

# Weekly エコノミスト・レター

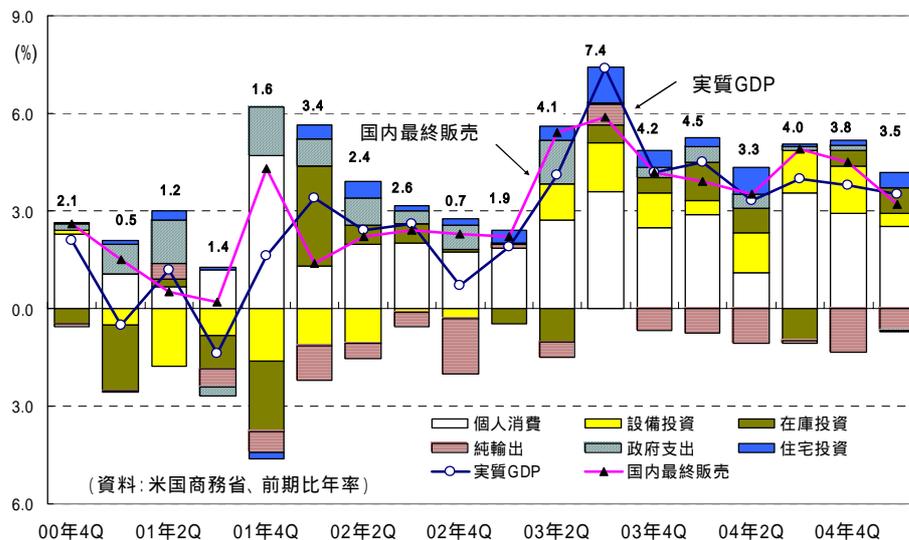
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済見通し～緩やかな減速が続く見込み

### < 米国経済見通し >

1. 2005年の経済環境を見ると、2004年から続く利上げは既に8回実施され、原油価格は引き続き高水準で推移し、減価償却減税が収束するなど、前年に比し景気抑制要因は多い。
2. 昨年、二桁の伸びを見せた設備投資は伸びを低下させると見込まれるが、一方では、雇用の回復による所得増が期待でき、消費支出が景気を下支えしよう。
3. FRBは、インフレへの警戒から金融緩和政策の解除を持続すると見られるが、景気減速への配慮も考えられるため、引き続き金融政策の微妙な舵取りが注目される。
4. 総じて、景気は緩やかな減速にとどまり、2005年の成長率は3.5%、2006年は3.1%の成長が見込まれる。

米国成長率の寄与度内訳推移



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 (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〕～消費支出が経済成長を下支えするも、製造業の鈍化は懸念材料

当初から想定されていたことでもあるが、2005年の経済環境は、前年と比較すると景気抑制要因が多い。2004年に始まった利上げは既に8回実施され、FF金利は計2%引き上げられているし、原油価格は市場の予想以上に高水準での推移を見せている。加えて、減価償却減税が昨年末に終了する等、景気刺激要因にも乏しい。

これまでのところ、足下の景気は底堅い推移が続いていると言えよう。景気減速懸念を増幅させた1-3月期GDPは、その後+0.4%上方修正され3.5%（前期比年率）となり、また、4月の大幅雇用増もあって、今年に入ってから毎月平均雇用増は18万人増と堅調である。雇用増は、個人所得増をもたらすため、当面の消費支出が大きく崩れる可能性は低いと思われる。

一方、製造業を巡る状況は芳しくない。ISM製造業指数は、景況感の分かれ目である50に急接近しているし、受注も一進一退の動きに留まり、設備投資の先行指標とされる航空機除きの非国防資本財受注は伸び悩みの動きに転じている。現下の悪化は自動車産業の生産・在庫調整である程度説明できるとは言え、これまで設備投資を牽引してきたIT投資にも勢いが見られない。こうした状況では、設備投資の伸びには多くは期待できないだろう。

原油価格の再騰は、ガソリン価格の上昇を招き消費に影響を及ぼし始めているが、他の国際商品にも価格上昇が見られることから、今後はより広範囲の物価に影響を及ぼすことが懸念される。既に、生産部門における中間財物価等は上昇していることから、市場ではコア物価への波及を注視している。このため、FRBの舵取りが一段と注目を集めているが、グリーンズパン議長は、今後も小幅の利上げを続ける意向である。当面、景気への配慮を見せながらも、インフレ抑制に向けての利上げが優先されることとなろう。

上記により、2005年は3.5%、2006年は3.1%とし、2004年の4.4%をピークに次第に成長率が低下していく見通しを保持した（図表1）。

(図表1)米国経済の見通し

|           | 単位      | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2004年 |       | 2005年 |      |      |       | 2006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)   | (実)   | (予)  | (予)  | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   |
| 実質GDP     | 前期比年率、% | 4.4   | 3.5   | 3.1   | 4.0   | 3.8   | 3.5   | 3.3  | 3.2  | 3.1   | 3.1   | 3.0  | 2.9  | 2.9   |
| 個人消費      | "、%     | 3.8   | 3.6   | 3.1   | 5.1   | 4.2   | 3.6   | 3.3  | 3.2  | 3.1   | 3.0   | 3.0  | 2.9  | 2.9   |
| 設備投資      | "、%     | 10.6  | 8.8   | 6.4   | 13.0  | 14.5  | 3.5   | 8.7  | 7.6  | 6.3   | 6.1   | 5.7  | 6.3  | 6.3   |
| 在庫投資      | 寄与度     | 0.4   | 0.0   | 0.2   | 1.0   | 0.5   | 0.8   | 0.6  | 0.3  | 0.3   | 0.2   | 0.1  | 0.1  | 0.1   |
| 純輸出       | 寄与度     | 0.6   | 0.6   | 0.1   | 0.1   | 1.4   | 0.7   | 0.1  | 0.2  | 0.2   | 0.2   | 0.0  | 0.1  | 0.1   |
| 消費者物価     | 前年同期比、% | 2.7   | 3.1   | 2.2   | 2.7   | 3.4   | 3.0   | 3.1  | 3.2  | 2.8   | 2.7   | 2.0  | 2.0  | 2.1   |
| 失業率       | 平均、%    | 5.5   | 5.2   | 5.1   | 5.4   | 5.4   | 5.3   | 5.1  | 5.1  | 5.1   | 5.1   | 5.1  | 5.1  | 5.1   |
| FFレイト誘導目標 | 期末、%    | 2.25  | 3.75  | 3.75  | 1.75  | 2.25  | 2.75  | 3.25 | 3.50 | 3.75  | 3.75  | 3.75 | 3.75 | 3.75  |
| 国債10年金利   | 平均、%    | 4.3   | 4.3   | 4.7   | 4.3   | 4.2   | 4.3   | 4.2  | 4.3  | 4.5   | 4.6   | 4.7  | 4.8  | 4.8   |

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

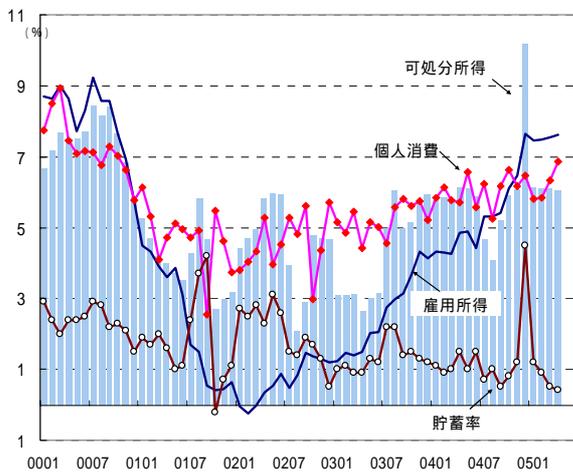
〔消費支出の動向〕

**消費支出は底堅い動きながら、先行きには不安要因も**

消費は、雇用増・所得増加を背景に、概ね底堅さを保っている。FRBの利上げにもかかわらず長期国債金利が一時下ブレの動きを見せるなど長期金利は低位に留まっており、根強い住宅需要を背景に住宅関連の消費が持続していること等も堅調要因と言えよう。ただし、原油・ガソリン価格の上昇、FRBの利上げスタンスの持続等は、今後の消費支出には抑制的に作用する。長期金利が上昇すれば、住宅市場にブレーキがかかり、来年にかけての消費の伸びの鈍化も予想される。大手自動車メーカーの不振によりインセンティブ販売が見直される可能性もあり、消費支出の先行きに抑制要因が多くなりつつある状況は否めない。

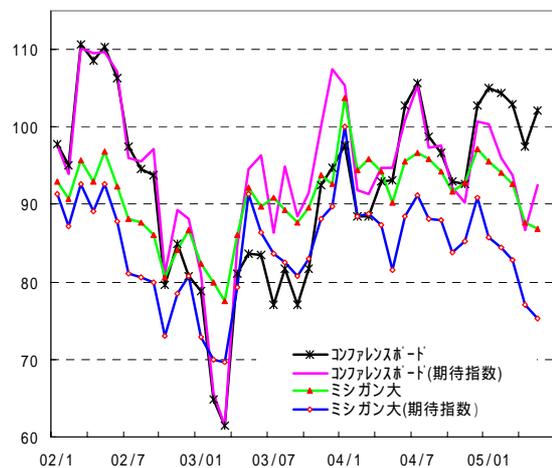
最近の消費関連の経済指標を見ると、4月の個人消費は前月比+0.6%増、3月は+0.6%増から+0.9%増に上方修正され、個人消費は3ヵ月連続の増加となった。前年同月比では、6.9%と2000/10月以来の伸びを回復している。こうした堅調な伸びは、個人所得の伸びに支えられており、個人所得の中心を成す雇用所得は前年同月比+7.6%増と2004/12月以来の7%台の伸びを見せている。ただし、4月は、税支払いの増加により可処分所得の伸びは同+6.0%増と個人消費の伸びを下回ったため、貯蓄率は0.4%とさらに下押し、2001年10月以来の低水準となっている(図表2)。

(図表2)米国:賃金所得の推移(前年同月比、%)



(資料)米国商務省

(図表3)米国:消費者信頼感指数の推移



(資料)Conference Board、ミシガン大学

5月のConference Boardの消費者信頼感指数は102.2と前月の97.5から上昇した。市場では、5月Michigan University消費者マインド指数が、速報ベースで低下していたこと等もあって低下を見込んでいたため、予想外の上昇となった。内訳では、現況指数が116.7(4月113.8)、期待指数が92.5(4月86.7)といずれも上昇し、雇用の改善や自動車購入予定増加が寄与した。

しかし、Michigan University指数の5月確報値では86.9と4月87.7から低下した。現況指数が104.9

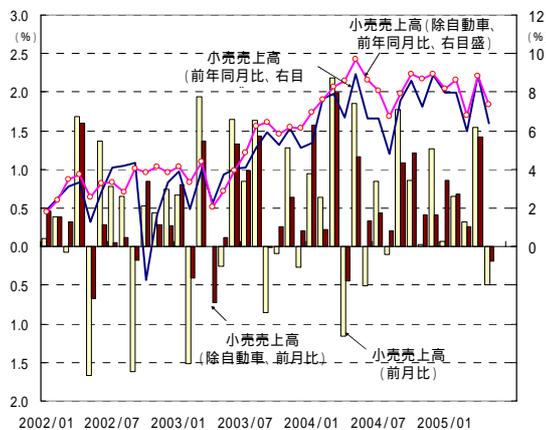
(4月 104.4)と上昇したが、期待指数が 75.3(4月 77.0)と低下するなど、コンファレンスボード指数とは異なり、やや方向感の定めにくい結果となっている(図表 3)。

### 5 月小売売上高は不振

5 月の小売売上高は、前月比 0.5%減、自動車除きでは同 0.2%減と悪化した。市場予想(同 0.2%減)を下回ったほか、昨年 8 月以来の減少となった。ただし、4 月は上方修正(同+1.4%増 +1.5%増)され、5 月の低下は高い伸びを見せた前月の反動要因を含むと思われる。業種別では、増減まちまちの動きとなっており、自動車(同 1.6%減)、ガソリン(同 1.6%減)の減少が大きい他、通信販売等(同 1.1%減)、百貨店(同 0.9%減)、衣料品店(同 0.8%減)等でも減少した反面、その他商店(同+1.4%増)、建築資材(同+0.5%増)、家具(同+0.4%増)等がいずれも連月の増加を見せた(図表 4)。

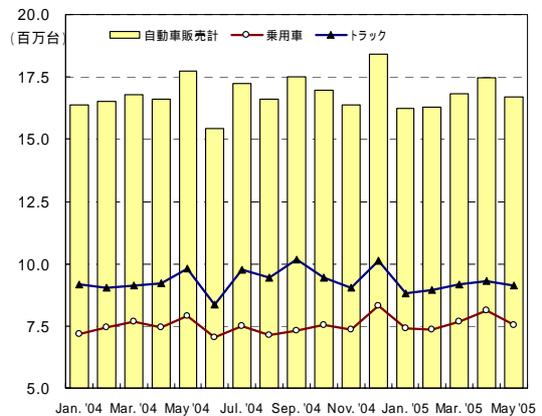
また、5 月の自動車販売(台数ベース)は、1667 万台(年率、オートデータ社調べ)と 4 月の 1746 万台、前年同月の 1771 万台を共に下回った。GM・フォード社は、前年同月比で二桁のマイナスであり、シェアの低下が続いている。自動車業界の調整は長引かないとの見方は多いものの、今後、大手メーカーの一段の生産減・リストラ等が続くのであれば景気面へのマイナスも拡大しよう(図表 5)。

(図表 4)小売売上高の推移



(資料)米商務省

(図表 5)自動車販売の推移



(資料)オートデータ社

### 〔設備・在庫投資の動向〕

#### 2005 年の設備投資は減速へ

2004 年の設備投資は、4-6 月期以降、年率で 2 桁の成長が続き、消費と並んで景気を牽引してきたが、2005 年に入ると 1-3 月期 3.5%と急減速の動きを見せた。1-3 月期については、設備投資に係わる減価償却減税が昨年末で期限切れとなった影響を受けたものと思われるが、今後については、これまで設備投資を押し上げてきた IT 投資の伸びに勢いが見られず、2004 年ほどの設備投資の伸びは期待できない。また、最近の製造業を中心とした経済指標の悪化も設備投資の

鈍化を示唆していると言えよう。

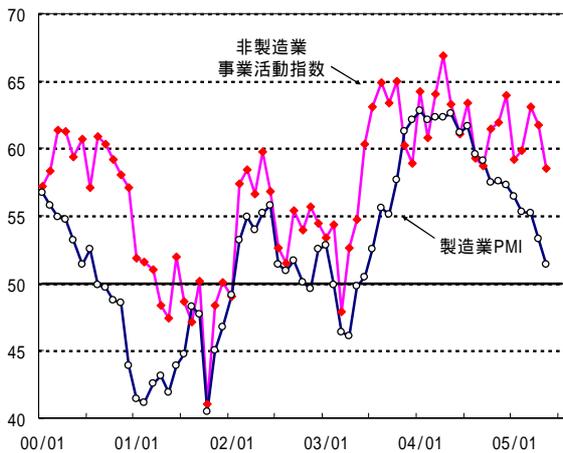
なお、在庫投資は、売上高の伸びが頭打ちとなっており、意図せざる在庫増の局面入りを窺う位置にある。生産・設備投資環境を巡る最近の状況に関しては以下の通りである。

### ISM製造業指数が、6ヵ月連続の下落

企業のセンチメントを示すISM製造業指数(5月)は51.4と前月の53.3から低下し、これで6ヵ月連続の下落となった。景況感の分かれ目である50はなお上回っているとは言え、現水準は2003年6月以来ほぼ2年ぶりの低水準にあり、50割れも視野に入ってきただけに、製造業の一段の減速が警戒される。構成指数でも、新規受注指数(53.7 51.7)、生産指数(56.7 54.9)、雇用指数(52.3 48.8)等、殆どの指数で低下を見せた。

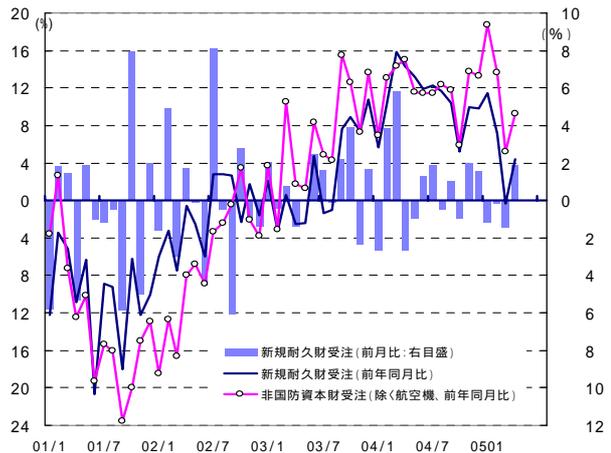
一方、ISM非製造業指数(事業活動指数)も58.5(前月61.7)と下落し、3ヵ月ぶりに60台を割り込んだ。ただし、2003年4月以降連続で50を上回り、水準的には余裕を残しているため、製造業の景況感低下に比べより堅調な状態にあると言えよう(図表6)。

(図表6) ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(図表7)新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 商務省

### 非国防資本財受注(除く航空機)が反転

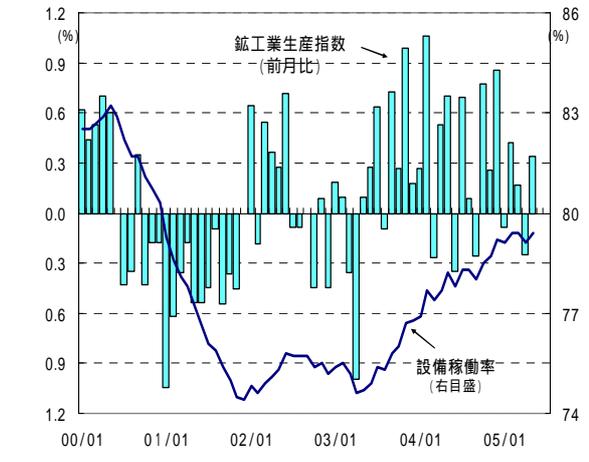
4月の新規製造業受注は前月比+0.9%増(3月は同+0.7%増)と続伸した。耐久財受注も前月比+1.9%増(3月同 1.5%減)と4ヵ月ぶりに反転、上昇幅も昨年11月以来のものとなった。耐久財受注の上昇には、コンピュータ前月比+27.3%増(3月同 9.8%減)や構成比の大きい自動車同+4.5%増(3月同 3.2%減)の反転、振れの大きい民間航空機受注の大幅増(同+27.3%増)等の影響が大きかった。設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は前月比+1.7%増(前月は同 1.6%減)と3ヵ月ぶりに上昇に転じ、前年同月比でも+9.3%増(前月は同+5.2%)と伸びを回復した。ただし、3月の落ち込みが大きかった反動もあり、今後の受注回復については、なお状況を見守る必要がある(図表7)。

### 5月生産・稼働率は反転

5月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%上昇、4月の低下(同 0.3%)を取り戻した。主要産業では、通信機器が回復を見せたハイテク産業が伸長(同+2.3%)したが、自動車は、3・4月と減少後、5月も横這いに留まった(図表8)。

一方、5月の設備稼働率は79.4%と4月の79.1%から上昇し、2・3月の水準に並んだが、依然、過去の長期的な平均水準(1972~2004年の平均81.0%)を大きく下回っている。主要産業では、ハイテク産業の稼働率が、72.9%(4月は72.0%)と回復したが、自動車は79.5%(4月は79.7%)と低下した。

(図表8) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



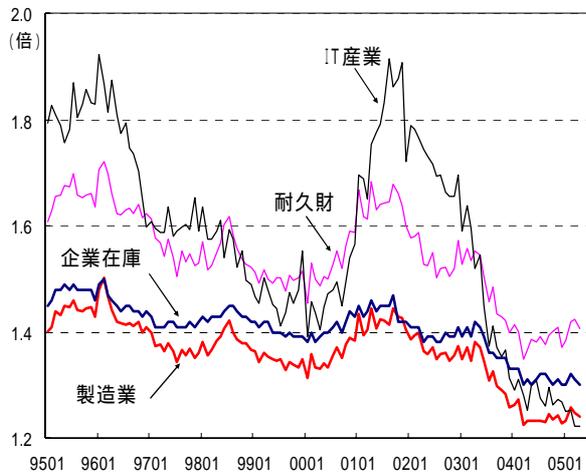
(資料) FRB

### 在庫の積み増しはより慎重に

4月の企業在庫は前月比+0.3%増となった。企業売上高が同+1.2%増と好調に推移したため、在庫/売上比率は再び1.30(3月1.31)と過去最低水準に低下した。前年同月比でも、企業売上高が+8.3%増と伸張する中、在庫は+7.6%増に留まっている(図表9)。

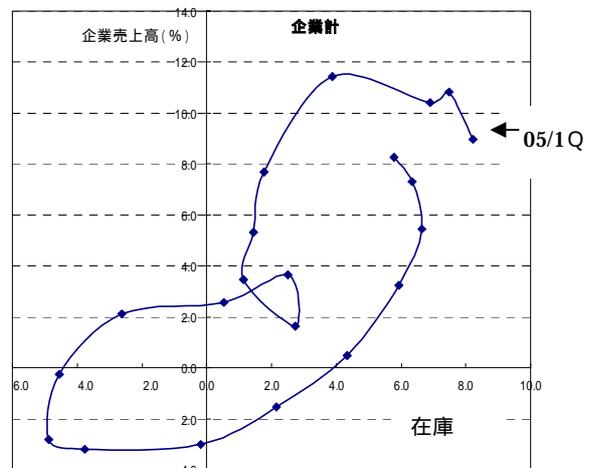
また、部門別でも、4月は、製造業・卸売業・小売業とも売上の伸びが在庫を上回った。在庫の積み増しには慎重なスタンスが窺われるが、四半期ベースでの在庫循環では、売上高の伸び率鈍化により、早晚、意図せざる在庫積み増し局面を迎えてもおかしくない構図となっている(図表10)。

(図表9) 在庫/売上比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

(図表10) 在庫循環の状況(四半期、前年同期比)



(資料) 米国商務省

〔物価の動向〕

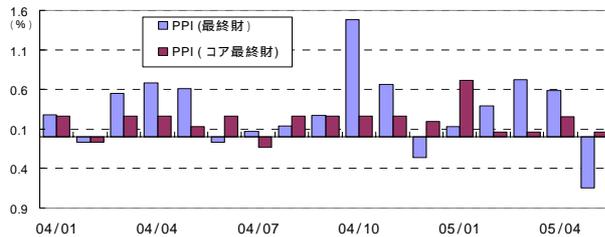
**インフレ懸念持続の中、足下の物価指標は落ち着いた動き**

最近の物価動向は、PPI(生産者物価)、CPI(消費者物価)とも原油価格の変動によって振れる状況を見せている。このため、PPIを振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数で見ると、1月に前月比+0.7%と98年12月以来の上昇幅を見せて市場のインフレ懸念を高めたが、その後は落ち着いた動きとなり、直近の5月のコア指数も同+0.1%に留まった。

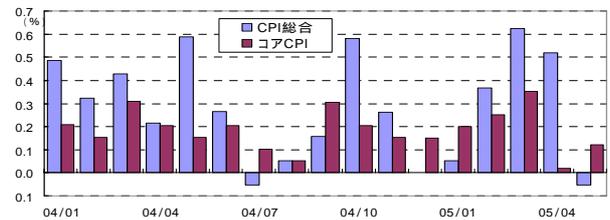
また、PPIコア指数を前年同月比で見ると、上昇傾向にあることは否めないが、やや上げ止まり感が出ている。国際商品価格の値上がり等で上昇の大きかったPPI中間財の耐久財原料等でも直近の伸びは急低下している。最近の米国製造業の減速も影響していると言えよう。ただし、原材料価格が高止まりするのであれば、最終財への波及が、早晚、明確化してくる可能性は強いと思われる(図表11)。

CPIについても、原油高に伴って変動の動きを見せるため、原油価格再騰の影響が気掛かりである。コアCPIは4月横ばいの後、5月も前月比+0.1%増に留まったが、前年同月比ではジリ高傾向となっている。このため、インフレリスクへの警戒もなお持続すると思われる(図表12)。

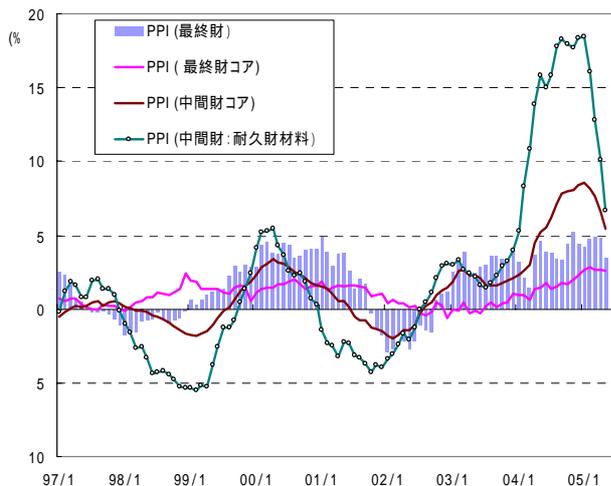
(図表 11-1)生産者物価の推移(前月比)



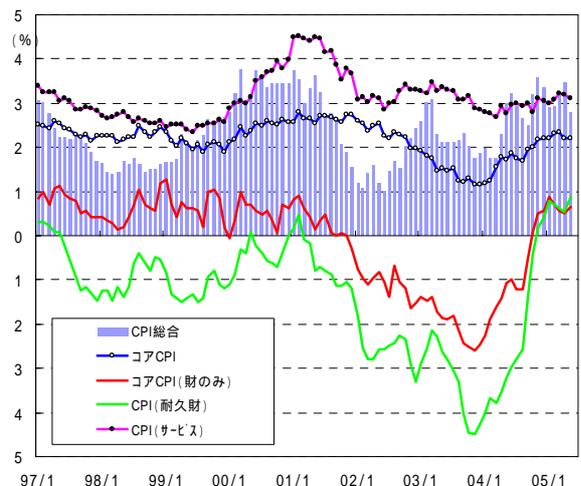
(図表 12-1)消費者物価の推移(前月比)



(図表 11-2)生産者物価の推移(前年同月比)



(図表 12-2)消費者物価の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省

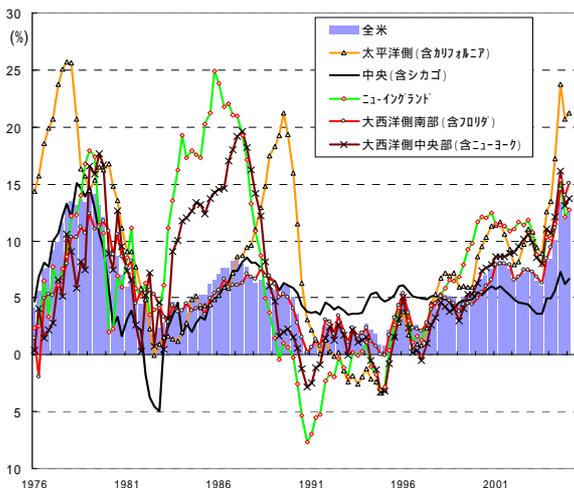
(資料) 米労働省

## 住宅価格上昇も景気のリスク要因

住宅価格は、+12.5% (2005/1Qの前年同期比：連邦住宅企業監督局調べ)と前期の+11.9%から上昇し、2004/2Q以降二桁上昇を続けているが、こうした全米ベースで二桁の価格上昇は、1979年以来の25年ぶりのことである。地域別に見ると、太平洋側が同+21.3%と高く、次いで大西洋側では南部(同+15.0%)を中心にやはり二桁の上昇を見せているが、中部地域では6%前後の伸びに留まっている。州別では、ネバダ州が同31.2%とトップで、以下、カリフォルニア州25.4%、ハワイ州24.4%、ワシントンDC22.2%、フロリダ州21.4%と続く。主要都市では、ラスベガスが33.2%(全米265都市中2位)、ロスアンゼルス25.6%(同17位)、サンディエゴ25.1%(同19位)、マイアミ21.0%(同36位)、ニューヨーク15.6%(同66位)等が全米平均を上回り、ボストン11.2%、シカゴ10.6%、ヒューストン4.4%、ダラス3.0%等が全米平均を下回った(図表13)。

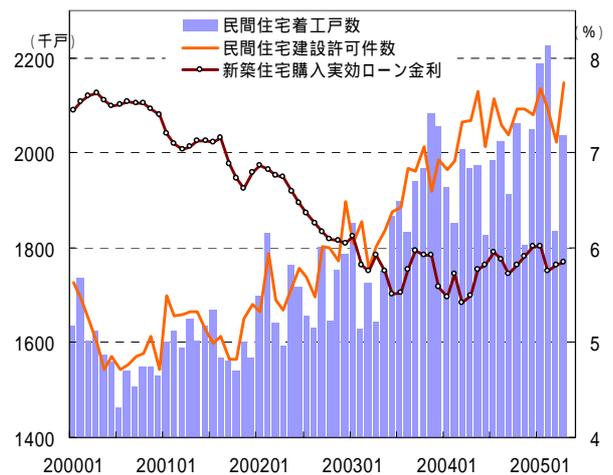
F R Bでは、これまで取り立てて住宅価格を問題視していなかったが、5/3のFOMCで議論となったことを踏まえ、5/20にはグリーンスパン議長が一部地域のバブルを認める発言を行い、市場の注目を集めた。ただし、“中央銀行の使命はインフレを抑え持続的成長を図ることで、株式や不動産等の資産価格に介入することではない”とするスタンスは、当面、維持されると見られている。今後、長期金利が上昇すれば、住宅市場へ影響を及ぼし、住宅価格が下落に転じれば家計消費への影響も予想される。消費活況の一因とされた住宅価格上昇であるが、上がり過ぎた価格は、インフレ面に加え、それ自体景気のリスク要因として認識しておく必要がある(図表14)。

(図表13) 住宅価格の推移(四半期、前年同期比)



(資料) 連邦住宅企業監督局 (OFHEO)

(図表14)住宅着工・ローン金利等の推移



(資料) 商務省、月別・年率。

〔雇用・労働生産性の状況〕

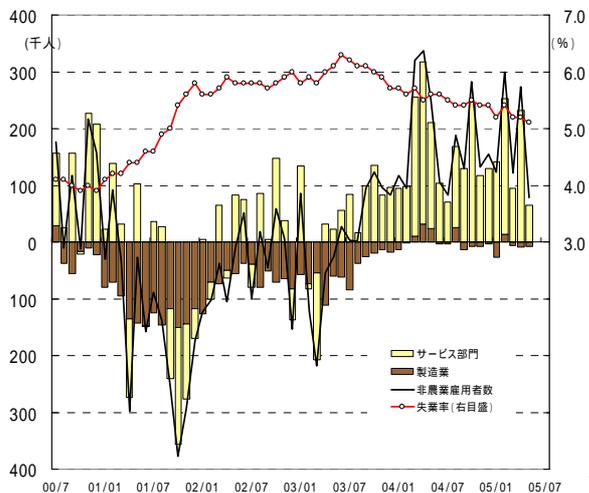
### 5月雇用増は、1年9ヵ月ぶりの低水準

5月の非農業事業部門の雇用者数は前月比7.8万人増と2003年8月以来の低水準の増加となり、17.5万人増の市場予想を大きく下回った。業種別では、サービス業が6.4万人の雇用増と大半を占め、製造業は0.7万人減と3ヵ月連続で減少した。サービス業では、ヘルスケア・社会扶助が+3.3万人、小売業+1.1万人、卸売業+1.0万人等の増加が見られた。また、インフレリスクの観点から注目された賃金上昇率は前月比+0.2%増に留まり、市場に安心感を与えた(図表15)。

予想外の雇用減速の一因には、4月に27.4万人の大幅増となった反動があげられる。実際、今年に入ってから雇用増は月平均18万人に達し、製造業の改善が見られないこと等を除けば、雇用増加のペースとしては悪くない。こうした実績を踏まえ、米政府では昨年12月発表の政府予想(17.5万人)を17.8万人に上方修正した(6/8)。なお、家計調査による5月の失業率は、雇用増の中、失業者が減少し、5.1%と4月の5.2%から低下している。

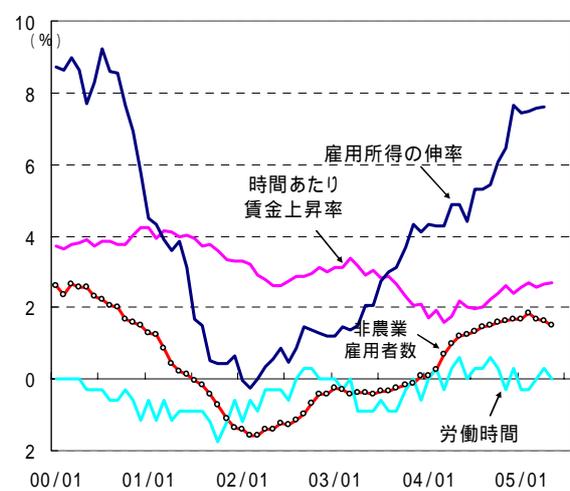
前年同月比で雇用状況を見ると、賃金上昇の伸び率が緩やかながら上昇傾向を示しているものの、雇用者数は伸び率が頭打ちとなり、労働時間は一進一退の推移を辿るといった、三者三様の動きを見せている。このため、最近の雇用所得の上昇率は横這いとなっているが、前年同月比では+7.5%の高水準を回復している。こうした雇用所得の改善が持続すれば、消費を下支えし、成長率の減速も軽微に留まると思われる(図表16)。

(図表15) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表16) 米国：雇用と賃金の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省、商務省

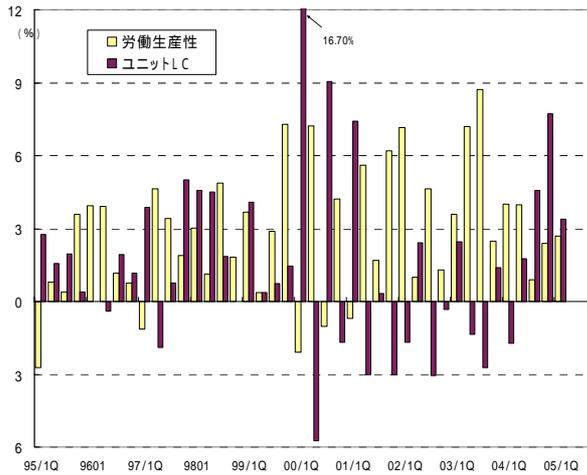
### 労働生産性は小幅上昇するも、ユニットレバークストの上昇を懸念

1-3月期の非農業事業部門の労働生産性指数は前期比年率で+2.9%と前期の+2.3%から上昇した。労働生産性指数は生産指数を総労働時間指数で割ったものであるが、1-3月期は生産指数が同+4.0%(前期は+3.7%)と上昇した半面、総労働時間指数は同+1.1%と前期の+1.4%から低下している(図表17)。

なお、製造業の労働生産性指数は同+4.4%（前期+6.3%）、製造業耐久財部門では同+6.3%（前期+7.4%）と非農業事業部門よりも高水準にある。

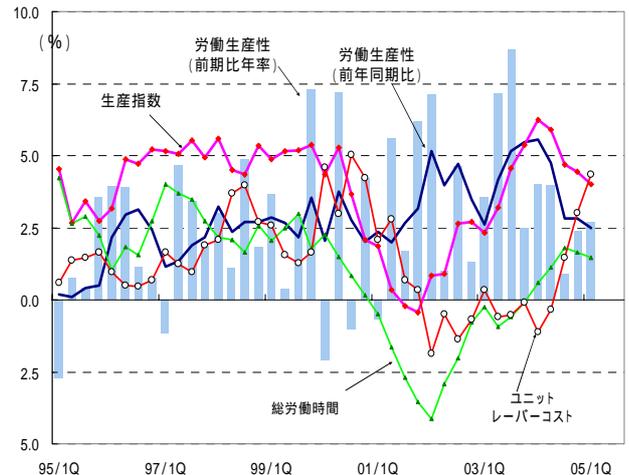
前年同期比では、労働生産性指数は2.6%と4四半期連続の低下となる。一方、インフレの指標として注目を集めているユニットレーバークスト（単位労働コスト＝時間当たり報酬を労働生産性指数で割ったもの）は、1-3月期は同+4.3%と4四半期連続の上昇が続いている（図表18）。

（図表17）労働生産性とユニットレーバークスト(前期比年率)



(資料) 米労働省

（図表18）労働生産性の内訳と推移(前年同期比)



(資料) 米労働省

〔金利の見通し〕

**F R Bは、当面、利上げ持続の方針**

グリーンズパン議長は、6/9の上下両院合同経済委員会で、インフレ基調は抑制され、米国経済の減速の動きは深刻ではなく十分底堅いと証言し、5月FOMCの認識を踏襲、慎重なペースでの金融緩和政策解除の方針を再確認する形となった。このため、6月末のFOMCでの利上げはほぼ確実視されており、市場では、早くもあと2回の利上げについては織り込み済みとの見方も出ている。また、市場で注目されていた“利上げの終わりが近いことを示唆したフィッシャー・ダラス連銀総裁の発言”については、グリーンズパン議長は肯定も否定もしなかった。

なお、上記以外の証言内容としては、以下の点が注目されている。

市場の調節機能が効かない財政赤字の削減は、経常赤字と異なり政府・議会の責任だとして、財政規律の強化（新たな歳出に際して既存歳出を同額削減する「ペイゴー原則」の復活等）を求めた。

生産性の鈍化と単位労働コストの上昇については、コアインフレに転嫁されるのか、企業の利益率低下に繋がるのかは今のところ不透明。

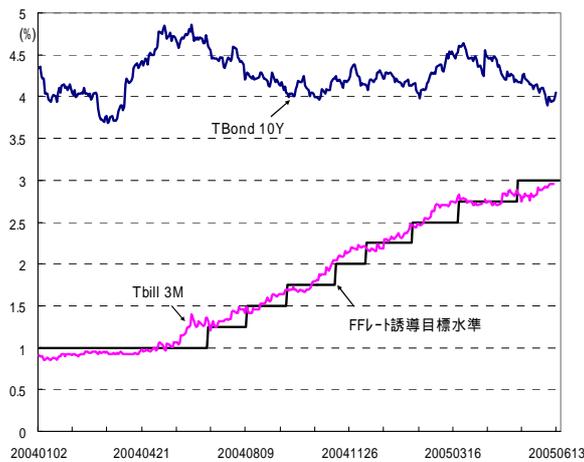
住宅バブルは一部地域で見られるが、全国的なものではない。

## 長期金利シナリオ～金融環境は金利ジリ高を示唆

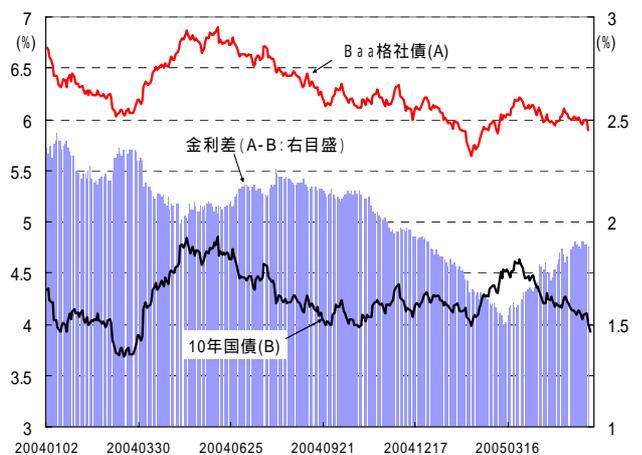
米長期金利は、6月上旬には4%を割り込む下振れの動きを見せた。個別の経済指標により景気減速観測が強まる半面、インフレリスクが一時的に薄れたためと言えようが、その他にも、一部に見られたFRBの利上げの打ち止め観測、GMショック等による安全資産としての国債購入意欲の高まり、世界的な低金利の中、海外投資家等の米国債需要の高まり、等が重なったためと解釈されよう。実際、3月半ばのGMショック以降、社債と国債の金利差は、着実な拡大を見せている(図表19・20)。

ただし、最近のグリーンスパン議長の発言等から見てもFRBの利上げスタンスは持続するとの見方が大勢であるし、足下の原油価格高止まりによりインフレ懸念は持続している。さらに、中期的視点に立てば、双子の赤字拡大、元レートの引上げを前にしたアジア中銀のドル離れといった要因も金利上昇要因と言えよう。景気の更なる下ブレが避け得ることを前提に考えれば、長期金利の軟化は一時的で、いずれ、経済・金融環境に見合った水準に回帰し、緩やかな上昇を迎ると想定されよう(金利の見通しは(図表1)に掲載)。

(図表19)米国の金利の推移



(図表20)長期債の金利差



(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)