

# Weekly エコノミスト・レター

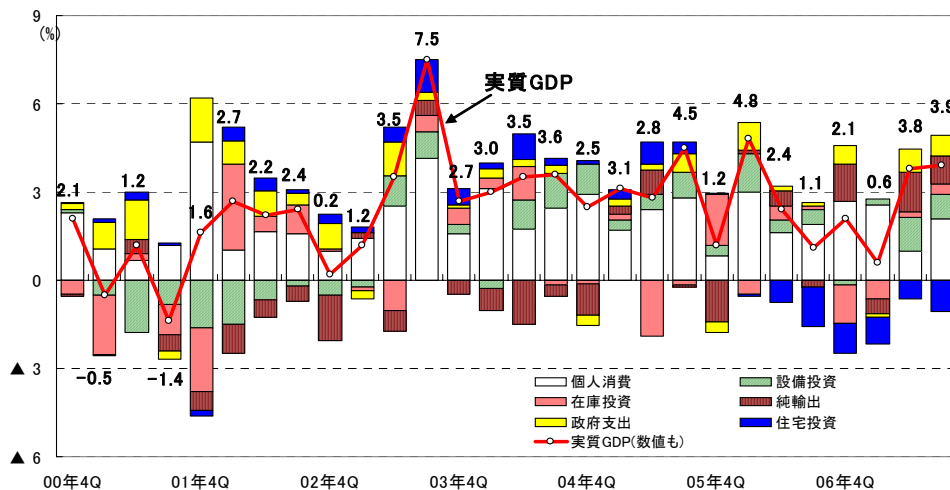
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 米国経済動向～警戒続くサブプライム問題の波及

### < 米国経済の動き >

1. 7-9月期実質GDPは3.9%（前期比年率）と発表され、4-6月期3.8%以降、高成長が続いていたことが明らかとなった。しかし、これによって今後の減速見通しが修正されるわけではない。米国経済は今後減速を強め、10-12月期の成長率は1%台がコンセンサスとなりつつある。
2. 景気急減速の要因は、8月以降のサブプライム問題の拡大が金融・信用市場の混乱を招いたことが大きい。特にダメージの大きい住宅市場の冷え込みは深刻化しており、今後、他部門への波及が警戒される。また、原油価格高騰が重なったことも大きかった。米国では今週末以降クリスマスセールに入る。例年より低めの予想であるが、予想をさらに下回れば、景気後退のリスクが高まることも懸念されよう。
3. FRBは9月に続き10月も利下げを実施、サブプライム問題の実体経済への影響を注視している。なお、10月利下げ時の声明文ではリスクバランスを中立としたが、金融・信用市場の混乱がさらに強まれば、利下げの可能性もあり得よう。

(図表1) 7-9月期実質GDPは、4-6月期に続き高水準となったが・・・



(資料) 商務省、(注) 四半期別、前期比年率、棒グラフは寄与度内訳。

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行方と実体経済への波及を注視する局面が持続

7-9 月期実質 GDP（速報値）は、3.9%（前期比年率、以下も同様）となった。前 4-6 月期が同 3.8%となったのに続き、2 四半期連続で 4%弱の高水準となる。4-6 月期は外需（寄与度 1.32%）の伸びが貢献した半面、消費が 1.4%と低い伸び率に留まった。一方、7-9 月期は消費が 3.0%と回復し、その内容はかなり異なるものの、7-9 月期の方が内需が回復した分、安定感が窺える。なお、四半期毎の動きが激しいため、1-3 月期以降の GDP を前年同期比で見ると 1.5%→1.9%→2.6%となり、こちらの方が、実態の状況に沿ったものと思われる。

7-9 月期が高成長だったとは言え、この間、住宅投資は、前期比年率▲20.1%と下落を強め、7 四半期連続のマイナスを記録した。特に、8 月のサブプライム問題による金融市場混乱後の 9 月の住宅市場では、中古住宅販売が前月比▲8.0%と急減、99 年の現行統計開始以来の低水準を記録し、住宅着工でも前月比▲10.2%と急減、93 年以来の水準に落ち込んだ。10 月の住宅着工も低水準が持続し、住宅市場の悪化は今後も持続しそうである。

このように、8 月の海外を含めた金融・信用市場の混乱は、米国の住宅市場に大きなダメージを与えたが、今後は消費を中心とした他の実体経済への波及が警戒される。折からの原油価格の高騰の影響も重なり、10-12 月期成長率は、1%台への低下を予測する見方が増えつつある。

一方、消費の下支えが期待されているのが前年同月比 7.1%(9 月)と高水準にある雇用所得だ。ここが崩れると、リセッションの可能性が高まるが、今の所 10 月雇用統計が回復するなど、底堅さを維持している。今後も景気を見る上での大きなポイントとなろう。

また、11 月は小売業界にとって最大のイベントとなるクリスマスセールを迎える。セール開始は 23 日（金）からとなるが、今年のクリスマスセールの売上げ予想（NRF 発表）は、前年比 4.0%と昨年の 4.6%を下回り、02 年（1.3%）以来の低水準とされる。また、国際ショッピングセンターの予想でもチェーンストアの売上高を 2.5%（11・12 月合算の前年比）と昨年の 2.9%より低目に見積もっている。住宅市場の冷え込みと金融市場の混乱、原油価格の高騰等が、逆風となる見通しだ。クリスマスセールの結果が、こうした予想をさらに下回れば、景気への懸念は一層強まることとなろう。

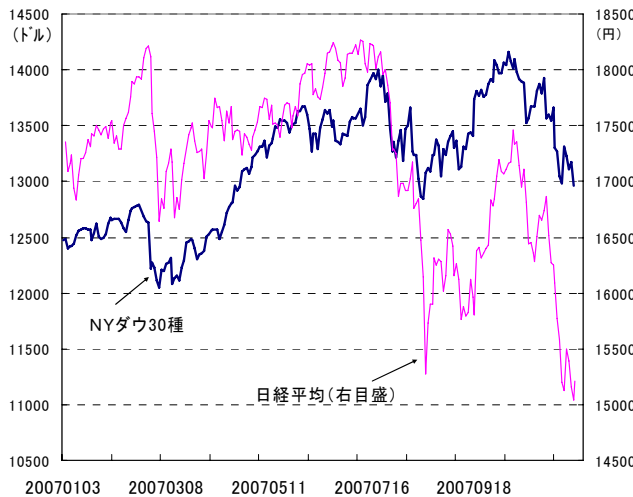
一方、インフレ動向にも警戒は怠れない。FRB の注視する個人消費のコア（エネルギー・食品除き）価格指数は、前期比年率では 4-6 月期の 1.4%から 7-9 月期は 1.8%へ上昇、前年比では 4-6 月期 2.0%から 1.9%と低下し、いずれも FRB の好ましいとするレンジ（1~2%）内に入っている。ただし、原油価格が過去最高値をつけ、またドル安の動きが急であることなどから、今後インフレ圧力が高まることも想定され、FRB はインフレへの警戒を解いていない。

今後、12/11 に開催予定の次回 FOMC が注目を集めよう。10 月末の FOMC では、FF 目標

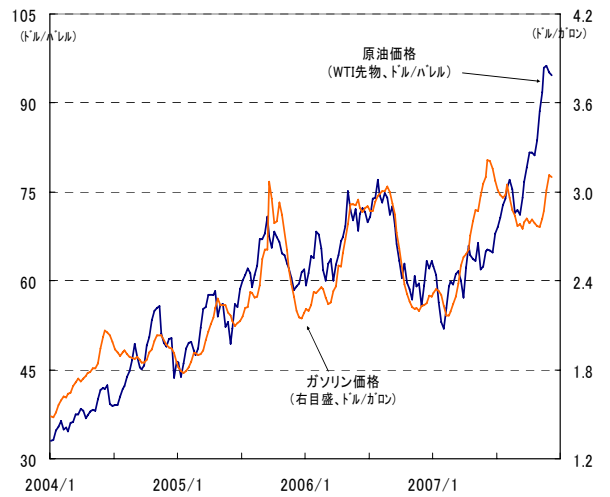
金利の 0.25% 引下げを決定した。9/18 の 0.5% に続く連続利下げで、今次利下げ幅合計は 0.75% となるが、サブプライム問題による信用・金融市場混乱の影響や景気減速に配慮したものと言えよう。しかし、10 月 FOMC の声明文では、景気とインフレのリスクバランスを中立に戻している。このため、今後、FRB の見通しに影響を与える経済指標等が出て来なければ、現状の金融政策が維持されることとなる。

当面、11 月最終週に発表の住宅販売や住宅価格、12 月に入ってからの雇用統計や ISM 指数等が注目されよう。見極めるべき材料は豊富であるが、しばらくは景気下ぶれを懸念した動きの方が強めとなりそうな情勢とも見られ、利下げ期待が高まる可能性もある。また、サブプライム問題で疑心暗鬼になっている金融市場や信用収縮の動きは依然不安定であり、さらに混乱が拡大すれば、信用・金融市場安定を意図した利下げの可能性もあり得よう。ただし、前期の通り、原油価格の高騰等からのインフレ懸念に加え、利下げ自体がドル安の動きを加速することも考慮に入れなければならない、FRB の金融政策の舵取りは、次第に難しさを増していくものと思われる。

(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

\*\*\*\*\*

(GDP の概要)

●7-9 月期実質 GDP3.9%は、前期を上回る 6 四半期ぶりの高水準

10/31 発表の 7-9 月期実質 GDP (速報値) は、3.9% (前期比年率、以下も同じ) となり、直前の市場予想 (3.1%) や 4-6 月期の 3.8% を上回り、2006 年 1-3 月期 4.8% 以来の高水準となった。米国の成長率は、今年 1-3 月期に 0.6% と落ち込んだものの、4-6 月期以降は連続で 4% 弱の高い伸び率が持続したこととなる (図表 4)。

GDP の内訳では、個人消費 (前期 1.4% → 3.0%)、輸出 (前期 7.5% → 16.2%) 等の伸び率上昇が大きかった。個人消費は 2 四半期ぶりに 3% 台を回復し、寄与度は前期の 1.0% から 2.11% となった。内訳では、耐久財消費 (前期比年率で前期 1.7% → 4.4%)、非耐久財消費 (前期 ▲0.5%

→2.7%)等の回復が目立つ。

設備投資は、前期比年率で前期の11.0%から7.9%と低下、寄与度では前期の1.12%から0.82%に低下した。内訳を見ると構築物投資が前期の26.2%から12.3%、設備機器投資が前期の4.7%から同5.9%となり、主に前期に急増した構築物投資の伸び率鈍化が影響した。

住宅投資は前期比年率で前期の▲11.8%から▲20.1%へと更なる急低下を見せ、通算では7四半期連続のマイナスが続いた。寄与度でも前期の▲0.62%から▲1.05%となり、成長率の最大の押し下げ要因となっている。純輸出は寄与度0.93%と前期1.32%から低下した。海外経済の堅調により輸出の伸びが前期比年率で16.2%と急上昇したものの、輸入の伸びは前期の▲2.7%から5.2%と回復した。純輸出の赤字額は5462億ドル(実質)と2四半期連続で縮小した。

そのほか、在庫投資は寄与度で0.22%→0.36%と増加、政府支出は、前期比年率で、国防支出増(9.7%)が目立ったが、前期の4.1%から3.7%へと伸びを低下させた。この結果、在庫投資や純輸出を除いた内需の強さを示す国内最終販売では、個人消費の増加が大きく、前期比年率2.1%→2.5%へと伸びを高めている(図表1・4参照)。

(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	2007-III
実質GDP	3.6	3.1	2.9	4.8	2.4	1.1	2.1	0.6	3.8	3.9
個人消費	3.6	3.2	3.1	4.4	2.4	2.8	3.9	3.7	1.4	3.0
耐久財	6.3	4.9	3.8	16.6	0.8	5.6	3.9	8.8	1.7	4.4
非耐久財	3.5	3.6	3.6	4.5	2.3	3.2	4.3	3.0	▲0.5	2.7
サービス	3.2	2.7	2.7	2.1	2.7	2.0	3.7	3.1	2.3	2.9
設備投資	5.8	7.1	6.6	13.3	4.2	5.1	▲1.4	2.1	11.0	7.9
構築物	1.3	0.5	8.4	15.0	16.4	10.8	7.4	6.4	26.2	12.3
設備機器	7.4	9.6	5.9	13.0	▲0.1	2.9	▲4.9	0.3	4.7	5.9
住宅投資	10.0	6.6	▲4.6	▲0.7	▲11.7	▲20.4	▲17.2	▲16.3	▲11.8	▲20.1
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	0.4
純輸出(寄与度)	▲0.7	▲0.2	▲0.1	0.1	0.5	▲0.3	1.3	▲0.5	1.3	0.9
輸出	9.7	6.9	8.4	11.5	5.7	5.7	14.3	1.1	7.5	16.2
輸入	11.3	5.9	5.9	6.9	0.9	5.4	1.6	3.9	▲2.7	5.2
政府支出	1.4	0.7	1.8	4.9	1.0	0.8	3.5	▲0.5	4.1	3.7

(資料) 商務省

### (消費の動向)

#### ●10月小売売上高は、前月比0.2%と伸びを縮小

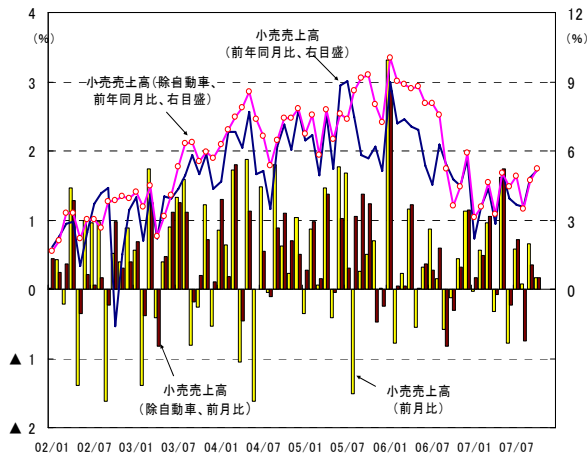
10月小売売上高は、前月比0.2%と9月同0.7%から低下したが、市場予想(0.1%)を若干上回った。また、自動車販売は同0.2%(9月同1.8%)に留まり、自動車を除いた小売売上高では前月比0.2%(9月同0.3%)と前月から若干低下した(図表5)。前月比の伸びが高かったのは、ガソリンスタンド(同0.8%)、飲食店(同0.7%)等で、半面、家具等(同▲0.9%)、百貨店(同▲0.5%)は、いずれも連月のマイナスとなった。なお、前年同月比では、小売売上高、同自動車販売除きとも5.2%となり、9月のそれぞれ4.9%、4.7%から上昇した。

小売売上高は、サブプライム問題による金融市場の混乱、原油価格の高騰、住宅市場の冷え込み深刻化等からの消費抑制要因が多い中で、堅調な雇用所得増が下支えする形が続いている。

10月の自動車販売を台数ベースで見ると、1605万台(オートデータ社、年率換算)と前月(同1623

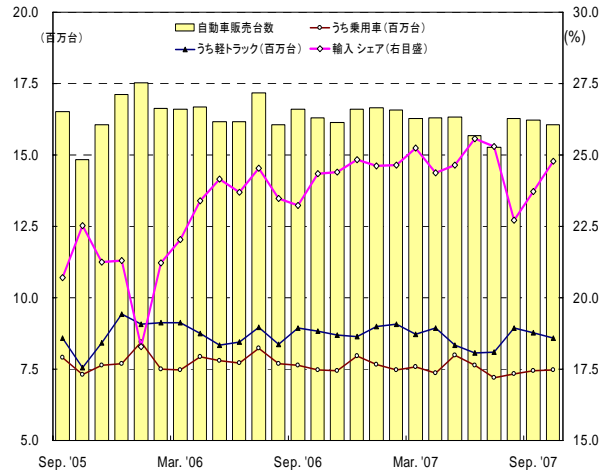
万台) から▲1.1%減少、2ヵ月連続の減少となった。車種別の内訳では、乗用車の増加(前月比+0.2%)の半面、軽トラックが減少(同▲2.1%)し、国産・輸・入別では、国産車(同▲1.9%)、減少したが、輸入車(同4.7%)は増加し、輸入車の販売シェアは24.8%と3ヵ月ぶりの高水準を回復している(図表6)。

(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

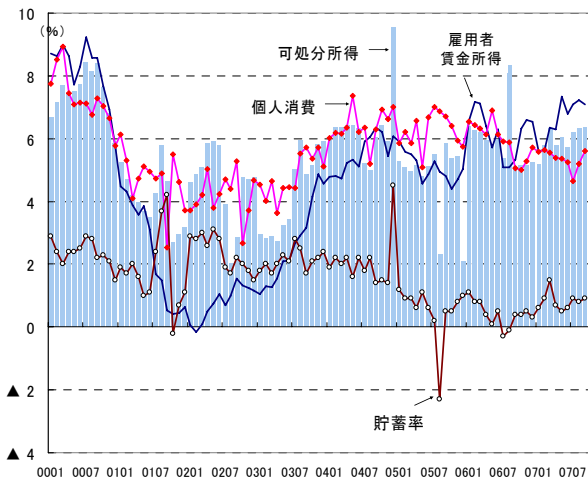


(資料) オートデータ社、季節調整済み年率

● 9月個人消費は、前月比0.3%と伸び率が低下

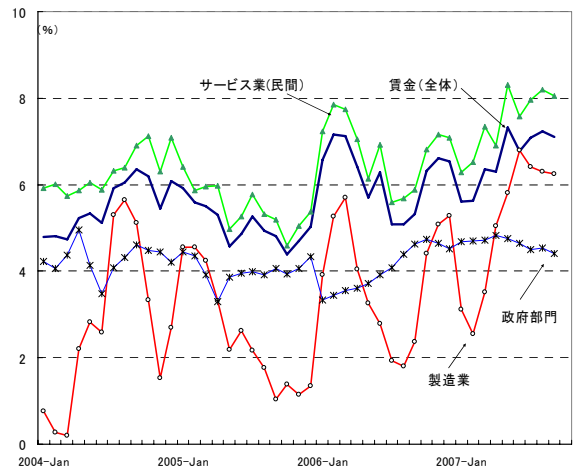
9月の個人消費は前月比0.3%(8月は同0.5%)と伸びを縮めた。所得面では、賃金所得が同0.6%(8月同0.4%)と伸びを高めたが、可処分所得は同0.4%(8月同0.5%)に低下した。可処分所得比の貯蓄率は0.9%と前月(0.8%)から若干上昇した。前年同月比では、個人消費が5.6%(8月同5.2%)と前月から伸びを高めたが、所得面では、可処分所得が6.3%(8月同6.3%)、賃金所得が7.1%(8月同7.2%)とほぼ横這いの動きとなった(図表7)。

(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



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割超を占める民間サービス業の伸び率は8.1%と全体の伸び(7.1%)を引き上げている。一方、製造業の賃金所得伸び率は6.2%と3ヵ月連続で低下している(図表8)。

一方、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、9月は前月比0.2%(8月同0.1%)、前年同月比では1.8%と6月以降1%台の伸びを続けている。

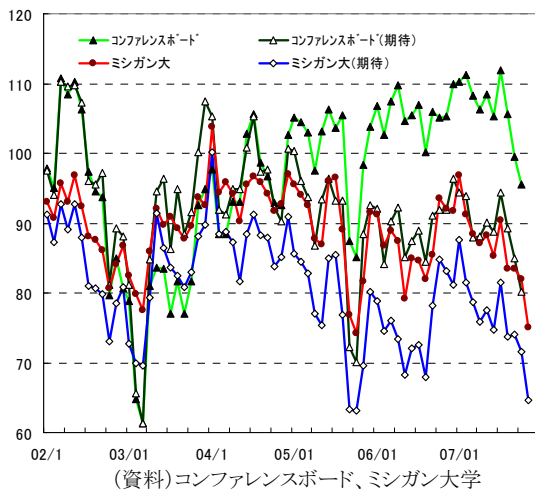
(景況感)

●11月消費者マインド指数が急低下、10月ISM製造業指数は50に接近

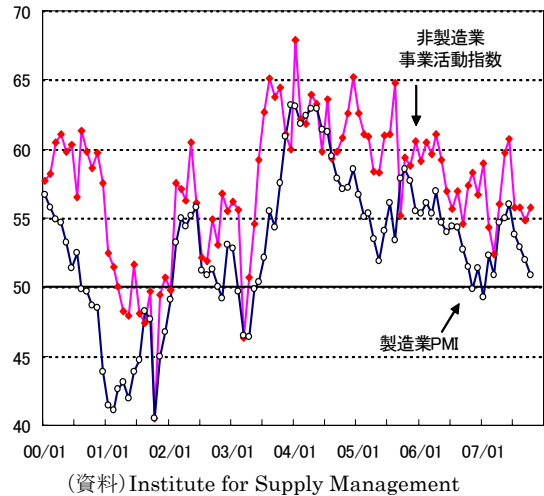
11月ミシガン大学消費者マインド(確報値)は76.1と10月80.9から大幅に低下し、2005年10月のハリケーン「カトリーナ」襲来時以来の低水準となった。内訳では、現況指数(前月97.6→91.5)、期待指数(前月70.1→66.2)とも大幅に低下した。サブプライム住宅ローン問題による損失の広がりや株価が不安定になっており、原油価格の高騰が続いていることなどが影響したものと思われる(図表9)。

なお、10月コンファレンスボード消費者信頼感指数は、95.6と9月99.5から下落し、こちらもカトリーナ以来の水準に低下した。現況指数が118.8(9月121.7)、期待指数が80.1(9月85.0)とともに下落している。

(図表9) 消費者信頼感指数の推移



(図表10) ISM指数の推移



企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)指数は、10月製造業指数(PMI)が50.9(9月は52.0)と、4ヵ月連続での低下となった。市場予想(51.5程度)を下回り7ヵ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。なお、2月以降は9ヵ月連続で50を上回り、製造業の拡大がなお持続していることを示した。

一方、10月のISM非製造業事業活動指数は55.8と9月(54.8)から上昇、市場予想(54.0)を上回り、7・8月と同水準(55.8)を回復した。今回で55ヵ月連続50を上回ったこととなる。

10月ISM指数では、製造業が続落する一方、非製造業が回復し、対照的な動きを見せた。

しかし、いずれも景況感の分かれ目である 50 を上回り、内訳の指数でも輸出が急伸する中、新規受注や雇用が底堅い推移を続けるなど共通した動きを見せ、すぐに失速する状況を呈しているわけではない。景気の先行きを見る上では、4 ヶ月連続の低下を見せ 50 に接近してきた製造業指数の動向に注目したい。

(住宅市場の動向)

● 10月新規住宅着工は低水準持続、許可件数では14年振りの水準に下落

10月新規住宅着工件数は、年率122.9万戸(前月比3.0%)とやや持ち直し、市場予想(同117万戸)を上回ったものの、9月(119.3万戸)を除けば93年3月以来の低水準であることには変わらない。また、持ち直したといっても集合住宅の上振れ(9月21.3万戸→31.2万戸)によるところが大きく、太宗を占める一戸建て住宅は88.4万戸(9月95.4万戸)と7ヵ月連続の減少、91年以来の低水準にあり下げ止まったとは言えない状況だ。

一方、先行指標となる住宅着工許可件数は、年率117.8万戸(前月比▲6.6%)と低下、市場予想(同120万戸)を下回り93年7月(同117.4万戸)以来の低水準となった(図表11)。

住宅着工悪化の背景には、サブプライム住宅ローン問題の深刻化等による住宅販売の冷え込みや在庫の積みあがりがある。なお、先行指標となる住宅着工許可件数が一段の悪化を見せていることから、先行きの警戒感は強く、当分の間、住宅市場の調整を余儀なくされるものと思われる。

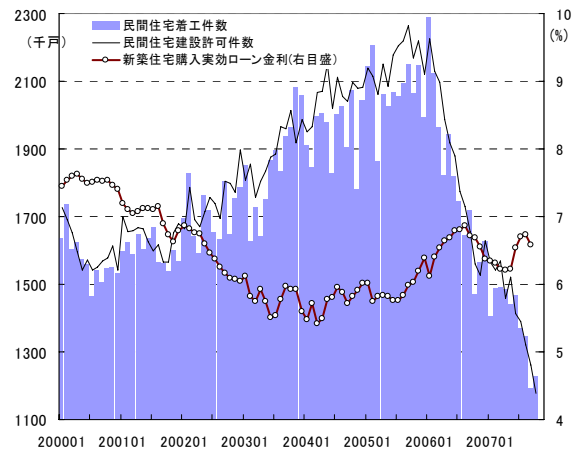
● 9月新築住宅販売は持ち直しの動き

9月の新築一戸建て住宅販売戸数は、年率77.0万戸と市場予想と一致、前月比で4.8%の増加となった。しかし、6～8月の数値が大幅に下方修正され(6月83.5→79.7万戸、7月86.7→79.8万戸、8月79.5→73.5万戸)、特に8月改定値は、73.5万戸と96年10月(72.0万戸)以来、約10年ぶりの低水準に落ち込むなど、サブプライム問題による8月の金融市場混乱の影響が窺われる。このため、9月数値が前月比で持ち直しとは言え、当初発表の8月数値より低く、また、前年同月比では▲23.3%と減少幅が大きいなど、下降トレンドは持続していると思われる。

地域別の動きはまちまちである。西部地域が前月比37.7%(6.1万戸増)と大幅な増加を見せ、今回の増加を担ったが、中西部は同▲19.5%(2.4万戸減)と減少した。また、構成比で過半を占める南部は同0.5%とほぼ横這いの動きに留まった。

一方、新築一戸建て販売価格(中央値)は23.8万ドル、前月比2.5%と上昇、前年同月比でも5.0%の上昇となった。また、9月末の在庫は52.3万戸(8月53.1万戸)、販売の8.3ヵ月分(8月9.0ヵ月分)と前月からやや低下したものの依然高水準にある。

(図表11) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 米国商務省

## ● 9月中古住宅販売戸数は504万戸と、99年以来の最低水準

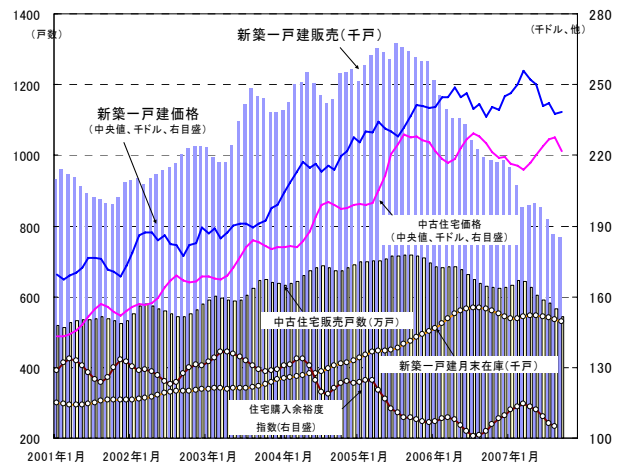
全米不動産協会（NAR）発表の9月中古住宅販売戸数は、前月比▲8.0%の年率504万戸、市場予想の525万戸を大幅に下回り現行ベースの統計を開始した99年以来の最低水準を更新した。前年同月比では▲19.1%の減少となる。中古住宅販売は、2005年9月に年率721万戸とピークをつけた後下降トレンドに入り、今年3月以降7ヵ月連続の減少となる。

地域別では、北東部が前月比▲10.0%、西部が同▲9.9%とマイナス幅が大きかった。前年同月比では、西部▲27.8%、南部▲18.7%のマイナス幅が大きい。また、9月の中古住宅販売価格（中央値）は、21.17万ドル（前月比▲5.7%、前年同月比▲4.2%）と下落幅を拡大した。

一方、在庫は439.9万戸（前月比0.4%、前年同月比16.3%）とさらなる積み上がりの動きを見せ、販売戸数比では10.5ヵ月分（8月は9.6ヵ月分）とこちらもこれまでの最高水準を記録した。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。

9月中古住宅販売は一段の悪化を見せたが、住宅価格の下落にもかかわらず、在庫がさらに積みあがるなど、底打ちの気配が見えず、販売不振と価格低下の持続が続くとの見方から、政府やFRBも警戒を強めている。なお、NARでは、「販売状況は住宅ローンのキャンセルを受けて悪化している。特に、ジャンボ(大型)ローンへの依存度が高く、住宅価格の高い地域では、販売低下が目立つ。」とコメントしている。

(図表12) 住宅販売・価格の動向 (3ヵ月移動平均)



(資料) 米国商務省、NAR

### (生産部門・雇用の動向)

## ●10月鉱工業生産は5ヵ月ぶりのマイナス。新規製造業受注も低い伸びに留まる。

10月の鉱工業生産指数は前月比▲0.5%（9月同0.2%）と下落、市場の予想(+0.1%)を下回り、5ヵ月ぶりのマイナス、下落幅では本年1月以来となる。製造業では同▲0.4%（9月同0.2%）と低下したが、業種別では、自動車は前月比▲1.0%（9月同▲3.0%）と3ヵ月連続でマイナス、また、構成比が11.8%と大きい化学が同▲1.0%とマイナスに転じた。エネルギー産業（構成比20.5%）が同▲0.9%（9月同0.1%）とマイナスに転じたことも全体を押し下げた。一方、ハイテク産業は同0.5%（9月同1.1%）と伸び率は低下したもののプラスを維持した（図表13）。

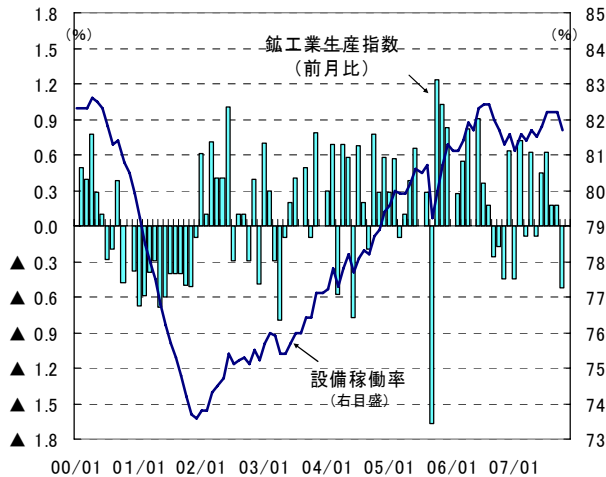
なお製品別では、原材料が同▲0.4%（9月同0.3%）、最終財でも前月比▲0.6%（9月同0.1%）とマイナスに転じたが、最終財のうち消費財が同▲0.7%（9月同▲0.2%）と3ヵ月連続で減少、事業用機器も同▲0.1%（9月同0.9%）となるなど、ほとんどの項目でマイナスとなった。

一方、7月の設備稼働率は81.7%と9月82.2%から低下し、5ヵ月ぶりの低水準となった。製造業が80.1%（9月80.5%）、自動車75.8%（9月76.2%）、ハイテク産業77.7%（9月78.4%）



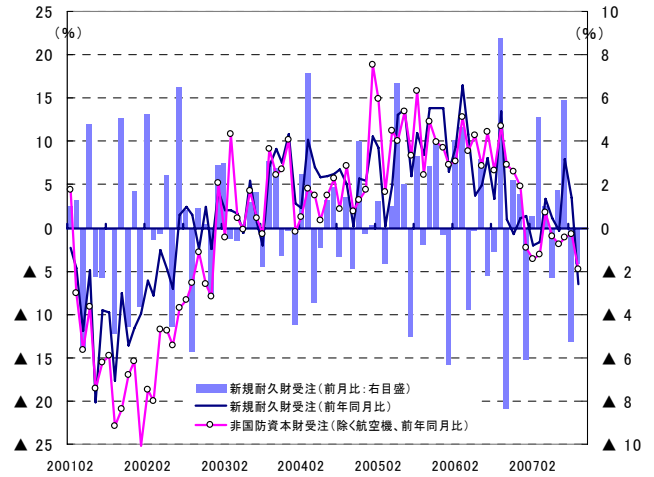
とも低下した。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2006年の平均 81.0%）は 2005 年 12 月以降、継続的に上回っており、全般的な稼働率水準はややタイトな状況での操業を維持している。

(図表 13) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表 14) 新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

9月新規製造業受注は前月比 0.2%（8月同▲3.5%）とプラスに転じた。新規耐久財受注は同▲1.7%（8月同▲5.3%）と連月の下落、非耐久財は同 2.1%（8月同▲1.4%）と回復の動きを見せた。9月は軍用機同▲37.2%（8月同 44.5%）など特に国防関係の受注急減が目立っており、国防関連を除くと製造業受注は前月比 1.3%まで上昇する。

また、自動車は同▲1.1%（8月同▲11.3%）と続落し、同部門を含む輸送機器は前月比▲6.2%（8月同▲12.4%）となった。一方、コンピュータ・電気製品は同 1.2%（8月同▲1.1%）とやや回復、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 0.6%（8月同 0.1%）となった。なお、前年同月比では耐久財受注が▲6.5%、非国防資本財受注（除く航空機）は同▲4.8%と5ヵ月連続のマイナスとなった(図表 14)。

9月の製造業在庫は前月比 0.6%（8月は同▲0.1%）、出荷が前月比 0.0%（8月は同▲1.7%）となったが、製造業の在庫/出荷倍率は 1.24 と 8月から横這いに留まった。

### ●10月雇用者増は、5ヵ月ぶりの高水準

10月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比 16.6 万人増と市場予想の 8.5 万人増を大きく上回り、本年 5 月（同 18.8 万人増）以来 5ヵ月ぶりの高水準となった。製造業では前月比▲2.1 万人と 16ヵ月連続で減少を見せ、建設業でも同▲0.5 万人と 4ヵ月連続で減少が続く中、サービス部門が同 19.0 万人(前月 12.7 万人)と大きく回復した。サービスに含まれる政府部門は 3.6 万人増、民間雇用者（全体）は 13.0 万人増だった(図表 15)。

また、既発表分については、9月分が 11.0 万人増から 9.6 万人増へ、8月分が 8.9 万人増から 9.3 万人増へと差引き▲1.0 万人の下方修正に留まり、先月のような大幅な修正ではなかった。これによって下半期の月平均雇用増は 11.2 万人となり、上半期の月平均 13.4 万人増から緩やか

な鈍化となる。なお、2007年の月平均は12.5万人で、2006年の同18.9万人、2005年の同21.2万人との比較では減速が目立つ。

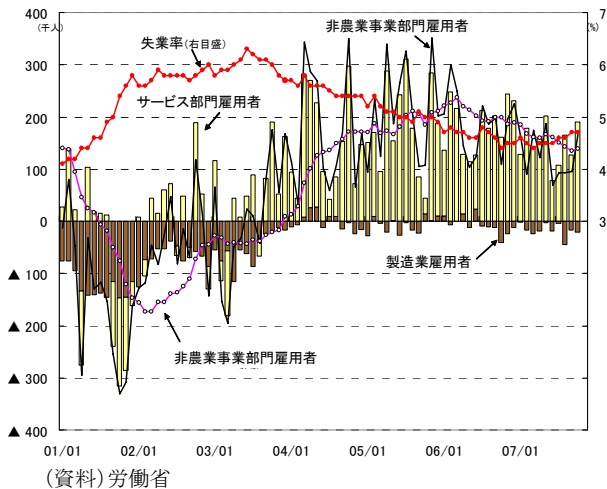
増加の大きかったサービス部門について業種別の内訳を前月比で見ると、飲食店3.67万人、ヘルスケアで3.44万人等の増加が大きく、これまで減少していた人材派遣（Employment services）が3.35万人と増加に転じたのが注目される。また、最近、変動の大きい地方政府の教育関係は3.46万人と政府部門の増加の太宗を占めて3ヵ月連続の増加となり、3ヵ月の合計も10.14万人と雇用全体への影響は小さくない。

一方、10月の失業率は4.7%と前月から横這い、昨年初以来4.4%~4.8%の比較的狭いレンジの中での動きとなっている。また、週平均の労働時間(民間)は33.8時間と前月と同じだった。

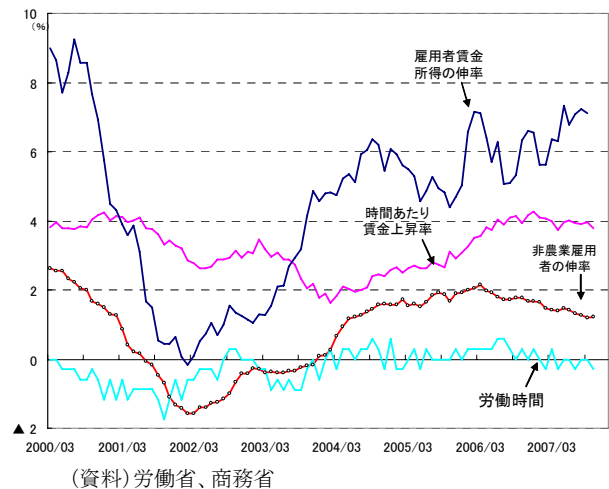
10月の時間当たりの平均賃金(民間)は17.58ドル(前月比0.2%)と前月(同0.3%)から伸びが低下、前年同月比でも3.8%と前月(同4.0%)から低下した。

最近の米国経済では、消費に逆風が強いものの、堅調な雇用所得により下支えされており、そうした構図が今後も維持されるかが景気の先行きを見る上での重要なポイントと思われる。9月の雇用所得の伸びは前年同月比7.1%と高水準にある。雇用所得の伸びは、賃金上昇率と雇用者増等に依存するため、10月の雇用回復の意味は大きく、今後の動向が注目される(図表16)。

(図表15) 雇用増減の推移(前月比)



(図表16) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(物価の動向)

●エネルギー価格上昇の影響を受けるも、コアCPI・PPIは安定した動き

10月CPI(消費者物価)は前月比0.3%(9月同0.3%)と上昇、市場予想(同0.3%)と一致した。エネルギー価格が同1.4%と上昇し、CPIも若干高めとなった。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月以降同率で、こちらも市場予想と一致した(図表17)。

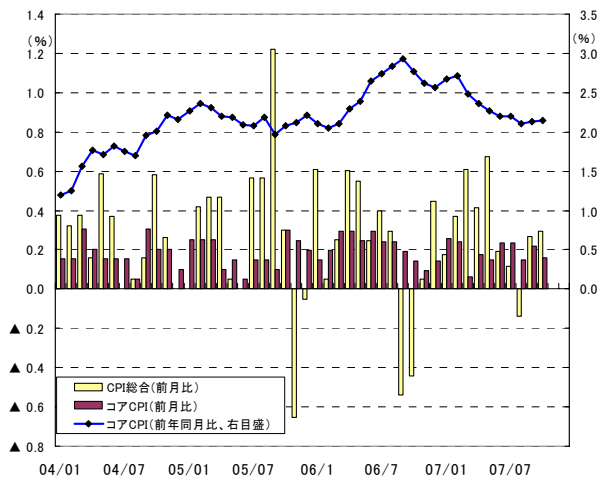
前年同月比では、CPIが3.5%(9月同2.8%)と上昇し、コアCPIは2.1%と横這いが続いた。コアCPIの内訳では、耐久財(同▲1.7%)の下落等財物価が低下し、医療費上昇等によるサービス物価上昇が全体を押し上げた。なお、家賃上昇率の低下の動きが注目される。

労働省によると、年初から10月までのCPI上昇率は、年率3.6%と2006年の2.5%を上回っているが、これは、エネルギー価格が2006年の2.9%上昇に対し、2007年は7月までに年率12.3%となったことによる。一方、10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。

10月PPI(生産者物価、最終財)は前月比0.1%(9月1.1%)と市場予想(0.3%)を下回り、前月から大きく低下した(図表18)。エネルギー価格が前月比▲0.8%(9月同4.1%)と急低下したことが大きい。また、エネルギー・食品価格を除いたコアPPIでも、同0.0%(9月0.1%)と市場予想(0.2%)を下回り、7ヵ月ぶりの低水準となった。

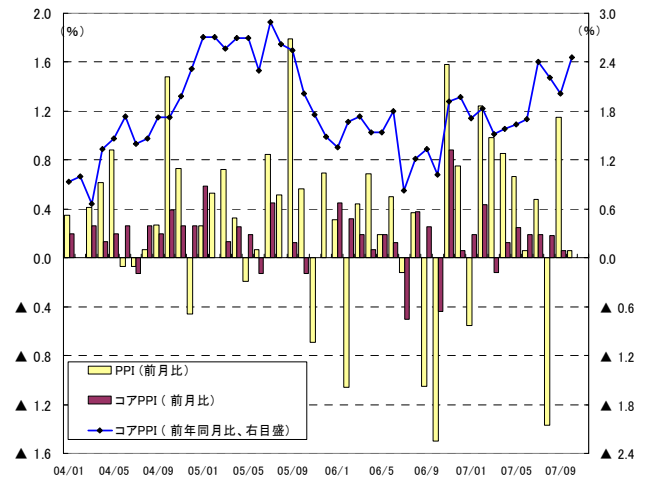
前年同月比では、PPIは6.0%(9月4.4%)、コアPPIは2.5%(9月2.0%)と前月からやや急な上昇を見せているが、これは昨年10月にエネルギー価格と自動車価格の低下で落ち込んだ一時的な要因による。

(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

### (金融政策の動向)

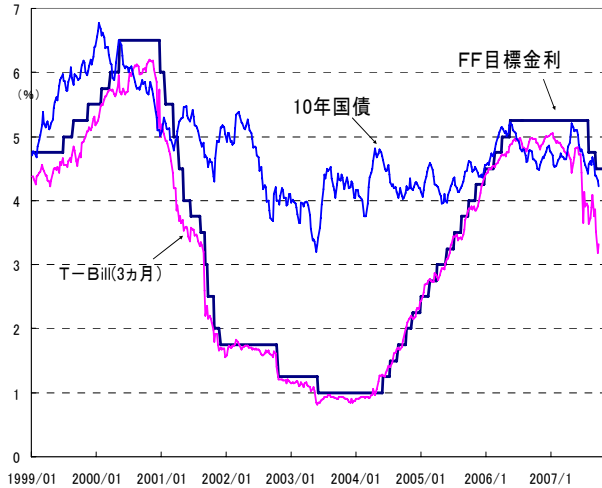
#### ●10月末の利下げは、金融市場混乱の波及防止策と位置付け

10/30・31開催のFOMC(米連銀:連邦公開市場委員会)では、4.75%のFF目標金利を0.25%引下げ、4.5%とすることを決定した。FF目標金利は、前回9/18FOMCでの0.5%引下げに続くもので、合計0.75%の引下げとなる(図表19)。FOMC後に発表された声明文では、今回の利下げは、金融市場の混乱による経済への影響を未然に防ぎ、今後の成長を促進するためのもので、これまで取られた一連の政策の一環であるとしている。8月に生じたサブプライム問題の拡大で、大手金融機関等でのサブプライム関連の損失が相次いで発表されるなど、金融市場の混乱がいまだに尾を引き、信用不安が解消されていないこと等が利下げの要因となっている。

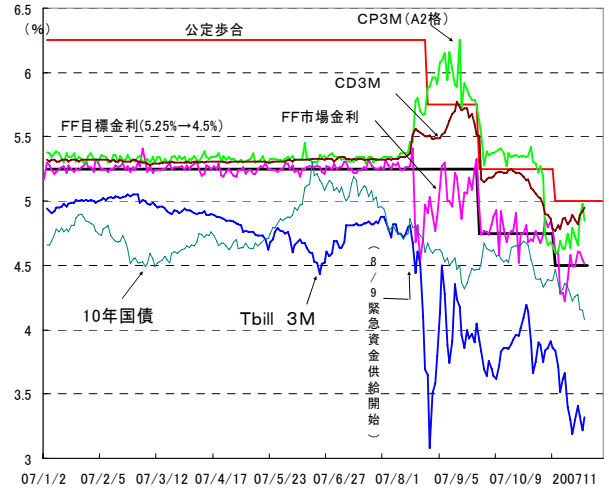
なお、FOMCの資料とされる10/17公表のページブックでは、「景気は拡大しているものの、8月より減速した」として、景気認識を下方修正し、特に、住宅関連産業等については「ほ

とんどの地区で住宅価格、販売、建設面で一層の下落となり、金融機関の融資の質が低下、不動産関係を中心に貸出し基準が引き締められた」としていた。なお、前回利下げに賛成したホーニグ総裁は、金利据え置きを主張して反対票を投じていた。

(図表 19) F F 目標金利と長短金利推移(週別、%)



(図表 20) F F 目標金利と短期金利の推移(日別、%)



● **リスクバランスは中立としたものの、金融市場の混乱持続で利下げの可能性は残存**

今 10-12 月期 GDP は 1% 台に急低下する見方が多いなど、先行きの景気減速の見方は、コンセンサスとなりつつある。今回の決定は、相当な悪化を見せている住宅市場の他部門への波及を先取的に緩和するとともに、信用不安からの正常化を早める目的があったと言えよう。

利下げ自体は、ほぼ市場の予測どおりであったため、注目されたのは、声明文で、インフレ上昇リスクと成長率下降リスクは概ねバランスしているとし、リスクバランスを中立としたことだ。背景にはドル安や原油価格高騰等への警戒がある。今後も、経済指標次第で行動するとの姿勢を崩していないものの、当面、FRB の経済見通しを変えるような指標が出ない間は、金利は据え置きの方針となろう。ただし、サブプライム問題による損失拡大を懸念し、金融市場は依然不安定な動きを続けており、信用収縮も解消されたわけではない。金融・信用市場で再び不安定な動きが強まれば、利下げの可能性が高まることもあり得る情勢と言えよう。

● **FRB が FOMC 議事録と共に経済見通しを公表**

FRB は、11/20 に 10 月末に開催の FOMC の議事録を公表したが、それによると「0.25% の利下げについては、10 月末に実施するか、もう少し様子を見るかを議論したが、結局きわどい判断ながらほとんどのメンバーが利下げを支持した。また、多くのメンバーが、経済がダウンサイドリスクを抱えていると見ており、今回の利下げはそうした予期せぬ事態に備えた付加的な保険であると判断した。」としている。また、「実質 GDP が当面潜在成長率を下回ると思われ、最近の物価トレンドが好ましい状況にあり、インフレ期待が抑制されていること等から、今回の利

下げがインフレ見通しに影響を及ぼすとは思われない」としている。

なお、今回のFOMCでは、これまで年2回公表してきた経済見通しについて、金融政策への理解を深めるため、内容の拡充と発表頻度を増やすことでFOMC参加者の動意を得たとし、議事録と共に公表した(図表21)。拡充した点は、これまで2年だった予測期間を4年とし、コア価格指数に加えて個人消費の価格指数を予測に追加した。見通しの内容では、2008年成長率の下方修正が大きいですが、FRBでは、「多くの要因があるが、その中には、住宅ローンの引締めや減少、予想以上に冷え込んだ住宅市場、原油価格の上昇、さらに、住宅資産減少による今後数年にわたる貯蓄率の上昇と消費への抑制効果が含まれる」としている。

(図表21) FOMC参加者の経済見通し(%, 中心レンジ\*)

	2007	2008	2009	2010	
実質GDP (6月見通し)	2.4~2.5 2.25~2.5	1.8~2.5 2.5~2.75	2.3~2.7	2.5~2.6	第4四半期の前年同期比
失業率 (6月見通し)	4.7~4.8 4.5~4.75	4.8~4.9 約4.75	4.8~4.9	4.7~4.9	第4四半期の平均値
個人消費価格指数	2.9~3.0	1.8~2.1	1.7~2.0	1.6~1.9	第4四半期の前年同期比
コア個人消費価格指数 (6月見通し)	1.8~1.9 2.0~2.25	1.7~1.9 1.75~2.0	1.7~1.9	1.6~1.9	第4四半期の前年同期比

\* 中心レンジとはFOMC参加者の見通し中、最高値と最低値からそれぞれ3つを除いたもの。