

# Weekly Global Economy

## 米国 緩やかなペースでの減速が続くもののインフレは高止まり

発表日：06年10月24日(火)

～強弱入り混じった経済指標が発表されるなか、CPIコアは前月比での加速回避も前年比では高止まり～

第一生命経済研究所 経済調査部

桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

(03-5221-5001 : [sei-ji@dlri.dai-ichi-life.co.jp](mailto:sei-ji@dlri.dai-ichi-life.co.jp))

### 目次

1. 景気・金融政策の現状と見通し . . . . P 2  
: 潜在成長率を小幅下回る成長とインフレ圧力の残存により政策金利は  
2007年春先にかけて据え置かれる公算
2. 景気・金融情勢（週次、月次統計表） . . . . P 6  
: 早期の利下げ観測後退
3. 需要項目別の現状・見通し（上記統計表などの解説） . . . . P 8  
: 住宅投資の減少傾向持続も消費は底堅く、設備投資は好調維持
  - 個人消費：所得の拡大に加えガソリン価格の下落等により前期比年率+3%程度の勢いを当面維持
  - 住宅部門：住宅販売は年内減少が続くものの、年明けには下げ止まる可能性
  - 企業部門：企業景況感のモメンタムは緩やかに鈍化。設備投資は年内堅調さを維持する見込み
  - インフレ：前月比でのインフレ加速は回避。今後も消費者段階でのインフレ加速は回避される公算

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

# 1. 景気・金融政策の現状と見通し：潜在成長率を小幅下回る成長とインフレ圧力の残存により政策金利は2007年春先にかけて据え置かれる公算

	方向性				コメント
	現状		見通し		
	7-9月期	水準	10-12月期	水準	
景況感	↘	+	↘	+	年央にピークをつけ緩やかに鈍化
実質GDP	↘	+	↔	+	潜在成長率を小幅下回る成長が持続
個人消費	↗	+	↔	+	雇用の拡大を背景に底堅く推移
住宅投資	↘	-	↔	-	金利上昇を受け縮小
設備投資	↗	+	↔	+	潤沢なキャッシュフロー等を背景に好調持続
在庫投資	↘	+	↔	+	積み増しに慎重な姿勢は変わらず
政府支出	↗	+	↘	+	補正が下支え
純輸出	↘	-	↘	-	輸出を上回る輸入の伸び持続
輸出	↗	+	↔	+	ドル安効果でNAFTA向けに増加
輸入	↗	+	↔	+	前期の減少により一旦拡大

(注1) 景況感はISM統計などの動き  
(注2) 矢印は今期の前期からのモメンタムを示す  
(注3) 水準の+は拡大、-は縮小を示す  
(注4) 見通しは来期の今期からのモメンタムを示す

## 米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

	2004年 (実績)	2005年 (実績)	2006年 (予測)	2007年 (予測)	2005年		2006年			2007年			2008年		
					7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	3.9	3.2	3.4	2.9	4.2	1.8	5.6	2.6	2.4	2.8	2.8	3.0	3.3	3.2	3.3
個人消費	3.9	3.5	3.2	2.9	3.9	0.8	4.8	2.6	3.3	2.9	2.9	2.8	2.7	3.0	3.2
住宅投資	9.9	8.6	▲2.9	▲3.3	7.1	▲1.0	▲0.3	▲11.1	▲16.3	▲4.5	▲2.8	5.2	1.2	2.5	▲0.3
設備投資	5.9	6.8	8.2	8.3	5.9	5.2	13.7	4.4	12.2	7.0	8.5	7.4	8.7	10.0	8.3
在庫投資	53.4	19.7	45.1	37.2	▲12.7	43.5	41.2	53.7	41.2	44.2	38.2	34.2	33.2	43.2	48.2
政府支出	0.4	▲0.3	0.2	▲0.1	▲0.2	2.0	▲0.1	0.4	▲0.4	0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.0	0.3	0.2
純輸出	1.9	0.9	2.2	2.3	3.4	▲1.1	4.9	0.8	3.5	1.8	2.2	2.6	2.6	1.2	2.0
輸出	▲590.9	▲619.2	▲636.8	▲670.4	▲607.6	▲636.6	▲636.6	▲624.2	▲639.3	▲647.3	▲653.1	▲666.3	▲669.9	▲692.4	▲707.9
輸入	▲0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.1	▲1.0	0.0	0.4	▲0.5	▲0.3	▲0.2	▲0.5	▲0.1	▲0.8	▲0.5
実質国内需要	4.4	3.3	3.4	3.0	4.0	2.7	5.3	2.0	2.8	2.9	2.9	3.3	3.2	3.8	3.6
実質最終需要	3.5	3.6	3.2	2.9	4.4	▲0.3	5.7	2.1	2.8	2.7	3.1	3.1	3.3	2.9	3.1
実質国内最終需要	4.0	3.6	3.2	3.1	4.2	0.7	5.4	1.6	3.2	2.8	3.1	3.4	3.3	3.4	3.4
名目GDP	6.9	6.3	6.6	5.3	7.6	5.1	9.0	5.9	5.2	5.2	5.1	5.2	5.7	5.6	5.6
GDPデフレーター	2.84	3.03	3.10	2.43	3.3	3.3	3.3	3.3	2.8	2.4	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4

予測

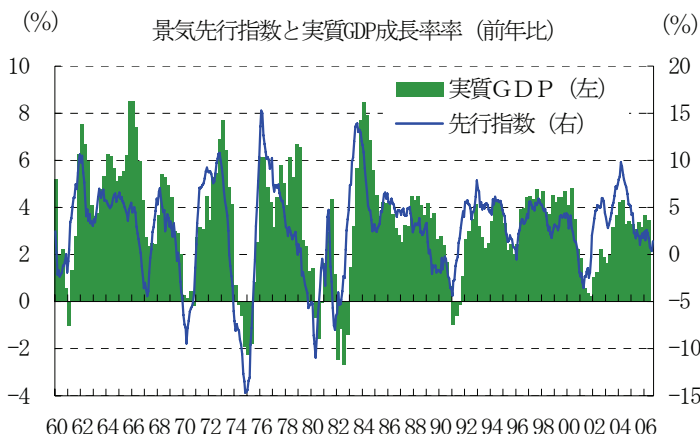
(注1) 在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実額（10億ドル）、下段は寄与度。  
(注2) その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

**10月の景気は過熱も大幅な減速もせず**

足下の景気は安定的な拡大ペースを維持している。景気の先行きを示す景気先行指数は、9月に6ヵ月前対比年率で▲1.7%、前年比で+1.4%となった。

過去、景気先行指数が6ヵ月前対比年率▲4.5%、前年比▲2%以上下落した時、景気は失速した。しかし、9月の下落率はともに景気減速を示唆するものであるが、大幅な減速を示唆していない。



7月以降の家計部門をみると、個人消費は販促等の効果もあって7月に押し上げられた後、エネルギー価格の下落もあり8、9、10月と安定的な伸びを維持している。一方、住宅投資は10月にかけて縮小傾向を辿ったとみられ、家計部門は減速傾向にあると判断される。

企業部門では、資本財出荷が拡大ペースを速めたことから設備投資は堅調さを維持していると見込まれる。加えて、製造業生産は9月にかけて比較的高い伸びを維持しており、企業活動は堅調さを維持していることが示された。もっとも、企業の景況は緩やかに水準を切り下げており、今後生産などの企業活動は緩やかに鈍化することが示唆されている。

以上のように、家計部門が緩やかに減速、企業部門が堅調さを維持していることから、10月中旬にかけて景気は過熱も大幅な減速もせず安定的な拡大ペースを維持していると判断される。

**2007年前半にかけて実質GDP成長率は前期比年率+3%を小幅下回る程度の安定的な拡大ペースの持続が見込まれる**

先行きに関しては、2007年前半にかけて住宅投資の低迷が持続するものの設備投資の堅調持続、個人消費の緩やかな拡大を背景に、実質GDP成長率は平均で前期比年率+3%を小幅下回る安定的な拡大ペースを維持しよう。

需要別には、これまでの金利・住宅価格の上昇によって住宅投資の減少が続くと見込まれ、住宅部門からの資金調達の拡大ペースは鈍化し、個人消費を抑制する要因となろう。しかし、企業の効率性の高まりによって深刻な在庫・雇用調整に陥るリスクが小さいこと等から、2007年前半にかけて実質個人消費は前期比年率+3%弱の安定的な伸びを維持すると見込まれる。加えて、良好な企業収益を背景とした潤沢なキャッシュフローや投資需要の高まりによって設備投資は堅調さを維持しよう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## PCEコアデフレーター の加速は回避される見込み

インフレ動向に関しては、コアインフレの一段の加速は回避される公算が大きい。川下である消費者段階では、サービス価格の上昇圧力が強いものの、財価格が低位で安定するなど価格転嫁率の低下した状況に変化はみられない。

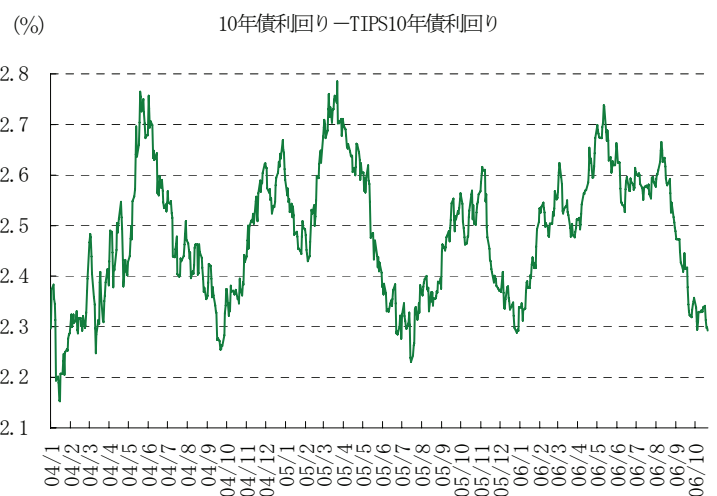
9月の輸入物価は前月比で下落し、消費財価格も低い伸びにとどまったように、輸入面からのインフレ圧力は限定的なものとなっている。さらに、足下で川上の原油・商品市況が下落したため、企業の仕入れ価格の上昇圧力は緩和し始めている。PPIコアは大幅なプラスとなったが2ヵ月連続でマイナスとなった反動であり、安定基調を維持している。しかし、川下であるCPIコアは前月比で+0.2%と安定が続いたものの、前年比では+2.9%に加速した。

今後も価格競争が激しい状況が続くとみられ、価格転嫁率の低下、販促による値下げ等を背景に、PCEコアデフレーターは9月以降も前月比+0.2%以下の伸びが続くとみられ、10～12月期のFOMC見通しのレンジ内（前年同期比+2.25%～2.5%）にとどまる公算が大きい。

## FRBは2007年春先 にかけて政策金利を据え置く公算が大きい

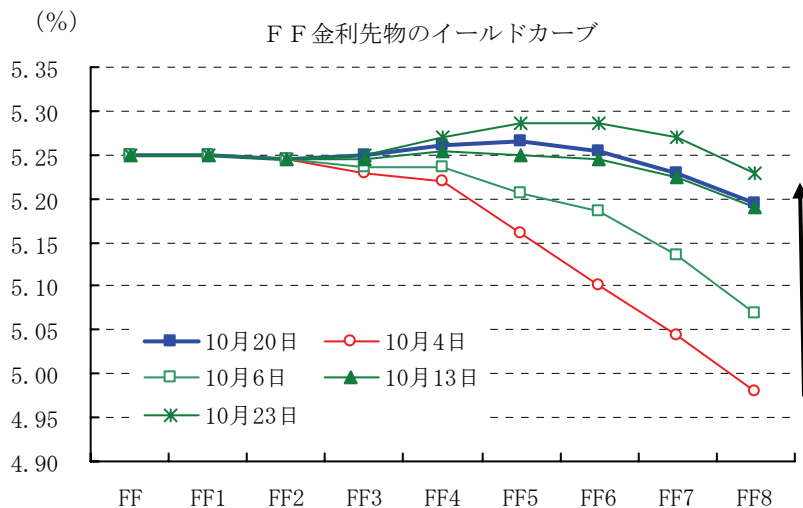
金融政策については、FRBは2007年春先にかけて政策金利を5.25%に据え置くと予想される。足下まで米国経済は潜在成長率程度の成長が持続するなかで、一段のインフレ加速が回避されている。加えて、インフレ期待を示す【10年国債利回りとTIPS（インフレ連動債）10年債利回り差】は大幅に低下しており、期待インフレ率の上昇による価格転嫁の進展リスクは大きく軽減している。今後に関しては、潜在成長率程度の成長が持続するもと、インフレ率の前年比での高止まりやインフレ圧力の残存から、FRBは2007年春先にかけて政策金利を5.25%に据え置き、様子見を続ける公算が大きい。

さらに、声明文では当面追加の利上げを示唆する文言を残すと見込まれる。背景としては、景気が底固く推移するとみられることや、川上からのインフレプレッシャーの残存、帰属家賃の上昇によってコアインフレが高止まりする可能性があることから、早い長期金利の低下による景気の加速、期待インフレ率の高まりによるインフレ加速を避けることが考えられる。



**市場は当面政策金利の据え置きが続くとの見方にシフト**

市場の金融政策見通しの変化を示すFF金利先物をみると、FOMC関係者のインフレを警戒する発言、強い経済指標を受け早期の利下げ観測が後退し、年初に小幅利上げを織り込み始めた。また、FF金利先物のイールドカーブは、景気の堅調を示す経済指標の発表を受け早期利下げ期待が後退し上方シフトしている。



**FOMCスケジュール**

2006年	8月8日 9月20日 10月24-25日 12月12日
2007年	1月30-31日 3月20-21日 5月9日 6月27-28日 8月7日 9月18日 10月30-31日 12月11日
2008年	1月29-30日

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 2. 景気・金融情勢（表）：早期の利下げ観測後退

週次統計

分野		経済指標	8月18日	8月25日	9月1日	9月8日	9月15日	9月22日	9月29日	10月6日	10月13日	10月20日	
家計部門	消費	ICSC・UBSWチェーンストア売上高(前週比、%)	▲ 0.2	0.6	0.3	▲ 0.3	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.3	0.5	0.6	▲ 1.1	
		レッドブック小売統計(前月同週比、%)	3.3	3.5	3.9	3.8	4.1	4.3	3.0	3.4	3.5	3.2	
		ABC NEWS/ワシントンポスト INDX	▲ 14	▲ 19	▲ 15	▲ 13	▲ 15	▲ 12	▲ 13	▲ 8	▲ 7		
	雇用	新規失業保険申請件数(千件)	318	318	313	311	322	319	304	309	299		
		(4週間移動平均、千件)	317	318	316	315	316	316	314	314	308		
		失業保険受給者総数(千人)	2477	2481	2490	2452	2433	2440	2428	2453			
		失業保険受給者比率(%)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9		
	所得	住宅ローン借換指数	1608.5	1609.2	1594.7	1597.0	1748.7	1677.5	1970.8	1857.0	1758.2		
住宅	購入用ローン申請件数	382.2	375.9	389.7	410.2	397.9	375.9	404.6	383.3	384.7			
金融市場	株	NYダウ工業株30種	11381.47	11284.05	11464.15	11392.11	11560.77	11508.1	11679.07	11850.21	11960.51	12002.37	
		(前週末比)	2.6	▲ 0.9	1.6	▲ 0.6	1.5	▲ 0.5	1.5	1.5	0.9	0.3	
		S&P総合500種指数	1302.30	1295.09	1311.01	1298.92	1319.87	1314.78	1335.85	1349.58	1365.62	1368.60	
		(前週末比)	2.8	▲ 0.6	1.2	▲ 0.9	1.6	▲ 0.4	1.6	1.0	1.2	0.2	
		NASDAQ総合	2163.95	2140.29	2193.16	2165.79	2235.59	2218.93	2258.43	2299.99	2357.29	2342.3	
		(前週末比)	5.2	▲ 1.1	2.5	▲ 1.2	3.2	▲ 0.7	1.8	1.8	2.5	▲ 0.6	
	ウイリジャー5000	13021.4	12921.6	13128.4	12992.3	13213.4	13137.6	13346.0	13494.8	13696.3	13717.7		
	(前週末比)	3.0	▲ 0.8	1.6	▲ 1.0	1.7	▲ 0.6	1.6	1.1	1.5	0.2		
	MMF	2196.0	2213.0	2201.0	2225.0	2230.0	2225.0	2218.0	2243.0	2264.0	2261.0		
	(前週末比)	0.9	0.8	▲ 0.5	1.1	0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	1.1	0.9	▲ 0.1		
	金利	FFレート誘導目標	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	
		3ヶ月物利回り	5.090	5.101	4.991	4.939	4.945	4.929	4.893	4.939	5.048	5.090	
		2年債利回り	4.845	4.785	4.728	4.777	4.795	4.597	4.635	4.696	4.802	4.792	
		5年債利回り	4.788	4.750	4.687	4.716	4.757	4.549	4.587	4.649	4.766	4.765	
		10年債利回り	4.845	4.785	4.728	4.777	4.795	4.597	4.635	4.696	4.802	4.792	
		30年債利回り	4.983	4.926	4.877	4.921	4.913	4.739	4.765	4.839	4.936	4.912	
	為替	ドル円	115.68	117.30	117.36	116.65	117.63	116.32	118.03	118.91	119.76	118.57	
		ユーロ円	148.37	149.67	150.03	147.84	148.75	148.91	149.41	149.70	149.70	149.54	
		ユーロドル	1.283	1.276	1.278	1.267	1.265	1.280	1.266	1.259	1.250	1.261	
		ドルポンド	1.881	1.888	1.905	1.865	1.878	1.901	1.872	1.871	1.855	1.883	
		スイスフランドル	1.234	1.238	1.231	1.248	1.258	1.235	1.250	1.261	1.275	1.259	
		ドル元	7.974	7.969	7.953	7.949	7.943	7.920	7.904	7.904	7.900	7.903	
	商品	WTI先物(中心限月、ドル/バレル)	71.14	72.51	69.19	66.25	63.33	60.55	62.91	59.76	58.57	56.82	
CRB商品指数		332.32	336.26	325.42	320.39	307.05	300.86	305.58	300.20	303.39	305.74		
金先物(中心限月、ドル/オンス)		621.70	630.80	632.60	617.30	583.00	595.40	610.10	582.40	598.60	602.40		

(出所)米労働省、MBA、ICSC・UBSW、レッドブック、ABC NEWS・ワシントンポスト、ロイター、シェアリス

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

月次統計

分野	方向性		経済指標		2006年						3ヵ月後	6ヵ月後			
	1ヶ月前	現在			4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	の見通し	の見通し		
	水準	水準										水準			
景況感	➡	+	➡	+								➡	+	➡	
家計部門	消費	➡	+	➡	+	小売売上高(前月比、%)	0.7	0.2	▲ 0.5	1.4	0.1	▲ 0.4	➡	+	➡
						除く自動車売上高(前月比、%)	0.7	0.8	▲ 0.0	0.7	0.2	▲ 0.5			
						ICSC・UBSウェスト7売上高(前月比、%)	1.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.6	0.4	▲ 0.5			
						自動車販売台数(百万台)	1664	1610	1630	1724	1610	1660			
						実質個人消費(前月比、%)	0.1	0.3	0.2	0.5	▲ 0.1				
						ミシガン消費者センチメント	87.4	79.1	84.9	84.7	82	85.4			
	CB消費者信頼感指数	109.8	104.7	105.4	107	100.2	104.5								
	ABC NEWS/ラントボスト INDX	▲ 10.0	▲ 17.3	▲ 12.6	▲ 10.0	▲ 15.0	▲ 13.6								
	雇用	➡	+	➡	+	非農業部門雇用者数(前月差、千人)	112	100	134	123	188	51	➡	+	➡
						新規失業保険申請件数(千件)	315	334	308	313	318	314			
						ISM製造業雇用指数	55.8	52.9	48.7	50.7	54.0	49.4			
						ISM非製造業雇用指数	56.5	58	52	54.5	51.4	53.6			
求人広告指数						35	34	34	32	31					
失業率(%)						4.7	4.6	4.6	4.8	4.7	4.6				
所得	➡	+	➡	+	実質可処分所得(前月比、%)	0.1	0.0	0.4	0.3	0.2		➡	+	➡	
					時間当たり賃金(前月比、%)	0.6	0.1	0.4	0.4	0.2					
					実質時間当たり賃金(前月比、%)	▲ 0.1	▲ 0.4	0.2	▲ 0.1	0.0					
住宅	➡	-	➡	-	住宅ローン借換指数	1528.4	1465.9	1420.3	1395.1	1580.8	1717.7	➡	+	➡	
					株価(ダウ工業500)	13204.8	13059.0	12631.6	12664.0	12866.2	13182.8				
					住宅着工件数(年率、千戸)	1832	1953	1833	1760	1674	1772				
企業部門	➡	+	➡	+	ISM製造業景気指数	57.3	54.4	53.8	54.7	54.5	52.9	➡	+	➡	
					ISM非製造業景気指数	63.0	60.1	57.0	54.8	57.0	52.9				
					フィデリティ連銀製造業景況指数	13.2	14.4	13.1	6.0	18.5	▲ 0.4				▲ 0.7
					NY連銀製造業景気指数	15.81	12.94	29.01	16.58	11.04	13.84				22.92
					ISM製造業生産指数	60.4	57.2	55.1	57.6	56.6	56.1				
					鉱工業生産(前月比、%)	0.8	0.1	1.1	0.3	0.0	▲ 0.6				
	輸出	➡	+	➡	+	製造業生産(前月比、%)	0.9	▲ 0.2	1.0	0.4	0.3	▲ 0.3	➡	+	➡
						稼働率(%)	81.8	81.7	82.5	82.6	82.5	81.9			
						ISM製造業新規受注指数	57.6	53.7	57.9	56.1	54.2	54.2			
						製造業受注(前月比、%)	▲ 2.0	1.0	1.5	▲ 1.0	▲ 0.0				
						製造業出荷(前月比、%)	▲ 0.1	2.5	▲ 0.1	▲ 0.1	1.1				
						製造業在庫(前月比、%)	1.0	0.7	0.9	0.8	0.4				
輸入	➡	+	➡	+	製造業在庫率(ヶ月)	1.17	1.15	1.16	1.17	1.17		➡	+	➡	
					輸送機器を除く製造業受注(前月比、%)	0.2	1.7	0.6	0.6	▲ 0.7					
					輸送機器を除く非国防資本財受注(同上)	▲ 2.1	1.3	0.9	0.6	0.4					
					ISM製造業輸出受注	53.4	55.7	55.4	51.9	55.7	55.3				
					実質財輸出(前月比、%)	▲ 1.3	1.8	2.9	▲ 2.0	2.5					
					ドル実効レート	109.8	107.4	108.8	108.5	107.8	108.1				
物価	➡	+	➡	+	ISM製造業輸入受注	59.0	56.5	56.5	57.5	54.0	56.0	➡	+	➡	
					実質財輸入(前月比、%)	▲ 0.7	0.5	1.1	0.4	2.3					
					PCEコアデフレーター(前月比、%)	0.2	0.198	0.203	0.140	0.233					
					(前年同月比、%)	2.2	2.2	2.3	2.3	2.5					
					消費者物価(前月比、%)	0.6	0.448	0.198	0.445	0.246	▲ 0.491				
					消費者物価コア(前月比、%)	0.3	0.293	0.292	0.194	0.242	0.242				
					生産者物価(前月比、%)	0.9	0.1	0.5	0.1	0.1	▲ 1.3				
					生産者物価コア(前月比、%)	0.1	0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	0.6				
ISM製造業仕入れ価格指数	71.5	77.0	76.5	78.5	73.0	61.0									
輸入物価(前月比、%)	2.1	1.8	0.1	0.8	0.8	▲ 2.1									
コア(前月比、%)	0.1	0.7	0.4	0.1	0.5	0.1									

(注1) 矢印は現在のモメンタムを示す

(注2) 水準の+は拡大、-は縮小を示す

(注3) 網掛けは週次統計から作成

(出所) 米商務省、米労働省、FRB、ISM、各地区連銀、NAR、MBA、ミシガン大学、ICSC・UBS、レッドブック、ABC NEWS・ラントボスト、ロイター

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

### 3. 需要項目別の現状・見通し：住宅投資の減少傾向持続も消費は底堅く、設備投資は好調維持

#### ●個人消費：所得の拡大に加えガソリン価格の下落等により前期比年率+3%程度の勢いを当面維持

雇用の拡大等を背景に個人消費は底固く推移

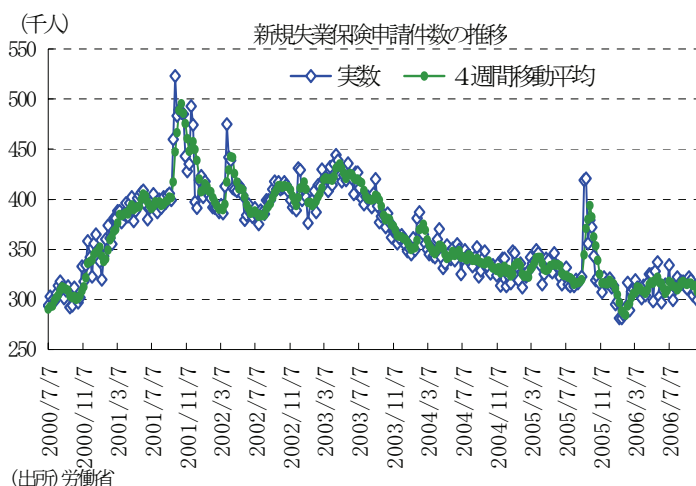
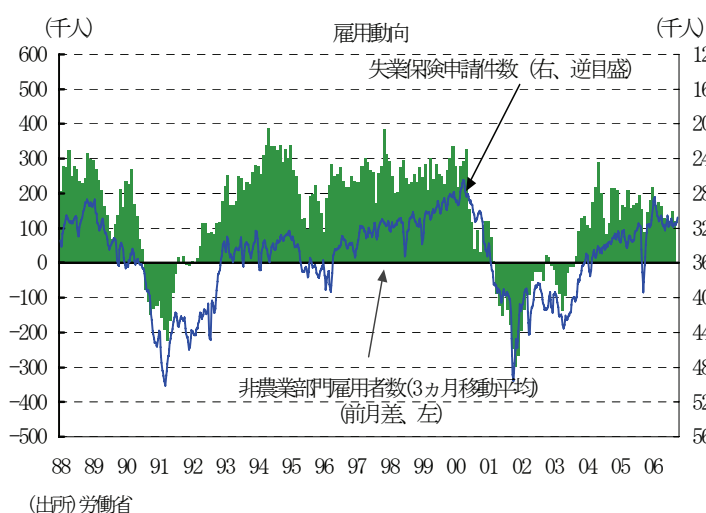
個人消費は販促等の一時的な要因によって、7～9月期に再加速したとみられる。実質個人消費は7月に高い伸びとなった後、8月にマイナスに転じた。9月にはガソリンを除いた小売売上高が前月比で加速している。さらに、自動車販売が8月から増加しており、9月の個人消費は拡大に転じていると予想される。10月に入ってもチェーンストア売上高は安定的な拡大を続けている。雇用・所得の安定的な拡大、ガソリン価格の下落を背景に足下で実質個人消費は前期比年率+3%程度の勢いを維持していると考えられる。

今後、金利やガソリン価格の低下によって購買力が高まっていること、自動車部門で販促が継続されていること、企業の効率性の高まりによって深刻な在庫調整、雇用調整に陥るリスクが小さく雇用・所得の拡大が続くこと等から、2007年前半にかけて実質個人消費は前期比年率+3%弱での推移が見込まれる。

9月雇用統計調査週以降も雇用の拡大ペースは安定的なトレンドを維持

次に消費関連統計の詳細をみる。10月第2週にかけて雇用は3月以降続く安定的な拡大ペースを維持した。

非農業部門雇用者数は7～9月期に前月差+121千人と4～6月期の同+115千人と同程度のペースで拡大を続けており、2四半期連続で潜在成長率程度の成長に見合う過熱感のない拡大となっている。9月の雇用統計調査週（9月16日に終わった週）以降も雇用情勢に変化はみられず、雇用は安定的な拡大を維持していると判断される。10月14日に終わった1週間の新規失業保険申請件数（季節調整済み）は29.9万件と前週の30.9万件（速報の30.4万件から上方改定）から1.0万件減少したが、これまでと同様に来週上方改定される可能性がある。また、トレンドを示す4週間移動平均は30.7万件と前週の31.3万件から小幅減少にとどまっており、3月以降続く安定基調に変化はない。



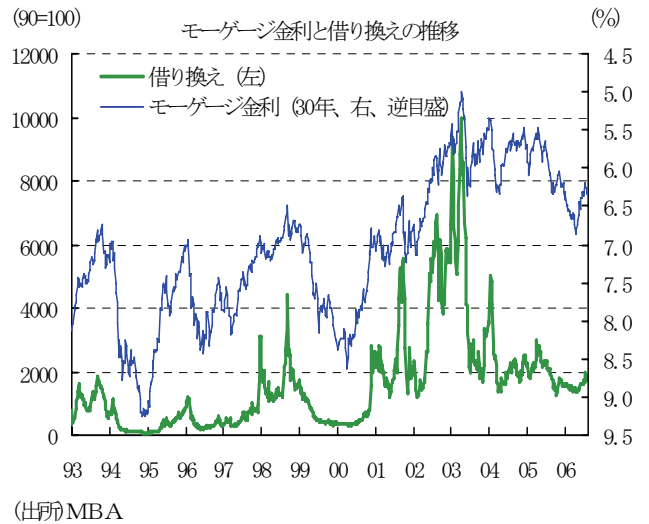
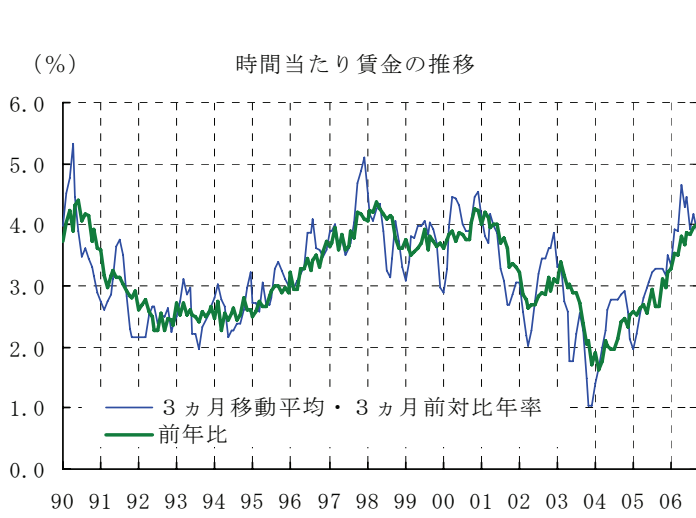
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



**住宅資産からの資金調達拡大ペースは鈍化傾向を辿っているものの可処分所得は高い伸びが続いている**

所得面では、雇用の安定的な拡大が続く中、賃金の上昇率の高まりを背景に所得の拡大ペースは速まっている。8月の実質可処分所得は、基調を示す3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率で+2.8%（前月同+1.9%）とプラス幅を拡大した。また、所得の基調を決める給与所得は、3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率で+5.5%と高い伸びを維持しており、住宅関連資産からの資金調達額の増加ペース鈍化によるマイナスの影響を緩和している。9月も雇用者数と時間当たり賃金の上昇が続き、物価は下落したことから、実質可処分所得の拡大が続いていると予想される。

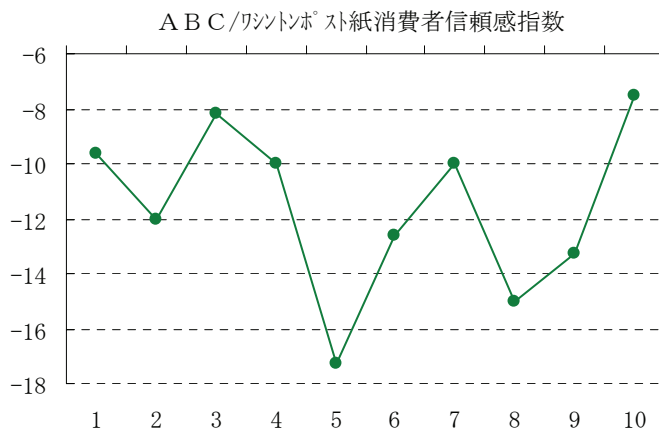
ただし、住宅関連資産からの資金調達については、金利の低下を映じてモーゲージ・ローンのリファイナンスの増加ペースが10月に加速している一方、ホーム・エクイティ・ローン（\*）の増加ペースが4～6月期の住宅価格指数が前期比+1.17%、前年比+10.1%（前期同+12.8%）と鈍化したことから、足下で減速していると考えられる。この結果、住宅関連資産からの資金調達による個人消費の押し上げ効果は、徐々に弱まっていると予想される。



**消費者マインドの改善持続**

可処分所得がどの程度消費されるかは、消費者マインドの水準・変化率もある程度影響を与える。消費者マインドは8月に悪化した後、9月、10月とガソリン・原油等エネルギー価格の下落、株高、雇用の拡大等を背景に改善している。

週次の消費者信頼感指数（ABC/ワシントンポスト紙）は10月第1、2週平均で▲7.5と9月平均の▲13.3から改善している。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

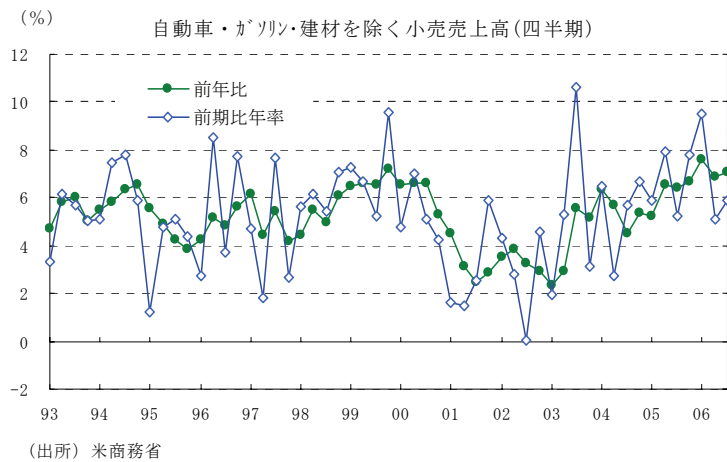
**7～9月期の個人消費は前期比年率+3.3%が予想される**

以上のような消費を取り巻く環境のもと、7～9月期の実質個人消費は前期比年率+3.3%と堅調さを維持したと見込まれる（4～6月期同+2.6%）。

8月の実質個人消費は、基調を示す3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率で+3.0%（前月+3.1%）と安定的な拡大ペースを維持している。

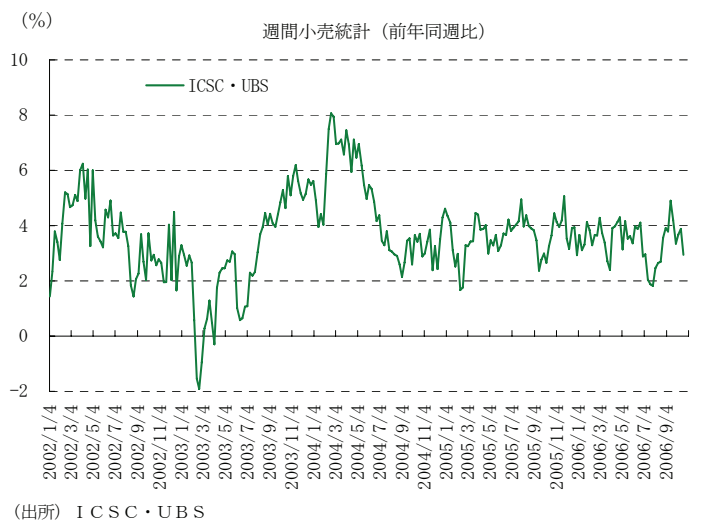
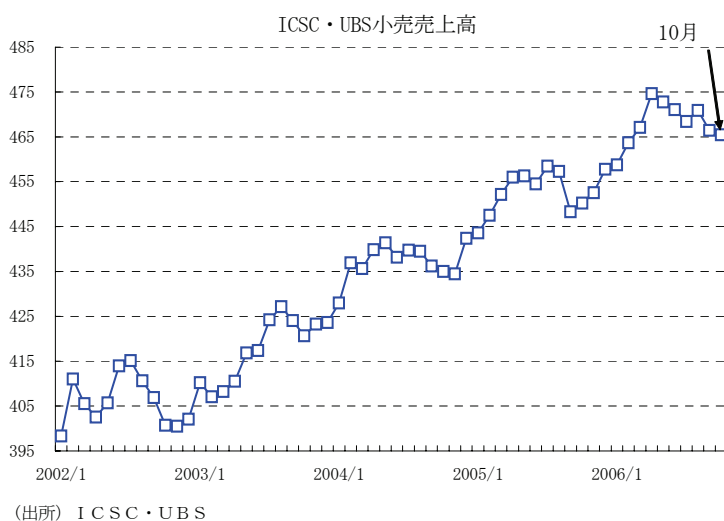
GDPベースの個人消費算出に使われる小売・飲食サービス売上高（除く自動車・ガソリン・建材）は、9月に前月比+0.8%（前月同+0.4%）と加速した。9月の自動車販売は自動車メーカーの積極的な販促効果もあり季節調整済み年率1660万台と前月の同1610万台から増加しており、実質個人消費は9月も堅調さを維持していると判断される。

四半期では、小売・飲食サービス売上高（除く自動車・ガソリン・建材）は、7～9月期に前期比年率+5.9%と4～6月期の同+5.1%から加速し、さらに7～9月期の自動車販売台数は季節調整済み年率1665万台と4～6月期の同1635万台から小幅増加している。以上のことを勘案すると、7～9月期の実質個人消費は前期比年率+3.3%と4～6月期の同+2.6%から加速すると見込まれる。



**小売売上高の基調は過熱感のない拡大ペース**

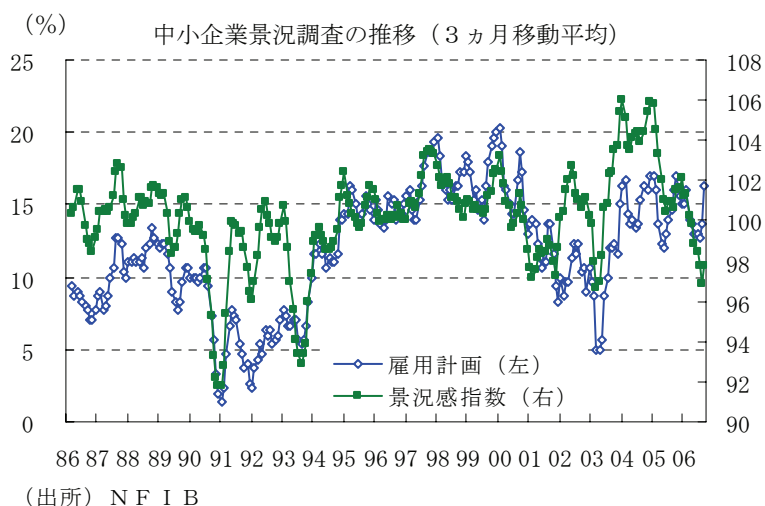
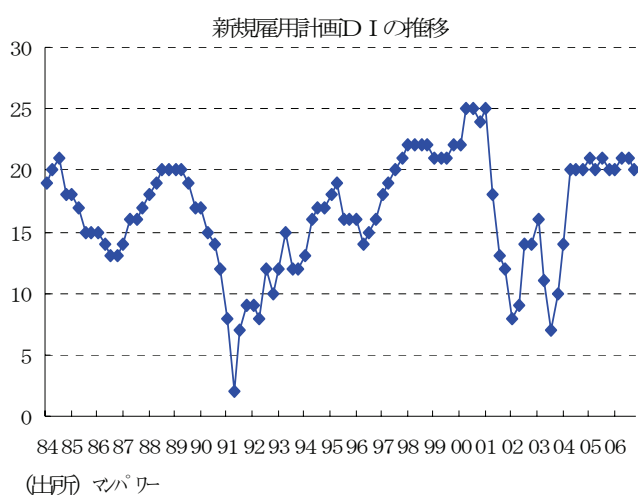
10月入り後の消費動向に関しては、チェーンストア小売売上高が10月の第1～3週平均で、9月対比で▲0.2%と9月の前月比▲0.9%とマイナス幅が縮小している。また、前年比でも+3.4%と安定的な拡大ペースを維持している。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 雇用計画は採用拡大を示唆

最後に、今後の個人消費を取り巻く環境と個人消費をみると、雇用に先行する景気が2003年4～6月期から2006年4～6月期まで均してみれば潜在成長率を上回るペースで拡大し、さらに今後景気のソフトランディングが予想されているなか、2006年10～12月期の新規雇用計画調査や経営者団体の景況調査における雇用計画などでは採用拡大が示唆されていることから、多くの大企業で採用意欲が強いと判断される。また、雇用の大部分を占める中小企業の景況感（3ヵ月移動平均）は昨年12月をピークに低下傾向を辿っているが、同雇用計画（同）が上昇に転じたことから、2007年1～3月期にかけて雇用者数は前期比+0.3%と安定的な拡大基調を維持すると予想される。



## 住宅資産からの資金調達は鈍化傾向を辿る見通し

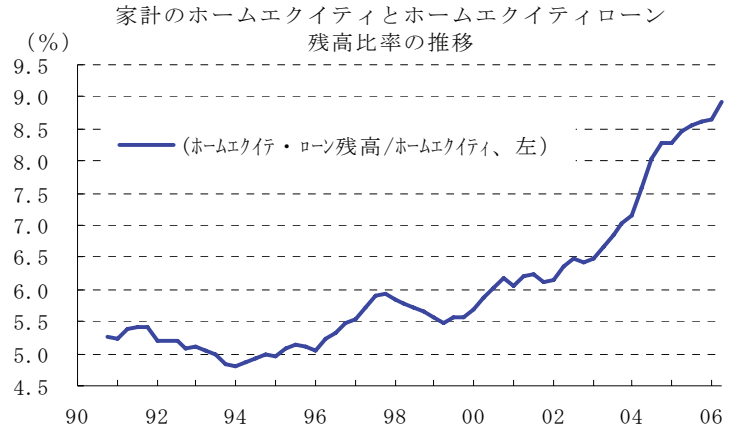
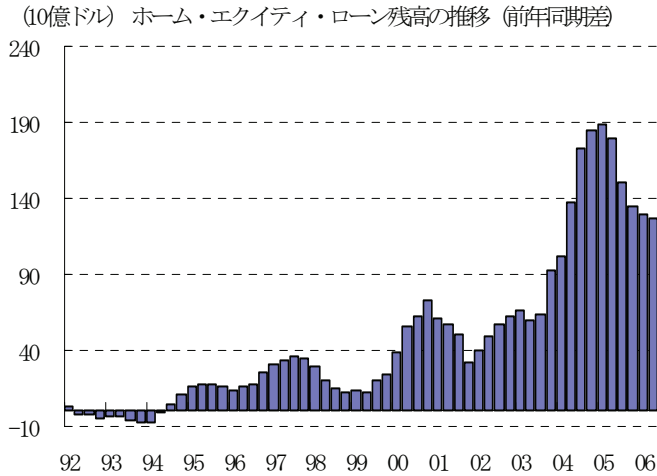
可処分所得は、①雇用の拡大、②労働需要の強まりを背景とした賃金の上昇、③金利収入の増加等によって、拡大傾向を辿る可能性が高い。しかし、住宅関連資産からの資金調達動向では、モーゲージ・ローンのリファイナンスは、長期金利の低下を映じて緩やかな拡大が続くと予想される。一方、ホーム・エクイティ・ローン（\*）は住宅価格の伸び鈍化を映じて2007年中拡大ペースが減速するとみられる。

全米住宅価格よりも変動が大きいと同じ方向に動くことが多い中古住宅販売価格は、8月に前年同月比▲1.2%と95年5月以来の下落となった。7、8月平均でも前年比+0.1%と4～6月期の前年同期比+2.6%から鈍化しており、ホーム・エクイティ・ローンは7～9月期に拡大ペースがさらに鈍化したと見込まれる。このような住宅資産からの資金調達は、借入・借り換え申請から1四半期程度遅れて家計の流動性に影響を与えることから、10～12月期の家計の流動性増加ペースは一段と鈍化しよう。

ただし、住宅資産残高は増加を続けていること、ホーム・エクイティに対するホーム・エクイティ・ローン残高の比率が9%弱にとどまっており急に借り入れができなくなるような状態に陥る可能性が小さいこと、雇用・所得が拡大していることから、個人消費が大幅に減速する可能性は小さい。

（\*）ホーム・エクイティ・ローン：住宅の純資産価値（住宅の時価からモーゲージ・ローンの未払残高を除いた部分）を担保に借り入れ枠を設定すること

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



**年内個人消費は前期比年率+3%程度の伸びが持続**

エネルギー価格については、景気減速懸念が高まっていること、ハリケーンの発生が予想を下回ったこと、在庫が増加していることから、足下でWT Iは1バレル=60ドルを下回っている。今後も地政学的なリスクに加えて、需給の逼迫感が残存すること、さらに1バレル=60ドルを下回ればOPECが減産を行うと見込まれることから、WT Iは再び上昇するリスクがある。ただし、米国での暖冬予報もあり上昇は小幅なものにとどまるとみられる。

以上のように、雇用・所得の拡大持続が予想されるものの、住宅部門からの資金調達の縮小や利払い負担の増加などによって年内の個人消費は前期比年率+3%弱の伸びが見込まれる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## ●住宅部門：住宅販売は年内減少が続くものの、足下での金利低下により年明けに下げ止まる可能性

住宅販売は、2003年の  
フロス発生前の水  
準を上回っており、  
秩序だった減少傾向  
を維持

住宅販売（一戸建て、季節調整済み年率換算：以下同様）は、8月には656.0万戸、前月比+0.6%と5ヵ月ぶりに増加した。9月の住宅着工件数が特殊要因によって増加したものの7～9月期の住宅投資は大幅なマイナスが見込まれる。10月に入っても住宅購入用ローン申請件数は再び減少し、住宅市場指数も低い水準にとどまっていること等から住宅需要の減少傾向が持続している。依然として住宅販売は、2003年のフロス発生前の水準を上回っており、秩序だった減少傾向を維持している。

年内、住宅投資はこれまでの金利上昇の影響で縮小傾向を辿ろう。しかし、住宅販売に先行するモーゲージ金利は低下しており、年明けにも住宅販売の減少に歯止めがかかると見込まれる。遅れて影響を受ける住宅投資は、2007年4～6月期に増加に転じる公算が大きい。

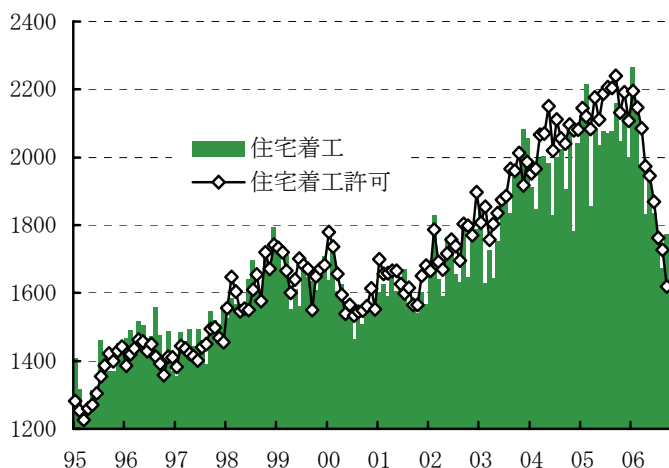
### 10月入り後も住宅販売の減少傾向持続

次に住宅関連統計の詳細をみる。9月の住宅着工件数は、177.2万戸（季節調整済み、年率換算）と市場予想の164.0万戸を上回った。前月比で+5.9%と4ヵ月ぶりに拡大した（7、8月合計で0.3万戸下方改定）。地域別では、北東部、西部が減少した一方、中西部、南部で増加した。

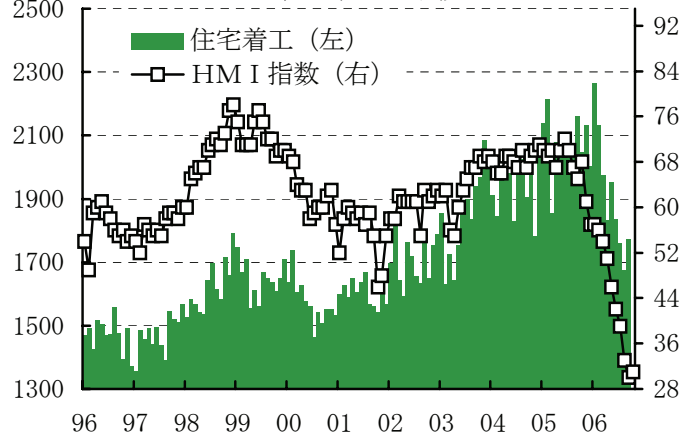
9月に入ってハリケーンの襲来予想数が大幅に下方修正されたため、8月にハリケーンの襲来を警戒して先送りされた南部での着工が一気に顕在化したことで住宅着工件数が増加した。このような特殊要因によって、8、9月の着工件数は変動が大きくなったが、均してみると減少傾向が続いている。さらに、住宅販売に約1ヵ月先行する住宅購入用ローン申請件数が10月第1、2週平均で9月平均値を下回っていること、9月の許可件数が2001年10月以来の水準まで減少していることから、住宅需要の減少傾向が持続していると判断される。

このように、住宅販売は金利・価格の上昇を背景に減少傾向を辿っている。ただし、住宅購入意欲の強い層の人口に占める比率が高いなか、雇用・所得の拡大、歴史的にみれば低い金利水準、緩和的な銀行の貸し出し基準などによって下支えされており、急減するリスクは小さいと考えられ、住宅部門でのフロスの解消が秩序だったペースで進展している。

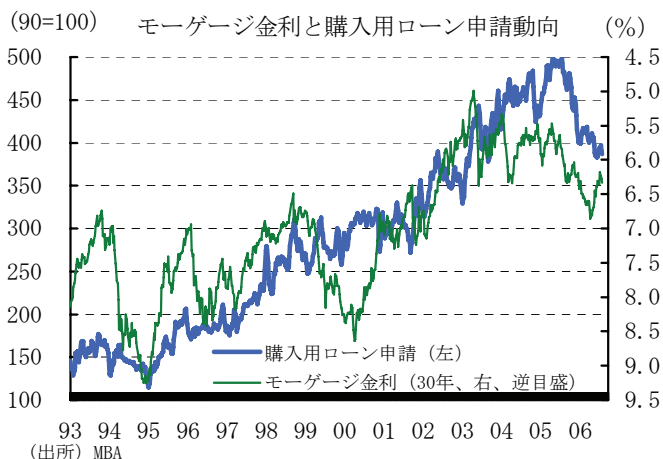
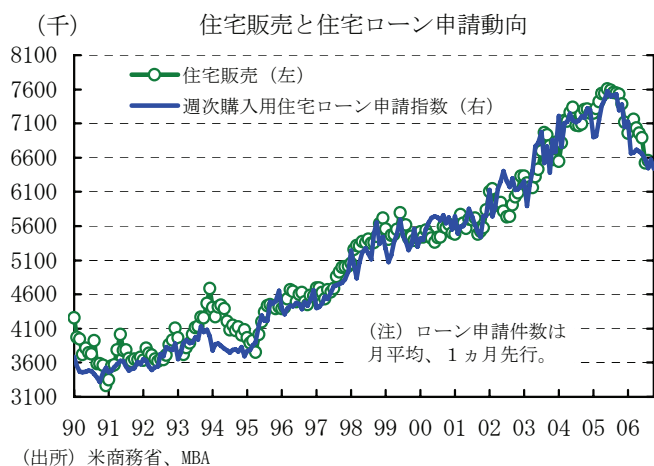
(千戸) 住宅着工戸数と住宅着工許可件数の推移



(万戸) 全米建設業者住宅市場指数 (HMI) と住宅着工の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



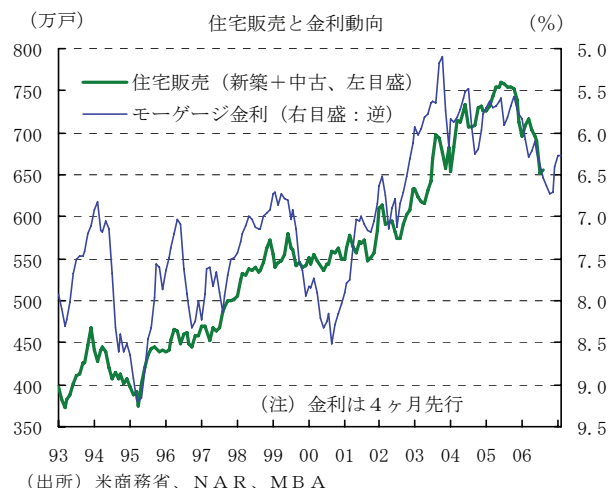
	申請指数											住宅ローン金利 (30年、固定、約定ベース)
	前週比	購入	前週比	借換	前週比	固定金利	前週比	変動金利	前週比			
2006/8/18	561.5	0.1	382.2	-1.0	1608.5	1.3	433.1	1.1	3254.1	-2.9	6.38	
2006/8/25	556.5	-0.9	375.9	-1.6	1609.2	0.0	427.1	-1.4	3270.8	0.5	6.39	
2006/9/1	566.3	1.8	389.7	3.7	1594.7	-0.9	438.3	2.6	3251.4	-0.6	6.31	
2006/9/8	584.2	3.2	410.2	5.3	1597.0	0.1	456.0	4.0	3272.4	0.6	6.32	
2006/9/15	595.8	2.0	397.9	-3.0	1748.7	9.5	456.1	0.0	3525.7	7.7	6.36	
2006/9/22	566.5	-4.9	375.9	-5.5	1677.5	-4.1	437.2	-4.1	3279.9	-7.0	6.18	
2006/9/29	633.9	11.9	404.6	7.6	1970.8	17.5	485.3	11.0	3751.7	14.4	6.24	
2006/10/6	599.1	-5.5	383.3	-5.3	1857.0	-5.8	459.3	-5.4	3531.4	-5.9	6.27	
2006/10/13	585.8	-2.2	384.7	0.4	1758.2	-5.3	451.7	-1.7	3399.1	-3.7	6.33	

抵当貸付銀行協会 (MBA)

### 長期金利の低下により年末から年明けにも住宅販売は下げ止まる公算

年内の住宅販売は、雇用・所得が拡大傾向を辿ること、住宅購入意欲の強い層の人口に占める比率が高いこと、銀行の貸し出し基準が緩和的なこと等によって下支えされるものの、これまでの mortgage 金利の上昇を背景に減少傾向を辿ると予想される。このような住宅需要のもと、住宅着工件数も減少するとみられ、2007年初にかけて住宅投資は縮小傾向を辿る公算が大きい。

しかし、住宅販売に4ヶ月程度先行する mortgage 金利は足下で低下に転じていることから、雇用・所得の拡大が続くなか、年明けにも住宅販売の減少に歯止めがかかると予想される。そして、遅れて影響を受ける住宅投資は2007年4～6月期に増加に転じる公算が大きい。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

●企業部門：企業景況感のモメンタムは緩やかに鈍化。設備投資は年内堅調さを維持する見込み

設備投資は堅調さ維持

企業部門では、足下で設備投資は好調を維持している。設備投資はコスト削減圧力の高まり、高い稼働率、空室率の低下等に伴う投資需要の拡大に加えて、好調な業績を背景とした潤沢なキャッシュフローによって、年内堅調さを維持するとみられる。

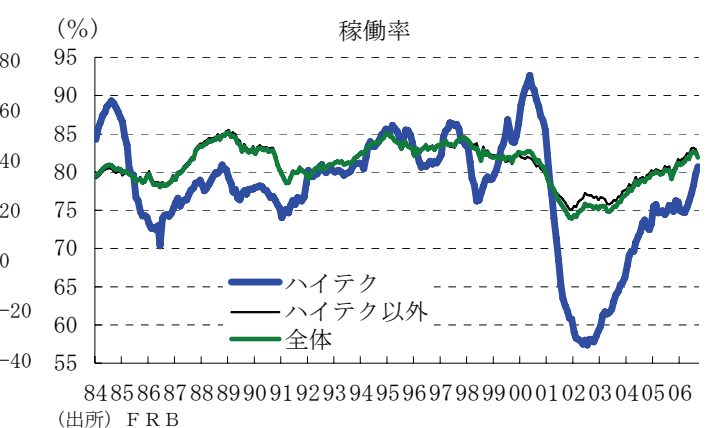
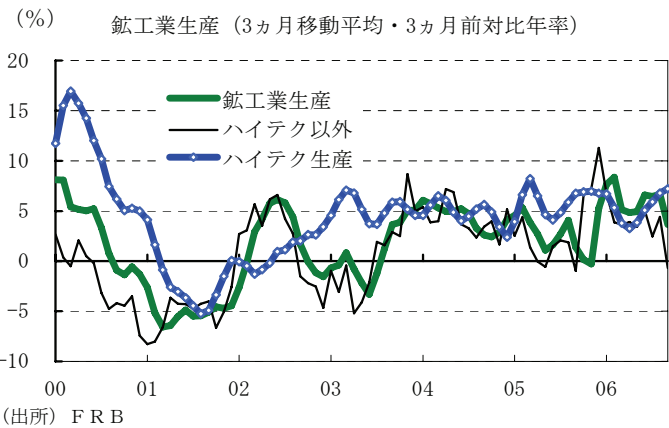
生産活動は9月に鈍化した。10月も景況感が緩やかに低下していることから、生産の拡大ペース鈍化が見込まれる。今後も、生産、企業活動を示すISM景気指数は、在庫調整により2007年半ばにかけて鈍化していくと予想される。

製造業は3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率で+4.3%と高い伸びを維持

次に企業関連統計の詳細をみる。9月の鉱工業生産は前月比▲0.6%とマイナスに転じた。鉱業がプラスに転じたものの、製造業がマイナスに転じたうえ、公益の下落幅が拡大した。3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率でも+3.6%（前月+6.7%）と鈍化しており鉱工業生産のモメンタムは低下している。

一方、製造業は自動車の減少により前月比▲0.3%とマイナスに転じた。ただし、7、8月合計で同+0.4%上方改定されていることから、3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率でも+4.3%（前月+6.1%）と高い伸びを維持しており、製造業生産は堅調さを維持していると判断される。

稼働率は、生産能力が前月比+0.2%と拡大し、生産が同▲0.6%となったため81.9%と市場予想を下回った（8月分は82.4%から82.5%に上方改定）。製造業稼働率は80.6%と低下したものの、ハイテク部門の稼働率が80.7%と2001年1月以来初めて80%台を回復した。特にコンピューター、通信機器は80%台半ばまで上昇しており関連財の生産拡大が期待できる。



鉱工業生産 (Industrial Production and Capacity Utilization)

	鉱工業生産						設備稼働率			生産能力	
	製造業 (NAICS)	鉱業	公益	ハイテク 関連	除ハイテク 関連	自動車関連	製造業 (NAICS)				
06/01	▲0.1	(+3.2)	+0.9	+2.3	▲10.0	+0.1	+0.9	+2.6	+80.9	+80.2	+0.2
06/02	+0.4	(+3.1)	▲0.2	+0.7	+5.7	+1.2	▲0.3	▲0.9	+81.1	+79.9	+0.2
06/03	+0.5	(+3.7)	+0.4	▲0.1	+1.7	+1.0	+0.3	+1.5	+81.3	+80.0	+0.2
06/04	+0.8	(+4.6)	+0.9	+1.7	▲1.3	+1.7	+0.9	▲0.3	+81.8	+80.6	+0.2
06/05	+0.1	(+4.4)	▲0.2	+0.5	+1.9	+1.8	▲0.4	▲1.3	+81.7	+80.2	+0.2
06/06	+1.1	(+4.7)	+1.0	+0.9	+2.9	+2.0	+0.7	+3.2	+82.5	+80.8	+0.2
06/07	+0.3	(+5.1)	+0.4	▲0.2	+0.6	+2.1	+0.3	▲5.2	+82.6	+80.9	+0.2
06/08	+0.0	(+4.8)	+0.3	▲0.5	▲0.9	+2.5	+0.1	+1.9	+82.5	+81.0	+0.2
06/09	▲0.6	(+5.6)	▲0.3	+0.7	▲4.4	+1.9	▲0.5	▲2.1	+81.9	+80.6	+0.2

(出所) FRB

(注) 数字は前月比、但しカッコ内は前年同月比。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

**拡大した製造業生産は19業種中6業種にとどまった**

業種別にみると、鉱業は強い需要に加えて前月にハリケーン接近によって落ち込んだ反動によって、前月比+0.8%と増加に転じた。公益は、気温の低下に伴い天然ガスが同▲0.9%、電力が同▲5.2%と下落したため、全体でも同▲4.4%と大幅なマイナスとなった。

製造業は、前月比▲0.3%と失速し、拡大した業種数も19業種中6業種に縮小した。セクター別にみると、自動車関連の生産は、自動車部品が前月比▲1.2%、完成車が同▲3.3%と減少に転じたため、同▲2.1%と2ヵ月ぶりの下落となった。一方、ハイテク関連は、通信機器が同+2.5%と増加に転じ、コンピューターが同+1.4%と前月と同率となったものの、半導体が同+1.7%と減速したことにより同+1.9%（前月同+2.5%）と拡大ペースが鈍化した。もっとも、過去の数字が上方改定されたこともあり、基調を示す3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率では+28.9%と前月の同+27.2%からさらに加速するなど好調さを維持している。

加えて、航空機部門の生産は前月比+0.5%、前年同月比+37.0%と好調に推移している。受注残の大きさから当面この部門の生産は、好調を維持するとみられ生産を下支えしよう。

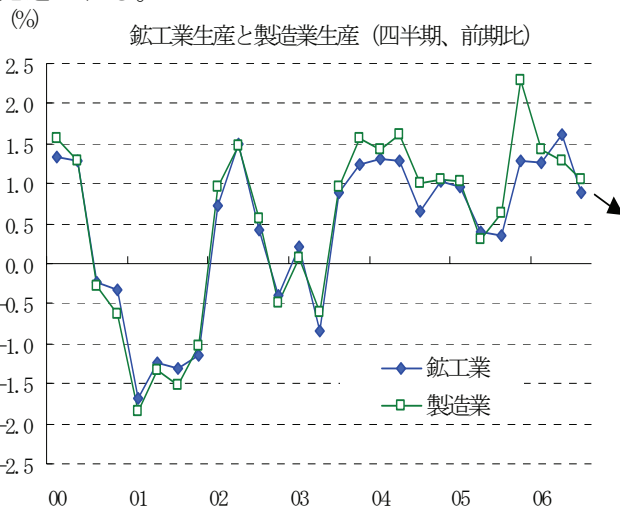
**生産は06年7～9月期以降緩やかなペースで減速する公算**

四半期で生産動向をみると、7～9月期の鉱工業生産は前期比+0.9%と4～6月期の同+1.6%から減速している。製造業生産も同+1.0%と4～6月期の同+1.3%から減速している。今後も、需要の鈍化、在庫の抑制によって2007年前半にかけて緩やかなペースでの拡大が予想される。

生産に影響を与える需要動向をみると、①コスト削減圧力の強まりによる効率化投資需要の高まり、②稼働率の上昇、③オフィスビル空室率の低下、④コンピューターの更新投資等によって投資需要が強く、設備投資は2007年も好調を維持するとみられる。

一方、個人消費が雇用・所得の増加が続くなか、住宅部門からの資金調達の拡大ペース鈍化やガソリン価格の上昇等により前期比年率+3%の安定的な拡大ペースになると見込まれる。一方、住宅投資はこれまでの金利上昇の影響で2007年1～3月期にかけて減少が続き、家計部門の緩やかなペースでの拡大が予想される。

さらに、輸出はドル安効果によって押し上げられるものの海外景気の減速を背景に2007年前半にかけて緩やかなペースでの拡大が見込まれる。このような需要のもと、自動車や関連産業での在庫の削減が予想されることから、2007年4～6月期にかけて在庫投資は緩やかな拡大にとどまると見込まれる。

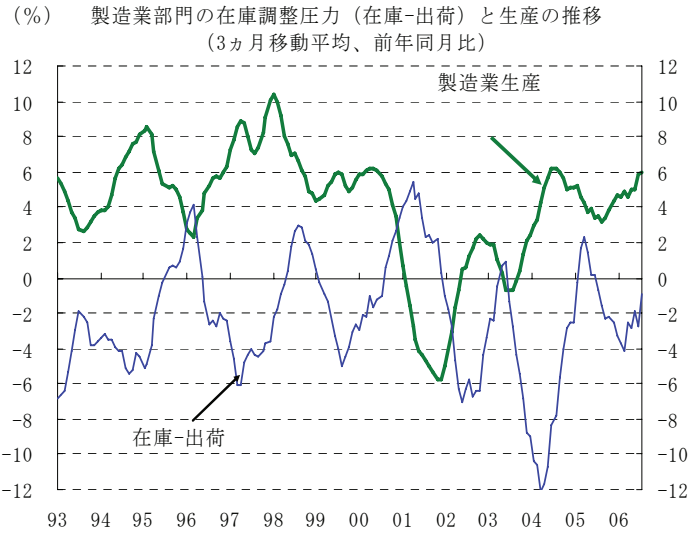


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



**製造業生産は前年比で10月以降鈍化すると予想される**

製造業部門の在庫調整圧力（3ヵ月移動平均・前年同月比の在庫から出荷の伸び率を引いたもの）では、3月に▲4.2%とボトムをつけマイナス幅を縮小している（P 3 右側の上から2番目のグラフ）。このピーク、ボトムは、製造業生産（3ヵ月移動平均・前年同月比）のボトム、ピークに1～6ヵ月先行することから、製造業生産の前年比伸び率は9月がピークとなり、10月以降鈍化傾向を辿るとみられる。



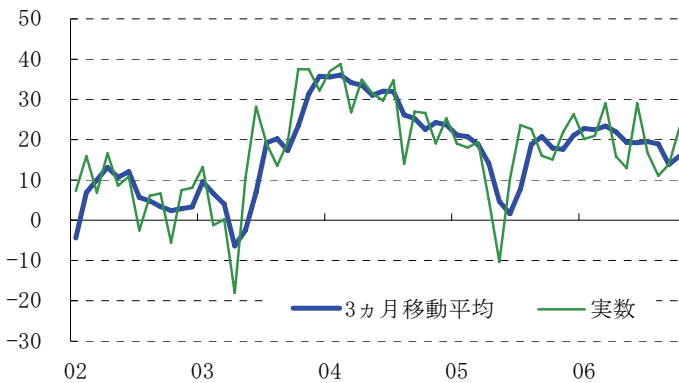
**10月の製造業部門は緩やかなペースでの拡大を示唆**

10月の製造業景況感では、NY連銀製造業景気指数（NY連銀管轄地区の製造業の動向を示す）は+22.92と市場予想に反し前月から9.08ポイント上昇した。新規受注、入荷遅延が低下したものの、出荷、雇用、在庫が前月から上昇した。ただし、同統計は月次での変動が大きいので3ヵ月移動平均でみると、総合が小幅上昇したものの、新規受注が水準を切り下げており同地区製造業部門が緩やかなペースで鈍化していると判断される。

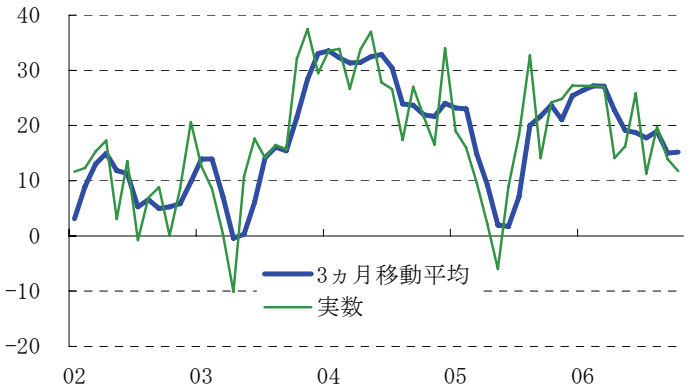
フィラデルフィア連銀製造業景気指数（フィラデルフィア連銀管轄地区の製造業、ゼロが拡大縮小の分岐点）は▲0.7%と市場予想に反し悪化した。ただし、新規受注、出荷が前月から上昇するなど、同地区製造業生産の拡大ペース加速を示す内容となった。さらに、この統計も月次での変動が大きい統計であるため3ヵ月移動平均をみる必要がある。それによると、同地区製造業部門が緩やかなペースで鈍化していることを示している。

以上のように、製造業部門は10月にかけて緩やかに鈍化していると考えられる。

NY連銀製造業景気指数の推移



NY連銀製造業新規受注D Iの推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

NY連銀製造業景気指数の推移

総合	新規受注	出荷	雇用	在庫	入荷遅延	受注残	仕入価格	販売価格	週平均就業時間	
06/01	20.12	27.19	31.99	11.29	-12.33	1.37	2.70	46.58	27.40	11.71
06/02	21.02	27.14	32.22	5.99	-2.80	2.80	3.76	53.27	21.50	5.47
06/03	29.03	26.99	36.50	20.08	8.55	9.40	13.22	39.32	12.82	23.61
06/04	15.81	14.11	14.00	17.41	1.61	1.61	-2.90	37.90	14.52	5.44
06/05	12.94	16.22	17.08	9.70	1.63	7.32	2.84	43.09	14.63	9.42
06/06	29.01	25.81	30.32	5.12	-9.09	5.79	9.44	52.89	19.01	11.28
06/07	16.58	11.30	12.31	6.38	-12.84	4.59	4.02	50.46	16.51	9.54
06/08	11.04	19.76	15.41	6.45	-10.66	1.64	-6.63	44.26	14.75	14.38
06/09	13.84	13.96	20.56	12.47	-4.00	0.00	2.26	41.00	16.00	22.59
06/10	22.92	11.75	22.54	19.39	2.50	-5.00	-1.51	30.83	17.50	14.44

NY連銀製造業景気指数（6ヵ月先予測）の推移

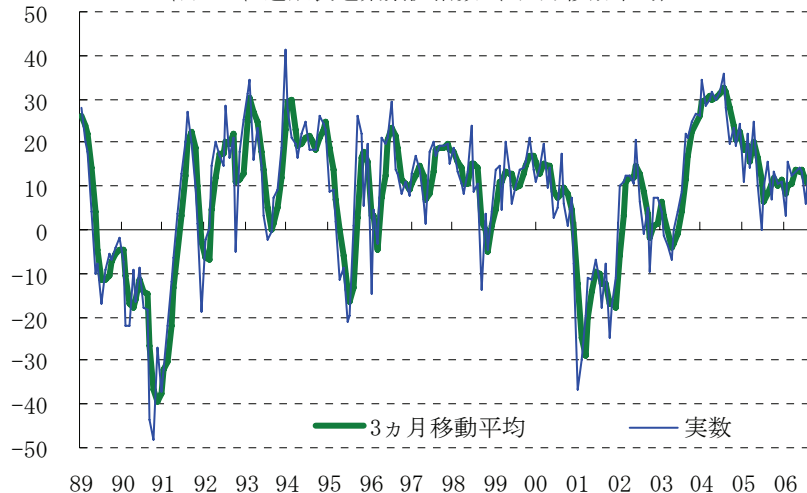
総合	新規受注	出荷	雇用	在庫	入荷遅延	受注残	仕入価格	販売価格	週平均就業時間	設備投資	
06/01	47.56	51.29	47.59	33.31	-4.11	-5.48	9.87	61.64	35.62	17.02	31.51
06/02	38.41	47.98	48.49	29.43	-2.80	10.28	8.66	57.01	27.10	17.25	41.12
06/03	38.08	31.33	36.72	22.98	-5.98	-1.71	-0.47	49.57	26.50	12.41	37.61
06/04	42.65	43.78	43.21	22.49	-4.84	6.45	1.96	50.00	25.81	13.94	37.90
06/05	30.17	36.21	32.68	22.53	-4.88	-0.81	4.73	59.35	32.52	4.55	32.52
06/06	33.66	34.14	28.84	13.09	-2.50	-1.67	4.28	62.50	35.83	4.63	20.00
06/07	44.99	44.14	40.81	19.17	-11.93	-1.83	8.60	60.55	36.70	9.04	22.02
06/08	35.80	38.77	37.40	20.76	-2.46	-9.02	1.55	54.92	34.43	9.35	26.23
06/09	35.20	41.27	41.78	19.34	-9.00	-9.00	7.14	52.00	37.00	10.55	36.00
06/10	30.17	33.05	30.00	24.86	-1.68	-4.20	9.64	39.50	26.89	11.55	30.25

フィラデルフィア連銀製造業景況指数

現状総合	新規受注	出荷	在庫	雇用	出荷遅延	受注残	販売価格	仕入れ価格	交易条件	6ヵ月先見通し総合	
06/01	3.3	11.1	18.6	9.1	11.7	8.6	▲ 0.9	21.9	44.9	▲ 23.0	28.7
06/02	15.4	12.5	22.5	9.3	11.3	8.6	10.2	18.2	30.5	▲ 12.3	31.1
06/03	12.3	20.8	24.3	11.1	5.4	3.7	5.7	15.4	17.2	▲ 1.8	14.6
06/04	13.2	12.2	19.0	▲ 8.8	21.7	▲ 4.1	7.0	15.4	29.0	▲ 13.6	28.2
06/05	14.4	2.7	11.7	▲ 3.9	1.1	9.6	▲ 2.2	10.3	55.3	▲ 45.0	22.5
06/06	13.1	17.7	17.7	▲ 5.2	6.8	▲ 1.2	▲ 2.1	14.0	48.7	▲ 34.7	6.8
06/07	6.0	10.1	10.2	▲ 1.8	12.8	▲ 1.4	▲ 8.1	17.1	50.3	▲ 33.2	15.4
06/08	18.5	15.7	22.3	5.6	8.2	2.0	0.6	17.1	45.3	▲ 28.2	7.4
06/09	▲ 0.4	▲ 1.3	▲ 6.8	4.2	10.7	▲ 0.5	▲ 5.3	21.6	38.1	▲ 16.5	▲ 0.2
06/10	▲ 0.7	13.4	5.3	13.2	9.4	▲ 9.4	▲ 11.1	17.8	32.0	▲ 14.2	16.7

(出所)フィラデルフィア連銀

フィラデルフィア連銀製造業景況指数（3ヵ月移動平均）



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## ●インフレ：前月比でのインフレ加速は回避。今後も消費者段階でのインフレ加速は回避される公算

### 競争を背景にインフレ加速回避

インフレ動向では、9月のCPIコア、8月のPCEコアデフレーターは前月比+0.2%と前月比での加速は回避されている。ただし、前年比ではCPIコアは+2.9%と伸び率が高まっている。

インフレ環境をみると、賃金面からはULCの高い伸びを受け雇用面からのインフレ圧力が懸念されている。しかし、2006年前半のULCの高い伸びは、物価への影響が小さい金融機関でのボーナスが大幅に増加したこと、今年からストックオプションの費用化が始まったこと、加えて自動車メーカーが大型の人員削減を進めたこと等、一時的な費用の増加によるものであり持続性はない。輸入面からも、エネルギーを除く財の輸入物価は前月比ほぼ横ばいとなっている。需給面からも、景気の減速により需給ギャップは拡大に転じている。

価格動向に大きな影響を与える競争環境に関しては、世界的に価格競争の激化した状態は、全く変化していない。このような中では、原材料価格や労働コストが上昇しても価格転嫁は難しく、インフレが一段と加速する可能性は小さい。このため、今後もFRBが最も重視しているPCEコアデフレーターは前月比+0.2%以下の上昇が続くとみられ、FOMC見通しのレンジ内にとどまろう。

### PPICoアは前月比+0.6%と上昇に転じた

次に、インフレ関連統計の詳細をみる。9月の生産者物価（最終財）は、前月比▲1.3%と下落幅が市場予想の同▲0.7%を上回った。食料品が同+0.7%とプラス幅を縮小したうえ、エネルギー価格は同▲8.4%と大幅に下落した。一方、変動の大きい食料・エネルギーを除いたコア（最終財）は、自動車価格の上昇によって同+0.6%と市場予想の同+0.2%を上回った。ただし、7、8月に▲0.7%ポイント下落した反動であり、前年同月比でも+1.2%と低い伸びにとどまっていることから、最終財コアは安定していると判断される。

生産者物価 (Producer Price Indexes)

	最終財		コア		エネルギー	中間財		原材料		<参考> 輸入物価		WTI
	前月比	前年同月比	前月比	前年同月比	前月比	前月比	前年同月比	前月比	前年同月比	前月比	前年同月比	
06/01	+0.3	(+5.6)	+0.4	(+1.3)	+0.1	+1.0	+0.9	▲0.8	▲0.2	+0.3	65.5	
06/02	▲1.2	(+3.9)	+0.3	(+1.7)	▲4.5	▲0.5	+0.3	▲8.4	+3.1	▲0.7	61.9	
06/03	+0.4	(+3.6)	+0.2	(+1.7)	+1.5	+0.2	+0.4	▲2.6	+1.3	▲0.3	63.0	
06/04	+0.9	(+4.1)	+0.1	(+1.5)	+4.0	+1.0	+0.6	+2.6	+5.3	+0.1	70.2	
06/05	+0.1	(+4.5)	+0.3	(+1.5)	+0.8	+1.1	+1.1	+1.7	+9.2	+0.7	71.0	
06/06	+0.5	(+4.9)	+0.3	(+1.9)	+0.3	+0.4	+0.5	▲2.6	▲2.2	+0.4	71.0	
06/07	+0.1	(+4.2)	▲0.3	(+1.3)	+1.3	+0.5	+0.7	+3.1	+1.3	+0.1	74.4	
06/08	+0.1	(+3.7)	▲0.4	(+0.9)	+0.3	+0.4	+0.4	+2.2	▲2.8	+0.5	73.1	
06/09	▲1.3	(+0.9)	+0.6	(+1.2)	▲8.4	▲1.4	+0.1	▲3.4	+1.0	+0.1	63.9	

(出所) 労働省 (Department of Labor)

(注) 数字は季調済前月比。但し、( )内は前年同月比 (未季調)。

### CPIコアは前月比+0.2%と安定

9月の消費者物価（総合）は、エネルギー価格の下落によって前月比▲0.5%と市場予想の同▲0.3%を下回った。食品価格が同+0.4%（前月同+0.3%）と加速したものの、エネルギー価格が同▲7.2%（同+0.3%）と大幅に下落した。エネルギーでは、ガス・電力が同+1.2%（同+0.2%）とプラス幅を拡大したものの、燃料油が同▲4.9%（同+1.7%）、ガソリン価格が同▲13.5%（同+0.2%）と下落した。

消費者物価 (Consumer Price Index)

	消費者物価		消費者物価 (Consumer Price Index)									
			コア	エネルギー	食品	住宅	アパレル	運輸	医療	商品 コア	サービス コア	
06/01	+0.7	(+4.0)	+0.20	(+2.1)	+5.0	+0.5	+0.5	+0.3	+1.8	+0.1	+0.2	+0.2
06/02	+0.1	(+3.6)	+0.15	(+2.1)	▲1.2	+0.2	+0.1	▲1.0	▲0.2	+0.5	▲0.1	+0.3
06/03	+0.4	(+3.4)	+0.34	(+2.1)	+1.3	+0.1	+0.2	+1.0	+0.9	+0.4	+0.3	+0.3
06/04	+0.6	(+3.5)	+0.29	(+2.3)	+3.9	+0.0	+0.1	+0.6	+2.4	+0.4	+0.1	+0.3
06/05	+0.4	(+4.2)	+0.29	(+2.4)	+2.4	+0.2	+0.3	+0.2	+1.5	+0.3	+0.1	+0.4
06/06	+0.2	(+4.3)	+0.29	(+2.6)	▲0.9	+0.3	+0.2	+0.0	▲0.2	+0.3	+0.1	+0.4
06/07	+0.4	(+4.1)	+0.19	(+2.7)	+2.9	+0.2	+0.3	▲1.2	+1.6	+0.2	▲0.1	+0.4
06/08	+0.2	(+3.8)	+0.24	(+2.8)	+0.3	+0.3	+0.2	+0.9	+0.2	+0.4	+0.2	+0.2
06/09	▲0.5	(+2.1)	+0.24	(+2.9)	▲7.2	+0.4	+0.3	+0.6	▲4.1	+0.3	▲0.1	+0.3

(出所) 労働省 (Department of Labor)

(注) 数字は季調済前月比。但し、( ) 内は前年同月比 (未季調)。

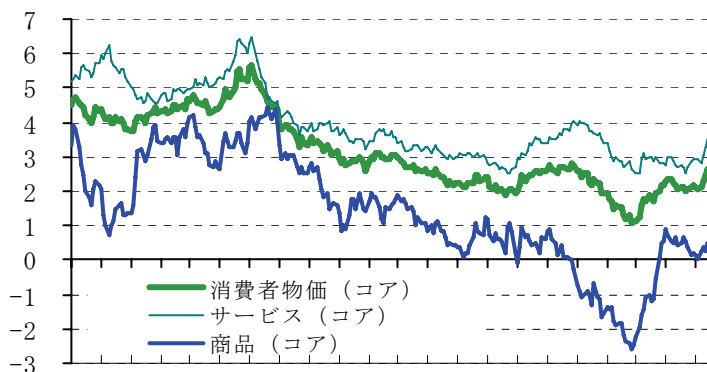
**CPIは前月比▲0.5%と大幅下落**

エネルギー・食品価格を除く消費者物価(コア)は、前月比+0.2%と市場予想通りとなった。コア物価が3ヵ月連続で前月比+0.2%にとどまっておリインフレ加速は回避されている(小数点第3位までみると9月+0.242%、8月+0.242%、7月同+0.194%、6月同+0.292%、5月同+0.293%、4月同+0.294%、3月同+0.344%)。

CPIコアの構成では、生産者物価や輸入物価の影響を受ける商品価格(除くエネルギー・食品)が3分の1を占め、それらの影響を受け難いサービス価格(除くエネルギー)が3分の2を占めている。9月の商品価格(除くエネルギー・食品)は前月比▲0.1%とマイナスに転じた。新車が同▲0.1%(同▲0.1%)と下落し、中古車・トラックが同▲1.0%(前月同+0.2%)とマイナスに転じたことから、自動車全体では同▲0.3%(同+0.0%)と下落した。さらに、衣料品は同+0.6%(同+0.9%)と鈍化した。

一方、サービス価格(除くエネルギー)は、前月比+0.3%(前月同+0.2%)と小幅加速した。輸送サービスが同+0.1%(同+0.3%)と減速したものの、医療サービスが同+0.4%(同+0.4%)、賃貸料が同+0.4%(同+0.4%)、ウエートの大きい帰属家賃が同+0.3%(同+0.3%)と高い伸びを維持した。そのような中、ホテルなどの宿泊費が同+0.7%(同▲0.4%)と上昇に転じた。

(%) 商品・サービス価格の推移(コア、前年比)



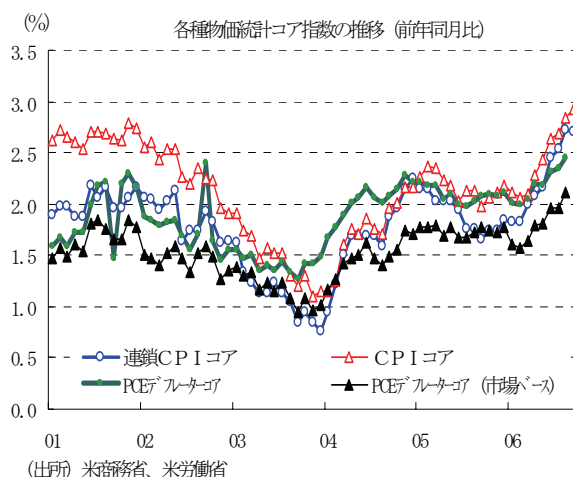
85868788899091929394959697989900010203040506

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

**CPIコアは前年比  
+2.9%と更に加速**

各種消費者物価統計の前年比での動向は、総合が+2.1%（前月+3.8%）と鈍化した。一方、コアが+2.9%（同+2.8%）と伸び率を高め、前年比+1.5%~2.5%の物価安定レンジを上回った。より実態の物価動向を示す連鎖CPIコアは+2.7%（同+2.7%）と変わらずとなった。

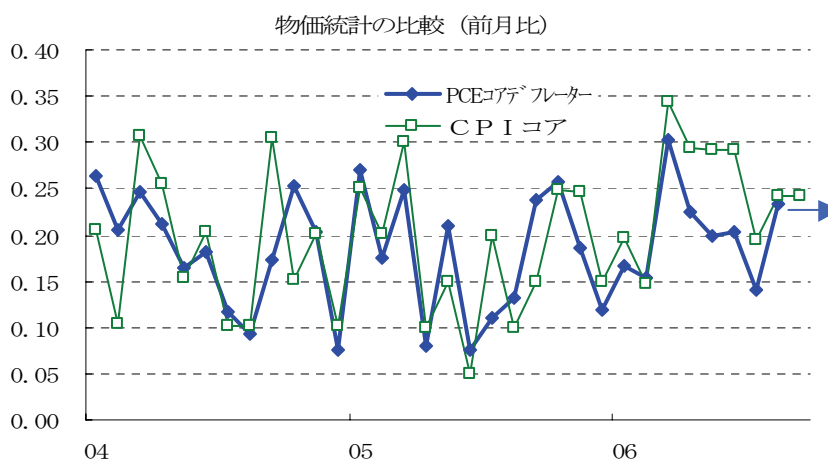
さらに、連鎖指数よりも実態を示し、FRBが物価情勢を判断するために重視している個人消費コアデフレーターは8月に+2.5%と前月の+2.3%から加速し、FRBが物価の安定と考えている前年比+1%~+2%を上回っている。FRBが期待するインフレの鈍化は依然実現していない。



**PCEコアデフレーターは前月比+0.2%が続く公算**

ただし、FOMCのPCEコアデフレーター見通しは、2006年10~12月期に前年同期比+2.25~2.50%を予想しており、8月のPCEコアデフレーターは見通しのレンジ内にとどまっている。加えて、前月比では帰属家賃の上昇でCPIコアが押し上げられた4、5、6月が+0.2%、7月+0.1%、8月+0.2%と安定している。9月のCPIコアが前月比+0.2%となったことから、9月のPCEコアデフレーターも同+0.2%にとどまると予想される。

10月以降も、競争激化、生産性の向上による価格転嫁率の低下した状況に変化は生じないとみられることから、PCEコアデフレーターは前月比+0.2%を維持し、FOMC見通しのレンジ内にとどまると予想される。

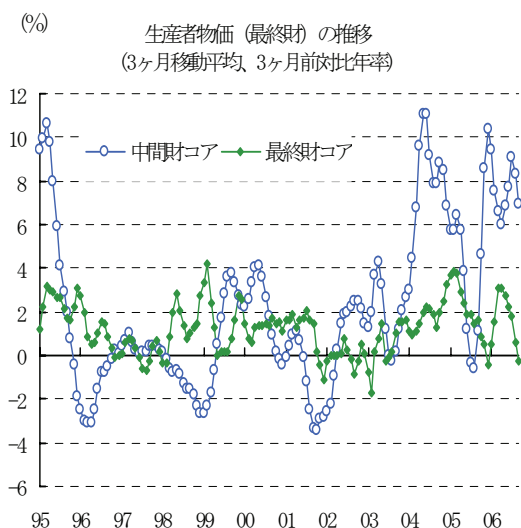


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

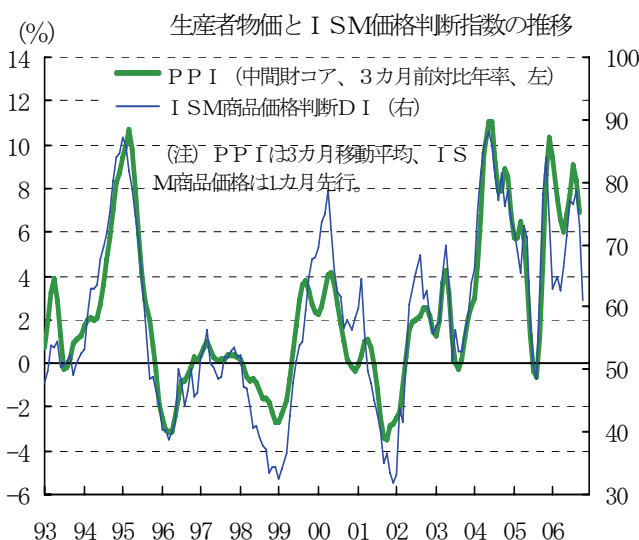
**生産者物価（最終財）コアは前月比で緩やかな上昇にとどまる公算**

今後の物価動向を基調を示す3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率でみると、中間財（コア）が昨年12月をピークに5月まで低下傾向を辿ったため、4ヵ月程度遅れて影響を受ける最終財（コア）は9月にかけて鈍化傾向を辿った。

10月以降の最終財（コア）は、中間財（コア）が5、6、7月と上昇したため、上昇に転じると予想される。ただし、競争の激化や生産性の向上等を背景に、川中である中間財から川下である最終財への波及は限定的なものにとどまっている。このため、2004年以降中間財と最終財での変化率が大きく乖離しており、最終財は緩やかな上昇にとどまると予想される。



足下の商品価格、エネルギー価格は、世界的な景気減速懸念、ガソリン需要期の終了によって供給不足懸念が後退したため下落している。この動きを受け、中間財（コア）に2ヵ月程度先行する仕入価格指数（ISM製造業景気指数）が9月に低下していること、川上でのインフレ圧力を示す原材料（コア）が3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率で9月に+4.7%（前月+22.6%）と減速したことから、中間財コア（9月同+7.0%）は鈍化傾向を辿ろう。その結果、遅れて影響を受ける最終財の上昇ペースは、2007年1、2、3月に鈍化すると予想される。

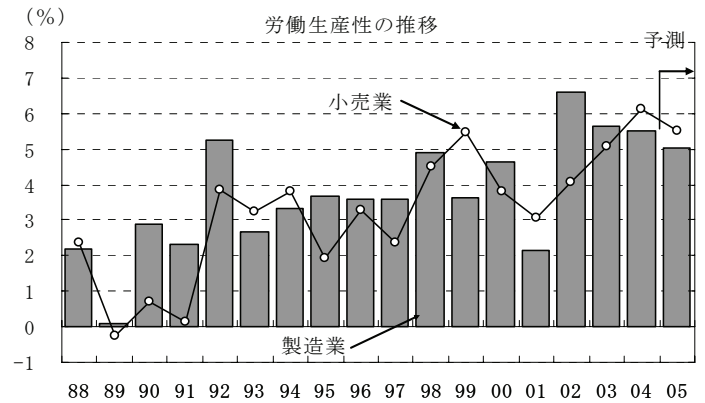
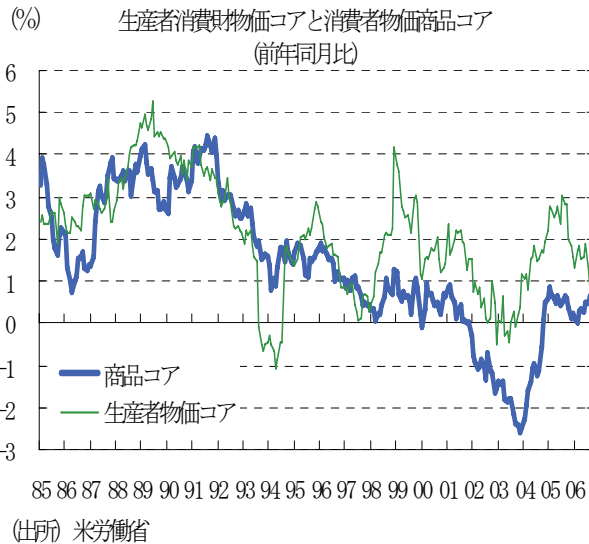


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

**消費者物価への波及は限定的**

消費者段階でも、価格を抑制する要因として競争の激化が挙げられ、今後も強まることがあっても緩和する状況にはない。小売業は、I C タグの導入、経営・流通システムの再構築など在庫・商品管理能力をより高め生産性の向上を図ると予想され、価格転嫁率が低下している状況に変化が生じる可能性は小さい。

以上のことから、今後、川上・川中での価格が上昇しても消費者段階での価格転嫁が限られたものにとどまるとみられ、C P I コアの3分の1を占める商品コアは前年比+1%を下回る低い伸びに抑制されよう。特に、2007年1～3月期には生産者段階の最終財価格の上昇ペース鈍化もあり、低い伸びにとどまろう。



**C P I コアは当面前年比+2%台後半での推移が見込まれる**

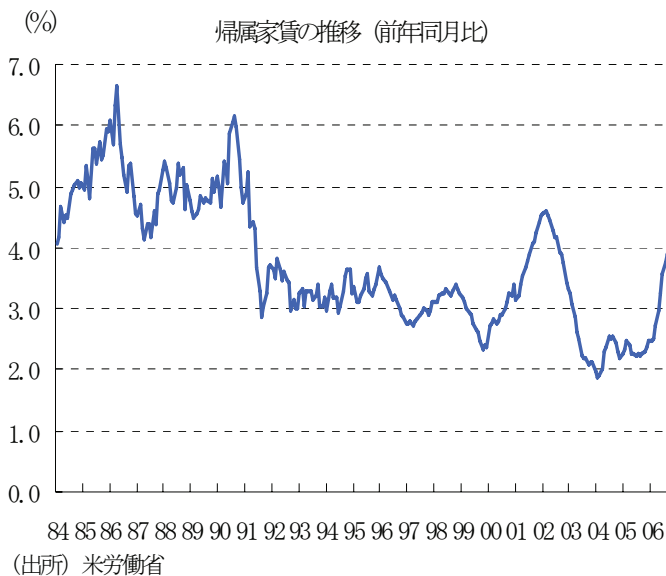
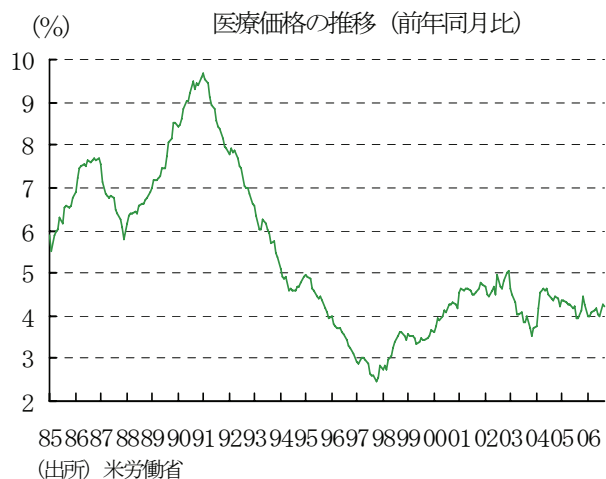
他方、C P I コアの3分の2を占めるサービスコアは、ウェイトの大きい医療費、帰属家賃の動向で基調が決定される。

まず、医療費では、昨年2月の訴訟法改正によって企業が高額賠償を負うような判決が減少するとみられる。訴訟関連の支払い負担が減少することで、保険料や薬品価格の上昇が抑制される。また、今年は特許が切れる薬品が多いことから薬品価格の下落が見込まれるため、医療費の伸びは前年比+4%台で推移しよう。

一方、サービスコアの2分の1を占める帰属家賃は、9月に前年同月比+4.0%と上昇ペースが加速している。帰属家賃の算出に使用される賃貸料が、住宅販売の鈍化によって伸び率が高まっていることに加えて、帰属家賃算出時に控除される公益費(天然ガス・電力価格)の下落によって、帰属家賃は押し上げられた。天然ガス価格は再び低い伸びにとどまっており、11月、12月の帰属家賃を押し上げる可能性がある。このため、帰属家賃は2006年中高い伸びを続けるとみられ、サービスコアは前年比+4%前後で推移する公算が大きい。

以上のように、消費者段階の商品価格への転嫁は限られたものにとどまる一方、サービス価格の上昇が続くとみられることから、C P I コアは2007年初にかけて前年比で+2%台後半での推移が予想される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



以上