

# Weekly エコノミスト・レター

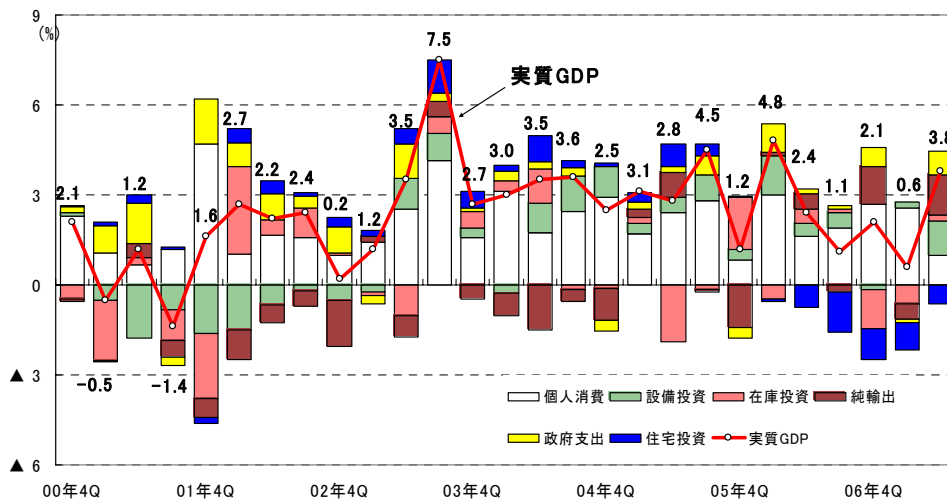
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～深刻さ増す住宅不況

### < 米国経済の動き >

1. サブプライム問題に端を発する8月の金融市場の混乱は、住宅市場の一段の悪化を招いた。住宅市場冷え込みが今後の米景気に対する深刻なリスクとなりつつある。
2. 月末発表の7-9月期 GDP（速報値）は、個人消費の増加により、市場では2%台後半が予想されているが、一時的な要因（インセンティブ販売による自動車販売増）による所も大きく、景気減速の見方を変えるものとはならないだろう。
3. また、月末にはFOMCが開催される。FRBは、サブプライム問題の拡大から生じた8月の金融市場の混乱に対し、9/18には政策金利であるFF目標金利の0.5%利下げを実施。その後、10/17に公表のページブックでも景気認識を下方修正しており、現状では利下げのスタンスは維持されると思われる。

(図表1) 米国：実質GDPの推移と寄与度内訳



(資料) 米国商務省

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]

#### ●警戒強まる住宅市場の悪化

8月のサブプライム問題の欧州への飛び火による金融市場の混乱は、冷え込んでいた米国の住宅市場の悪化に拍車をかけた。9月の住宅着工件数は119.1万戸と14年ぶりに120万戸を割り込んだ。今次住宅ブームの起点とも言える9.11テロ事件直後のボトムが154万戸(2001年10月)だったのを考慮すると、それをはるかに下回る水準となる。10/17に公表されたベージュブックでは、住宅市場の悪化について、着工件数だけでなく、販売件数、価格についても下落を強めているとし、個人消費や企業生産への影響をにじませるものとなった。

住宅市場悪化による影響は、今や米国経済にとって最大のリスクとなっており、財務省、FRBとも警戒を強めている。ポールソン財務長官は、「サブプライム住宅ローンに限らず、一般の住宅ローンについても返済トラブルが増えつつあり、問題の再発防止のために規制の強化が必要かもしれない」と、これまでのブッシュ政権の市場主義とは異なる異例の発言を行った。

一方、FRBが最も警戒しているのは、住宅市場の冷え込みが住宅価格下落を加速させ、消費を抑制することである。FRBが重視しているOFHEO(連邦住宅企業監督局)の全米住宅価格指数は、4-6月期は前年比3.2%と上昇したが、地域毎の差が大きいのが米国の特徴でもあり、すでにマサチューセッツ州やカリフォルニア州など5つの州では価格下落に転じていた。最近の状況を考慮すれば、かなりの州で価格下落が生じていると見られ、既に、FRBの警戒は現実化しつつあると思われる。地域によっては、住宅価格の下落による逆資産効果により消費への影響が指摘される状況も見受けられる。

こうした状況が警戒されているにもかかわらず、マクロ的な経済指標はそれほど悪化しているわけではない。月末31日には7-9月期GDPが発表されるが、現時点の市場予想は2%台後半と落ち込んでいるわけではない。

米国のGDPは、1-3月期に0.6%(実質、前期比年率、以下も同じ)へと急低下したものの、4-6月期GDP(9/27発表の確報値)は3.8%と急伸した。しかし、高成長にもかかわらず個人消費は急低下、住宅投資も冷え込みを強め、景気減速の見方を変えるものではなかった。7-9月期は自動車のインセンティブ販売等で消費が持ち直し、GDPを押し上げると見られるが、持続的な要因とは言えず、景気の減速方向は変わらないと思われる。

#### 《4-6月期GDPの内訳》

4-6月期GDPを押し上げた要因としては、設備投資が2.1%から11.0%に、政府支出が▲0.5%から4.1%に、純輸出が寄与度▲0.51%から1.32%に、在庫投資が寄与度▲0.65%から0.22%に改善したことが挙げられる。半面、自動車販売の不振で耐久財消費が前期の8.8%から1.7%に、また非耐久財消費が3.0%から

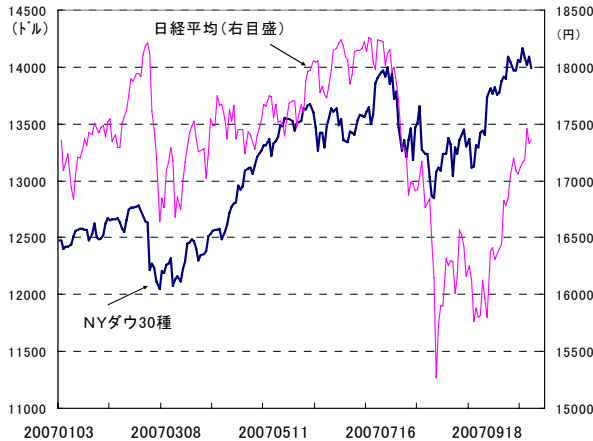
▲0.5%に下落、消費支出の伸びは前期の 3.7%から 1.4%に急低下し、住宅投資は▲16.3%から▲11.8%と 6 四半期連続のマイナスとなった。

一方、金融政策では、8 月に入ってサブプライム問題が欧州に飛び火すると、ECB と FRB は協調して巨額の資金供給を開始し、FRBは9月 18 日のFOMC（連邦公開市場委員会）で F F 目標金利を▲0.5%引下げ 4.75%とした。FRBの目標金利の引き下げは 2003 年以来約 4 年ぶりのこととなる。

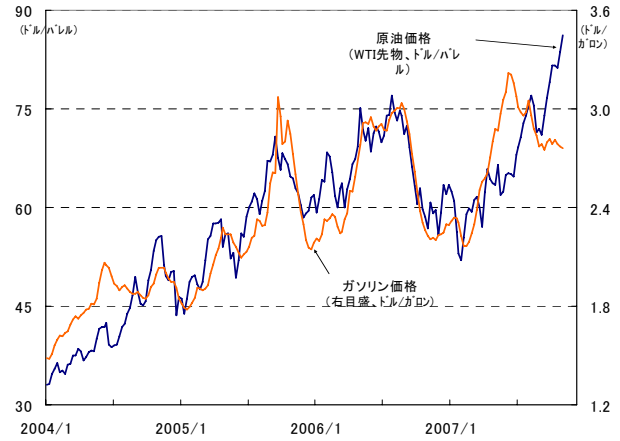
月末 30・31 日にはFOMCが開催されるが、9月雇用統計では8月発表の雇用減が一転大幅に上方修正され、また、9月小売売上高が予想を上回る伸びを見せたことから、市場では、利下げと金利据え置きとに見方が分かれている。ただし、“民間”雇用については減少傾向にあり、小売売上高を押し上げたのもインセンティブ販売による自動車販売増とガソリン価格上昇による所が大きいなど、FRBが景気減速の見方を変える指標となったとは思えない。上記のページブックでも景気認識を下方修正していることから、利下げ方向でのスタンスに変更はないものと思われる。

そのほか、最近の原油価格の高騰は気懸かりである。中東情勢の緊迫から、WTI先物価格は一時 89.69ドル/バレル(10/18)を付け過去最高を更新した。今後、ガソリン価格が追随すれば、消費には抑制的となる一方、インフレを刺激するため、金融政策の舵取りは一層難しくなる。

(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

\*\*\*\*\*

(消費の動向)

● 9月小売売上高は、前月比 0.6%に回復

9月小売売上高は、前月比 0.6%（8月同 0.3%）と市場予想（0.2%）を上回った。特に、ガソリンスタンドが同 2.0%（8月同▲2.6%）、自動車販売が同 1.2%（8月同 3.3%）と高い伸びとなったため、自動車とガソリンを除いた小売売上高は前月比 0.2%（8月同▲0.1%）に低下する。なお、自動車を除いた小売売上高は、前月比 0.4%（8月同▲0.4%）に留まる（図表 4）。

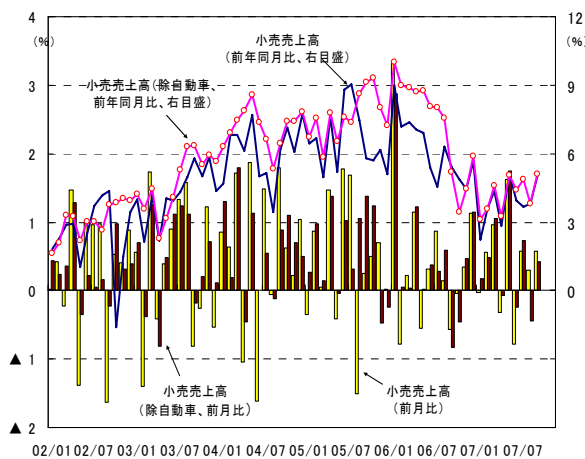
その他、前月比の伸びが高かったのは、通信販売（同 1.1%）、ヘルスケア（同 1.1%）等で、反対に低かったのは、スポーツ用品・書籍等（同▲0.7%）、百貨店（同▲0.5%）等となる。

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 5.0%（8月 3.8%）、自動車販売除きは 5.1%（8月 3.8%）となり、8月分からは上昇した。

9月小売売上高は、自動車とガソリン販売増により持ち直しの動きを見せたものの、米経済の減速トレンドは続いていると見られ、住宅市場の冷え込み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。

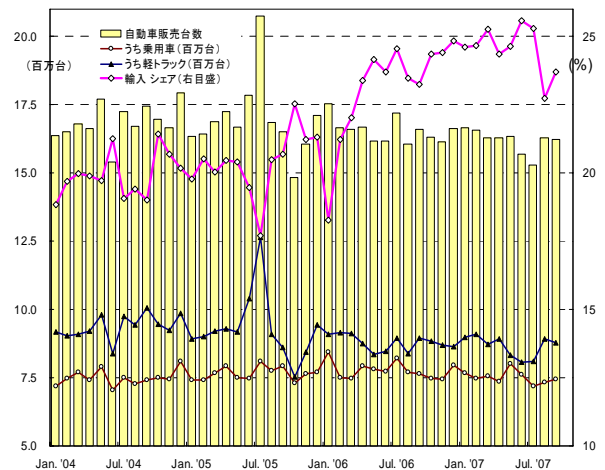
9月の自動車販売を台数ベースで見ると、1623万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同1627万台）から▲0.3%減少となった。車種別の内訳では、乗用車の増加（前月比1.5%）の半面、軽トラックが減少（同▲1.7%）し、国産・輸入別では、国産車減少（同▲1.5%）の半面、輸入車が増加（同4.1%）したため、輸入車の販売シェアは23.7%と急低下した先月（同22.7%）から回復した(図表5)。自動車販売は、米国の景気減速やガソリン価格高騰の影響を受けた環境悪化の中、各社のインセンティブ販売拡大によって8月以降再び年率1600万台への持ち直しの動きを見せている。今後は、サブプライム問題の拡大等住宅市場の冷え込みの影響が強まると予想され、販売状況もインセンティブ次第の側面が強くなってこよう。

(図表4) 小売売上高の推移



(資料)米商務省

(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

### ● 8月個人消費は、伸び率が回復

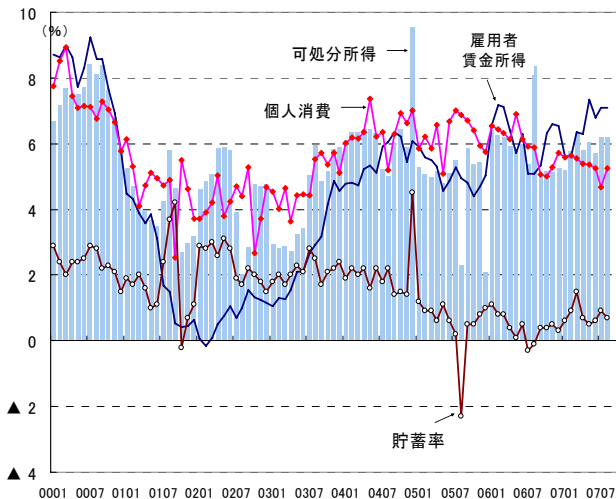
8月の個人消費は前月比 0.6%（7月は同 0.4%）と伸びを高めた。所得面では、賃金所得が同+0.2%（7月同 0.4%）、可処分所得は同 0.4%（7月同 0.6%）と伸びを低下させた。このため可処分所得比の貯蓄率は 0.7%と前月（0.9%）から低下した。前年同月比では、個人消費が 5.2%（7月同 4.8%）と上昇、可処分所得が 6.2%（7月同 6.2%）、賃金所得が+7.1%（7月同+7.1%）と前月から横這いとなった(図表6)。

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

の賃金所得伸び率が 8.2%と高く、全体の伸びを押し上げた。一方、製造業の賃金所得伸び率は 6.2%と連月の下落となった(図表 7)。

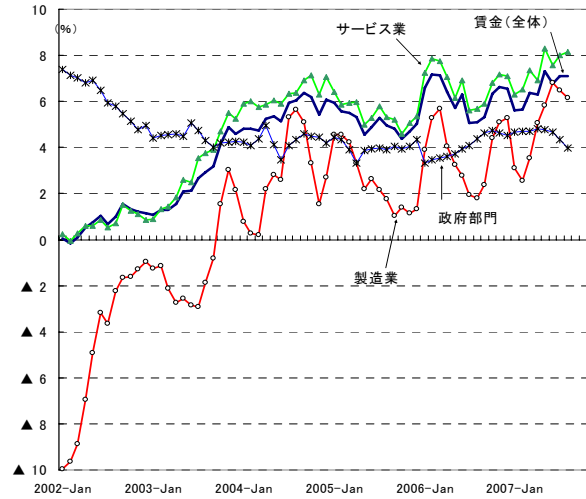
また、FRB の注目する個人消費のコア価格指数は、8月 は6 ヶ月連続で前月比 0.1%の伸びを続け、前年同月比では 1.8%と前月 (1.9%) より低下、6月以降3 ヶ月連続で 2.0%を割り込んだ推移を見せている。

(図表 6)個人所得・消費の推移 (前年同月比、%)



(資料) 米商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

(図表 7)部門別賃金所得の伸び率(前年同月比、%)



(資料) 米商務省

(景況感)

●10月消費者マインド指数が低下、9月 ISM 製造業指数も3ヶ月連続で低下

10月 ミシガン大学消費者マインド指数 (速報値) は、市場予想 (84.0) を下回り、82.0 (前月 83.4) と昨年8月以来の低水準となった。内訳では、現況指数 (前月 97.9→98.2) がやや持ち直したものの、期待指数 (前月 74.1→71.6) が低下した。サブプライム住宅ローン問題の広がりによる景気の先行き不透明感の高まりや原油価格の上昇が影響したものと思われる(図表 8)。

また、9月コンファレンスボード消費者信頼感指数は、99.8と8月 105.6から連月の急低下を見せ、2005年11月 (98.3) 以来の低水準となった。現況指数が 121.7 (8月 130.1)、期待指数が 85.2 (8月 89.2) と共に低下している。9月統計は、サブプライム住宅ローン問題による市場への影響が大きかった時期でもあり、現況指数の低下がより目立っている。

企業のセンチメントを示す ISM 指数は、9月製造業指数 (PMI) が 52.0 と3ヶ月連続での低下 (8月は 52.9) となった。市場予想 (52.5程度) をやや下回り、3月 (50.9) 以来、6ヶ月ぶりの低水準となる。同指数は本年1月に 49.3 と製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる 50を下回ったものの、その後6月には 56.0まで回復し、再び低下の動きを続けている。ただし、2月以降は7ヶ月連続で 50を上回っており、製造業の拡大がなお持続していることを示した。

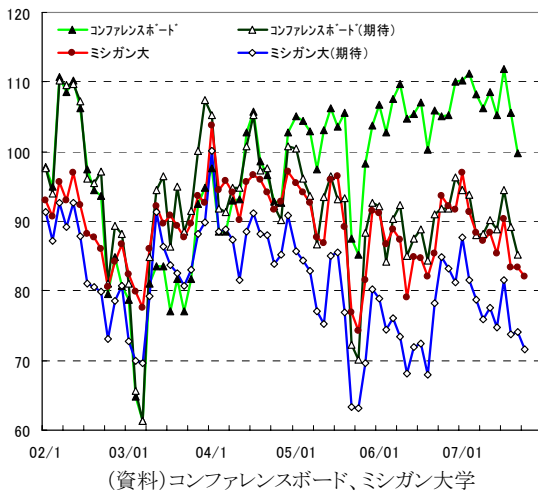
一方、9月 ISM非製造業事業活動指数は 54.8と8月 (55.8) を下回ったが、市場予想とは



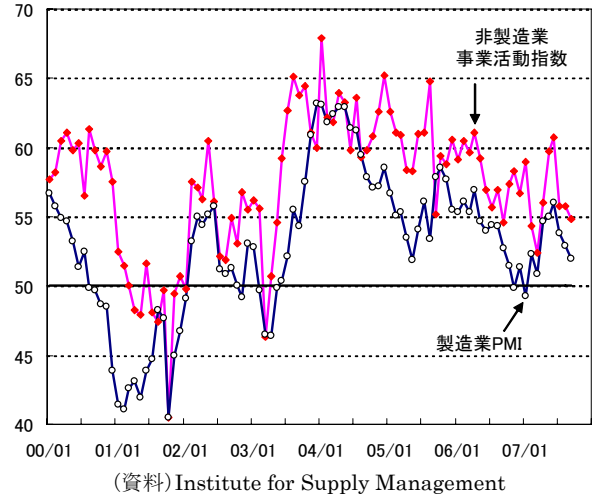
ば同じだった。水準としては、製造業指数と同様に、3月 52.4 以来6ヵ月ぶりの低水準となる。

9月ISM指数に見られる企業のセンチメントは、製造業・非製造業とも低下推移を辿っているが、年初に落ち込んだ水準をなお上回っており、急に景気が失速する状況を呈しているわけではない。ただし、住宅市場は一段の冷え込みを強めており、今後、消費を中心に实体经济への影響が強まると予想されるため、消費に近い非製造業指数の動きにより注目しておきたい(図表9)。

(図表8) 消費者信頼感指数の推移



(図表9) ISM指数の推移



(住宅市場)

●新規住宅着工が急減、約14年半振りの低水準に落ち込み

9月新規住宅着工件数は、年率119.1万戸(前月比▲10.2%)と大幅な続落、市場予想(同128万戸)を大きく下回り、93年3月(同108万戸)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122.6万戸(前月比▲7.3%)と低下、95年3月(同122.6万戸)以来の低水準となった(図表10)。

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、販売在庫が積みあがる等、急速な冷え込みを見せており、9月の着工実績の大幅低下もこうした状況を反映したものと言えよう。先行指標となる住宅着工許可件数も共に悪化したため、先行きの警戒感も強く、住宅市場の調整はさらに不透明感を増している。

●8月新築住宅販売戸数は、7年ぶりの低水準

8月の新築一戸建住宅販売は、年率79.5万戸(7月は86.7万戸)と市場予想の82.5万戸を下回った。3月に同83.0万戸と落ち込んだ後、一時持ち直しの動きもを見せていたが、2000年6月79.3万戸以来の低水準となった。なお、前年同月比では▲21.2%の低下となる。地域別の動きはまちまちであり、中西部地域が前月比+2.3万戸、北東部が同+2.2万戸の増加を見せた半面、構成比で過半を占める南部は同▲7.0万戸、西部が同▲4.7万戸の減少となった(図表11)。

一方、新築一戸建て販売価格（中央値）は22.57万ドル（前月比▲8.3%、前年同月比▲7.5%）に下落、2005年1月（22.31万ドル）以来の低水準となった。なお、8月末の在庫は52.9万戸、販売の8.2ヵ月分と好調時（3～4ヵ月）の倍を超える高水準にある。

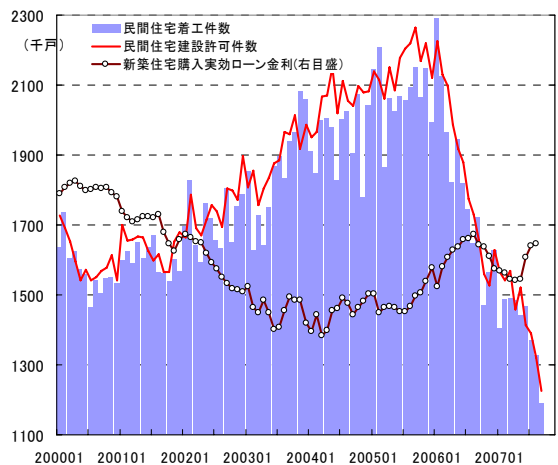
### ● 8月中古住宅販売急低下～過去最高水準の在庫増に警戒感

8月中古住宅販売は、前月比▲4.3%の年率550万戸となり、市場予想の548万戸を若干上回った。また、前年同月比では▲12.8%の低下となる。中古住宅販売は、2005年9月に年率721万戸のピークをつけた後下降傾向を続け、今回発表値は今年3月以降6ヵ月連続の減少で、2002年8月以来の低水準となる。地域別では、西部が前月比▲11万戸、中西部が同▲7万戸、南部が同▲6万戸、北東部が▲6万戸といずれもマイナスとなった。前年同月比では西部が▲21.7%とマイナス幅が大きかった(図表11)。

また、8月の中古住宅販売価格（中央値）は、22.45万ドル（前月比▲1.8%、前年同月比+0.2%）となった。一方、在庫は458.1万戸（前月比0.4%、前年同月比19.2%）とさらなる積み上がりの動きを見せ、販売戸数比でも10.0ヵ月分（7月は9.5ヵ月分）と急速に悪化、NARが統計を始めた99年以来の最高水準となった。因みに住宅ブーム下の2005年は同4.5ヵ月分と現在の半分以下だった。

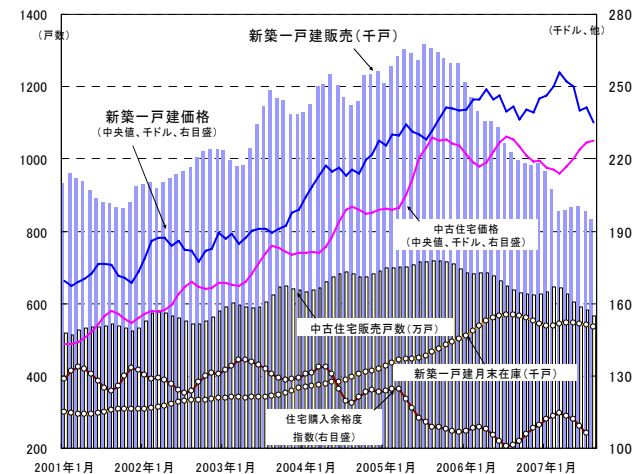
8月の住宅市場では、サブプライム問題の深刻化により信用収縮の動きが広がった。FRBのベージュブックでも住宅ローンの貸付基準の引き上げにより、住宅市場が相当な影響を受けていることが指摘されている。販売状況の数値もそうした動きを反映したものと見えよう。

(図表10) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 商務省

(図表11) 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



(資料) 商務省、NAR

(生産部門・雇用の動向)

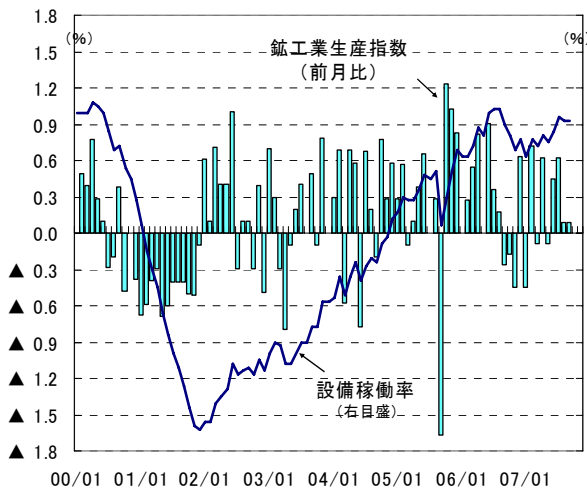
● 9月鉱工業生産は、4ヵ月連続の上昇

9月の鉱工業生産指数は前月比0.1%（8月同0.0%）と上昇、市場の予想と同じだった。なお製造業では同0.1%（8月同▲0.4%）の伸びを見せた。主要業種別では、自動車は前月比▲3.3%（8月同▲1.6）と低下が目立ち、ハイテク産業は同0.4%（8月同1.0%）と伸びを縮めた。自動車の低下にはGM社のストの影響がある。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0.2%（8月同0.1%）と若干上昇する。一方、構成比の20.5%を占めるエネルギー関連の生産は同0.1%（8月同2.0%）と伸びが低下した（図表12）。

なお、原材料を除く最終財（構成比57%）は前月比0.0%（8月同0.0%）と変化がなかったが、うち消費財が同▲0.3%（8月同▲0.1%）と伸びを低下させているのに対し、事業用機器は同0.4%（8月同▲0.5%）と伸びを高めた。

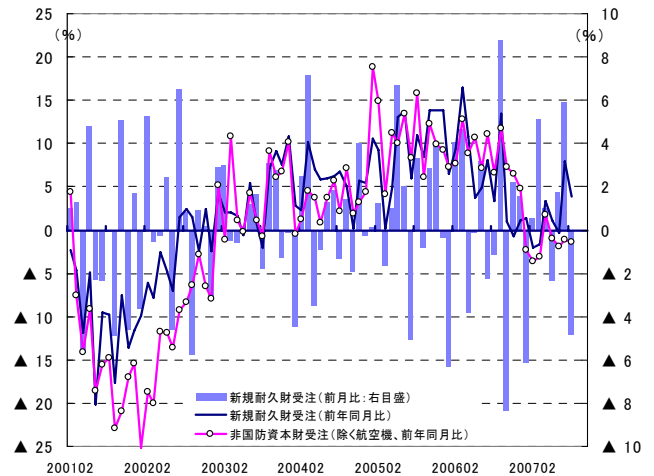
一方、9月の設備稼働率は82.1%と8月から横這い、7月以降82%台の高水準を保っている。製造業が80.4%（8月80.5%）とやや低下したが、ここでも自動車が75.8%（8月78.1%）と低下が目立った。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2006年の平均81.0%）は2005年12月以降、継続的に上回っており、全般的な稼働率水準はややタイトな状況での操業を維持している。

(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

8月新規製造業受注は前月比▲3.3%（7月同3.4%）、新規耐久財受注は同▲4.9%（7月同5.9%）といずれも前月から一転し、マイナスに転じた。業種別に見ると民間航空機が同▲39.9%の大幅減、自動車も同▲8.5%（7月同10.7%）と減少し、両業種を含む輸送機器部門が前月比▲11.1%（7月同11.7%）となった他、建設機械の減少（同▲32.4%）等で機械部門も同▲5.0%（7月同▲0.7%）とマイナスとなった。また、コンピュータ・電子機器同▲2.0%、金属同▲2.7%と多くの部門がマイナスとなり、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）



も同▲0.5%（7月同0.9%）と2ヵ月ぶりにマイナスに転じた。

前年同月比では耐久財受注が3.9%とプラスとなったが、非国防資本財受注（除く航空機）は同▲1.4%と4ヵ月連続でマイナスとなった(図表13)。

一方、8月の製造業在庫は前月比▲0.1%（7月は同0.1%）、出荷が前月比▲1.6%（7月は同2.3%）となり、製造業の在庫/出荷倍率は1.24と7月の1.22から上昇した。

## ● 9月雇用者増は、予想を上回る11万人増

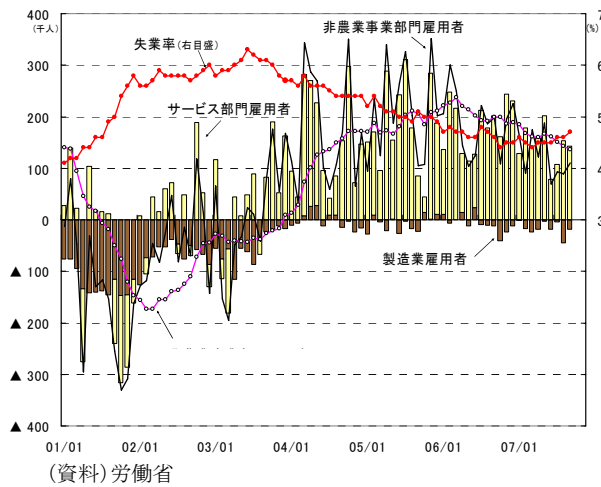
9月の非農業事業部門の雇用者増は、前月比11.0万人と市場予想の10万人を上回り5月以来の高水準となった(図表14)。また、8月雇用者増が▲0.4万人から8.9万人へと大幅な上方修正が行なわれた（7月分は全体では前回発表に同じ）。このため2007年初から7月までの月平均雇用者増は12.2万人となったが、2006年の同18.9万人、2005年の同21.2万人との比較では減少が目立つ状況となっており、最近の景気減速が雇用にも反映された形と言えよう。

業種別に見ると、製造業で▲1.8万人と昨年7月以来、減少が続いているほか、建設業でも▲1.4万人と減少が続く。半面、サービス部門は14.3万人(前月15.3万人)と前月より増加幅が縮小したものの、2003年9月以降増加が続いている。また、サービス業の中では、ヘルスケア3.34万人、専門・技術サービス3.71万人、飲食店2.54万人、政府部門3.7万人、等の増加となった半面、人材派遣(Employment services)は▲3.49万人、預金機関以外の金融仲介業▲2.03万人、建築資材小売販売▲1.67万人の減少となった。預金機関以外の金融仲介業には住宅ローン会社が含まれ、建築資材小売販売とともに住宅不振の影響がサービス業雇用にも及ぶ状況となっている。一方、7月の失業率は4.7%と8月の4.6%から上昇し、昨年8月以来の高水準となったが、労働省では本質的な変化ではないとコメントしている。

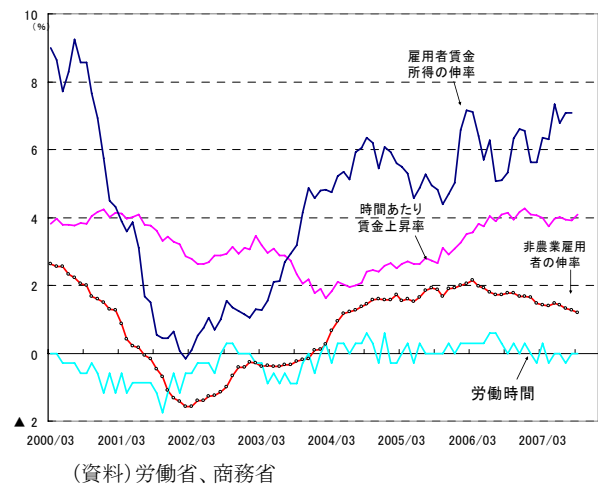
また、週平均の労働時間(民間)は33.8時間と3ヵ月連続で同値だった。時間当たりの平均賃金(民間)は17.57ドル(前月比0.40%)と前月(同0.29%)から伸びを高め、前年同月比でも4.1%と昨年12月以来の高水準にある。雇用増加ペースが鈍化する中、賃金上昇率が賃金所得の伸びを支えている形である(図表15)。

今回の雇用統計では、9月は予想に近い数値だったが、8月分が上方修正となったのが注目されている。先月発表の雇用統計で8月分が4年ぶりのマイナスとなったことは、FRBの大幅利下げに影響したとの見方が強く、今回の上方修正により今後のFOMCの政策決定に影響を与えるとの見方も出ている。しかし、8月の雇用修正は主に州・地方政府教職員の修正増計+7.62万人(前回前月比▲3.47万人→今回前月比+4.15万人)による所が大きく、今回9月分については州・地方政府の教職員が+4.58万人と増加方向にぶれが大きくなっている。政府部門は、ここ数年、年間の月平均が2万人前後の増加と安定的に推移していた部門であり、最近の変動が収まるまでは、政府部門を除いた民間部門の雇用者増減を見ておく必要がある。因みに、9月民間部門雇用増は7.3万人(8月は3.2万人)、7-9月期の月平均では7.4万人と2007年上半期の月平均11.4万人から大きく減少しており、雇用減速の見方を変えるものではない(図表16)。

(図表 14) 雇用増減の推移(前月比)



(図表 15) 雇用状況の推移 (前年同月比、%)



(図表 16) 部門別雇用者増減 (前月比、千人)

2007年前月比	June	July	Aug.	Sept.
非農業事業部門	69.0	93.0	89.0	110.0
うち民間部門	71.0	117.0	32.0	73.0
うち政府教職員	▲ 14.8	▲ 34.5	41.5	45.8
前月発表の政府教職員	▲ 14.8	▲ 53.9	▲ 34.7	-

(物価の動向)

● 9月物価はエネルギー価格上昇の影響を受けるも、コア指数は安定した動き

9月 CPI (消費者物価) は前月比 0.3% (8月同▲0.1%) と上昇し、市場予想 (同 0.2%) を上回った。8月はエネルギー価格が同▲3.2%と低下し CPI を引下げたが、9月は同 0.3%と落ち着きを見せた。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月以来4ヵ月連続で同率となり、市場予想と一致した(図表 17)。

前年同月比では、CPI が 2.8%と8月 1.9%から急上昇したが、コア CPI は 2.1%と8月と同率だった。コア CPI の内訳を見ると、耐久財 (同▲1.8%) の下落等を中心とした財物価の低下の半面、家賃や医療費等を中心にサービス物価の上昇が続いている。

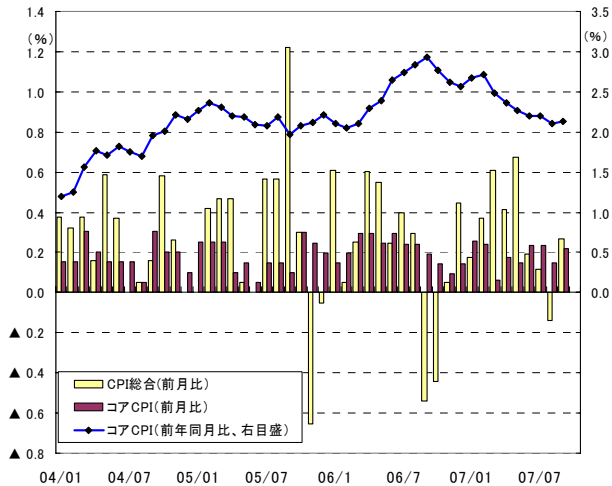
労働省によると、年初から9月までの CPI 上昇率は、年率 3.6%と 2006 年年間の 2.5%を大きく上回っているが、これは、エネルギー価格が 2006 年は 2.9%の上昇だったのに対し、2007 年は9月までに年率 11.7%上昇したことによる。一方、9月までのコア CPI の上昇率は年率 2.3%となるが、昨年1年間の上昇率 2.6%から低下している。これには家賃 (9月まで同 3.2%、2006 年は 4.2%) と衣料品 (9月まで同▲1.7%、2006 年は 0.9%) 等の低下が大きかった。

9月 PPI (生産者物価、最終財) は前月比 1.1%(8月▲1.4%)と市場予想 (0.5%) を上回り、前月から大きく上昇した(図表 18)。これは、エネルギー価格が前月比 4.1%(8月▲6.6%)と8月のマイナスから一転、急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%（8月0.2%）と低下して市場予想（0.2%）を下回り、落ち着いた推移を続けている。

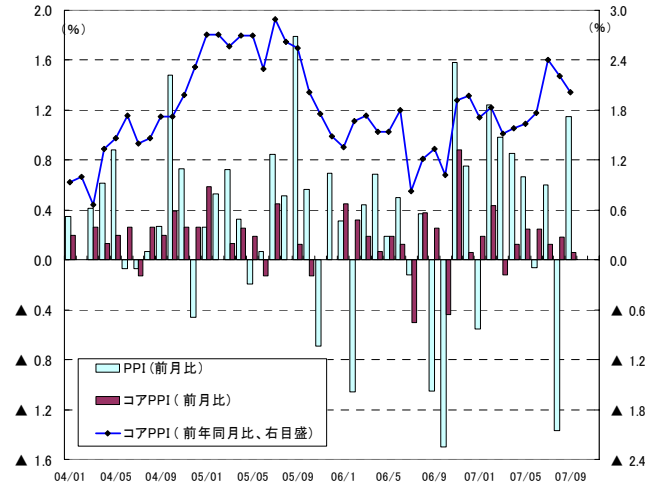
前年同月比でも、PPIは4.4%（8月2.1%）と上昇したものの、コアPPIは2.0%（8月2.2%）と落ちついた動きに留まっている。ただし、昨年に大幅な上昇となったPPI（中間財）からの上昇圧力は、なお残存していると見られ、FRBでは注意深く見ていくとしている。

（図表 17）消費者物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

（図表 18）生産者物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

（貿易の動向）

● 8月貿易赤字は縮小傾向が続く

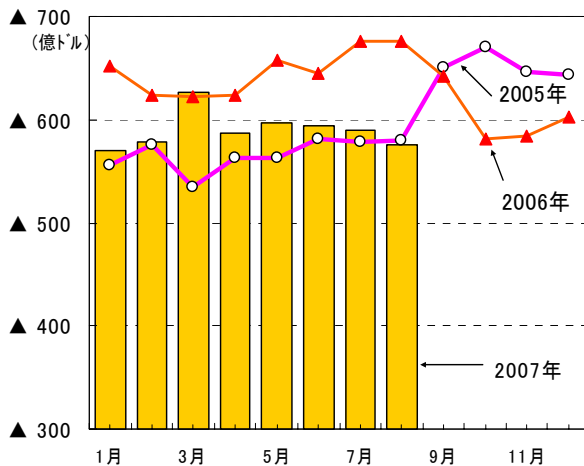
8月の財・サービスの貿易赤字は、▲576億ドル（国際収支ベース、季節調整済）と前月（▲590億ドル）を▲2.4%下回り、本年1月以来の低水準となった。前年同月比の赤字額も▲14.8%と前年を大きく下回っており、今年になって前年を上回ったのは3月のみとなる（図表 19）。また、前年同月比で輸出入の動きを見ると、輸出の12.8%の伸びに対し、輸入は3.0%の伸びに留まっており、輸出の伸びが赤字減少をもたらしている。また、財輸入を石油とその他に分けると、石油輸入は前年同月比▲3.8%であるのに対し、その他の伸びが同3.5%となっており、前年比での輸入増加は石油以外の財輸入による。このため8月輸入に占める石油のシェアは16.7%と1年前の17.7%から低下している。

こうした貿易収支の動きは最近の傾向となっており、堅調な海外経済と、減速が続く米国経済の動きを反映したものと言えよう。

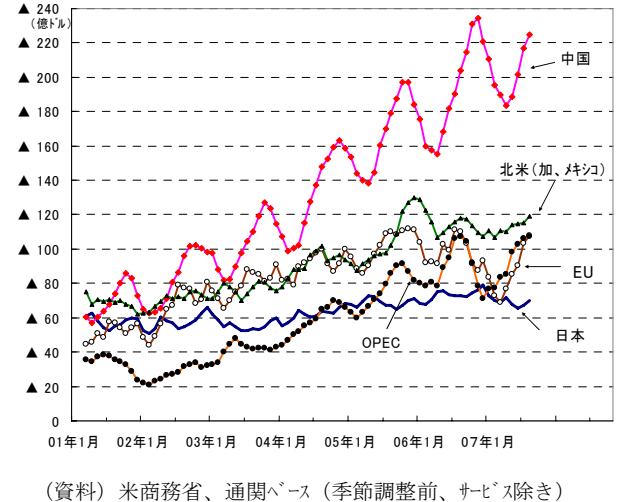
一方、8月の国別貿易収支（通関ベース、サービス除き、季節調整前、以下も同じ）では、対中赤字が▲225億ドル（前月比▲5.4%）と5ヵ月ぶりに減少に転じたが、日本（前月比▲16.0%）、EU（同▲21.1%）等の減少が大きく、対中赤字が赤字全体の32.3%を占め突出している状況に変化はない。消費財の輸入を中心とした対中赤字の拡大は、毎年クリスマスセール前にピークとなる傾向を見せるが、3ヵ月移動平均ベースでは今回も同様のパターンで推移している。国別赤字額の第

二位はメキシコ 69.5 億ドルで、以下、日本の 67.3 億ドル、カナダ 53.1 億ドル、ドイツ 43.0 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、6月に続き、対メキシコ収支が赤字に転じた 95 年以来 2 度目となる(図表 20)。

(図表 19) 貿易収支の推移(財・サービス、月別)



(図表 20) 国・地域別貿易収支(月別、3ヵ月移動平均)



(金融政策の動向)

● 9/18 FOMC (議事録) では全員一致で 0.5%利下げ幅を決定～今後の方向性の示唆はなし

10月9日に公表されたFOMCの議事録では、「金融政策の議論については、全てのメンバーが金融政策の緩和に賛成した」とし、以下のように判断を行ったと説明している。

「最近の信用市場に於ける急激な変化のために、今後の多くの経済データは経済活動や価格上昇を正確に評価する価値を減じよう。現状では、目標金利の引下げが、金融市場縮小による経済への影響を相殺するのに効果的であると判断される。また、そうした行動を取らなければ、さらなる景気悪化や金融市場の悪化による景気への抑制効果が生じると思われ、全てのメンバーが50ベーシスポイントの利下げに同意した。しばらくの間、景気は潜在成長率を下回り、インフレは好ましいレベルに留まると見られ、金融緩和策がインフレ見通しを悪化させることはないだろう。」

インフレについては、「その状況はわずかながら改善しており、最早、インフレ圧力の持続的な緩和が未だ現れないと指摘することは適切でないと判断した。にもかかわらずインフレリスクは残されており、声明文にインフレについて注意深く監視を続けると表現することには、全員が賛成した」としている。また、「景気の見通しの不透明感は強まっているものの、今後の行動は今後の経済状況次第であり、経済状況について確信を持っているとの市場への間違ったサインを送ることを避けるため、FRBのリスクバランスを明示することは控えることを決定した。」としている。

## ● ベージュブックは景気認識を下方修正する一方、インフレ圧力の高まりを指摘

10/30・31 開催予定のFOMCの資料となるベージュブックは、10/17に公表されたが、「景気は拡大しているものの、8月より減速した」として、景気認識を下方修正した。「消費については概ね8月より減速、製造業やサービス業でも住宅建設関係を中心に成長減速となり、業種によっては国内の需要減退を海外の好調が相殺している」との指摘も見られた。特に住宅関連産業については「ほとんどの地区で住宅価格、販売、建設面で一層の下落が報告された」としている。また「金融機関の融資の質がやや低下し、不動産関係を中心に多くの地域で貸し出し基準が引き締められた」としている。

しかし、雇用に関しては、雇用増のペースが緩和した地域があるとしながらも、「ほとんどの地区で多くの職種が雇用不足を生じ、経済活動に支障が生じているところもある」としている。また「雇用不足が生じている職種では急速な賃金上昇が見られるほか、それ以外の職種でも賃金は緩やかに上昇しており、ほとんどの地区でコスト転嫁の圧力が上昇しているが、競争が厳しく小売価格への大幅なコスト転嫁は抑制された状況にある」としている。「雇用不足の職種としては、科学・技術関係、経理、金融、エンジニア、マーケティング、ヘルスケア、トラック運転手、溶接工、クレーン操作、事務職、エネルギーサービス関連、等があるが、若年・未熟雇用についても、いくつかの地域では不足が生じており、その中には、小売やレストラン等の接客業も含まれる」としている。

また、物価については、「強い内外需要により、エネルギー・原材料コストが高まっている。コスト上昇の結果、売値が上昇しているのは、食料品、化学品、機械、オイル・ガス関連品等で、半面、低下したものは主に建設資材が中心」としている。

## ● 景気重視よりのスタンスで、利下げの可能性は持続

焦点は今後も利下げが持続するかであろう。上記議事録を素直に読むとFRBの景気警戒感強く、インフレ警戒は必要としながらもこれまでより薄らいでいると判断しており、景気後退を避けるためには、さらなる利下げも辞さないとの姿勢が窺われる。

しかし、その後発表された9月雇用統計の8月分上方修正と9月小売売上高の上昇がこうした見方を弱めたのではないかとされている。

雇用統計については、議事録では冒頭から雇用分析が始まるなど景気分析の中でも最重視していることが窺われるが、「雇用はおそらく最新のデータ（マイナスとなった8月雇用統計を指すが）が示すほどは弱くはないが」と8月データに疑問を呈し、また、8月の雇用減よりも、8月に民間雇用が縮小したことを重視している。これは、FRBが当初より8月の雇用減の主因となった政府教員減についての疑念から（前記の雇用統計欄を参照）、これを除いた民間数値を重視したものと言える。この点、9月雇用統計でも民間雇用の増減は縮小トレンドにあり、FOMCに向けての9月雇用統計増加修正の影響は、市場が気にするよりはインパクトが小さいと思われる。また、9月小売売上高についてもインセンティブ販売による自動車販売増とガソリン販売増が中心で全体の需要が高まっているわけではない。

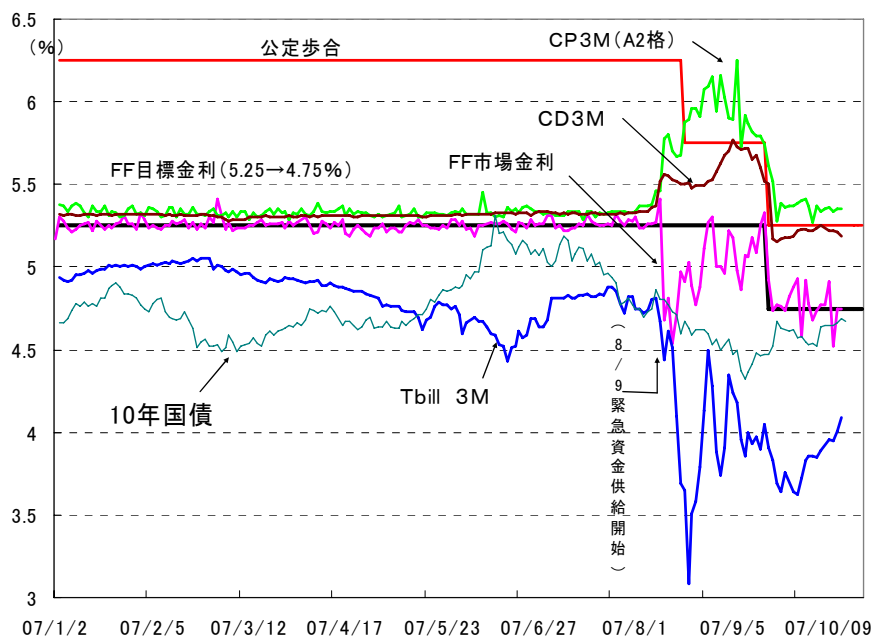


より気懸かりなのはページブックで指摘された強めの雇用状況の評価と、賃金とエネルギー・原材料の両面からの物価上昇圧力の高まりである。しかし、実際に売値に転嫁されたものはなお限定的としており、現在の景気状況から見て売値への転嫁が急速に進む状況とは思われない。ページブックの総括判断では、景気認識を下方修正しているため、利下げ方向での政策スタンスに変更はないものと見られる。

ただし、今後、物価への転嫁が加速する状況に至ったとの判断が強まれば、その時点で利下げの動きは停止されることとなろう。

なお、8月の金融市場の混乱は、FRBの資金供給、大幅利下げ等により落ち着きを取り戻しつつあるものの、信用収縮が元通り収まったわけではない。金融市場の混乱で急拡大したTBill 3ヵ月物とCP 3ヵ月物金利の乖離は、依然大きく、最近の金融機関等のサブプライム関連による損失計上等への市場の反応には敏感なものが窺える(図表 21)。ページブックでも信用市場がよりタイトな状況となりつつあることが報告されており、金融政策における金融・信用市場への配慮は、なお欠かせない状況にある。

(図表 21) 米国：長短金利の推移



(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)