情勢判断

海外経済金融

成長減速続きインフレ低下，07 年春以降利下げ局面へ

渡部　喜智

要　旨

米国経済の先行き悲観論は後退し，雇用や消費の堅調データから軟着陸観測が強まっている。しかし，住宅需要や企業活動については注意すべき点もあり成長減速基調は 07 年前半も継続。ＦＲＢはインフレ低下を見極めながら 07 年 4～6 月期には利下げに舵を切って行っていくと予想する。

足元の消費・雇用データは軟着陸期待を補強

米国経済の先行き悲観論は後退し，潜在成長率（議会予算局は 3.2%と試算）を下回る成長減速は続くものの景気後退（マイナス成長）入りは避けられるだろうという「軟着陸」の観測が高まっている。

11 月からの年末商戦についても楽観視が強まりつつある。最大手ウォルマートを代表に量販店の 11 月売上の前年比伸び率が低調だったことから慎重な見方があったが，マクロ統計である11月小売売上高は，電化製品や建築･造園資材が引っ張り前月比＋1.0%（前年比+6.0%）増と高い伸びとなった。実質ベースでも前月比＋1.5%増（試算）の伸びとなり，個人消費の堅調を示している。

個人消費のバックボーンとなる雇用情勢については，11 月非農業部門雇用者数は前月比 13.2 万人の増加に回復。10月は小幅な伸び（同+7.9万人増）にとどまったが，それも前 2 カ月の大幅増加の反動の影響があり，3 ヵ月移動平均では同＋13.8 万人増と成長を持続させうる雇用者増加水準にある。先行きについても失業保険新規申請件数，インターネット求人指数（Monster社調べ）および雇用削減計画者数（Challenger 社調べ）の動向から見て期待出来ると思われる（図１）。また，11 月の賃金の前年比上昇率も＋4.1%増と 4%台をキープしている。職種･産業間の賃金上昇率格差，労働生産性の縮小傾向等の問題点はあるが，当面の雇用情勢についての懸念は小さくなっている。

図1 非農業部門雇用者増加数と求人インデックスの推移

住宅市場の冷え込み長期化リスクは小さい

成長減速の要因となった住宅需要動向について，冷え込みが長期化するリスクは小さいと見ている。

全米不動産業協会「住宅取得能力指数」は，7 月に 99.6 と 86 年初め以来となる分岐点の 100 割れとなった後反転。10月には107.1に上昇。住宅価格の落ち着きと金利低下に伴い所得分布上中央値に属する普通の家計が十分に住宅購入できる状況に戻って来たと言えるが，住宅価格と金利に極端な先安観が出て住宅購入を手控える動きが広がるリスクには注意が必要である。

『Fortune』調査の全米 100 地域（CNN HP 掲載）の不動産価格見通しによれば，北東部ではニューヨークなどの大都市部，西海岸ではＬＡ周辺やラスベガスで 08 年も▲2～8%の住宅価格の下落が予想されているが，それ以外では底固く推移するとの予想であり，中西部では概ね小幅上昇，南部ではフロリダ地

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

域を除けば相当な堅調見通しとなっている。一方，モーゲージ金利は長期債市場利回りの低下に伴い既に低下をたどっており，利下げを先取りした形で返済負担は軽くなっている。これらの住宅価格と金利の動向から見て住宅需要は 07 年中盤から持ち直していくと予想する。

企業活動の先行きには注意

成長減速基調の継続に伴い企業の設備投資と在庫投資への態度には注意が必要であろう。

企業マインドについては全米供給管理協会景況指数が短期的な先行きを考える手掛かりになろうが，そのなかで製造業景況指数が 11 月に 50 割れ（49.5）になった。

具体的指標では，設備投資の先行指標である航空機を除く非国防資本財受注が 10 月に 6 ヵ月ぶりに減少に転じ前月比▲4.9%減（3 ヵ月移動平均でも 11 ヵ月ぶりの減少）となっている。また，企業在庫についても成長減速に伴い 06 年 9 月から 2 カ月連続で在庫増加率が売上増加率を上回った（図 2）。

仮儒や過剰設備の程度は過去の好況期に比べ小さく調整余地は限定的と思われるが，成長減速見通しのもと，設備投資と在庫投資が鈍化し成長減速の要因となる可能性は否めない。さらに企業活動の慎重化が雇用拡大意欲を弱めるなど経済循環のマイナス波及を引き起こすリスクも皆無とは言えない。企業活動に関連する先行系指標の動向には注意を払いたい。

インフレ指標安定化し利下げ出来る環境へ

12 月 12 日の連邦公開市場委員会・声明文では住宅市場の冷え込みに言及しながらも，先行き数四半期にわたり緩やかな成長が続き物価は上昇傾向という見方を示した。また，ダウ平均が最高値を更新する等株式相場は堅調であり金融市場の動向からも利下げを急ぐ必要性は現状小さい。

しかし，年明け以降成長減速が続くなか景気下振れリスクに対応するためも利下げの必要性が増すと考えるが，踏み切れるかはインフレの安定化如何にかかっている。

11 月の食料品とエネルギーを除くコア消費者物価指数（以下コア CPI）は前月比横ばい，前年同月比でも＋2.6%となった。コア CPI の低下ペースは全体指数に比べて鈍く，FRB の目安とする 2%を切るには時間を要するが，夏場に比べ消費者物価上昇の加速リスクはほぼ解消したと言って良いだろう（図 3）。RJ CRB 指数の動きを見る限り，ここからの財価格低下は緩やかなものになるだろうが，成長減速の継続のもとで先行きインフレ圧力は緩和に向うと見込む。

FRB はコア CPI 上昇率の安定化（前年比 2%割れ）を見極めた上で，春以降 4～6 月期には慎重なペースで利下げに舵を切っていくと予想する。（2006.12.20 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます