

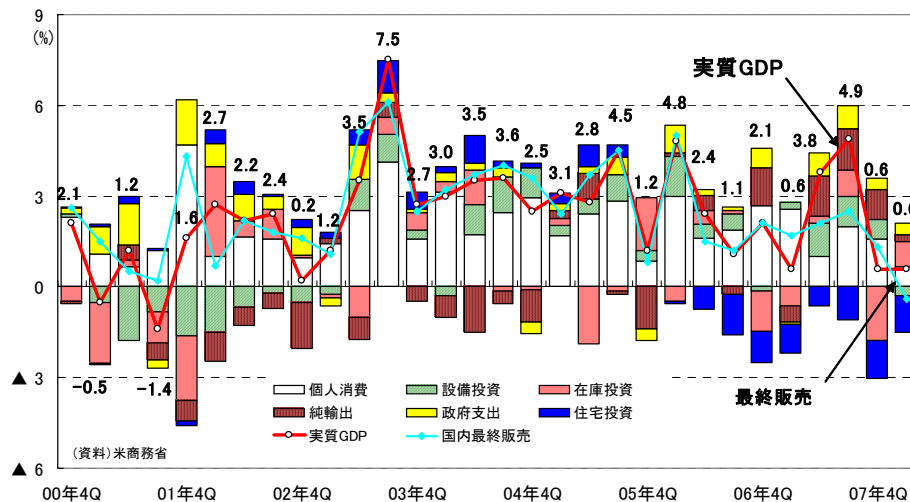
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～スタグフレーション懸念を強める展開に

- 1-3月期実質GDPは前期比年率0.6%（速報値）とプラスを維持した。ただし在庫投資の下支え要因が大きく、在庫・純輸出を除いた国内最終販売が16年ぶりにマイナスとなるなど実態は景気後退に近いものと言えよう。
- 足元では原油価格の高騰が進み、スタグフレーションへの懸念が強まっている。半面、サブプライム問題の影響を受けた住宅市場や、原油価格高騰の影響が強い自動車を除くと、景気停滞の中にも底堅さが窺われ、下半期については、リファンド（減税還付金）の実施や利下げ効果で景気持ち直しが期待されている。ただし、減税要因は一時的であり、その後の景気失速を懸念する見方は根強い。
- FRBは、成長見通しを大幅に下方修正、4月FOMCで0.25%の利下げを実施した。半面、インフレ見通しは上方修正し、原油価格高騰等によるインフレ圧力の高まりを想定するなど、今後はよりインフレ面に配慮した金融政策への移行が思料される。次回FOMC（6/24・25）に向け、物価指標への注目度が高まろう。

(図表1) 1-3月期GDP(速報値)は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〕

#### ●米経済の減速が進む中、原油価格高騰が不透明感を増幅

足元の米国経済は、サブプライム問題が峠を越えたとの見方が広がる中、原油価格高騰が止まらず、その動向が注目を集めている。これまでも原油価格の上昇は、ガソリン価格上昇等を通じて米経済に大きな影響を与えてきたが、景気不振のなか、企業は価格転嫁を抑制し、物価への跳ね返りは限定されたものとなっていた。しかし、新興国等の需要増やアナリスト予想の相次ぐ将来価格の引き上げ等を背景にした最近の原油価格の急上昇により、一時的な高騰との見方が揺らいでいる。一時的との見方が薄らぐのであれば、これまで抑制されてきた価格転嫁の動きを加速することになる。これによってインフレ懸念が高まれば、これまで景気下ぶれリスクを重視して金融緩和を進めてきたFRBへの金融政策にも影響しよう。

既に発表された経済指標を見ると、1-3月期実質GDP速報値が前期比年率0.6%のプラスとなったが、販売不振で積みあがった在庫増の寄与（同0.81%）がなければマイナスに陥っていたわけで、実態は後退に近い状況と見られる。4月以降の経済指標では、ガソリン高騰の影響が大きい自動車販売が4月に年率1446万台とほぼ10年ぶりの低水準に落ち込んだ。サブプライム問題の影響の大きい住宅市場でも、深刻な販売不振が続き、住宅価格は下げ止まりの動きが見られない。マクロ的な経済統計の中でも重要視されている雇用統計では、年初から4ヵ月連続で非農業事業部門の雇用者減が続き、小売売上高でも足踏みの動きが続いており昨年11月の売上高水準を未だに下回っている。

全般的に景気悪化が進んでいると見られるが、深刻な悪化を見せる住宅と自動車を除いて各経済指標を見ると意外な底堅さも窺える。雇用統計では、1月以降3月まで8万人前後のマイナスが続いたが4月は2万人減に留まったが、さらにマイナスの大きかった建設・自動車を除くとプラスに転じる。4月小売売上高は前月比0.2%減となったが自動車・ガソリンを除くと同0.6%と4ヵ月連続の増加となる。1-3月期GDPでは住宅投資の寄与度が▲1.23%に達し、全体を引き下げたが、堅調な輸出で純輸出が昨年4-6月期以降1年間に亘ってプラスの寄与度が続いている。

このように、住宅と自動車を除いた米国経済では、なお底堅さが窺えるが、その背景としては、ブッシュ政権の景気対策であるリファンド（減税還付金）が既に開始され、また昨年9月以降3.25%幅の利下げ実施により、下半期以降その効果が期待されていることが挙げられよう。先々の回復が見込まれる中では、景気はそれほどには落ち込まない。景気下降を緩和するという点においては、政府・議会、FRBの一体化した景気対策が効を奏したと言えよう。

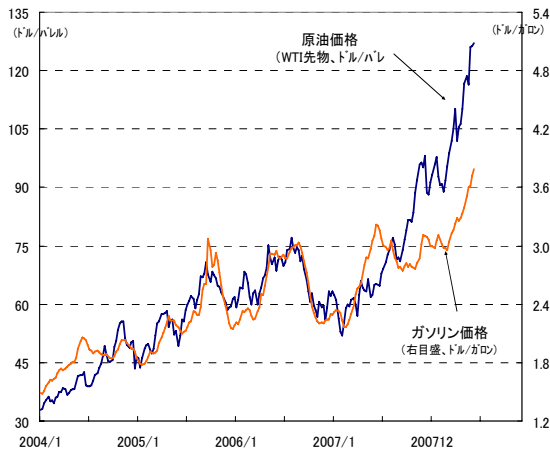
#### ●下半期以降の景気の鍵を握る住宅市場の動向

もともと、還付金の効果は一時的である。そうした効果が利いている間に景気が持ちなおさな

ければ、再び失速しよう。これまで一時的と見られていた原油価格の高騰は、上記のようにしばらく高止まりの状況が続くとの見方に転じつつあり、また、サブプライム問題がくすぶる中、住宅市場が底を打つのも来年にずれ込みそうな情勢にある。住宅販売の不振が続けば、住宅価格の下落が続き、折からのガソリン価格上昇と相まって消費に抑制的に作用し、政策効果を相殺することになりかねない。市場の懸念は、還付金実施後の景気の失速に移行しつつある。その場合、住宅市場の底打ちと原油価格が下半期から来年にかけての景気を左右する可能性が強く、引き続きそれらの動向には注目したい。

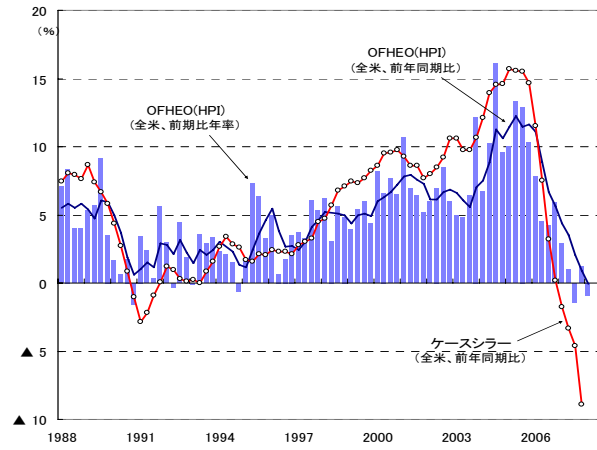
なお、1-3 月期 OFHEO 住宅価格指数は前年比▲0.03%（前期比年率▲0.91%）に留まったが、最大の不動産市場を抱えるカリフォルニア州では前年比▲10.6%まで下落、また、高額物件を含むケースシラー指数では 10-12 月期に前年比▲8.9%まで下落している。OFHEO 指数はこれまで前年比ではマイナスを記録したことがなく、今後はどの程度のマイナスまで落ち込むかが米国景気持ち直しの鍵ともなる。

(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

(1-3 月期 GDP の概要)

●在庫投資が成長率を下支えるも、経済実体は数値以上の悪化

4 月 30 日に発表された 1-3 月期実質 GDP(速報値)は、0.6%（前期比年率：以下も同じ）となり、10-12 月期の 0.6%と同値で、直前の市場予想 0.5%を上回った。もっとも、主要項目では、個人消費が 1.0%と前回リセッションの 2001 年 4-6 月期（1.0%）以来約 7 年ぶりの低水準、設備投資が▲2.5%と 2004 年 1-3 月期（▲2.5%）以来 4 年ぶりの低水準、住宅投資が▲26.7%と 1981 年 10-12 月期（▲35.1%）以来約 26 年ぶりの下落率となるなど、いずれも前 10-12 月期を大きく下回るか、記録的とも言える低水準に落ち込んだ。

半面、在庫投資の寄与度が 0.81%と 10-12 月期▲1.79%から大きく反転し、今回 GDP を押し上げた。また、純輸出は、寄与度が大幅に縮小した（前期 1.02%→0.22%）ものの、なお成長率に寄与し、政府支出は寄与度 0.39%（前期は 0.38%）と安定的な推移を見せた。

一方、内需の強さを測る国内最終販売（GDP から純輸出と在庫投資を除いたもの）は、前

期 1.3%から▲0.4%に低下、最終販売がマイナスとなったのは91年10-12月期(▲0.4%)以来16年ぶりのことであり、実体経済の悪化は否めない(図表1)。1-3月期GDPは、今年に入ってからサブプライム問題の深刻化と金融市場の混乱、ガソリン価格の高騰等を受けた経済指標の悪化等により、当初はマイナス観測が多かった。結果として、在庫投資の寄与により下支えされた形となったが、主要項目の状況を見ると、実態的にはリセッションと変わらないと言えよう。なお、リセッション判定については、全米経済研究所(NBER)により、通常、リセッション入り後半年以上経過した後、雇用、生産、売上高、所得等を重視して行なわれる。

なお、FRBの注視している個人消費のコア(エネルギー・食品除き)価格指数は、前期比年率2.2%と10-12月期(2.5%)から伸びを低下させ、前年比でも2.0%(10-12月期は2.1%)に低下するなど、FRBの好ましいとするレンジ(1~2%)の上限にある。最近の原油価格高騰の影響が懸念されるため、今後はより注目されよう。

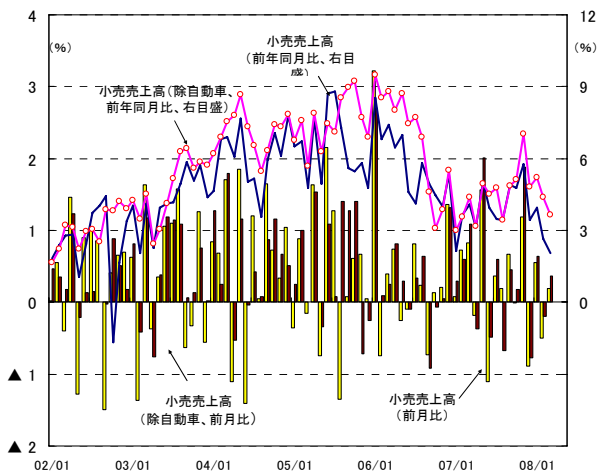
(1-3月期GDPの詳細は、経済・金融フラッシュ5月1日号を参照下さい)

(消費の動向)

● 4月小売売上高は、前月比▲0.2%と減少

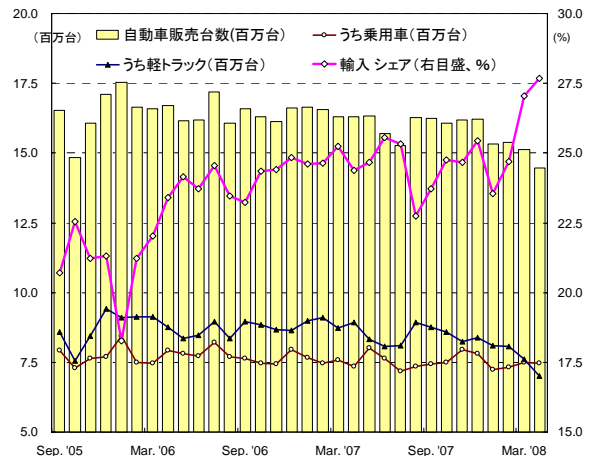
4月小売売上高は、前月比▲0.2%と3月同0.2%から減少に転じ、市場予想に一致した。また、自動車販売は同▲2.8%(3月同▲0.5%)と減少幅を拡大しており、自動車を除いた小売売上高では前月比0.5%(3月同0.4%)と前月の伸びを若干上回る(図表4)。項目別で前月比の伸びが高かったのは、建設資材等(1.9%)、電気製品(1.4%)等で、半面、マイナス幅が大きかったのは、自動車販売以外では、ガソリン(▲0.4%)等となる。

(図表4) 小売売上高の推移



(資料)米商務省

(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

前年同月比では、小売売上高2.0%(3月同2.0%)と2002年11月(同1.7%)以来の低水準が続く一方、同自動車販売除きでは4.5%(3月同3.6%)と伸びを回復した。項目別では、価格上昇の影響の大きいガソリンの伸び(16.3%)が突出している半面、自動車販売(▲7.3%)、

住宅関連の家具（▲5.1%）や建設資材（▲2.0%）等のマイナスが大きく、これらの不振が全体の数値を引き下げている。なお、自動車とガソリン販売を除いた小売売上高を見ると2月の前月比横ばいから、3月は同0.2%、4月同0.6%と持ち直しの動きとなる。

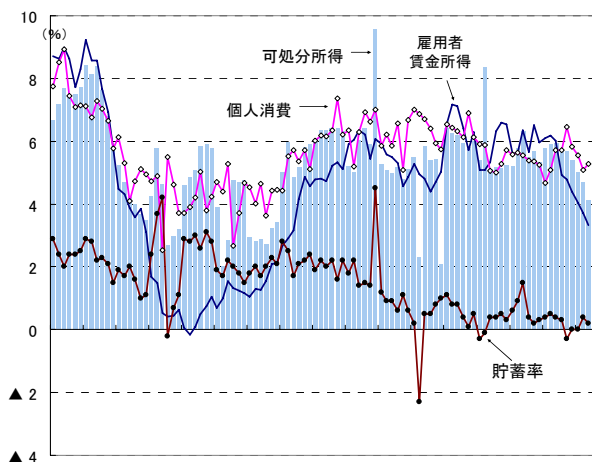
3月の自動車販売を台数ベースで見ると、1446万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1511万台）から▲4.3%の減少と不振が続いている。車種別の内訳では、乗用車が746万台（前月比▲0.7%）と小幅減少の半面、軽トラックが700万台（同▲7.9%）と4ヵ月連続で減少を続け、乗用車を下回った。また、国産・輸入別では、国産車が1046万台（同▲5.2%）と5ヵ月連続で減少、一方、輸入車は400万台（同▲2.1%）と小幅減少に留まったため、輸入車の販売シェアは27.7%と上昇し、過去のピークを更新した（図表5）。なお、会社別では、部品メーカーのストの影響を受けたGMが前年同月比▲16.2%（オートデータ社）、フォードも同▲12.1%と大幅な減少となった半面、日系の三大米国販売会社は増加を見せた。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目立った。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、1500万台前後へと下方修正（2007年1610万台）するアナリストが増加する中、ガソリン価格の高騰で、4月はさらに下回る結果となっている。

● 3月個人消費は、前月比0.4%と回復

3月の個人消費は前月比0.4%（2月は同0.1%）と回復した。所得面では、賃金所得が同0.5%（2月同0.3%）と伸びを高めたが、可処分所得は同0.3%（2月同0.5%）と低下した。このため、可処分所得比の貯蓄率は0.2%（前月0.4%）と低下した。

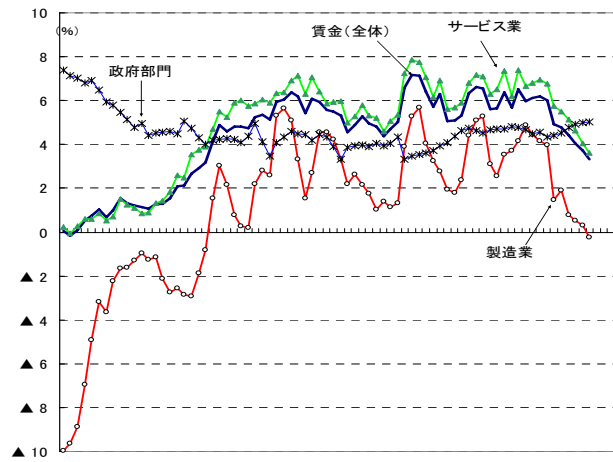
前年同月比では、個人消費が5.3%（2月同5.1%）と4ヵ月ぶりに伸びを高めた。しかし、所得面では、賃金所得が同3.3%（2月3.7%）と7ヵ月連続で伸び率を低下させており、このため、可処分所得も同4.1%（2月4.7%）と6ヵ月連続で低下するなど消費の先行きを懸念させる状況となっている（図表6）。

(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3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▲0.2%（2月同0.3%）と2003年9月以来のマイナスに低下したことに加え、賃金所得全体の6割超を占め、賃金所得のトレンドを左右する民間サービス業の伸び率は3.6%（2月同4.0%）と、直近のピークである昨年5月（7.4%）から半減するなど急速な低下が窺われる（図表7）。サービス業の業種別賃金では、雇用の堅調な教育・ヘルスケアやレジャー産業の伸びが高い半面、小売、製造業の伸び率が低位にある。なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、3月は前月比0.2%（2月同0.1%）と上昇、前年同月比でも2.1%（2月同2.0%）と若干伸びを高めた。

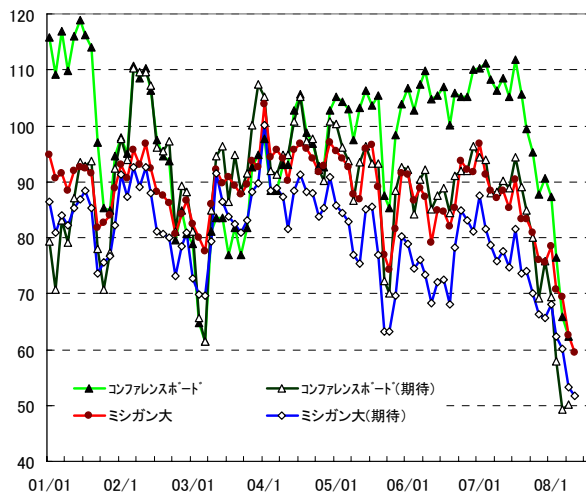
（景況感）

● 5月消費者マインドは、先行き悲観が強まりで記録的な低水準に

5月ミシガン大学消費者マインド（速報値）は59.5と4月（62.6）数値や市場予想（62.0）を大きく下回り、1980年6月（58.7）以来28年ぶりの低水準となった。期待指数も51.7（4月53.3）と下落をみせ、90年10月（50.9）以来の低水準となった。雇用市場や住宅市場の冷え込み、原油価格の高騰等が重なったことが影響したものと思われる（図表8）。

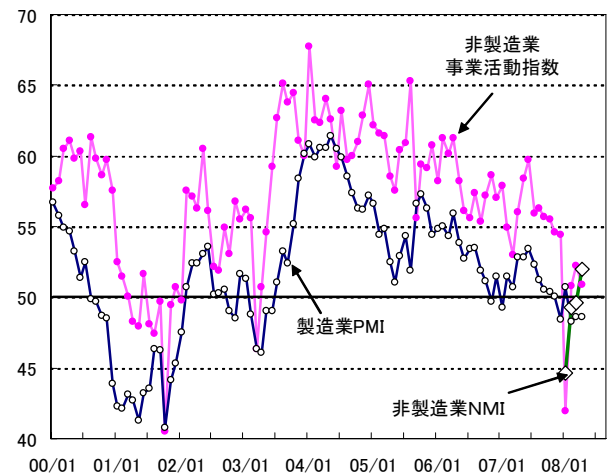
また、4月コンファレンスボード消費者信頼感指数は、62.3と3月（65.9）から低下、4ヵ月連続の低下を見せ、2003年3月（61.4）以来の低水準となった。ただし、3月に49.4と落ち込みの大きかった期待指数は50.1とやや持ち直しの動きを見せている。

（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、製造業が低迷の半面、非製造業が好転し50を上回る

企業のセンチメントを示すISM（米供給管理協会）指数は、4月製造業指数（PMI）が48.6と3月と同値となり、市場予想（48.0）を若干上回った。しかし、製造業の拡大・縮小の分

かれ目とされる 50 は、3 ヶ月連続で下回った。

一方、4月の非製造業指数 (NMI、注: 1月から総合指数として新設) は 52.0 と 3月 (49.6) から上昇、市場予想 (49.1) も上回り 50 台に乗せた。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 50.9 と 3月 52.2 から低下したが、3 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、2月以降は 50 台の水準を回復し、事業活動について「低下した」との回答比率は 1月の 42% から 4月は 18% へと急減少している。

このように、1月より総合指数として新設された NMI 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 を下回っていたが、今回初めて 50 台に乗せた。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、エネルギーコストが上昇するなど、企業環境の悪化により、製造業 PMI は低迷しているものの、非製造業 NMI は市場予想に反して 50 を上回ってきたことで、景気の悪化がそれほど深くはないとの観測を呼ぶ結果となっている。

なお、ISMでは5月6日に半年に一度の企業の購買担当者を対象とした業況見通し調査を発表したが、それによると、製造業では、2008 年の売上高が前年比で 1% 増と 12 月調査 (同 6.8% 増) から急低下、設備投資は同 1% 増 (12 月調査: 同 0.7% 増)、設備稼働率は 78.6% (12 月調査: 同 82.9%) となった。非製造業では、2008 年の売上高が前年比で 2.7% 増と 12 月調査 (同 2.0% 増) から上昇、設備投資は同 2.7% 減と 12 月調査 (同 6.3% 減) から改善、設備稼働率は 85.9% (12 月調査: 同 86.4%) となった。概して、製造業では弱気の見方が急増する形となったが、非製造業では強気の見方が増加気味となるなど、こちらの調査でも対照的な結果となっている。

(ISM 指数の詳細は、経済・金融フラッシュ 5 月 7 日号を参照下さい)

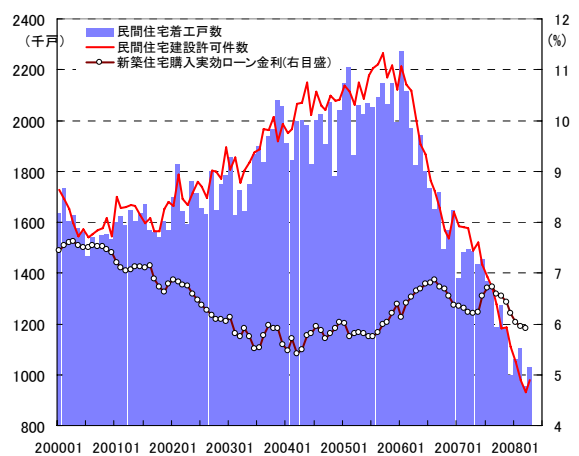
### (住宅市場の動向)

#### ● 4月新規住宅着工・許可件数が増加、今後の動向は販売市場の回復次第

4月新規住宅着工件数は、年率 103.2 万戸 (前月比 8.2%) と前月 (95.4 万戸) から反転し、減少予想 (93.9 万戸) を覆した。前月の水準は 91 年 3 月 (92.1 万戸) 以来の低水準だった。ただし、太宗を占める一戸建て住宅は年率 69.2 万戸 (3 月 70.4 万戸) と 12 ヶ月連続の減少を続けており、底打ちの兆しが見えない状況が続いている (図表 10)。

一方、先行指標となる住宅着工許可件数は、年率 97.8 万戸 (前月比 4.9%) と増加、市場予想 (同 91.5 万戸) を上回った。こちらは住宅着工と異なり一戸建て住宅・集合住宅とも増加に転じている。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

(図表 10) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 米国商務省

在庫が積みあがりを見せ、業者は在庫が減らない限り建設を抑制せざるを得ない。4月住宅着工は改善したものの、住宅着工の底打ちには販売の回復が前提であり、住宅販売が減少傾向を続けるうちは、大幅な回復は望み薄といえよう。(住宅販売の詳細は、経済・金融フラッシュ4月30日号を参照下さい)

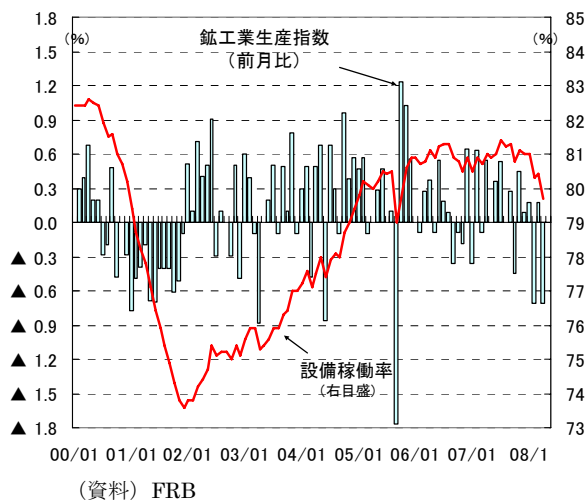
(生産部門・雇用の動向)

● 4月鉱工業生産指数が大幅な低下、設備稼働率は2年半ぶりに80%割れ

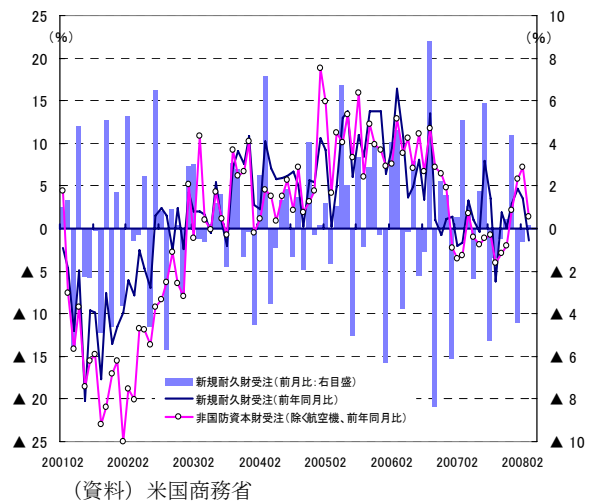
4月の鉱工業生産指数は前月比▲0.7%(3月同0.2%)、市場予想は▲0.3%で予想以上の低下となった。製造業(構成比78.7%)は同▲0.8%(3月同0.0%)となったが、中でも自動車(構成比5.1%)が前月比▲8.2%(3月同▲4.3%)と4ヵ月連続の低下となるなど全体を押し下げた。そのほか、構成比が25%と大きいエネルギー産業が同▲0.1%(3月同0.3%)と低下、ハイテク産業(構成比4.3%)は同1.0%(3月同2.3%)と伸び率を低めた。製品別では、原材料が同▲0.7%(3月同0.4%)、最終財も前月比▲0.8%(3月同0.0%)と低下した(図表11)。

一方、4月の設備稼働率は79.7%と3月(80.4%)から低下し、市場予想(80.1%)を下回った。製造業が77.5%(3月78.3%)と低下、業種別では、鉱工業生産指数と同様に自動車が62.0%(3月67.5%)と大幅な低下を見せ、ハイテク産業は79.5%(3月79.8%)と小幅な低下に留まった。なお、長期的な平均稼働率水準(1972~2007年の平均81.0%)を3ヵ月連続で下回ったこととなるが、今回のように、設備稼働率が80%ラインも下回ったのは、2005年10月以来2年半ぶりのこととなる。

(図表11) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(図表12) 新規耐久財受注の推移



3月新規製造業受注は前月比1.4%(2月同▲0.9%、以下も前月比)と3ヵ月ぶりにプラスに転じた。新規耐久財受注が0.1%(2月▲0.6%)、非耐久財が2.6%(2月▲1.1%)といずれも増加となった。業種別では、空調機器(2月▲36.7%→25.1%)、建機(2月▲27.4%→12.3%)等の好転により機械部門が6.4%(2月▲12.8%)と回復したが、半面、船舶▲23.4(2月70.7%)



などの悪化で運送機器が▲3.2%（2月3.2%）と減少、電気機器も▲6.2（2月2.8%）とマイナスに転じるなど、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▲1.0%（2月同▲1.2%）と3ヵ月連続のマイナスとなった。

一方、前年同月比では耐久財受注が▲1.4%（2月3.5%）と6ヵ月ぶりにマイナスとなり、非国防資本財受注（除く航空機）は1.4%（2月同7.2%）と急速に伸びを縮めた(図表12)。

なお、3月の製造業在庫は前月比0.9%（2月は同0.7%）、出荷も前月比1.1%（2月は同▲1.9%）と持ち直したため、製造業の在庫/出荷倍率は1.27（1月1.27）と横ばいだった。

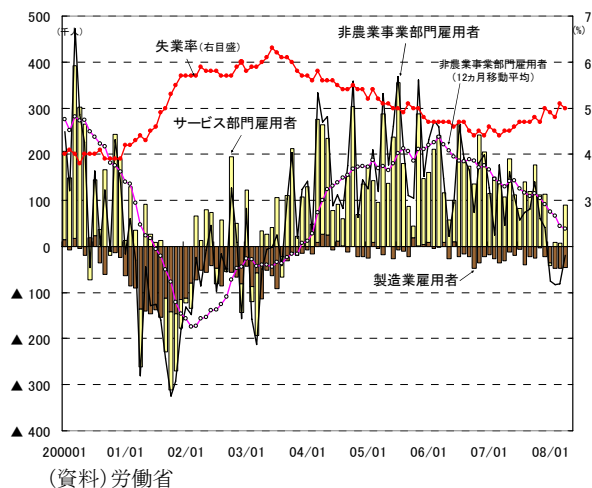
### ● 4月雇用者は、2.0万人減と小幅の減少

4月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲2.0万人と、市場予想(▲8万人)ほど減少しなかった。製造業では前月比▲4.6万人と22ヵ月連続で減少を見せ、建設業でも同▲6.1万人と10ヵ月連続で減少が続く中、サービス部門が同9.0万人(3月0.7万人)と回復したことが大きい(図表13)。

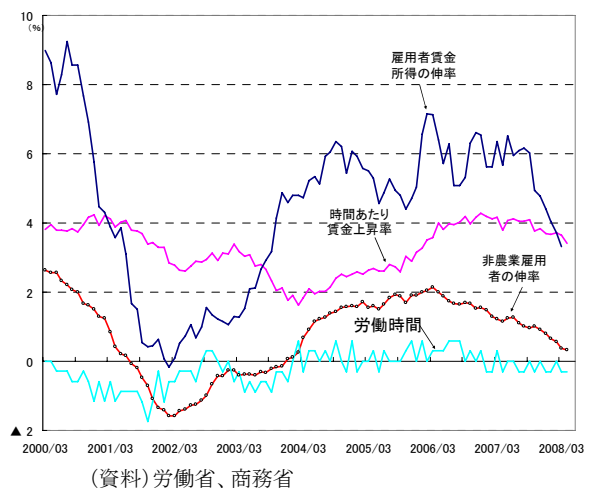
製造業の雇用減には、自動車で▲1.7万人と減少が続いた（3月▲2.5万人）ことが大きかった。また、サービス業について業種別の内訳を見ると、教育・ヘルスケア（前月比5.2万人）、専門事業サービス（同3.9万人）等が増加した半面、小売（同▲2.7万人）、卸売業（同▲1.1万人）等で減少が続くなど業種での明暗が分かれているのが特徴と言える。

なお、4月の時間あたり平均賃金(民間)は17.88ドル（前月比0.06%）と3月(同0.34%)から伸びが低下し、前年同月比でも3.41%と（3月同3.65%伸びを低下させた）。

(図表13) 雇用増減の推移(前月比)



(図表14) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



一方、4月の失業率は5.0%と前月(5.1%)や市場予想(5.2%)を下回った。なお、週平均の労働時間(民間)は33.7時間と前月(33.8時間)からやや減少している。なお、例月同様過去2ヵ月に遡って改定が行なわれたが、2月分が▲7.6万人から▲8.3万人へ、3月分が▲8.0万人から▲8.1万人へと直近2ヵ月では差引き▲0.8万人と比較的小幅の修正に留まった。これにより今年1-3月

期の月平均雇用増減は▲8.0万人、累計では▲24.0万人となった。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は、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、雇用所得の伸び率低下が急であることから、そうした構図が崩れつつあることを示している(図表14)。

(貿易の動向)

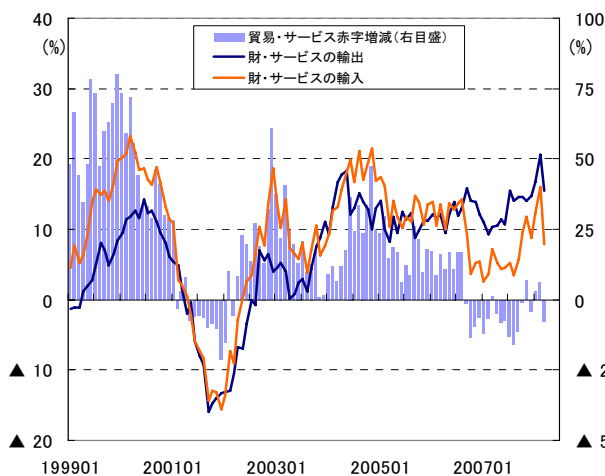
● 3月貿易赤字は縮小へ

3月の財・サービスの貿易赤字は、▲582.1億ドル(国際収支ベース、季節調整済)と前月(▲617.3億ドル)から▲5.7%縮小した。輸出の▲1.7%に対し、輸入は▲2.9%の減少となる。前年同月比の赤字額も▲7.7%の縮小となるが、輸出の15.5%に対し、輸入は7.9%の伸びに留まる。もっとも、輸入の規模が輸出の1.4倍と大きいため、赤字縮小率は輸出の伸び率ほどではない(図表15)。

輸出の拡大を財別に見ると、食料・飼料等が前年同月比59.3%と突出しており、工業用原材料等が同27.8%と続くなど、最近の価格高騰を反映したものとなる。

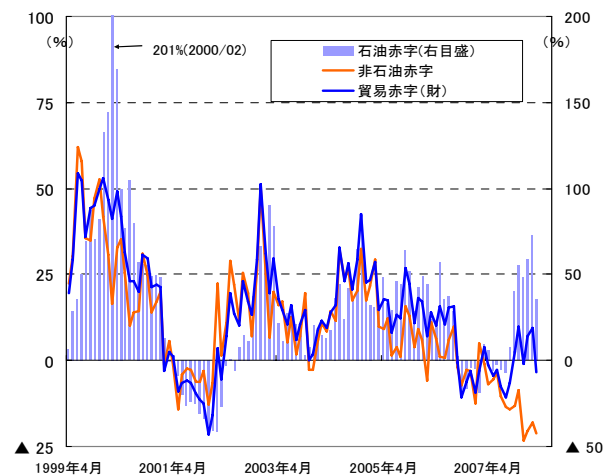
また、輸入の拡大を財別に見ると、石油・石油製品が前年同月比40.9%と突出している。最近の原油価格高騰の影響が大きく、このため、貿易赤字(財)に占める石油・石油製品の赤字は、3月は44.3%に達している。石油輸入の高い伸びに対し、石油以外の財輸入の伸びは、景気減速により前年同月比0.9%に留まる。半面、石油以外の財の輸出の伸びは同12.1%と高いため、その収支(赤字額)は、同▲21.0%と大幅に縮小し、石油の赤字を埋めている。前回のリセッション時に原油価格が低下して、米国の輸入が一様に減少したが、今回は、石油赤字が続き、石油以外の赤字は前回リセッション以上に減少を見せている(図表16)。

(図表15) 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16) 石油以外の赤字が縮小へ(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)

このため、3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傾向が見られる。対中赤字が▲161億ドルと依然突出しながらも縮小の動きに転じ、石油輸出を背景に対 OPEC 諸国が▲141億ドルと中国を急追している。半面对 EU の赤字が▲75億ドルと日本(▲75億ドル)と並ぶ水準に低下した。対中赤字や対 EU 赤字の減少には、季節的要因に加え、最近のドル安で米国の輸出が伸張していることも大きな要因となっている。

(物価の動向)

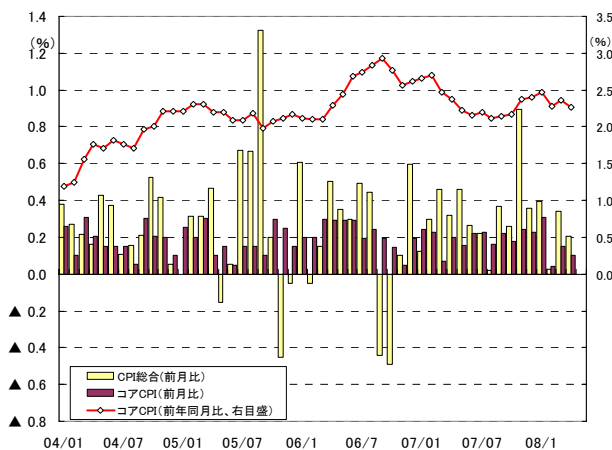
● 4月物価は全般落ち着いた展開の中、コア PPI の上昇が注目を集める

最近の物価の動向を見ると、4月 CPI (消費者物価) は、前月比 0.2% (3月同 0.3%) と前月より伸び率を低下、エネルギー・食品価格を除いたコア CPI も前月比 0.1% (3月同 0.2%) と低下した。CPI・コア CPI とも市場予想(それぞれ同 0.3%、同 0.2%)を下回った。エネルギー価格が同 0.0% (3月 1.9%) と伸び率の低下が大きい一方、食品価格の上昇(同 0.9%、3月 0.2%)が目立った。

前年同月比では CPI が 3.9% (3月同 4.0%)、コア CPI は 2.3% (3月同 2.4%) といずれも伸びがやや低下した。中でもエネルギー財 (22.5%) の上昇が大きく、コア CPI の内訳では、財物価が 0.1% の上昇に留まる一方、医療費 (4.7%) の上昇等によりサービス物価が 3.1% の上昇となった(図表 17)。

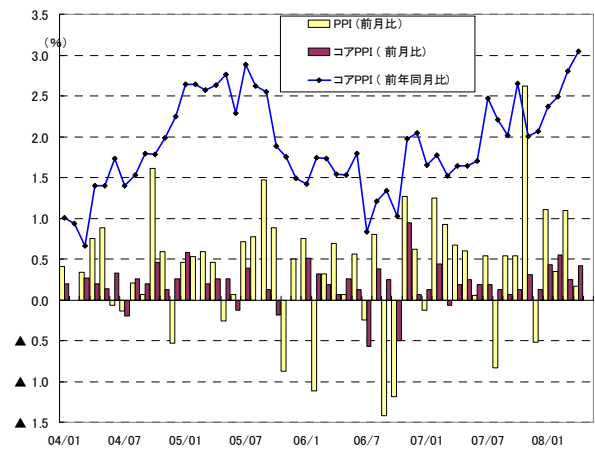
4月 PPI (生産者物価、最終財) は前月比 0.2% と前月(同 1.1%)から大きく低下、市場の予想(0.4%)を下回った(図表 18)。エネルギー価格が同▲0.2% (前月 2.9%)、食品価格が同 0.0% (前月 1.2%)、と低下したことが大きい。半面、コア PPI は同 0.4% と前月(同 0.2%)から伸びを高めた。前年同月比では、PPI は 6.4% (前月 6.9%) とやや低下したが、コア PPI は 3.0% (前月 2.8%) と 5 ヶ月連続の上昇となった。コア指数の 3.0% は、1991 年 12 月 (3.1%) 以来の高水準となり、注目を集めている。

(図表 17) 消費者物価指数の推移 (月別)



(資料) 米労働省

(図表 18) 生産者物価指数の推移 (月別)



(資料) 米労働省

このほか、労働省によれば、PPI(中間財)が前年比 10.5%、PPI(原材料)が同 34.3%と上昇が

激しく、PPI(原材料)では食料・エネルギー除きでも同 7.9%となる。今後、最終財の物価については、こうした原材料高の影響を織り込んでいくこととなる。これまでは、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ったが、最近のコア指数の上昇は、企業の収益圧縮によるコスト吸収がそろそろ限界に近づいているとも受け取られ、今後の物価の動向には留意する状況と言える。

(金融政策の動向)

●4月FOMCは、景気下ぶれリスクの緩和を示唆し0.25%の小幅利下げに留める

4/29・30日開催のFOMC(米連銀:連邦公開市場委員会)では、FF目標金利を0.25%引下げ2.0%とすることを決定した。FF目標金利は、1月以降いずれも大幅利下げ(1月は0.75%と0.5%、3月は0.75%)が行なわれたが、今回は0.25%と昨年12月以来の小幅利下げに留まった。9/18日以降の昨年実施分3回を合わせると、合計7回、引き下げ幅では3.25%となる(図表19)。

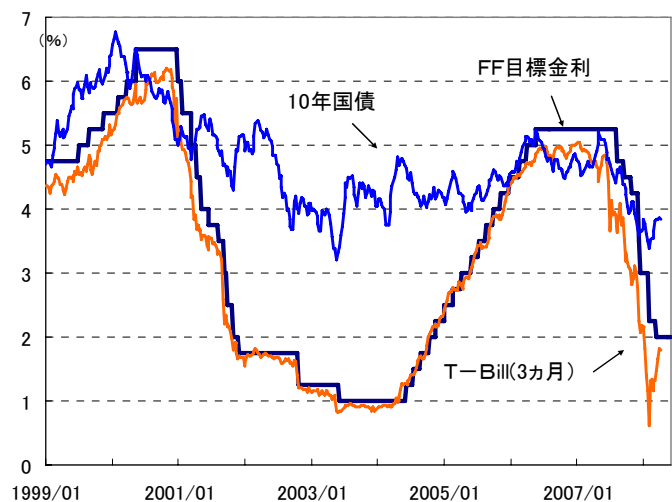
FOMC直後に発表された声明文を見ると、今回の利下げは、これまで取られた金融市場の混乱や景気下ぶれリスク増大への対策の一環としながらも、前回同様2名の委員が据え置きを主張して反対票を投じるなど、依然、委員の間は一枚岩とはなっていない。

注目されるのは、金融政策に関しての記述の中で、前回までの「下ぶれリスクは残されており、持続的な成長と物価の安定に向け、必要とされる機動的な行動をとるつもりである」との表現から、

「下ぶれリスク」と「機動的」との表現を除いたことである。最近のFOMCを振り返ると、3月FOMCの直前にはベア・スターンズの破綻回避措置が取られ、1月の2回の利下げ(うち一回は緊急FOMC)が、シティバンクやメリルリンチ等の巨額のサブプライム関連損失計上により、世界的に株価下落が進む中で決定された状況と比較すると、今回は、それほど金融政策の緊迫度が差し迫ったものではなかった。また、米景気がリセッション入りの可能性を残しながらも、「景気の下ぶれリスク」がやや薄れたことを示唆するなど、その分、利下げ幅も小幅に留まったと言えよう。

なお、利下げ自体については、FOMCに先立ち4/16に公表されたページブックで、「米経済は前回のレポート時点より弱まっている」として景気認識を一段下方修正し、实体经济の弱さを指摘していたことから、大方の予想通りの利下げと言える。

(図表19) FF目標金利と長短金利推移(週別、%)



## ●FRBは経済見通しを下方修正するも、一連の利下げは収束の方向

4月 FOMC 議事録は 5/21 に公表されたが、景気については、「前回 3 月 FOMC 以降の経済指標は、予想された通り経済活動が弱いままであることを示した。金融市場は、なお緊張がみられるものの、落ち着きを取り戻しつつある。多くの委員は、今後数ヶ月、経済が最も弱い局面を迎えると見ており、上半期はわずかながら成長率のマイナスが見込まれるが、下半期は景気対策の効果で回復に向かおう」としている。また、インフレについては、「これまでの結果を見ると、コアインフレは改善したものの、最近のエネルギー・商品価格の上昇により一時的な改善に留まる可能性がある」とし、今後は食料・エネルギー価格の動向によるところが大きいとした。

金融政策については、「F F 目標金利がインフレ率との比較で過去と比較して低水準にあるとの指摘があるものの、現在のような金融市場に逆風が強い局面では正当化されうる。金融・信用市場混乱の中における実質 F F 金利水準の議論は適切とは言えないとの意見があった。また、これまでの金融緩和が十分金融市場の緊張を解きほぐしたものはなっておらず、ほとんどの委員が 0.25% の追加利下げが妥当であるとの見方を取った」としている。

また、「下ぶれリスク」の文言をはずしたことについては「多くの委員は景気の下ぶれリスクが残ると見ているが、一方でインフレ上振れリスクが増幅し、今回の決定がぎりぎりの判断 (close call) であったことを考慮すると、景気の下ぶれリスクのみを強調して、更なる利下げを示唆することは最早適切とは言えない」としている。

利下げに反対した 2 委員については、「最近の食品・エネルギー・商品価格の上昇と実質 F F 金利のマイナス化がインフレ期待を高めると主張したが、プロッサー委員がマネーサプライの急増が十分金融緩和が行なわれた証左と指摘し、フィッシャー委員が利下げはドル安を招き、商品・輸入価格を引き上げ、消費や景気に抑制的に作用すること (adverse feedback loop) を懸念していた」と説明している。

なお、同時に発表された 4 月の FOMC で使われた 2008 年の経済見通しは、1 月との比較では、成長率が 0.3~1.2% (2008 年 10-12 月期の前年比) と大幅に下方修正された一方、失業率が 5.5~5.7%、コア個人消費価格指数が 2.2~2.4% といずれも上方修正された。景気停滞の中でのインフレ上昇を示唆するなどスタグフレーションの傾向を強める見通しだとして、市場にも少なからず影響を及ぼしている(図表 20)。次回 FOMC は 6/24・25 日に開催が予定されている。

(図表 20) FRBの改定経済見通し(中央レンジ,%)

	2008	2009	2010
実質GDP	0.3 to 1.2	2.0 to 2.8	2.6 to 3.1
08/01見通し	1.3 to 2.0	2.1 to 2.7	2.5 to 3.0
07/10見通し	1.8 to 2.5	2.3 to 2.7	2.5 to 2.6
失業率	5.5 to 5.7	5.2 to 5.7	4.9 to 5.5
08/01見通し	5.2 to 5.3	5.0 to 5.3	4.9 to 5.1
07/10見通し	4.8 to 4.9	4.8 to 4.9	4.7 to 4.9
個人消費価格指数	3.1 to 3.4	1.9 to 2.3	1.8 to 2.0
08/01見通し	2.1 to 2.4	1.7 to 2.0	1.7 to 2.0
07/10見通し	1.8 to 2.1	1.7 to 2.0	1.6 to 1.9
コア個人消費価格指数	2.2 to 2.4	1.9 to 2.1	1.7 to 1.9
08/01見通し	2.0 to 2.2	1.7 to 2.0	1.7 to 1.9
07/10見通し	1.7 to 1.9	1.7 to 1.9	1.6 to 1.9

注：失業率以外は各年第 4 Q の前年同期比

(4 月 FOMC の詳細は、経済・金融フラッシュ 5 月 2 日号を参照下さい)