

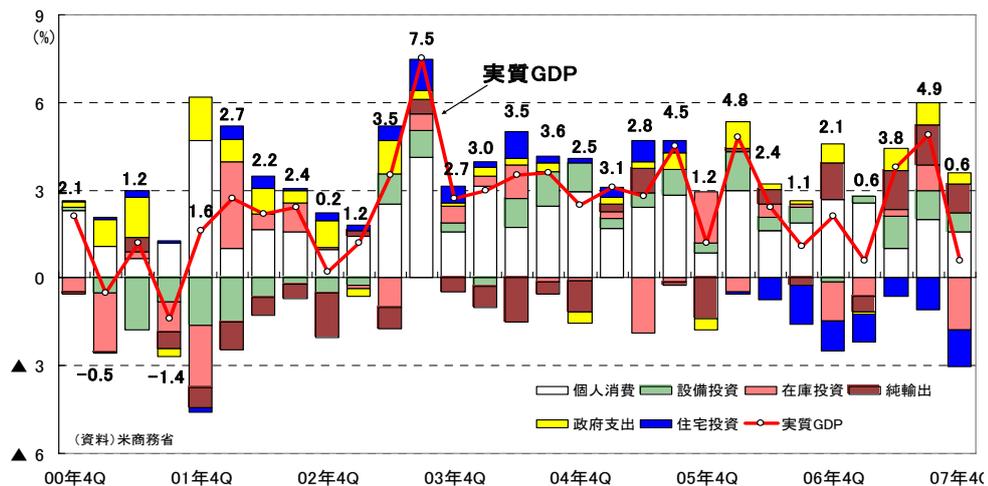
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～景気後退色強める経済指標

1. 4月に入って発表された経済指標は、一層の景気悪化を示し、リセッションの様相を色濃くしている。中でも雇用統計は3ヵ月連続で雇用者減少の動きを続け、ISM指数では50割れが持続、消費者マインド指数は記録的な低水準に落ち込んだ。ただし純輸出等が下支えし、1-3月期成長率がマイナスになる可能性は縮小している。
2. 景気悪化の背景としては、住宅市場の下落に歯止めがかからず、サブプライム問題の拡大で信用・金融市場が動揺を続ける中、原油価格が一時115ドル/バレルに達する高騰が続いていること等が挙げられよう。
3. こうした要因は、特に個人消費に抑制的に作用しているが、自動車・住宅販売等の不振を通じて製造業にも波及し、また、コスト上昇が企業のマージンを毀損している。
4. FRBは、3月FOMCでも0.75%の大幅利下げを実施、4月も利下げの意向だ。5月にはリファンドによる景気刺激策が実施されるが、そうした政策が効果を発揮するのは下半期以降と見られ、上半期のリセッション入りの可能性は依然強い状況にある。

(図表1) 10-12月期GDP確報値も0.6%に



(資料) 商務省、(注) 四半期別、前期比年率、棒グラフは寄与度内訳。

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〕

#### ●景気後退を示唆する指標が相次ぐも、外需堅調で1-3月期 GDP マイナスは微妙に

4月に入って発表された経済指標では、これまで以上の悪化を示す指標が相次ぎ、景気後退が濃厚となってきた。中でも、3月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比▲8.0万人と5年ぶりの減少幅となり、1月以降3ヵ月連続のマイナスを記録した。企業のセンチメントを示すISM指数は、製造業が2ヵ月連続、非製造業が3ヵ月連続で50を割り込み、また、ミシガン大学消費者信頼指数が63.2(4月速報値)と1982年以来26年ぶりの低水準に落ち込んだ。住宅投資は一段と冷え込みを強め、信用引き締めを通じて、個人消費や企業活動への影響を強めている。さらに、最近の原油価格高騰による影響も、消費面や企業マージンを圧迫している。

こうした変化は、既に、個人消費関連の指標にも表れている。3月小売売上高は前月比でプラスに持ち直したものの、1-3月期の前期比では横ばいに留まり、実質ベースではマイナスと見られる。また、実質個人消費統計では、1月前月比0.1%のあと、2月は同0.0%とほぼ横ばいの推移となった。10-12月期の個人消費は実質で前期比年率2.3%伸びを見せたが、1-3月期は急低下が見込まれる。

今月末には1-3月期GDPが発表されるが、住宅投資は、前10-12月期(同▲25.2%)と同等以上のマイナスが見込まれ、設備投資の伸び率も縮小が見込まれる中、これまでのように個人消費の寄与度がGDPの伸びを下支えする構図は困難となりつつある。

もっとも、純輸出については、後述のとおり、実質ベースでの輸出の伸びが堅調な半面、輸入の伸びが低下しており、成長率を下支えすることになりそうだ。また、売上の不振で積み上げられつつある在庫投資も寄与度を高める可能性がある。リセッションの状況は強まりつつあるものの、こうした外需等の寄与を考慮すると、月末発表の1-3月期GDPがマイナスとなる確率は、縮小しつつある。なお、現時点での市場予想は前期比年率0.2%となっている。

このことは、仮にGDPがマイナスに陥っても、マイルドリセッションに留まる可能性が高いことを示している。住宅投資の大幅なマイナスと原油価格高騰の影響を受けながらも景気が粘り腰を見せているのは、5月実施の減税リファンド等の政策が下半期の景気を持ち直すとの期待によるところが大きい。また、インフレリスクの高まりを認識しながらも、景気下ぶれリスクを重視しているFRBの金融の舵取りにより、利下げが持続される可能性が高いことも一因といえよう。

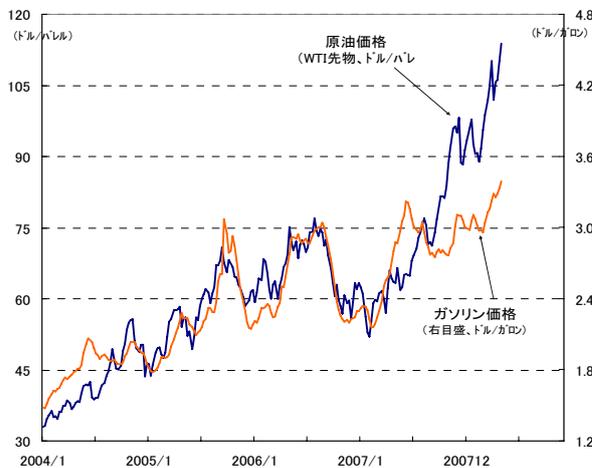
#### ●山場を迎えるサブプライム問題、住宅価格の動向が景気回復のポイントに

昨年2月以降、サブプライム問題は金融市場に大きな影響を及ぼすようになったが、4月に発表される1-3月期の金融機関の決算は、一つの山場とも言えよう。特に今年から傘下にあるSIVと呼ばれる投資会社の連結化が伝えられるシティ等大手金融機関の損失額が注目される。市場が

注目しているのはその額もさることながら、今回の決算による損失計上で今後の動向に目処がつけられるかという点にある。

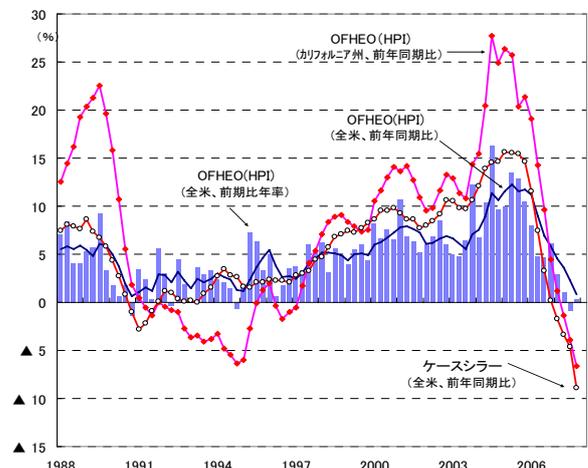
もっとも、住宅価格については、10-12月期にケースシラー（全米、前年同期比）で▲8.9%となったように下落傾向を強めている。OFHEO住宅価格指数は同0.8%となおプラスを示したが、前期比では既にマイナスとなっている州が増加していることから、今後は全米ベースでもマイナスの動きを強めくるものと思われる。このため、住宅ローン関連の損失もすぐに底打ちとはいかない。住宅投資のマイナスも年内は持続すると見られ、結局、リファンドによる景気の持ち直しは限定的なものに留まり、本格的な景気回復は、住宅価格が底打ち、サプライム問題が収束する来年に入ってからのことと思われる。

(図表2)原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) エネルギー省、他

(図表3)住宅価格の推移(四半期別、%)



(資料) OFHEO、S&P社

(消費の動向)

● 3月小売売上高は、前月比0.2%に上昇

3月小売売上高は、前月比0.2%と2月同▲0.4%から回復し、市場予想(0.0%)を上回った。また、自動車販売は同0.2%(2月同▲1.2%)とプラスに転じ、自動車を除いた小売売上高も前月比0.1%(2月同▲0.1%)と前月から上昇した(図表4)。項目別で前月比の伸びが高かったのは、無店舗販売(2.1%)、趣味関連等(1.4%)、ガソリン(1.1%)等で、半面、マイナスが大きかったのは、建設資材等(▲1.6%)、一般商店(▲0.6%)、衣料品(▲0.5%)、電気製品(▲0.4%)、家具(▲0.3%)等である。

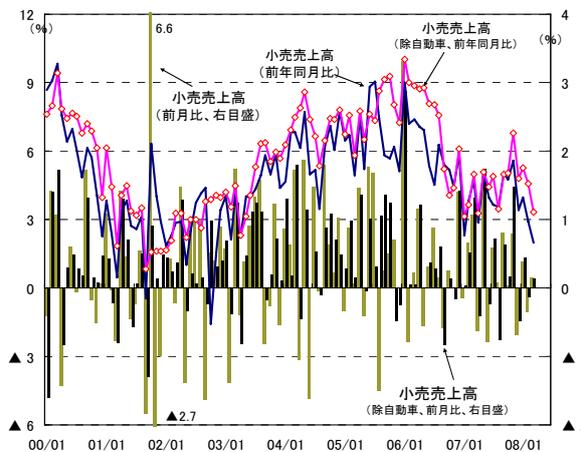
もっとも、前年同月比では、小売売上高2.0%(2月同2.9%)と2002年11月(同1.5%)以来の低水準となり、同自動車販売を除きでも3.3%(2月同4.5%)と低下傾向にある。項目別では、価格上昇の影響の大きいガソリンの伸び(18.9%)が突出している半面、住宅関連の家具(▲7.1%)や建設資材(▲6.9%)等のマイナスが大きく、自動車販売(▲3.2%)もマイナスが続くなど、これらの不振が全体の数値を引き下げている。

なお、ガソリン販売が全体を押し上げているため、自動車とガソリン販売を除いた小売売上

高を見ると前月比横ばいに留まり、実態は強くはない。また、前年同月比では▲0.3%となるなど、消費全体に抑制された動きが強まっている状況が浮かび上がる。

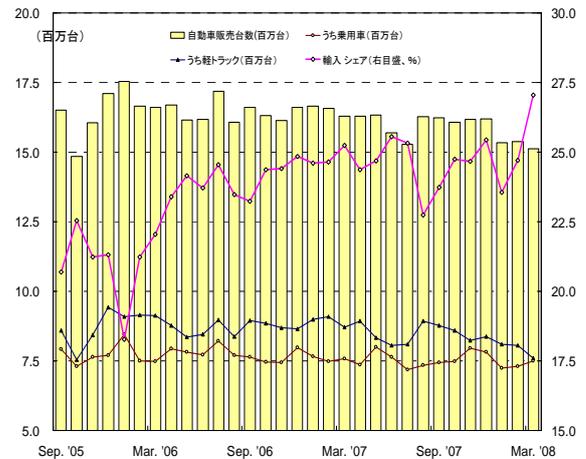
3月の自動車販売を台数ベースで見ると、1511万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1538万台）から▲1.7%の減少と不振が続いている。車種別の内訳では、乗用車が751万台（前月比2.7%）と2ヵ月連続で持ち直した半面、軽トラックが761万台（同▲5.6%）と3ヵ月連続で減少、両者の差が急速に縮小している。また、国産・輸入別では、国産車が1103万台（同▲4.7%）と4ヵ月連続で減少、一方、輸入車は409万台（同7.5%）と2ヵ月連続で増加し、輸入車の販売シェアは27.0%と急上昇を見せ、過去のピーク（昨年6月の25.6%）を越えた（図表5）。なお、主要メーカーは軒並み減少し、中でもGMは前年同月比▲18.7%と大幅な減少、フォードも同▲14.0%となった。ガソリン価格上昇で消費者の志向が低燃費車に移行する中、軽トラック（SUVを含む）の比重の大きい米国メーカーの不振が大きい。なお、主要自動車メーカーでは、下半期は利下げや景気刺激策の効果により回復するとの見通しを持っているものの、1-3月期の売上台数の不振により、年間の売り上げ予想を、2007年の1610万台から今年は1490~1550万台へと下方修正するアナリストが増加している。

（図表4）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表5）自動車販売台数の推移



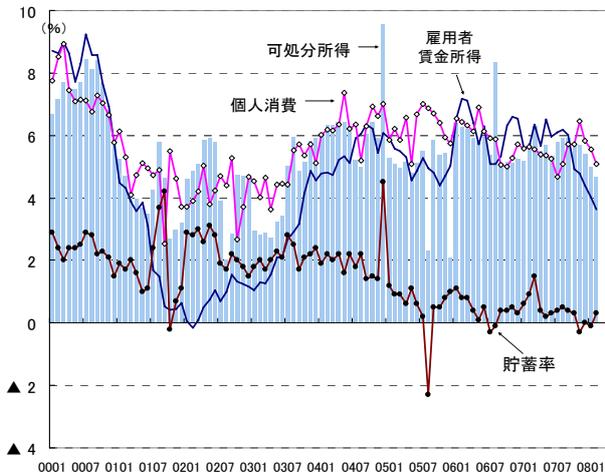
（資料）オートデータ社、季節調整済み年率

### ● 2月個人消費は、前月比0.1%に鈍化

2月の個人消費は前月比0.1%（1月は同0.4%）に低下した。所得面では、賃金所得が同0.3%（1月同0.5%）と伸びを縮めたが、可処分所得は同0.5%（1月同0.4%）と上昇した。このため、可処分所得比の貯蓄率は0.3%（前月▲0.1%）とプラスに転じた。

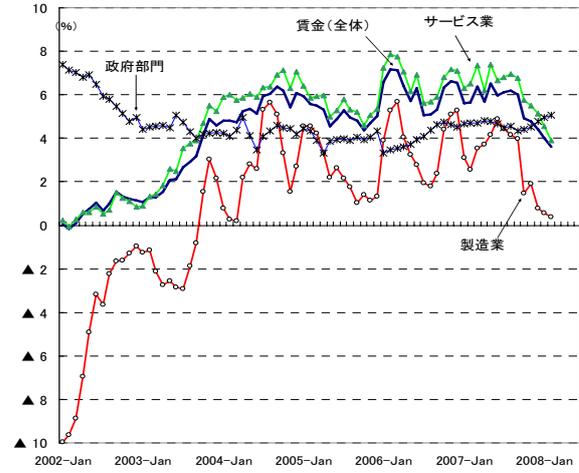
前年同月比では、個人消費が5.1%（1月同5.6%）と3ヵ月連続で伸びが低下している。所得面を見ると、賃金所得が同3.6%（1月4.0%）と6ヵ月連続で伸び率を低下させており、このため、可処分所得も同4.7%（1月5.0%）と5ヵ月連続で低下、これを追うように消費が低下の動きを強めた形である（図表6）。

(図表6) 個人所得・消費の推移 (前年同月比、%)



(資料) 米国商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

(図表7) 業種別賃金所得の伸び率 (前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

最近の個人消費の低下の背景としては、賃金所得の伸び率低下が続いていることが指摘されよう。このため、業種別に2月の前年同月比の賃金所得の動きを見ると、政府部門を除いた民間の低下が大きい。特に、雇用減の止まらない製造業の賃金所得伸び率が0.4%（1月同0.6%）にまで低下したことに加え、賃金所得全体の6割超を占める民間サービス業の伸び率も3.9%（1月同4.6%）と、直近のピークである昨年5月（7.4%）からほぼ半減するなど、急速な低下が窺われる(図表7)。さらにサービス業の業種では、雇用の堅調な教育・ヘルスケアや情報、公益業の伸びが高い半面、小売・卸業の伸び率が低位にある。その他、構成比は大きくないものの、農業等の所得増が顕著な半面、建設業の所得減が急速である。

なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、2月は前月比0.1%（1月同0.2%）と低下、前年同月比では2.0%（1月同2.0%）と前月から横ばいだった。

(景況感)

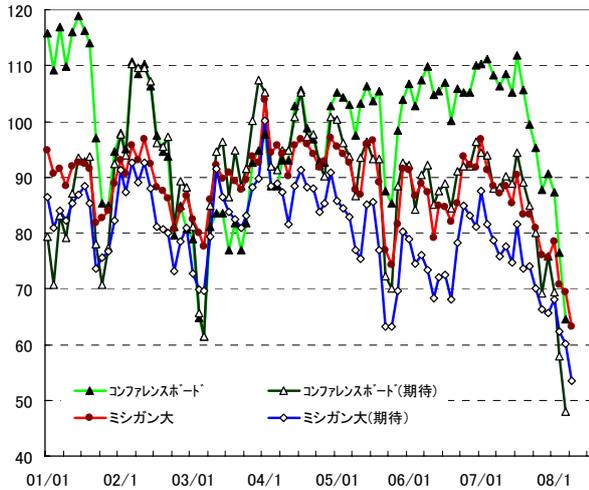
● 4月消費者マインドは、先行き悲観が強まり記録的な低下

4月ミシガン大学消費者マインド（速報値）は63.2と3月（69.5）、市場予想（69.0）を大きく下回り、1982年3月（62.0）以来26年ぶりの低水準となった。期待指数も53.4（3月60.1）と大幅な下落をみせ、90年11月（52.8）以来の低水準となった。雇用市場や住宅市場の冷え込み、サブプライム問題による金融市場の動揺、原油価格の高騰等がさらに強まったこと等が影響したものと思われる(図表8)。

また、3月コンファレンスボード消費者信頼感指数は、64.5と2月（76.4）から大幅に低下、2003年3月（61.4）以来の低水準となった。特に下落が大きかった期待指数は47.9（2月58.0）と第一次オイルショックの起きた1973年12月（45.2）以来の低水準となった。

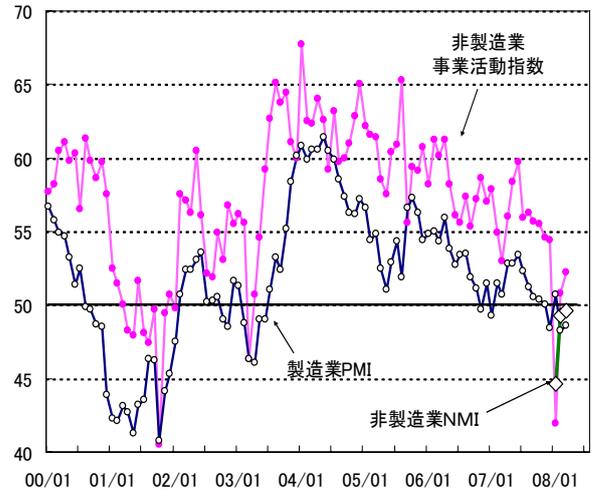
両指数とも、経済指標等の悪化により先行きの悲観的な見方が強まり、指数を押し下げた形となっている。

(図表 8) 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 9) I S M 指数の推移



(資料)Institute for Supply Management

● I S M 指数は、製造業・非製造業指数とも、50 を下回る推移が続く

企業のセンチメントを示す I S M (米供給管理協会) 指数は、3 月製造業指数 ( P M I ) が 48.6 となり、2 月 ( 48.3 ) や市場予想 ( 47.5 ) をともに上回った。しかし、製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる 50 は、2 ヶ月連続で下回った。

一方、3 月の非製造業指数 ( N M I 、注 : 1 月から総合指数として新設 ) は 49.6 と 2 月 ( 49.3 ) から小幅の上昇となり、市場予想 ( 48.5 ) を上回った。また、これまで非製造業の景況感を示す指数として注目されていた事業活動指数は 52.2 と 2 月 50.8 から上昇し、2 ヶ月連続で 50 を上回った。事業活動指数は、1 月に 41.9 とテロ事件直後の 2001 年 10 月 ( 40.5 ) 以来 7 年 3 ヶ月ぶりの低水準となったが、その後は 50 台の水準を回復し、事業活動が低下したとの回答比率も、1 月の 42% から 3 月は 20% へと半減している。

もともと、1 月より総合指数として新設された N M I は、1 月以降 3 ヶ月連続で非製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる 50 を下回り、非製造業の業況感は依然縮小方向を示している。住宅不況やサブプライム問題の拡大による信用不安に加え、エネルギーコストの上昇等が実体経済に抑制的に作用していることが窺われる。

( I S M 指数の詳細は、経済・金融フラッシュ 4 月 8 日号を参照下さい )

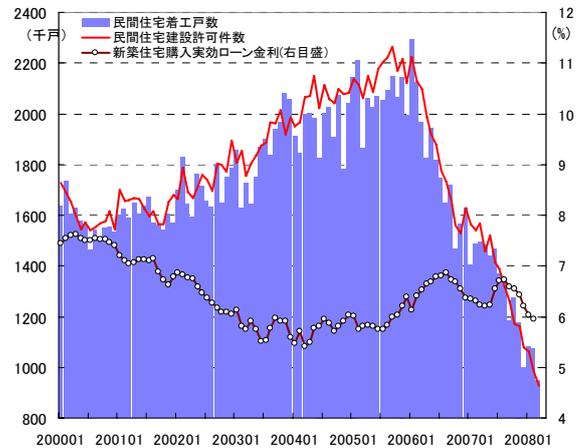
(住宅市場の動向)

● 3 月新規住宅着工・許可件数は大幅な続落、17 年ぶりの低水準に

3 月新規住宅着工件数は、年率 94.7 万戸 ( 前月比 ▲ 11.9% ) と前月 ( 107.5 万戸 ) から急減、市場予想 ( 101 万戸 ) を大きく下回った。この水準は 91 年 3 月 ( 92.1 万戸 ) 以来の低水準となる。また、太宗を占める一戸建て住宅も年率 68.0 万戸 ( 2 月 72.1 万戸 ) と 12 ヶ月連続の減少を続けており、底なしの状況が続いている ( 図表 10 )。

一方、先行指標となる住宅着工許可件数は、年率 92.7 万戸（前月比▲5.8%）と低下、市場予想（同 97 万戸）を下回り、こちらも 91 年以来の低水準となる。住宅着工悪化の背景には、サブプライム問題の影響を受けた販売不振がある。販売在庫も積みあがりを見せており、業者は在庫が減らない限り建設を抑制せざるを得ない状況にある。住宅着工の改善には、販売の回復が前提であり、住宅市場の調整は当面持続するものと思われる。

(図表 10) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 米国商務省

● 1 月ケース・シラー(全米 20 都市)住宅価格指数は、前年比▲10.7%の下落

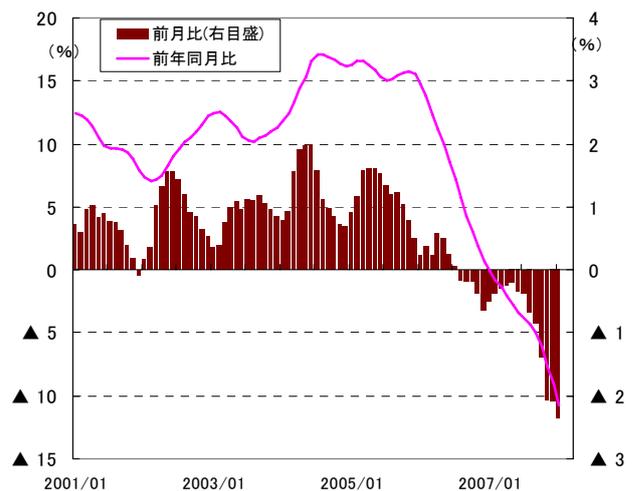
S & P社発表の 1 月ケース・シラー全米 20 都市住宅価格指数は、前年同月比▲10.7%の下落（12 月は▲9.0%）となり、過去最大の下げ幅を更新した。前月比では▲2.4%（12 月は▲2.1%）の下落だった。同指数は、前月比では 2006 年 8 月以降、前年比では 2007 年初以降マイナスを続け、月を追う毎にマイナス幅を拡大させており、底打ちの気配が見られない。

なお、20 都市のうち前年比で上昇したのは 1 都市（ノースカロライナ州シャーロット）だけで、他はすべて下落した。最大の下落幅を見せたのはマイアミ（前年比▲19.3%）で、その他ロスアンゼルス（同▲16.5%）等の下落率が大きく、半面、ニューヨーク（同▲5.6%）、ボストン（同▲3.4%）等、北東部の下落率は比較的緩やかだった。

また、OFHEO が新規に始めた月別住宅価格指数は、1 月は前月比▲1.1%、前年同月比▲3.0%の下落となった。OFHEO 価格指数は、フレディマック、ファニーメイ等から提供されるデータベースを基本とするため、同機関の買取り対象であるコンフォーミングローンが中心となり、全米ベースの広域な指数となる半面、高価格物件の影響を排除したものとなっている。

(住宅販売の詳細は、経済・金融フラッシュ 3 月 27 日号を参照下さい)

(図表 11) ケース・シラー20 都市住宅価格指数の推移



(資料) S&P 社、月別、%

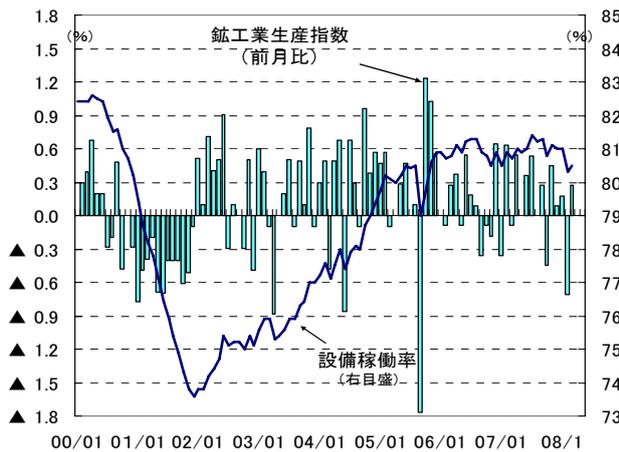
(生産部門・雇用の動向)

● 2月新規耐久財受注は連月の下落を見せるも、3月鉱工業生産はやや上昇

3月の鉱工業生産指数は前月比0.3%(2月同▲0.7%)、市場の予想は▲0.1%であり、予想外の上昇となった。製造業は同0.1%(2月同▲0.5%)とプラスに転じたが、業種別では、構成比が25%と大きいエネルギー産業が同0.8%(2月同▲1.3%)と持ち直し、ハイテク産業(構成比4.3%)は同2.6%(2月同2.0%)と伸び率を高めた。半面、自動車(構成比5.1%)が前月比▲5.4%(2月同▲1.3%)と3ヵ月連続の低下となるなど、悪化が目立った。製品別では、原材料が同0.5%(2月同▲0.5%)、最終財が前月比0.2%(2月同▲0.9%)とプラスを回復した(図表12)。

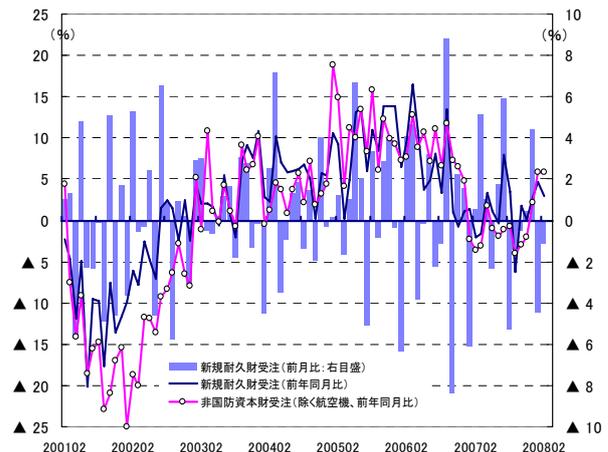
一方、3月の設備稼働率は80.5%と2月(80.3%)から上昇し、市場予想(80.3%)を上回った。製造業が78.5%(2月78.6%)とやや低下、業種別では自動車が66.8%(12月70.7%)と急速な低下を見せた半面、ハイテク産業は80.0%(2月79.1%)と80%台を回復した。なお、長期的な平均稼働率水準(1972~2007年の平均81.0%)を2ヵ月連続で下回っている。

(図表12) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表13) 新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

2月新規製造業受注は前月比▲1.3%(1月同▲2.3%、以下も前月比)と2ヵ月連続で減少した。新規耐久財受注が▲1.1%(1月▲4.4%)、非耐久財が▲1.5%(1月0.0%)といずれも減少となった。業種別では、空調機器(▲36.1%)、建機(▲25.6%)等の減少により機械部門が▲12.3%(1月0.0%)と大幅なマイナスに転じたが、民間航空機5.1%(1月▲30.3%)や船舶46.1%(1月5.5%)などの増加で運送機器が1.8%(1月▲12.3%)とプラスに転じるなど、まちまちの動きとなった。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)は同▲2.4%(1月同▲1.0%)と連月のマイナスとなった。

一方、前年同月比では耐久財受注が3.0%(1月4.7%)と伸びを縮めたが、非国防資本財受注(除く航空機)は5.9%(1月同5.9%)と横ばいの伸びが続いた(図表13)。

なお、12月の製造業在庫は前月比0.5%(1月は同1.3%)、出荷が前月比▲2.1%(1月は同1.1%)と減少したため、製造業の在庫/出荷倍率は1.27(1月1.24)と上昇した。

### ● 3月雇用者は、8.0万人減と5年ぶりの減少幅に

米労働省発表の3月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲8.0万人と、市場予想の5万人減を下回り、2003年3月（同▲21.2万人）以来5年ぶりの減少幅となった。製造業では前月比▲4.8万人と21ヵ月連続で減少を見せ、建設業でも同▲5.1万人と9ヵ月連続で減少が続く中、サービス部門が同1.3万人(2月0.6万人)と増加数が低迷したことが大きい(図表14)。

製造業の雇用減の拡大には、自動車の▲2.42万人減の影響が大きかった。また、サービス業について業種別の内訳を前月比で見ると、増加を続ける部門（教育・ヘルスケア、レジャー、政府部門）と、減少を続ける部門（小売・卸売業、運輸・倉庫、金融、派遣業）とに明暗がはっきりしているのが特徴となっている。

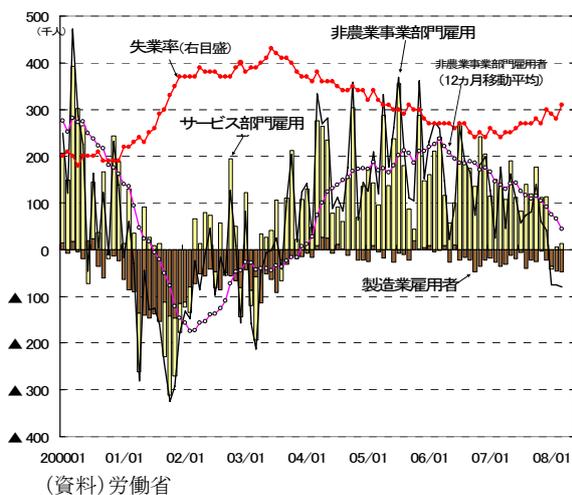
なお、3月の時間あたり平均賃金(民間)は17.86ドル（前月比0.28%）と前月(同0.34%)から伸びがやや低下し、前年同月比でも3.60%と前月（同3.73%）から伸びを低下させた。

一方、3月の失業率は5.1%と前月(4.8%)や市場予想（5.0%）を上回った。同水準は2005年9月以来2年半ぶりの高水準となる。なお、週平均の労働時間(民間)は33.8時間と前月(33.7時間)からやや増加している。

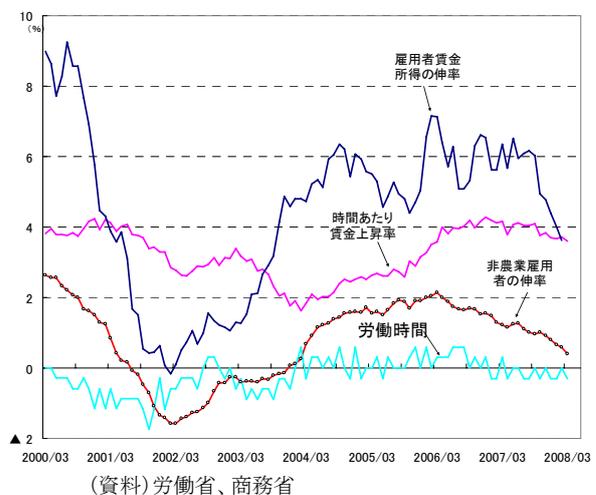
なお、例月同様過去2ヵ月に遡って改定が行なわれ、1月分が▲2.2万人から▲7.6万人減へ、2月分が▲6.3万人から▲7.6万人減へと直近2ヵ月では差引き▲6.7万人の下方修正が行なわれた。これにより今年1-3月期の月平均雇用増減は▲7.7万人となり、累計でも▲23.2万人となった。前10-12月期の月平均8.0万人増や2007年の月平均9.1万人増などとの比較でも、急速な減少に転じた形である。米国経済では、昨年まで、住宅不況や原油価格上昇の影響等が景気減速の主要因となる一方、景気が失速に至らないのは、底堅い雇用の持続により堅調な雇用所得の伸びが持続し、個人消費を下支えしていることが大きかった。しかし、1月以降の雇用統計では3ヵ月連続で雇用減が続き、そうした構図が崩れたことが明確化している。

(雇用統計の詳細は、経済・金融フラッシュ4月7日号を参照下さい)

(図表14) 雇用増減の推移(前月比)



(図表15) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(貿易の動向)

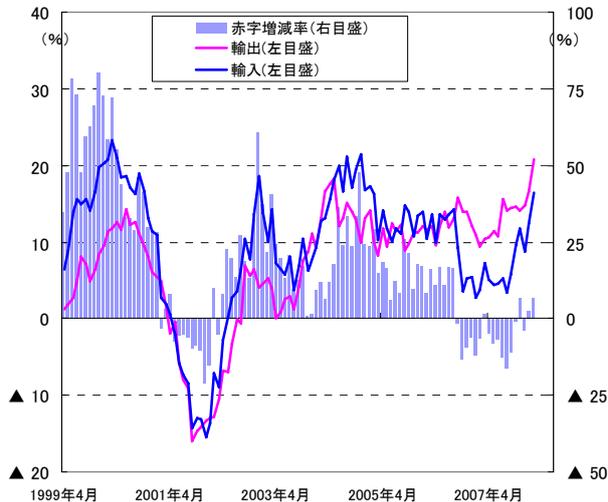
● 2月貿易赤字は、予想外の拡大

2月の財・サービスの貿易赤字は、▲623億ドル(国際収支ベース、季節調整済)と前月(▲590億ドル)から5.7%拡大し、昨年11月以来の高水準となった。前年同月比の赤字額も7.0%の拡大となる。前年同月比で輸出入の動きを見ると、輸出が20.8%、輸入は16.4%の伸びといずれも急伸しているが、輸入の規模が輸出の1.4倍と大きいいため、赤字拡大をもたらしている(図表16)。

こうした輸出の拡大を財別に見ると、食品・飼料等が前年同月比47.4%と突出しており、工業用原材料等が同33.9%と続くなど、最近の価格高騰を反映したものとなる。

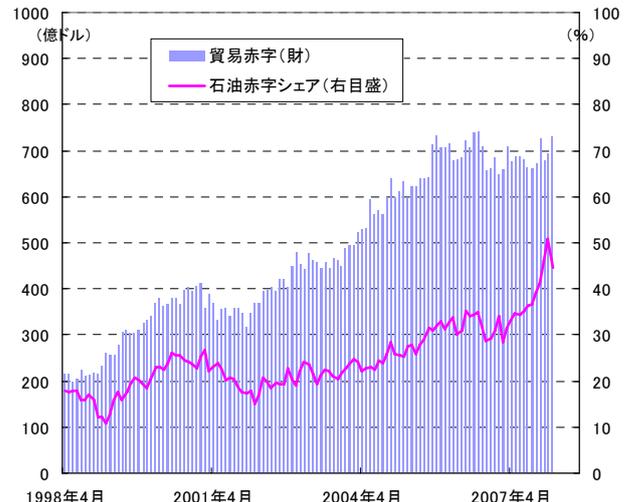
一方、輸入の拡大を財別に見ると、石油・石油製品が前年同月比78.8%と突出している。最近の原油価格高騰の影響が大きく、このため、貿易赤字(財)に占める石油・石油製品の赤字は、1月には50.9%と過半を超える水準に達している(図表17)。

(図表16) 貿易収支の推移(前年同月比、月別)



(資料) 米商務省、国際収支ベース、季節調整済

(図表17) 石油赤字のシェアは一時過半に

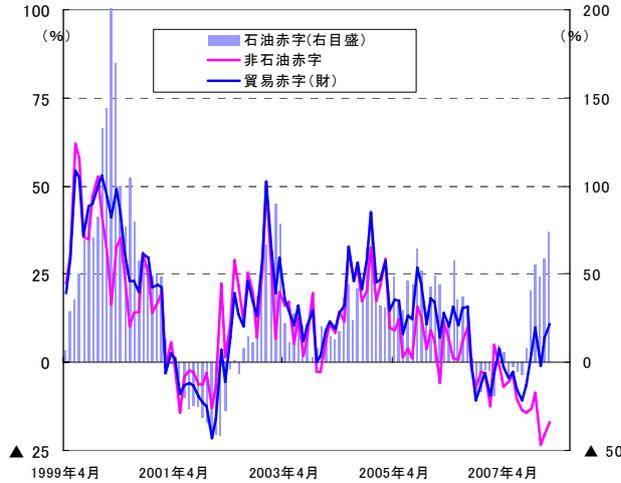


(資料) 米商務省、通関ベース(季節調整済、サービス除き)

一方、石油輸入の高い伸びに対し、それ以外の財輸入の伸びは前年同月比6.3%に留まる。半面、石油以外の財の輸出の伸びは同18.6%と高いため、その収支(赤字額)は、同▲17.0%と大幅に縮小している。すなわち、石油の輸入増と対照的に、景気減速下でそれ以外の輸入減少が進行している。前回のリセッション時に原油価格が低下して、米国の輸入が一様に減少したのとは異なるが、石油以外の輸入は前回同様減少傾向にある(図表18)。

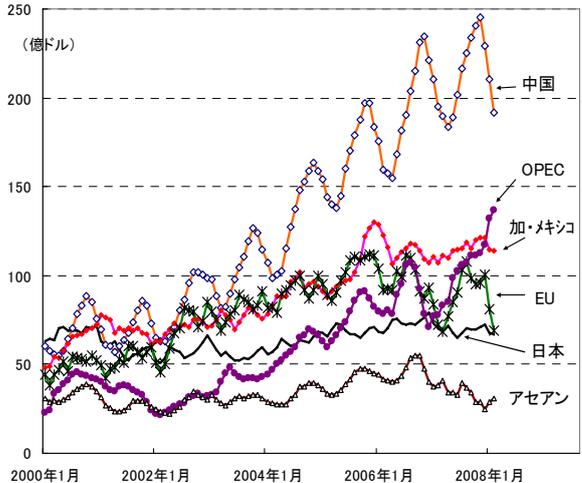
このため、2月の国別貿易収支(通関ベース、サービス除き、季節調整前、以下も同じ)でも、これまでとはやや異なった推移が見られる。対中赤字が▲184億ドルと依然突出しているが、石油輸出を背景に対OPEC諸国が▲132億ドルと2位に急成長し、半面对EUの赤字が▲69億ドルと日本を若干下回る水準に低下した。対中赤字や対EU赤字の減少には、季節的なものがある半面、最近のドル安を背景に米国の輸出が伸張していることも大きな要因と言えよう(図表19)。

(図表 18) 石油以外の赤字は縮小へ(前年同月比、%)



(資料) 米商務省、通関ベース (季節調整済、サービス除き)

(図表 19) 国・地域別貿易収支(月別、3ヵ月移動平均)



(資料) 米商務省、通関ベース (季節調整済、サービス除き)

上記のように最近の貿易統計には価格高騰による影響が大きいですが、実質ベースで見ると違った構図が浮かび上がってくる。輸出(財)の伸びは、実質ベースでは前年同月比同 14.0%となるが、内訳を見ると工業用原材料等が同 19.1%と最も高く、名目ベースで突出していた食品・飼料等は同 11.9%と全体の伸び率を下回る推移に留まる。

一方、輸入を実質ベースで見ると、輸入(財)の伸びが同 3.6%と縮小する中、名目で同 78.8%と突出していた石油・石油製品は同 9.6%の伸びに留まる。このため、実質ベースでは、輸出の伸びに比べて輸入の伸びが相当小さくなり、実質ベースでの赤字(財)も、前年同月比▲10.5%と大きく減少している。これにより、景気下ぶれが懸念される中、純輸出が景気下支え要因となる構図は、1-3月期も持続するものと思われる。

(物価の動向)

●エネルギー価格上昇で、PPIが上昇傾向を強める

最近の物価の動向を見ると、3月CPI(消費者物価)は、前月比0.3%(2月同0.0%)と上昇、エネルギーが同1.9%(2月▲0.5%)、航空運賃の上昇等で運賃が同0.7%(2月▲0.7%)とそれぞれ反転上昇となったこと等が影響した。また、エネルギー・食品価格を除いたコアCPIも前月比0.2%(2月同0.0%)と上昇した。CPI・コアCPIとも市場予想と同じだった。

前年同月比ではCPIが4.0%(2月同4.1%)へ低下したものの、コアCPIは2.4%(2月同2.3%)と上昇した。コアCPIの内訳では、エネルギー財(36.0%)の上昇で財物価が5.3%の上昇となる一方、医療費(5.0%)上昇等によりサービス物価は3.5%の上昇となった(図表20)。

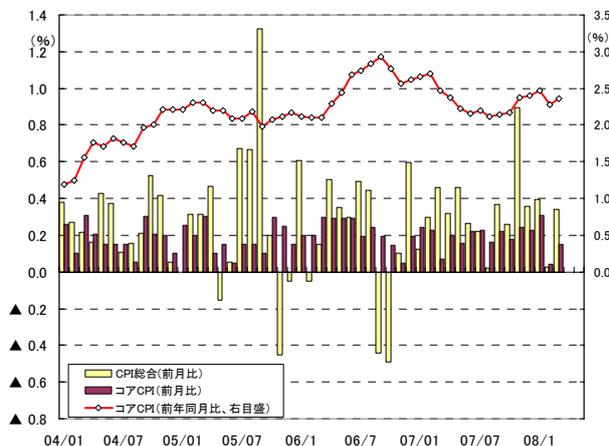
3月PPI(生産者物価、最終財)は前月比1.1%と前月(同0.3%)から大きく上昇、市場の予想(0.6%)を上回った(図表21)。エネルギー価格が同2.9%(前月0.8%)、食品価格が同1.2%(前月▲0.5%)、と上昇したことが大きい。半面、コアPPIは同0.2%と前月(同0.5%)から伸

びを低下させた。前年同月比では、PPIは6.9%（2月6.8%）とやや低下したが、コアPPIは2.8%（2月2.5%）と前月から上昇、2005年7月（2.9%）以来の高水準となった。

なお、1-3月期のPPIは前期比年率10.2%と前10-12月期11.5%に続き二桁の伸びとなった。これは、主にエネルギー価格の上昇（1-3月期同22.5%、10-12月期同44.1%）によるが、消費者向け食品価格の上昇（1-3月期同10.1%、10-12月期同9.6%）によるところも小さくはない。また、コアPPIについては1-3月期同5.5%と高水準にあり、10-12月期同2.6%、7-9月期同1.9%等から3四半期連続で伸びを高めるなど警戒を要する状況にある。

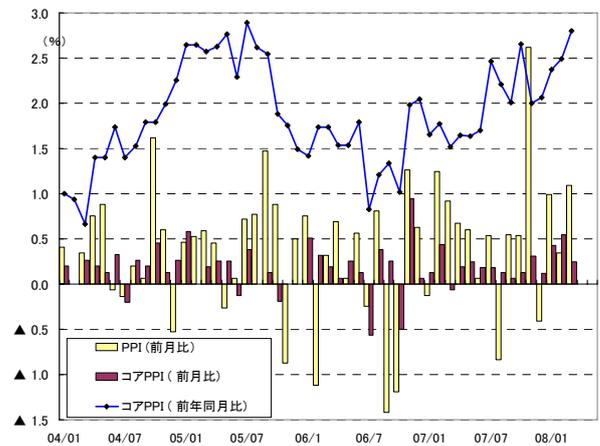
今後の物価については、最近の原油価格高騰の影響を織り込んでいくこととなるが、半面、景気減速による需要減もあって、最終製品への価格転嫁は遅れ気味である。原油価格次第の面は拭えないものの、原油価格が落ち着けば、物価も伸びを縮めることとなる。

（図表 20）消費者物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

（図表 21）生産者物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

（金融政策の動向）

●FRBは、4月も利下げ持続の公算

FRBは、3/18日開催のFOMC（米連銀：連邦公開市場委員会）でFF目標金利を0.75%引下げ2.25%とすることを決定した。FF目標金利は、1月中に緊急FOMCを含め2回、計1.25%の大幅な利下げを実施したが、景気の下ぶれリスクを警戒し、3月も大幅利下げに踏み切った。昨年からの累計では、9/18日0.5%、10/31日0.25%、12/11日0.25%の計1%を併せて、合計3.0%の引き下げとなる（図表 22）。

FOMC直後に発表された声明文では、経済活動の一層の落ち込みと金融市場の緊張、信用収縮の動きを指摘し、今回の決定は、市場の流動性確保、成長促進、経済活動のリスクの軽減のためにこれまでに取られた一連の施策と一体のものであるとした。

この点、4/8日に公表された3月FOMCの議事録では、「参加者の多くが、上半期の経済活動の下降の可能性を指摘し、また、景気の先行きには相当な不透明感があり、数人の委員は、住宅価格の下降や金融市場の緊張が一層厳しいものとなり、予想以上に景気下降が長引くこと等に

懸念を表明した」との認識のもとに、「短期金利の低下が経済の活性化や金融の緊張を緩和する助けとなる」と判断していた。

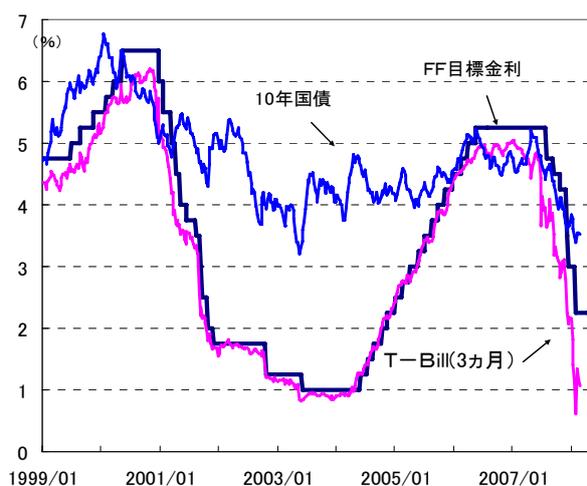
前々回1月に実施した一連の利下げは、リセッションへの警戒が強まる中、サブプライム関連でシティバンクやメリルリンチ等が巨額の損失を計上、NY市場のみならず世界的な株価下落が進む中で決定された。その後、米国経済実態がさらに悪化、リセッション入りの確率を強める中、3/11には緊急声明を出し、昨年12月に続く海外主要中央銀行との協調資金供給を発表した。また、FOMCの直前にはFRBがベア・スターンズの救済措置を主導するなど、個別金融機関の救済に乗り出すと共に、公定歩合の引下げ(3.5%→3.25%)を決定し(3/16)、金融市場の緊張という面でも、1月以上のものとなっていた。

今月末には、再びFOMCが開催される。前回FOMC以降に発表の経済指標では、雇用の減少が続くなど、景気の下ぶれリスクはさらに高まりつつある。また、再び大手金融機関の決算(1-3月期)を迎えつつあり、1月と似た状況にもある。利下げ持続の可能性は高く、その幅は、金融機関の決算も踏まえた市場の反応とも密接に関連したものとなる。

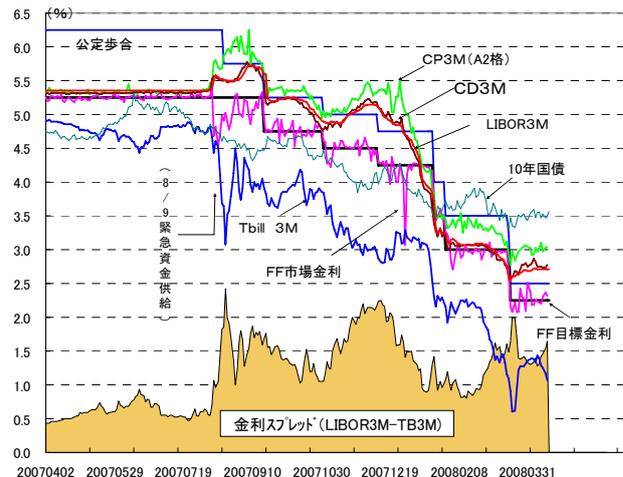
なお、FOMCに先立ち4/16に公表されたページブックでは、「米経済は前回のレポート時より弱まっている」として、景気認識を一段下方修正するなど、利下げの持続を示唆するものとなった。地域別では、9地区で経済活動の減速を指摘し、ボストン等の3地区が強弱混在(横ばい)とした。銀行業務については「個人部門での停滞が広がった」とする一方、インフレに関しては、「全ての地区で仕入れ・販売価格の上昇が続き、特に食品、エネルギー、原材料等での価格上昇が高まったが、仕入れコストほど販売価格が上昇せず、企業のマージンは縮小している。また、賃金は全ての地区で横ばい、ないし微上昇に留まった。」としている。

(3月FOMCの詳細は、経済・金融フラッシュ3月19日号を参照下さい)

(図表22)FF目標金利と長短金利推移(週別、%)



(図表23)米短期金利の推移(日別、%)



(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)