

Weekly エコノミスト・レター

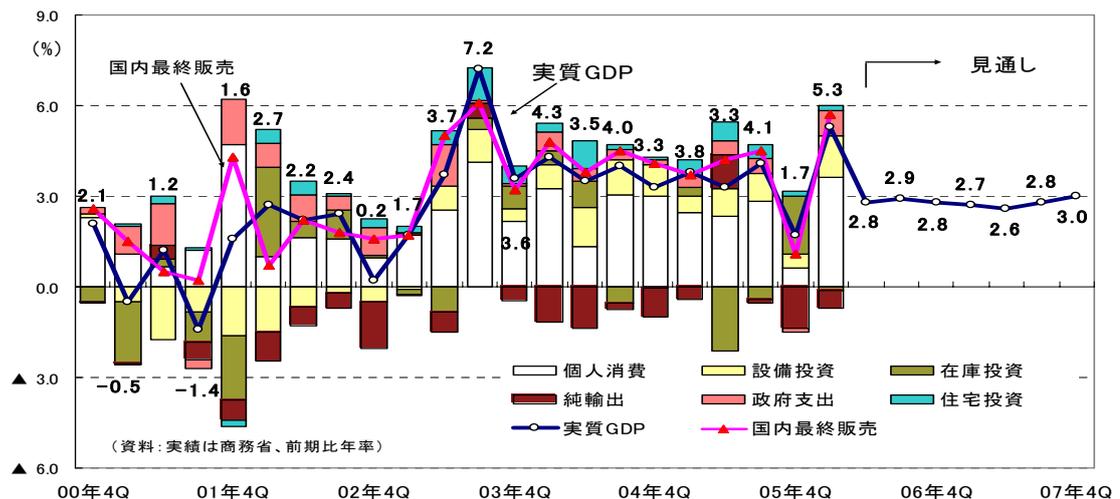
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済見通し～景気減速の一方でインフレ懸念が増幅

< 米国経済見通し >

1. 2006年1-3月期のGDPは前期比年率+5.3%と上振れを見せたが、4-6月期以降は原油価格の高騰・利上げの抑制効果等の影響が強まり、減速を強めそうである。
2. 特に、これまで景気を支えてきた消費支出は、ガソリン価格高騰の影響、金利上昇や住宅市場の軟化、マイナスの貯蓄率等の課題を抱え、減速を主導すると思われる。一方、設備投資はなお堅調を維持すると見られ景気を下支えしよう。
3. 金融政策では、原油価格の高止まりが続きコア物価指数が高めに推移していることからインフレ懸念が高まり、物価指標の動向とFRBの利上げ政策の行方が注目される。FRBがインフレリスク重視をより鮮明にしていることから、利上げ政策の休止はしばらく見送られる可能性が高い。
4. 2006年の実質経済成長率は3.4%、2007年は2.8%と見込まれる。

(図表1) 米国成長率の寄与度内訳推移と見通し



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/>

< 米国経済の見通し >

〔見通しの概要〕

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、2003/7-9 月期以来 2 年半ぶりの高成長率となった。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、弱めの経済指標も見られ、今後の景気は次第に減速に向かうとしてきたこれまでの見通しに、影響は少ないと思われる。

景気減速見通しの主要因は消費支出である。消費鈍化の背景には、原油価格の高騰とこれまでの金利上昇の影響がある。即ち、ガソリン価格等のエネルギーコストの高騰は個人消費を圧迫しているし、金利上昇で住宅市場が軟化し、持家のエクイティ (担保余裕枠) にはこれまでのような拡大は期待できず、消費には抑制的な効果をもたらすこととなる。最近の雇用伸び悩みもこれまでの増加トレンドを下まわってきており、所得面から消費抑制的に作用しよう。こうした状況は、既に 4-6 月期の消費関連指標に影響が見られつつあり、これまでの予想以上に消費鈍化は早まりそうな情勢である。最近の景気の下ぶれ懸念の高まりも、雇用を含めた消費関連の指標の減速に起因していると言えよう。

一方、設備投資は依然堅調であるが、この背景には企業収益や稼働率の上昇がある。また、債券金利はなお低く、銀行貸し出しも含め資金調達環境は悪くない。今後は原油価格・金利上昇の影響が緩やかに波及すると思われるが、当面、消費の減速を下支えする役を演じることとなる。

そうした中、コア消費者物価が F R B の想定の上限近辺にあり、インフレ懸念が強まっている。このため 2004 年 6 月から続いている利上げについても、休止の時期は近いとされながら、そのタイミングを見つけれない状況にある。F R B では、利上げは経済指標次第としているものの、コア物価指数はこれまで高騰した原油価格を織り込みつつある段階と言え、原油価格の高止まりが続くのであればコア指数の下がる理由は乏しい。当面、F R B の金融スタンスが注目を集めることとなる。

以上により、4-6 月期以降の成長率は、3%を下回って推移する可能性が高まったと思われる。ただし、1-3 月期の成長率が上振れしたこともあって、2006 年の年間成長率は 3.4%が見込まれ、その後、2007 年は 2.8%に低下しよう。F R B がインフレ抑制重視の態度を鮮明化しているものの、一方では利上げ余地があまりないとの見方も表明していたわけで、景気のソフトパッチはあっても、オーバーキルに至る可能性は少ないと思われる。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2005年				2006年				2007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、%	3.5	3.4	2.8	4.1	1.7	5.3	2.8	2.9	2.8	2.7	2.6	2.8	3.0		
個人消費	〃、%	3.5	3.2	2.7	4.1	0.9	5.2	2.6	2.8	2.7	2.7	2.6	2.8	2.9		
設備投資	〃、%	8.6	8.9	6.5	8.5	4.5	13.1	9.4	8.2	6.5	5.9	5.7	5.8	6.0		
在庫投資	寄与度	▲0.3	0.1	0.0	▲0.4	1.9	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	▲0.1		
純輸出	寄与度	▲0.3	▲0.3	▲0.0	▲0.1	▲1.3	▲0.5	▲0.1	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.1	0.0		
消費者物価	前年同期比、%	3.4	3.1	1.9	3.8	3.7	3.7	3.7	2.8	2.2	2.1	1.7	1.7	2.0		
失業率	平均、%	5.1	4.7	4.8	5.0	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8		
FFレト誘導目標	期末、%	4.25	5.25	4.75	3.75	4.25	4.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.75		
国債10年金利	平均、%	4.3	5.1	5.2	4.2	4.5	4.6	5.1	5.2	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1		

(資料) 実績は米国商務省、労働省、FRB。

〔消費支出の動向・見通し〕

● 4-6月期以降の消費支出は鈍化へ

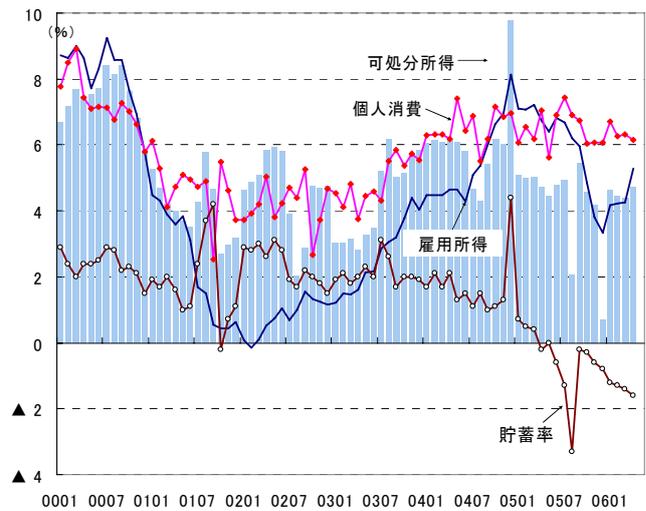
消費支出にガソリン価格上昇や住宅市場軟化の影響が出てきたようだ。ガソリン価格上昇は特に低所得層の消費に負担をかけるとともに、自動車販売に影響しよう。住宅価格の下落は中堅持ち家層の消費に影響が大きい。これまでの雇用増により所得の伸びはなお堅調に推移し、消費低下を緩やかなものとしている。しかし、4・5月のような雇用鈍化が今後も続くのであれば、消費の低迷は長引く可能性が出てくる。また、長期金利の更なる上昇があれば住宅価格の下落を促し、消費低下を下押しする懸念が生じよう。

年間の消費支出は、2005年の3.5%から2006年は3.2%、2007年は2.7%と緩やかな鈍化を想定している。消費動向の見通しについては以下の指標等がポイントと思われる。

①個人消費の動向～貯蓄率マイナスは是正の方向へ

4月個人消費を見ると前月比+0.6% (3月は同+0.5%) と続伸した。一方、可処分所得は同+0.4% (3月同+0.4%) と雇用所得の伸び (+0.9%、3月は同+0.5%) を背景に堅調な推移を見せている。しかし、消費支出が可処分所得の伸びを上回ったこと等から、可処分所得比の貯蓄率はマイナスが続いている。また、前年同月比で見ても、消費支出は4月+6.2%と高水準にあり、可処分所得や雇用所得の伸びを大きく上回っている(図表3)。

(図表3) 消費支出の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

こうした過剰とも言える消費の伸びは、上記の住宅価格上昇を背景にした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が、今後、ガソリン価格上昇に加えて、住宅価格や株価下落の影響が強まると、消費の伸びも可処分所得の伸びに見合った水準に回帰せざるを得ないと思われる。

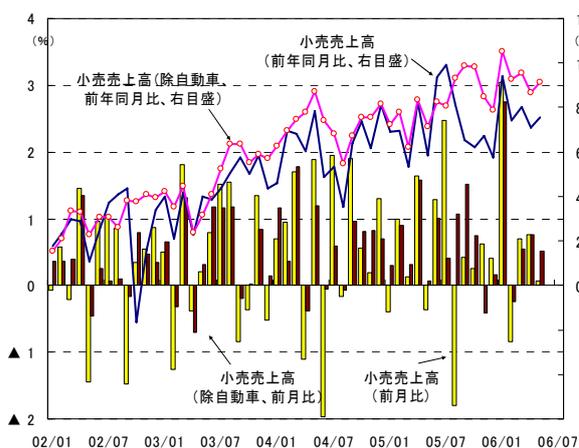
なお、貯蓄率のマイナスは昨年半ばより続いており、2005年の年間貯蓄率（対可処分所得）は72年ぶりにマイナスとなった。また、月毎の貯蓄率のマイナス幅は昨年9月に▲0.2%と一時縮小したが、その後4月には▲1.6%に拡大している。

② 小売売上高にはガソリン価格高騰の影響

5月小売売上高を見ると、前月比+0.1%と4月の同+0.8%から伸びを縮めたが、自動車販売の低下（5月同▲1.6%）の影響が大きく、自動車除きの小売売上高は同+0.5%（4月同+0.8%）となった（図表4）。業種別では、自動車の他、家具等（同▲0.5%）、建設資材（同▲0.4%）、等がマイナスとなった一方、ガソリン（同+1.9%）、無店舗販売（同+1.8%）等、の上昇幅が大きかった。ガソリン販売は価格上昇で押し上げられており、4月の前月比5.5%から伸び率は低下したものの、前年比では+21.9%の大幅な増加となる。その後6月に入ってもガソリン価格は1ガロン2.906ドル（6/12）と高止まりしており、特に低所得層の消費への圧迫が懸念される。

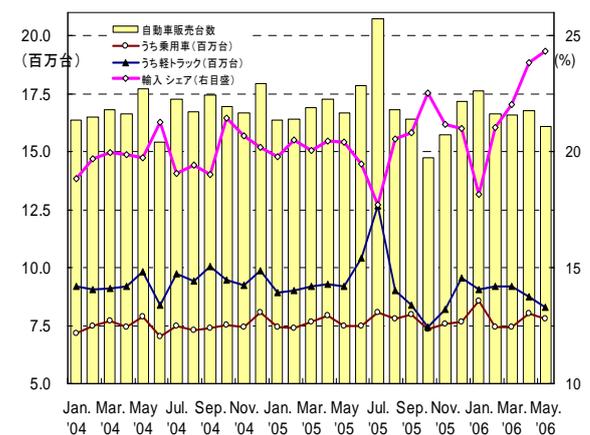
なお、5月の自動車販売を台数ベースで見ると、1610万台（年率、オートデータ社調べ）と5月の同1674万台から減少した。ガソリン価格の上昇が大型のピックアップトラックやSUVの販売に影響している。車種別では、乗用車・軽トラック、国産・輸入車ともに減少したが、輸入の乗用車のみ増加を見せ、輸入車のシェアは24.3%に達している（図表5）。

（図表4）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表5）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

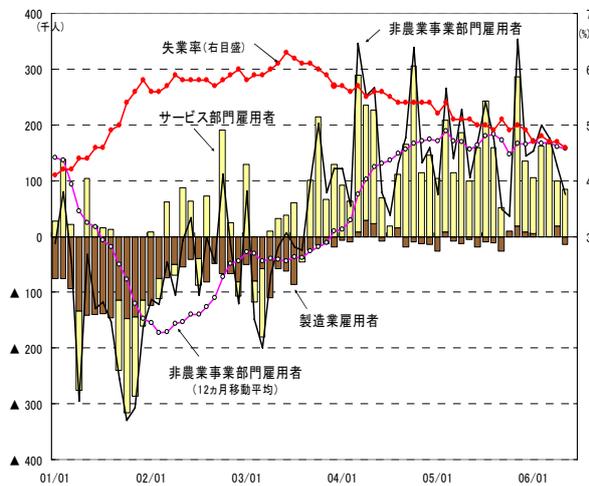
③ 気掛かりな雇用の鈍化～5月雇用者は7.5万人増と予想を大幅に下回る

5月の雇用統計は、非農業事業部門の雇用増が前月比+7.5万人と市場の予想(+17万人)を大幅に下回り、昨年のハリケーンの襲来後に停滞した10月以来、7ヵ月ぶりの低水準となった。2ヵ月連続で予想を大幅に下回ったこととなり、米国経済の減速が市場の予想以上に進んでいるとの懸念を強める結果となった。なお、5月失業率については4.6%と前月の4.7%から低下し、約5年ぶり低水準となった(図表6)。

業種別に5月雇用増の内訳を見ると、ハリケーン後に増加を続けていた建設業で前月比▲0.15万人と減少に転じたほか、製造業でも同▲1.4万人と2ヵ月ぶりの減少に転じた。サービス部門では同+8.5万人と前月の同+8.1万人とほぼ同様の低水準の動きとなったが、内訳では、ヘルスケアの同+1.9万人、教育の同+1.9万人、専門・技術サービス+2.0万人の一方、小売業の▲2.7万人が目立った。

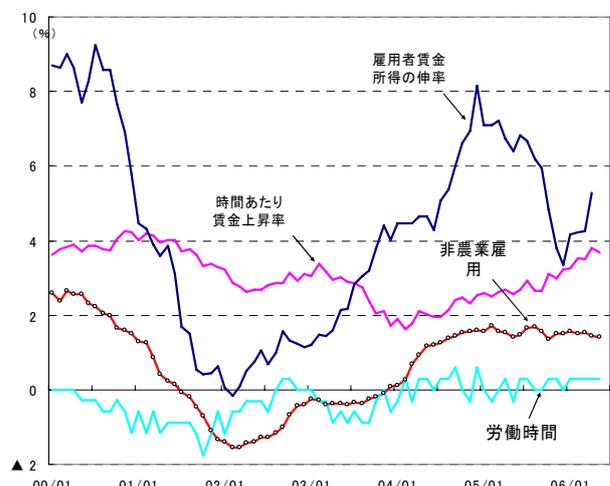
また、5月の時間あたり賃金上昇率は前月比+0.1%に留まったが、前年同月比では+3.7%と上昇傾向にある(図表7)。時間あたり賃金上昇率は、鉱業等で前月比+0.4%、建設業で同+0.7%と高く全体の伸びを押し上げているが、製造業では前月比横這い、サービス業は小売業の同▲0.5%等、前月比でマイナスを見せるものも多く見られる。週平均の労働時間は33.8時間(前月比▲0.1%)と9ヵ月ぶりのマイナスを記録しており、5月雇用統計は、失業率の低下を除けば、労働市場のタイトな状況が緩和方向に変化しつつあることを窺わせるものとなった。

(図表6) 雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表7) 雇用と賃金の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省、商務省

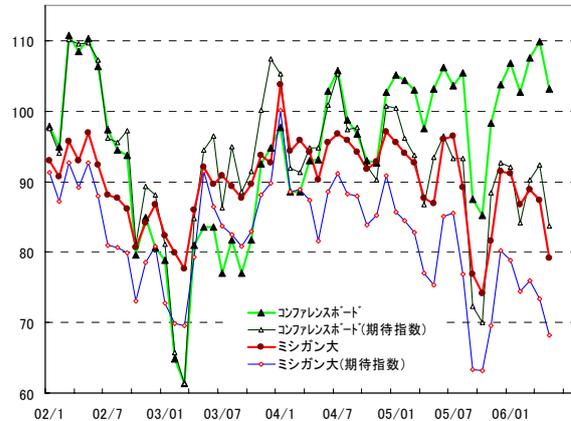
④ 消費者マインドも低下へ

5月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数は103.2と前月の109.8から低下し、低下幅▲6.6は昨年9月以来の大きさとなった。内訳を見ると、現況指数が132.5(4月136.2)と低下したのに対し、期待指数は83.7(4月92.3)と低下幅がより大きかった。

同様に、5月ミシガン大学消費者マインド指数（確報値）も79.1と4月87.4から▲8.3の大幅な低下となった。

4月雇用の伸び悩みで先行きのビジネス環境や雇用の悪化を懸念する見方が増えたが、5月も雇用が予想を大きく下回っており、また、ガソリン価格の高騰の一方、住宅市場での鈍化、株価の下落等、消費者マインドの悪化要因が増えている状況と言え、今後の動向に留意しておきたい（図表8）。

（図表8）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

〔設備・在庫投資の動向・見通し〕

●2006年の設備投資は堅調も伸び率は低下へ

1-3月期設備投資は前期比年率13.1%と好調であったが、好調な企業収益や稼働率の上昇が背景となっている。しかし、今後、原油価格・金利上昇の影響は緩やかに波及してこよう。最近の関連指標を見ても、受注がやや手控えられ、ISM指数は伸び悩みの推移にある。設備投資の伸び率は今後次第に低下し、2006年は8.9%、2007年は6.5%の伸びと見込まれる。

一方、在庫投資についても、在庫積み増しに慎重な姿勢が続いているが、在庫水準が相当低下していることから、年間で成長の足を引っ張るような減少は避けられよう。設備・在庫投資を巡る最近の状況については、下記の通りである。

① ISM製造業・非製造業指数ともに下落

企業のセンチメントを示すISM製造業指数(5月)は54.4と前月の57.3から下落した。内訳では、新規受注、生産、在庫等、主要指数がいずれも下落した。一方、ISM非製造業指数(事業活動指数)は60.1(前月63.0)と下落したものの60台に留まった。景況感の分かれ目は50であり、製造業の企業活動はなお堅調と見られるが、5月の下落は、原油や金利高による先行きの不透明感が企業センチメントに影を指したものと思われる。最近のISM指数は、製造業では55前後、非製造業では60前後で一進一退の推移を見せていることから、今の所は5月もこの範疇内の動きと思われるが、今後の動向を注視しておきたい(図表9)。

② 4月新規耐久財受注が急低下

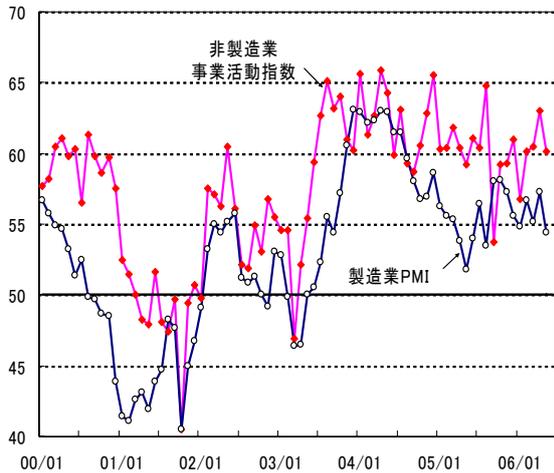
4月の新規製造業受注は前月比▲1.8%と3月同+4.0%から低下、新規耐久財受注(改定値)も前月比▲4.4%と3月同+6.0%から急低下した。これは、民間航空機の受注が3月の同+59.9%から4月は▲29.1%と反転減少した要素が大きく、同業種を含む輸送機器部門も4月は▲11.7%と減少に転じ(3月同+12.3%)、全体の数値を押し下げた。そのため、輸送機器部門を除いて4月新規製造業受注を見ると前月比+0.2%(3月+2.5%)とプラスとなる。そのほか、民間通信機

器の受注減（3月同+12.0%→4月同▲22.5%）により、コンピュータ・電子機器部門が前月比▲10.8%（3月+12.0%）と減少に転じた影響も大きかった。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▲1.7（3月+3.4%）と減少に転じた。

前年同月比では、4月新規耐久財受注は+11.3%と比較的高水準であるが、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+9.2%（3月+13.3%）と前月から大きく低下している（図表10）。

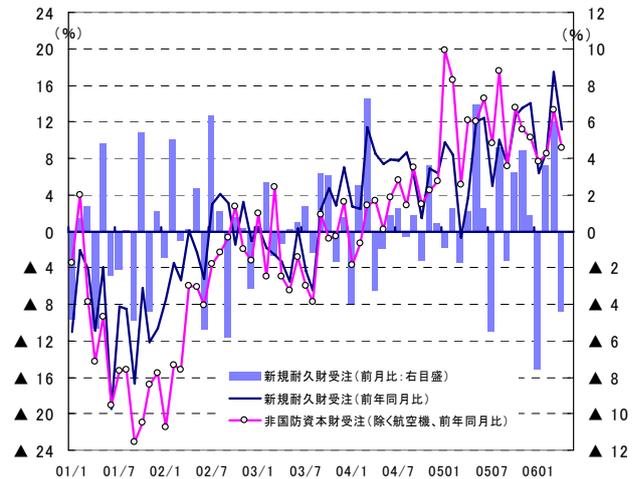
新規製造業受注は、ハリケーン襲来後一時踊り場状況にあったが、2-3月は航空機を中心に増加を見せていた。4月はこの反動の影響が大きかったが、一方では同月の製造業の売上げが前月比横這いと伸び悩んでおり、エネルギー価格再高騰の影響を受けた企業の設備投資見合わせの動きも伝えられる。今後、エネルギー価格高止まりや利上げ持続による景況感の後退があれば、受注への影響が強まる可能性も出てこよう。

（図表9）ISM指数の推移



（資料）Institute for Supply Management

（図表10）新規耐久財受注の推移(%)



（資料）商務省

③ 4月は鉱工業生産・稼働率とも上昇トレンド持続

鉱工業生産、設備稼働率とも上昇トレンドを継続しているようだ。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（図表11）。また、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%と堅調な伸びを見せた。

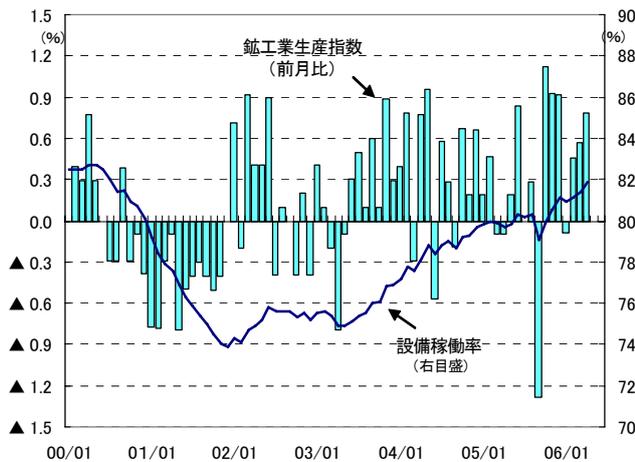
なお、鉱業の生産指数は前月比+0.9%と上昇し、うち石油・天然ガス採掘は同+1.0%とハリケーンの影響等から回復を見せているが、前年同月比ではなお5%低い水準に留まる。また、公益部門では電力が前月比+1.6%と上昇したが、天然ガスは同▲2.5%の減少となった。

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。

④ 4月製造業在庫が増加～売上高低迷で在庫/売上高比率は上昇

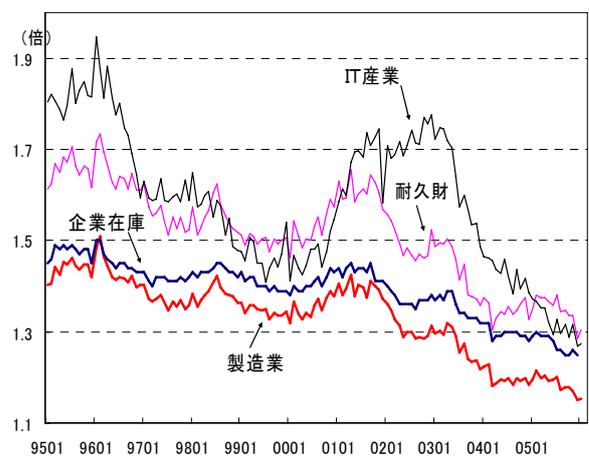
4月製造業の売上が前月比横這いに留まったこともあり、製造業在庫は前月比+0.7%となった。このため、在庫/売上高比率も1.17とボトムとなった1月の1.15から上昇したが、依然低水準にあることには変わりはない。また、前年同月比では、売上の+6.2%に対し、製造業在庫は+3.5%に留まっており、在庫積み増しは慎重姿勢が続いていると見られる(図表12)。

(図表11) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表12) 製造業の在庫/売上高比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

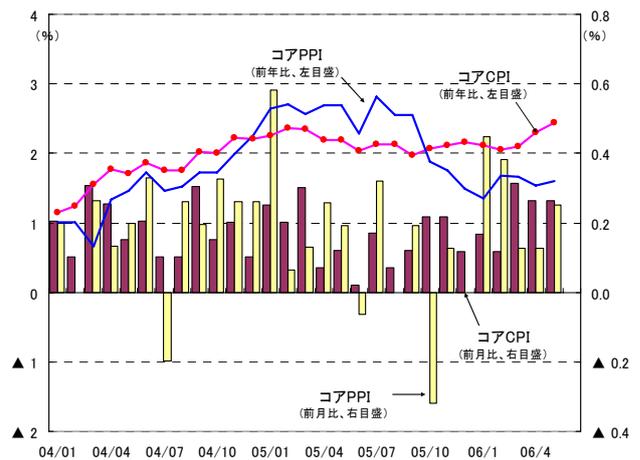
[物価の動向]

●物価は、インフレ懸念をやや高める～原材料・原油価格の高騰をコア指数に織り込む局面

物価については、最近の原油価格変動の影響が物価に反映される状況が続いている。そのため、変動の大きいエネルギー・食料品を除いたコアCPI(消費者物価)が注目されているが、5月は前月比+0.3%と3ヵ月連続で高めの推移となり、市場予想(同+0.2%)を再び上回った。また、同指数を前年同月比で見ると+2.4%と2002年5月以来の高水準となっており、インフレ懸念を高める結果となった(図表13)。

一方、5月コアPPI(生産者物価)も前月比+0.3%と高めだったが、こちらは前年同月比では+1.6%に留まる。コア指数の上昇は、これまでの原材料・原油価格の上昇を緩やかに織り込む

(図表13) コア物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

状況が続いていることを示した形であるが、FRBでは、コア指数の上昇スピードは予想よりも高めと見ており、利上げの休止が見送りとなる可能性を高めたと言えよう。

物価については、今後も原油価格等の動向に左右される局面が続くと思われる。当研究所の見通しでは、原油価格は現状をピークに緩やかに低下に向かうと想定しており、消費者物価については2005年の3.4%から2006年は3.1%、2007年は1.9%と見込んでいる。

〔金利の見通し〕

●5月FOMCの議事録は、インフレへの警戒を強める

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。その後、5/31には、同FOMCの議事録を発表したが、最近のコアインフレが予測よりもやや高いなどとしており、全体的にインフレリスクへの懸念が色濃い内容と受け止められる。利上げの変更幅についても据え置きから0.5%幅の引き上げまでを議論し、結論として0.25%で合意したとしている。

また、景気とインフレのリスクにより、今回の利上げ後の更なる引き締め必要性がどの程度であるのかについては、不確か（uncertain）であるとし、声明文に用いた「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」との文言で合意した、としている。

●FRBの利上げ休止は、先送りの可能性

5月の利上げ実施以降に発表されたインフレ関連の指標では、4月個人消費の価格指数が予想通りの推移に留まり、1-3月期の単位労働コストも下方改定されるなど落ち着きを見せたが、コア消費者物価が4・5月と3月以降高めに推移していることが重視されよう。

一方、1-3月期GDPが前期比年率5.3%と上振れを見せた後、緩やかな減速が予想されていた景気については、5月非農業事業部門雇用者が前月比7.5万人増と予想（17万人増）の半分にも満たず、にわかに減速懸念を強めた。雇用は4月も伸び悩みを見せていたため（今回さらに同13.8万人→12.6万人と下方修正）、連月で予想を大きく下回ったこととなる。このほか、住宅市場でも4月新規住宅着工が3ヵ月連続で急低下し2004年11月以来の低水準となったほか、1-3月期住宅価格指数（住宅企業監督局）は前期比年率8.1%と前期の同12.3%からやや急な伸び率の低下を見せている。

景気の減速はFOMCでも予想していたことではあるが、減速スピードが予想を上回っている可能性が出てきた。即ち、前回FOMC以降の新たな経済データについては、インフレリスクが高まる中、景気の減速スピードも加速する気配を示したこととなる。

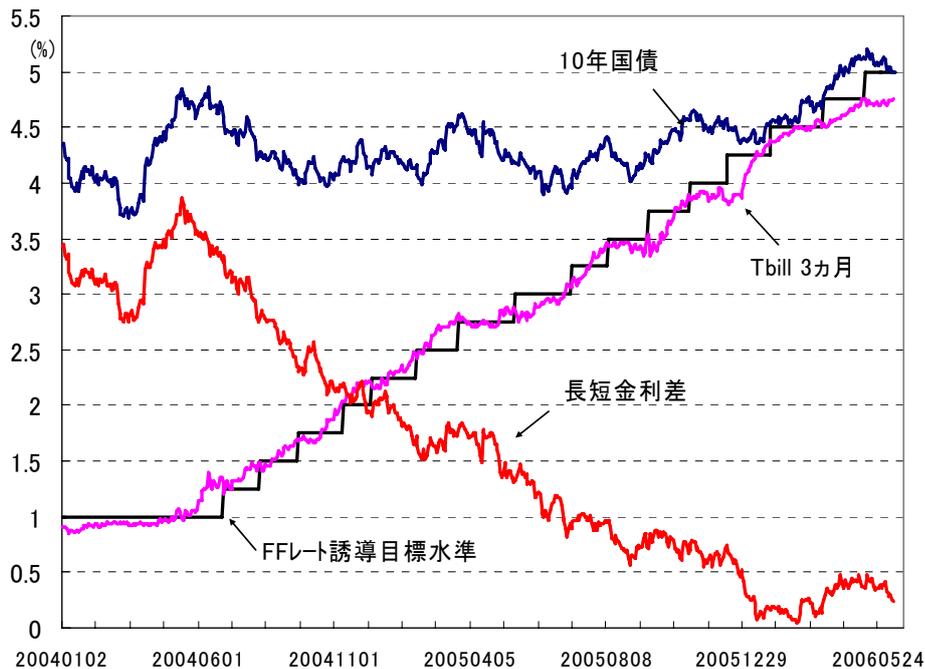
この点、6/5銀行協会主催会議におけるバーナンキ議長の講演では、消費・住宅を中心に景気面では減速が始まっているとしながらも、その他は堅調だとし、「最近のコア物価指数の上昇については歓迎できない動きであり、FRBはエネルギーと商品価格の上昇が長期にわたりコアイン

フレに影響する傾向を阻止しなければならない」と景気減速よりもインフレ上昇を強く警戒する見方を示した。

歴史的にFRBのスタンスを見ると、両方のリスクが高い場合には、インフレリスクを重視する傾向があり、そのため、利上げ局面では景気はオーバーキルに陥り易いと言える。前回2001年のリセッション時も、グリーンズパン前議長の引き締めすぎが指摘された。最近の金融市場では、FRBの金融政策を巡り、やや過剰とも言える反応を見せているが、一時的に利上げを停止した後にインフレを招いて再利上げが続くよりは、FRBが一貫してインフレファイターとして振舞い、従来からのスタンスを踏襲してくれた方が、一時的に景気減速懸念が生じたとしても、市場には安心感があり受け入れ易いのかも知れない。

5月FOMCでは、「引き締めの程度やタイミングは今後の経済指標次第」として新たなデータ待ちの姿勢を示した。その後、3ヵ月連続でコア消費者物価の高水準が続いたことから、現時点では、次回FOMC（6月28・29日開催）では利上げ持続の可能性が強まっていると言えよう。

(図表 14) 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)