情勢判断

海外経済金融

踊り場に差し掛かる米国景気

永井　敏彦

要旨

- 最近の米国経済指標には、個人消費関連を中心に冴えないものが少なくない。その原因は原油価格・ガソリン価格の高騰である。
- 04年5～7月にも一時的な景気の停滞があったが、現在の情勢はその時よりも厳しい。その理由は、①短期金利水準が高くなった、②住宅投資の好調が長引き過ぎた、③自動車メーカーの経営不振が景気マインドを押し下げている、の三点である。
- ＦＲＢは、当面利上げスタンスを継続するであろう。

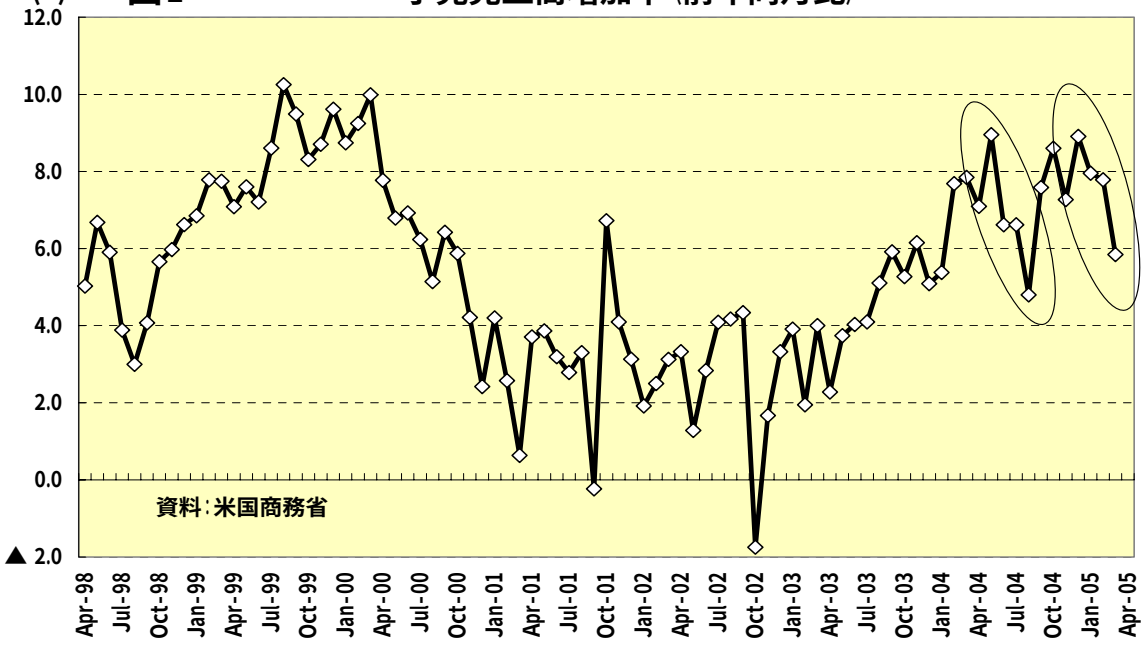
伸び悩む個人消費

最近発表された米国経済指標の中には、市場の予想を下回るものがいくつかみられたが、中でも個人消費関連指標でその傾向が目立った。3 月の小売売上高は、季調済前月比では+0.3%となり（事前予想は+0.8%）、前年同月比では+5.8%と上昇率を鈍化させた（図1）。またミシガン大の消費者センチメント指数は 4 月に 88.7 となり（事前予想は 91.8）、3 月の 92.6 よりも低下した。

その原因としては、原油価格・ガソリン価格の高騰があげられる。原油価格（WTI）は、52.29 ドル/バレル（4 月 19 日現在）と高止まっており、またガソリン小売価格も2ドル/ガロンを超えて過去最高値圏で推移している。このため、低所得者層を中心とした家計や中小企業の収支が圧迫されている。

ガソリン価格高騰は、自動車販売にも悪影響を及ぼしている。3 月の自動車販売台数（年率換算値）は 1,685 万台となったが、2 ヶ月連続で前年水準を下回った。特にガソリン消費量が多い米国メーカーが苦戦している。ＦＲＢ

図1　小売売上高増加率（前年同月比）



の利上げの影響もあり、新車ローン金利が格段に高くなったことも、追い討ちをかけている。

4 月 20 日に公表された Beige Book(地区連銀経済報告)では、経済全般の拡大が続いているという総括判断が示されたものの、個人消費に関しては、一部地域で期待はずれの内容との表現がみられた。

04 年のソフトパッチよりも厳しい情勢

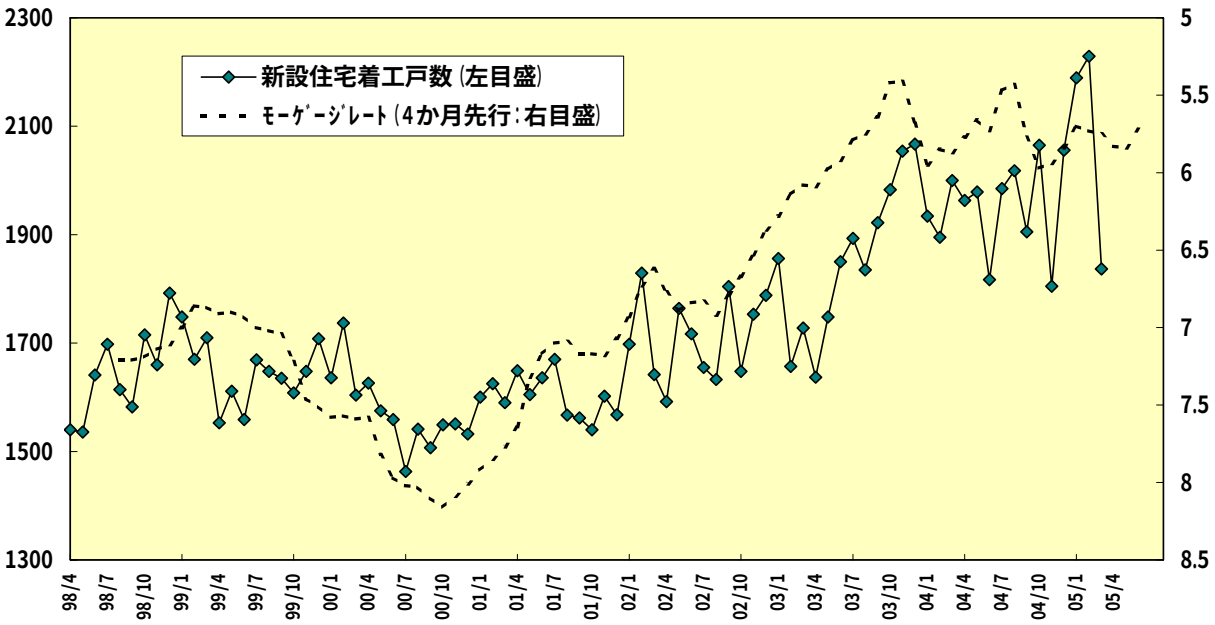
04 年の 5～7 月にも、消費関連を中心とした景気の一時的な停滞がみられた（前頁図1グラフの楕円での囲みを参照）。ＦＲＢのグリーンスパン議長は、この現象をソフトパッチ（Soft Patch）と表現した。直訳すると、「雨で地面の一部分がぬかるんで柔らかくなった状態」となる。ソフトパッチの原因は、6 月後半に気温が低くエアコン等季節商品の販売状況が悪かったこと、及びガソリン価格の高騰であった。但しその後天候要因が剥落し、10～12 月には原油価格の下落により個人消費が持ち直したことに加え、特別加速度償却制度適用に伴う設備投資の駆け込み需要が発生したことから、景気は再び勢いを盛り返した。

ここで、今回踊り場に差し掛かった景気が同じように再び力強い拡大に転じるかどうかが焦点となる。結論として、その可能性を否定するものではないが、情勢は昨年よりも厳しくなっていると言わざるをえない。

その理由として第一に、当時と比較して、短期金利水準が高くなっている。04 年 6 月末以降 FF レート誘導水準は既に累計 1.75%引き上げられた（1.00%→2.75%）。この結果、前述のように自動車ローン等消費行動に影響を及ぼす金利が高くなっている。金利引上げ効果が実体経済に波及するまでのタイムラグを考慮すると、効果が本格的に現れるのはむしろこれからである。

第二に、住宅投資の好調が長引き過ぎ、今後の調整圧力が一段と高まっていることである。04 年 11 月までは増減を繰り返しながらも傾向として調整過程にあった住宅着工件数は、12 月から 05 年 2 月まで一転して増加を続け

図2　米国住宅着工戸数とモーゲージレート



資料　米国商務省、ＦＲＢ　（注）モーゲージレートは、4か月先行させている。右軸は目盛りを逆転させて表示。

たが、3 月には季調済前月比で▲17.6%減少と（183 万 7 千戸）、91 年 1 月以来の大幅な減少率を示した（図2）。最近の住宅建設の中には、住宅価格値上がりを見込んだ賃貸住宅投資目的のものが多いと言われている。そのため最近住宅着工件数の月による振れ幅が大きくなっている。一方、先行指標である住宅着工許可件数は頭打ちとなっている。従って、これまでのような住宅着工件数の伸びを期待することは難しくなっている。

第三に、自動車メーカーの経営不振が景気マインドを押し下げている。

ゼネラル・モーターズ（GM）の 05 年 1-3 月期決算において、最終損益は 11 億 400 万ドルの赤字となった。赤字計上は 02 年 7-9 月期以来である。その原因は、①北米市場を中心とした新車販売の低迷、②従業員や退職者に関する医療費負担の増大、③金融子会社の純利益減少である。

ムーディーズは、GMの格付けを投資適格級の最低水準に引き下げた。またIMFが 4 月に発表した「国際金融の安定性に関する報告書」によれば、金融危機の引き金を引く候補の一つとして、「グローバルな大企業の格付けが投資不適格級に落ち、信用問題に懸念が生じること」が指摘された。

FRBは当面利上げスタンスを継続

今後仮に景気が減速に転じた場合、FRBの金融政策はどうなるであろうか。

4 月 12 日に公表された 3 月 22 日のFOMC議事録の内容は、インフレ警戒色を強める一方で、慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除していくという従来の方針を確認したものであった。

その後発表となった物価統計をみると、3 月の生産者物価指数（最終財）は季調済前月比で+0.7%と大幅な上昇を示し、対前月での上昇は 3 ヶ月連続となった。また 3 月の消費者物価指数は季調済前月比で+0.6%の上昇、コア指数は+0.4%の上昇となり、これも比較的高い水準であった。このように現状は、物価に対する警戒を緩められる状態ではない。

FRBは景気の先行きにも十分配慮するであろうが、2 月 16 日のグリーンスパン証言でも示されたように、低貯蓄率（過剰消費）の是正が一つの課題になっており、当面利上げスタンスは継続されるであろう。当社は 05 年 2 月策定の経済見通しにおいて、「FRBはFFレート誘導水準を 05 年中に 3.5%まで引き上げ、その後しばらく様子見に転じる」と予測したが、現時点ではこの見方に変更はない。