

Weekly エコノミスト・レター

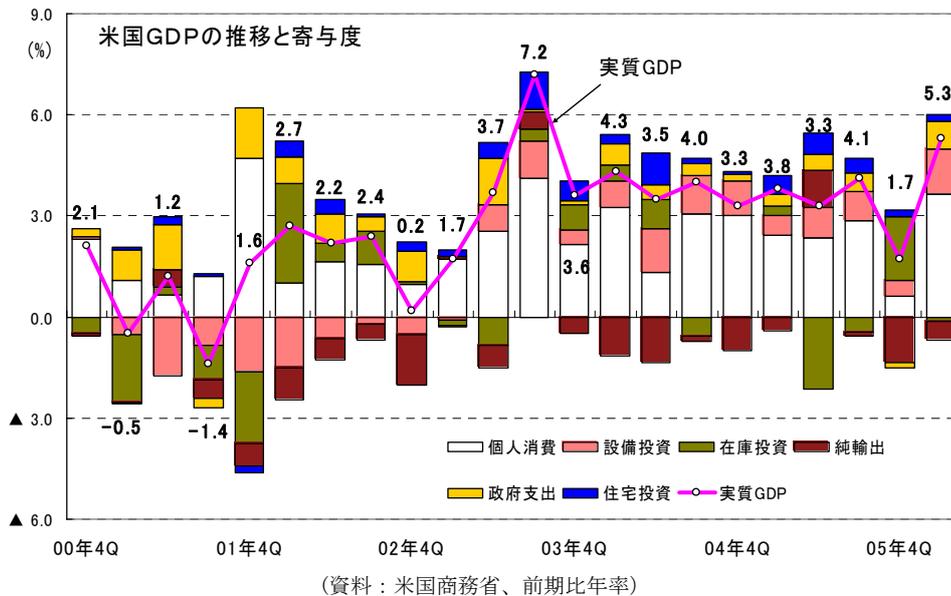
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済動向～「利上げ休止」は先送りが優勢に

< 米国経済の動き >

- 1-3月期の実質GDPは、前期比年率+5.3%と上方改定され、現下の景気の強さを示した。10-12月期減速の反動や年初の暖冬も影響したと見られ、消費は+5.2%、設備投資は+13.1%と堅調だった。しかし、今後の景気については、2年間続いた利上げの効果や原油・ガソリン価格高騰等を受け、次第に減速に向かうと思われる。
2. 実際、最近の指標を見ると、雇用が弱かった他、住宅市場では鈍化も見られる。このため、5/10のFOMCでFF金利の目標水準が5.0%に引き上げられたものの、今後、利上げがいつまで続けられるかが焦点となっている。FRBでは、利上げの休止は今後の経済指標次第としているものの、原油価格の高止まりと物価指標の上昇から、現時点では6月末のFOMCでは利上げ継続の見方が優勢になりつつある。

(図表1) 5.3%に上方修正された米GDP ～ 2003/3Q以来の高水準



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〕

● 1-3月期GDP成長率は、+5.3%に上方修正

1-3月期 GDP（改定値）は、+5.3%（前期比年率：以下同じ）と速報値+4.8%から上方改定された。市場予想（+5.8%）ほどではなかったが、2003/7-9月期以来2年半ぶりの高成長率となった。速報値からの修正点は、主要な項目である個人消費（+5.5%→+5.2%）、設備投資（+14.3%→+13.1%）等で下方修正されたのに対し、在庫（寄与度▲0.52%→▲0.14%）、純輸出（寄与度▲0.84%→▲0.55%）等による修正が寄与した。

前10-12月期GDP（+1.7%）と需要項目を比較すると、前期に落ち込んだ自動車販売の持ち直しと好調な家具販売等で耐久消費財が+20.5%（前期▲16.6%）と大幅に上昇し、1-3月期の消費支出は、+5.2%（前期+0.9%）と2003/7-9月期以来の高水準となった。

設備投資も10-12月期の同+4.5%から+13.1%へと大幅に伸びが改善したが、この伸び率は2004/4-6月期以来となる。ここでも輸送機器が同+30.7%（前期▲12.7%）と大幅増に転じた他、IT投資が+18.0%（前期+8.4%）、構造物投資が+11.3%（前期+3.1%）と回復した。

一方、貿易赤字の拡大が続いたものの純輸出の寄与度マイナス幅は縮小したが（▲0.55%、前期▲1.36%）、在庫の寄与度は▲0.14%と前期（+1.89%）から一転マイナスとなった（前頁図表1参照）。

また、FRBが注視する個人消費のコア価格指数は、前期比年率+2.0%と速報値と同値で、前期+2.4%からやや低下している。

今回の上方修正で1-3月期の景気の強さが再確認された形であるが、その後、4-6月期に入ると、雇用、住宅、耐久財受注等でやや弱めの経済指標も見られており、今後の景気は次第に減速に向かうと思われる。なお、FRBでは、5/10のFOMCでFF金利の目標水準を5.0%に引き上げ、今後の利上げは経済指標次第としているものの、原油価格の高止まりと最近の物価指標の上昇から6月末のFOMCでの利上げ持続の見方が優勢になりつつある。

（消費の動向）

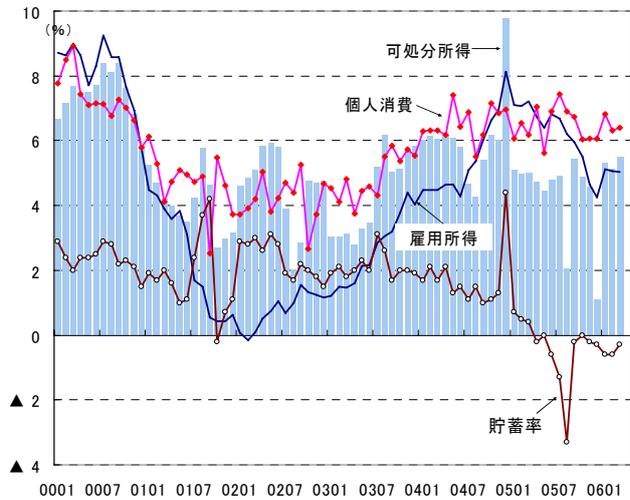
● 個人消費は堅調～貯蓄率のマイナスが持続

3月個人消費は前月比+0.6%（2月は同+0.2%）と前月比の伸び率を高めた。一方、可処分所得も同+0.8%（2月同+0.2%）と個人所得の同+0.8%（2月同+0.3%）を背景に順調な増加を見せ、2月の低い伸びから回復を見せた。また、前年同月比では、個人消費が+6.4%と高い伸びを続け、可処分所得（同+5.5%）の伸びを上回る状況が昨年6月以降続いており、3月も対可処分所得比の貯蓄率は▲0.3%と10ヵ月連続でのマイナスが続いた（図表2）。

こうした過大とも言える消費の伸びは、住宅ローンのリファイナンスやホームエクイティローン等によって家計が手にしたキャッシュに支えられている面が強く、最近の金利上昇や住宅価格軟化の中では、消費の伸びは、いずれ可処分所得の伸びに見合った水準に収束していくと思われる。

なお、FRB の注目する個人消費のコア価格指数については前月比+0.3% (2月+0.1%)、前年同月比では+2.0% (2月+1.8%) と伸びを高めている。

(図表 2) 個人消費の推移

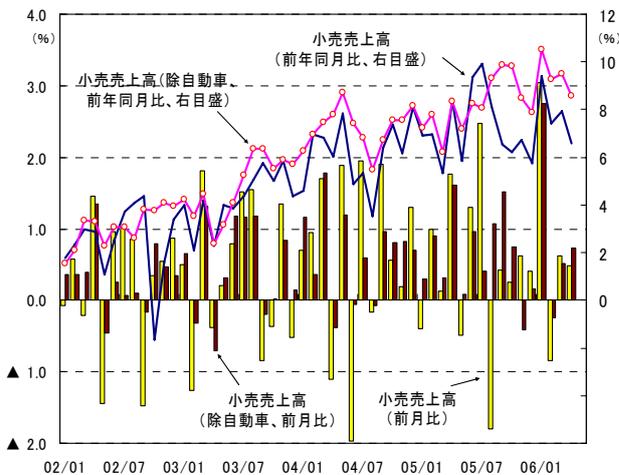


(資料) 米国商務省

● 4月小売売上高は、前月比+0.5%とやや低下

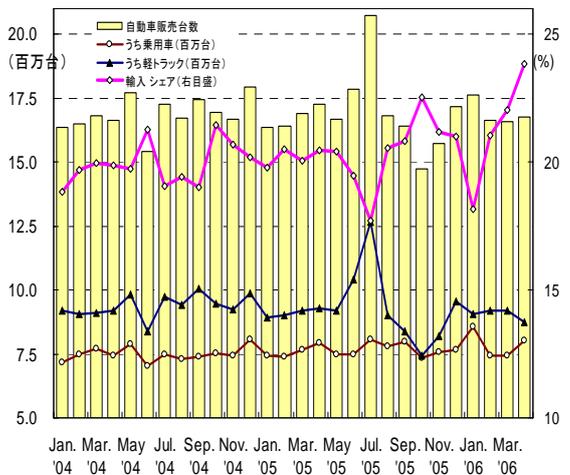
4月の小売売上高は前月比+0.5%と、3月同+0.6%、市場予想(同+0.8%)をともに下回った。変動の大きい自動車を除いた小売売上高では同+0.7%と3月の同+0.5%から上昇した(図表3)。4月の小売売上高は、自動車販売が前月比▲0.4%と減少した一方、価格上昇を受けたガソリン販売が前月比+4.6%と急増したのが特徴である。そのため自動車・ガソリンを除いた小売売上高は前月比+0.2%に留まる。その他の業種では、趣味・スポーツ用品(前月比0.8%)、一般商店(同+0.8%)、通信販売等(同+0.5%)が堅調で、一方、昨年のハリケーン以来堅調だった建築資材(同▲1.6%)は減少に転じた。なお、前年同月比の小売売上高は+6.6%(3月+7.9%)、同自動車除きでは+8.6%(3月+9.5%)と前月から低下した。

(図表 3) 小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表 4) 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

4月の自動車販売を台数ベースで見ると、1674万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1659万台）から増加したが、前年同月比では▲2.9%減少した。販売の内訳では、軽トラック（含むSUV）の減少を乗用車がカバーした。また、国産車が減少（前月比▲1.5%）する一方、輸入車が急増（同+11.4%）したため、輸入車の販売シェアは、23.8%（前月22.0%）と急伸した（図表4）。

（景況感）

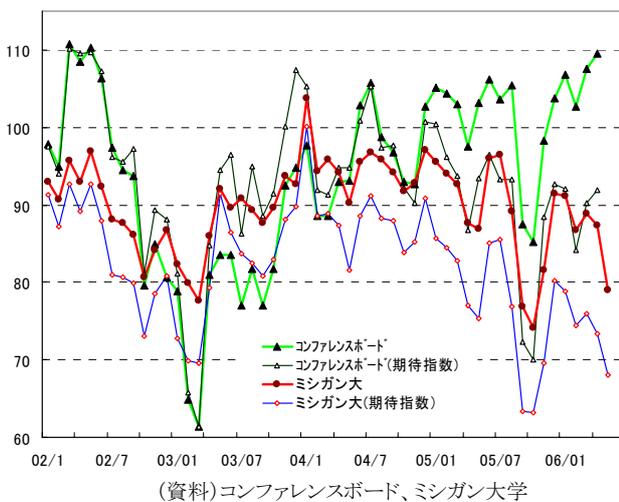
●5月ミシガン大学消費者マインド指数が続落の一方、4月ISM指数が上昇

5月ミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は79（4月は87.4）と2ヵ月連続の下落となった。現況指数が前月差▲13.0、期待指数は同▲5.4といずれも大幅な低下となった。4月雇用統計の鈍化やガソリン価格の高騰がマイナス要因になったと見られる。

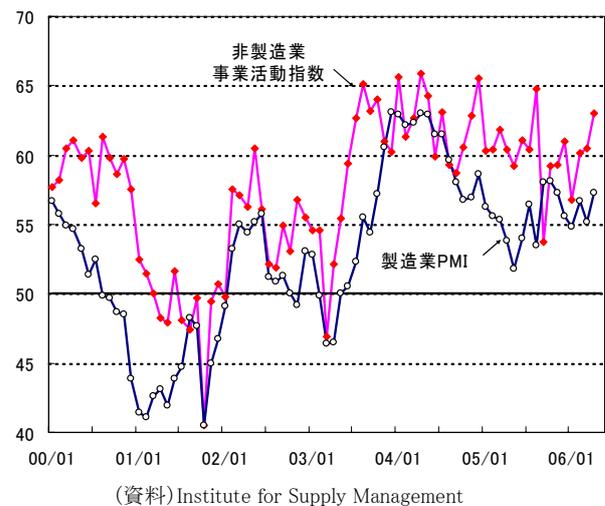
一方、コンファレンスボードの消費者信頼感指数は4月までの発表となるが、3月に107.5に上昇した後、4月も109.6と続伸し2002/05月以来の高水準にある。期待指数も91.9と2ヵ月連続での上昇となった。コンファレンスボード指数では、先行きの懸念により期待指数と現況指数が乖離しており、現況指数が全体の指数を押し上げる形が続いている（図表5）。

企業のセンチメントを示すISM指数では、4月製造業指数が57.3と前月55.2から上昇し、非製造業の事業活動指数も63.0と前月60.5から上昇した。いずれも市場の予想（製造業55.0、非製造業59.4）を上回るもので、企業センチメントが予想以上に堅調であることを示した。昨年のハリケーンの影響もあって両指数は一進一退の動きを続けていたが、非製造業では昨年8月以来の高水準となり、比較的強いセンチメントを回復している（図表6）。

（図表5） 消費者信頼感指数の推移



（図表6） ISM指数の推移



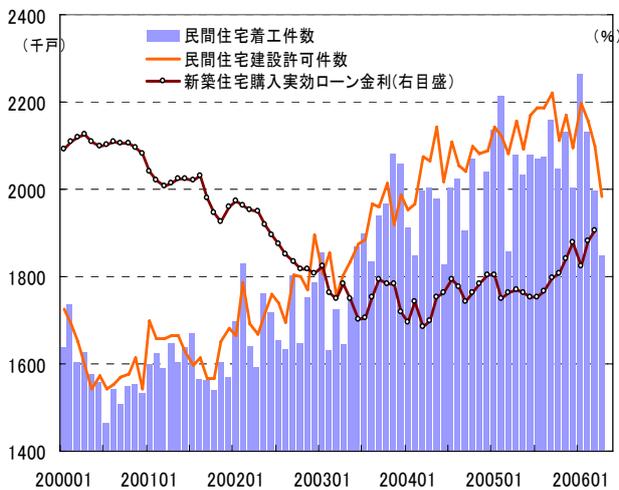
(住宅市場)

●住宅着工が約1年半ぶりの低水準

4月新規住宅着工件数は、年率184.9万戸と前月比▲7.4%減少し、2004年11月(同178.2万戸)以来の低水準となった。また、先行指標となる住宅着工許可件数も年率198.4万戸(前月比▲5.4%)と減少を見せ、2004年2月(同196.7万戸)以来の低水準となった。暖冬の前倒し着工による1月の急増後、長期金利上昇等の影響もあって、住宅着工件数は前月比で5%以上の大幅な減少が続いている。同様に住宅着工許可件数も減少を見せてきたことから、住宅市場の沈静化が急速に進んでいることが窺われる(図表7)。

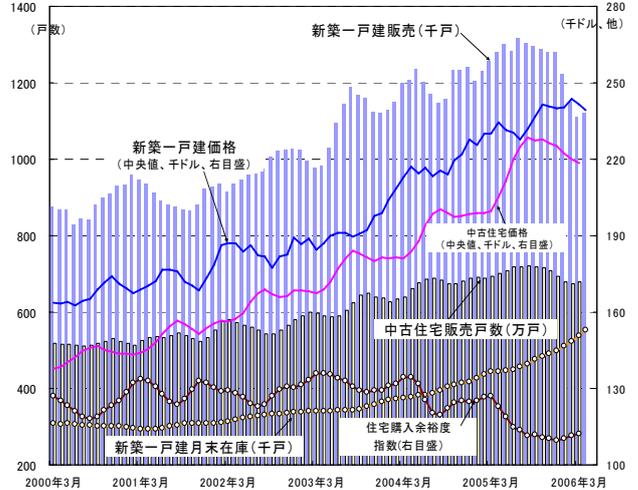
一方、商務省発表の4月の新築一戸建て住宅販売は、年率119.8万戸(前月比+4.9%)と増加した。悪天候の影響を受けた2月の急低下以降、2ヵ月連続の上昇となる。しかし、前年同月比では▲5.7%の低下となり、昨年7月の136.7万戸をピークとした低下傾向は続いていると思われる。また、4月新築一戸建て販売価格(中央値)は23.85万ドルと前月比+2.8%の上昇となるが、2月の24.74万ドルからは▲3.6%の低下となる。一方、4月の在庫は、56.5万戸(前月比+2.4%増、前年同月比では+27.0%)となり、販売の持ち直しの一方、在庫増が続いていることから、全体としては警戒感は否めない状況である(図表8)。

(図表7) 住宅着工の推移(月ベース)



(資料) 商務省

(図表8) 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



(資料) 商務省、NAR

(生産部門・雇用の動向)

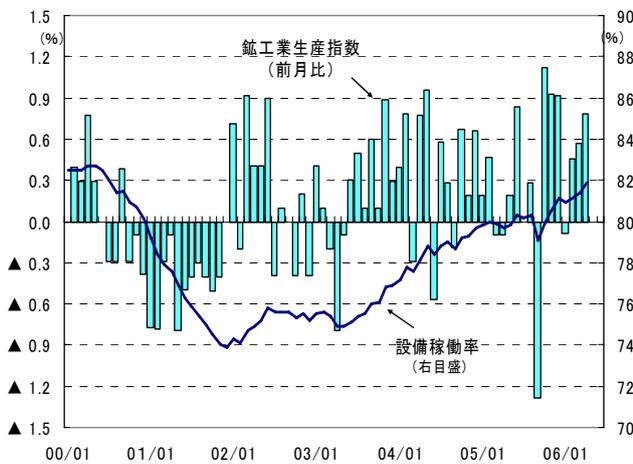
●鉱工業生産・稼働率とも上昇

4月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%と3ヵ月連続、うち製造業では同+0.7%と2ヵ月連続の増加となった。1-3月期年率も上方修正され、全産業で+5.4%、製造業では+5.5%と堅調な伸びとなっている(図表9)。製造業の業種別ではハイテク産業が前月比+1.6%と堅調を維持したが、自動車生産は同▲1.1%とマイナスに転じた。

なお、鉱業の生産指数は前月比+0.9%と上昇し、うち石油・天然ガス採掘は同+1.0%とハリケーンの影響等から回復を見せているが、前年同月比ではなお5%低い水準にある。また、公益部門では電力が前月比+1.6%と上昇したが、天然ガスは同▲2.5%の減少となった。

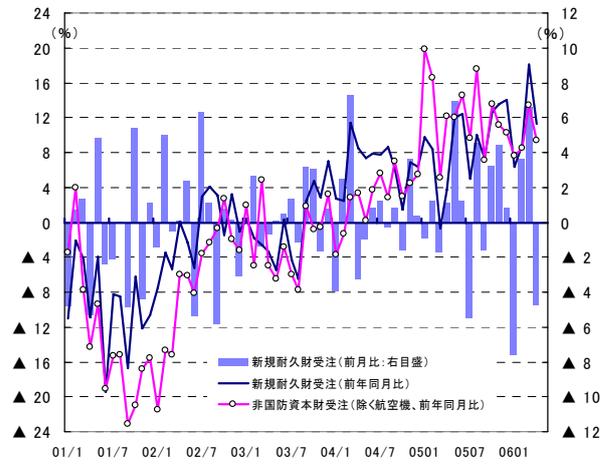
一方、4月の設備稼働率は81.9%と3月の81.4%から上昇し、2000年7月以来5年9ヵ月ぶりの水準となった。主要業種では、ハイテク産業が75.5%（3月74.9%）と上昇を見せた一方、自動車は78.1%（3月79.2%）と低下した。なお、生産のボトルネックが気にされ始める長期的な平均稼働率水準（1972～2005年の平均81.0%）を3ヵ月連続で上回っている。

(図表9) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表10) 新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

4月新規耐久財受注（速報値）は、前月比▲4.8%と3月同+6.6%から急低下した。これは民間航空機の受注増で好調だった輸送機器部門が、4月は▲12.7%と反転したことが大きい（2月前月比+17.1%、3月同+13.9%）。このため、輸送機器を除くと4月新規耐久財受注は前月比▲1.1%（3月+3.5%）となる。また、通信機器の受注減でコンピュータ・電子機器部門が前月比▲10.4%（3月+12.0%）と大幅な減少に転じた影響も大きい。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▲1.7（3月▲3.6%）と減少に転じた。

前年同月比で見ると、4月耐久財受注は+11.3%と比較的高水準にあるが、3月の同+18.1%からは急低下となる。また、非国防資本財受注(除く航空機)も+9.4%(3月+13.4%)と前月から大きく低下している。

新規耐久財受注は、ハリケーン襲来後エネルギー価格の上昇等もあって踊り場状況にあったが、1月の減少後は航空機を中心に増加を見せていた。4月は航空機の急速な減少の影響が大きかったが、他産業でも減少に転じる場所が多く、エネルギー価格再高騰による企業の設備投資見合わせの動きも伝えられる。今後、エネルギー価格高止まりや利上げ持続による景況感の後退があれば、受注への影響が強まる可能性も出てこよう(図表10)。

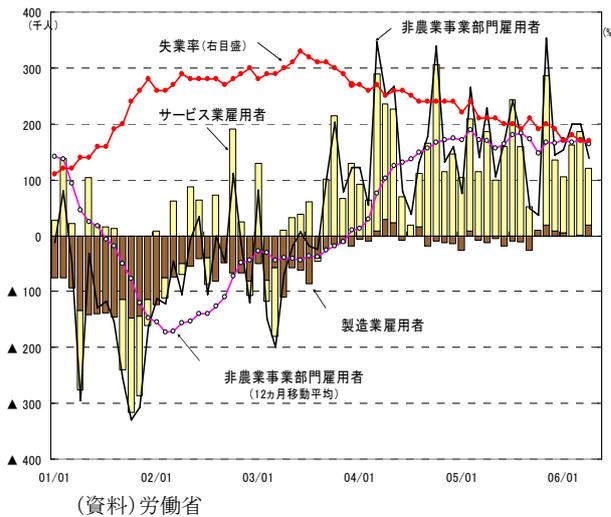
● 4月雇用者は、予想を下回る13.8万人増

4月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+13.8万人と市場予想の+20万人を大きく下回った(図表11)。また、2・3月についても、合計▲3.1万人の下方修正を行っている。内訳を見ると、建設業では前月比1.0万人増と昨夏のハリケーン以来の増加が続き、製造業では+1.9万人と2004/6月以来ほぼ2年ぶりの増加数となった。半面、サービス業では+10.1万人と3月の+18.5万人から減少し、内訳ではヘルスケアの同+2.3万人、専門・技術サービスの+2.1万人、金融・保険の同+2.1万人、等で増加を見せる一方、一般商店では▲3.4万人と減少が目立った。失業率は4.7%と前月と同水準だった。

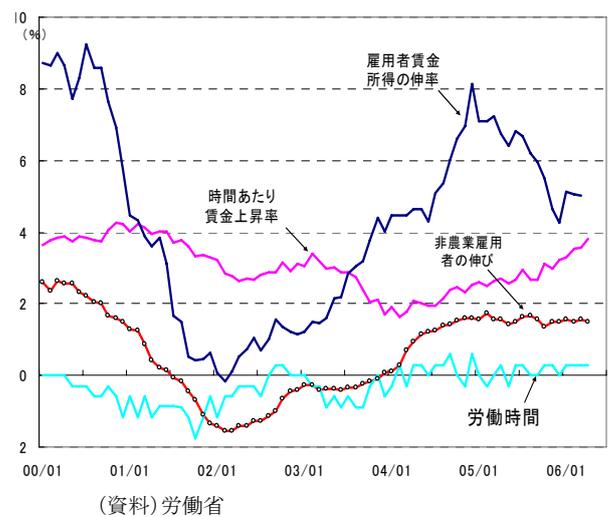
また、週平均の労働時間(民間)は33.9時間と前月33.8時間からやや増加、1時間当たりの平均賃金(民間)は前月比+0.5%、前年同月比では+3.8%と上昇傾向を高めた(図表12)。

全般に、雇用情勢が堅調に推移しているとの見方に変わりはないが、予想を大幅に下回る雇用者数の発表で、一時的に5/10のFOMC後の利上げ打ち止めの見方の一要因とされたこともあり、次回、6/2発表の5月雇用統計(市場の予想は+17.5万人)が注目されている。

(図表11) 雇用増減の推移(前月比)



(図表12) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(貿易の動向)

● 3月貿易赤字が縮小へ

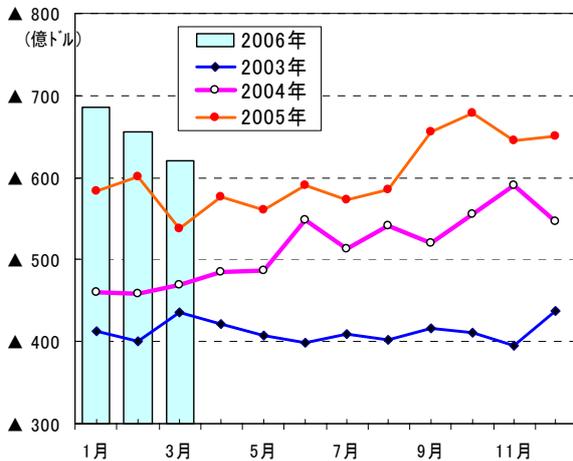
3月の財・サービスの貿易収支は、620億ドルの赤字(国際収支ベース、季節調整済)と2月の656億ドルを下回り、昨年8月以来の水準に低下した(図表13)。輸入が前月比▲0.8%と減少したのに対し、輸出が同+1.9%と増加したことによる。前年同月比でも輸入の+12.9%に対し、輸出は同+14.3%と輸入を上回った。

一方、国別の貿易収支では、引き続き対中赤字が155億ドル(通関ベース、サービス除き)と赤字全体の25.1%を占め群を抜いている。国別赤字額の第二位は日本の75.8億ドルで、第三位はメキシコの54.1億ドル、以下、カナダの53.5億ドル、ドイツ43.2億ドルと続く(図表14)。

なお、3月の石油等の貿易赤字額は▲200.1億ドル(前月比▲11.0%)と減少したが、前年同月

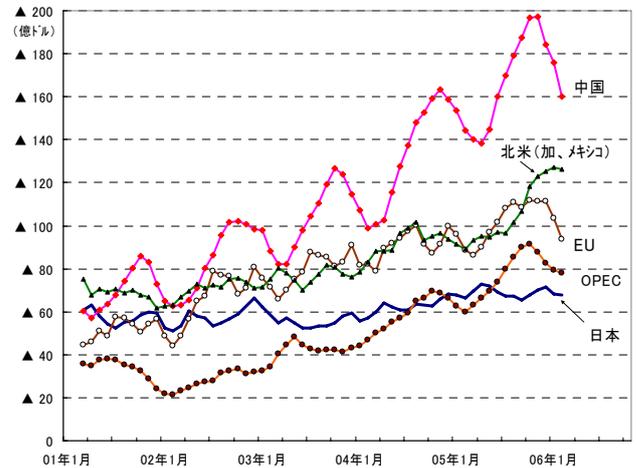
比では+20.8%の高水準にある。4月以降の原油価格高騰を考えると一時的な赤字縮小と思われる。

(図表 13)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 14)国・地域別貿易収支(月別、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)

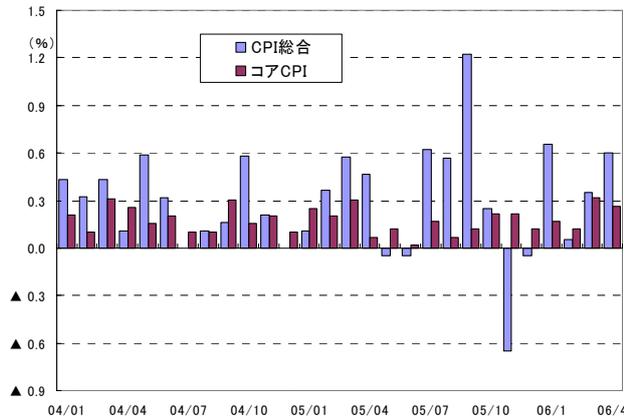
● コア消費者物価の伸びに、株式市場が大きく反応

物価については、原油価格変動の影響が物価に反映される展開が続いている。4月CPI(消費者物価)は前月比+0.6%と3月(同+0.4%)からさらに伸び率を上昇させたが、主にエネルギー物価が同+3.9%と前月(同+1.3%)から急伸したことが大きい。このため、振れの大きいエネルギー・食料品を除いたコア指数に注目が集まっているが、4月は+0.3%と3月+0.3%に続いて高めの推移が続き、市場予想(+0.2%)を上回った(図表 15)。

3月コア指数の上昇幅は昨年3月(+0.3%)以来1年ぶりであったが、連月での+0.3%の上昇となり、前年同月比の4月上昇率は+2.3%と前月の同+2.1%から上昇した。このため、市場のインフレ警戒が急速に高まって利上げ休止の先送り予想が強まり、株式市場では約3年ぶりの急落(5/17、NYDJ30、11205ドル、▲214ドル安)を見せ大きく反応した。景気が比較的堅調に推移していることから、今後も、原材料や商品市場の上昇が次第に消費財に転嫁される動きが続くことと思われるが、問題にされているのはその緩急であり、コア指数の高めの推移が続けば、利上げの休止は難しくなってくる。

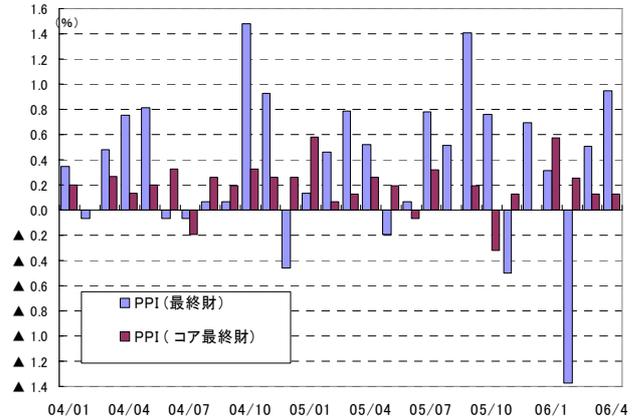
なお、4月のPPI(生産者物価：最終財)は、前月比+0.9%と前月(同+0.5%)から増加に転じたが、これも主にエネルギー物価が同+4.0%と前月(同+1.8%)から急伸したことによる。ただし、PPIではCPIと異なり、エネルギー・食料品を除いたコア指数は、前月比+0.1%(前月も同+0.1%)と低水準を維持しており、市場予想の+0.2%を下回り落ち着いた動きとなっている(図表 16)。

(図表 15) 消費者物価の推移(前月比)



(資料) 米労働省

(図表 16) 生産者物価の推移(前月比)



(資料) 米労働省

(金融政策の動向)

● 4月の議会証言で、バーナンキ議長は利上げの一時停止に言及

4/27に行われた議会証言(合同経済委員会)で、バーナンキ議長は、「あと1~2回の利上げ後、一旦、利上げを停止する可能性」を示唆した。ただし、「これはより多くの経済情報を収集するため、その後のFOMCでの利上げ停止を意味するものではない」としており、一時的に利上げの効果を検証するものだとしている。市場はこれを好感して、債券金利が低下し株価は上昇したが、今回の証言でより明白になったのは、利上げの停止が一連の利上げの打ち止めとなるわけではなく、一旦停止されてもインフレ等の経済指標次第では再利上げに踏み切る可能性が具体的に表明されたことであろう。

また、バーナンキ議長は今後の経済指標を注視するとし、市場はその後発表された物価指標に大きく反応した。ただし、同議長の「経済データへの注視」とは、将来的なインフレ圧力や景気見通しを補強する新たなデータを待っているのであって、発表された統計に一喜一憂することではない。なお、その後、5/23の議会証言では、以下の5/10のFOMC声明文を踏襲した発言に留まり、新たな材料はほとんどなかった。

● 5月FOMCでは、「利上げは経済指標次第」とし、休止も視野に

FRBは、5/10のFOMC(連邦公開市場委員会)でFF目標金利を0.25%引き上げ5.0%とすることを決定した。バーナンキ議長就任後2回目、2004年6月の利上げ開始からは16回目となり、計4.0%引上げられたこととなる。利上げ自体は市場の予想通りだったが、今回のFOMCは、「利上げ休止」の手がかりを市場に示すか否かという点が注目されていた。

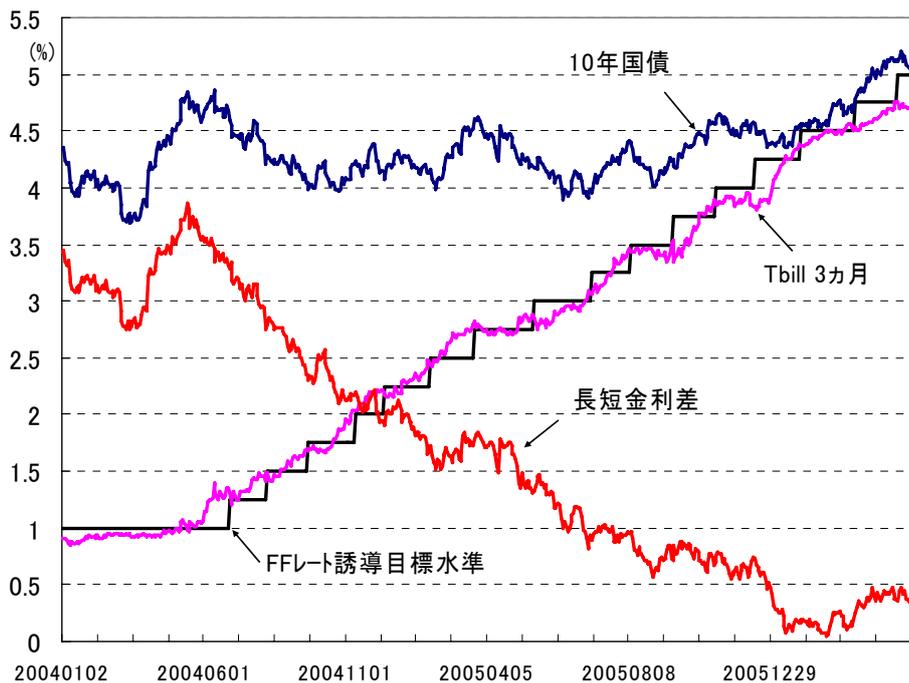
この点、FOMC後に発表された声明文を見ると、景気については1-3月期のGDPの発表を受け「今の所、景気は極めて強い」としており、「今後は、住宅市場の沈静化と金利・エネルギー価格の上昇を織り込んで持続可能な成長率に減速する」と見ている。また、インフレについては「エネルギーやその他の商品価格の上昇は、今のところコアインフレへの影響は限定的であるが、こ

うした価格上昇と資源利用度の上昇が潜在的なインフレ圧力を高める可能性がある」としている。

このため、FOMCでは「ある程度の引き締め策がインフレリスク是正のためなお必要とされるかもしれないが、その程度やタイミングは今後の経済指標次第」としている。結局、これまでの「ある程度の一段の金融引き締めが必要になる可能性がある」との文言に「経済指標次第」が強調されるという変更により、経済指標によっては停止もあり得るとの含みを持たせた形となったものの、市場が注視している「利上げ休止」に踏み込んだ新たな材料はなかった。

ただ、バーナンキ議長の提唱するように、利上げを一旦停止した後、状況によっては再利上げするというのでは、市場が混乱しFRBの信用にも係わるとの見方もあり、利上げの一時的な停止というのも簡単ではないと思われる。このため、利上げ停止にはやはり景気減速を明示的に示す指標が必要であり、原油価格高止まりでインフレ圧力の続く中では、次回FOMCまでにこうした指標が出てこない限り、利上げが持続される可能性が高いと言えよう。市場では、利上げ休止を示唆した4/27のバーナンキ議長の議会証言からやや後退したとの見方も出て、次回6/28・29のFOMCでの小幅の利上げを織り込みつつある。

(図表 17) 米国の長短金利の推移



(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)