

# Weekly エコノミスト・レター

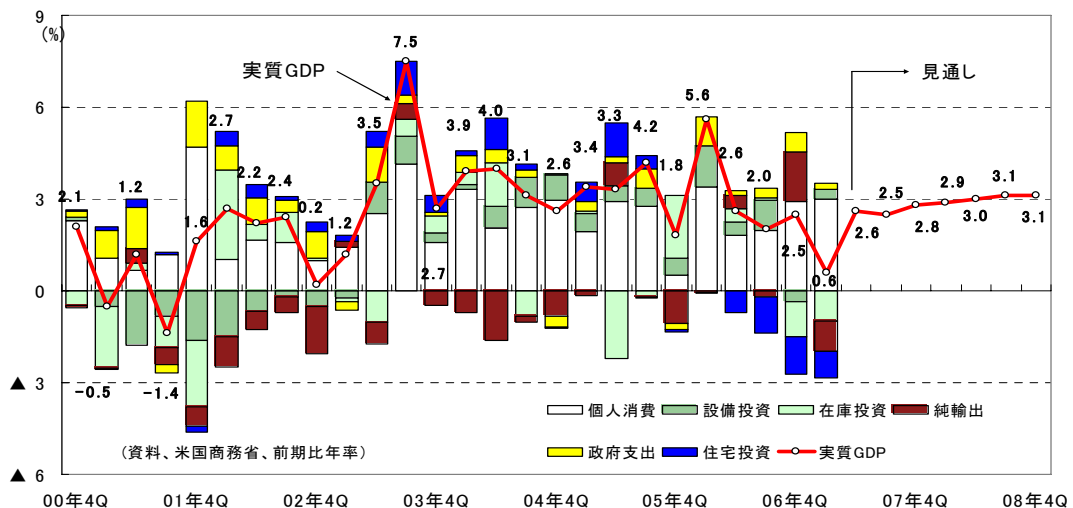
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済見通し～回復に向うも、長期金利上昇の影響に注目

### < 米国経済見通し >

- 1-3月期の実質GDPは、前期比年率+0.6%と大幅に下方修正された。ただし、1-3月期にGDPを押し下げた在庫投資や純輸出は今後の改善が見込まれるため、米景気は、1-3月期をボトムに反転に向かうと見られる。
- 一方、1-3月期の景気を一手に支えた個人消費は、消費環境の悪化により、今後の伸び悩みが想定される。住宅投資の調整も長引き、年内は成長率を抑制しよう。
- 金融政策では、FRBのインフレへの警戒が解けず、利下げの見方が後退している。また、債券市場では急速な金利上昇が見られ、更なる上昇となれば、冷え込みの続く住宅市場を始め、景気面への影響が注目される。
- 以上により、2007年の実質成長率は2.0%と低下するが、2008年は2.9%への回復が見込まれる。

(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〕

#### ●景気は1-3月期をボトムに回復方向、インフレ・金利動向に注目

1-3月期のGDPが前期比年率+0.6%に下方修正されたが、米景気はここをボトムに回復に向うと見られる。ただし、4-6月期の回復は、1-3月期の成長率を押し下げた在庫投資や純輸出等の反転によるもので、景気の中核である個人消費は減速し、個人消費も含めた景気回復感が出てくるのは、年後半以降と思われる。

これまでの景気減速の背景には、①FRBの昨年上半期までの持続的な利上げの影響により、住宅市場の冷え込みが進行していること、②企業部門の在庫調整が長引いていたこと、③純輸出の赤字が拡大を続けていたこと等があげられる。

景気のボトムアウトは上記②・③の要因の縮小によるもので、①については、4-6月期に入っても住宅市場の調整が続いており、底打ち感が見られない。サブプライム住宅ローンによる影響に加え、足元の長期金利の上昇等が、住宅市場に影響を強めると見られ、今後、住宅価格低下が進行すれば、延滞の拡がりや持家の担保枠を目一杯拡大させた世帯の資産状況の悪化が景気へのリスク要因として浮上して来よう。

一方、10-12月期に▲3.1%と3年半ぶりのマイナスに落ち込んだ設備投資は、1-3月期は+2.9%とプラスに転じ、4-6月期はISM指数や受注が回復するなど、企業部門の調整はほぼ終了したと見られ、今後の回復が期待される。

こうした中、個人消費の動向が注目される。鈍化傾向を辿りながらもなお底堅い雇用増と賃金上昇により、個人所得の伸びは維持されており、消費支出が直ぐに冷え込む状況にはない。ただ、住宅市場の冷え込みの影響に、最近のガソリン価格上昇が加わり、1-3月期に+4.4%と堅調だった個人消費は、4-6月期は伸びが半減すると見込まれる。

金融政策については、FRBのインフレ警戒姿勢の持続により、政策金利据え置きが続こう。現下では、今後の景気が緩やかながら拡大するとの見方から、年内の利下げ予想が後退しており、長期金利が上昇に転じている。金利上昇が続くのであれば、住宅投資への悪影響等、景気面への影響が懸念されよう。

以上により、2007年の年間成長率は2.0%と低下するが、2008年は2.9%への回復が予測される(図表2)。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
					7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(改)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.3	2.0	2.9	2.0	2.5	0.6	2.6	2.5	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1
個人消費	〃、%	3.2	3.3	2.6	2.8	4.2	4.4	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8
設備投資	〃、%	7.2	3.0	4.8	10.0	▲3.1	2.9	3.4	3.6	4.3	4.6	5.3	6.3	6.0
住宅投資	〃、%	▲4.2	▲14.1	▲2.4	▲18.6	▲19.8	▲15.4	▲9.8	▲8.5	▲6.0	▲2.7	2.8	3.8	4.2
在庫投資	寄与度	0.2	▲0.3	0.1	0.1	▲1.2	▲1.0	0.6	0.2	0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.1
純輸出	寄与度	0.0	0.2	0.2	▲0.2	1.6	▲1.0	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	▲0.0
消費者物価	前期比年率、%	3.2	2.4	2.1	3.1	▲2.1	3.8	4.8	1.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
失業率	平均、%	4.6	4.6	4.7	4.7	4.5	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
FFレト誘導目標	期末、%	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
国債10年金利	平均、%	4.8	4.9	5.2	4.9	4.6	4.7	4.8	5.1	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

〔1-3 月期 GDP の動向〕

●1-3 月期実質 GDP は+0.6%へ大幅下方修正、約4年ぶりの低水準に

1-3 月期の GDP (改定値) は、前期比年率+0.6%となり、速報値+1.3%から▲0.7%下方修正された。GDP の+0.6%は、イラク開戦直前の 2002 年 10-12 月期の同+0.2%以来約4年ぶりの低水準となる。前 10-12 月期 (同+2.5%) との差異は、純輸出によるところが大きい。輸入が増加 (前期比年率+5.7%) に転じた一方、輸出が減少 (前期比年率▲0.6%) したため純輸出の赤字が膨らみ、寄与度では▲1.00%と 10-12 月期+1.59%から急低下し GDP 低下の主要因となった。在庫減 (寄与度▲0.98%) や住宅投資 (同▲0.87%) も、純輸出に次ぐマイナス要因ではあるが、前 10-12 月期との比較ではマイナス幅を縮小している。なお、住宅投資は前期比年率▲15.4% (前期は同▲19.8%) とマイナス幅を縮めたものの 6 四半期にわたってマイナスが続き、住宅市場の調整の大きさを窺わせるものとなった。

一方、個人消費は前期比年率+4.4%と上方修正され、10-12 月期+4.2%を上回った。寄与度では+3.01%とプラス面での大半を占め、景気を一手に支えている。個人消費の内訳を寄与度で見ると、耐久財+0.68%、非耐久財+0.71%、サービス支出+1.63%となる。また、設備投資は情報関連・建設投資等の増加で前期比年率+2.9%と前期の同▲3.1%からプラスに転じたものの、産業・運送機器等では減少を見せており、強弱部門が混在した状況にある。

なお、同時に発表された企業収益 (税前) は、前期比+1.2%と 10-12 月期の同▲0.3%から回復したものの、前年比では+6.3%に留まった。

〔消費支出の動向・見通し〕

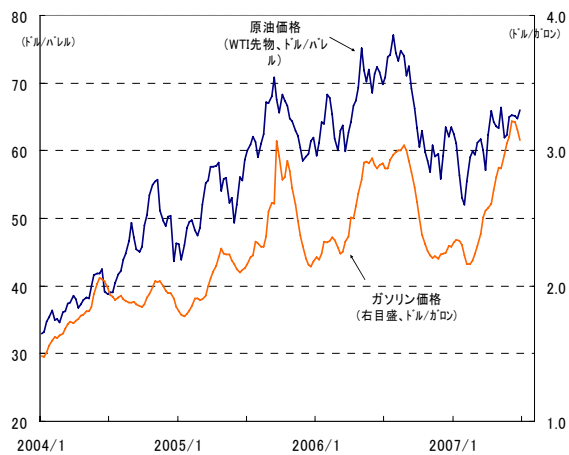
●消費支出は減速へ

10-12 月期+4.2%、1-3 月期+4.4%と堅調推移を見せた個人消費であるが、4-6 月期は、住宅市場の冷え込みやサブプライム住宅ローンの延滞率上昇など住宅市場の持続的な悪化が続く中、ガソリン価格が高騰して過去最高値をつけ、雇用増のペースが鈍化するなど、消費環境悪化の影

響を受けるものと思われる。

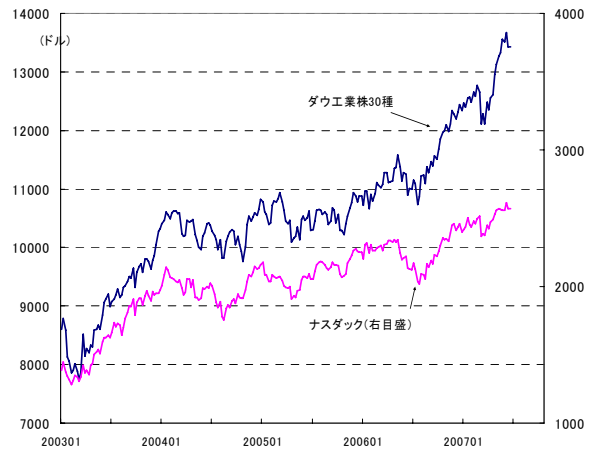
しかし、株式市場はなお高水準での推移を続け、住宅価格の上昇は頭打ちながらも、依然、全般的な価格下落には至っていない。また、増加ペースが鈍化したとは言え、雇用増は底堅さを見せており、賃金上昇率も高めであることから、可処分所得は総じて堅調に推移している。このため、個人消費は、これまでのような堅調ペースからは減速するが、失速する状況にはなく、景気を下支えする役回りは維持されよう。年間の消費支出は、2007年は+3.3%、2008年は+2.6%への緩やかな鈍化となろう。消費動向の見通しについては以下の点がポイントと思われる。

(図表3) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) エネルギー省、他

(図表4) 米国株式市場の推移(週別)

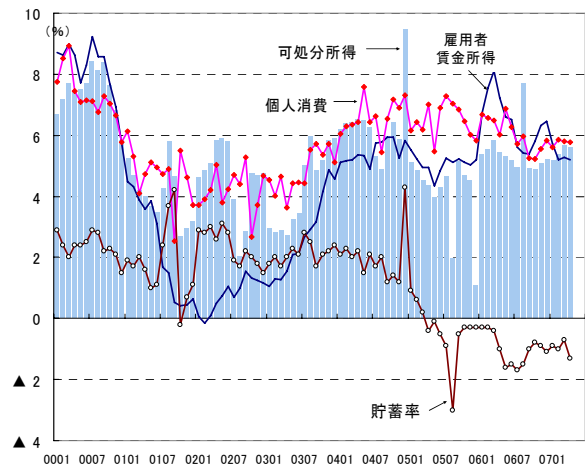


① 最近の個人消費の動向～4月賃金所得の伸びが約1年ぶりに前月比マイナス

4月個人消費は前月比+0.5%と前月(3月は同+0.4%)から伸びを高めた。一方、賃金所得は▲0.4%と低下(3月は同+0.7%)、昨年5月以来約1年ぶりにマイナスとなった。家賃収入(減価償却後)が同+2.6%、配当収入が同+1.1%と高い伸びを見せたが、可処分所得は同▲0.1%(3月は同+0.7%)とこちらは昨年4月以来のマイナスを記録した。賃金所得のマイナスはその他サービス業(サービス業の内、商業・運輸・公益以外)の所得が前月比で減少したことによる。なお、可処分所得比の貯蓄率は▲0.8%(3月は同▲0.9%)とマイナス幅を若干縮めた。

前年同月比では、4月個人消費の伸び率は+5.8%と3月から横這いに推移し、可処分所得の伸びが同+5.6%と安定した伸びを続けるなど、所得が消費を下支えする形が続いている。こうした可処分所得の伸びは、その太宗を占める賃金所得の伸び(同+5.2%)に左右されるが、最近伸び悩んでおり、これを

(図表5) 消費支出の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

配当収入の高い伸び（同+13.1%）等がカバーしている（図表5）。

なお、最近の小売売上高を見ると、4月は前月比▲0.1%と3ヵ月ぶりのマイナスに落ち込んだが、5月は+1.4%と伸びを高めた。衣料品や建設資材が好調で、価格が高騰したガソリンと自動車を除いても同+1.0%の伸びとなった。

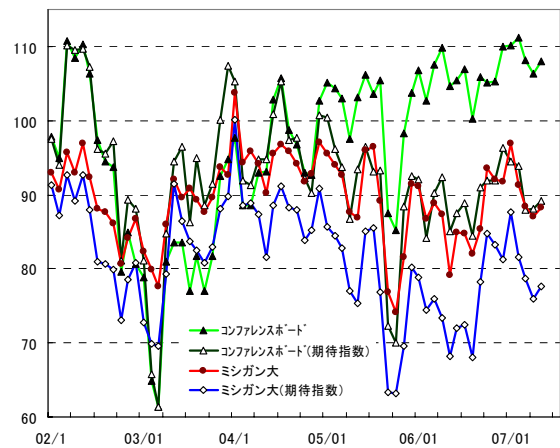
## ② 5月消費者マインドは総じて前月より改善

5月ミシガン大学消費者マインド指数（確定値）は、88.3と4月87.1から上昇した。内訳では、現況指数が105.1（4月104.6）、先行きの期待指数は77.6（4月75.9）といずれも改善した。ガソリン価格上昇の半面、株価の上昇等が影響したものと思われる（図表6）。

一方、5月のコンファレンスボード消費者信頼感指数も108.0と前月の106.3から上昇した。内訳は、現況指数136.1（4月133.5）への上昇に対し、期待指数は89.2（4月88.8）と若干の上昇に留まった。

両指数とも年初前後をピークに4月まで低下してきたが、5月は反転を見せている。今後は、足もとに於ける金利上昇の影響等を反映した数値がどの程度の水準となるかが注目されよう。

（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

## ③ 5月雇用が急増

5月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者増が前月比+15.7万人と市場予想の+13.5万人を上回った。4月雇用増が+8.0万人（今回+8.8万人から下方修正）と落ち込んでいたことから、景気の底堅さを示すものとなった（図表7）。

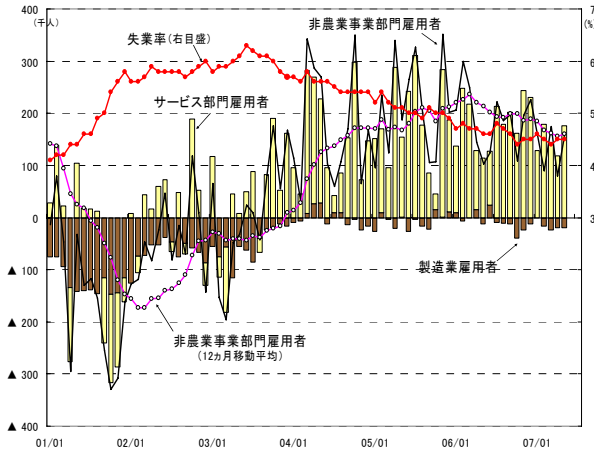
なお、3・4月の増加幅を合計▲1.0万人下方修正したため、2007年1～5月の月平均雇用増は+13.3万人となり、2006年の同+18.9万人、2005年の同+21.2万人等との比較では、減速が目立つ状況である。最近の景気鈍化が雇用にも反映された形と言えよう。

今回の増加要因を業種別に見ると、製造業では前月比▲1.9万人と11ヵ月連続で減少を見せ、サービス部門全体では同+17.6万人（前月は+11.9万人）と増加幅を拡大した。なお、サービス業の中では、ヘルスケア等+3.6万人、飲食店+3.5万人、専門・技術サービス+2.7万人、教育+1.8万人、アミューズメント施設+1.6万人等で増加が大きかった半面、人材派遣（Employment services）は▲0.7万人と4ヵ月連続の減少となった。

一方、5月の失業率は4.5%となり、4月と同率だった。失業率は昨年9月以来4.4%～4.6%の狭いレンジの中での上下の動きが続いている。週平均の労働時間（民間）は33.9時間と前月33.8時間から増加した。また、時間当たりの平均賃金（民間）は17.30ドル（前月比+0.3%）と前月（同

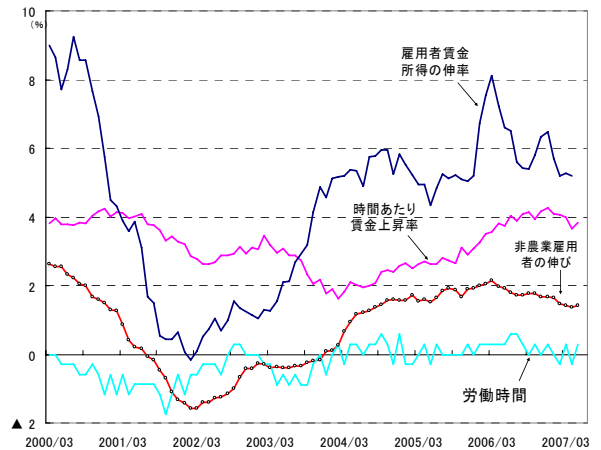
+0.2%)から伸びを高め、前年同月比でも+3.8%と前月(同+3.7%)から上昇した。消費に関連の深い賃金所得を支えているのは賃金上昇、雇用増、労働時間であるが、これらの要素も前年同月比では伸び率がピークアウトしている(図表8)。

(図表7) 雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表8) 雇用と賃金の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省、商務省

〔設備・在庫投資の動向、見通し〕

●生産回復で、設備投資は持ち直しの動き

設備投資は、昨年7-9月期に前期比年率+10.0%と好調な推移を見せたものの、10-12月期は製造業を中心とした生産・在庫調整の動きを受け同▲3.1%とマイナスを記録、1-3月期は+2.9%に回復した。4-6月期に入ってから、製造業の受注回復の動きに加え、ISM指数が回復の動きを明瞭化するなど、回復歩調にあると見られる。輸出が伸びを高めるなど、海外経済の好調も生産回復に寄与している。設備投資の伸び率は、以前ほどの伸びを回復する勢いはなく、2007年は3.0%と低下するものの、2008年は4.8%に持ち直そう。

一方、在庫投資は、GDPへの寄与度では10-12月期▲1.2%、1-3月期▲1.0%と大きく押し下げたが、今後は、調整が収束に向うと見られ、4-6月期以降の在庫積み増しが期待される。設備・在庫投資を巡る最近の状況については、以下の通りである。

① 5月ISM指数は、製造業・非製造業指数とも約1年ぶりの高水準を回復

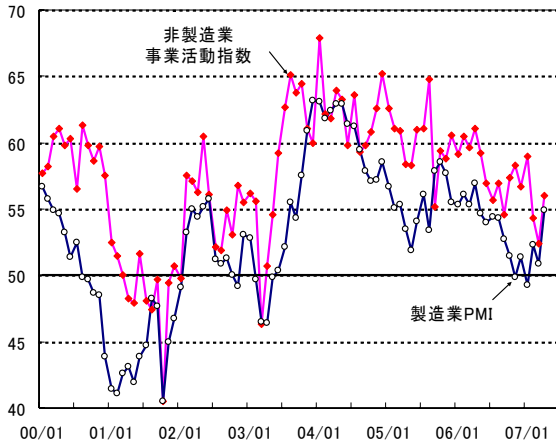
企業のセンチメントを示すISM製造業指数(5月)は55.0と前月の54.7から上昇し、昨年4月(56.9)以来となる水準を回復した。内訳では、新規受注(前月55.5→57.4)、生産(前月57.3→58.3)等が上昇した半面、雇用(前月53.1→51.9)は低下した。

一方、ISM非製造業指数は事業活動指数が59.7(前月56.0)と上昇し、こちらも昨年4月(61.1)以来となる高水準を回復した。上昇が大きかったのは輸出新規受注(前月55.5→66.0)、在庫(前月52.0→61.0)等だった(図表9)。

なお、製造業指数の50は、製造業の縮小・拡大の分かれ目を示し、景気全体の分かれ目(G

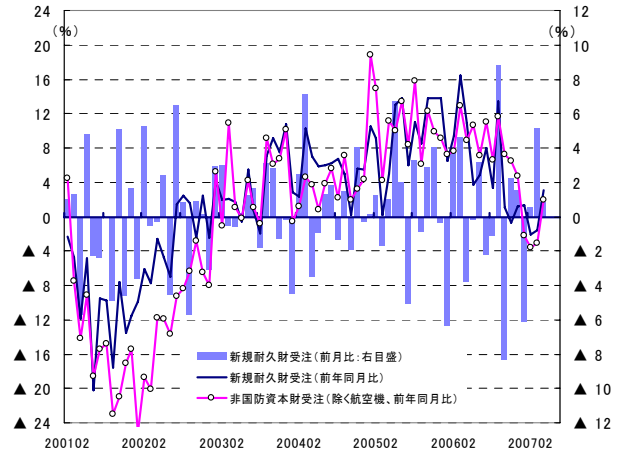
DPの±0)は41.9となる。ISMでは、「製造業指数とGDPとの間の過去の関係を見ると、1～5月製造業指数平均値52.4は実質GDPでは年率3.3%を、5月単月の55.0は同4.1%を示す」としている。

(図表9) ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(図表10) 新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 商務省

### ② 4月新規耐久財受注は低率ながら3ヵ月連続でプラスの伸びを持続

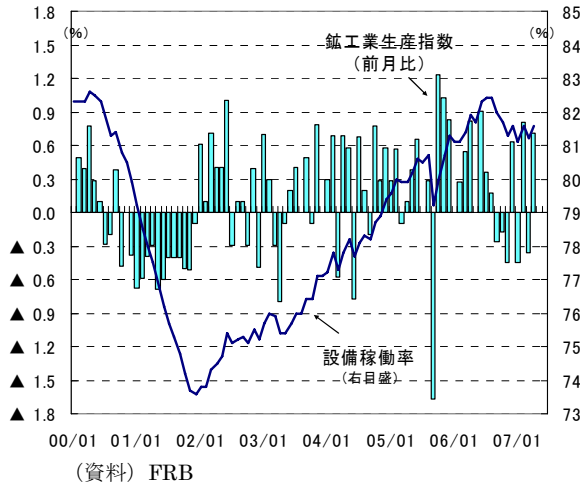
4月の新規製造業受注は前月比+0.3% (3月+4.1%)、新規耐久財受注は前月比+0.8% (3月+5.1%)と前月から伸びを低下したものの、2005/11以来の3ヵ月連続プラスとなった。4月の伸び率低下は、民間航空機受注が急減少したことが大きく、これを含む輸送機器部門では同▲1.6% (3月+13.6%)と減少し、全体の数値を押し下げた。このほか、建設機械(同▲31.5%)、コンピュータ(同▲13.0%)等のマイナスも大きかった。また、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は、前月比+2.1% (3月+4.6%)と伸びを縮めた(図表10)。なお、前年同月比では、4月新規耐久財受注が+3.1%と3ヵ月ぶりにプラス転換、非国防資本財受注(除く航空機)も+1.9%と4ヵ月ぶりにプラスとなった。

### ③ 鉱工業生産・稼働率とも回復へ

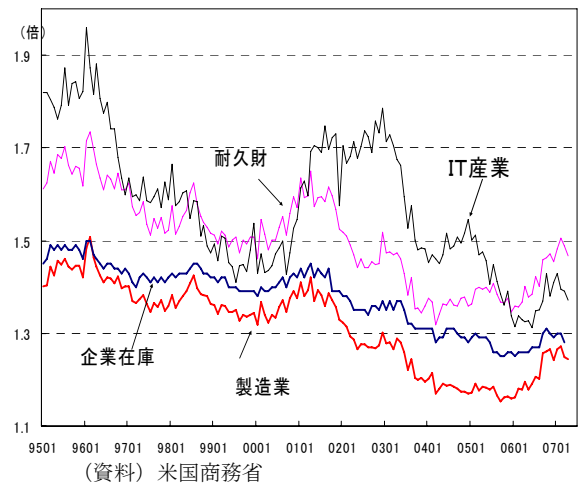
4月の鉱工業生産指数は前月比+0.7% (3月同▲0.3%)と増加に転じた(図表11)。3月に暖房需要減少の影響を受けた電力・ガス等が同+3.5% (3月同▲7.5%)と回復したことが大きい。製造業は同+0.5% (3月同+0.6%)と2ヵ月連続で持ち直したが、製造業の内訳では、自動車が前月比+3.3% (3月同+0.2%)、ハイテク産業が同+2.6% (3月同+1.8%)と伸びを高めている。

一方、4月設備稼働率は81.6%と3月81.2%から上昇した。昨年8月に82.4%とピークをつけた後は、ほぼ81%台での推移を続けている。生産と同様、4月は電力・ガスが85.7%(3月82.8%)と回復し、製造業は80.2%(3月80.0%)と若干の上昇を見せた。主要業種では、ハイテク産業が78.6%(3月77.8%)、自動車が77.1%(3月74.4%)と改善した。なお、長期的な平均稼働率水準(1972～2006年の平均81.0%)は2005年12月以降、継続的に上回っており、全般的な稼働水準はややタイトな状況での操業を継続している。

(図表 11) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(図表 12) 製造業の在庫/売上高比率の推移(月別)



#### ④ 製造業在庫/売上高比率が低下

前月比で見た4月製造業売上高は+0.8%と連月の増加となり、製造業在庫率は1.24倍と4ヵ月ぶりの低水準となった。近年のボトムからは上昇しているが、歴史的に見れば低水準であることに変わりなく、既に、出荷が改善に向っていることから、目先、在庫調整は収束に向かいつつあると思われる(図表12)。

#### 〔住宅投資の見通しと動向〕

##### ● 住宅市場は、サブプライム問題と金利上昇の逆風で冷え込み長期化の恐れ

1-3月期GDPにおける住宅投資は前期比年率▲15.4%と大幅減少し、6四半期連続のマイナスとなった。4-6月期に入って、一時は底打ちの見方も出ていたものの、4月中古住宅販売の不振等、住宅市場の冷え込みは依然警戒されている。

こうした中、懸念されるのが、サブプライム住宅ローンの焦げ付きの増加である。もともと信用力の低い借り手向けの住宅ローンであり、住宅市場が悪化すれば最初に浮上する問題であることは想定されていたことであるが、5月抵当処分物件は、前月比+19%、前年比では+90%(Realty Trac社)と急増を見せた。また、サブプライム住宅ローンの貸出し基準厳格化が、通常の住宅市場に波及することも懸念されている。加えて、足元の長期金利の急上昇が住宅市場の冷え込みを強める懸念も出てきた。少なくとも年内は住宅市場の調整が続くと見込まれよう。

##### ● 4月新規住宅着工件数は回復の半面、中古販売が不振

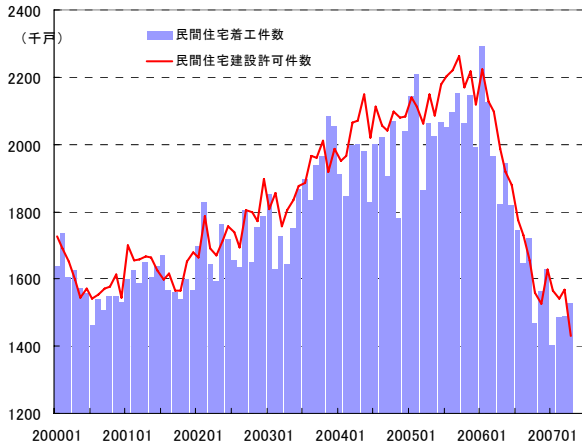
4月新規住宅着工件数は、年率152.8万戸(前月比+2.5%)と市場予想(同148万戸)を上回り、昨年12月以来の水準となった。一方、先行指標となる住宅着工許可件数は、年率142.9万戸(前月比▲8.9%)と急低下、97年6月(同140.2万戸)以来の低水準となった。

住宅着工は、1月に大幅な落ち込みを見せ、その後表面化したサブプライム住宅ローン問題とともに先行きの不透明感を強め、住宅不況を端にした景気後退説がリスクシナリオとして再浮



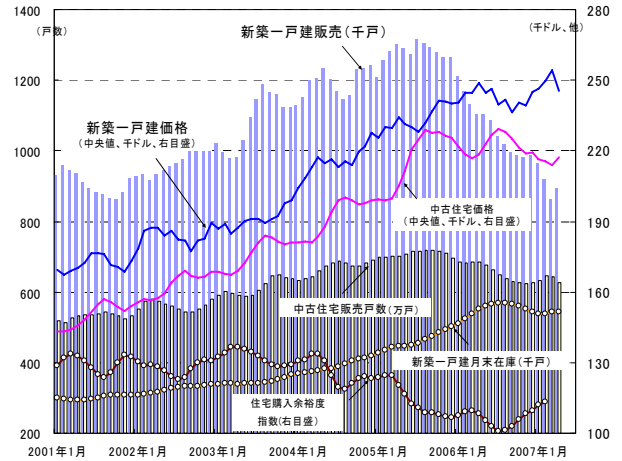
上していたが、3ヵ月連続で住宅着工が持ち直し、150万戸台を回復したことから底打ち感を強めた。しかし、先行指標となる許可件数が4月に急落を見せていることから警戒感も根強く残る展開となった(図表13)。

(図表13) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 商務省

(図表14) 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)

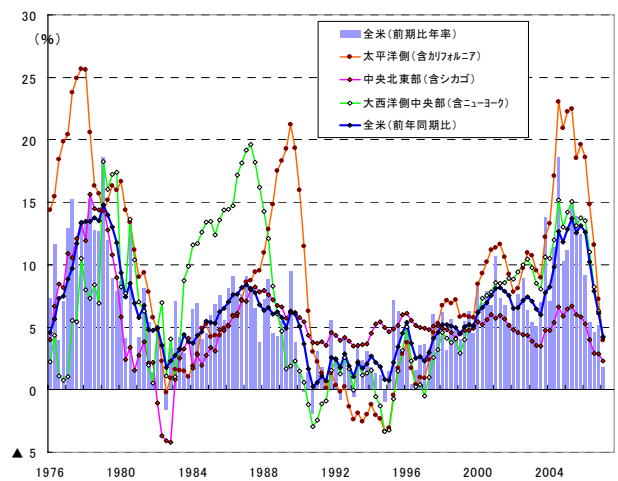


(資料) 商務省、NAR

また、4月の新築一戸建住宅販売は、年率98.1万戸(前月比+16.2%)と昨年12月以来の高水準となり、市場予想の86万戸を大きく上回った。新築一戸建住宅販売は、3月に同84.4万戸と2000年6月(79.3万戸)以来の低水準に落ち込んでいたが、急速な回復となった。ただし、前年同月比では▲10.6%の低下となる。また、新築一戸建て販売価格(中央値)が22.9万ドルと前月比▲11.1%、前年同月比では▲10.9%の低下となり、業者によるディスカウントが広く行われた事が窺える(図表14)。なお、4月末の在庫は53.8万戸(前月54.6万戸)、販売の6.5ヵ月分となった。

4月中古住宅販売(全米不動産協会(NAR)発表)は、前月比▲2.6%の年率599万戸、前年同月比では▲10.7%の低下となり先行きへの懸念を高めた。中古住宅販売は、2005年9月に年率721万戸のピークをつけた後下降を続け、今年1・2月には一時回復を見せたが3・4月と連月で低下、今回発表値は2003年6月以来の低水準となる。一方、4月の中古住宅価格(中央値)は、22.1万ドル(前月比+1.6%、前年同月比▲0.8%)と4ヵ月ぶりに22万ドル台を回復しており、価格高止まりが売れ行きの不振を招いたと見られる。NARでは、中古住宅販売の減少について、①貸付基準の引締め、②天候不順、③価格低下とサブプライム問題を懸念した買い控え、等を理由として挙げている。なお、在

(図表15) 地域別住宅価格の推移(%)



(資料) OFHEO、四半期別、地域別グラフは前年同期比。

庫は 420 万戸（前月比+10.4%）と急増して過去最高を記録し、販売戸数の 8.4 ヶ月分（前月は 7.4 ヶ月分）となった。

OFHEO(連邦住宅企業監督局)が発表した 2007/1-3 月期の全米住宅価格指数は、前年同期比 +4.3%（前期比年率+1.8%）と上昇を維持したものの、前年同期比の上昇幅は 5 四半期連続で縮小し、1997/3Q の同 4.1% 以来の低水準となった。前期比年率でも 1996 年以来の低水準となる。OFHEO では、「低いながらも上昇しているのは、低金利と低失業率が住宅価格を下支えした」と見ている。なお、前年比の州別では 7 年ぶりにマサチューセッツ州とミシガン州で価格低下が見られた（図表 15）。現下の住宅市場の情勢を考慮すれば、住宅価格が下落を見せるのは時間の問題と思われる。

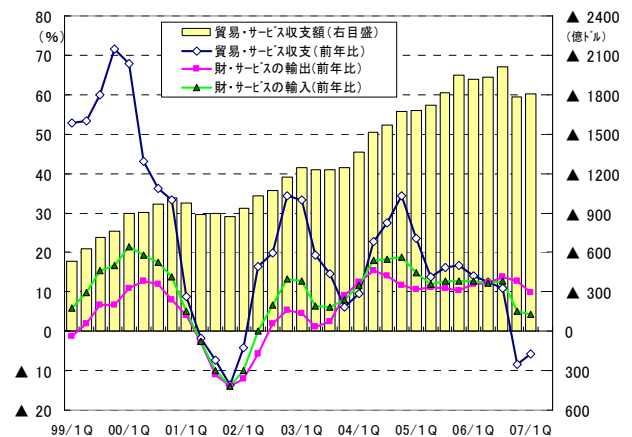
### 〔貿易の動向〕

#### ● ピークアウトの動きを見せる貿易赤字

米国の貿易赤字(財・サービス収支)は、91年の 311 億ドルをボトムにほぼ毎年拡大を見せ、2006 年には 7585 億ドルと未曾有の額に達した。財収支が 8383 億ドルの赤字で、石油赤字と対中貿易赤字が其々約 3 割を占め、サービス収支は 797 億ドルの黒字だった。石油収支の悪化は価格上昇の影響が大きく、また、対中国輸入は消費財が中心で、消費財輸入は前年比+28%と急増した。

しかし、15 年間に渡り拡大傾向を続けた貿易赤字にも変化の兆しが窺える。2007 年 1-3 月期の財・サービス赤字は前年比▲5.7%と 2 四半期連続で前年を下回った。過去前年比でマイナスとなったのは、米国がリセッションに陥った 2001 年以來となるが、この時は世界的に景気が減速し、輸入とともに輸出の伸びも減少した。今回は、米国の景気減速で輸入の伸びが低下する中、欧州やアジア等では高成長が続き、輸出の高い伸びが持続している点が異なる(図表 16)。昨年 7-9 月期以降、輸出の伸びが輸入を上回る状況が続いており、米景気減速と海外経済の堅調から、当面、こうした構造が維持されそうである。石油価格の動向にもよるが、年間赤字額は昨年をピークに減少に向かう可能性を強めており、純輸出の改善は、今後の景気下支え要因になると思われる。

(図表 16)米国貿易赤字と輸出入の推移(四半期)



(資料) 米商務省

#### ● 4 月貿易赤字は減少

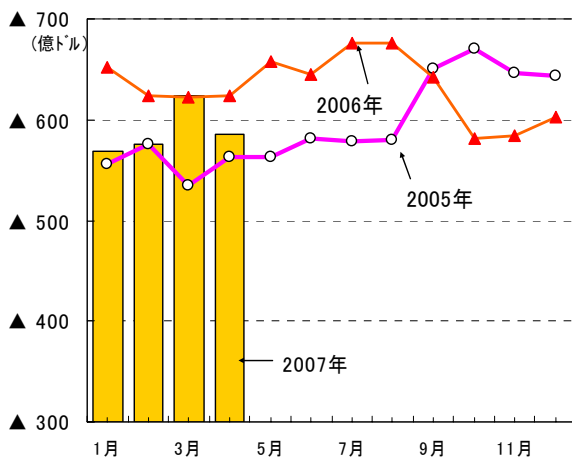
4 月の財・サービスの貿易収支は、585 億ドルの赤字（国際収支ベース、季節調整済）で、赤字額は前月比▲6.2%、前年同月比でも▲6.2%の減少となった（図表 17）。輸出が前年同月比+10.9%と伸長したのに対し、輸入が同+5.0%の伸びに留まったことによる。このところ月別の貿易赤字

でも改善が顕著であり、昨年9月以降、前年比で赤字増となったのは、今年の3月だけである。

4月の石油赤字額は▲223億ドル(3月は▲224億ドル)と前月比▲0.4%減少に留まるが、それ以外の財収支赤字額は▲423億ドルと前月比▲7.1%の大幅減少となり、1月以来3ヵ月ぶりの水準に縮小した。前年比の財輸出(除く石油)を見ると+11.5%となる一方、輸入は同+4.5%の伸びに留まる。財輸出の高い伸びが赤字を抑制した形だ。

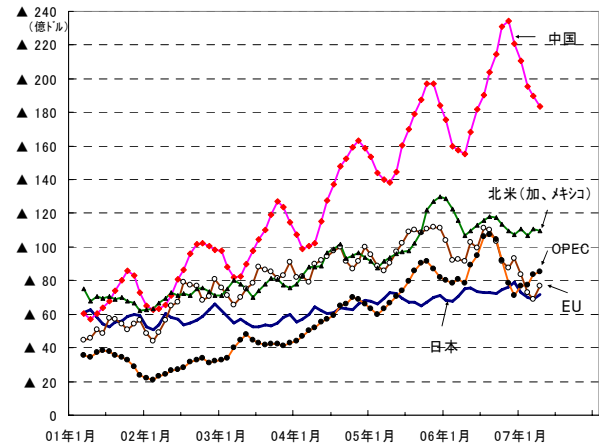
一方、国別の貿易収支(通関ベース、サービス除き、季節調整前、以下も同じ)では、対中赤字が4月も194億ドルと突出した状況は変わらず、赤字全体の30%を占める。消費財の輸入を中心とした対中赤字は、毎年クリスマスセール後に減少し、春先以降再び増加する傾向を示すため、今後の推移が注目される。なお、国別赤字額の第二位は日本の74億ドル、第三位はカナダの58億ドル、以下メキシコ52億ドル、ドイツ38億ドルと続く(図表18)。

(図表17)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18)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〕

●エネルギー価格上昇の影響を受けるも、コアCPI・PPIは安定した動き

4月CPI(消費者物価)は前月比+0.4%(3月は同+0.6%)と上昇したが、市場予想(同+0.5%)を下回った。最近の上昇は、エネルギー価格の急上昇(前月比+2.4%、3月は同+5.9%)が続いているためであり、エネルギー・食品を除いたコアCPIは前月比+0.2%(3月同+0.1%)と落ち着いた動きにある。前年同月比のコアCPIでは、+2.4%(前月+2.5%)と2ヵ月連続で低下した(図表19)。労働省では、今年4月までのコアCPIの上昇率を年率+2.2%とし、昨年1年間の上昇率2.6%から低下したとコメントしている。なお、コアCPIの中では、家賃(同+0.3%)、医療サービス(同+0.4%)等の上昇が続く中、衣料品(同▲0.3%)の低下が目をつけた。

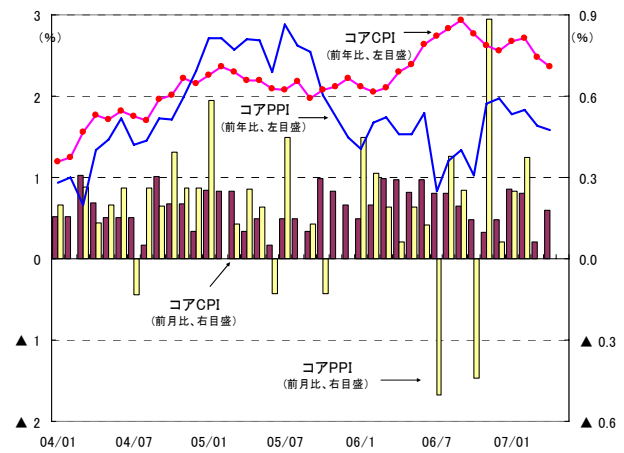
一方、4月PPI(生産者物価)は前月比+0.7%(3月+1.0%)と前月から伸びを低下させたが、市場予想(+0.6%)は上回った。コアPPIは同+0.0%(3月+0.0%)と連月の横這いとなり、市場予想(+0.2%)を下回った。前年同月比では、PPIは+3.2%、コアPPIは+1.6%となる。

PPIは、変動の大きいエネルギー価格等に左右されがちであるが、最近の推移を見ると、

1月にエネルギー物価が急落（前月比▲4.6%）した後、2月以降のエネルギー価格がそれぞれ前月比+3.5%、+3.6%、+3.4%と上昇したため、全体のPPIもこれに連動した動きとなった。一方、4月コアPPIでは、乗用車同▲1.0%、軽トラック同▲0.5%の価格下落が目立った。

なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数を見ると、4月は前月比+0.1%（3月+0.0%）、前年同月比+2.0%（3月+2.1%）とFRBが好ましいとするレンジ（1~2%）の上限にまで低下しており、最近のインフレの落ち着きを示すものとなっている。

（図表 19）コア物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

### 〔金融政策の動向〕

#### ● 6月FOMCでは、政策金利は据え置き方向

5/9日のFOMC（連邦公開市場委員会）では、FF目標金利が5.25%に据え置かれ、昨年8月のFOMC以来7回連続の据え置き決定となった（詳細は「経済・金融フラッシュ5/10号」参照）。景気面では、1-3月期GDPの下方修正や、住宅市場の冷え込み、ガソリン価格の上昇等から警戒されたものの、最近の強めの経済指標が景気下ぶれ懸念を薄めている。一方、インフレについては、個人消費のコア価格指数やコアCPI・PPIとも落ち着いた動きを見せているものの、FRBの好ましいとするレンジの上限にあり、インフレ警戒姿勢は持続している。

今月27・28日には再びFOMCが開催されるが、その資料となるページブック（6/13発表）では、米経済の拡大が続いたとして景気判断を上方修正する一方、物価については全般的な上昇圧力が高まっているとの報告は見られないとした。このため、現状では金利据え置きの見方が強く、その場合、昨年6月のFOMCから1年以上に渡って据え置きが続くこととなる。

#### ● 年内利下げの見方が後退～住宅市場の見通しが金融政策に影響する可能性も

6/5日に行われた国際通貨会議でのバーナンキ議長の発言が市場の波乱を招いた。その内容は、景気については「現行の景気減速を示す諸経済指標のいくつかは早晚反転に向かう」とし、「今後、数四半期の経済は緩やかなペースながら、拡大を維持しよう」と楽観的な見通しを述べた。また、住宅市場については「予想以上の長期にわたっており、景気回復を抑制しよう。しかし今のところ経済全体への影響は限定的である」とし、インフレについては「改善しているもののなお高い。改善しないリスクは最大の懸念材料」とこれまでのスタンスを踏襲した。この発言により年内の利下げの見方が後退したが、その後もFRBの理事等から同様の主旨の発言が繰り返されており、債券金利の上昇と株価の下落を加速させた。

こうした中で、市場では利上げの可能性も言及されているが、これには住宅不況の下押しがないとの見方が前提となろう。最近のFRB首脳の発言でも住宅市場の冷え込みを懸念している様子が窺われる。景気下ぶれの懸念が薄れ、年内の金利据え置き観測が強まる中、住宅市場の先行きが、景気面における金融政策のキーポイントになってくる可能性は否定できない。

### ●急上昇を見せる長期金利の行方に注目

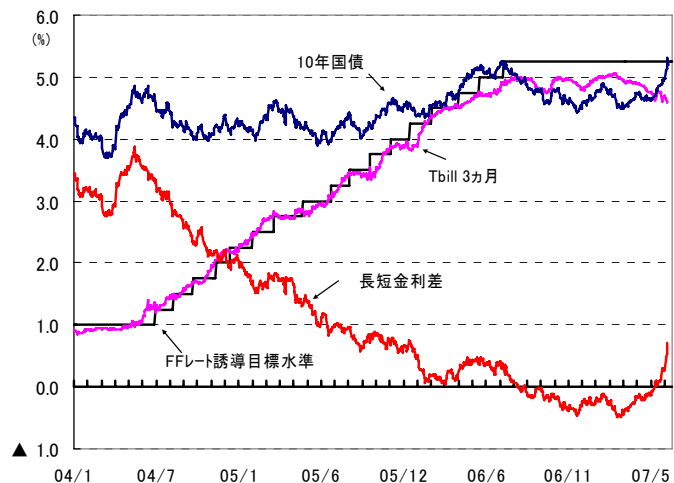
一方、長期金利については、利下げ見通しの剥落により、足元での上昇が急である。10年国債金利は目先の抵抗ラインとされた5.25%を上回り、5年ぶりの水準である5.3%に達し(6/12)、小康状態にあるが、今後、5.5%までの上昇を見込む向きもある。利下げが無くなったとの見方だけであれば、ここまでの上昇は行き過ぎであるが、市場関係者の中では一般的であった「将来的な利下げを見込んだポジション」が一気に修正された結果と言えそうである。

また、「FRBが年内の金利据え置きを念頭に置きながらも、今後、インフレ圧力が高まれば利上げに踏み切る」との利上げに対する警戒も出ている。さらに、長期金利上昇の背景として、商品市場の高騰、米国の消費財の輸入先である中国等の賃金コストの上昇等、世界的なインフレ圧力の上昇が挙げられている。そうした観点から、歴史的に10年国債の居所として現状の金利水準はなお低く、6.5%を目途に、数年掛けて上昇を辿る過程に入ったとの指摘もある。いずれにしても、現状は、かつてグリーンSPAN前議長が「conundrum(謎)」と表現したこれまでの低水準の長期金利に巻き戻しの動きが生じている。

ただし、足元の状況を見ると、前記の通り、インフレ圧力はむしろこれまでより落ち着きを見せつつあり、景気についても下ぶれ懸念が遠のいた段階に過ぎない。債券市場では一時的な資金避難として短期割引債の利回りはむしろ弱含みの推移を見せており、債券市場全体から資金逃避が始まっているわけではない。

(図表 20) 米国の長短金利の推移

また、長期金利の上昇は住宅市場への影響が大きいと見られるため、これ以上の急速な金利上昇は、現在の冷え込みをさらに深める懸念がある。住宅市場関連の指標の悪化が伝えられれば、景気への影響が再び警戒されて長期金利の上昇を抑制しよう。そのため、短期的にさらなる金利の上昇が見られたとしても、結局は、逆転していたイールドカーブの是正の範囲に留まるものと思われる。



(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)