

# Weekly エコノミスト・レター

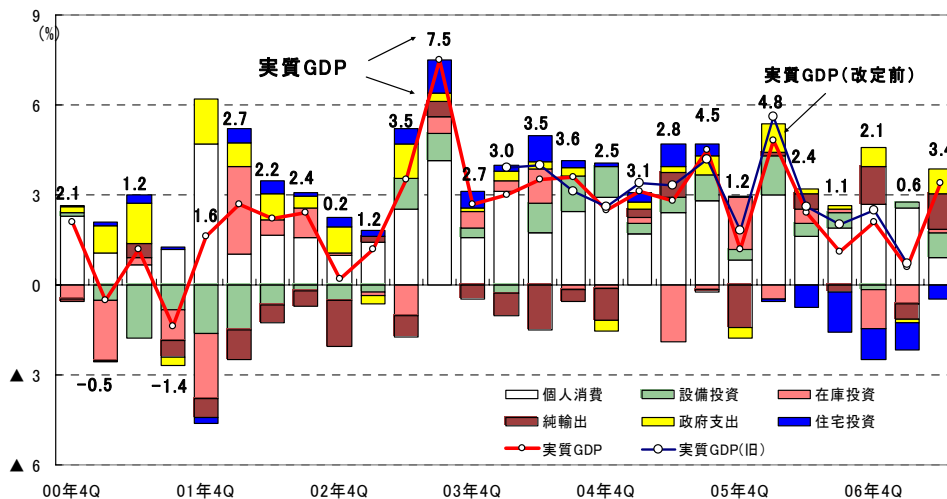
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～注目されるサブプライム問題の実体経済への波及

### < 米国経済の動き >

1. 米国経済では、サブプライム問題の拡大から金融市場の混乱を招き、FRBは公定歩合の0.5%引下げを含む緊急措置を講じた。FRBでは、実体経済への影響を注視しており、政策金利であるFF目標金利の利下げを含む一層の金融緩和策が取られるかどうか注目が集まっている。
2. なお、4-6月期 GDP（速報値）は前期比年率3.4%と、1-3月期同0.6%から急速な上昇となった。しかし、GDPを押し上げた最大の要因は純輸出であり、半面、個人消費の伸びが急低下するなど内需の弱さが懸念される。今後はサブプライム問題の拡大等から住宅投資の大幅減が続き、消費の回復が遅れること等が警戒されよう。
3. なお、FRBが注目する物価の動向は、最近のエネルギー価格上昇等の影響が懸念されるものの、コア指数では引き続き落ち着いた推移を見せている。

(図表1) 実質GDPの推移～04年以降の改定は概ね下方修正に



(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〕

#### ●サブプライム問題の拡大で金融市場に波乱～注目される実体経済への影響

サブプライム住宅ローン問題が世界的な広がりを見せ、8月中旬には各国の株価急落を招いた。FRBは、当初、サブプライム問題から実体経済への影響は少ないとし、静観の構えを見せていたが、8月7日に開催されたFOMCの2日後には、ECBと協調した緊急資金供給を開始した。さらに8月17日には、「金融市場の混乱が経済に与える影響を緩和するため、必要に応じて行動する」とのFOMC声明を発表すると同時に、公定歩合を0.5%引下げた。そのため、政策金利であるFF目標金利の動向に注目が集まっている。

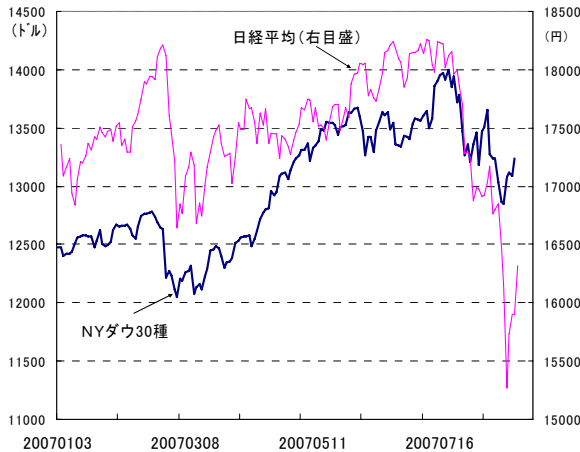
バーナンキ議長は、サブプライム問題の実体経済への波及について、住宅市場の一層の冷え込みが住宅価格の下落を招き、個人消費に打撃を与える点を指摘していたが、実際には、米国だけでなく世界的な金融市場の混乱を招いて株価が急落する事態となった。株価の急落は米国の消費者マインドを冷やし、住宅価格下落に先んじて実体経済に影響を与えることが懸念される。既に、ミシガン大学の8月消費者マインド指数（速報値）は急低下（7月90.4→83.3）しており、今回の急落を反映した消費者マインド指数の発表が注目される。

一方、より直接的にサブプライム問題の影響を受ける住宅市場では、先行き不透明感が一層強まっており、一時見られた底打ち観測は遠のきつつある。6月住宅販売は、新築住宅では前年同月比22.3%減と2001年6月以来の低水準に、中古住宅では同11.4%減と2002年11月以来の低水準となるなど大幅な減少を見せており、販売比で見た在庫も高水準である。販売不振を受けた7月住宅着工戸数は138.1万戸と前年同月比20.9%減の大幅な落ち込みを見せ、97年1月以来の低水準となっている。

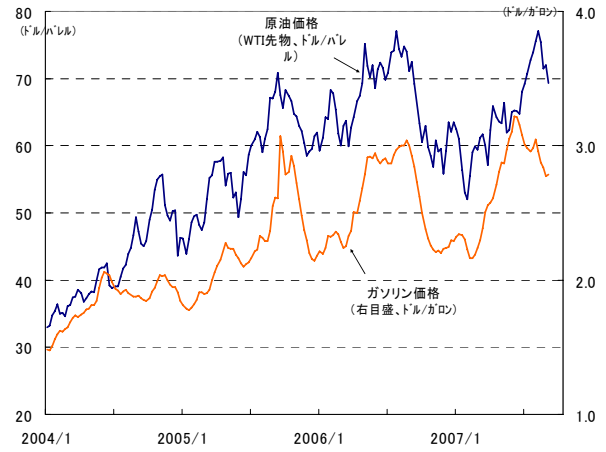
今後は、バーナンキ議長の懸念する住宅価格の下落とその影響が警戒されよう。今月30日にはOFHEO(連邦住宅企業監督局)の4-6月期全米住宅価格指数が発表されるが、同指数は、1-3月期に年率1.81%（前年同期比では4.25%）と96年7-9月期以来10年半振りの低水準に落ち込んだ。今回、マイナスとなれば、前期比年率では94年以来、前年同期比では90年以降発表の現系列数値では初めてのこととなる。〔ただし、州別では既に7州が前期比でマイナス、うち2州（マサチューセッツ州、ミシガン州）は前年同期比でもマイナスを記録している。〕また、来週9月7日には8月雇用統計が発表される。住宅ローンを取り扱う業界等ではリストラを進めている等、同統計に景気減速の兆候が見られるようだとFRBの金融政策への影響は大きい。なお、次回FOMCは9月18日に開催予定となっており、FRBの警戒するインフレ指標を今一度確認できる。市場では、早期の利下げ観測も見られるが、「実体経済への影響を重視する」スタンスを取っているFRBとしては、こうした指標を確認した上での政策判断を行いたいところである。

また、1-3月期に反転上昇したガソリン価格は、その後、需要期を迎える中で供給不安が生じたこともあり、一時過去最高値を更新した。ただし、足元では大型ハリケーンの影響を避けられたとして軟化の動きを見せた原油価格に連動して下落の動きとなっている(図表3)。

(図表2) 日米株価の推移(日別)



(図表3) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) EIA、他

\*\*\*\*\*

(4-6月期 GDP の概要)

●4-6月期 GDP(速報値)は前期比年率 3.4%に伸長

4-6月期のGDP(7/27発表速報値)は、前期比年率3.4%と1-3月期の同0.6%から急回復した。直前の市場予想(3.2%)を上回り、2006年1-3月期の同4.8%以来5四半期ぶりの高水準となった(図表1・4参照)。

GDPを押し上げた最大の要因は純輸出で、輸出が同6.4%(前期は同1.1%)と伸びを回復した半面、輸入が同▲2.6%(前期は同3.9%)と約4年ぶりに減少したため赤字が縮小した。寄与度は1.18%となり、前期の▲0.51%から大きく改善している。その他では、政府支出が前期比年率4.2%(前期は同▲0.5%)と回復し、寄与度でも0.82%と前期の▲0.09%から改善している。なお、在庫投資は寄与度0.15%と予測ほどの増加とはならなかったが、前期の寄与度▲0.65%のGDP押し下げ要因からは脱した。

しかし、今回のGDPで注目されるのは、個人消費の伸び率が前期比年率1.3%と前期の3.7%から急低下したことだ。寄与度でも0.89%と前期の2.56%から急低下し、6四半期ぶりの低水準となった。個人消費の主要項目の内訳を前期比年率で見ると、耐久財1.6%、非耐久財▲0.8%、サービス支出2.2%と非耐久財がマイナスとなったことが注目される。耐久財以外の消費支出がマイナスとなることは珍しく、91年以来16年ぶりの低水準の記録となる。これは、原油価格の高騰や天候の影響で燃料費が▲2.4%(前期は2.4%)と抑制され、食品が▲2.4%(前期は1.7%)とこれも15年ぶりのマイナスとなったことが大きい。サービス支出は2.2%(前期は3.1%)と

伸びが低下する中で一定水準を維持したが、内訳ではレクリエーション支出が▲1.0%（前期は2.1%）と97年以来10年ぶりのマイナス幅を記録している。4-6月期の消費者マインド指数はそれほど低下したわけではないが、全般的に消費の手控えが窺える動きとなっている。

なお、設備投資は前期比年率8.1%（前期は同2.1%）と予想以上の回復を見せた。鉱業等の伸びで構築物投資が前期比年率22.1%（前期は同6.4%）と12年ぶりの急伸を見せたのが大きい。半面、構築物投資を除いた設備機器の伸びは同2.3%（前期は同0.3%）に留まった。

また、住宅投資は▲9.3%と1982年以来の6四半期連続でのマイナスを記録し、調整を続けている。足元でのサブプライム住宅ローン問題の広がりや住宅価格下落による買い手の手控えもあり、回復は来年後半にずれ込む可能性が強い。

以上のように、4-6月期の米国経済は、消費が低迷する中、鉱業（石油掘削を含む）等の設備投資が伸長するなど、原油価格高騰等の影響がなどさまざまな側面で窺われる状況となった。設備投資や輸出など企業部門の回復や国防費を中心とした政府支出の伸びを中心に成長率は上昇を見せたものの、一般の消費者には景気浮揚感に乏しい状況と言えそうだ。

なお、今回のGDP発表とともに、2004年以降の成長率が改定された。四半期ベースではほとんどの四半期で若干の下方修正が実施されたが、特に目立った修正ではなかった(図表1参照)。

(図表4) 米国実質GDPの内訳(前期比年率、%)

	2004	2005	2006	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV	2007-I	2007-II
実質GDP	3.6	3.1	2.9	4.8	2.4	1.1	2.1	0.6	3.4
個人消費	3.6	3.2	3.1	4.4	2.4	2.8	3.9	3.7	1.3
耐久財	6.3	4.9	3.8	16.6	0.8	5.6	3.9	8.8	1.6
非耐久財	3.5	3.6	3.6	4.5	2.3	3.2	4.3	3.0	▲0.8
サービス	3.2	2.7	2.7	2.1	2.7	2.0	3.7	3.1	2.2
設備投資	5.8	7.1	6.6	13.3	4.2	5.1	▲1.4	2.1	8.1
構築物	1.3	0.5	8.4	15.0	16.4	10.8	7.4	6.4	22.1
設備機器	7.4	9.6	5.9	13.0	▲0.1	2.9	▲4.9	0.3	2.3
住宅投資	10.0	6.6	▲4.6	▲0.7	▲11.7	▲20.4	▲17.2	▲16.3	▲9.3
在庫投資(寄与度)	0.4	▲0.2	0.1	▲0.5	0.5	0.1	▲1.3	▲0.7	0.2
純輸出(寄与度)	▲0.7	▲0.2	▲0.1	0.1	0.5	▲0.3	1.3	▲0.5	1.2
輸出	9.7	6.9	8.4	11.5	5.7	5.7	14.3	1.1	6.4
輸入	11.3	5.9	5.9	6.9	0.9	5.4	1.6	3.9	▲2.6
政府支出	1.4	0.7	1.8	4.9	1.0	0.8	3.5	▲0.5	4.2

(資料) 商務省

(消費の動向)

● 7月小売売上高は、6月のマイナスから回復

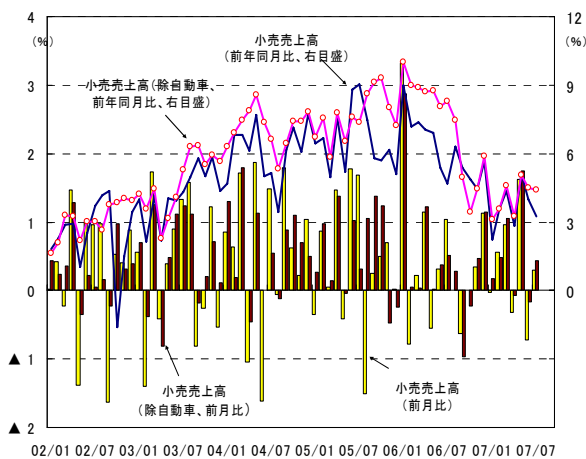
7月小売売上高は、前月比0.3%（6月同▲0.7%）と市場予想（0.2%）を上回った。また、自動車販売は同▲0.3%（6月同▲2.9%）と減少が続き、自動車を除いた小売売上高は前月比0.4%（6月同▲0.2%）と前月から改善した(図表5)。前月比の伸びが高かったのは、百貨店(同1.6%)、飲食店(同1.3%)、電気器具等(同1.0%)で、前月比マイナスは、専門小売店等(同▲2.3%)、ガソリンスタンド(同▲0.8%)、等だった。

なお、前年同月比では、年初以降、一進一退の動きが続いており、小売売上高全体が 3.2%、自動車販売除きは 4.4%と 6 月のそれぞれ 4.0%、4.5%からは低下した。

7 月はガソリン価格上昇が一服したことなどから、小売が持ち直しの動きを見せたものの、2006 年初をピークとする減速トレンドが収束したとは言えず、住宅ブーム収束や高水準にあるガソリン価格等からの消費抑制要因を、足許の堅調な所得増が下支えする形が続いている。

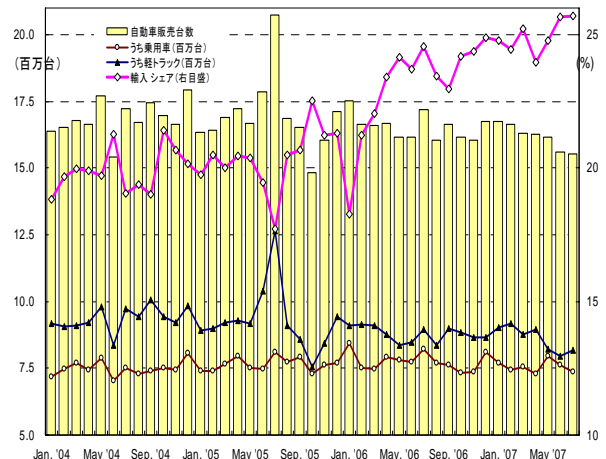
7 月の自動車販売を台数ベースで見ると、1554 万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同 1560 万台）から▲0.4%減少、7 ヶ月連続の減少となった。車種別の内訳では、軽トラックの増加（前月比+2.4%）の半面、乗用車が減少（同▲3.4%）し、国産・輸入別では、国産車（同▲0.5%）、輸入車（同▲0.2%）とも減少したが、輸入車の販売シェアは 25.7%と過去最高水準にある（図表 6）。自動車販売は、米国の景気減速やガソリン価格高騰の影響を受けて低水準の販売状況が続いている。7 月は各社がインセンティブ販売を拡大したにもかかわらず販売不振に終わったため、今後は販売テコ入れのため、一層インセンティブ販売を強める動きとなっている。

（図表 5）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表 6）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 月個人消費は、伸び率が低下～7 月年次改定により貯蓄率がプラスに転換

6 月の個人消費は前月比+0.1%（5 月は同+0.6%）と伸びを縮めた。所得面では、賃金所得が同+0.5%（5 月同+0.4%）と伸びを高め、可処分所得は同+0.4%（5 月同+0.4%）と横這いだった。このため可処分所得比の貯蓄率は 0.6%と前月（0.4%）から上昇した。前年同月比では、個人消費が+5.2%（5 月同+5.4%）、可処分所得が+5.5%（5 月同+5.8%）、賃金所得が+6.7%（5 月同+7.2%）と、いずれも前月から伸びを縮めている（図表 7）。

業種別に前年同月比の賃金所得の動きを見ると、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+7.4%と全体の伸びを引き上げている。また、製造業の賃金所得伸び率は+5.6%と 4 ヶ月連続で上昇している（図表 8）。

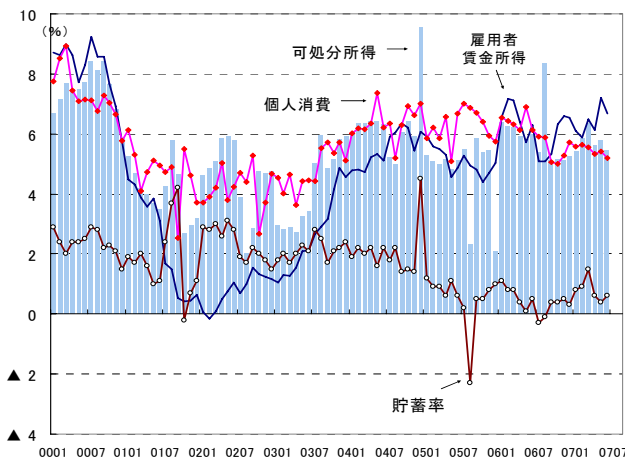
一方、FRB の注目する個人消費のコア価格指数は、6 月は 4 ヶ月連続で前月比 0.1%の伸び



を続け、前年同月比では 1.9%と 5月 2.0%から伸びを低下させている。

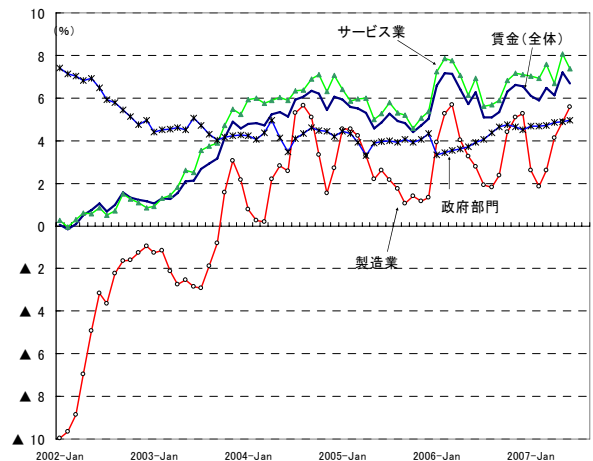
なお、個人消費統計でも GDP と同様に 7月に年次改定が行われ、2004 年以降の数値が改定された。特徴的なのは、賃金所得が上方改定されたため、旧ベースでは 2005 年 4 月以降マイナスを続けていた可処分所得比の貯蓄率が 2006 年 9 月以降はプラスに転換している点である。改定後の貯蓄率は、図表 7 の通りであり、2004 年以降の貯蓄率のマイナス月は 3 ヶ月のみに修正されている。

(図表 7) 個人所得・消費の推移 (前年同月比、%)



(資料) 米国商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

(図表 8) 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)

● 8月消費者マインド指数が急低下、7月 ISM 製造業指数も 4 ヶ月ぶりの低水準

8月ミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、83.3(前月 90.4)と一年ぶりの低水準に急低下した。内訳では、現況指数(前月 104.5→97.7)、期待指数(前月 81.5→74.1)とも低下した。ガソリン価格の高止まりの影響やサブプライム住宅ローン問題の広がり、7月下旬以降の株価下落等が影響したものと思われる(図表 9)。

7月コンファレンスボード消費者信頼感指数は、112.6と6月 105.3から上昇し、約 6 年ぶりの高水準となった。現況指数が 139.2(6月 129.9)、期待指数が 94.8(6月 88.8)とともに上昇している。7月統計は、サブプライム住宅ローン問題による株価急落前の統計であり、この時期には消費環境が改善していたことが窺われるが、8月指数(8/28 発表予定)の動向が注目される。

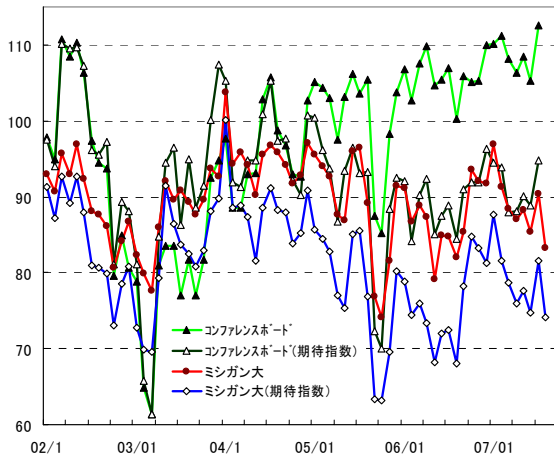
企業のセンチメントを示す ISM 指数では、7月製造業指数が 53.8と前月(56.0)や市場予想(55.0)をともに下回り、3月以来の低水準となった。生産指数が急落(前月 62.9→55.6)するなど多くの主要指数が低下する中、上昇は、在庫指数(前月 45.3→48.5)、輸出指数(前月 56.0→56.5)等に留まった(図表 10)。

一方、7月の非製造業事業活動指数は 55.8と6月 60.7から大幅に低下、市場予想(59.0)

も大きく下回り、製造業指数と同様に3月以来の低水準となった。主要指数では、新規受注（前月 56.9→52.8）や雇用指数（前月 55.0→51.7）の低下が目立った。

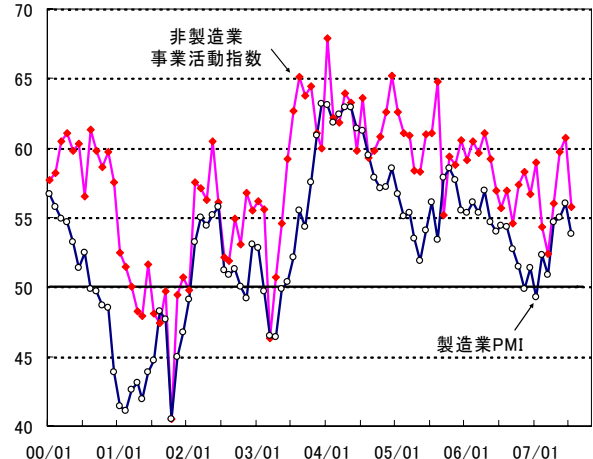
I S M指数は、昨年末から1-3月期にかけての低下を経て、4-6月期は、製造業・非製造業ともに改善を見せたものの、住宅市場低迷持続や原油・ガソリン高騰を受け、7月は一転3月以来の低水準に低下の動きとなっている。

(図表9) 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10) I S M指数の推移



(資料)Institute for Supply Management

(住宅市場)

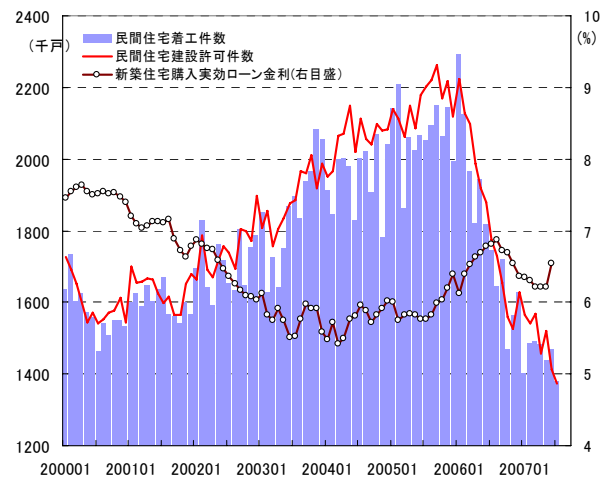
●新規住宅着工・住宅着工許可件数とも急減し、約10年半振りの低水準に落ち込み

7月新規住宅着工件数は、年率138.1万戸（前月比▲6.1%）と大幅な減少、市場予想（同140万戸）を下回り、97年1月（同140万戸）以来の低水準となった。一方、先行指標となる住宅着工許可件数も、年率137.3万戸（前月比▲2.8%）と低下、96年10月（同135.8万戸）以来の低水準となった（図表11）。

住宅着工は、1月（同140.3万戸、前月比▲13.9%）の大幅な落ち込み後、140万戸台で踊り場の推移を見せていたが、最近のサブプライム住宅ローン問題の拡大等で住宅販売が悪化、販売在庫も積みあがっており、7月の着工実績の再低下もこうした状況による

ものと言えよう。先行指標となる住宅着工許可件数もともに悪化したため、先行きの警戒感も強く、住宅市場の調整にはしばらく時間を要するものと思われる。

(図表11) 住宅着工の推移(月別)



(資料)米国商務省

(生産部門・雇用の動向)

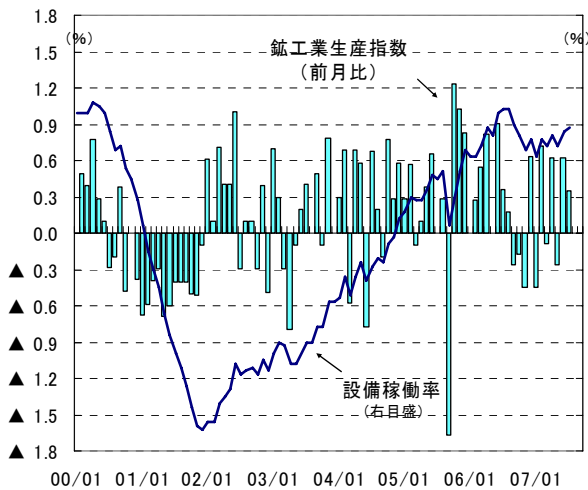
● 7月鉱工業生産・稼働率は、ともに続伸

7月の鉱工業生産指数は前月比0.3%（6月同0.6%）と上昇、市場の予想と同じだった。連月の増加となったが、連月増は昨年8月以来のこととなる。うち製造業では同0.6%（6月同0.6%）伸びを見せたが、業種別では、自動車が前月比2.6%（6月同2.4%）、ハイテク産業が同1.5%（6月同1.2%）と好調な伸びとなり、全体を押し上げた。このため、これらの2業種を除いたベースでの鉱工業生産指数は前月比0.1%（6月同0.4%）に低下する。一方、構成比の20.5%を占めるエネルギー関連の生産は同▲0.6%（6月同0.2%）と落ち込みを見せており、これを除くと鉱工業生産指数は前月比0.6%（6月同0.7%）に上昇する(図表12)。

なお、原材料を除く最終財（構成比57%）は前月比0.3%（6月同0.8%）となるが、うち消費財が同0.3%（6月同1.0%）と前月から伸びを低下させているのに対し、事業用機器は同1.0%（6月同0.9%）と伸びを高めた。事業用機器では自動車や民間航空機等の輸送機器が同1.0%、情報機器が同0.7%と好調な伸びを続けている。

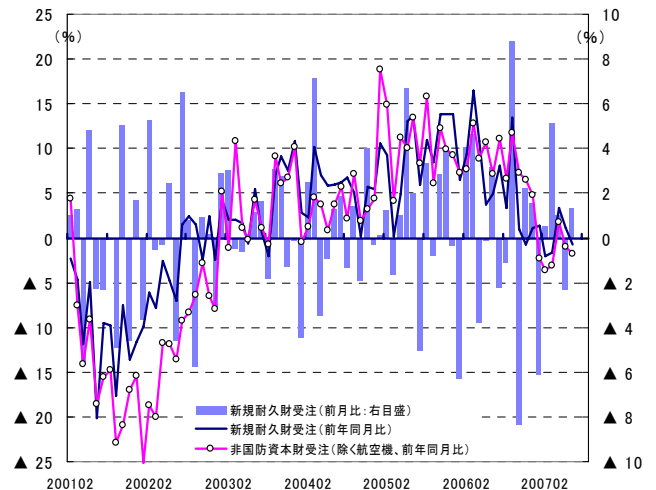
一方、7月の設備稼働率は81.9%と6月81.8%から上昇し、昨年9月以来の高水準となった。製造業が80.7%（6月80.4%）と上昇したが、ここでも自動車の80.4%（6月78.1%）への回復が目立った。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2006年の平均81.0%）は2005年12月以降、継続的に上回っており、全般的な稼働率水準はややタイトな状況での操業を維持している。

(図表12) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表13) 新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

6月新規製造業受注は前月比0.6%（5月同▲0.5%）、新規耐久財受注は同1.3%（5月同▲2.4%）といずれも前月から回復し、プラスに転じた。業種別に見ると民間航空機が同30.6%の大幅増となり、同部門を含む輸送機器が前月比7.1%（5月同▲7.1%）となった他、建設機械の増加（同23.5%）等で機械部門も同2.5%（5月同▲0.7%）とプラスに転じた。一方、コンピ



ュータ・電子機器は同▲3.6%、電気器具は同▲0.4%とマイナスとなり、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）は同0.0%（5月同▲1.5%）と横這いに留まった。

なお、前年同月比では耐久財受注が▲0.8%、非国防資本財受注（除く航空機）は同▲1.8%のマイナスとなった(図表 13)。

また、6月の製造業在庫は前月比0.3%（5月は同+0.4%）、出荷が前月比▲0.6%（5月は同0.8%）となったため、製造業の在庫/出荷倍率は1.25と5月の1.24から上昇した。

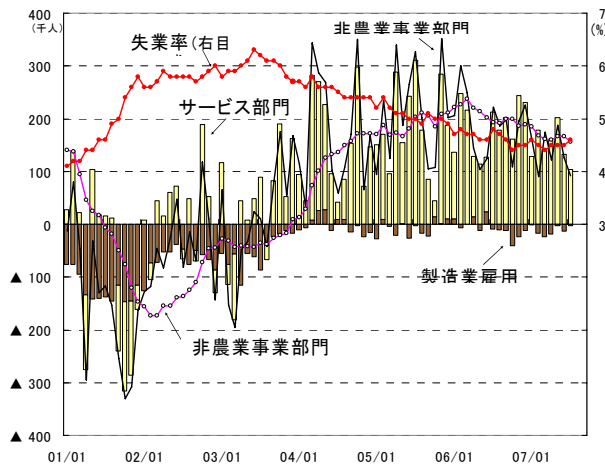
### ● 7月雇用者増は、予想を下回る 9.2 万人に

7月の非農業事業部門の雇用者増は、前月比9.2万人と市場予想の12~13万人を下回り2月以来の低水準となった(図表 14)。また、6月雇用者増が13.2万人から12.6万人へ、5月は19.0万人から18.8万人へと若干の下方修正が行なわれた。これにより2007年初から7月までの月平均雇用者増は13.6万人となり、2006年の同18.9万人、2005年の同21.2万人との比較では減少が目立つ状況となっている。最近の景気減速が雇用にも反映された形と言えよう。

業種別に見ると、製造業で▲0.2万人と昨年7月以来の減少を続けているほか、建設業では▲1.2万人と減少に転じ、サービス部門では10.4万人(前月13.3万人)と増加幅が縮小した。サービス業の中では、ヘルスケア3.6万人、飲食店2.2万人、専門・技術サービス2.6万人、金融・保険2.1万人等の増加となった半面、人材派遣(Employment services)は▲2.1万人、政府部門で▲2.8万人の減少となった。一方、7月の失業率は4.6%と6月の4.5%から上昇したが、労働省では「失業率は昨年9月以来4.4%~4.6%の狭いレンジの中での上下の動きが続いており、本質的な変化はない」とコメントしている。

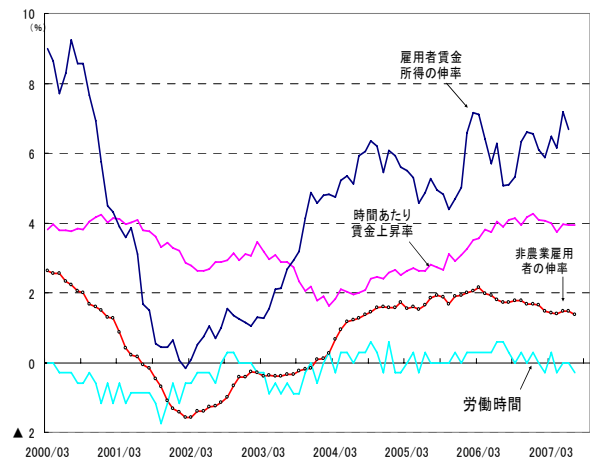
また、週平均の労働時間(民間)は33.8時間と前月33.9時間から減少した。時間当たりの平均賃金(民間)は17.45ドル(前月比0.3%)と前月(同0.4%)から伸びを縮めたが、前年同月比では3.9%と前月と同水準にある。雇用増加ペースが鈍化を見せる中、賃金上昇率の高止まりが賃金所得の伸びを支えている形である(図表 15)。

(図表 14) 雇用増減の推移(前月比)



(資料)労働省

(図表 15) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(資料)労働省、商務省

(物価の動向)

●エネルギー価格の影響を受けるも、コアCPI・PPIはともに安定した動き

7月CPI(消費者物価)は前月比0.1%(6月同0.2%)と8ヵ月ぶりの小幅な上昇に留まり、市場予想(同0.1%)と一致した。2007年前半のCPIは、エネルギー価格上昇に伴い上昇を見せていたが、7月はエネルギー価格が同▲1.0%と低下したことにより、落ち着きを見せた。また、エネルギー・食品価格を除いたコアCPIは前月比0.2%と6月の同0.2%と同率で、こちらも市場予想と一致した(図表16)。

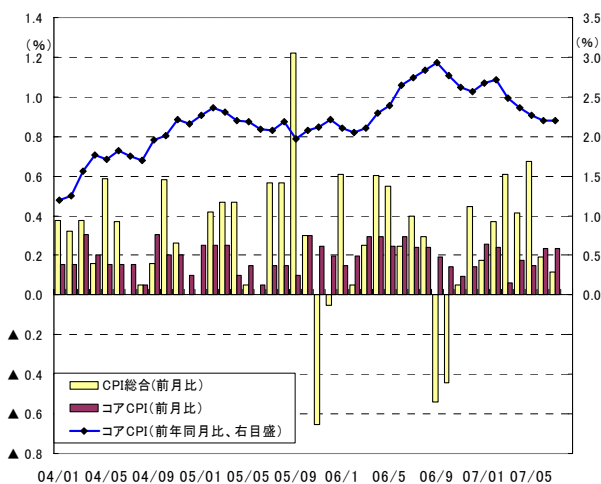
前年同月比では、CPIが2.4%となり、コアCPIは2.2%と5ヵ月連続で低下した。コアCPIの内訳を見ると、耐久財(同▲2.1%)の下落等を中心とした財物価の低下の一方、家賃や医療費等の上昇によるサービス物価の上昇が目される。

労働省によると、年初から7月までのCPI上昇率は、年率4.5%と2006年の2.5%を大きく上回っているが、これは、エネルギー価格が2006年は2.9%の上昇だったのに対し、2007年は7月までに年率21.3%にも昇ることによる。一方、7月までのコアCPIの上昇率は年率2.3%となるが、昨年1年間の上昇率2.6%からは低下している。

7月PPI(生産者物価、最終財)は前月比0.6%(6月▲0.2%)と市場予想(0.2%)を上回り、前月から大きく上昇した(図表17)。これは、エネルギー価格が前月比2.5%と高めの上昇を見せたことが大きい。そのため、エネルギー・食品価格を除いたコアPPIでは、同0.1%(6月0.3%)と低下して市場予想(0.2%)を下回り、3ヵ月ぶりの低水準となった。

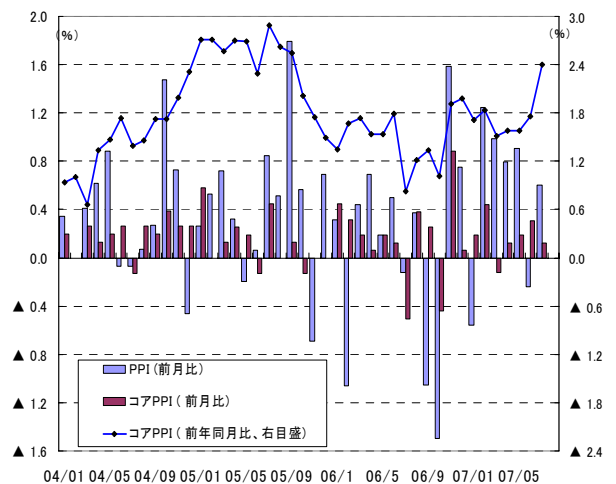
前年同月比では、PPIは3.9%(6月3.2%)、コアPPIは2.4%(6月1.8%)と前月からやや急な上昇を見せているが、これは昨年7月に自動車価格低下で落ち込んだ一時的な影響によるものと思われる。ただし、昨年大幅な上昇となったPPI(中間財)からの上昇圧力は、なお残存していると考えられ、しばらく注視する必要がある。

(図表16) 消費者物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

(図表17) 生産者物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

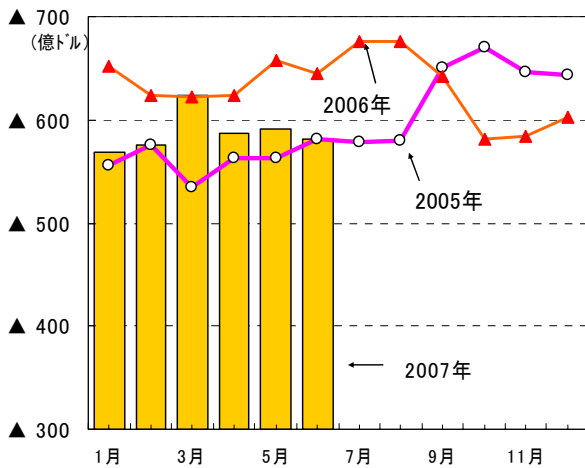
(貿易の動向)

● 6月貿易赤字は縮小へ

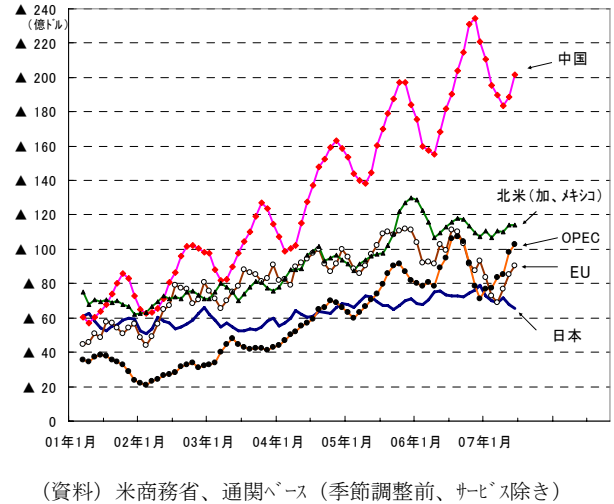
6月の財・サービスの貿易赤字は、▲581億ドル(国際収支ベース、季節調整済)と前月(▲592億ドル)を▲1.9%下回り、本年2月以来の低水準となった。前年同月比の赤字額も▲9.9%と前年を大きく下回っており、今年になって前年を上回ったのは3月のみとなる(図表18)。また、前年同月比で輸出入の動きを見ると、輸出の11.2%の伸びに対し、輸入は3.8%の伸びに留まっており、輸出の伸びが赤字減少をもたらしている。また、財輸入を石油とその他に分けると、石油輸入は前年同月比▲1.1%であるのに対し、その他の伸びが同4.6%となっており、前年比での輸入増加は石油以外の財輸入による。このため6月輸入に占める石油のシェアも16.3%と1年前の17.1%から低下している。

一方、6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▲212億ドル(前月比5.7%)と連月で拡大し、赤字全体の32.9%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メキシコ63.9億ドルで、以下、日本の62.8億ドル、カナダ57.7億ドル、ドイツ33億ドルと続く。なお、対メキシコの赤字が日本を上回ったのは、対メキシコ収支が赤字に転じた95年以来初めてのこととなる(図表19)。

(図表18) 貿易収支の推移(財・サービス、月別)



(図表19) 国・地域別貿易収支(月別、3ヵ月移動平均)



(金融政策の動向)

●FRBが金融市場の混乱收拾に向け、公定歩合引下げを含む緊急措置を実施

FRBは8/7開催のFOMC(米連銀:連邦公開市場委員会)で、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月に最後の引き上げが実施され、同8月のFOMCで据え置きが決定されたが、その後、ほぼ1年余に渡って同水準が続き、今回で9回連続の据え置き決定となる。

この会合では、景気のダウンサイドリスクが増加しつつあるとの見方を示したものの、従来からのインフレ重視の姿勢を維持し金利を据え置いた。市場では、最近のサブプライム住宅ローン問題等の拡大により、金利据え置きを予想通りとしながらも、これまでのインフレ警戒スタンスを中立的なスタンスに戻すとの期待があったため、失望感が出ていた。

閉会後に発表されたFOMCの声明文を読み返して見ると、金融市場の変動、信用市場がタイトになったこと、景気のダウンサイドリスクが高まったこと等、景気に対してネガティブな側面への言及が急増しており、FRBがそうした状況を注視していることが明らかにされている。この点、金融市場の混乱が一層深刻になるのであれば、実体経済への影響が増幅されるため、FRBが利下げを含めた事態の收拾も有り得ることを示唆していたとも解釈できよう（詳細は、8月8日付、経済・金融フラッシュ54号参照）。

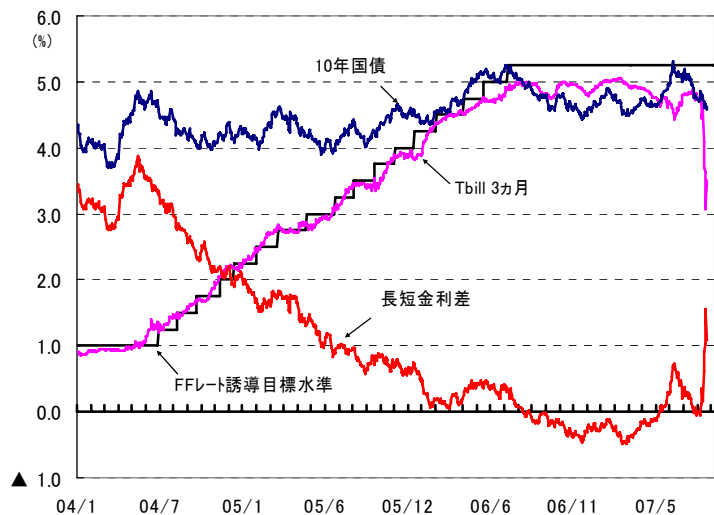
しかし、FOMCの2日後にはサブプライム問題が欧州に飛び火して資金需要の逼迫・株価の急落を招き、ECBとともにFRBも緊急の資金供給を行うこととなる。その後も金融市場の混乱は続き、翌週には、米国のみならず世界の株式市場が急落する事態が生じた。

こうした混乱の收拾に向け、FRBは、8月17日に公定歩合の0.5%の切下げを発表した。ただし、FF目標金利は据え置かれたため、その金利差は1%から0.5%に収縮している。FRBでは、緊急のFOMCを開き、「金融市場の状況悪化により、成長の下方リスクが目に見えて高まった」と判断し、「金融市場の混乱が経済に与える悪影響を緩和するため、必要に応じて行動する用意がある」との声明文を発表した。公定歩合の引下げは、この声明文を受けた形で、FRB理事会で決定されたものである。これにより、公定歩合は6.25%→5.75%へと引下げられ、また、借り手は最長30日まで借入期間の更新が可能となった。

こうした措置は、金融機関の資金繰りを改善しようが、サブプライム証券を抱えたファンドが市場の混乱により保有証券を売却できないのであれば、ファンド自身への解約要請等には対応できない。買い手の居なくなったサブプライム証券の受け入れ先を作ることで、あるいはFRBないし政府機関が買い取りを検討することが次の対応策となるが、買い取り価格の設定や様々な制約もあって喫緊の対応には困難が伴

う。また、投機的なファンドの救出はFRBや政府機関の役目ではないとの考えも障害となる。そうであれば、利下げを含めた大幅な金融緩和策の方が迅速かつ市場の共感を呼ぶというのだろうか、市場サイドでは、公定歩合の引下げに続く措置として、FF目標金利の利下げを含めた

(図表 20) 米国：長短金利の推移





一層の緩和策が取られるか否かに注目している。

この点、上記の FOMC 声明文では、ダウンサイドリスクが目に見えて高まったと判断し、必要な措置を取るとしており、現状の大幅な改善がなければ、速やかな利下げもありうる状況と言えよう。ただし、金融市場が小康状態を保つのであれば、FF 目標金利の利下げに関しては、もうしばらく様子を見ることも考えられる。バーナンキ議長は先の議会証言で住宅市場の調整進行により最も懸念されるのは、住宅価格下落による消費への影響であると証言していた。FRB としては、金融業界の混乱とともに、実体経済への影響を注視している。その点、8/30 発表の 4-6 月期の全米住宅価格指数や 8 月雇用統計 (9/7 発表) 等が注目されよう。また、7 月までは落ちついた動きを見せている物価についても、次回 FOMC (9 月 18 日開催予定) までにもう一巡確認したいところであろう。