

Weekly エコノミスト・レター

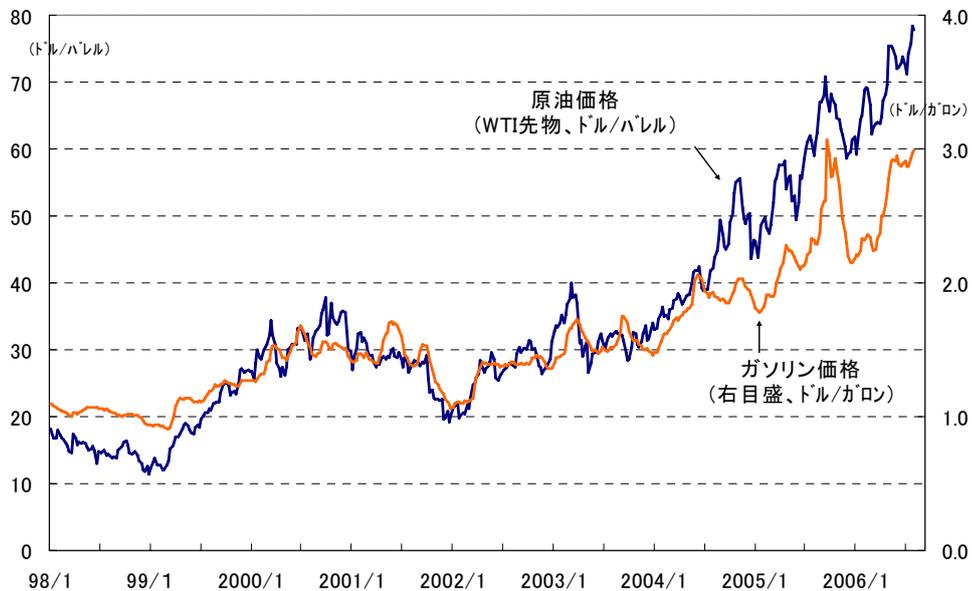
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済動向～低成長持続懸念とインフレ圧力が併存

< 米国経済の動き >

- 1-3月期の実質GDPは前期比年率+5.6%と上方改定されたものの、4-6月期は一転3%前後へと急低下が予想されている。2年余にわたる利上げと原油価格高騰が消費支出に影響しており、こうした状況が持続する限り、今後も米国経済は低成長を余儀なくされる可能性が高い。
- 一方、インフレ圧力も高まっている。消費者物価のコア指数は4ヵ月連続で高めの推移が続いており、景気減速の中、利上げの拠り所となっている。ただし、バーナンキ議長は最近の議会証言では、インフレ警戒に加え、金融政策効果のタイムラグによる利上げ行き過ぎを警戒する主旨の発言もあり、次回FOMCでの判断が注目される。

(図表1) 原油価格が再び過去最高水準を更新



(資料：米国EIA他、週別)

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〕

●低成長率の持続が警戒される米国GDP

1-3 月期の米国GDPは、+5.6%（確報値、前期比年率、以下同じ）へと上振れし、2003 年7-9 月期（+7.2%）以来の高水準となった。前10-12 月期の自動車販売の落ち込みの反動で耐久財消費が+20.3%と急伸し、個人消費を+5.1%に押し上げたことが主因となった。しかし、7 月末発表の4-6 月期GDPは市場予想が3%前後にまで低下するなど、一転伸び率が半減しそうな状況にある。

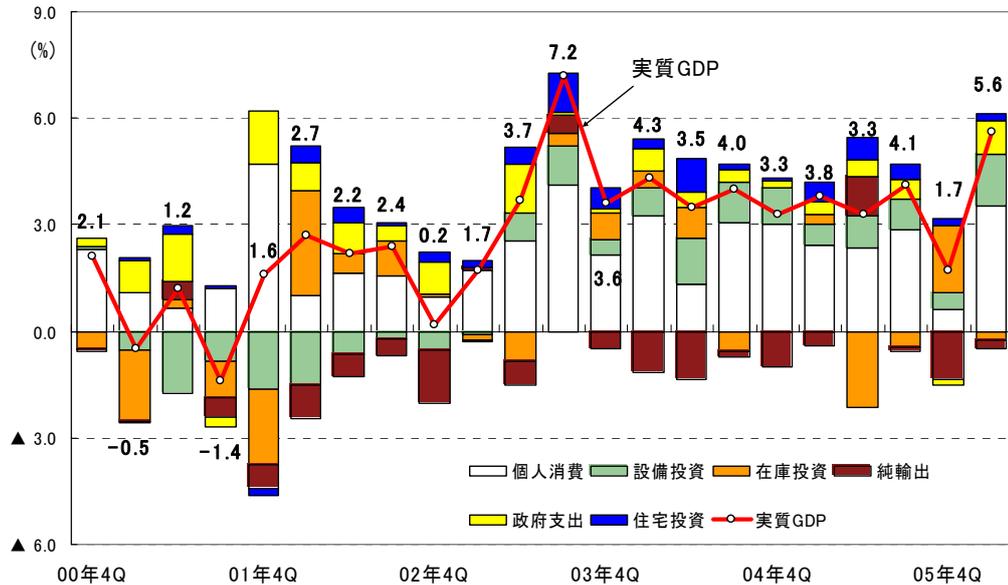
こうしたGDPの伸び率低下は、2004年6月以来2年間にわたり合計+4.25%の利上げが実施されたことや、春先以降の原油価格再高騰によりガソリン価格が過去最高に近い水準で推移していること等の影響が顕在化しつつあるためと言えよう。金利の上昇は住宅価格を軟化させ、ガソリン価格の上昇は自動車販売を抑えるだけでなく消費全般に影響を及ぼすからだ。このため4-6 月期の消費支出の伸びは前期+5.1%から2%台半ばへとから急低下が見込まれ、これがGDPを押し下げる構図となっている。

また、GDPの7割を占める消費支出が伸び悩めば、好調とされる企業部門にも波及していこう。1-3 月期の設備投資は同+14.2%と高い伸びを見せ、設備稼働率上昇や企業収益増加、潤沢なキャッシュフロー等から設備投資環境は比較的良好と見られていたものの、最近の製造業出荷・受注統計は一進一退の動きとなっており、企業センチメントが低下するなど企業部門にも陰りが見られる。

懸念されるのは、下半期の景気動向であろう。雇用者増が鈍化を見せる中、今後も金利上昇の逆風を受けた住宅市場の冷却化が見込まれる。金利の上昇は、オーナーズエクイティローン等からの借入れ意欲を削ぐものであり、個人消費はいつまでもマイナスの貯蓄率を続けられるわけではない。早晩、可処分所得に見合った伸びに収束することとなろう。こうした消費減速に起因する今回の景気スローダウンは、昨年10-12 月期にハリケーンの影響を受けて一時的にGDPが低迷した一過性の低下とは異なり、金融引き締めやガソリン価格高騰といった状況が変化しない限り持続すると思われる、低成長率持続の可能性が強まっていると言えよう。

当面、注目されるのがFRBの金融政策の動向であろう。FRB自身が利上げは経済指標次第と表明していることから、8/8開催のFOMCに向けて、7月末発表の4-6 月期GDPを始め、8 月月初の個人消費価格指数、雇用統計等が注目される。今回のFOMCでは、景気減速が確認されつつある中、インフレ動向についてどのような判断を見せるのかが焦点となろう。

(図表 2) 米国の実質 GDP の推移と寄与度内訳



(資料) 商務省、四半期別

● 懸念される原油価格再騰の影響

中東情勢の緊迫化により、原油・ガソリン価格の高騰が再燃している。原油価格は一時 78.4 ドル/バレル (WTI 先物、7/14) を付け、過去最高値を更新した。原油価格は、昨年 8 月末のハリケーン「カトリーナ」のメキシコ湾岸地域への襲来時に高騰した後、一時低下していたが、春先になるとイランの核開発問題、ナイジェリアの政情不安・石油施設破壊等の地政学的な問題により再上昇していた。そこに今回のイスラエルのレバノン空襲等により、中東情勢が一挙に緊迫化したことが上昇に拍車をかけた。戦闘状況の行方が流動的であるため、原油価格の行方も不透明な状況にある。

また、ガソリン需要期に入っている米国の事情やハリケーン襲来期の接近等も懸念材料と言えよう。昨年の高騰時には 1 ガロン 3 ドルを越えたガソリン価格は、その後、2.1 ドル台に低下したものの、最近の原油価格の上昇で 2.99 ドル (7/17) にまで上昇している。ガソリン価格は消費動向への影響が大きく、住宅市場への影響が顕著な長期金利の上昇とともに、今後の景気動向の上でも目が離せない状況となっている(参考: 表紙図表 1)。

(消費の動向)

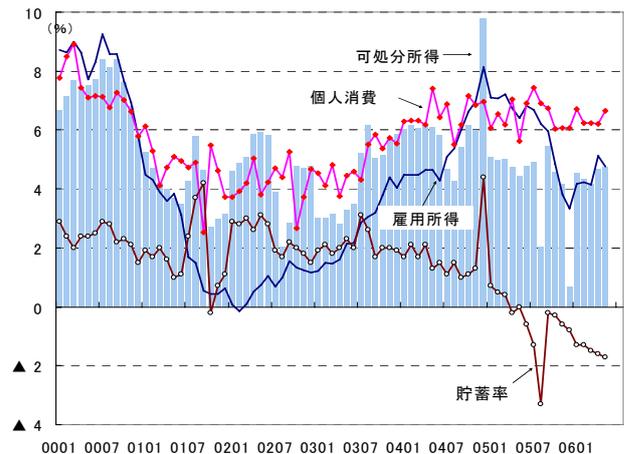
● 5月個人消費はやや鈍化～貯蓄率のマイナスが持続

5月個人消費は前月比+0.4% (4月は同+0.7%) と前月比の伸び率を縮めた。一方、可処分所得も同+0.3% (4月同+0.6%) と個人所得の伸び率低下 (同+0.4%、4月は同+0.7%) を背景に減速した。また、前年同月比では、個人消費が+6.7%と高い伸びを続け、可処分所得 (同+4.7%) の伸びを上回る状況が昨年 1 月以降続いており、5月の対可処分所得比の貯蓄率は▲1.7%と 12 ヶ月連続でのマイナスが続いた (図表 3)。

なお、所得面では、サービス産業の雇用所得が半年ぶりに前月比マイナスとなり、全体の雇用所得が伸び悩む中、利配収入と政府移転収入の増加が可処分所得の増加の大半を占めている。今のところ、こうした所得面の弱さにもかかわらず堅調な消費が続いているが、最近の金利上昇や住宅価格軟化の中で、いずれ消費の伸びは可処分所得の伸びに見合った水準に収束すると思われる。

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+0.2%（4月+0.2%）、前年同月比では+2.1%（4月+2.1%）と前月と同じ伸びに留まった。

(図表3) 個人消費の推移



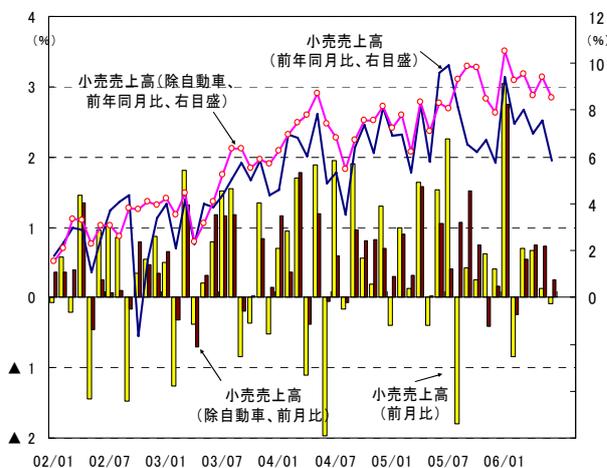
(資料) 米国商務省

● 6月小売売上高は、前月比▲0.1%に減少

6月の小売売上高は前月比▲0.1%と、5月同+0.1%、市場予想（同+0.4%）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+0.3%となり、こちらも5月の同+0.7%、市場予想（同+0.4%）をともに下回った（図表4）。業種別では、自動車販売が前月比▲1.4%と減少した一方、家具等が同+1.3%、価格上昇を受けたガソリン販売が同+1.1%と増加した。（このため自動車・ガソリンを除いた小売売上高では前月比+0.1%となる。）その他の業種では、ヘルスケア等（前月比+0.7%）、趣味・スポーツ用品（同+0.4%）等が堅調で、一方、建築資材（同▲1.0%）や電気器具（同▲0.7%）等は減少した。

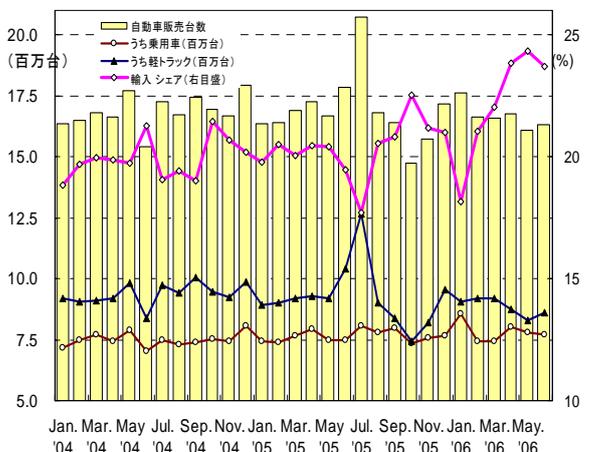
なお、前年同月比の小売売上高は+5.9%（5月+7.6%）、同自動車除きでは+8.5%（5月+9.4%）といずれも前月から低下するなど、総じて消費の減速を窺わせる結果となった。

(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

6月の自動車販売を台数ベースで見ると、1630万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1610万台）から増加したが、水準としては低く前年同月比では▲8.7%の減少となる。販売の内訳では、軽トラック（含むSUV）、乗用車とも減少し、また、国産車（前月比▲0.2%）、輸入車（同▲3.1%）で見ても減少となった。なお、輸入車の販売シェアは、23.7%と前月（24.4%）から低下した（図表5）。

（景況感）

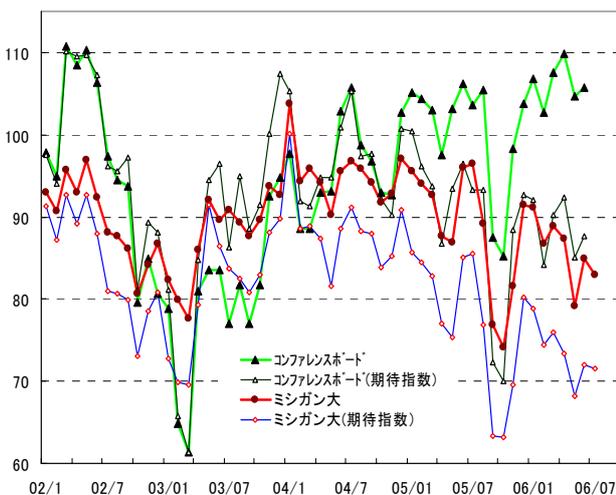
● 7月ミシガン大学消費者マインド指数、6月ISM指数がともに低下

7月ミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は83.0（6月は84.9）と低下した。現況指数が前月差▲4.2、期待指数は同▲0.4と現況指数の低下が大きかった。6月雇用統計の鈍化やガソリン価格高騰の影響が大きいとされるが、株価下落や住宅価格軟化も影響したと思われる。

一方、コンファレンスボードの消費者信頼感指数は6月までの発表となるが、4月に109.8に上昇した後、5月104.7、6月105.7と伸び悩んでいる。現況指数が2ヵ月連続で低下しており、ここでも雇用統計の鈍化やガソリン価格の高騰等の影響が出ていると思われる（図表6）。

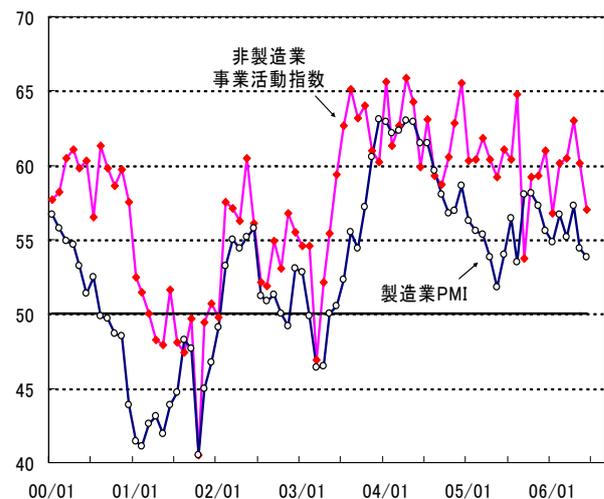
企業のセンチメントを示すISM指数では、6月製造業指数が53.8と前月54.4から低下し、非製造業の事業活動指数も57.0と前月60.1から低下した。いずれも市場予想（製造業55.0、非製造業59.0）を下回るもので、企業センチメントが予想以上に軟調であることを示した。利上げとエネルギー価格の上昇は、消費への影響が大きいと見られていたが、企業マインドへの影響も次第に強まっているようである。原油価格の高止まりの中、利上げが持続するようだと企業センチメントも弱含みの推移が続くこととなろう（図表7）。

（図表6） 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7） ISM指数の推移



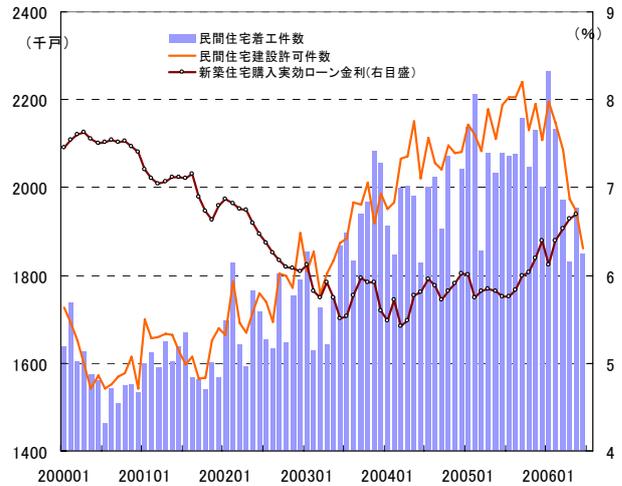
（資料）Institute for Supply Management

(住宅市場)

●住宅市場の冷却化が進行

6月新規住宅着工件数は、年率185.0万戸と前月比▲5.3%減少し、再び180万戸台に低下した。先行指標となる住宅着工許可件数も年率186.2万戸（前月比▲4.3%）と減速が急であり、2003年5月以来の低水準となった。長期金利上昇等の影響により、住宅ローン金利は4年ぶりの水準に切り上がっており、住宅着工許可件数も減少が大きいことから、住宅市場の冷却が急速に進んでいることが窺われる(図表8)。

(図表8) 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)

●鉱工業生産・稼働率とも上昇、稼働率は6年ぶりの高水準

6月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%と5ヵ月連続、うち製造業では同+0.7%と4ヵ月連続の上昇となった(図表9)。4-6月期年率では全産業で+6.6%、製造業では+5.4%と極めて堅調な伸びを見せており、特に全産業の伸び率は99/10-12月期(同+7.7%)以来の水準となる。製造業の業種別ではハイテク産業が前月比+1.1%と続伸し、自動車産業も同+3.3%と3ヵ月ぶりにプラスに転じた。

一方、6月の設備稼働率は82.4%と5月の81.8%から上昇し、2000年6月以来の高水準となった。主要業種では、ハイテク産業が76.5%（5月76.2%）、自動車は80.1%（5月77.6%）といずれも上昇した。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1.4%ポイント上回っている。業種別に、稼働率が高く最近の上昇の大きい業種を見ると、電子部品等92.3%、プラスチック・ゴム製品90.2%、金属一次製品89.1%等が挙げられる。また、労働・設備の資源利用率に注目しているFRBのスタンスから見ると、現行稼働率の水準はインフレ的と受け取られる懸念も出てこよう。

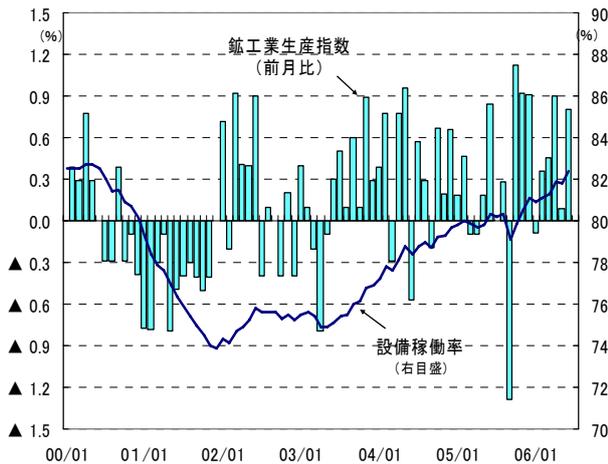
5月新規製造業受注は、前月比+0.7%と4月同▲2.0%からプラスに転じた。ただし、新規耐久財受注は、前月比▲0.2%と4月同▲4.7%に続き連月のマイナスに留まった。引き続き民間航空機の受注増減（5月は同▲17.9%）で振れる局面が続いており、同部門を含む輸送機器が5月同▲2.6%とマイナスが続き、これを除いた新規製造業受注では前月比+1.2%（4月同+0.2%）となる。その他の業種では、コンピュータ・電子機器部門が前月比▲2.5%（4月同▲11.2%）と減少が続いたが、金属素材同+4.6%、機械同+2.5%等は増加を見せた。設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注（除く航空機）は、前月比+0.5%（4月▲2.1%）と増加に転じた。

前年同月比では、5月耐久財受注は+3.4%と4月の同+10.8%から急低下となったが、非国

防資本財受注(除く航空機)では同+9.5%(4月+8.8%)と前月から伸びを回復した。受注全般では、民間航空機による影響が大きいものの、エネルギー価格高止まりや持続的な利上げを考慮すれば、総じて堅調さを保っていると言えよう(図表10)。

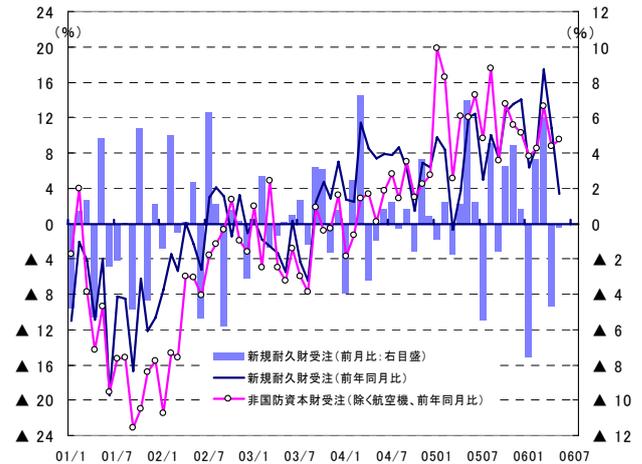
なお、5月の製造業出荷が前月比+2.2%と堅調だったこともあり、在庫/出荷倍率は1.15と4月の1.17から再び低下している。

(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

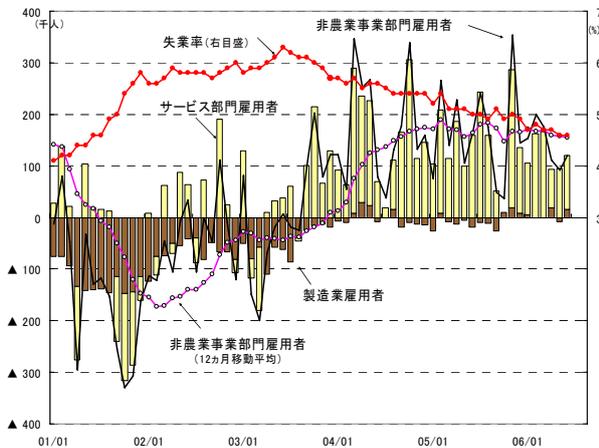


(資料) 米国商務省

● 6月雇用者は、予想を下回る12.1万人増

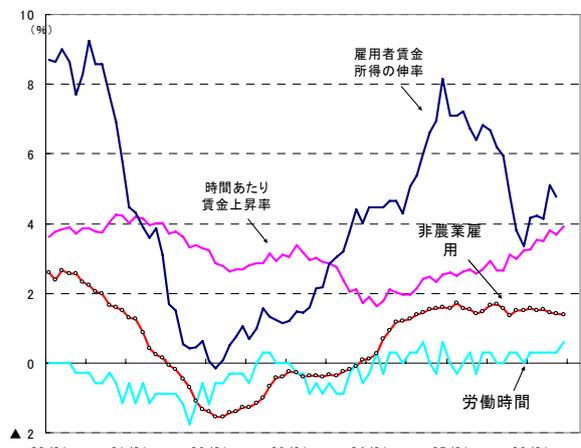
6月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+12.1万人と市場予想の+17~18万人を下回った(図表11)。製造業が+1.5万人と2ヵ月ぶりに増加に転じ、サービス業も+10.6万人と3ヵ月ぶりに10万人増を越えた。内訳ではヘルスケアの同+1.9万人、専門・技術サービスの+1.6万人、等で増加を見せる一方、一般商店(百貨店を含む)では▲1.4万人と減少した。失業率は4.6%と前月と同水準だった。

(図表11) 雇用増減の推移(前月比)



(資料) 労働省

(図表12) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(資料) 労働省

このほか、週平均の労働時間(民間)は 33.9 時間 (前月 33.8 時間) と若干増加した。また、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+3.9%と引続き上昇傾向にあるため、雇用者増が伸び悩んだにもかかわらず、インフレ懸念は持続する結果となった(図表 12)。

(貿易の動向)

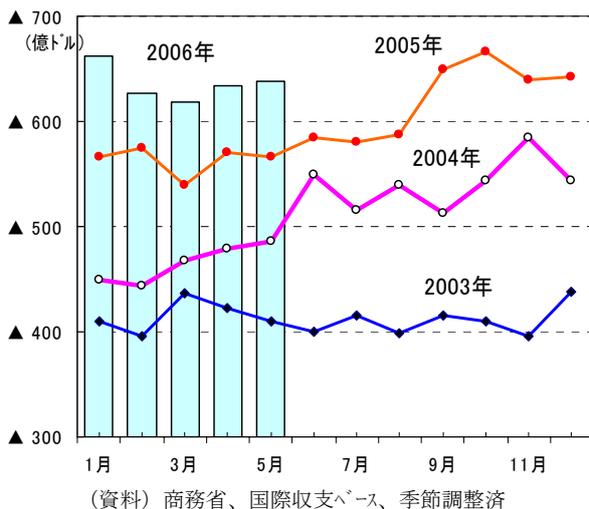
● 5 月貿易赤字が拡大

5 月の財・サービスの貿易収支は、638 億ドルの赤字 (国際収支ベース、季節調整済) と 4 月の 633 億ドルを上回ったが、1 月 662 億ドル以降、600 億ドル前半での推移を続けている(図表 13)。前月比では、輸出が+2.4%と増加し、輸入の+1.8%を上回った。また、前年同月比では輸入の+12.7%に対し、輸出は+12.6%とほぼ同値であったが、金額では輸入が輸出の 1.5 倍 (2006/5) と大きいため、伸びが同じでは赤字の増加が続くこととなる。

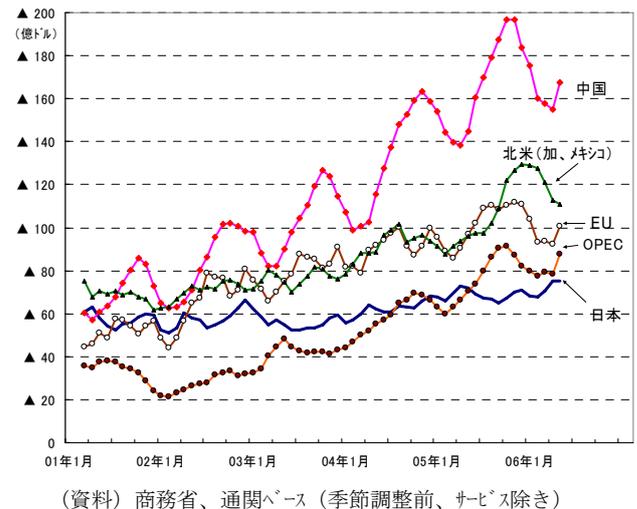
なお、5 月は原油価格の上昇により、石油収支が▲254 億ドル (4 月は▲210 億ドル) と悪化し、財ベースの赤字の 37% (4 月 31%) を占め、全体の赤字拡大に繋がった。4 月以降の原油価格高騰を考慮すると今後も高水準の石油収支の赤字が見込まれる。輸出の伸びが回復する一方、消費支出の鈍化で今後の輸入の伸びが鈍化し、赤字縮小も期待される場所であるが、原油価格の上昇が持続するなら赤字の縮小はその分先送りされることとなろう。

一方、国別の貿易収支では、引き続き対中赤字が 177 億ドル (通関ベース、サービス除き) と赤字全体の 25.3%を占め群を抜いている。国別赤字額の第二位は日本の 71.3 億ドルで、第三位はカナダの 58.3 億ドル、以下メキシコ 55.2 億ドル、ドイツ 40.0 億ドルと続いている(図表 14)。

(図表 13)米国の貿易収支(財・サービス、月別)



(図表 14)国・地域別貿易収支(月別、3ヵ月移動平均)

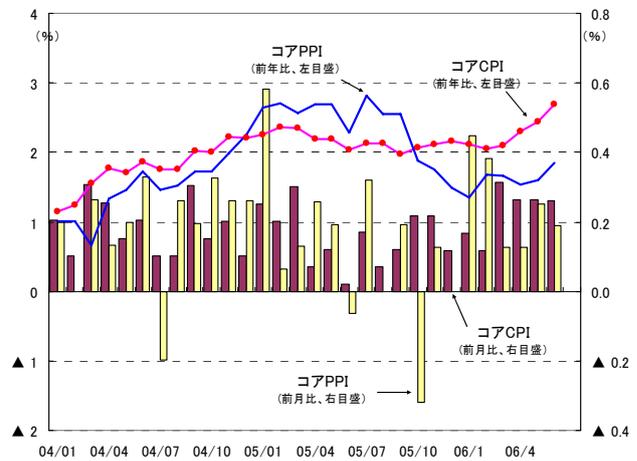


〔物価の動向〕

●物価は、インフレ圧力の高まりを示唆

物価については、最近の原油価格上昇等の影響が反映される状況が続いている。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）を見ると、6月も前月比+0.3%と4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+2.7%と2001年12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15）。労働省では、これらの上昇の7割は家賃（帰属家賃を含む）によるもので、今年上半期の上昇率は年率4.3%に達したとしている。

（図表15）コア物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

一方、6月コア PPI（生産者物価）は前月比+0.2%と予想通りだった。前年同月比では+1.9%となる。これらのコア指数の上昇は、これまでの原材料・原油価格・住宅価格の上昇を織り込む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、利上げ方向を示唆する有力な指標の一つとなっている。

（金融政策の動向）

●8月FOMCが焦点に

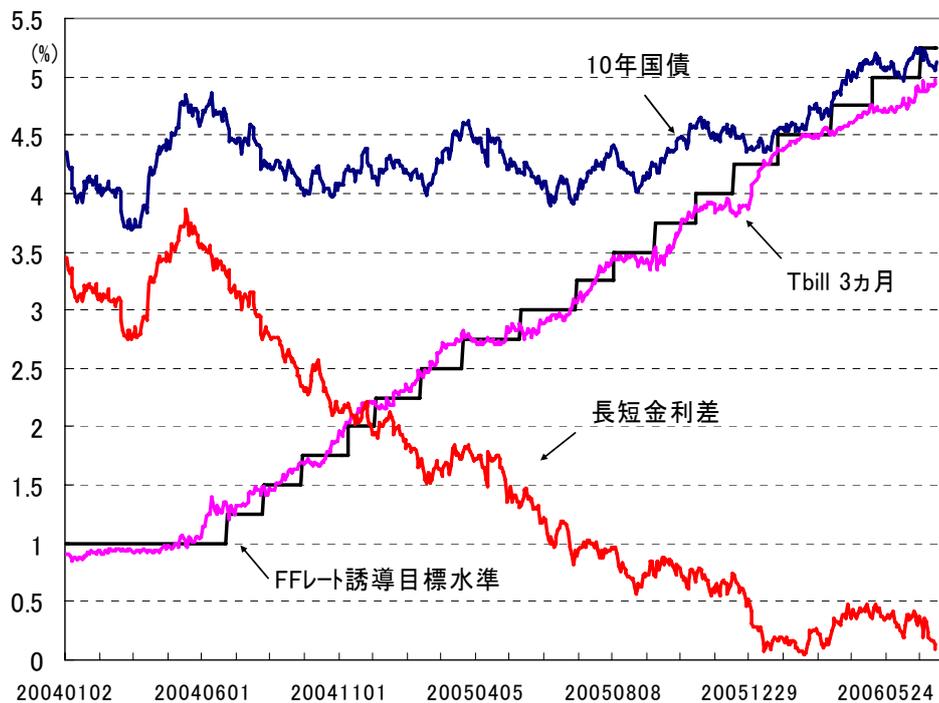
当面、市場の目は8月のFOMCに注がれている。前回6/28・29のFOMCでは今次17回目となる利上げを実施し、利上げ実施前の2004年に1%だったFF目標金利は、5.25%に引き上げられた。前回開催時のFOMCの声明文では、今後の引き締めは経済指標次第としていたことから、その後の景気・インフレ動向が注目されていたが、6月CPIは引き続き上昇した半面、雇用統計が景気の減速を示したことから、予想通りとはいえ、景気減速とインフレ上昇が同時進行している状況となっている。

こうした中、FRBのバーナンキ議長は、7/19の議会証言で、「今後の景気減速と予想以上の物価上昇圧力に警戒している」とし、「追加的な金融引き締めの程度と時期は物価と景気見通しの変化次第」と述べた。これまでのFOMC等での声明文に沿った発言であったが、一方では、「景気減速が物価上昇を抑制する」とし、「政策効果のタイムラグを予想して利上げを判断すべき」等の見解を示したため、早期の利上げの打ち止め観測が強まり、証言後の市場には大きな影響を与えた（7/19はNY-DJ30種で前日比+212ドル上昇、10年国債は5.057%と同▲0.079%低下）。

過去、FRBは利上げの行き過ぎで景気を減速し過ぎることがしばしば見られた。バーナン

キ証言では行き過ぎた引き締めへの警戒を窺わせるが、FRB内部ではこれまでのようにインフレ抑制を優先すべきとの見方も根強い。今後、8/8開催のFOMCまでには、7月末のGDPを始め、8月月初の個人消費価格指数、雇用統計等の発表が残されている。8月のFOMCでは、景気減速が確認されつつある中、今後のインフレ動向についてどのような判断をするかに焦点が当てられようが、再騰の動きを見せている原油動向もあって、難しい判断を迫られることになりそうだ。

(図表 16) 米国の長短金利の推移



(資料) FRB

(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)