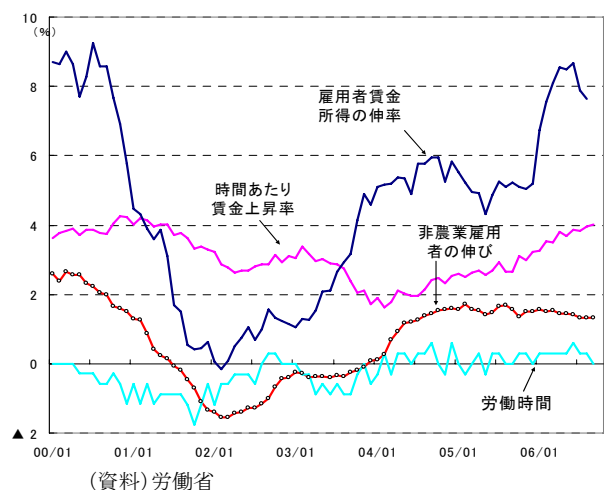
週平均の労働時間(民間)は33.8時間と前月比横這い、時間当たりの平均賃金(民間)は16.84ドルと前月比+0.2%となった。また、賃金の前年同月比は+4.0%と上昇傾向を続けているため、雇用者増が伸び悩んだにもかかわらず、インフレ懸念は持続する結果となった(図表12)。

一方、労働省は来年2月に発表される雇用統計の年次改定で、2006年3月の雇用者数について+81万人分の上方修正を行う見通しであることを発表した。過去10年間ではもっとも大幅な上方修正となることもあって、雇用統計発表後の長期債市場では金利が上昇を見せた。

(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)

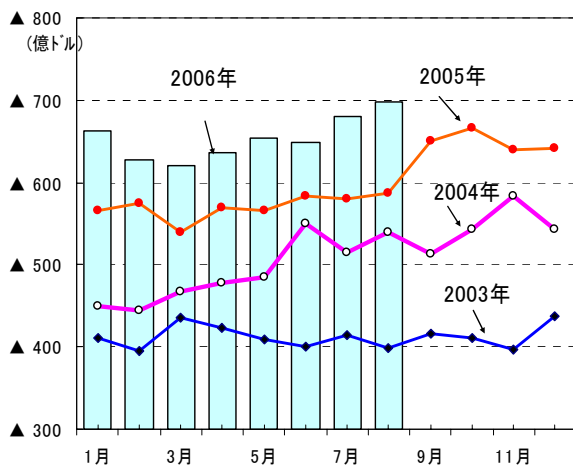
● 8月貿易赤字は、連月で過去最高を更新

8月の財・サービスの貿易収支は、699億ドルの赤字（国際収支ベース、季節調整済）と7月の680億ドルを上回り、過去最高を更新した（図表13）。貿易赤字は7月に過去最高値（2005/10月666億ドル）を更新したが、原油価格の高騰に重なった形で連月の更新となった。前年同月比での輸出は+13.4%と伸長しているものの、輸入の伸びが同+15.3%と輸出を上回り、赤字は同+17.4%の拡大となった。これにより、輸入額が輸出の1.6倍に拡大している。

なお、原油価格の高騰により、8月石油収支は▲272億ドル（前年同月比+31.6%）に悪化し、赤字拡大の主要因となっている。また、財ベースの赤字の36%は石油収支の赤字が占めている。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ていたのであるが、原油価格の高騰は赤字の一層の拡大をもたらした。ただし、足もとの原油下落が持続するのであれば、今後はその分赤字縮小の余地が生じよう。

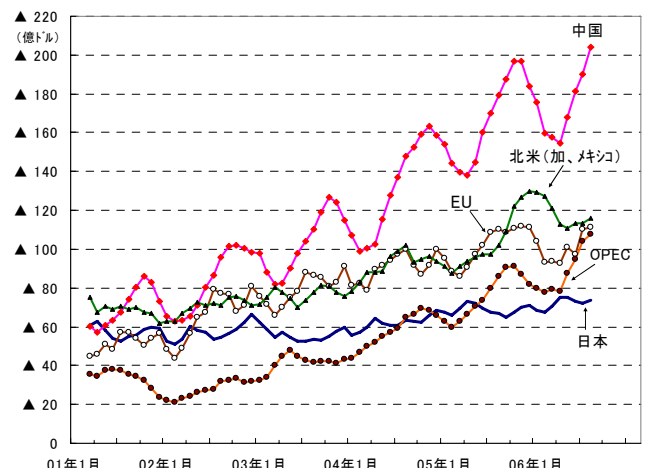
一方、8月の国別貿易収支では、引き続き対中赤字が220億ドル（通関ベース、サービス除き）と赤字全体の28%を占め、群を抜いている。国別赤字額の第二位は日本であるが、金額では75億ドルと中国のほぼ1/3に過ぎない。第三位はメキシコの62億ドル、以下、カナダ61億ドル、ドイツ42億ドルと続く（図表14）。なお、今年に入ってからの対中国赤字額は1433億ドルで赤字全体の26%を占めている。

(図表13)米国の貿易収支(財・サービス、月別)



(資料) 商務省、国際収支ベース、季節調整済

(図表14)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)

● 9月CPI指数は大幅下落の一方、コアCPIは上昇持続～前年同月比では+2.9%に

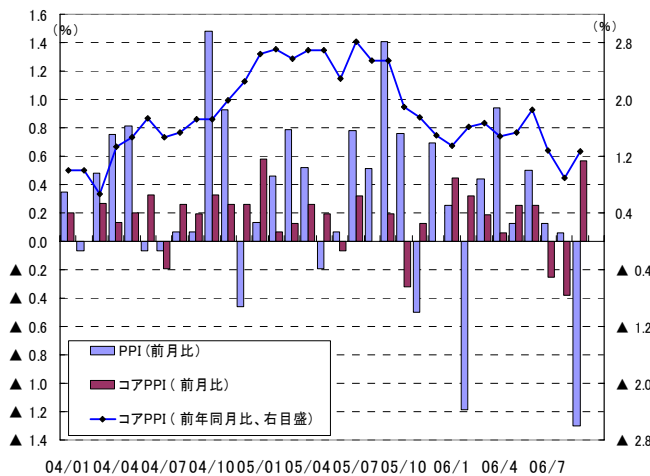
9月PPI(生産者物価)は前月比▲1.3%(8月+0.1%)と大きく低下、低下幅としては2003年4月以来となる。これは、ガソリン価格の急低下(同▲22.2%)によりエネルギー価格が同▲8.4%の大幅な下落を見せたことによる。半面、変動の大きい食料・エネルギーを除いたコア指数



は同+0.6%（8月▲0.4%）と、こちらは昨年1月以来の大幅上昇となった。この上昇には、9月の新車投入による自動車価格の上昇（乗用車で前月比+2.8%、軽トラック同+3.5%）が大きく影響している。なお、前年同月比では、PPIは+0.9%（8月+3.7%）、コア指数でも+1.3%（8月+0.9%）に留まり、懸念されるほど高くはない（図表15）。

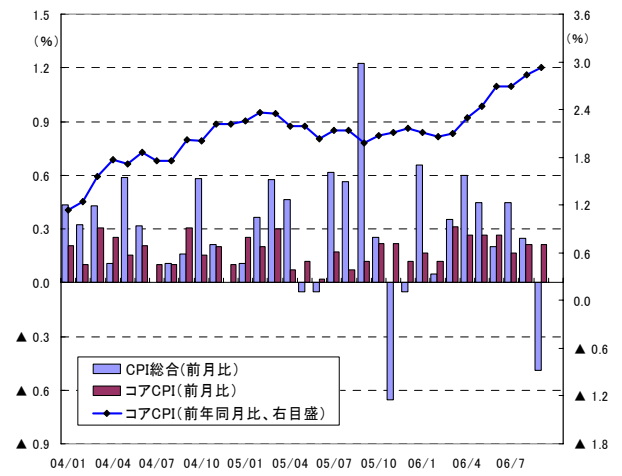
一方、9月CPIもエネルギー価格の下落（前月比▲7.2%）を映じて前月比▲0.5%（8月は同+0.2%）と昨年11月以来の大幅な下落となった。ただし、変動の大きいエネルギー・食料品を除いたコアCPI（消費者物価）では、前月比+0.2%と7月以降3ヵ月連続で同率の上昇幅が持続している。また、コア指数を前年同月比で見ると+2.9%と高水準にあることから、依然、インフレへの警戒は怠れない状況にある（図表16）。労働省によると、7-9月期の前期比年率の上昇率は2.7%と前2四半期を下回っているが、2006年1-9月までのコアCPIは3.0%の上昇を見せており、2005年の年間上昇率2.2%を大きく上回ったとしている。市場には、コアPPIの上昇でインフレ警戒が出ていたが、CPIでは市場予測（CPI▲0.3%、コア指数+0.2%）を下回ったことから、PPI発表後のCPIを注視していた市場には好影響を与えた。

（図表15） 生産者物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

（図表16） 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）

●10月FOMCでも金利は据え置きか

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。8月のFOMC後、その後の道筋については、インフレ加速による再利上げと住宅市場の冷え込みによる米経済の下ぶれとに見方が分かれていた。しかし、7-9月期の景気減速とその後発表された物価統計が概ね落ち着きを見せたこと等により、9月FOMCでも金利は据え置かれた。



足もとでは原油・ガソリン価格の急落により、インフレ圧力が弱まっている状況にある。また、ガソリン価格下落と株式市場の上昇は、消費にはプラスの効果を及ぼすため、当面の景気下ぶれ懸念は薄れているとの見方が多くなっている。このため、今月、24・25日に開催のFOMCについては金利据え置きが優勢である。ただし、FRBも指摘しているように「原油価格はいつ反転するかわからない」のであり、今後もインフレと景気動向を見据えた政策運営が続くと思われる。