

Weekly エコノミスト・レター

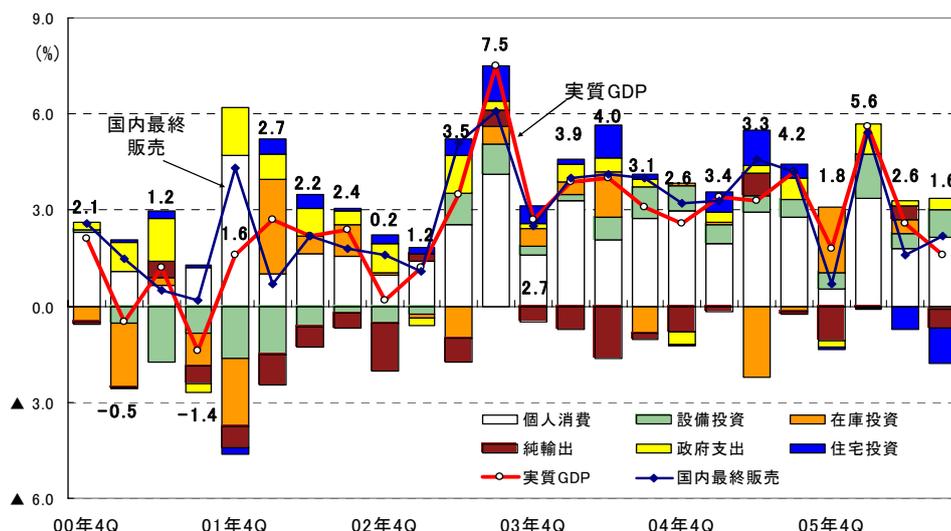
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済動向～注目集めるクリスマスセールの方

< 米国経済の動き >

1. 7-9月期実質GDPは前期比年率+1.6%と4-6月期+2.6%からさらに低下するなど、景気減速の動きは鮮明化している。しかし、内訳を見ると住宅投資の冷え込みの半面、消費や設備投資等の主要項目は意外に堅調だ。
2. こうした中、米景気にとって今後の行方を占う重要なイベントであるクリスマスセールを迎える。主要調査機関の見通しは、昨年を下回るが景気減速下にしては堅調な予想である。住宅市場のマイナスの影響は否定できないものの、最近の上方修正で雇用の伸びが確認されつつあり、ガソリン価格の下落や株価の上昇等、消費を支援する材料も豊富で、クリスマスセールへの期待を盛り上げている。
3. 一方、FRBは10月FOMCで3度目の金利据え置きを決定した。その議事録は、インフレへの根強い警戒を窺わせるものだったが、その後発表された物価指標では、最近見られないほどの下落を見せるものもあり、据え置き持続の情勢と言えよう。

(図表1) 7-9月期実質GDPが続落 (棒グラフは寄与度内訳)



(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 >

〔景気の概況〕

● 概ね堅調予想のクリスマスセール

11月の中間選挙では民主党が上下両院で過半を獲得するなど議会の勢力が一変したが、経済面では、いよいよクリスマスセールに突入する。小売業にとって最も重要な商戦であるのは言うまでもないが、景気全体に与える影響も大きいだけにその成否が注目される。

クリスマスセールは、感謝祭後の金曜日（11月24日）を皮切りにクリスマスまでをセール期間とするが、最近ではクリスマスセールで購入されたギフトカードの4割近くが1月に入って使われるなどの事情もあり、実質的に1月もセール期間として扱われることが多くなりつつある。いずれにしても開始日の金曜日は「ブラックフライデー」と称され、全米のショッピングセンターでは早朝から目玉のディスカウント商品を目指した行列で混雑することとなる。

今年のクリスマス商戦は、全米小売連合(NRF)の予想では前年比5.0%（9/19発表）と、1999年以来の高水準となった昨年の6.1%を下回っている。また、国際ショッピングセンター協会(ICSC)の予想は前年比4.8%（10/6発表、2005年は同+5.4%）、チェーンストア限定では前年比+3.0%（2005年は同+3.6%）と、いずれも昨年を0.6%ポイント下回るとしているが、景気減速の中では、比較的堅調な予想と言えよう。（注：NRF、ICSCとも11月・12月の小売売上高合算で自動車・ガソリン販売、レストランを除く）

なお、クリスマスセールに向けての目安ともなる10月の小売店の売上高は、寒気の訪れもあって衣料品を中心に百貨店やチェーンストアで好調となり、期待感を高めた。一方、専門品店やディスカウントストアの売上高は期待を下回り、住宅市場の冷え込みによる中所得持家層の消費動向が懸念される。また、ウォルマートの10月業績が期待はずれに終わったことから、同業者にはクリスマスセールでの一層のディスカウントを警戒させる一方、消費者にはディスカウント競争の期待を高めている。

● 7-9月期GDPが低下するも、消費への支援材料は豊富

マクロ指標では、7-9月期の米国実質GDPが前期比年率+1.6%と低下し、景気減速が強まる中、雇用が堅調に推移し、雇用所得の増加が消費を下支えする構図となっている。雇用所得の決定要因は、賃金上昇率、雇用者増、労働時間であるが、10月の賃金上昇率は前年比+3.9%と高く、雇用者増は底堅さを見せている。

加えて、ガソリン価格の低下も支援材料である。8月に1ガロン3ドルを超えたガソリン価格は石油価格の下落に伴い一時2.20ドルにまで下落した。高騰時に切り詰められた消費はガソリン価格低下分だけ余裕が生じた状況にある。中でも、中・低所得層の消費に影響が大きいとされ、ディスカウントストアには追い風となる。

一方、6年ぶりに過去最高値に達した株価の上昇は、中・高所得層の消費を刺激する一方、債券金利も景気の減速を受けて一時4.5%台（10年国債）にまで低下を見せた。こうした中、消費者マインドも回復の動きを見せている。住宅投資冷え込みの影響は十分注視する必要はあるものの、景気減速下で迎えるクリスマスセールとしては、意外な堅調さを見せるかもしれない。クリスマスセール開始後の週末3日間の売上高はセール全体を左右する重要な指標でもあり、週明けにも上記の調査機関等から速報が発表されるため、注目しておきたい。

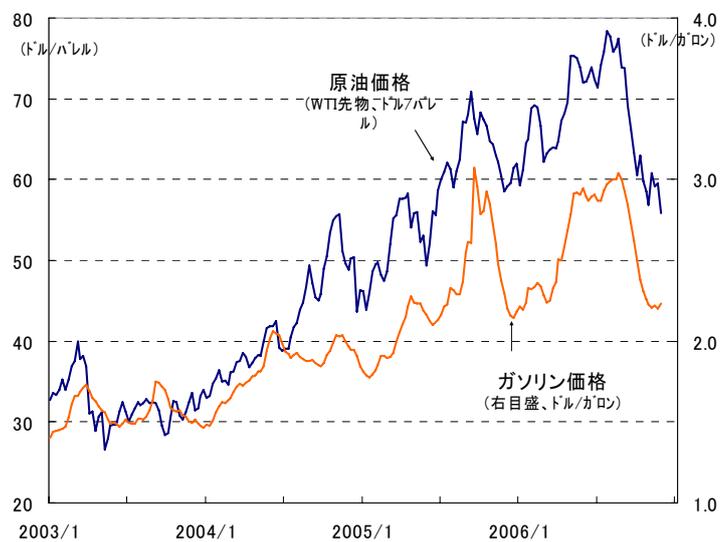
なお、7-9月期GDPの+1.6%（実質、前期比年率、以下も同じ）は、市場予想（+2.0%）を下回り2003年1-3月期+1.2%以来の低水準となる。GDPの推移を見ると、1-3月期は+5.6%と急伸したものの、4-6月期には+2.6%に半減し、さらに低下した形だ。7-9月期の低下要因としては、住宅投資の冷え込み（前期▲11.1%→▲17.4%、寄与度は▲1.12%）によるところが大きく、そのほか、純輸出と在庫の寄与度が、それぞれ▲0.58%、▲0.10%と、マイナスに転じたことによる。ただし、このほかの需要項目では、個人消費が+3.1%（前期+2.6%）、設備投資は+8.6%（前期+4.4%）といずれも前4-6月期より回復しており、GDPから純輸出・在庫を除いた最終販売では+2.2%と前期の+1.6%を上回るなど、実質的には景気のさらなる鈍化を示すものではない。ただし、GDP発表後の金融市場は、25年ぶりの大幅な低下となった住宅投資の急激な冷え込みの影響等を警戒して、長期金利が急低下し、ドルが売られる等、一時、波乱の展開を見せた。

●FRBは金利据え置きを継続

FRBは、10/24・25のFOMCでもFF目標金利を据え置いた。8/8FOMCでの利上げ停止以来、3度目の金利据え置きとなる。エネルギー価格の下落等でインフレ圧力が弱まる中、最近の景気減速を踏まえ、引き続きこれまでに実施した利上げの効果を見守る姿勢だ。市場では、住宅市場による急速な冷え込みの影響による景気下ぶれからの利下げ観測も一部で見られるものの、今後、FRBのソフトランディングシナリオを変化させるほどの経済指標が発表されない限りは、当面、金利据え置きが持続するとの見方が、大勢を占めている状況と言えよう。

なお、11月15日発表の10月FOMCの議事録では、経済活動の下ぶれリスクが若干薄れたとする一方、インフレについては、好ましくない高水準にあり、インフレへの警戒は緩めない方針としている。

（図表2） 下落を続ける原油・ガソリン価格の推移



（資料）EIA

(消費の動向)

● 個人消費は低水準持続

9月個人消費は前月比+0.1%（8月は同+0.2%）と8月からの低水準が持続した。一方、可処分所得は同+0.5%（8月同+0.5%）と、賃金所得の伸びも同+0.5%（8月同+0.2%）により堅調な推移を続けている。低調な消費により、9月の対可処分所得比の貯蓄率は▲0.2%と18ヵ月連続のマイナスながら、昨年5月以来の水準にマイナス幅を縮小した。

前年同月比では、個人消費が+5.5%と5%台の伸びを維持したが、7月以降は可処分所得の伸びを下回る状況に転じ、可処分所得が消費を引っ張っている形である（図表3）。

なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、前月比+0.2%、前年同月比+2.4%と、依然、高めながら8月（前月比+0.3%、前年同月比+2.5%）よりはやや低下している。

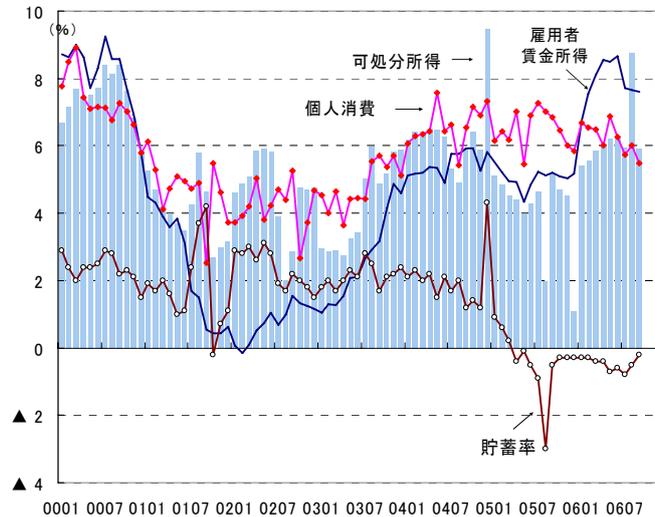
● 10月小売売上高は、前月比▲0.2%と続落

10月の小売売上高は前月比▲0.2%と9月同▲0.8%に続き連月の下落となった。市場も下落を予想（同▲0.4%）していたが、これはガソリン販売の減少（前月比▲6.0%、9月は同▲11.1%）によるもので、ガソリン販売を除いた小売売上高は、9月・10月とも同+0.4%とそれほど悪い数値ではない。なお、変動の大きい自動車を除いた小売売上高は同▲0.4%だった（図表4）。

業種別では、自動車販売が前月比+0.6%、ヘルスケア（同+1.3%）、食品（同+1.0%）、等が増加し、上記のガソリンを中心に、家具（同▲0.7%）、建築資材（同▲0.3%）、等で減少を見せた。なお、前年同月比の小売売上高は+4.5%（9月+5.2%）、同自動車除きでは+3.1%（9月+4.7%）と伸びを縮めたが、ガソリン販売除きで前年同月比を見ると、+6.5%と9月の同+6.7%からほぼ横這いに推移している。

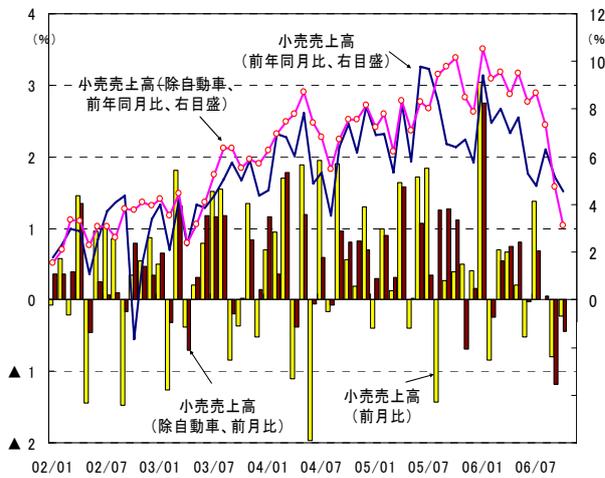
10月の自動車販売を台数ベースで見ると、1616万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1663万台）から▲2.8%減少した。前年同月比では+8.9%の増加となるが、これは、昨年10月が夏場の社員価格での一般向け販売の反動とハリケーンの影響を受けて大幅に落ち込んだためであり、10月販売水準は今年の最下位から3番目と不振の部類に入る。販売の内訳では、軽トラック（含むSUV）、乗用車とも減少し、また、国産車の減少（前月比▲4.3%）の一方、輸入車が増加（同+2.3%）したため、輸入車の販売シェアは24.2%と3ヵ月ぶりの高水準に上昇した（図表5）。

(図表3) 個人所得・消費の推移（前年同月比、%）



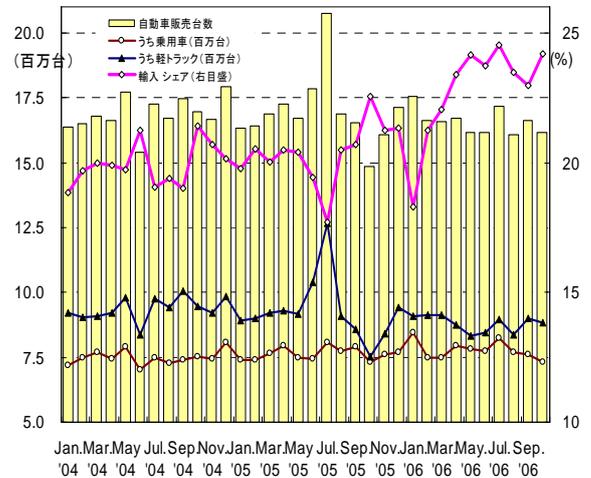
(資料) 米国商務省、(注) 貯蓄率は当月分

(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

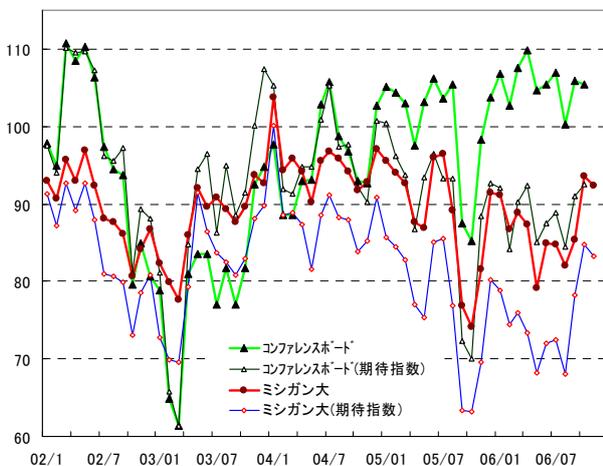
(景況感)

● 高水準持続の消費者マインド指数の一方、ISM 製造業指数は続落

11月ミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は92.3と10月93.6から若干の低下となった。ただし、10月は昨年7月以来の水準に急伸しており、依然、高水準であることに変わりはない。現況指数、期待指数とも10月の大幅上昇後、やや低下している。高水準の持続には、雇用所得の上昇、ガソリン価格の下落に加え、最近の株価上昇も影響していると見られる。

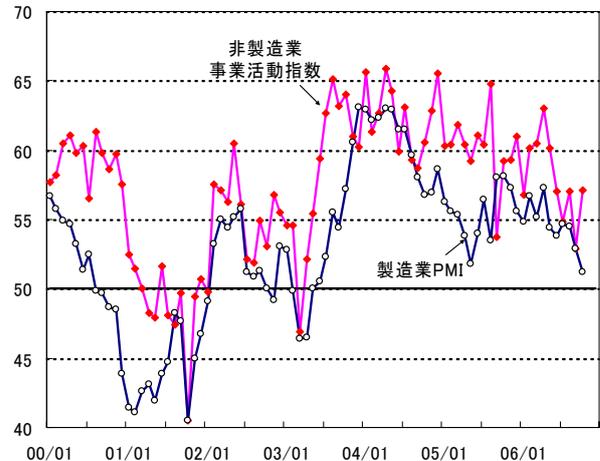
一方、コンファレンスボードの消費者信頼感指数は、4月に109.8と上昇した後、一時低下したが、9月に105.9と持ち直し、10月もほぼ同水準(105.4)で推移している。10月は現況指数の下落(前月差▲3.6)に対し、期待指数が上昇(同+1.6)した(図表6)。

(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

企業のセンチメントを示すISM指数では、10月製造業指数が51.2（前月52.9）と市場予想（53.0）を下回り3ヵ月連続の低下、2003年6月以来の低水準となった。一方、非製造業の事業活動指数は57.1と市場予想（54.5）を上回り、前月52.9から反転上昇して8月の水準を回復した。製造業の低下は、自動車産業や住宅市場の低迷の影響を受けたものと思われる。主要項目では、生産指数の低下（56.1→51.9）が大きかった。一方、非製造業の事業活動指数の内訳の中で低下を示した産業としては、不動産、建設、レジャー関連等が入っているが、こちらでは住宅市場の影響は限定的だった。

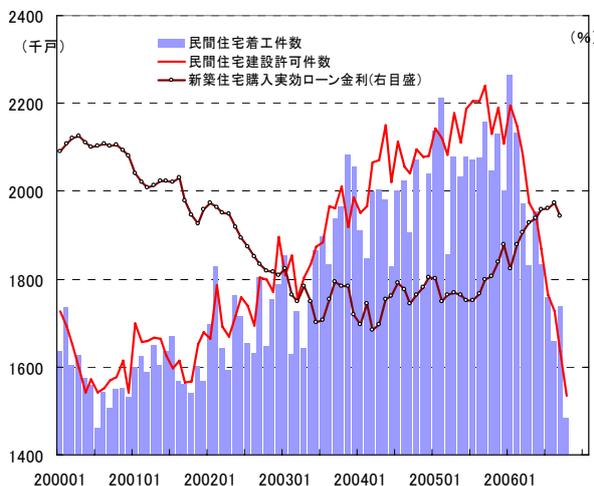
10月製造業指数が景況感の分かれ目である50に接近してきただけに、今後の指数の動向が注目される状況となっている（図表7）。

（住宅市場）

●10月新規住宅着工件数が急落、6年ぶりの低水準へ

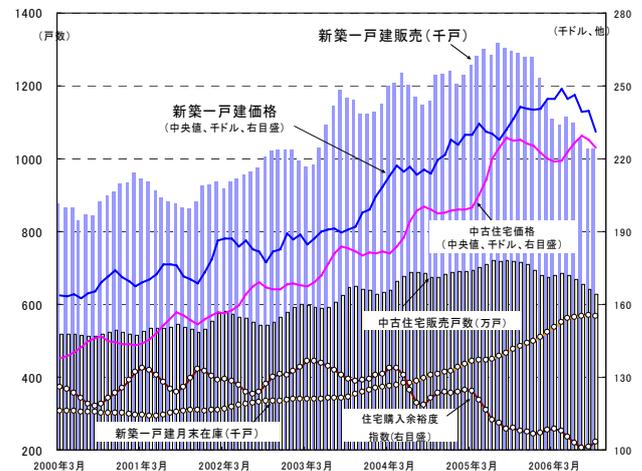
10月新規住宅着工件数は、年率148.6万戸（前月比▲14.6%）と大幅な減少を見せ、約6年ぶりの低水準となった。9月は4ヵ月ぶりに増加し、住宅市場への懸念をやや薄めたが、今回の急落により、住宅市場への警戒感は再び強まった。加えて先行指標となる住宅着工許可件数が、年率153.5万戸（前月比▲6.3%）と9ヵ月連続の減少を続け、97年12月以来、約9年ぶりの低水準となっていることも警戒を高める要因となっている（図表8）。

（図表8）住宅着工の推移（月別）



（資料）米国商務省

（図表9）住宅販売・価格の動向（3ヵ月移動平均）



（資料）米国商務省、NAR

商務省発表の9月新築一戸建て住宅販売は、年率107.5万戸（前月比+5.3%）と増加を見せ、今年7月の98.4万戸をボトムに2ヵ月連続での上昇となった。ただし、前年同月比では▲14.2%の大幅低下が続いている。また、9月新築一戸建て販売価格（中央値）は21.7万ドルと前月比▲9.3%、前年同月比でも▲9.7%の下落となり、ピークである4月の25.7万ドルからは▲15.5%の低下となった。一方、9月末の在庫は、55.7万戸（前月比▲1.9%、前年同月比では+14.4%）

となり、前月より縮小している(図表9)。

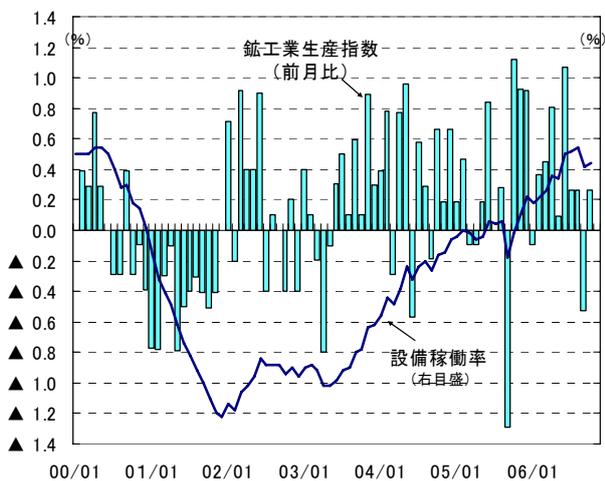
9月の中古住宅販売は前月比▲1.9%の年率 618 万戸 (NAR:全米不動産協会)、前年同月比では▲14.2%の低下となり、2004年1月以来の低水準となった。中古住宅販売は、2005年6月に年率727万戸のピークをつけた後、低下推移を辿っている。なお、9月の中古住宅価格(中央値)は、22.0万ドルと前月比▲1.8%、前年同月比▲2.2%の低下となった。中古住宅販売価格はこれまで高止まりの動きを見せていたため、住宅価格と借り入れコスト上昇の両面から買いにくさが高まっており、販売戸数の減少が続いていた。直近のピーク価格からの下落率を見ても、新築住宅の▲15.5%に対し、中古住宅は▲4.3%の低下に留まるため、しばらく調整局面を続けるものと思われる。

(生産部門・雇用の動向)

● 鉱工業生産・稼働率とも伸びを回復

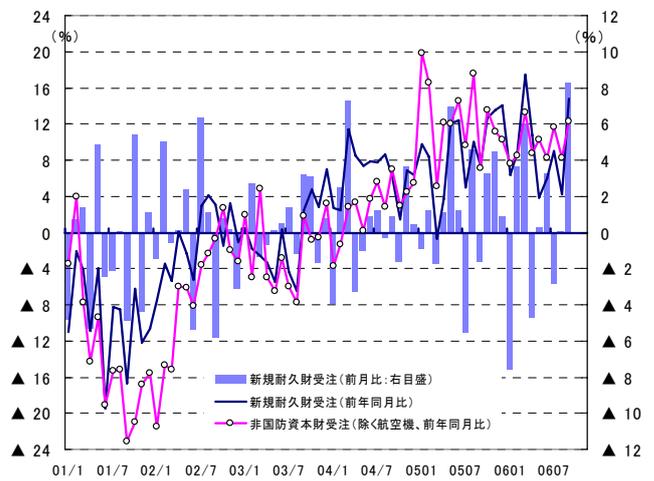
10月の鉱工業生産指数は前月比+0.2% (9月同▲0.6%)と伸びを回復した(図表10)。製造業では▲0.2% (9月同▲0.2%)と連月のマイナスとなったが、鉱業(同+0.6%)、電力・ガス(同+4.1%)、等の伸びが寄与した。例年を下回る気温で暖房需要が伸びたのが主因であり、製造業の生産が回復したわけではない。製造業の内訳では、自動車が前月比▲3.9%と急低下したほか、石油製品等同▲3.5%、金属一次製品同▲3.0%、等のマイナスが大きかった。

(図表10) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表11) 新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

一方、10月の設備稼働率は82.2%と9月の82.1%から若干上昇した。こちらも電力・ガス等の稼働率の回復(9月84.8→88.2%)が大きかった。全体の稼働率は直近のピークである8月82.7%からは▲0.5%ポイントの低下となるが、昨年10月比では+2.3%ポイントの上昇となる。業種別の前年比では、ハイテク産業が83.3%と昨年10月比+8.4%ポイントの上昇を見せた一方、

自動車は72.1%と▲10.7%ポイントの低下となり対照的な動きを見せている。

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0.8%ポイント上回っており、全般的水準は、ややタイトな状況での操業を継続している。

9月新規製造業受注は、前月比+2.1%と8月同▲0.3%から増加に転じた。新規耐久財受注は前月比+8.3%と8月の横ばいから急伸した一方、非耐久財受注は同▲4.6%（8月同▲0.6%）と下落幅を広げ、製造業受注の伸びを減じた。

新規耐久財受注の伸びは、民間航空機の受注急増（8月同▲19.2%→9月同+189.7%）等で同部門を含む輸送機器が+28.6%（8月同+3.6%）と急伸したことが大きい。このため、輸送機器を除いた新規製造業受注では前月比▲2.4%（8月同▲0.9%）の減少となる。その他の業種では、コンピュータが前月比+2.2%（8月同▲2.1%）、産業機械が同+1.1%（8月同▲1.0%）と反転増加した。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）は、前月比+2.0%（8月+1.1%）となった。新規耐久財受注は、変動の大きい部門に左右されながら、一進一退の動きを続けている。

前年同月比では、9月耐久財受注は+14.8%と8月の同+4.3%から上昇し、非国防資本財受注（除く航空機）も同+12.3%（5月同+8.3%）と前月から伸びを高めた（図表11）。

なお、9月の製造業出荷が前月比▲3.5%と下落したことにより、製造業の在庫/出荷倍率は1.22と8月の1.17から急上昇している。

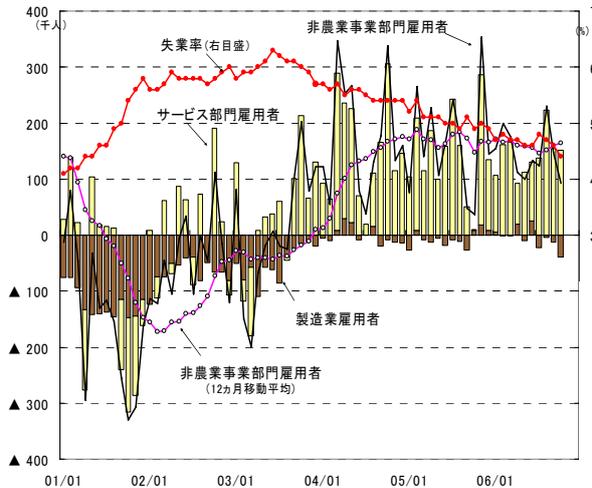
● 10月雇用者増は予想を下回るも、8・9月分は大幅上方修正

10月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用増が前月比+9.2万人と市場予想の+12.3万人を下回った（図表12）。製造業が▲3.9万人と4ヵ月連続の減少となったが、サービス業では+15.2万人と3ヵ月連続で15万人を上回った。内訳では、地方政府教育関係+3.0万人、宿泊・飲食店等の同+2.7万人、ヘルスケアの同+2.3万人、派遣業を含む管理・サポートの+2.1万人、専門・技術サービスの+1.7万人、等の増加が目立った。

市場の注目を集めたのは、8・9月の雇用増が合計で13.9万人上方修正されたことだ。これにより今年の月平均の雇用増は+14.7万人、直近3ヵ月では+15.7万人となる。最近の傾向として速報値が発表後に大幅上方修正されるケースが続いており、10月雇用者も今後修正されると、上記の数値はさらに高まる。加えて、10月失業率も4.4%（前月は4.6%）に低下し、5年ぶりの低水準となるなど、雇用面への景気減速の影響は、現状では大きくはない。

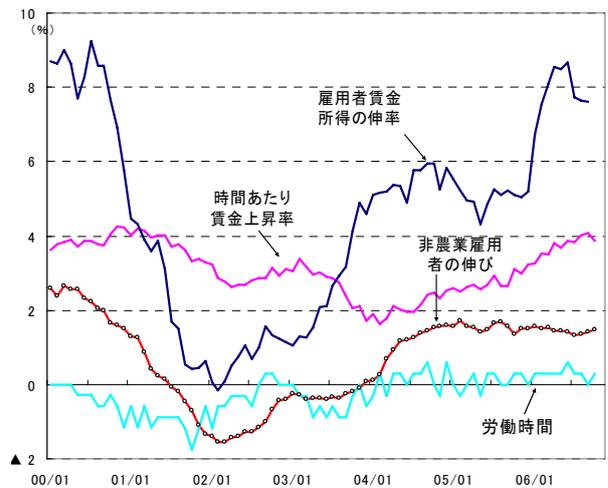
なお、週平均の労働時間（民間）は33.9時間と前月（33.8時間）から増加、時間当たりの平均賃金（民間）は前月比+0.4%、前年同月比では+3.9%と前月（+4.1%）から低下したものの上昇トレンドは維持されており、賃金・雇用面からのインフレ懸念はなお持続していると言えよう（図表13）。

(図表 12) 雇用増減の推移(前月比)



(資料)労働省

(図表 13) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(資料)労働省

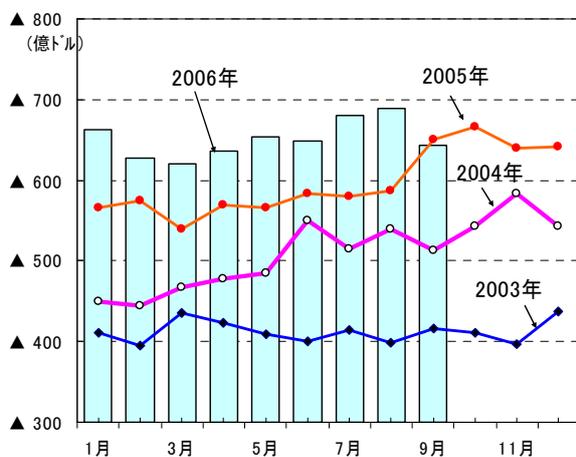
(貿易の動向)

● 9月貿易赤字は3ヵ月ぶりの縮小

9月の財・サービスの貿易収支は、643億ドルの赤字(国際収支ベース、季節調整済)と8月の690億ドルを下回った。また、前年同月比でもマイナスとなったが、前年比でのマイナスは4年半ぶりのこととなる(図表14)。これは、前月比の輸出が+0.5%と増加したのに対し、輸入は▲2.1%と減少、前年同月比でも輸出の+13.4%に対し輸入が+7.0%の伸びに留まったためである。

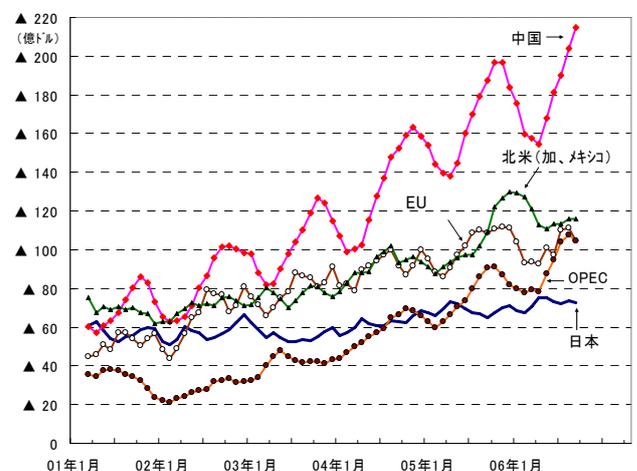
この要因としては、原油価格の下落により、石油赤字が▲227億ドル(8月は▲268億ドル)と4月以来の水準に大幅な縮小を見せたことが大きい。仮に8月並の石油赤字が持続していたとするなら、9月の貿易赤字は過去最高を記録した8月とほぼ同水準となる。ただし、10月以降も原油価格の下落が持続していることから、石油収支の赤字については、8月でひとまずピークアウトした形である。

(図表 14)米国の貿易収支(財・サービス、月別)



(資料) 商務省、国際収支ベース、季節調整済

(図表 15)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)

一方、国別の貿易収支（通関ベース、サービス除き）では、対中赤字が230億ドルと拡大が止まらず、赤字全体の32.8%を占めるなど、群を抜いている。消費財の輸入を中心とした対中赤字の拡大は、毎年クリスマスセールに向けて増加する傾向を見せており、今年も同様のパターンで推移している。過去最高水準にある対中赤字については、今後、民主党が多数党となった議会での保護主義的な圧力の高まりが懸念される。なお、国別赤字額の第二位は日本の67億ドルで、第三位はメキシコの58億ドル、以下カナダ57億ドル、ドイツ31億ドルと続いている（図表15）。

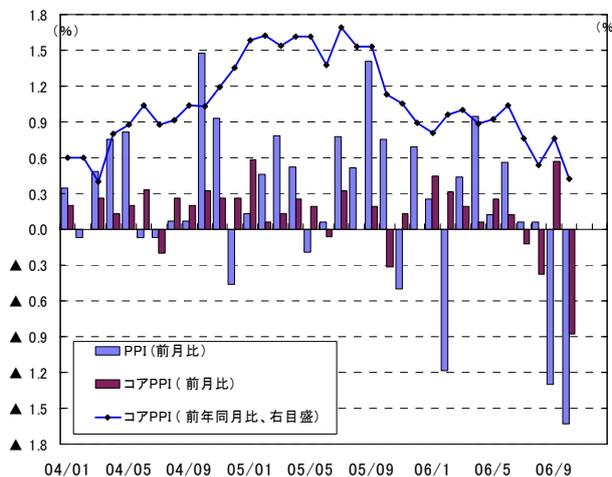
（物価の動向）

●コアPPI指数が13年ぶりの大幅下落

10月PPI（生産者物価）は前月比▲1.6%（9月▲1.3%）、変動の大きいエネルギー・食料品を除いたコアPPIは同▲0.9%（9月+0.6%）と前月から低下し、市場の予想（それぞれ▲0.5%、+0.1%）を大きく下回った。前年同月比では、PPIは▲1.5%、コアPPIは+0.7%となる。前月比のコアPPIのマイナス幅は93年以来13年ぶり、前年同月比でPPIがマイナスとなったのは4年ぶり、といずれも記録的な低下となった（図表16）。

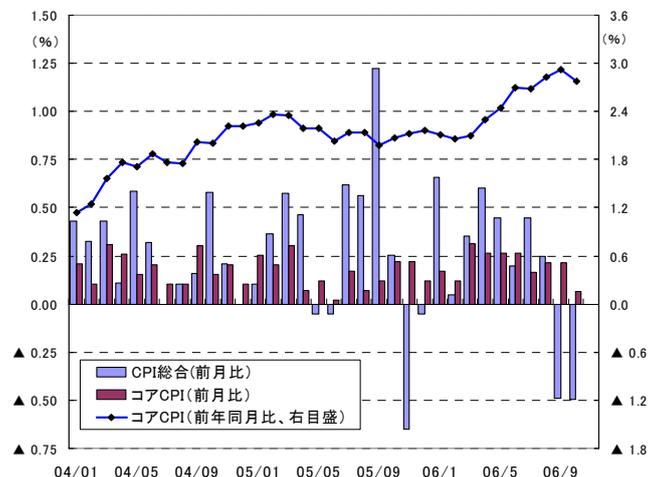
PPIの低下は、10月エネルギー価格が前月比▲5.0%に下落した（9月は同▲8.4%）ことによるが、コアPPIの低下は、軽トラックの下落（前月比▲9.7%、9月は+3.5%）と乗用車の下落（前月比▲2.3%、9月は+2.8%）が大きかったことによる。労働省では、2007年モデルの新車投入にあたって、性能の向上ほど価格の引き上げが行われなかったためとしている。

（図表16） 生産者物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

（図表17） 消費者物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

一方、10月CPI（消費者物価）はエネルギー価格の下落（前月比▲7.0%）を受けて前月比▲0.5%（9月も同▲0.5%）と連月の大幅下落となり、コアCPIは、前月比+0.1%と2月以来の低水準となった。ただし、コア指数の前年同月比は+2.8%となお高水準にある（図表17）。

労働省によると、CPIの2006年1-10月までの年率の上昇率は2.4%と2005年の年間上昇

率 3.4%を下回っているが、同期間のコア CPI は 2.8%と、2005 年の年間上昇率 2.2%を上回ったとしている。市場では、コア PPI の大幅下落や、コア CPI の伸び率の低下により、インフレが落ち着きつつあるとの判断から、FRB は当面金利の据え置きを続けるとの見方が支配的となりつつある。

(金融政策の動向)

●10月FOMCでも金利は据え置き

8/8日のFOMCでは、2004年6月以来2年余、計17回にわたり連続して実施された利上げが見送られたが、その後、9/20、10/24・25のFOMCでもFF目標金利は5.25%のまま据え置かれた。10/25のFOMC声明文では、景気については住宅市場の冷え込みの影響による減速を指摘しながらも、今後も緩やかに景気拡大が続くとし、インフレ圧力についてもエネルギー価格の下落等により今後緩和されるとの見通しを示した。そのため、今後発表される経済指標によってFRBの見通しが変わらない限りは、当面、金利も据え置かれることとなろう。なお、ラッカー・リッチモンド連銀総裁は今回も0.25%の利上げを主張して据え置きに反対票を投じた。次回のFOMCは12/12となる。

また、11月15日に公表された10月FOMCの議事録では、経済活動の下ぶれリスクが若干薄れたとする一方、インフレについては好ましくない高水準にあり、全員が最大の懸念材料であるとするなど、全般、インフレ警戒色の濃いものであった。コアインフレについては、最近のエネルギー価格の下落や、家賃や資源利用率からの上昇圧力の緩和により、低下に向かうとの見方が多いとしながらも、今後もコアインフレが高水準に留まれば期待インフレ率を押し上げることになるとして、警戒は緩めない方針である。

10月のFOMC以降の状況を見ると、原油・ガソリン価格の続落、住宅市場の一段の冷え込み、物価指数の落ち着き等に進展が見られる。しかし、住宅市場の冷え込みを除けば、雇用所得が堅調な中、消費者マインドも持ち直しており、現状の雇用増が持続すれば、早期の利下げを必要とするほど景気全体が冷え込む可能性はそれほど大きくはない。結局、FRBも指摘しているように、いつ反転するかわからない原油価格の動向と、住宅を起因とした景気下ぶれ懸念に注目しつつ、当面はインフレと景気動向を見据えた政策運営が行われ、その間、金利も据え置かれる可能性が高いと思われる。