

Weekly エコノミスト・レター

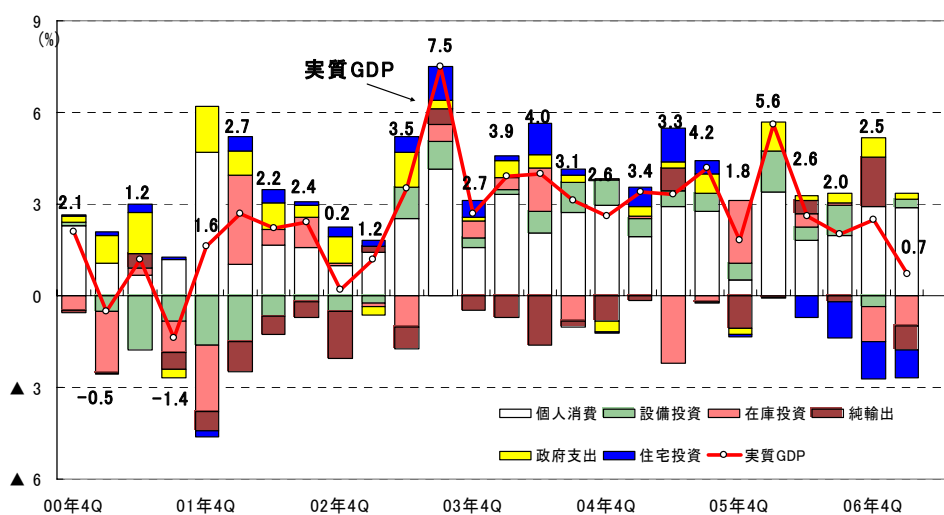
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済動向～リバウンドが期待される 4-6 月期GDP

< 米国経済の動き >

1. 米国経済では1-3月期GDPが前期比年率0.7%と落ち込んだが、4-6月期は3%台へのリバウンドが期待されている。これは、主に1-3月期GDPを押し下げた在庫投資や純輸出の好転が見込まれることによるものである。
2. しかし、消費支出は、住宅投資の冷え込みが続く中、ガソリン価格が高騰を続けるなど外部環境の悪化が目立ち、4-6月期の伸び率は急低下が見込まれる。在庫投資や純輸出の好転は、1-3月期の反動もあり持続的なものと言えない半面、消費は外部環境の悪化が改善されない限り、伸びが抑制される可能性がある。このため4-6月期GDPがリバウンドしても、その伸びが7-9月期以降も維持できる訳ではない。
3. 金融政策では、6月FOMCで8回連続の金利据え置きが決定された。FRBはインフレリスクを最も警戒しており、また、7月のバーナンキ議長の議会証言等からも、当面、現行の金融政策が維持されると思われる。

(図表1) 実質GDPの推移と寄与度の内訳



(資料) 商務省

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〕

●4-6 月期 GDP はリバウンド期待強い半面、消費の冷え込みが懸念される展開

来週末（27 日）には、米国 4-6 月期 GDP 速報値が発表されるが、現状における市場予測では 3% 台へのリバウンドが期待されている。実質 GDP は、昨年 1-3 月期に 5.6%（前期比年率、以下も同じ）と高成長を見せた後、1 年余に渡り潜在成長率と目される 3% を下回る低成長を続けており、直近 1-3 月期には 0.7% と急低下した。このため、4-6 月期 GDP が 3% 台となれば 5 四半期ぶりの高水準となり、1-3 月期をボトムに景気不振から脱した様相となる。

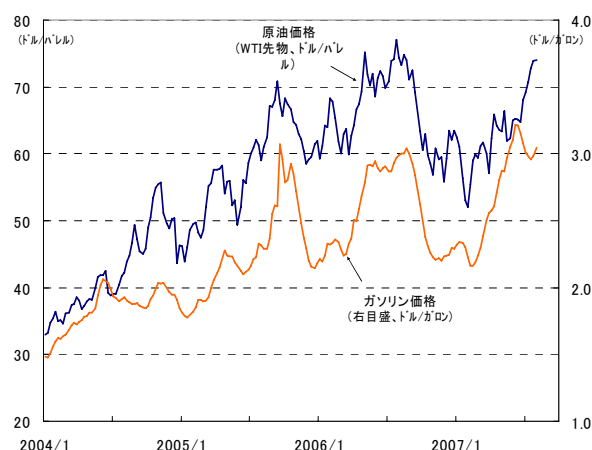
しかし、4-6 月期の回復は、1-3 月期に落ち込みを見せた在庫投資（寄与度▲0.97%）や純輸出（寄与度▲0.81%）の反動増が中心となる。半面、サブプライム問題や長期金利上昇により住宅投資は一層の冷え込みが予想され、その影響とガソリン価格高騰により消費の伸びは 1-3 月期 4.2% から半分以下に低下しそうだ。GDP の 7 割を占める消費の伸びが急低下する状況では、期待通りの高成長率となっても、景気回復感には乏しい。実際、在庫や純輸出を除いた国内最終販売も大きく低下することとなろう。また、在庫や純輸出が予想通りの回復を見せたとしても、1-3 月期急低下の反動的な要素が強いため、年後半の持続的な成長への同様な寄与が期待できるわけではない。

もっとも、在庫投資と輸出の伸びは、企業部門の回復には貢献しているようだ。企業の景況感を示す 6 月 ISM 指数は、製造業・非製造業指数とも昨年 4 月以来の高水準を回復し、企業部門の出荷は堅調である。設備投資は昨年 10-12 月期の▲3.1% をボトムに回復方向にあり、4-6 月期もその延長上にあると思われる。こうした企業部門の回復が、堅調な雇用増をもたらし、消費を下支えしている。

このため、4-6 月期 GDP 発表後の注目点は個人消費の動向となろう。夏場の需要期に向けてガソリン価格が上昇し、住宅不況が続くなど個人消費を取り巻く外部環境はなお厳しい。1-3 月期に反転したガソリン価格は、4-6 月期にはさらに上昇し、過去最高値を更新している。夏場の需要期を迎え供給不安が生じているためであるが、今後も高騰が続くのであれば、消費への影響についての懸念を高めよう（図表 2）。

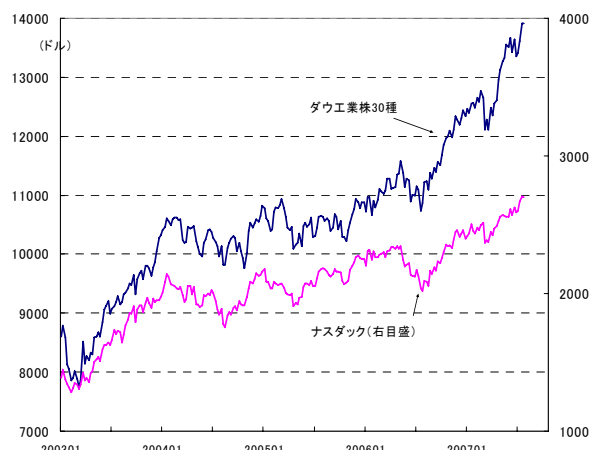
一方、売行き不振が続いている自動車販売では、新モデル発表前の夏場に向けてインセンティブを拡大するなど販売促進策を強化しており、消費には追い風となろう。また、上記の堅調な雇用増が雇用所得の伸びを維持し、消費を支えていることも見逃せない。さらに現在の堅調な株価の推移が持続すれば、消費のマイナス要因を緩和しよう（図表 3）。このため、外部環境がさらに悪化する状況等がなければ、7-9 月期以降の消費は、自動車販売によるぶれは有りうるものの、一定の伸びを維持し、景気も緩やかながら拡大歩調が持続するものと思われる。

(図表2) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) エネルギー省、他

(図表3) 米国株式市場の推移(週別)



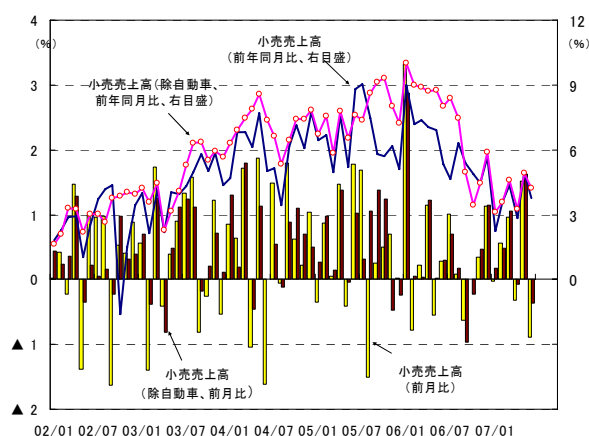
(個人消費の動向)

● 6月小売売上高は、約2年ぶりのマイナス幅

6月小売売上高は、前月比▲0.9%（5月同+1.5%）と市場予想（▲0.1%）に反し、2005年8月の同▲1.5%以来の減少幅を見せた。また、自動車販売は同▲2.9%（5月同+1.1%）と減少、自動車を除いた小売売上高は前月比▲0.4%だった（図表4）。自動車販売以外のマイナスは、家具等（同▲3.0%）、建設資材（同▲2.3%）、その他小売（同▲1.6%）、衣料品（同▲1.4%）、等で、前月比の伸びが上昇したのは、通信販売（同+1.2%）、ヘルスケア（同+1.2%）、等だった。

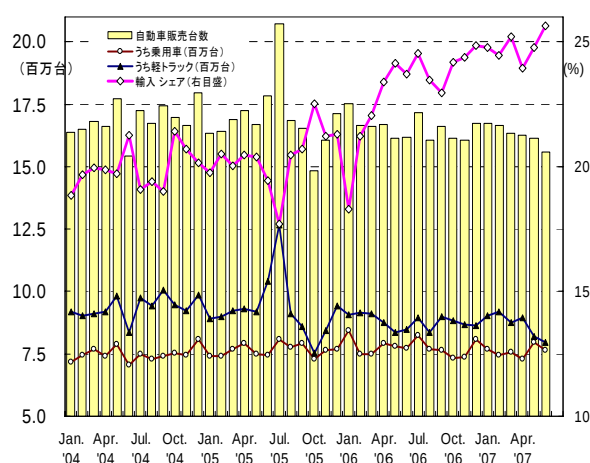
なお、前年同月比では、小売売上高全体が+3.8%、自動車販売除きは+4.2%と5月のそれぞれ+5.0%、+4.9%から低下した。6月の小売売上高の不振は、ガソリン価格の高騰や住宅不況の影響がさまざまな形で出たものと見られ、特に小売の中でも、自動車販売、家具等、建設資材、等により強く影響したと思われる。今後7-9月期も消費動向が注目される局面が続こう。

(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月自動車販売が低迷、7-9月期はディスカウント競争が激化へ

6月の自動車販売を台数ベースで見ると、1560万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1616万台）から▲3.5%減少し、年初から6ヵ月連続の減少となった。車種別の内訳では、乗用車が前月比▲4.1%、軽トラックが前月比▲2.8%の減少、国産・輸入別では、国産車全体で同▲4.6%減少した一方、輸入車は同▲0.04%減と若干の減少に留まった。このため輸入車の販売シェアは25.7%と連月で上昇し、過去最高水準となっている（図表5）。自動車販売は、米国の景気減速や3月以降のガソリン価格高騰の影響、建設需要の低下などによるピックアップトラックの不振、等により低迷が続いている。このため、GE社は7月末までのピックアップトラックを中心としたインセンティブ販売の強化を発表したが、フォード社ではこれを上回る規模のインセンティブ販売を発表した。今後の販売状況次第ではあるが、例年9月には新年度モデルが発表されることを考慮すれば、7-9月期は販売テコ入れのため各社がインセンティブ販売を一層強めることが想定される。

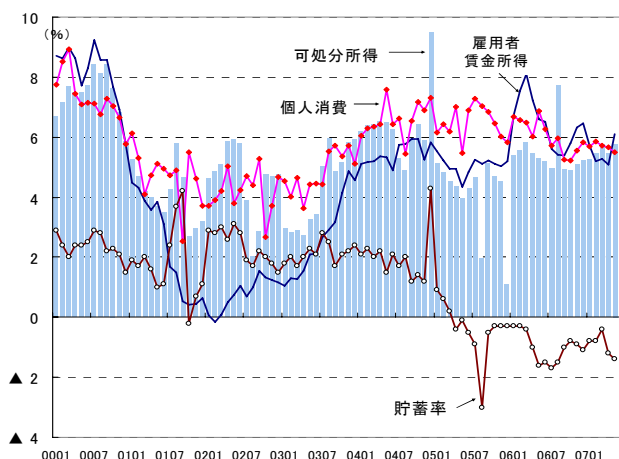
● 5月個人消費の伸び率は横ばい

5月の個人消費は前月比+0.5%（4月も同+0.5%）と前月と同じ伸びだった。所得面では、賃金所得が同+0.4%（4月同▲0.5%）、可処分所得が同+0.4%（4月同▲0.3%）と伸びを回復したが、可処分所得比の貯蓄率は▲1.4%と前月（▲1.2%）からマイナス幅を広げた。前年同月比では、個人消費が+5.5%（4月同+5.7%）、可処分所得が+5.8%（4月同+5.5%）、賃金所得が+6.1%（4月同+5.1%）と賃金所得の回復が目立った（図表6）。

この賃金所得の動きを業種別に前年同月比で見ると、賃金所得全体の6割超を占めるサービス業の賃金所得伸び率は+6.7%と前月+5.3%から回復、製造業の賃金所得も+3.4%と前月+2.8%から回復するなど、全般的に回復の動きを見せている（図表7）。

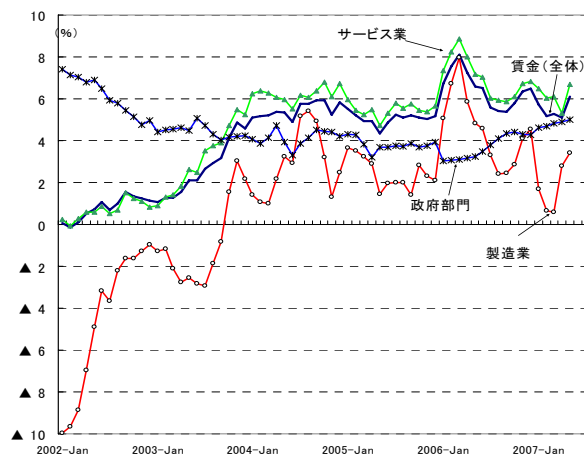
なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、5月は前月比+0.1%（4月同+0.1%）、前年同月比では+1.9%と4月+2.0%から伸びが低下した。

（図表6）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7）部門別賃金所得の伸び率（前年同月比、%）



（資料）米国商務省

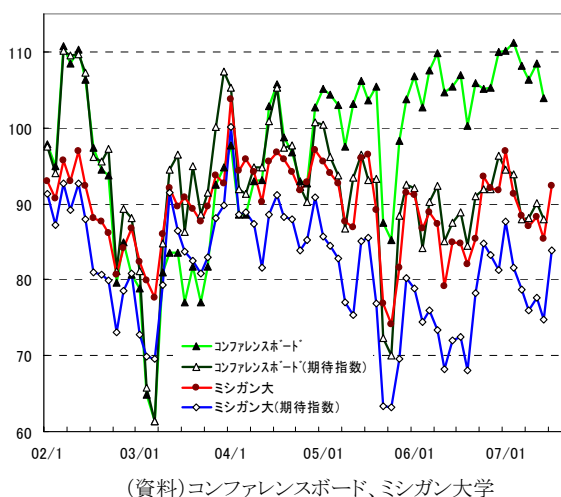
(景況感)

● 7月消費者マインド指数が上昇

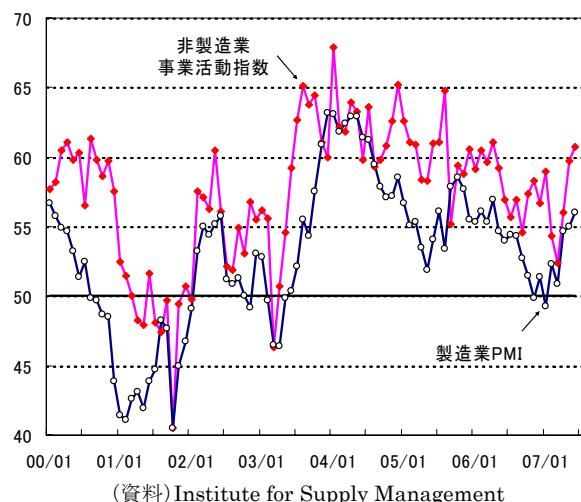
7月ミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、92.4と6ヵ月ぶりの水準を回復した。内訳では、現況指数(前月101.9→105.7)、期待指数(前月74.7→83.9)ともに上昇した。ガソリン価格上昇の影響を受けながらも、最近の雇用状況や株価上昇がプラスに作用したと見られる(図表8)。

一方、コンファレンスボード消費者信頼感指数は、6月分までの発表となるが、103.9と5月108.5から低下し、昨年8月以来の低水準となった。こちらは現況指数が127.9(5月136.1)と落ち込みが大きく、ガソリン価格上昇の影響が大きかったと思われる。(なお、ミシガン大学指数も6月は85.3(5月88.3)と低下している。)

(図表8) 消費者信頼感指数の推移



(図表9) ISM指数の推移



● 6月ISM指数は、製造業・非製造業とも14ヵ月ぶりの高水準

企業のセンチメントを示すISM指数は、6月製造業指数が56.0と前月、市場予想(ともに55.0)を上回った。本年3月(50.9)を直近のボトムに3ヵ月連続の上昇となり、昨年4月(56.9)以来14ヵ月ぶりの高水準を回復した。主要指数である生産指数や新規受注指数の上昇が全体を押し上げた形である。製造業の回復度が強まっていることを示しており、今後の企業投資の増加を期待させるものと言えよう(図表9)。

一方、6月の非製造業事業活動指数も60.7と、前月(59.7)・市場予想(57.5)を上回り、製造業と同様、昨年4月(61.1)以来の水準を回復した。非製造業の活動指数は4・5月の急速な上昇後もさらに水準を高めている。ただし、事業活動以外の非製造業部門の各指数を見ると、輸入や入荷遅延が上昇した半面、多くの指数では下落を見せており、特に在庫や新規輸出受注等の下落幅が大きく、4・5月に見られたほどの急回復ではなかったことを裏付けている。

いずれにしてもISM指数は、昨年末から1-3月期にかけての低下を経て、4-6月期は、製造業・非製造業ともに一層改善しており、今のところ住宅市場低迷や原油・ガソリン高等の企業

部門全体への影響はそれほど大きくないと見られている。

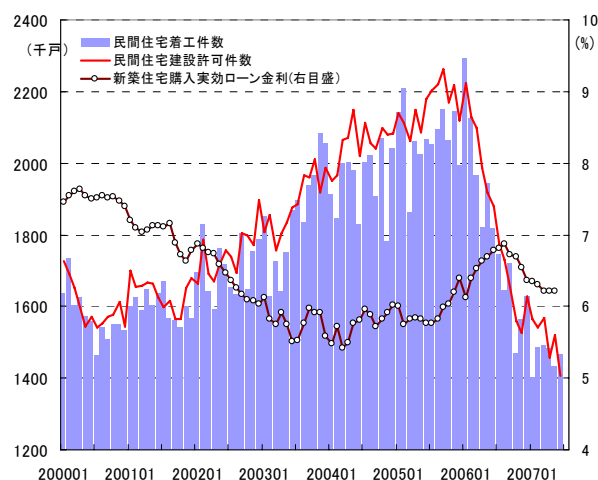
(住宅市場)

●新規住宅着工件数が若干回復の半面、許可件数が低下

6月新規住宅着工件数は、年率 146.7 万戸（前月比+2.3%）と市場予想（同 145 万戸）を若干上回った。一方、先行指標となる住宅着工許可件数は、年率 140.6 万戸（前月比▲7.5%）と低下、97年6月（同 140.2 万戸）以来の低水準となった（図表 10）。

住宅着工は、本年 1 月（同 140.3 万戸）の急速な落ち込み後、サブプライム住宅ローン問題の表面化等で先行きの不透明感が強まり、その後の下方修正もあって 150 万戸を下回る推移が続いている。さらに、先行指標となる許可件数が低下してきたため警戒感が根強く、当面、住宅市場の底打ちを探る展開が続くと見られる。また、底打ち後の展開についても、サブプライム住宅ローンの問題等から回復には時間を要すると思われる。

(図表 10) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 米国商務省

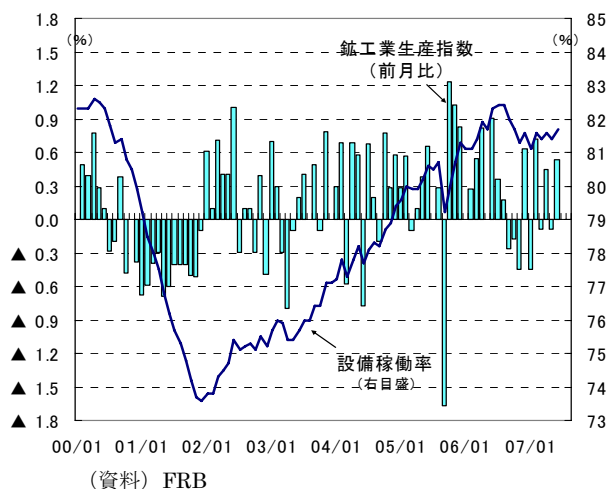
(生産部門)

●鉱工業生産・稼働率とも改善～自動車が伸びを高める

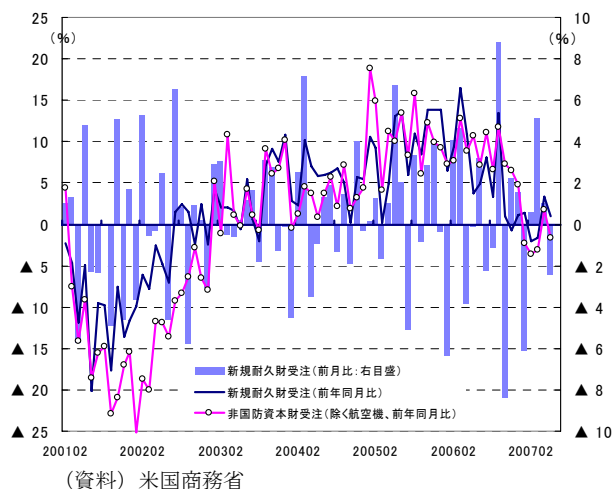
6月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%（5月同▲0.1%）と増加に転じ、本年2月以来の伸びを見せた(図表 11)。製造業は同+0.6%（5月同+0.0%）と持ち直したが、その内訳では、自動車が前月比+2.5%（5月同▲0.5%）、ハイテク産業が同+1.5%（5月同+0.3%）と伸びを高めた。また、天然ガスも5月の落ち込み（同▲8.1%）から+2.4%へと回復した。また、四半期ベースの製造業生産を見ると、昨年、10-12月期の年率▲1.7%をボトムに、1-3月期同+0.8%、4-6月期同+3.4%と着実な回復を辿っていることが窺われる。

一方、6月の設備稼働率は 81.7%と 5月 81.4%から上昇し、昨年 10 月以来の高水準となった。生産指数と同様に 6 月は天然ガスが 79.5%(5 月 77.7%)と回復し、製造業では 80.3%(5 月 79.9%)と若干上昇した。製造業の主要業種では、ハイテク産業が 76.1%(5 月 76.1%)と横這いに留まったが、自動車が 78.2%(5 月 75.9%)と上昇した。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2006 年の平均 81.0%）は 2005 年 12 月以降、継続的に上回っており、全般的な稼働水準はややタイトな状況での操業を維持している。

(図表 11) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(図表 12) 新規耐久財受注の推移



5月新規製造業受注は前月比▲0.5% (4月同+0.5%)、新規耐久財受注は同▲2.4% (4月同+1.0%)といずれも前月から伸びを低下し、新規製造業受注では4ヵ月ぶりのマイナスとなった。業種別に見ると民間航空機が連月の大幅マイナスとなり、同部門を含む輸送機器が前月比▲6.9% (4月同▲1.7%)となった他、建設機械、産業機械、等のマイナスも大きかった。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)も同▲2.1% (4月同+2.0%)とマイナスに転じた。なお、前年同月比では耐久財受注が+1.0%、非国防資本財受注(除く航空機)は同▲1.6%マイナスとなった(図表 12)。

なお、5月の製造業在庫は前月比+0.3% (4月は同+0.2%)、出荷が前月比+1.0% (4月は同+1.0%)となったため、製造業の在庫/出荷倍率は1.23と4月の1.24から低下した。

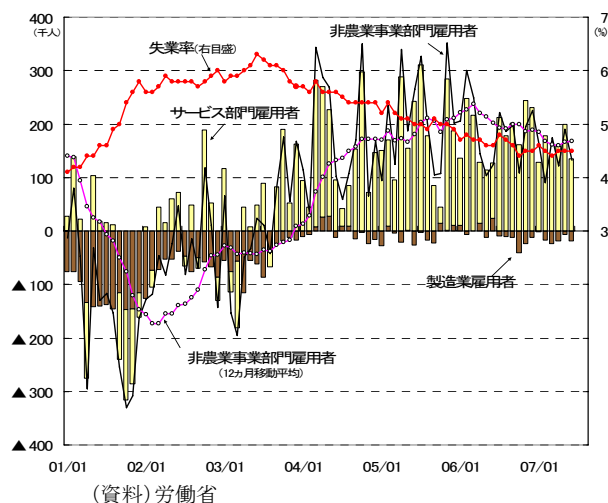
(雇用の動向)

●6月雇用者は13.2万人の増加

6月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者増が前月比+13.2万人と市場予想の+12.5万人を上回った(図表 13)。

また、4月の増加が8万人増から12.2万人増へ、5月の増加が15.7万人増から19.0万人増へと合計7.5万人増の上方修正が行われたため、5月統計発表時との比較では、6月増加分と併せて20.7万人の増加となる。このため、2007年4-6月の月平均雇用増は+14.8万人となり(1-3月期は14.3万人増)、3四半期ぶりに増加に転じた。ただし、2006年の同+18.9万人、2005年の同+21.2万人と

(図表 13) 雇用者増減の推移(前月比)



の比較では、なお減速が目立つ状況であることに変わりはなく、最近の景気鈍化が雇用にも反映された形と言えよう。

今回の増加要因を業種別に見ると、製造業では前月比▲1.8 万人と 12 ヶ月連続の減少を見せ中、サービス部門が同+13.5 万人(前月は+19.9 万人)と全体の増加を牽引する構造が続いている。サービス業の中では、教育・ヘルスケア等で+5.9 万人(うちヘルスケアで+3.0 万人)、飲食店+3.5 万人等の増加が大きかった半面、人材派遣(Employment services)は▲2.7 万人と減少が続いた。なお、州・地方政府は前月比+4.1 万人と教育関係を中心に比較的大きな増加となった。

一方、6 月の失業率は 4.5%と 4 月以来の横這いが続いており、昨年 9 月以来 4.4%~4.6%の狭いレンジの中での上下の動きとなっている。また、週平均の労働時間(民間)は 33.9 時間と前月 33.8 時間から増加した。

●賃金上昇率は伸びが低下

6 月の時間当たりの平均賃金(民間)は 17.38 ドル(前月比+0.3%)と前月(同+0.4%)から伸びを低め、前年同月比でも+3.9%と前月(同+4.0%)から低下した。

また、前年同月比で業種別に賃金増加率を比較すると、レジャー・飲食店や専門・事業サービス、金融等で賃金上昇率が高く、一方、小売や電力・ガス等では賃金上昇率が低いなど、業種間のバラつきは大きい。全般的には、製造業や小売業、電力・ガス等などの従来型産業では賃金・雇用増加率ともに低めとなる傾向が見られる。

(物価の動向)

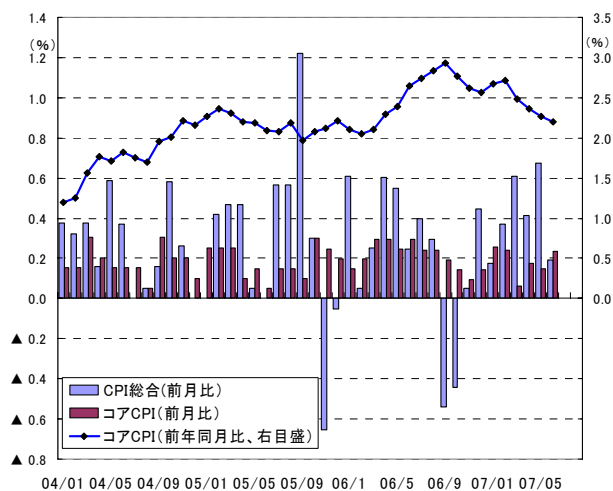
●エネルギー価格上昇が一服し、6 月 CPI・PPI は安定した動き

6 月 CPI(消費者物価)は前月比+0.2%の上昇(5 月は同+0.7%)と 5 ヶ月ぶりの低水準となったが、市場予想(同+0.1%)を上回った。最近の上昇は、エネルギー価格上昇に伴うものだったが、6 月はエネルギー価格(同▲0.5%、5 月は同+5.4%)が若干軟化を見せたことによる。

また、エネルギー・食品を除いたコア CPI は前月比+0.2%と 5 月の同+0.1%から上昇したが、市場予想とは一致した。前年同月比のコア CPI は、+2.2%(5 月+2.3%)と 4 ヶ月連続で低下した(図表 14)。なお、今年 6 月までのコア CPI の上昇率は年率+2.3%となり、昨年 1 年間の上昇率 2.6%から低下したが、労働省では、家賃の上昇率低下と衣料品の価格低下の影響が大きかったとコメントしている。

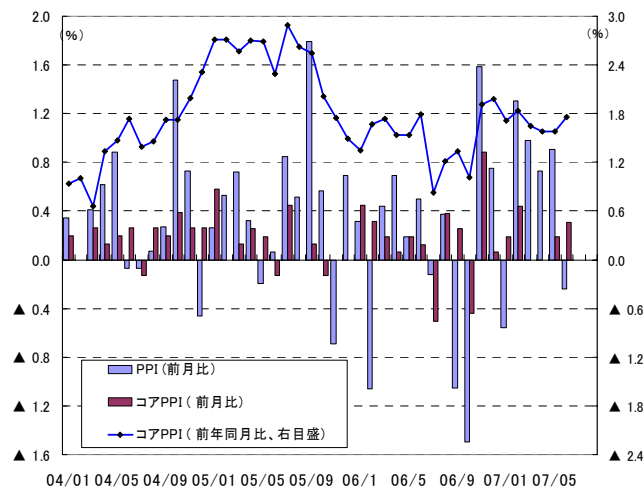
一方、6 月 PPI(生産者物価)は前月比▲0.2%(5 月+0.9%)と市場予想(+0.2%)を下回り、前月から大きく低下したが、コア PPI は同+0.3%(5 月+0.2%)と市場予想(+0.2%)を上回り、4 ヶ月ぶりの高水準となった。前年同月比では、PPI は+3.2%、コア PPI は+1.8%となる(図表 15)。PPI は、変動の大きいエネルギー・食品価格等に左右されがちであるが、6 月の前月比マイナスはエネルギー(前月比▲1.1%)、食品(同▲0.8%)の影響を受けたものである。一方、6 月コア PPI の上昇は、乗用車同+1.4%(4 月同▲0.2%)、軽トラック同+1.0%(4 月同▲0.1%)等の上昇によるところが大きい。

(図表 14) 消費者物価指数の推移 (月別)



(資料) 米労働省

(図表 15) 生産者物価指数の推移 (月別)



(資料) 米労働省

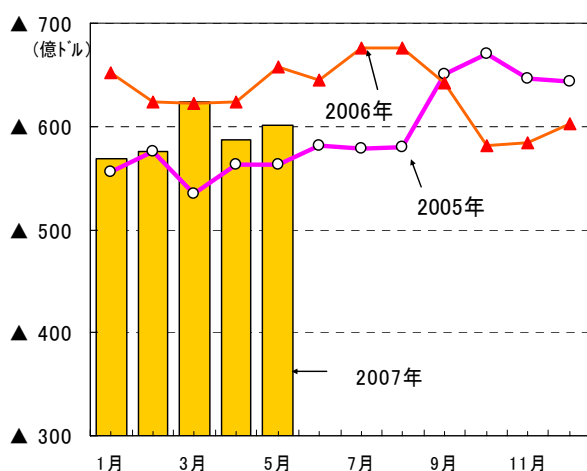
(貿易の動向)

● 5月貿易赤字は2ヵ月ぶりの増加

5月の財・サービスの貿易赤字は、▲600 億ドル (国際収支ベース、季節調整済) と前月 (▲587 億ドル) を上回り、本年3月以来の高水準となった。前月比での赤字増加は大半が石油収支の赤字増によるものである。

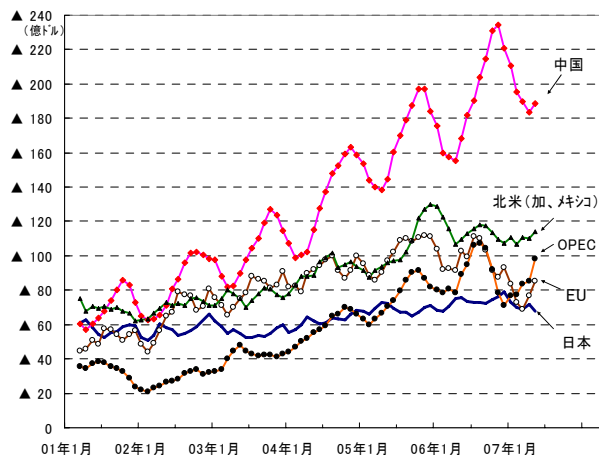
ただし、前年同月比の赤字は▲8.6%と前年を大きく下回っており、今年になって前年を上回ったのは3月のみとなる (図表 16)。前年同月比で輸出入の動きを見ると、輸出の+11.1%の伸びに対し、輸入は+4.1%の伸びに留まっており、輸出の伸びが赤字減少をもたらしている。また、財輸入を石油とその他に分けると、石油輸入は前年同月比▲5.0%であるのに対し、その他の伸びが同+5.7%となっており、前年比での輸入増加は石油以外の財輸入によるものとなる。このため5月輸入に占める石油のシェアも16.5%と1年前の18.0%から低下している。

(図表 16) 貿易収支の推移 (財・サービス、月別)



(資料) 米商務省、国際収支ベース、季節調整済

(図表 17) 国・地域別貿易収支 (月別、3ヵ月移動平均)



(資料) 米商務省、通関ベース (季節調整前、サービス除き)

一方、5月の国別貿易収支(通関ベース、サービス除き、季節調整前、以下も同じ)では、対中赤字が▲200億ドル(前月比+3.3%)と連月で拡大し、依然、赤字全体の30%を占め突出している。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前にピークとなる傾向を見せるが、今回も同様のパターンで推移しており、今後の増加が懸念される。国別赤字額の第二位は日本の59.3億ドルで、以下、メキシコ58.7億ドル、カナダ52億ドル、ドイツ39億ドルと続く(図表17)。

(金融政策の動向)

●6月FOMCでは、政策金利を8回連続据え置き

6月27・28日に開催されたFOMC(米連銀:連邦公開市場委員会)では、現在5.25%のFF目標金利の据え置きを全会一致で決定した。同金利は昨年6月に引上げられたのを最後に、ほぼ1年間に渡って同水準が続き、今回で8回連続の据え置き決定となる。

FOMC後に発表された声明文では、景気の現状認識については、前回よりもやや上方修正、インフレについては足元における改善を認めつつも、インフレ圧力緩和の確証が得られないとし、政策スタンスについては、インフレ警戒姿勢の持続を再確認するものとなった。

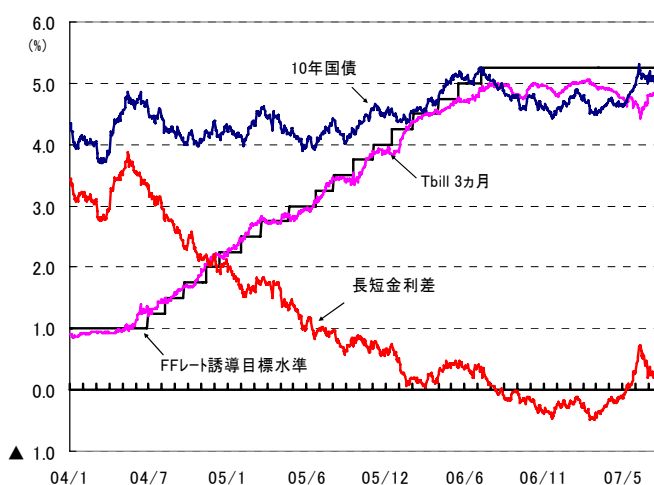
6/13発表のFOMCの資料とされるページブック(地区連銀経済報告)では、景気の緩やかな回復の指摘の一方、全般的な物価圧力の上昇は指摘しておらず、今回のFOMCでもほぼページブックの見方を踏襲したものと言える。

●当面の政策金利据え置きの見方が強まる

FRBはこれまで行ってきた金融政策(2004年6月から2006年6月までの合計4.25%、17回におよぶ連続利上げの実施)により、景気拡大が維持されながらもインフレ圧力が緩和されると見ており、現状はその効果を測る途上にあると考えている。

また、現下の情勢については、住宅市場の調整は持続しているものの、景気は緩やかながら拡大を続けており、インフレについては、コアの物価指標が落ち着きを見せる半面、原油価格の上昇、低失業率、高水準の設備稼働率、等が持続していることからインフレ圧力への警戒は続けるべきとしている。このため、当面、金利据え置きが続けられるものと思われる。なお、次回FOMCは8月7日に開催予定である。

(図表18)米国の政策金利と長短債券金利の推移



●バーナンキ議長の議会証言では、現行金融政策の持続を示唆

F R Bのバーナンキ議長は、7/18 に下院で年 2 回の定例議会証言を行い、金融政策についての説明を行った。それによると、『現行の金融政策は、持続可能な成長とインフレの進行を緩やかなものに抑制してきたと判断しており、こうした好ましい状況が崩れるリスクとして、住宅市場が予想以上に冷え込み消費に影響が及ぶこと、高水準の資源利用による雇用市場や生産面からのインフレの昂進、エネルギーや商品価格の急上昇がコア物価指数に転嫁されてインフレを刺激すること、等を指摘し、こうしたインフレ圧力について、F O M Cでは一貫してインフレの上昇圧力が続いているとの警戒を表明するなど政策面での主要な関心事としている。』と説明した。

今回の証言は、これまでのF O M Cでの決定を踏襲したものとも言え、市場では、当面の金利据え置きの持続を示唆したと受け止められている。なお、同時に議会に提出した金融政策レポートの経済見通しでは、GDP のレンジを 0.25%程度下方修正し、2007 年の実質 GDP (中心レンジ) を 2.25~2.5% (2 月時は 2.5~3.0%)、コアインフレを 2.0~2.25% (2 月と同じ)、2008 年の実質 GDP (中心レンジ) を 2.5~2.75% (2 月時は 2.75~3.0%)、コアインフレを 1.75~2.0% (2 月と同じ) としている (図表 19)。

(図表19) F R Bの経済見通し (出所、FRB)

Economic projections for 2007 and 2008 (%)

Indicator	2007		2008	
	Range	Central tendency	Range	Central tendency
<i>Change, fourth quarter to fourth quarter¹</i>				
Nominal GDP	4-1/2 to 5-1/2	4-1/2 to 5	4-1/2 to 5-1/2	4-3/4 to 5
Real GDP	2 to 2-3/4	2-1/4 to 2-1/2	2-1/2 to 3	2-1/2 to 2-3/4
PCE price index excluding food and energy	2 to 2-1/4	2 to 2-1/4	1-3/4 to 2	1-3/4 to 2
<i>Average level, fourth quarter</i>				
Civilian unemployment rate	4-1/2 to 4-3/4	4-1/2 to 4-3/4	4-1/2 to 5	About 4-3/4

(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)