

Weekly エコノミスト・レター

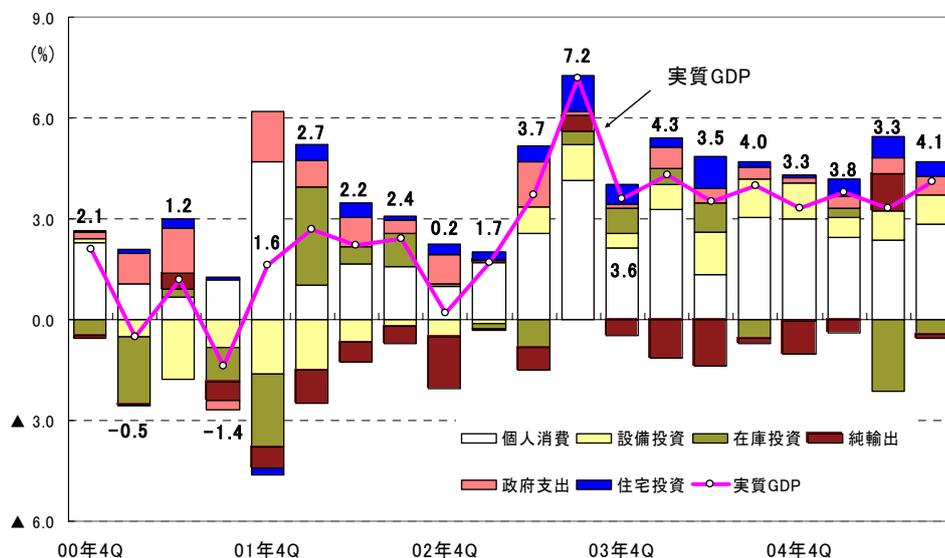
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済の動き～10-12月期の減速後は回復へ

< 米国経済の動き >

1. 1/27に発表される10-12月期の実質GDPは、市場の予想平均では、ほぼ3年ぶりの3%割れが予想されている。これは、7-9月期に急増した自動車販売の反動減によるところが大きい。しかし、不振だった自動車販売は12月には回復を見せ、クリスマスセールも全体としてはまずまずだった。消費者信頼感指数もハリケーン以前の水準に復調しつつある。さらに、本年上半期は、ハリケーンからの復興需要が本格化する。このため、成長率の減速は一時的で、1-3月期のGDPは再び堅調な水準に持ち直そう。
2. F R Bは、12/13のFOMCでF F金利の目標水準を4.25%に上げた。一昨年6月以来13度目の利上げとなるが、このFOMCで今後の利上げ余地が小さいとの見方をしていることが明らかとなり、早晩、利上げの打ち止めも期待されている。このため、グリーンズパン議長の最後の采配となる1/31のFOMCに注目が集まっている。

(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

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 >

(景気の概要)

●減速予想の10-12月期成長率

7-9月期の実質GDPは、当初3.8%（前期比年率、以下も同じ）と発表されたものの、確報値では4.1%に引き上げられた。4%台の成長率は1年振りのことであり、加えてハリケーンのダメージ（議会予算局では、1%強GDPを押し下げると試算していた）を考慮すれば、米景気の強さを再認識させるものであったと言えよう(図表1)。

ただし、1/27日に発表が予定される10-12月期の実質GDP成長率は減速しよう。米景気はハリケーンのダメージから復調しつつあるが、7-9月期に社員価格の一般適用というインセンティブの拡大を受けて急増した自動車販売が、一転、10-12月期は需要の先食いによる反動減とガソリン価格高騰の影響により不振に陥ったため、前期比で見た耐久消費財の大幅な減少が見込まれるためである。個人消費の伸び率は急低下し、GDPについても、2.8%と3%を下回る市場予想となっている。

もっとも、こうした落ち込みは一時的と思われる。ガソリン価格は既にハリケーン襲来前の水準にまで低下し、消費者マインドもハリケーン襲来前の水準に回復した。クリスマスセールも、全体としては、まずまずの結果と言え、不振だった自動車販売も12月には回復を見せた。2006年1-3月期は、こうした回復歩調が持続する中、ハリケーンからの復興需要本格化が期待できる。特に設備投資は、稼働率の上昇もあって高い伸びが期待される。また、製造業の雇用減も収束の動きを見せている。雇用の回復は所得増をもたらして消費の追い風となろう。1-3月期の成長率は再び堅調さを取り戻すこととなりそうだ。

(消費の動向)

●クリスマスセールは、全体ではまずまずの結果に

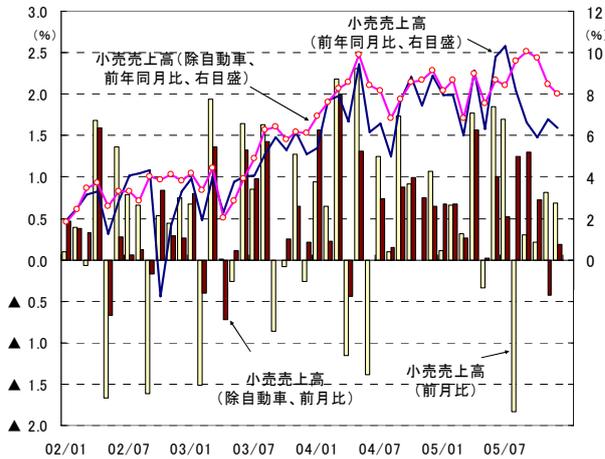
クリスマスセールは、出足の好調が伝えられた一方、12月に入ってから苦戦したところも多く、また、クリスマス直前のNYのストライキの影響も受けたが、全体としてはまずまずの結果が伝えられている。ICSC(国際ショッピングセンター協会)の調査では、11・12月を通じた小売売上げ(チェンストア・セール指数)は前年比3.5%増と2004年の2.3%を上回った。

一方、商務省発表の12月の小売売上げは、前月比+0.7%増、自動車除きでは+0.2%増となり、市場予想の同+0.9%増(自動車除きでは+0.4%増)をやや下回った。ガソリン価格や暖房コストの上昇等が影響したと思われる。小売店別では、自動車販売が前月比+2.6%増と伸張し、スポーツ・趣味用品等(同+1.5%増)、ガソリンスタンド(同+0.9%増)、無店舗販売(同+0.5%増)等が好調な半面、百貨店(同▲1.5%減)は減少した(図表2)。

なお、前年同月比では6.4%増、自動車除きでは同8.0%増となったが、ガソリンスタンドの

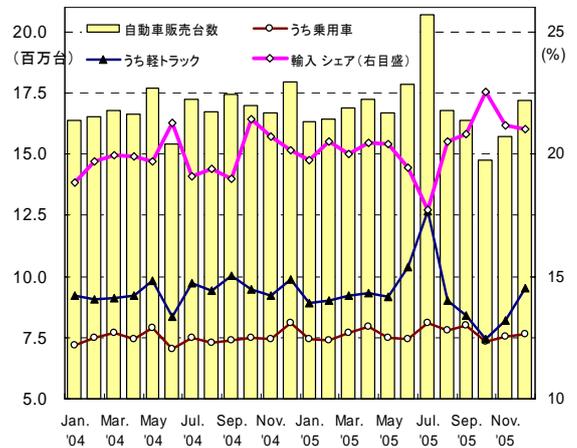
17.9%増や、無店舗販売の 10.6%増等が全体の数値を押し上げた。2005 年全体での年間小売売上高は前年比 7.3%増（自動車除きでは同 8.3%増）と一昨年を若干下回った。

(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

10-12 月期に入り、不振だった自動車販売（台数ベース）は、12 月は 1717 万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同 1574 万台）から急増を見せた(図表 3)。自動車各社の大幅なディスカウントが回復に寄与したものと思われるが、前年同月比では▲4.3%の減少となる。

なお、輸入車の販売シェアは、21.0%と 11 月 21.2%から若干低下した。また、会社別では、12 月のアジア系のシェアは 36.7%と 1 年前の 34.6%から上昇し、トヨタの 12 月販売台数が前年同月比+8%増だったのに対し、GMは▲10%、フォードは▲9%と減少した。2005 年通年の新車販売は 1699 万台（前年比+0.5%）となり、2006 年もほぼ同水準との見方が多い。

(景況感)

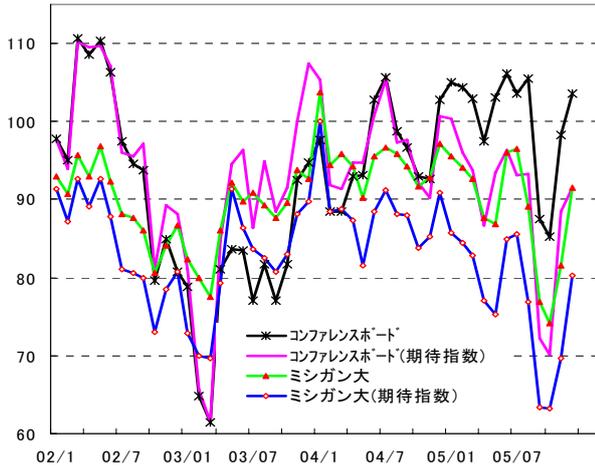
●消費者マインド指数が回復持続

12 月ミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、91.5（11 月は 81.6）と、10 月をボトムとした回復を持続した。現況指数が前月差+8.9、期待指数も同+10.6 の大幅上昇となった。コンファレンスボードの 12 月消費者信頼感指数も、103.6（11 月は 98.3）と 10 月をボトムに上昇した。両指数とも 8 月のハリケーンの影響で急落したが、その後の上昇で、ハリケーン襲来前の水準をほぼ回復している。両指数の持ち直しで、鈍化推移の消費回復への期待感も高まりつつある（図表 4）。

一方、企業のセンチメントを示す I S M指数では、12 月の製造業 PMI 指数が 54.2 と前月 58.1 から大きく低下した一方、非製造業指数の事業活動指数が 59.8 と上昇し（11 月 58.5）、対照的な動きとなった。製造業では、ほとんどの構成指数が低下を見せた半面、非製造業の事業活動指数の上昇は、今後の消費回復を示唆しているとの見方も出ている。ただし、ハリケーンの影響や

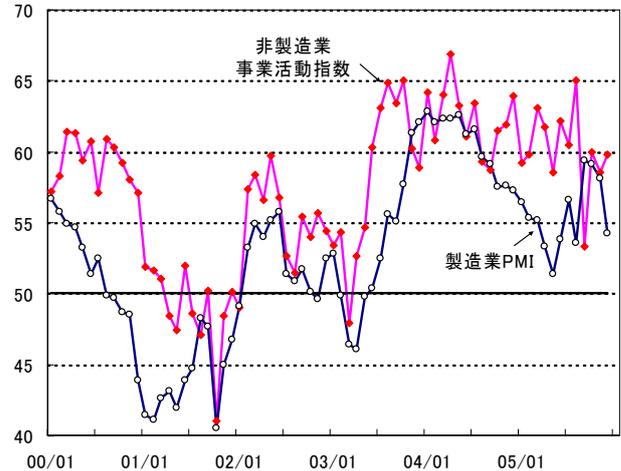
ガソリン価格の変動等から、両指数とも月毎の振幅が大きくなっており、今後の状況を注視する必要がある。いずれにせよ、景気判断の分かれ目である 50 には余裕を残しており、製造業・非製造業とも景況感は健全な水準を保っていると言える(図表 5)。

(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

(生産部門・雇用の動向)

●11月の製造業受注は、航空機を中心に改善

11月の製造業の新規受注は、前月比+2.5%増と10月の+1.7%増を上回った。新規耐久財受注も、前月比+4.4%増と10月+3.1%増を上回る好調が続いた。しかし、この背景には、ストの収束で生産の急増した民間航空機の受注が、前月比+134.3%増(10月+51.6%増)と急伸したことが大きく、航空機産業を含む輸送機器を除くと、製造業の新規受注は前月比横這い(10月も横這い)に留まる。

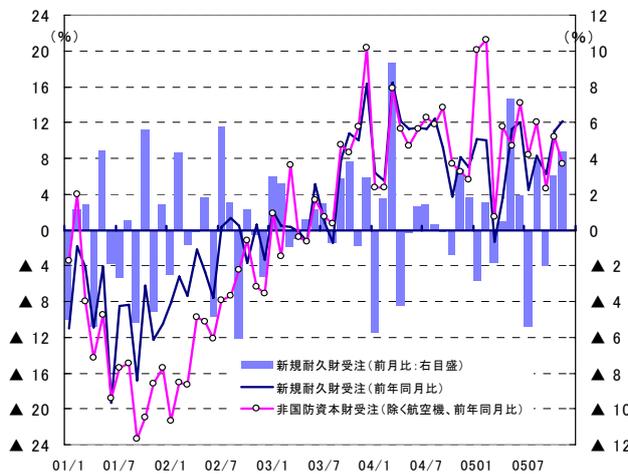
一方、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は、前月比▲2.1%(10月+1.1%増)と減少した。なお、前年同月比では、新規耐久財受注は+12.1%増(10月+11.1%増)と上伸し、非国防資本財受注(除く航空機)は+7.4%増(10月+10.4%増)と伸び悩んだ(図表6)。航空機を除いた非国防資本財受注は減少したが、今後、ハリケーンの復興需要や稼働率上昇等を背景に受注改善が期待されている。

12月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%増と11月(同+0.8%)から伸びを縮めた。同指数は、ハリケーンの影響で9月に大幅な下落を見せた後、10月以降は3ヵ月連続の上昇となった。内訳を見ると、9・10月と減少したエネルギー産業では11月前月比+2.8%、12月同+2.3%と順調な回復を見せ、また、ハイテク産業も同+2.7%(11月+2.3%)と好調を維持したが、自動車産業は、同▲2.8%(11月▲4.9%)と3ヵ月連続のマイナスとなった(図表7)。

一方、12月の設備稼働率は80.7%と11月の80.3%に続いて80%台を維持し、2000年11月以来の高水準となった。主要業種では、ハリケーンの打撃を受けた石油・天然ガス採掘が、83.5%と10月の75.6%をボトムに回復を見せ（ハリケーン襲来前の7月は89.3%）、ハイテク産業も75.8%と上伸（11月は75.2%）したが、自動車産業は75.9%と9月83.1%をピークに下落を続けた。

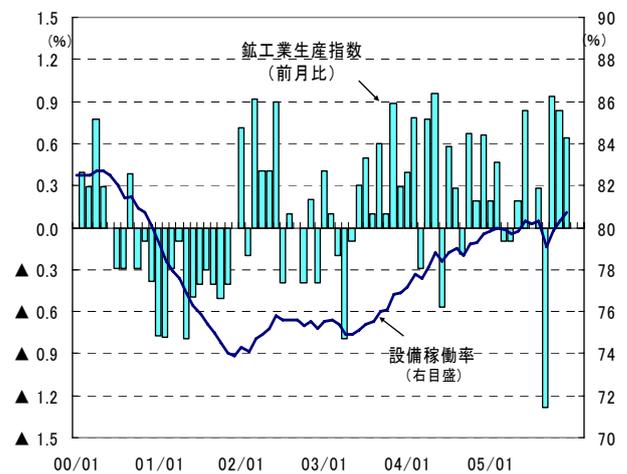
なお、設備稼働率は、長期的な過去の平均水準（1972～2004年の平均81.0%）に迫る動きを見せているが、今後もハリケーンのダメージを受けた産業の復調が期待できることから、早晚、この水準を上回る可能性が出てきた。この水準は、生産面でのボトルネックに差し掛かる水準とされており、設備投資の加速が期待できる一方、インフレ警戒も高まると見られ、今後、当指標への注目度が一層高まるものと思われる。

（図表6）新規耐久財受注の推移



（資料）米国商務省

（図表7）鉱工業生産・設備稼働率の推移(%)



（資料）FRB

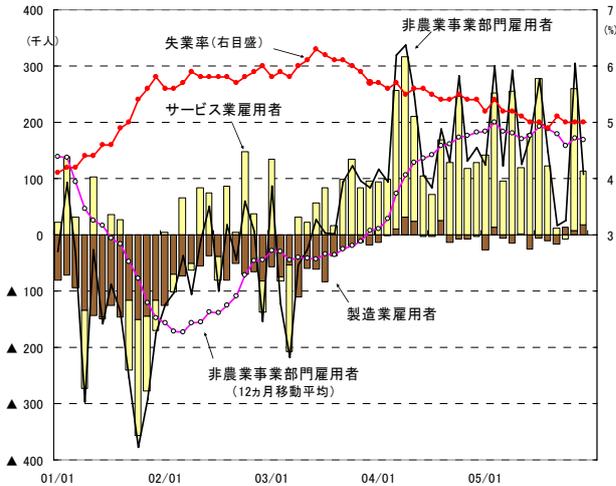
● 12月雇用者は、予想を大きく下回る10.8万人増

12月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+10.8万人増と市場予想の+20万人増を大幅に下回った（図表8）。ただし、11月の雇用増が21.5万人増から30.5万人増へと上方修正されたため、市場では堅調な推移にあるとの見方を崩していない。年間の増加も202万人と一昨年（219万人）に続き200万人を超えた。

内訳を見ると、ハリケーンの復興需要もあって建設が前月比+1.2万人増となり、また、製造業では同+1.8万人増と3ヵ月連続の増加となった。サービス業は同+9.6万人増となったが、飲食店の同+3.6万人増、ヘルスケアの同+2.1万人増、等の増加が大きかった。

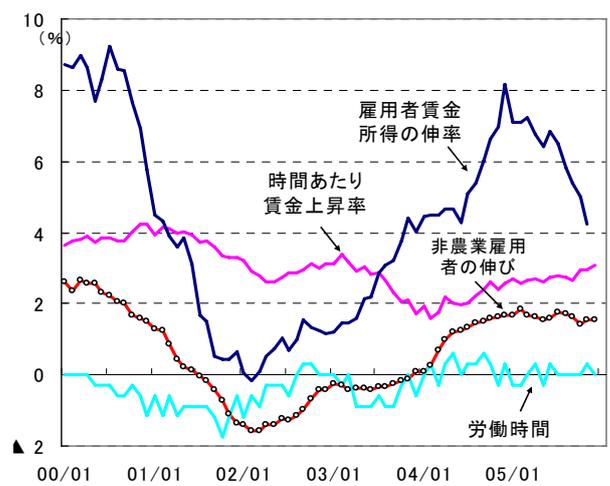
なお、失業率は4.9%と前月(5.0%)から低下し、時間当たり賃金上昇率は前月比+0.3%増となった。前年同月比では、賃金上昇率が緩やかな上昇を見せている半面、雇用者数や労働時間の伸びが弱含んでおり、賃金所得の伸びが低下するなど、労働市場の逼迫感はそれほど強い状況にはない（図表9）。

(図表 8) 雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表 9) 労働市場と賃金所得の推移



(資料) 米国労働省・商務省、前年同月比

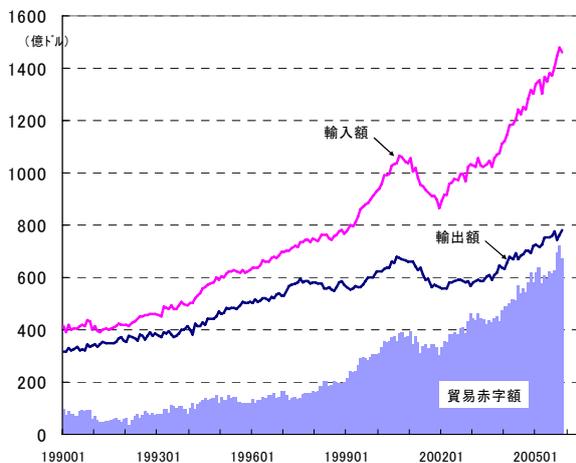
(貿易の動向)

●11月貿易赤字は、縮小するも過去三番目の高水準

11月の財・サービスの貿易収支は、642億ドルの赤字(国際収支ベース、季節調整済)と前月の681億ドルから減少した。輸出の前月比+1.8%増に対し、輸入は同▲1.1%減と減少したが、主要品目のうち、民間航空機等の輸出増の半面、当該月の原油価格低下により石油輸入額が減少したことによる。ただし、単月としては過去三番目と、依然高水準にあり、また、前年同月比では、輸入の+11.1%増に対し、輸出は同+10.8%増と輸入の伸びを下回っている(図表10)。

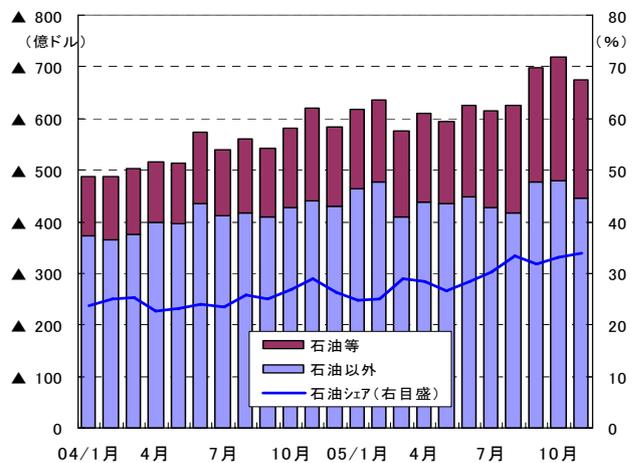
なお、1~11月までの累計赤字は6618億ドルに達し、過去最高を記録した一昨年の年間貿易赤字6176億ドルを既に上回っている。こうした赤字増の背景には、原油価格の高騰と中国からの輸入が急増していることが挙げられる。1~11月までの原油・石油製品の輸入額は、前年同期比で+39.9%増に達し、原油・石油製品の赤字額は1~11月までの貿易赤字額(サービス除き)の29.6%を占めている(図表11)。

(図表 10)米国の貿易(財)収支の推移(月別)



(資料) 商務省、季節調整済

(図表 11) カテゴリー別貿易収支(財、月別)

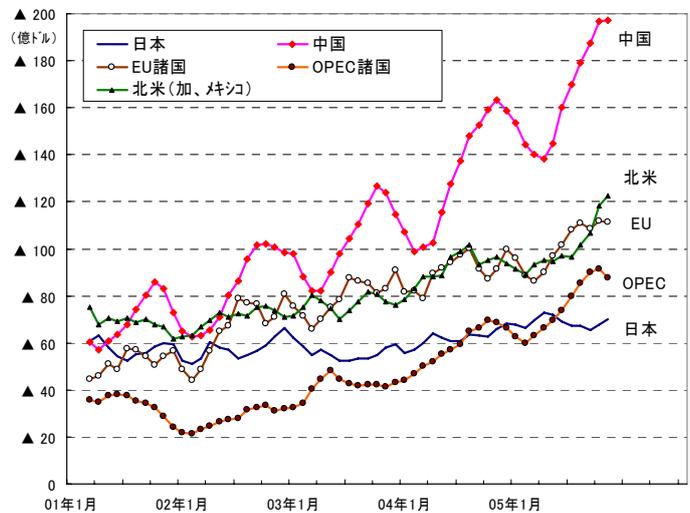


(資料) 商務省、季節調整済

また、国別の貿易収支では、11月の対中赤字が185億ドル（通関ベース、サービス除き）と前月の205億ドルから縮小したものの、11月貿易赤字の26.3%を占めた。国別では第二位の対加赤字75億ドルの2.5倍にあたり、依然、際立った突出を見せている（図表12）。

約2%の人民元の対ドルレート変更の影響はほとんど現れておらず、中間選挙の年を迎え、中国に対する為替レート是正、輸入増等の要求が高まるものと思われる。

（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）

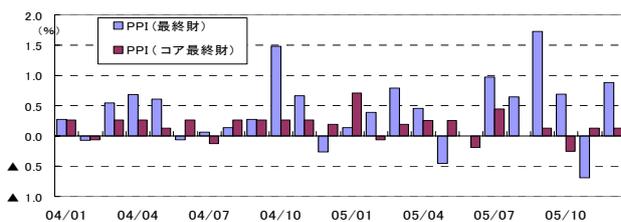
（物価の動向）

● コア生産者物価の伸び率は、依然低水準

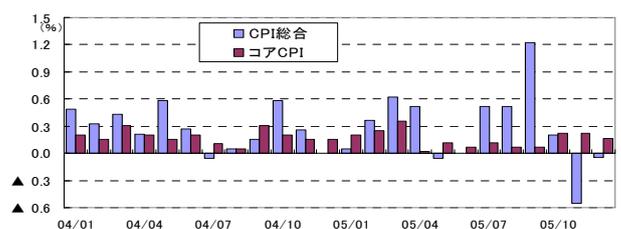
物価については、引き続き原油価格変動の影響が反映される展開となった。12月のPPI（生産者物価：最終財）は、前月比+0.9%と10月の低下（同▲0.7%）から反転上昇した。これはエネルギー物価が同+3.1%（10月は同▲4.0%）と急速な上昇を見せたためである。一方、振れの大きい食品・エネルギーを除いたコア指数は、前月比+0.1%（10月も+0.1%）と安定的な動きに留まった。なお、前年同月比では、PPIが+5.7%だったのに対し、コア指数は+1.7%に留まり、この点でも市場のインフレ懸念を和らげている（図表13-1・2）。

一方、12月CPI（消費者物価）は前月比▲0.1%減と11月の同▲0.6%減に続き連月でマイナスとなった。PPIとは異なりエネルギー物価の下落（11月▲8.0%減、12月▲2.2%減）が続いていることが大きい。また、エネルギー・食料品を除いたコア指数は+0.2%（11月+0.2%）と市場の予想通りだった。コア指数は3月に+0.4%と急伸した後は、+0.2%以下の安定した伸び率が続いている。なお、前年同月比では、CPIが+3.4%だったのに対し、コア指数は+2.2%に留まった（図表14-1・2）。

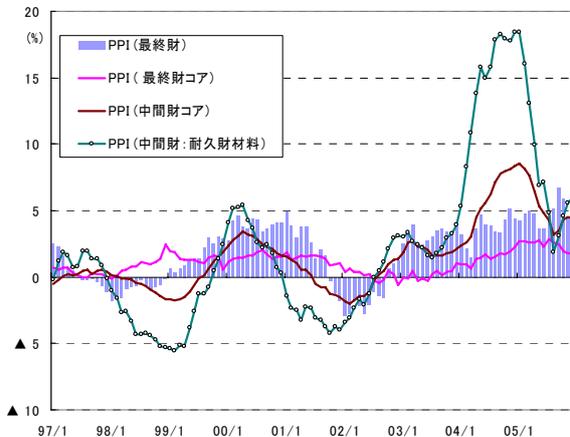
（図表13-1）生産者物価の推移（前月比）



（図表14-1）消費者物価の推移（前月比）

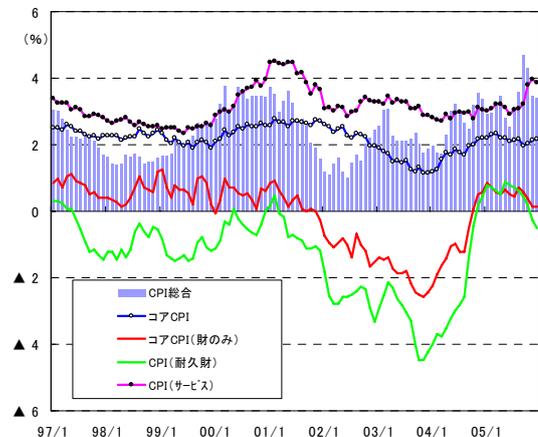


(図表 13-2) 生産者物価の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省

(図表 14-2) 消費者物価の推移(前年同月比)



(資料) 米労働省

(金融政策)

● 12/13のFOMC議事録では、利上げの余地が大きいことを示唆

～市場は、次回1月末のFOMC声明文に注目

FRBは、12/13のFOMC(連邦公開市場委員会)でFF目標金利を0.25%引き上げ4.25%とすることを決定した。これで一昨年6月以降の利上げは13回目となり、計3.25%引き上げられたこととなる。今回の利上げについては、同時に発表された声明文では、“エネルギーコスト上昇とハリケーンのダメージにも拘らず景気が堅調であり、インフレは抑制されているものの高騰したエネルギー価格が潜在的なインフレ圧力となっている”との現状認識のもとに、“持続的成長と物価安定のためには、ある程度の慎重なペースでの引き締めが必要である”と説明された。

また、市場が注目していた利上げ発表時のFOMCの声明文の変更については、“緩和的”だとしていた現状の政策を“引き締め”と書き換えたが、“慎重なペース”という文言は残された。

その後、1/4に発表された12/13日のFOMC議事録では、経済環境やそれに対応するため利上げを実施する必要性については、意見が一致していたが、利上げをいつまで続けるかについては意見が分かれたことが明らかにされた。この議事録によると、

「委員会ではもはや金融緩和的な状況とは考えていない。また、ハリケーンのダメージとエネルギーコスト上昇のもとで経済が堅調であることや、資源活用の一層の増加がインフレ圧力を高めるため、持続的な成長と価格安定のためには、一層の慎重な引き締め策が必要である点での見解は一致したものの、今後の見方については意見が分かれた。」とし、

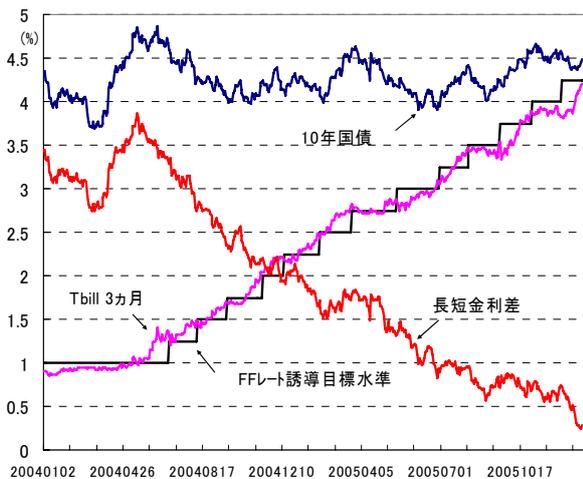
「今後の政策については、これからの指標次第となるが、追加的な引き締め余地はおそらく大きくはないと見られ、慎重なペースで(=measured)という言葉は不必要との意見が出た。しかし、市場がその真意を誤解することを避けるために、“金融政策は経済の見通しの変化に対応

する”という表現を明記することによって“慎重な”という言葉を残すことで同意した。」としている。

結局、今後の経済動向次第としながらも、FRBでも利上げの余地は少なくなっていると考えており、打ち止めがそう遠くないとの市場の見方を裏付けた形となった。このため、景気とインフレの動向に特段の変化が見られなければ、あと1~2回の利上げで打ち止めとの見方が強まり、議事録発表直後は、長期金利・ドルレートとも低下し、株式市場は上昇した。

ただし、その後、中東情勢の変化（イランの核研究放棄の拒否、イスラエルの政権動向、等）やナイジェリアでの石油施設破壊行為等で、原油価格が67ドル/バレル前後で推移するなど再び上昇の動きを見せ、また、失業率の低下や設備稼働率の上昇等で、FOMCが注目している資源活用度が上昇していること等を考えると、1月末のFOMCでの利上げが最後となる可能性は縮小しつつある。しかし、1月末のFOMCは、グリーンズパン議長にとって最後のFOMCでもあり、その声明文でどのような方針が示されるのか、市場の注目度は一段と高まっている。

(図表 15) 長短金利の推移



(資料) FRB、長短金利差=10年国債-TBill3M

(図表 16) 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)