

Weekly エコノミスト・レター

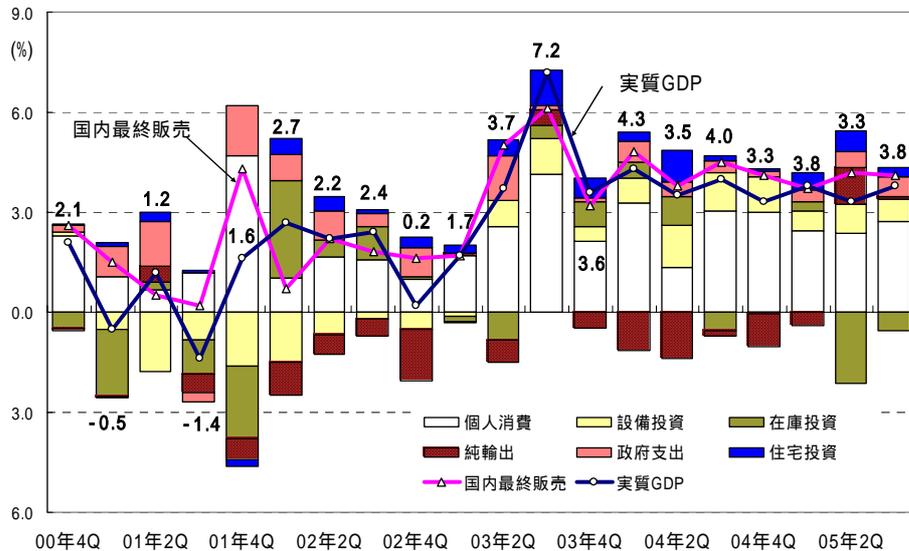
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済動向～ハリケーンのダメージから回復へ

< 米国経済の動き >

1. 7-9月期の実質GDPは、前期比年率3.8%と市場予想の3.6%を上回り、その後発表された小売売上高は自動車除きのペースでは堅調に推移するなど、ハリケーンの影響についての懸念を緩和した。また、足下のガソリン価格の下落も消費者心理を改善させていると見られ、クリスマスセールについての期待も高まりつつある。
2. 10月物価指数は、総じて落ち着いた推移を見せており、高騰したエネルギー価格の波及は、緩やかなペースに留まると思われる。
3. F R Bは、11/1のF O M CでF F金利の目標水準を4.0%に上げた。昨年6月以降12度目の利上げとなるが、F R Bでは引続きインフレリスクを懸念しており、今後も慎重なペースでの利上げが続けられよう。また、来年2月以降のバーナンキ次期議長の金融政策の舵取りが注目されることとなる。

(図表1)米国GDP寄与度内訳の推移



(資料：米国商務省、前期比年率)

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)

消費の堅調で、予想ほどは深刻でなかったカトリナの経済的影響

米国経済は、ハリケーンの影響による景気減速懸念が強かったが、予想以上に堅調な経済指標が続き、先行きにも明るさが出てきた。

まず、7-9月期の実質GDPは、3.8%（前期比年率、以下同じ）と市場予想の3.6%を上回り、前4-6月期3.3%から上伸した。原油・ガソリン価格高騰とハリケーンの影響が懸念されていたが、自動車販売の急増がストレートに表われた半面、ハリケーンの影響については表面上の数字にはそれほど明確に出ていない。CBOの試算では、ハリケーンにより7-9月期のGDPが1~1.5%引下げられるはずであった。ハリケーン襲来前のGDP予想が4%半ばであったことからすると、今回の3.8%は高過ぎる数値と言えるが、その後発表された9月の貿易赤字が予想以上の拡大を見せており、今後、GDP伸び率が下方修正される可能性も出ている。

一方、10-12月期は、当初、自動車販売の反動減や、なお高水準にあるガソリン価格、昨年からの5割り程度も上昇した暖房用天然ガス等から、消費の減速が懸念されていた。しかし、その後発表された10月の小売売上高は、自動車販売の不振を除けば堅調であり、加えて、ガソリン価格が低下してきたことや、自動車販売テコ入れのため大手自動車メーカーが大幅な値引販売を再開したことなどから、消費持ち直しの気運が高まりつつある。

こうしたことから、来週から始まるクリスマスセールについても期待が盛り上がりつつある。例年、クリスマスセールは、セールが始まる11月感謝祭後の金曜日から週末にかけての3日間と、クリスマス直前の週末が最大の山場となる。昨年は、好景気の中、株式や住宅価格の上昇の恩恵を受けた富裕層を対象とした消費の盛り上がりの半面、ディスカウントストアやチェーンストアが不況に悩まされた。今年は、ガソリン価格上昇等の影響を受ける一般家庭の消費動向が懸念されていたため、最大のチェーンストアであるウォールマートでは既に前倒しでクリスマスキャンペーンを始めている。クリスマスセールの成否は、今後の消費動向を見る格好の指標と言え、注目したい。

こうした状況下、FRBの利上げが続いている。FRBは11/1のFOMCでも0.25%の利上げを実施してインフレ抑制に動いており、足下での消費が堅調であることが確認されたことから、今後、来年1月末までのグリーンズパン議長在任中は、利上げが続くと思われる。

このため、長期金利は10年国債で一時的に4.6%台に上昇を見せ、低金利を受けて活況を呈していた住宅市場もピークアウトしつつある。今後は、根強い住宅需要を背景に緩やかな着地が見込まれるが、住宅市場が急速に冷え込んだ場合は、住宅市場の活況が消費を支えていた背景もあり、来年初の復興需要が一巡した後の景気については、やや慎重にならざるを得ない。

(GDPの動向)

7-9月期GDP成長率は予想を上回る3.8%となり、景気への懸念を弱める結果に

10/28 発表の7-9月期実質GDPは、3.8%（前期比年率、以下同じ）と市場予想の3.6%、前4-6月期3.3%とも上回った。7-9月期は、7月の自動車販売急増の半面、市場最高値をつけた原油・ガソリン価格高騰とハリケーンの影響が懸念されていたが、消費支出の内訳を見ると、自動車販売の急伸を背景に耐久財消費は同+10.8%と伸びた半面、非耐久財消費は同+2.6%（前期は+3.6%）への低下に留まり、サービス消費は同+3.2%（前期は+2.3%）とむしろ伸びを高めた。自動車販売の急増がストレートに表われた半面、ハリケーンの影響については表面上はあまり明確に出ていない（表紙、図表1参照）。

一方、設備投資は同+6.2%と前期（同+8.8%）より伸びを縮めたが、1-3月期の同+5.7%は上回った。また、住宅投資は同+4.8%と前期から伸びを半減させ、在庫投資は寄与度0.55%と前期（寄与度2.14%）ほどではないものの、連続での減少を見せた。純輸出は輸出増の半面、輸入が若干ながら減少に転じたため、寄与度+0.08%の増加（前期は同+1.11%）となった。

半面、GDPの所得統計（名目値）では、個人所得のうち、家賃収入にハリケーンによる減損分が考慮された一方、移転収入に保険受取額が加算されたが、結局7-9月期の個人所得は前期比年率2.8%と前期の同6.0%から半減した。また、可処分所得比での貯蓄率は、1.1%と前期（同0.1%）からさらに低下しマイナスとなった。

なお、GDPデフレーターは4-6月期の前期比年率2.6%から3.1%に拡大し、個人消費の価格指数は3.3%から3.7%に伸びを高めたが、コアの個人消費価格指数は1.7%から1.3%に低下し、2003/4-6月期以来の低水準となった。

7-9月期のGDPについては、ハリケーンの影響が注目されていたが、予想以上に高い伸びを見せた一方、インフレ懸念を高めるものとはならず、むしろ、在庫減が続いたことから今後の生産・在庫増が期待されている。景気についての懸念を薄めるものと言え、直後の11/1FOMCでは、市場の予想通り今次12回目となる0.25%の利上げが実施された。

(消費の動向)

10月小売売上高は、自動車販売除きでは堅調～クリスマスセールに期待感も

10月の小売売上高は前月比0.1%減（自動車除きでは同+0.9%）と、市場予想（同0.7%減）ほどは低下しなかった。最大の減少要因は自動車販売で、前月比3.6%減と連月の大幅減（9月も同3.6%減）となった。

ただし、自動車除きの小売売上高では、同+0.9%増と9月（同+1.4%増）に続いて堅調な推移を見せ、予想の同+0.3%増を上回った。自動車以外では、ハリケーンの影響を受けた建築資材等が前月比+2.1%増と9月（同+1.7%増）に続いて好調に推移し、衣料品（同+3.1%増）、百貨店（同+1.5%増）、通信販売等（同+1.2%増）が堅調だった。一方、価格の低下したガソリンは前月比0.8%減と9月の同+5.1%増から減少に転じた（図表2）。

10月の小売業界については、前半の暖かさで冬物商戦が心配されていたが、後半には寒冷な

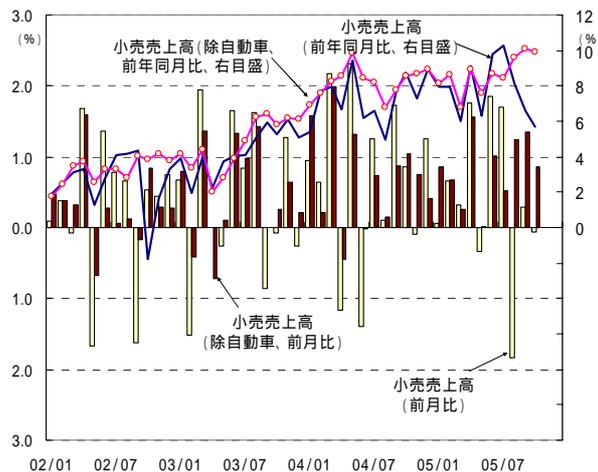
気候が到来したこともあり、結局、衣料品を中心に堅調な売上となった。大手小売企業では J.C.Penney や Nordstrom が好調な半面、Gap が不振であるなどまちまちであったが、7割以上の企業で予想以上の売上となったようだ。ICSC（国際ショッピングセンタ協議会）の71チェーンストアの10月集計でも、予想を上回る4.4%（既存店の前年比）となり、今年のこれまでの累計の前年同期比3.9%を上回った。

今後の消費の強さを見る上での注目点は、来週から始まるクリスマスセールであろう。これまでの予想では、今年のクリスマスセールは原油価格の高騰と景気減速観測により、それほど期待できないと見られていた。NRF（全米小売業界）の調査（9/21発表）では、今年のクリスマスセールは前年比で5.0%（11月・12月合算の前年比）と1999年以来の高水準となった昨年の6.7%を下回る予想となっている。（注：NRFの調査は、小売業から自動車・ガソリン・レストランを除いた売上高）

また、チェーンストアの同期間の売上げ予想（ICSC調査、10/18発表）では、3.0～3.5%（11月・12月合算の前年比）と不振だった昨年は上回る（昨年は2.3%と2003年の4.0%を大きく下回った）ものの、それほどは高くない。このため、ウォールマートのように、例年より数週間早く、クリスマスキャンペーンを開始したところも出ている。

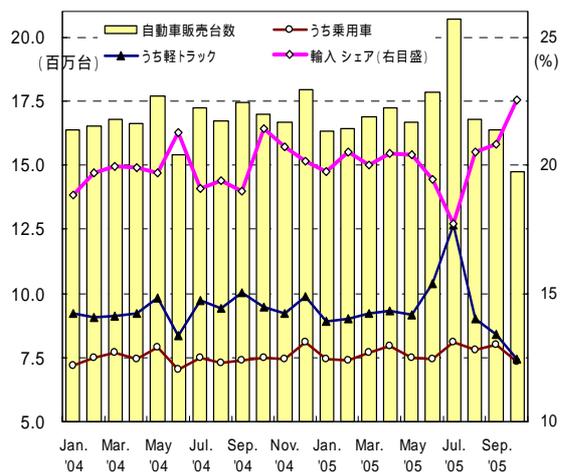
しかし、ここに来て10月の小売売上高が好調に推移したこともあり、クリスマスセールに向けての期待が高まりつつある。特に、最近のガソリン価格が、一次の高騰に比べ相当低下してきたことが、セール期間が近づく中、消費者マインドを改善するものと見られている。

（図表2）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表3）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

なお、10月小売統計を引き下げた自動車販売を台数ベースで見ると、10月は1475万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1639万台）から急減少して98/8以来の低水準となり、前年同月比でも13.1%の急低下となった。主要各社が、9月までに社員価格での一般販売適用を中止した

反動のほか、最近のガソリン価格の上昇も影響したものと思われる。販売の内訳を見ると、7月の各社のディスカウント開始時に販売台数の急増した軽トラック（含む SUV）の落ち込みが顕著で、乗用車は比較的安定した推移を見せている。なお、一般的に輸入車が好調を持続したため、国産車の販売シェアは、77.5%と三ヵ月連続で低下した(図表3)。

こうした状況下、GM社では、“Red Tag”と名付けた1月3日までの大幅なディスカウントを開始した。クライスラー社は、既に11/1以降新たなキャッシュバック・インセンティブを実施しており、フォード社もGM社と同様なディスカウントで追随したことから、再び値引き販売の状況となったが、その帰趨によっては、前期比で大幅な減少が見込まれる、10-12月期 GDPにおける耐久財消費の動向を左右することとなろう。

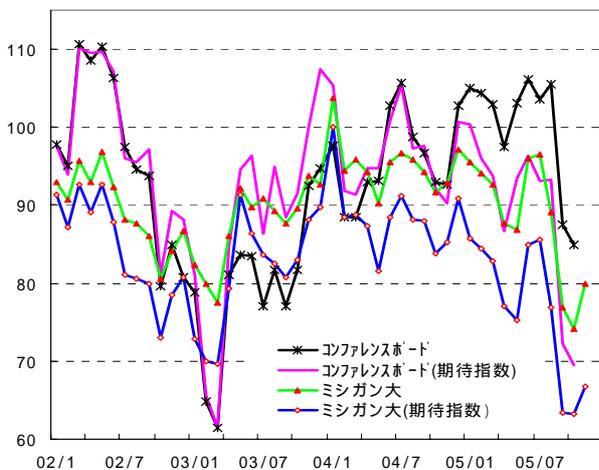
(景況感)

消費者マインド指数、ISM非製造業指数が反転

11月ミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、79.9(10月は74.2)と、13年ぶりの低水準だった10月から反転上昇した。現況指数が前月差+9.1の増加、期待指数も同+5.5の増加となった。ハリケーンの影響によるエネルギーコストの上昇が、消費者マインドを大幅に悪化させていたが、同指数の持ち直しで、クリスマスセールへの期待も高まりつつある(図表4)。

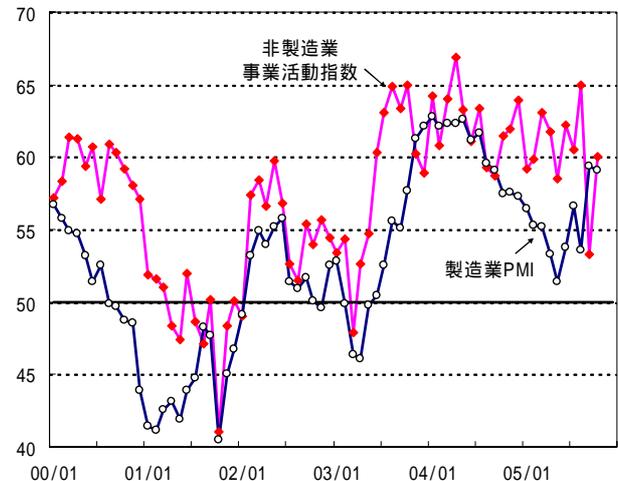
一方、企業のセンチメントを示すISM指数では、10月の製造業PMI指数が59.1と前月59.4とほぼ同水準を維持するとともに、非製造業指数の事業活動指数が60.0と急上昇して先月の急落(8月65.0 9月53.3)の過半を回復するなど、製造業・非製造業とも景況感が良好な水準にあることを示した(図表5)。なお、ISM指数のうち、9月まで急上昇を見せた価格指数は、製造業では続伸し(9月78.0 10月84.0)価格上昇懸念を強めたが、非製造業では低下に転じている(9月81.4 10月78.0)。

(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

(住宅市場)

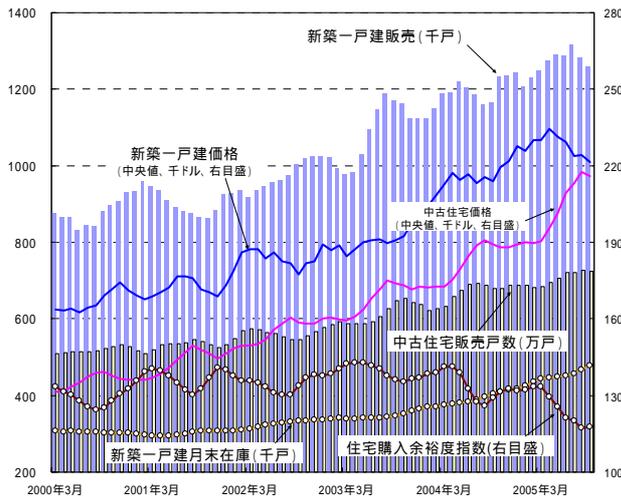
先行きの警戒が強い中、堅調持続の住宅市場

最近の長期金利の上昇により、これまでの活況の反動が懸念される住宅市場であるが、商務省発表の9月の新築一戸建て住宅販売は、年率122.2万戸と前月比+2.1%となった。しかし、8月については119.7万戸と下方修正され、7月135.4万戸の過去最高から一転、1月以来の低水準となった。また、新築一戸建て販売価格(中央値)は21.57万ドルと前月比5.7%の低下、本年のピークである2月の23.73万ドルからは9.1%の低下となり、昨年9月以来の低水準に落ち込んだ。9月在庫も、49.3万戸と前月比+3.1%増、前年同月比では+20.0%増となり、全体としてやや警戒感を高める結果となった。

一方、9月の中古住宅販売は前月比横這いの年率728万戸(NAR:全米不動産協会)となり、市場予想の720万戸を上回り、過去最高の6月735万戸に次ぐ水準にある。地域別では、ハリケーン「カトリーナ」の影響を受けた南部での取引が活発(前月比+3.7%)だった。また、9月の中古住宅価格は、21.2万ドルと前月比3.6%の低下となったが、前年同月比では+13.4%(中心取引価格、NAR)となお高水準にある。NARでは、今後のトレンドとして、住宅販売戸数が現在の過去最高水準から次第に減速していく半面、住宅価格は供給不足が改善されるまでは強いと見ている(図表6)。

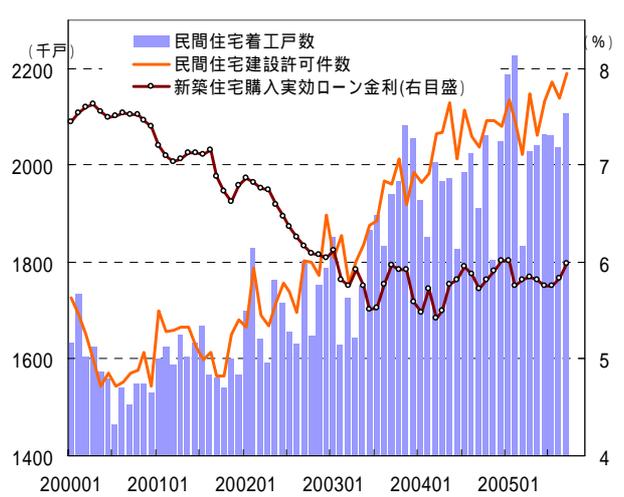
なお、9月住宅着工は、年率210.8万戸と8月203.8万戸から増加、市場の197万戸への減少予想を跳ね返した。さらに、住宅着工許可件数では218.9万戸と32年ぶりの高水準を記録するなど着工件数を上回って推移しており、根強い需要が続いていることを示している(図表7)。

(図表6) 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



(資料) 商務省、NAR

(図表7) 住宅着工の推移(月ベース)



(資料) 商務省

(生産部門・雇用の動向)

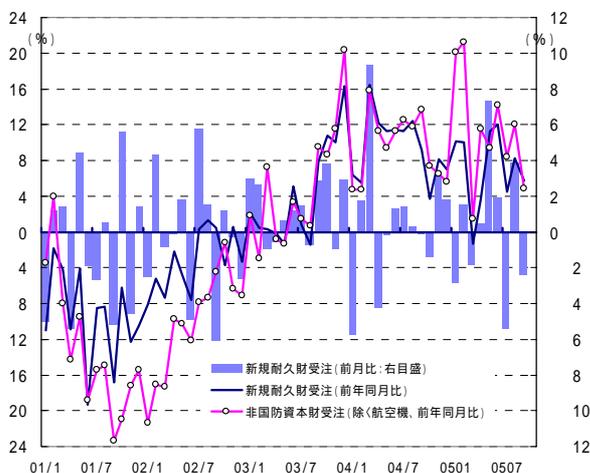
9月の耐久財受注は減少

9月の製造業の新規受注は、前月比 1.7%減と8月同+2.9%増から減少に転じた。9月の新規耐久財受注も、前月比 2.4%減と8月+3.9%増から減少に転じた。民間航空機が前月比41.8%減となり、輸送機器産業が受注減(同 5.5%、8月+1.1%増)となった他、コンピュータ・電子機器(同 3.9%減、8月+6.6%増)も減少に転じた。一方、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)についても前月比 1.5%減(8月+3.9%増)と反転減少した(図表8)。

前年同月比では、新規耐久財受注は+5.8%増(8月+8.3%増)、非国防資本財受注(除く航空機)は+4.9%増(8月+12.0%増)と、いずれも大幅な伸び率鈍化となった。耐久財受注の減少は気懸かりであるが、今後はハリケーンの復興需要が期待できることから、早晚、受注は改善に向かうとの見方が強い。また、製造業の在庫/出荷比率が1.18倍と極めて低水準にあることから、在庫積み増しに向けての生産拡大も期待でき、製造業の先行きについての懸念が広がっているわけではない。

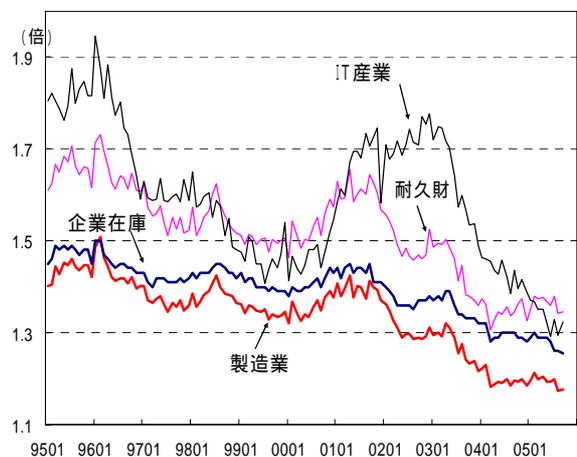
なお、9月の企業全体の在庫は前月比+0.5%増となったが、企業売上高が同+0.6%増と好調に推移したため、在庫/売上比率は1.25(8月1.26)と過去最低水準を更新した。前年同月比でも、企業売上高が+7.8%増と伸張する中、在庫は+4.3%増に留まっている(図表9)。

(図表8) 新規耐久財受注の推移



(資料)米国商務省

(図表9) 在庫/出荷比率の推移



(資料)米国商務省

10月雇用者は、予想を下回る5.6万人増

10月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+5.6万人増と市場予想の+12万人増を下回った(図表10)。

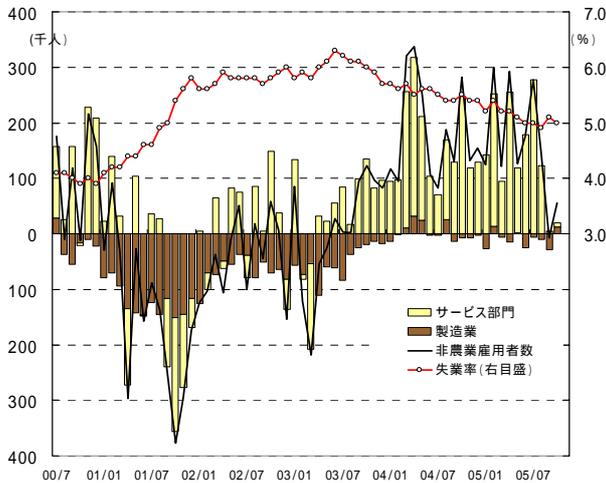
内訳を見るといくつかの特徴的な動きが窺われる。ハリケーンの復興需要もあって、住宅建設が前月比+2万人増となり、建設業全体では前月比+3.3万人増となった。製造業では、航空機業界のスト収束で輸送機器が前月比+2.2万人増となり、製造業全体でも前月比+1.2万人増と5

カ月ぶりの増加となった。サービス業は同+0.7万人増に留まったが、金融・保険業の同+1.83万人増、ヘルスケアの同+1.68万人増、等の増加が大きかった半面、百貨店の同 1.81万人減、飲食店の 1.45万人減、等で減少した。

また、失業率は 5.0%と前月(5.1%)から低下し、時間あたり賃金上昇率は前月比+0.5%増と 2003/02 以来の伸びを見せ、インフレ懸念を高める一因ともなった(図表 11)。

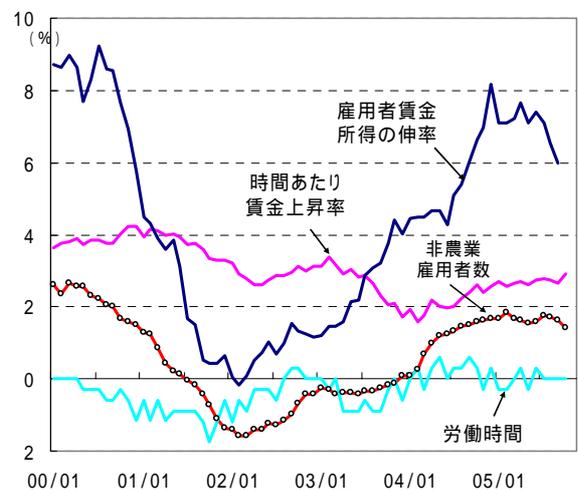
労働省では、10月の数値について、ハリケーンの直接的な打撃を受けた地域に起因するものではなく、むしろ全米的な動きによるもので、これまでのトレンドを下回った状況にあると指摘している。ハリケーンの影響で 10-12 月期の景気減速観測が大勢であったことから、雇用が手控えられたと見られるが、実態はもう少し強いとの見方も根強く、次回の雇用統計が注目される。

(図表 10) 雇用状況の推移(前月比)



(資料)米国労働省

(図表 11) 労働市場と雇用所得の推移



(資料)米国労働省他、前年同月比

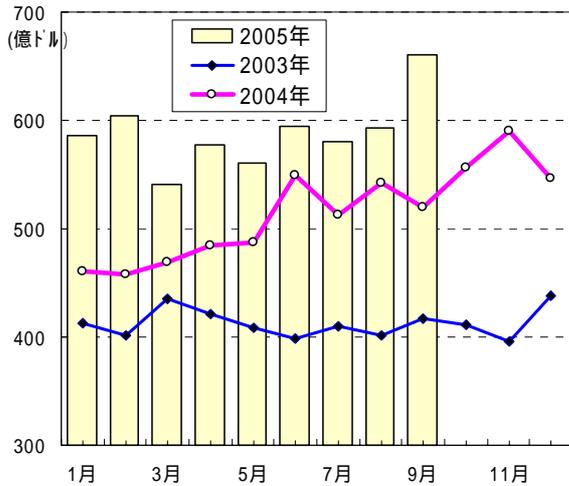
(貿易の動向)

9月貿易赤字が過去最高を更新

9月の財・サービスの貿易収支は、661億ドルの赤字(国際収支ベース、季節調整済)と前月の593億ドルから急増し、単月としては過去最高額を更新した。輸入が前月比+2.4%増だったのに対し、輸出は同 2.6%減となったことによる。また、前年同月比でも輸入の+14.5%増に対し、輸出は同 +7.7%増と輸入の伸びが輸出を倍近く上回っている(図表 12)。

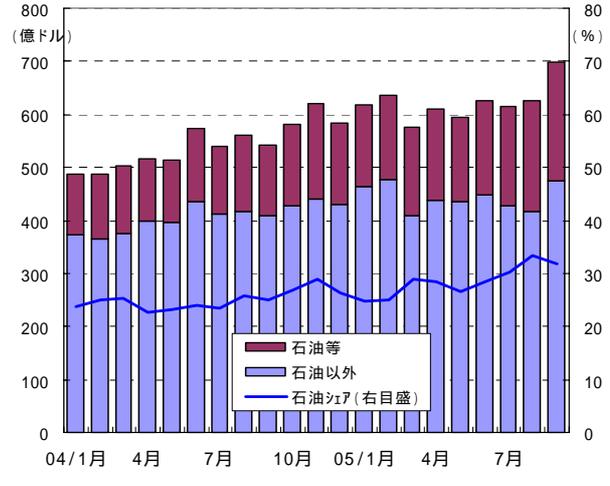
なお、1~9月までの累計赤字は、5298億ドルに達し、前年同期の4483億ドルを18.2%上回った。このため、昨年(2004年)の年間貿易赤字は6176億ドルと過去最高を記録したが、本年も過去最高を更新しそうな情勢と言える。こうした赤字増の背景には、原油価格の高騰と中国からの輸入が急増していることが挙げられる。原油・石油製品の輸入額は、前月比+4.4%増、前年同月比では+58.7%増に達し、原油・石油製品の赤字額は9月貿易赤字額(サービス除き)の31.2%を占めている(図表 13)。

(図表 12)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、季節調整済

(図表 13) カテゴリ別貿易収支(月別)

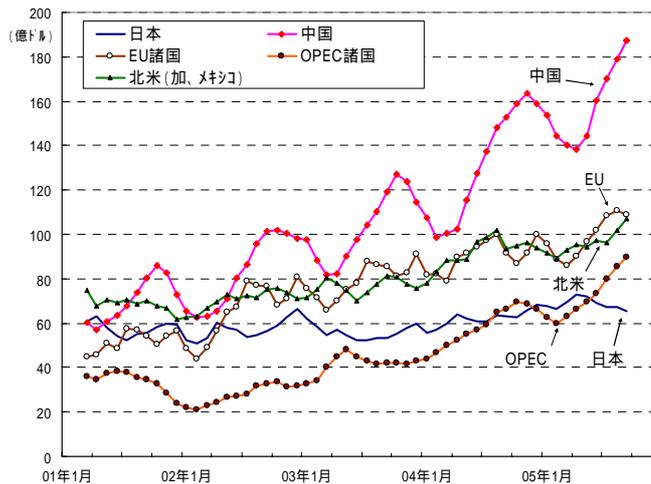


(資料) 商務省、国際収支ベース(サービス除き)、季節調整済

また、国別の貿易収支を見ると、9月の対中赤字は201億ドル(通関ベース、サービス除き)と前月の185億ドルから拡大、9月貿易赤字(同上)の28%を占めた。国別では第二位の対加赤字74億ドルの2.7倍にあたり、際立った突出を見せている(図表14)。

人民元の対ドルレートの変更(7/21)は、約2%の小幅上昇に留まったため、その影響はほとんど窺われず、今後、米国の中国に対する為替レートは正要求が高まるものと思われる。

(図表 14)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)

(物価の動向)

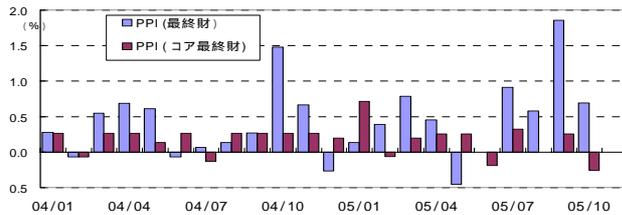
コア生産者物価の伸び率減少が、インフレ警戒を緩和

物価については、最近の原油価格の高騰の影響が物価に反映される展開となった。10月のPPI(生産者物価：最終財)は、前月比+0.7%と9月(同+1.9%)ほどではないものの、依然高い伸びを見せた。これはエネルギー物価が同+4.1%と急速な上昇(9月は同+7.1%)を続けたためである。一方、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数は、前月比 0.3%(9月は+0.3%)と減少に転じている。減少幅では2003年4月以来であり、市場の予想が+0.2%であったこともあって、一時的にせよインフレ警戒を鎮静化させるものなった(図表 15-1)。

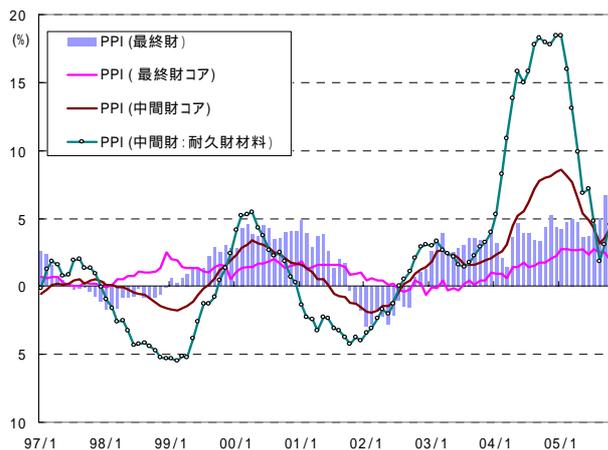
なお、前年同月比のコア指数も+1.95%と約1年ぶりに2%を割り込んでおり、この点でも市場のインフレ懸念を和らげている(図表 15-2)。

一方、10月CPI(消費者物価)は前月比+0.2%と9月の同+1.2%から急低下したが、PPIとは異なりエネルギー物価の下落(9月+12.0% 10月 0.2%減)によるところが大きい。また、エネルギー・食料品を除いたコア指数は+0.2%(9月+0.1%)と市場の予想通りだった。コア指数は3月に+0.4%と急伸したが、その後は+0.1%以下の伸び率に留まっていた。今回の数値は3月以来の上昇幅となるが、伸び率自体はそれほど高いわけではなく、原材料価格高騰の消費市場への波及は緩やかに進行するとの市場の見方を裏付けるものと言えよう(図表16-1・2)。

(図表 15-1) 生産者物価の推移(前月比)

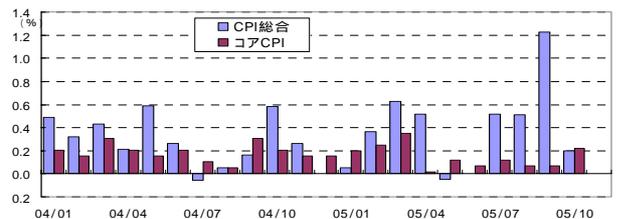


(図表 15-2) 生産者物価の推移(前年同月比)

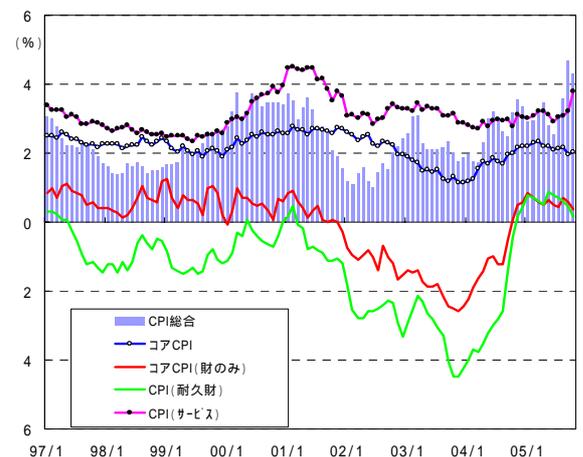


(資料) 米労働省

(図表 16-1) 消費者物価の推移(前月比)



(図表 16-2) 消費者物価の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省

(金融政策)

FRBは11/1のFOMCで0.25%の利上げを実施

FRBは、11/1のFOMC(連邦公開市場委員会)でFF目標金利を0.25%引き上げ4.0%とすることを決定した。これで昨年6月以降、一連の利上げは12回目、計3.0%引上げられたこととなる。今回の利上げは、前回、カトリーナの影響で一時的な据え置き説があったのと異なり、ガソリン価格高騰によるインフレリスクの高まりや、直前に発表の7-9月期GDPが予想を上回る堅調なものとなったこともあり、市場では予想通りとしている。また、決議も前回のようないくつかの反対もなく、全員一致となった。なお、利上げ発表時のFOMCの声明では、「現在の緩和的な金融政策と強い生産性が持続的に経済活動をサポートし、ハリケーン地域の復興需要が経済を高める可能性がある」「長期的なインフレ圧力は抑制されているものの、エネルギーやその他のコストの上昇が、イン

フレ圧力を高める可能性がある」とし、「適切な金融政策により持続的経済成長と物価の安定が可能であり、慎重なペースで緩和政策の解除を実行する可能性が強い」とこれまでの主張を繰り返したが、これも市場の予想通りであり、利上げ政策の持続を示唆したものと見えよう(図表17・18)。

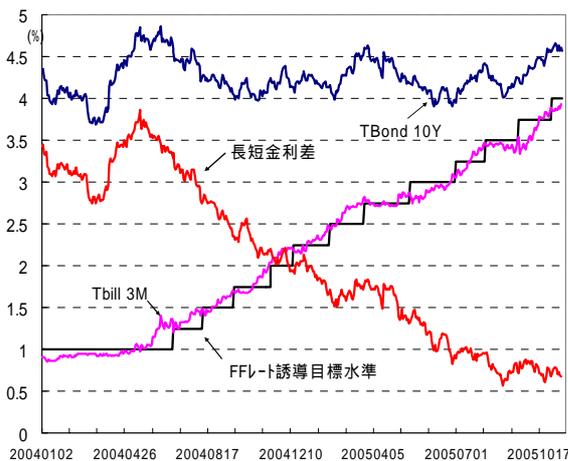
市場の関心は、早くもグリーンズパン議長後の金融政策に移っているが、同議長在任中は、現状の小幅利上げのスタンスが持続するとの見方が強く、FOMCの開催される12/13、1/31と2回に渡る小幅利上げが実施された場合、FF目標金利は4.5%とほぼ中立的とされる水準に達する。

ブッシュ大統領は、グリーンズパン議長の後任にバーナンキ氏を指名 ～市場は、早くもバーナンキ次期議長の金融政策に注目

ブッシュ大統領は、10/23に1月末で任期が終わるグリーンズパン議長の後任としてバーナンキCEA委員長を指名した。上院の承認を経て、来年2月より就任することとなるが、元々、ウォール街で本命視されていた人物の指名となったこともあり、当面の不透明材料が解消したとして市場でも歓迎されている。

FRBの金融政策は、バーナンキ氏の議長就任後も、現行のインフレ抑制に向けた利上げ政策が踏襲されると見られている。ただし、グリーンズパン議長と異なるのは、同氏がインフレターゲットの導入を主張していることである。同氏のこれまでの主張から、デフレ回避のために躊躇なく利下げに転じるハト派との見方があったが、議会公聴会での発言後は、必要であればインフレターゲットのために積極的に利上げを実施するタカ派との見方も出ており、バーナンキ氏の議長指名後に上昇を見せた長期金利は、今回は一転下落の動きを見せた。なお、同氏は、インフレターゲット導入には、FRB等での研究後とし、拙速な導入はしない旨言明している。

(図表 17) 長短金利の推移



(資料) FRB、長短金利差=TBond10Y - TBill3M

(図表 18) 原油・ガソリン価格の推移(週ベース)



(資料) EIA、週間データ

(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障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)