

# Weekly エコノミスト・レター

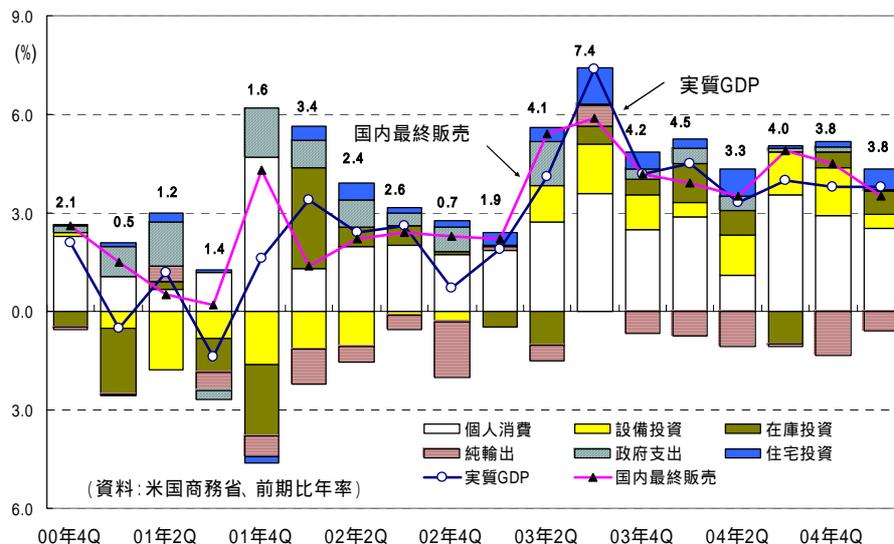
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 最近の米国経済動向 ~ 景気持ち直しが一層明確に

### < 米国経済の動き >

1. 7/29発表予定の4-6月期の成長率は、期前半のソフトパッチにもかかわらず、雇用・所得増による消費者マインドの改善やGM社の従業員販売価格の一般への適用による自動車販売増等から、個人消費の持ち直しが期待され、3%台後半もあり得る状況となっている。
2. FRBの今次利上げ回数は、6月末の3.25%への引上げで計9回に達している。6月物価指数の落ち着きからインフレ懸念は一時的に沈静化しているものの、FRBは、景気の底堅さを背景に、今後も利上げスタンスを継続すると思われる。当面、インフレリスクの観点からも、高水準にある原油価格の動向に注目したい。

米国GDPの寄与度別推移 ~ 6月の経済指標改善で4-6月期も堅調予想に



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/>

## < 米国経済の動き >

(景気の概況)

### 6月の景気持ち直しが鮮明化、FRBは9度目の利上げ実施

1-3月期の実質GDPは、当初3.1%（前期比年率、以下も同じ）と発表されたものの、確報値では3.8%に引き上げられた。この点、前10-12月期と同様の動きを見せ、GDPも同水準に並んだ。しかし、内訳は大きく異なっており、1-3月期の主要項目では、個人消費が3.6%と前期の4.2%から低下し、設備投資も4.1%と同14.5%から急低下した。これを補完したのが、住宅投資の伸長（前期3.4% 11.5%）、純輸出のマイナス幅縮小（寄与度で前期1.35% 0.58%）、在庫増（寄与度で前期0.46% 0.72%）であった。このため、在庫・純輸出を除いた国内最終販売は3.5%と前期の4.5%から1%の低下を見せている（前頁図参照）。

こうした主要項目の鈍化は、4-6月期に引き継がれ、4・5月の米国景気は「ソフトパッチ」と呼ばれる減速の様相を見せた。

しかし、6月以降の米景気は立ち直りが鮮明化しつつある。雇用増・所得増を背景に消費者マインドが改善を見せ、個人消費は、自動車販売を中心に回復し、6月小売売上高（前月比1.7%増）は事前の予想を上回った。バブルが懸念されながらも住宅投資は高水準を維持しており、消費に追い風を向けている。また、5月貿易赤字は予想以上に減少した。製造業についても、GMの販売増による自動車在庫の圧縮もあって自動車を中心に生産が回復しており、製造業を覆っていた暗雲にも日が差そうとしている。

こうしたことから、今月29日に発表される4-6月期のGDPについては、期前半のソフトパッチにもかかわらず3%台後半もあり得る情勢となっている。

なお、FRBは、6/30に9度目となる0.25%の利上げを実施しFF目標金利を3.25%とした。6月の物価は落ち着いた動きを見せたものの、FRBはインフレへの警戒スタンスを維持しており、今後も小幅の利上げが持続すると思われる。ただ、物価の落ち着きもあり、長期金利は引き続き低水準に留まっている。

(消費の動向)

### 6月小売売上高は、自動車販売増を背景に前月比1.7%増と急伸

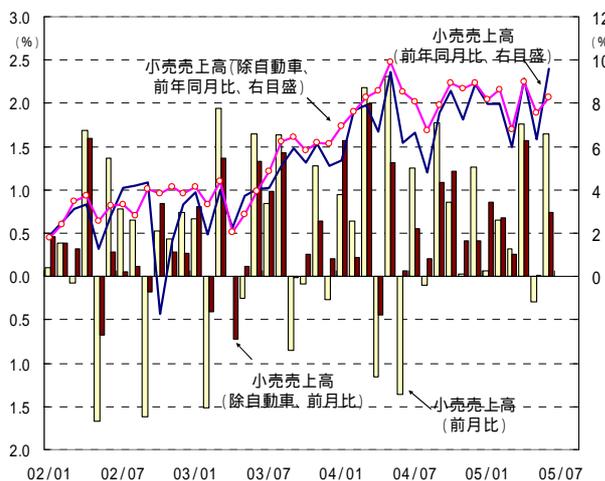
商務省発表の6月の小売売上高は、前月比+1.7%増（5月0.3%減）と伸長し、市場予想の同+1.0%増を大きく上回った。自動車販売が同4.8%（5月1.3%減）と急伸して全体を押し上げたため、自動車除きの小売売上高は+0.7%増に留まるが、5月の同値が横這いだったことを考慮すると、ここでも回復が認められる。自動車販売以外の個別項目では、価格上昇を背景にガソリンスタンドが同+1.9%増となった他、無店舗販売（前月比+1.7%増）、百貨店（同+1.3%増）、衣料品等

(同+1.0%増) 家具(同+0.9%増) 等の伸びが高かった(図表 1)。

また、前年同月比でも小売売上高全体で+9.6%増(5月+6.4%増) 自動車除きでは+8.3%増(5月+7.6%増)と5月実績を大きく上回った。ここでも、自動車販売が+14.3%増、ガソリンスタンドが+16.2%増と伸びが高く、また、無店舗販売(+11.9%増)も二桁の伸びとなった。小売売上高については、5月がマイナスとなった反動や自動車販売増に助けられた面もあるが、6月の堅調な伸びは米国景気の強さを示すものとして、金融市場にも好影響を与えている。

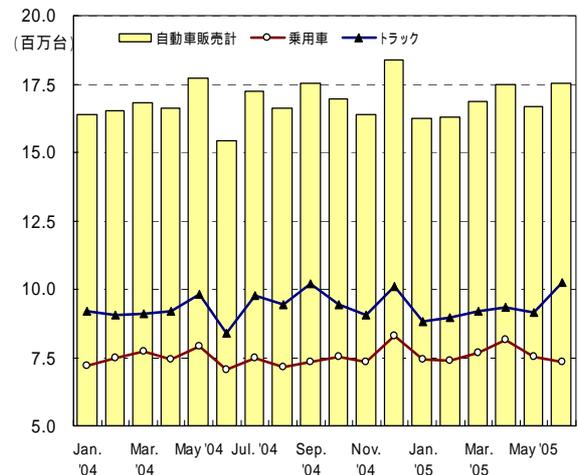
なお、小売売上高統計に先立って7/7に発表されたウォールマートの6月売上げは、前年同月比4.5%(既存店ベース)と当初の予想2~4%を上回り、2004年5月以来の最大の上昇幅を記録し、6月消費の回復を裏付けた。アナリストは、「食品よりも利益率の高い一般商品の売上げが好調で、6月に全米の多くの地域で暑い日が多かったことが夏物需要を盛り上げた」と見ている。さらに、同社については、7月に入ってから米南部地域のハリケーン上陸に備えたショッピング需要等で売上げの伸長が伝えられている。

(図表 1) 小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表 2) 自動車販売台数の推移(年率)



(資料) オートデータ社

6月の自動車販売は、年率 1753 万台と急増したが、これは、GMが行った従業員販売価格を一般に適用した割引セール(6/1~7/5)が奏効したことが大きい。GMの6月の売上高は前年同月比41%増となり、ゼロ金利ローン導入時の2001/10を抜き19年ぶりの売上高を記録した。特にGMのトラック販売は、前年同月比76%増と急増している。これにより、ガソリン価格の上昇を受けた春先の不振で赤字に落ち込み、SUVを中心に在庫が膨れていたGMの業績改善が期待されている。

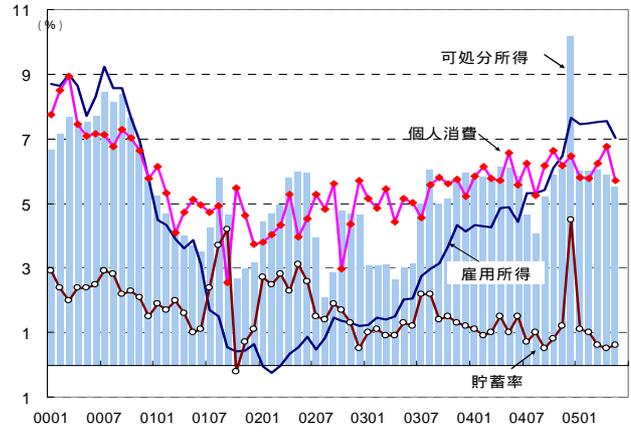
なお、今回の自動車販売増については、需要の先取りに過ぎないとのさめた見方もあるものの、ガソリン価格上昇にも拘らず、追加的な(300~500ドル)の値下げで需要掘り起こしに成功しており、消費意欲の底堅さを示したものとも言えよう(図表 2)。

なお、GMは、7/5で終了予定の従業員価格の適用延長を発表し、クライスラー、フォードも同様の販売政策導入を発表したため、7月の米自動車市場は、ビッグ3の値引き合戦の様相を見せている。自動車会社の利益率を圧迫することとはなるが、7月の販売は活況を呈することが予想さ

れ、景気の押し上げ要因となることが期待されよう。

(図表3) 消費支出の推移 (前年同月比)

5月の個人消費統計は、前月比横這いに留まった。自動車販売の鈍化等で耐久財消費が同 1.8%減と落ち込んだ他、非耐久財消費も同 0.4%減となった。個人消費は前年同月比でも+5.7% (4月+6.8%)と伸び率を低下させたが、可処分所得の伸び(5月+5.5%)に見合った水準にある。6月は自動車販売が増加しており、5月消費の伸び率低下は一時的なものと思われる(図表3)。



(資料) 米国商務省

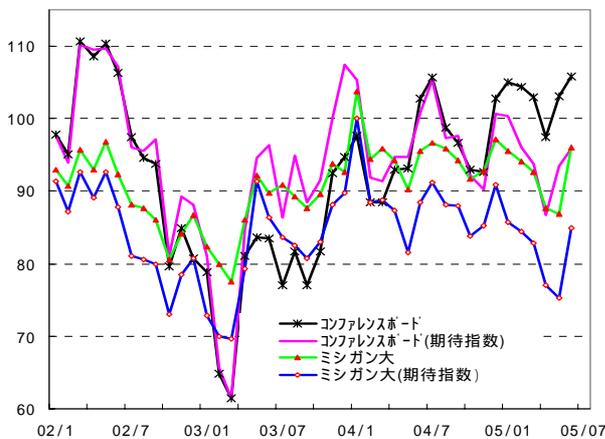
(景況感)

### 6月消費者信頼感指数が急反発

6月ミシガン大学の消費者マインド指数(確報値)は、96.0と5ヵ月連続の下落の後、はじめての上昇となった。また、上昇幅も2004/1月以来の大きさとなり、一気に2004/12月以来の水準を回復した。現況指数113.2(前月104.9)、期待指数85.0(前月75.3)とも大幅に上昇しており、所得の伸びや住宅市場の堅調さによって押し上げられたと思われる。なお、7月速報値も、96.5と続伸している。

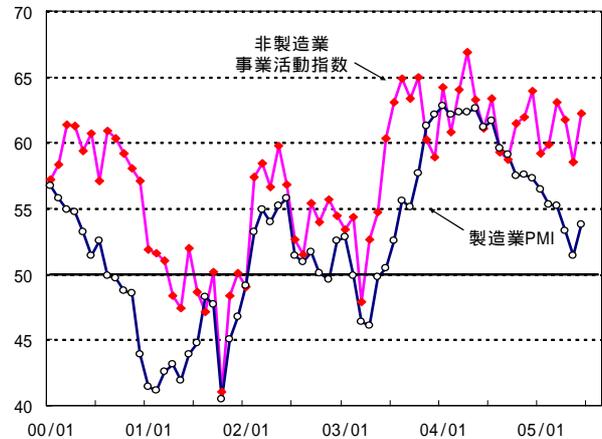
6月コンファレンスボード消費者信頼感指数では、105.8(前月103.1)と上昇し、2002年6月以来3年ぶりの高水準を回復した。内訳では、現況指数が120.7(前月117.8)と回復し、期待指数も95.8(前月93.4)と上昇した。消費者は6ヵ月後の事業、雇用、所得環境を前月より楽観視している。しかし、6ヵ月後の自動車、住宅、主要耐久消費財等の購入予定は前月より減少しており、今後の急速な消費拡大に繋がるとの見方は少ない(図表4)。

(図表4) 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5) ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

企業のセンチメントを示す6月のISM指数は、製造業が53.8(5月51.4)、非製造業事業活動指数は62.2(5月58.5)と反転した。製造業指数では、新規受注指数(51.7 57.2)の改善幅が大きく、生産指数(54.9 55.6)、雇用指数(48.8 49.9)も上昇したが、価格指数(58.0 51.0)は急低下した。非製造業では、雇用指数が上昇した(53.4 57.4)ものの、製造業とは異なり、新規受注指数が下落(59.7 59.5)、価格指数は上昇(57.9 59.8)した。製造業・非製造業事業活動指数とも景況感の分かれ目とされる50を上回って推移する中、製造業指数が7ヵ月ぶりに上昇に転じ、一時的にせよ下落傾向に歯止めがかかる形となったことは評価されよう(図表5)。

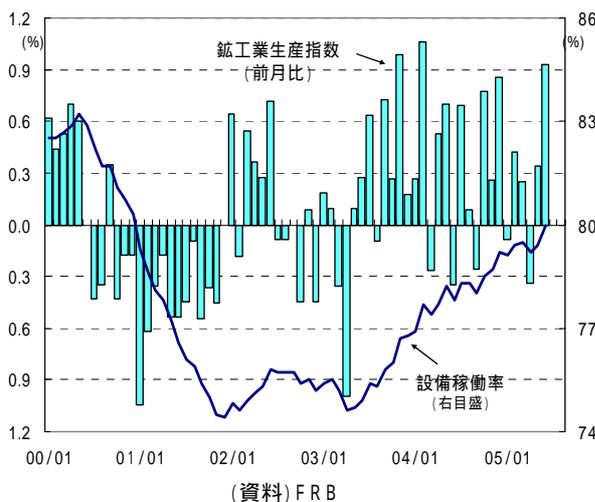
(生産・雇用の動向)

### 電力生産増が鉱工業生産を押し上げ、稼働率は80%を回復

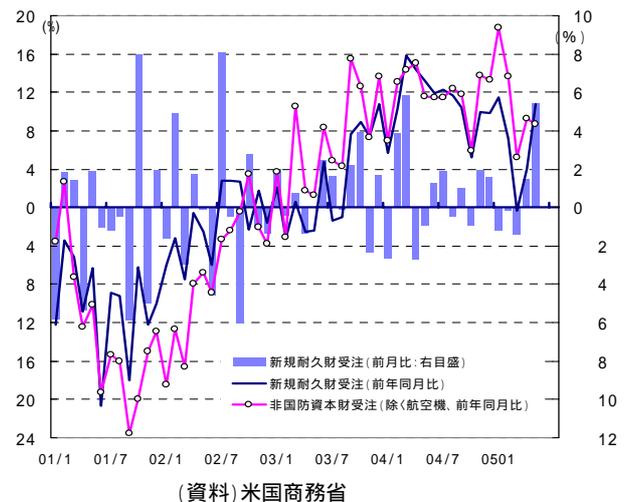
6月の鉱工業生産指数は前月比+0.9%増(5月は+0.3%増)と2004/2月以来の大幅上昇となったが、これは、季節外れの気温上昇による電力生産増(同6.9%増)によるところが大きい。このため、製造業のみの生産指数は同+0.4%増(5月は+0.5%増)と前月より低い伸びにとどまるものの、3・4月と連月でマイナスだったことを考慮すると堅調な推移と評価出来る。なお、6月製造業の伸びは、自動車産業の急回復(同+2.9%増)によるところが大きく、自動車除きの製造業の伸びは同+0.1%増に留まる。また、ハイテク産業は同+0.2%増(5月は+1.8%増)と伸び悩んだ(図表6)。

一方、6月設備稼働率は80.0%と、2000/12月以来、初めて80%台の水準を回復した。ここでも電力が同90.1%(5月は84.4%)と急伸、製造業は同78.4%(5月は78.2%)と小幅の上昇に留まった。製造業の業種別では、自動車・自動車部品が82.2%(5月80.1%)と回復したが、ハイテク産業は、71.4%(5月72.0%)と低下した。なお、長期的な過去の平均稼働率水準(1972~2004年の平均81.0%)には、あと1%の水準となった。

(図表6) 鉱工業生産と稼働率の推移



(図表7) 新規耐久財受注の推移



5月製造業の新規受注は前月比+2.9%増(4月0.7%)、うち耐久財は同+5.5%増(4月+1.6%)といずれも2004/3月以来の大幅増となった。ただし、非国防航空機の増加が前月比164.9%と顕著

な伸びとなったため、これを含む輸送機器を除いた製造業受注では前月比 0.1%減(4月 0.4%減)と連月の減少となる。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)も前月比 2.5%減(4月+1.7%増)と減少に転じた。なお、前年同月比ベースでは、耐久財は+10.8%増(4月+4.0%増)、非国防資本財受注(除く航空機)は+8.7%増(4月+9.3%増)となった(図表7)。

5月までの製造業の弱さからすれば、航空機除きの製造業受注がマイナスとなるのもやむを得ないことと思われ、6月の景気持ち直しの局面で受注がどのように変化したかに注目したい。

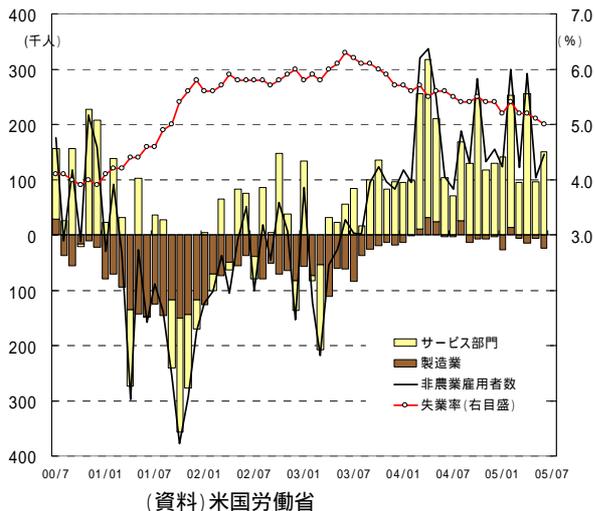
### 6月雇用者増は予想を下回るも、失業率は5.0%に低下

6月非農業事業部門の雇用者数は前月比+14.6万人増と先月の+10.4万人増より増加したものの、市場の予想平均である20万人増には及ばなかった。しかし、4月(27.4-29.2万人増)、5月(7.8-10.4万人増)の上方修正を考慮すれば悪い数値ではなく、今年に入ってから月間平均値も18.1万人増と先月から上昇している(図表8)。

内訳では、製造業は前月比 2.4万人減と4ヵ月連続の減少が続いているものの、サービス部門は同+15.0万人増と前月の+9.6万人増を上回り、サービス業中心の増加が続いている。製造業の減少は、自動車産業の減少(1.8万人)が過半を占め、サービス業の内訳では、ヘルスケア・介護等で3.45万人増、専門・技術職で2.7万人増、人材派遣業を含む管理・支援サービスで2.4万人増となった。

一方、家計統計による6月の失業率は5.0%と前月の5.1%から低下し、2001/9月以来の水準を回復した。雇用者増の半面、失業者減となったことによる。

(図表8) 雇用状況の推移(前月比)



(図表9) 賃金・所得の推移(前年同月比)



なお、インフレの観点から注目されている賃金上昇率は、時間あたり賃金で、前月比 0.2%増と前月と同水準となった。また、雇用所得は、労働時間が伸び悩む中、雇用増と賃金の緩やかな上昇が、雇用所得の伸びを支えており、やや頭打ちの推移とはなっているものの、5月は前年同月比

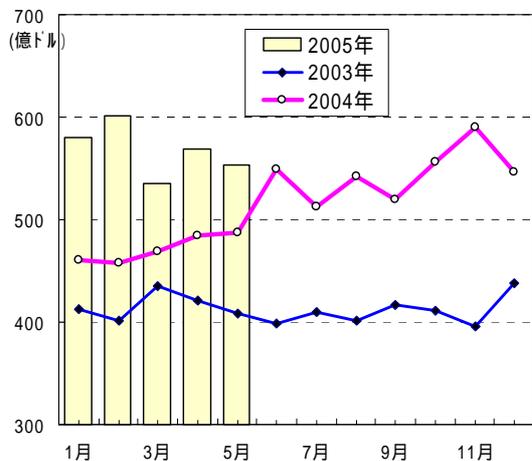
7.0%と堅調推移にある(図表9)。

毎週発表される新規失業保険請求件数は、30.3万件(7/21発表分)と前週比では3.4万件の大幅減少となった。週毎の振れが大きいものの、雇用状況の改善の分かれ目とされる40万件を大幅に下回り、4週移動平均は31.8万件と19週ぶりに32万件を下回るなど、雇用が回復方向にあることを示している。

### 貿易赤字は高水準横這い

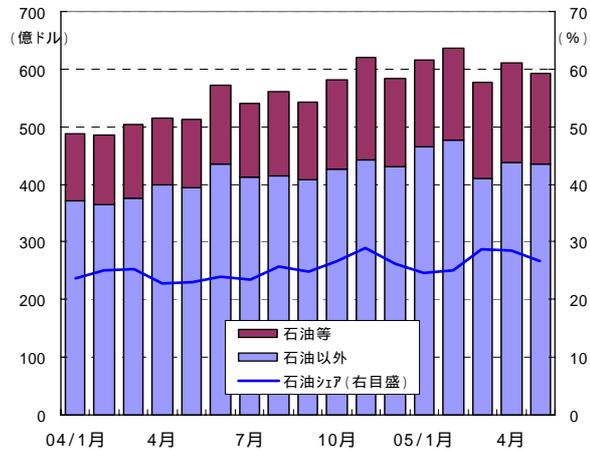
5月の財・サービスの貿易収支は、553億ドルの赤字(国際収支ベース、以下も同じ)と前月の569億ドルから減少した。輸出が前月比0.14%増の半面、輸入は同0.85%減となった。しかし、前年同月比では輸出が10.9%増、輸入は同11.8%増と輸入の伸びが輸出を上回っている(図表10)。

(図表10)米国の貿易(財・サービス)収支(月別)



(資料) 商務省、国際収支ベース

(図表11) カテゴリ別貿易収支(月別)



(資料) 商務省、国際収支ベース(サービス除き)

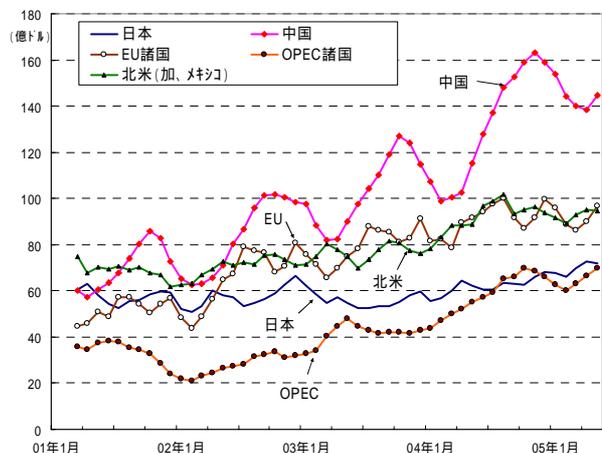
こうした輸入増の背景には、原油価格の高騰と中国からの輸入増の影響がある。原油・石油製品の輸入額は、前月比13億ドル減少(6.8%減)と5月貿易赤字減少の主因となったが、前年同月比では+35.5%増に達し、5月貿易赤字額(サービス除き)の26%を占めている(図表11)。

一方、5月の対中赤字は158億ドル(通関ベース、サービス除き)と前月の147億ドルから拡大、5月貿易赤字(同上)の27%を占めた。国別では第二位の対日赤字66億ドルの2.4倍にあたり、突出が際立っている(図表12)。

人民元の対ドルレートの変更は、2%と小幅の上昇に留まり(7/21)、米国の対中赤字に大きな影響を与えとは思われない。対中赤字の要因は為替レートだけではないが、引き続き中国の為替政策の動向には注目したい。

なお、5月の貿易赤字は減少したものの、1

(図表12)国・地域別貿易収支(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)

～5月までの累計赤字は、2840億ドル（国際収支<sup>ペ</sup>-ス）に達しており、前年同期の2360億ドルを20%上回っている。昨年の年間貿易赤字は6176億ドルと過去最高を記録しており、原油価格の高騰等が持続するのであれば、本年も過去最高を更新する可能性は高いと言えよう。

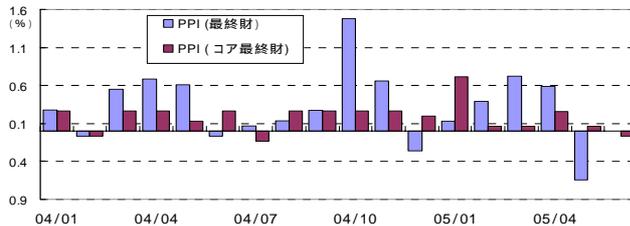
（物価の動向）

### 6月物価指標は落ち着いた推移

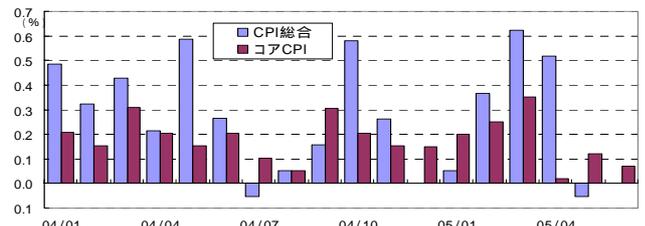
6月生産者物価（PPI、最終財）は、前月比横這い（5月は同 0.6%減）変動の大きい食品・エネルギーを除いたPPIコア指数は、同 0.1%減となり、目先のインフレ懸念を沈静化させた。PPIコア指数は1月に前月比+0.7%と急伸し、市場のインフレ懸念を高めたが、その後は落ち着いた動きに留まっている。

一方、PPIコア指数を前年同月比で見ると、2月に2.8%とピークをつけた後、連月伸び率が低下し、6月は2.2%となった。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おり、この点でも、一時盛り上がりを見せたインフレ懸念は沈静化に向かっている。ただし、今後の原油・原材料価格の動向次第では、インフレ懸念や最終財への価格波及が強まる可能性は、依然、残されている（図表13）。

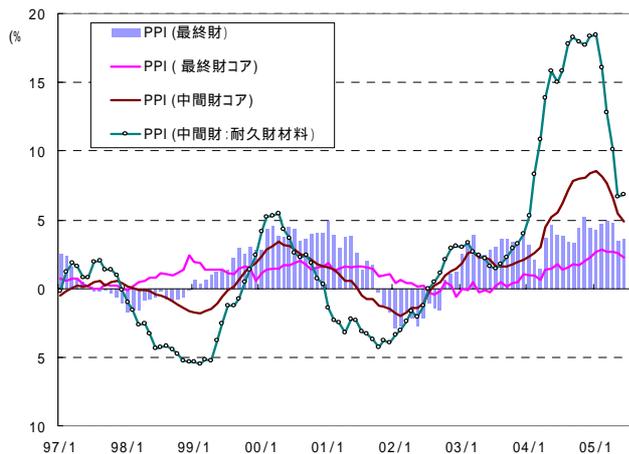
（図表 13-1）生産者物価の推移（前月比）



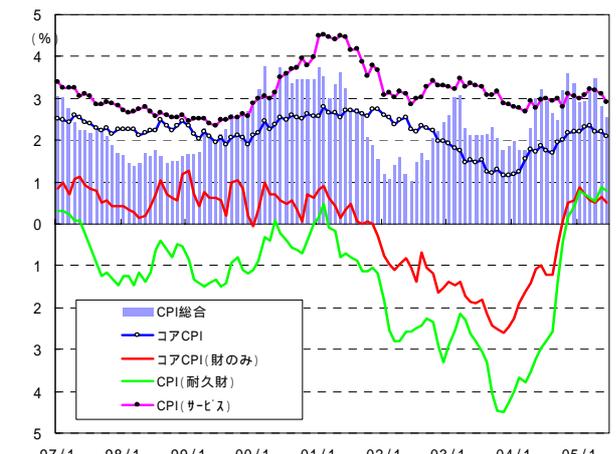
（図表 14-1）消費者物価の推移（前月比）



（図表 13-2）生産者物価の推移（前年同月比）



（図表 14-2）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

CPIについても、原油価格再騰の影響が気掛かりである。コアCPIは3月に前月比+0.4%と高い伸びとなったが、4月以後は、前月比横這いないし+0.1%程度の低い伸びに留まり、6月も前月

比+0.1%増となった。前年同月比で見ても、3月の2.4%を直近のピークに6月は2.1%へと伸び率が低下している(図表14)。

なお、FRBが物価指標として重視しているコアの個人消費価格指数は、5月は前月比+0.2%(4月は+0.1%)に留まり、特段、市場への影響は見られなかった。また、個人消費価格指数全体では前月比横這いと4月の同+0.4%増から低下した。

(FRBの動向)

### FRBはインフレ対策重視により利上げスタンスを継続

FRBは、6/29・30のFOMCでFF目標金利を0.25%引き上げ3.25%とすることを決定した。これで、今次利上げは9回目、計2.25%引上げられたこととなる。FRBは、景気とインフレを睨んだ金融政策を行う中で、景気に配慮した現状の金融緩和策を少しずつ解除しているが、今回も大方の予想通り、インフレ対策を優先させる結果となった。同時に発表されたFOMCの声明では、市場の注目度の高い「金融緩和策の解除を慎重なペースで行う可能性が高い」との文言を残したため、引き続き小幅な利上げが実施されるとの市場の見方が維持された。

この点、グリーンズパン議長は7/20の下院金融サービス委員会で証言し、“米国経済は、持続的な拡大を遂げて、春先のソフトパッチを抜け出しつつあり、引き続き慎重なペースでの金融緩和策の解除が必要”との見解を表明したため、ここでも上記の市場の見方が再確認された形となった。

また、同議長は、住宅価格高騰について、長期金利の低下が住宅ブームをもたらし一部地域でバブル的な兆候が見られるとし、これまでの見方を踏襲した。

なお、議会に提出されたFRBの経済見通しでは、実質GDPを若干下方修正し、物価は上方修正している(図表15)。

(図表15) FRBの経済見通し(2005/7月)

|       | 2005年見通し | 2006年見通し |
|-------|----------|----------|
| 名目GDP | 5.5-5.75 | 5.25-5.5 |
|       | 5.5-5.75 | 5.0-5.5  |
| 実質GDP | 3.5      | 3.25-3.5 |
|       | 3.75-4.0 | 3.5      |
| 物価    | 1.75-2.0 | 1.75-2.0 |
|       | 1.5-1.75 | 1.5-1.75 |
| 失業率   | 5.0      | 5.0      |
|       | 5.25     | 5.0-5.25 |

\*いずれも中央レンジで、下段は2月の見通し。

\*GDPは第四Qの前年同期比。

\*物価は個人消費のコア価格指数。

\*失業率は第四Qの期中平均。