

Weekly エコノミスト・レター

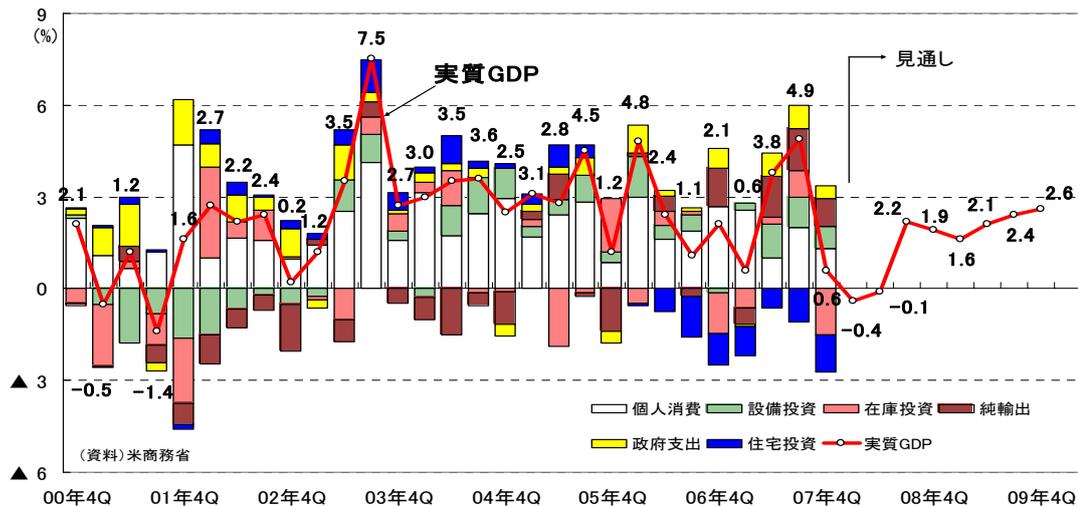
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済見通し～2008年上半期は後退色強まるも、下半期以降は持ち直しへ

< 米国経済見通し >

1. 2008年に入ってからからの景気は一段と悪化を見せている。サブプライム問題による住宅市場の一層の冷え込みは、信用収縮をもたらすと共に住宅市場以外の实体经济に波及しつつある。また、原油・ガソリン価格の一段の高騰、株価の下落、住宅価格の下落、等の成長率への抑制要因も強まっている。
2. そのため、雇用の減少が続くなど、米経済は後退色を強めており、今期以降の米経済は、消費を中心に減速歩調を強め、四半期ベースの成長率はマイナスをつける可能性が高い。
3. 一方、FRBは、昨年9月以降計2.25%の利下げを実施、今後も利下げを続ける意向である。政府も景気対策を実施、下半期はそうした政策効果により景気の持ち直しが期待される。
4. ただし、住宅市場の冷え込みは年内は続く見られ、住宅価格の下落が一層加速した場合、下半期の景気持ち直しが一時的となるリスクには十分留意しておく必要がある。
5. 2008年の成長率は1.2%、2009年は1.9%と見込まれる。

(図表1) 米国成長率の寄与度内訳推移と見通し



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/>

< 米国経済の見通し >

〔見通しの概要〕

●米景気は、2008年上半期にマイルドリセッションを迎えるも、下半期以降は政策効果で持ち直しの動きへ

米国では、3月に入り景気の一層の悪化を示唆する指標が相次いでいる。10-12月期実質GDPは前期比年率0.6%へと急低下したが、2008年に入ってから成長率はさらなる悪化が見込まれよう。特に2月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比6.3万人の減少、年初から連月のマイナスとなった。また、2月消費者信頼感指数は急落し、ミシガン大学指数は26年ぶり、コンファレンスボード指数は5年ぶりの低水準に落ち込んだ。企業部門でも2月ISM指数は、製造業・非製造業指数ともに業況拡大・縮小の分かれ目である50を割り込み、1月新規製造業受注は半年振りに前月比マイナスに転じた。サブプライム問題による住宅市場の一層の冷え込みは、信用収縮をもたらすと共に住宅市場以外の実体経済に波及しつつある。

加えて、原油価格は1バレル100ドルを超えた推移が続き、株価はリセッションとサブプライム問題の影響によるモノラインの格下げや銀行の損失拡大への警戒で不安定な動きを続けている。雇用鈍化、原油価格高騰、株価下落等、いずれも個人消費への影響が大きく、成長率の抑制要因は強まっている。さらに下落の動きを強めている住宅価格の動向も気掛かりである。

こうした中、雇用統計発表前は「リセッションは想定していない」としていた米政府・FRBも急速に景気下ぶれへの警戒を強めている。政府は景気対策として5月以降、個人への減税還付を中心とした政策の実施を決めた。昨年9月よりFRBが実施している利下げとともに、下半期にかけて効果を発揮すると見られ、下半期景気持ち直しの最大の要因となろう。

需要項目別の動きもこうした流れに左右されたものとなろう。信用収縮の影響もあって、年内一杯の住宅投資のマイナスが見込まれるなか、上記のような環境悪化により、個人消費、設備投資とも、上半期は停滞気味の推移となり、全体の景気はマイルドリセッションの状況を呈しよう。ただし、下半期は、政策効果により持ち直しに向かうと見られる。2009年もこの延長上にあると想定されるが、住宅価格の下落が想定以上の大幅なものとなれば、個人消費への抑制が強まり、成長回復のリスク要因となる点には留意しておく必要がある。

金融政策については、次回FOMCは3/18に開催されるが、2月末のバーナンキ議長の議会証言やその後の議長を含めたFRB首脳が発言は、いずれも現下の最大のリスクを景気の下ぶれとしていた。また、FOMC（米連銀：連邦公開市場委員会）の資料とされるページブック（3/5公表）でも、「12地区連銀の報告では、米経済は年初より減速していることが示された」として景気認識をさらに下方修正している。再度の大幅利下げ実施の確率は高いと言えよう。

また、バーナンキ議長が28日の議会証言で中小銀行破綻の可能性に触れた事も注目される。10-12月期住宅ローンの延滞率は5.82%と85年の統計開始以来の高水準となり、差押えされた住

宅ローンも過去最高を記録、商業銀行の抱える消費者ローンの延滞率も上昇している。また、デフォルト（債務不履行）通知を受けた住宅金融会社や小規模銀行の破綻等が相次いで信用不安が再燃、住宅ローン担保証券（RMBS）が幅広く売られるなど、金融市場が動揺を見せた。そのため、FRBは3月11日、欧州4中央銀行と協調し、昨年12月に続く第二弾となる資金供給拡大に踏み切った。金融不安については、ガイトナーNY連銀総裁の「金融市場の動揺と景気下ぶれリスクが長期化するなら金融緩和を続ける必要がある」との発言もあり、上記の大幅利下げ実施の確率を一層高めた形となっている。また、3月FOMC以降、米国では大手金融機関の四半期決算（12月～2月）発表が本格化するため、その動向によっては金融市場の波乱再発の可能性は残されている。景気下ぶれリスクに加えて、金融不安の沈静化を安定的なものとするには、その後も必要に応じて機動的な対応が必要となろう。今年上半期はFRBの利下げが続くと想定している。

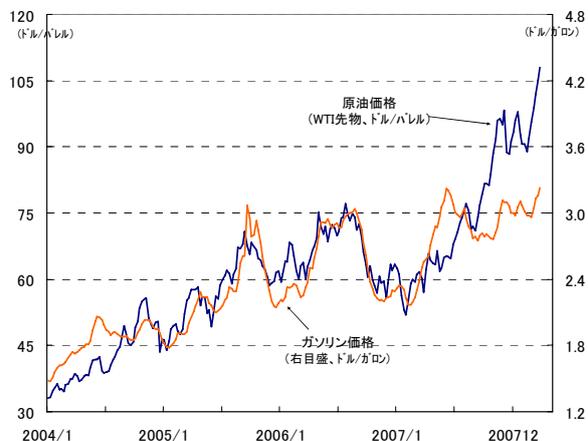
以上により、2008年の成長率は1.2%、2009年は1.9%と予測される(図表2)。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2006年		2007年				2008年				2009年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	1.2	1.9	1.1	2.1	0.6	3.8	4.9	0.6	▲0.4	▲0.2	2.2	1.9	1.7	2.1	2.4	2.6
個人消費	"、%	2.9	1.5	2.0	2.8	3.9	3.7	1.4	2.8	1.9	0.3	0.8	2.5	2.2	1.6	2.1	2.2	2.6
設備投資	"、%	4.8	3.1	3.2	5.1	▲1.4	2.1	11.0	9.4	6.9	0.2	▲2.7	2.3	4.1	2.9	3.1	5.3	5.6
住宅投資	"、%	▲17.0	▲19.8	▲0.6	▲20.4	▲17.2	▲16.3	▲11.8	▲20.5	▲25.2	▲25.7	▲18.3	▲9.8	▲4.7	2.0	5.2	8.0	9.0
在庫投資	寄与度	▲0.3	▲0.1	0.1	0.1	▲1.3	▲0.7	0.1	0.8	▲1.4	0.1	▲0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
純輸出	寄与度	0.6	0.8	0.4	▲0.3	1.3	▲0.5	1.3	1.4	0.9	0.7	0.7	0.4	0.3	0.4	0.5	0.3	0.2
消費者物価	前年同期比、%	2.9	3.3	1.7	3.3	1.9	2.4	2.6	2.4	4.0	4.3	3.4	3.1	2.2	1.5	1.6	1.7	1.8
失業率	平均、%	4.6	5.1	5.3	4.7	4.5	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3
FFレートの誘導目標	期末、%	4.25	2.00	3.50	5.25	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.50	3.00	3.50
国債10年金利	平均、%	4.6	3.8	4.1	4.9	4.6	4.7	4.8	4.7	4.3	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.2	4.4

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

(図表3) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) エネルギー省、他

(図表4) 米国株式市場の推移(週別)



〔10-12 月期 GDP の注目点〕

●10-12 月期実質 GDP (改定値) は 0.6% で不変

10-12 月期実質 GDP (改定値) は、0.6% (前期比年率：以下も同じ) となり、速報値と同値だったが、直前の市場予想(0.8%)よりは低かった。0.6%は昨年 1-3 月期 (0.6%) 以来 3 四半期振りの低率で、住宅投資 (寄与度▲1.25)、在庫投資 (同▲1.49) 等の影響を大きく受けた形である。この結果、2007 年の年間成長率は 2.2% となり 2002 年 (1.6%) 以来の低成長となった。

速報値との比較で差異が大きいのは純輸出で、寄与度では 0.90 と +0.49 の上方修正となった。半面、在庫変動は寄与度▲1.49 と▲0.24 の下方修正となった。その他の項目は比較的小さな修正に留まったが、住宅投資の伸び率が前期比年率で▲23.9%から▲25.2%とさらに下押し、輸入の伸び率が同 0.3%から▲1.9%とマイナスに転じたことなどが目立った。なお、国内最終販売は、前期比年率 2.6%→2.2%へと下方修正された(図表 5)。

また、前期との比較では、実質 GDP が 4-6 月期 4.9%から 0.6%と急低下したが、ここでも在庫投資が前期の寄与度 0.89 から▲1.49 とマイナスに転じたことが大きく、主要項目では、個人消費が同 2.8%→1.9%、設備投資が同 9.3%→6.9%、輸出が同 19.1%→4.8%等が、いずれも成長率の押し下げ要因となった。

これで住宅投資のマイナスは 8 四半期連続となり、しばらくマイナスが持続すると見られることから、今後、住宅市場悪化の影響や原油価格高騰の影響による消費手控え等により、個人消費を中心に他部門へのマイナスの影響が懸念される状況となっている。

一方、FRB の注視している 10-12 月期個人消費のコア (エネルギー・食品除き) 価格指数は、前期比年率 2.7%と速報値から変化はなく、前年比でも 2.1% (速報値に同じ) と FRB の好ましいとするレンジ (1~2%) を上回っている。今後も、最近の原油価格高騰・ドル安の影響等が懸念されるため、FRB の金融緩和に影響を及ぼす可能性は否定できない。

(図表 5) 10-12 月期実質 GDP (改定値) と同速報値の比較 (%)

〈実質〉	前期比年率				寄与度			
	07/3Q 実績	07/4Q			07/3Q 実績	07/4Q		
		速報値(a)	改定値(b)	差 (b-a)		速報値(a)	改定値(b)	差 (b-a)
GDP	4.9	0.6	0.6	0.0	4.9	0.6	0.6	0.0
個人消費	2.8	2.0	1.9	▲ 0.1	2.01	1.37	1.32	▲ 0.05
設備投資	9.3	7.5	6.9	▲ 0.6	0.96	0.79	0.72	▲ 0.07
住宅投資	▲ 20.5	▲ 23.9	▲ 25.2	▲ 1.3	▲ 1.08	▲ 1.18	▲ 1.25	▲ 0.07
在庫投資	-	-	-	-	0.89	▲ 1.25	▲ 1.49	▲ 0.24
純輸出	-	-	-	-	1.38	0.41	0.90	0.49
輸出	19.1	3.9	4.8	0.9	2.10	0.46	0.57	0.11
輸入	4.4	0.3	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 0.72	▲ 0.06	0.32	0.38
政府支出	3.8	2.6	2.2	▲ 0.4	0.74	0.50	0.43	▲ 0.07
国内最終販売	2.5	1.4	1.2	▲ 0.2	-	-	-	-

(資料) 米商務省

〔消費支出の動向・見通し〕

● 個人消費には抑制要因が多く、減速を強める展開

2008 年上半期は個人消費には逆風の強い展開となっている。昨年 8 月以来のサブプライム問題の深刻化は、住宅市場の冷え込みを一層深め、住宅価格の下落を進行させている。過去の住宅ブーム下で多用されたホームエクイティローンが利用できなくなるのに加え、将来的には逆資産効果による消費抑制も懸念される。同様に、サブプライム問題の影響を大きく受けた金融市場の動揺は、株価の急落を招き、消費に抑制的に作用しよう。

また、原油価格の高騰からガソリン価格が上昇を見せており、家計はその分消費支出を抑制せざるを得ない。さらに、今年に入って 2 ヶ月連続で雇用減が続いており、高い伸びを見せていた雇用所得が急速に伸びを縮めるなど、消費の下支え要因であった堅調な雇用増は過去のものとなりつつある。住宅価格の下落、株価の急落、ガソリン価格上昇、雇用減等は、いずれも消費に大きな影響を及ぼす。今上半期はこうした要因が重なっており、消費者マインドを急低下させている。

ただし、政府の景気刺激策（5 月以降の減税還付）や FRB の金融緩和策等により、下半期には消費支出の伸びは一旦回復を見せよう。しかし、住宅市場の冷え込みを始め、消費を抑制している上記の要因が、すぐに払拭されるわけではなく、消費が堅調な足取りを取り戻すのは 2009 年以降のこととなろう。個人消費の伸び率は、2008 年は 1.5%、2009 年は 2.0% と見込まれる。

① 1 月個人消費は前月比 0.4% に回復するも実質ベースでは横ばい

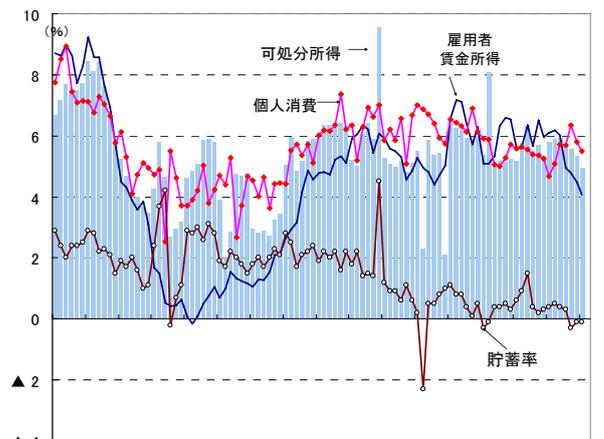
～所得の伸び率低下が懸念材料

1 月の個人消費は前月比 0.4%（12 月は同 0.3%）と伸びを高め、なお底堅さを示した。ただし、実質ベースの消費支出は、耐久財、非耐久財消費が共にマイナスとなり、12 月（同 0.0%）同様に横這いに留まった。

所得面では、賃金所得が同 0.5%（12 月同 0.4%）と上昇し、可処分所得は同 0.4%、実質可処分所得は同 0.1% と、いずれも 12 月と同率だった。なお、可処分所得比の貯蓄率は▲0.1% と 3 ヶ月連続でマイナスとなった。

前年同月比では、個人消費が 5.5%（12 月同 5.8%）と伸びを縮め、可処分所得が 5.0%（12 月同 5.3%）、賃金所得が 4.1%（12 月同 4.5%）といずれも前月から低下した(図表 6)。特に、所得面では、賃金所得が 5 ヶ月連続で伸びを低下、可処分所得も 4 ヶ月連続の低下となるなど、雇用の減速を反映したものとなっている。これまでは、賃金所得の堅調さが消費下支えのより所でもあったため、さらに低下するようだと消費支出への影響が懸念されよう。

(図表 6) 消費支出の推移(前年同月比、%)



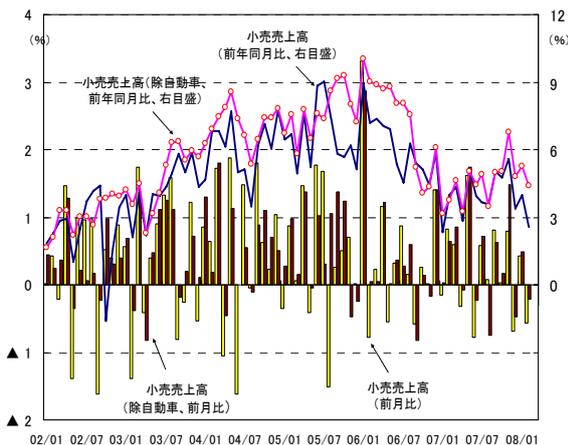
(資料) 米国商務省

② 2月小売売上高が大幅減少～自動車販売除きでもマイナスへ

2月小売売上高は、前月比▲0.6%(1月同0.4%)と急低下した。自動車販売の減少(同▲1.9%、1月は同0.2%)が大きかったことが主因であるが、自動車を除いた小売売上高でも前月比▲0.2%(1月同0.5%)と2ヵ月ぶりにマイナスに転じた(図表7)。そのほか業種別で前月比の伸びが低下したのは、ガソリンスタンド(同▲1.0%)、建築資材等(同▲0.7%)、家具等(同▲0.5%)、等となる。なお、前年同月比でも、小売売上高全体が2.6%、自動車販売除きは4.4%と、1月のそれぞれ4.0%、5.3%から低下が大きい。小売売上高は全般的に不振の動きを強めた形である。

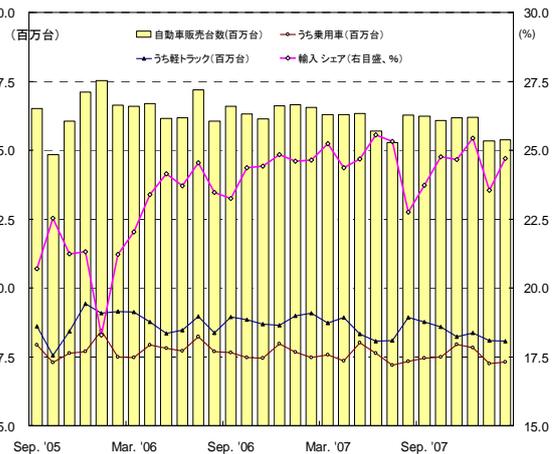
月別の自動車販売を台数ベースで見ると、2月は1538万台(オートデータ社、年率換算)と1月1533万台とほぼ同水準となった。前月比では、国産車の減少(▲1.3%)の一方、輸入車の伸び(5.3%)により、輸入車シェアは24.7%(1月23.5%)と若干持ち直した。前年同月比の自動車販売は▲7.1%の減少となり、車種別では、軽トラックの減少(同▲11.3%)が大きかった(図表8)。住宅市場の冷え込みと原油価格高騰等による消費者マインドの冷え込みで低調な販売が続いている。

(図表7) 小売売上高の推移



(資料)米国商務省

(図表8) 自動車販売台数の推移



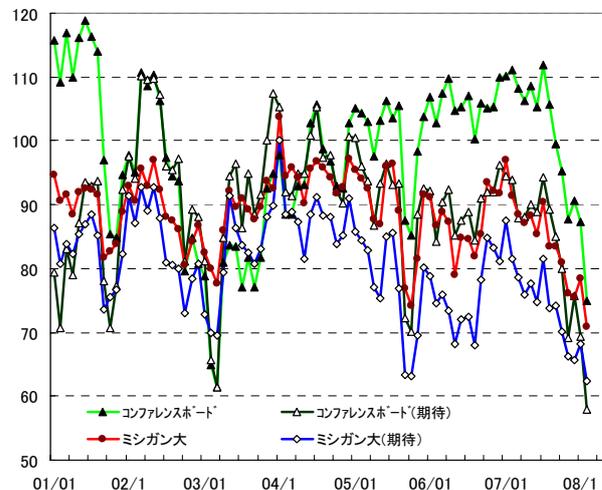
(資料)オートデータ社、季節調整済み年率

③ 消費者マインドは急低下

2月ミシガン大学消費者マインド指数(確定値)は、70.8(前月78.4)と1992年2月以来の低水準を記録した。内訳の現況指数(前月94.4→83.8)、期待指数(前月68.1→62.4)とも急低下している。最近の住宅市場の冷え込みやサブプライムに関連した金融市場の混乱、原油価格高騰等が影響したものと思われる(図表9)。

コンファレンスボード消費者信頼感指数も同様の動きである。2月は、75.0と1月87.3から大幅低下、2003年3月以来の水準に落ち

(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

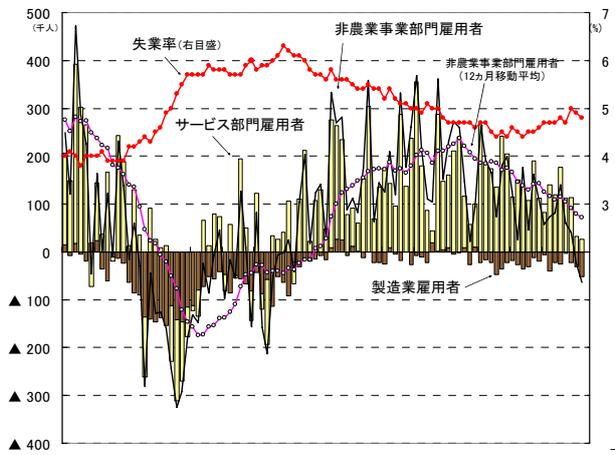
込んだ。内訳では、現況指数（前月 114.3→100.6）、期待指数（前月 69.3→57.9）とも低下する中、特に期待指数の水準が低く、99年1月以来の低水準となった。

④ 2月雇用者数は、前月比6.3万人減と連月のマイナス

2月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲6.3万人と市場予想の2.3万人増を大きく下回り、2003年3月以来5年ぶりの減少幅となった（図表10）。また、12月分が8.2万人増から4.1万人増、1月分が▲1.7万人から▲2.2万人となり、合計4.6万人の下方修正が行われた。この結果、今年に入ってから1月の月平均雇用は▲4.3万人となり、10-12月期の月平均8.0万人増との比較でも減少が急である。

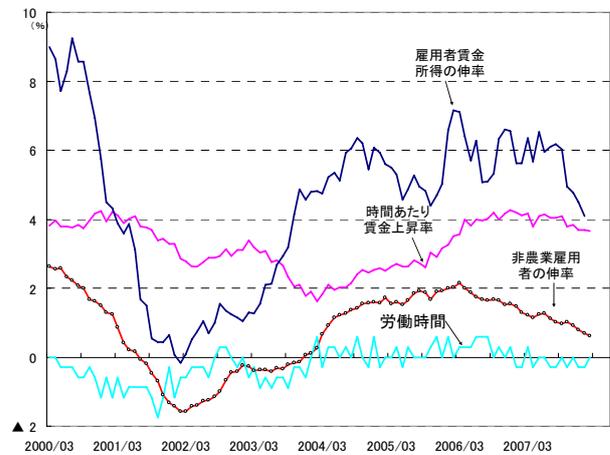
今回の雇用統計を業種別に見ると、製造業では前月比▲5.2万人と4ヵ月連続で減少幅が拡大、また、住宅市場の冷え込みにより建設業でも同▲3.9万人と減少し、サービス部門では同2.6万人（前月3.2万人）と2005年10月以来の小幅な増加に留まった。もっとも、サービス業に含まれる政府部門が同3.8万人となったため、民間のサービス業は同▲1.2万人と実質的には減少と言える。なお、民間サービス業の中では、ヘルスケアが3.6万人、飲食店2.0万人と堅調だった半面、小売業▲3.4万人、一時派遣▲2.8万人等の減少が大きく、金融・不動産も▲1.2万人の減少となった。

（図表10）雇用状況の推移（前月比）



（資料）米国労働省

（図表11）雇用と賃金の推移（前年同月比）



（資料）米国労働省、商務省

なお、2月の失業率は4.8%と2ヵ月続けて低下し、昨年10月以来4.8%～5.0%の狭いレンジの中での上下の動きとなっている。また、週平均の労働時間（民間）は33.7時間と昨年6月33.9時間を直近のピークに緩やかな減少傾向を見せている。

これまでの米国経済では、住宅不況や原油価格上昇が景気減速要因となる中、比較的堅調な雇用所得が個人消費を下支えしていた。しかし、2ヵ月連続の雇用減で、前年比で見た雇用所得の伸びも急速に低下している。この点、2001年にリセッション入りした時期と同様の状況となっており、今後の推移が注目される（図表11）。

〔設備・在庫投資の動向、見通し〕

●景気不透明感の強まりで投資環境が悪化、設備投資は減速へ

2007年の設備投資は4.8%と2006年の6.6%から低下したものの比較的堅調に推移したと言えよう。ただし、構築物投資の高い伸び(2006年8.4%→2007年13.1%)が全体を押し上げた側面が強く、設備機器等は1.3%(2006年5.9%)の伸びに留まった。2008年は、住宅市場の不振と信用不安による貸出し基準の厳格化の影響が、商業用不動産等にも波及すると懸念され、構築物投資の伸びの低下が見込まれる。また、景気減速による設備投資全般の投資環境の悪化を考慮すれば、設備機器等の伸び率も低水準に留まろう。その後2009年は、住宅投資の底打ち、金融緩和の効果等が期待され持ち直しに向かうと見られる。年間の伸び率は、2008年は3.1%、2009年は3.2%と見込まれる。一方、在庫投資は、耐久財等を除けば全般的には過去最低水準にあるが、引き続き在庫積み増し意欲に欠ける展開が続こう。設備・在庫投資を巡る最近の状況は、以下の通りである。

① 2月ISM総合指数は、製造業・非製造業とも50を下回る

企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)指数は、2月製造業指数(PMI)が48.3(1月は50.7)と低下したが、市場予想の48.0を若干上回った。同指数が製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる50を下回ったのは、昨年12月(48.4)以来であり、今回数値は2003年4月(46.1)以来の低水準となる。

一方、2月ISM非製造業事業活動指数は50.8と1月(41.9)の落ち込みから急回復した。また、1月より新設の総合指数(NMI: Non-Manufacturing Index)も49.3(1月44.6)と回復、市場予想(47.3)を上回った。1月事業活動指数はテロ事件直後の2001年10月(40.5)以来7年3ヵ月ぶりの低水準に落ち込み、2月数値が注目されていたが、ひとまず50を回復した形である。ただし、新設の総合指数がなお50を割り込んでおり、景況感としては弱めの判断が続いている。

製造業・非製造業指数とも景況感の分かれ目である50を下回っており、こうした企業の景況感の低下は、住宅不況の深刻化、エネルギーコストの上昇、サブプライム問題の拡大による信用不安や株価の急落、等の状況悪化が、製造業、非製造業を問わず、実体経済への影響を強めてきたものと判断されよう(図表12)。

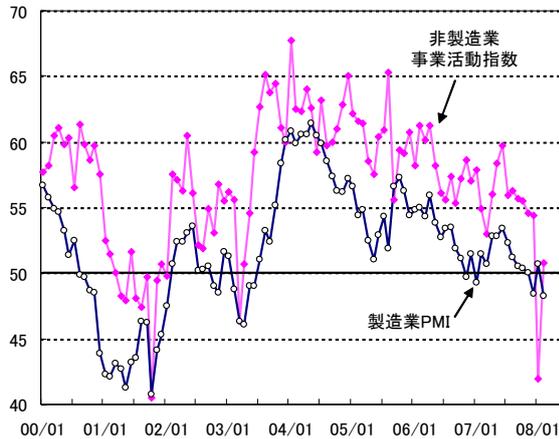
②先行指標の非国防資本財受注(除く航空機)は、前月比▲1.5%と低調な動き

1月の新規製造業受注は前月比▲2.5%(12月2.0%)、新規耐久財受注は前月比▲5.1%(12月4.4%)と前月から一転、大幅なマイナスとなった。1月受注は、全般的に前月比でのマイナスが大きく、今後の動向が注目される。一方、新規の非耐久財受注は同0.3%(12月▲0.4%)とプラスに転じた(図表13)。

耐久財受注のうち業種別の動きで目立ったのは、民間航空機同▲30.4%、国防航空機同▲32.5%を含む輸送機器部門で、12月同10.1%→1月▲13.0%と大幅なマイナスに転じた。また、コンピュータ同▲17.9%、国防通信機器同▲12.6%等を含むコンピュータ・電子機器部門も12月同3.7%→1月同▲2.9%とマイナスに転じた。

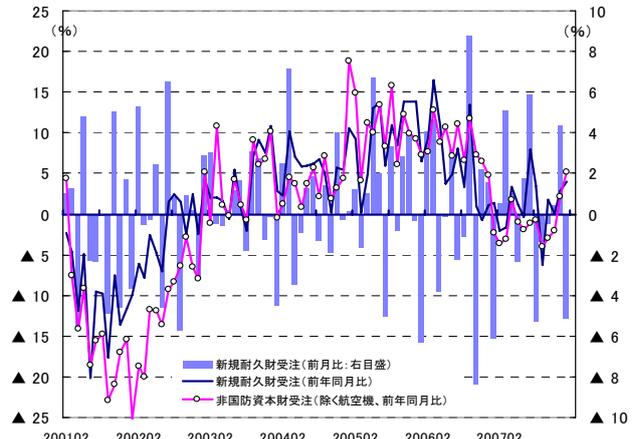
なお、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注（除く航空機）は、前月比▲1.5%（12月5.2%）と2ヵ月ぶりにマイナスに転じた。ただし、前年同月比では、1月新規耐久財受注が4.0%と4ヵ月連続で、非国防資本財受注（除く航空機）は同5.2%と2ヵ月連続でそれぞれプラスとなった。

（図表 12）ISM指数の推移



（資料）Institute for Supply Management

（図表 13）新規耐久財受注の推移(%)



（資料）商務省

③ 1月鉱工業生産は若干の上昇

1月の鉱工業生産指数は前月比0.1%（12月同0.1%）と市場予想と同値だった。製造業は同0.0%（12月同0.2%）と横ばい、業種別では、構成比が約2割と大きいエネルギー産業で同0.9%（12月同▲0.1%）とプラスに転じ、ハイテク産業（構成比4.7%）は同1.9%（12月同1.0%）と伸び率を高めた。反面、自動車（構成比5.3%）が前月比▲1.3%（12月同0.2%）と低下した。なお、製品別では、原材料が同▲0.1%（12月同0.0%）、最終財は前月比0.2%（12月同0.2%）となった（図表14）。

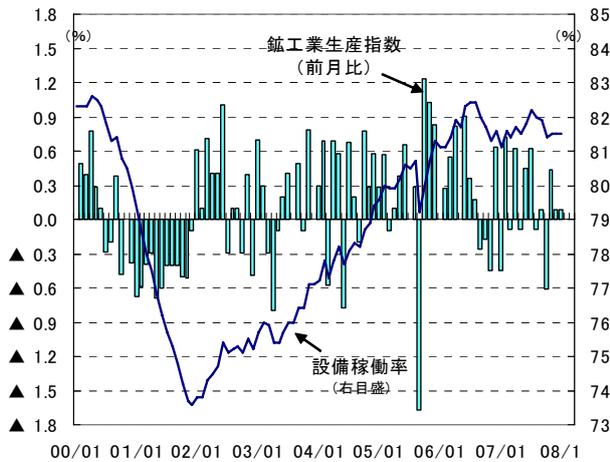
一方、1月の設備稼働率は81.5%と昨年11月以降横ばいの動きが続いている。製造業が79.7%（12月79.8%）とやや低下、業種別では、自動車が76.0%（12月76.8%）と低下する中、ハイテク産業は78.1%（12月77.8%）と持ち直した。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2007年の平均81.0%）は2005年12月以降、継続的に上回っている。

④ 製造業の在庫/出荷比率は低下

1月の製造業在庫は前月比1.3%（12月は同0.9%）、出荷が前月比1.1%（12月は同▲0.4%）となり、製造業の在庫/出荷倍率は1.24と12月と同値となった。なお、製造業の在庫/出荷倍率が弱含みの推移を見せる中、耐久財の在庫/出荷倍率が足元で上昇しているが、最近の運送機器部門の在庫積みあがり（特に乗用車は前月比6.6%、民間航空機同3.7%）等が寄与している。

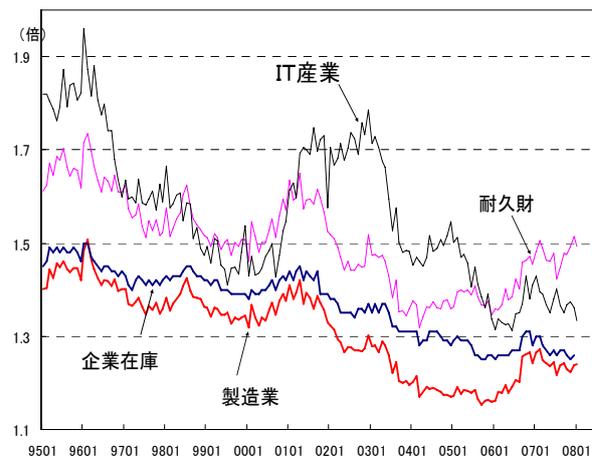
なお、製造業の在庫/出荷倍率は、近年のボトム（2005年9月1.15倍）からはやや上昇したが、歴史的に見れば低水準であることに変わりはない。また、企業在庫全体では、12月1.26倍と近年のボトム（2007年11月1.25倍）水準にあり、マクロ的な在庫調整が懸念されるレベルではない（図表15）。

(図表 14) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表 15) 製造業の在庫/出荷比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

〔住宅投資の動向・見通し〕

● 住宅投資の冷え込み長期化で、注目される住宅価格下落の動向

米住宅市場は、10-12月期 GDP が 0.6% (前期比年率、改定値) と急低下する中、住宅投資は同▲25.2%と 26年ぶりの下落率を記録したが、1-3月期に入っても悪化は止まりそうな状況にはない。住宅市場は、昨年8月のサブプライム問題の深刻化による金融市場の混乱以来、厳しい冷え込みが続いている。直近の関連指標では、1月住宅着工戸数は年率 101.2 万戸とやや持ち直したものの、12月 (100.4 万戸) を除けば 1991 年以来の低水準にある。また、1月新築販売が3ヵ月連続の減少で 13 年ぶりの低水準を記録、中古販売は8ヵ月連続の減少で統計開始以来の最低水準を更新した。特に、下落傾向を強めている住宅価格の動向は、下落が大幅なものとなれば、個人消費等への影響が拡大するため、今後、最大のリスク要因の一つに挙げられよう。

年内は、住宅投資のマイナスが続くと見られ、2008 年は前年比▲19.8%、2009 年は同▲0.6%の見通しである。なお、最近の住宅関連指標の動向は以下の通りである。

① 1月新規住宅着工は低水準持続、許可件数は続落

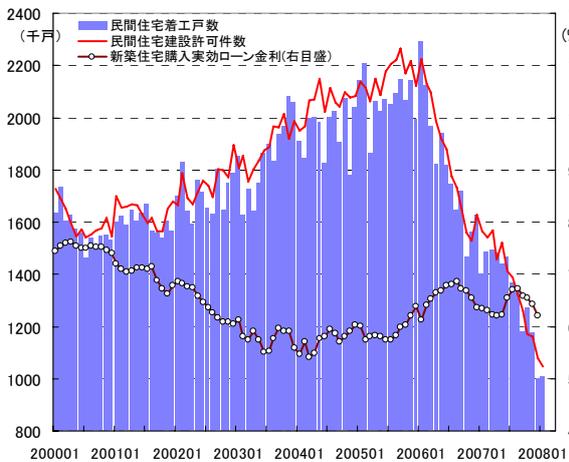
1月新規住宅着工件数は、年率 101.2 万戸 (前月比 0.8%) と前月や市場予想 (101 万戸) とほぼ同水準だった。12月 (100.4 万戸) が 91 年以来の水準に急低下したことを考慮すると、深刻な低水準にあることは変わらない。特に、太宗を占める一戸建て住宅は年率 74.3 万戸 (12月 78.4 万戸) と 10ヵ月連続の減少を続け、なお下げ止まらない状況にある (図表 16)。

一方、先行指標となる住宅着工許可件数は、年率 104.8 万戸 (前月比▲3.0%) と低下、市場予想 (同 105 万戸) とほぼ同水準で、91 年以来の低水準となる。これで8ヵ月連続の減少と下げ止まらないことから先行きの警戒感は強い。なお、住宅着工悪化の背景には、サブプライム問題の影響や販売在庫の積みあがりがあり、業者は在庫が減らない限り建設を抑制せざるを得ない。

② 1月新築住宅販売は、13年ぶりの低水準へ

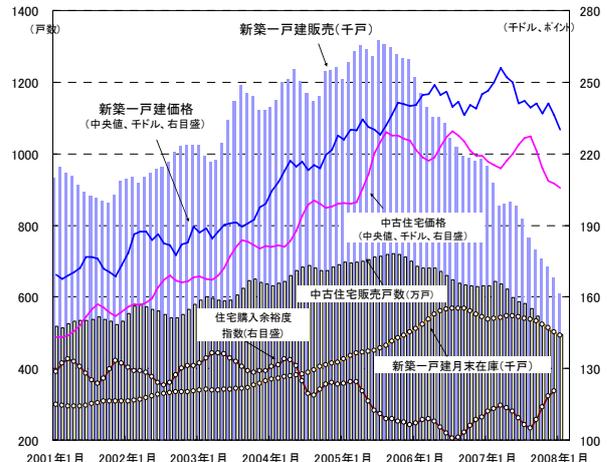
1月の新築一戸建住宅販売戸数は、年率58.8万戸と市場予想(60万戸)を下回り、前月比▲2.8%と3ヵ月連続の下落となった。この水準は1995年2月(55.9万戸)以来13年ぶりの低水準であり、前年同月比でも▲33.9%と減少幅が大きい。一方、新築一戸建て販売価格(中央値)は21.6万ドルと、前月比▲4.3%、前年同月比では▲15.1%の大幅な下落を見せ、2004年9月以来の低価格水準となった。また、1月末の在庫は48.2万戸(12月49.3万戸)と減少したものの、販売比では9.9ヵ月分(12月9.5ヵ月分)と上昇、1981年以来の高水準となった(図表17)。

(図表16) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 商務省

(図表17) 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



(資料) 商務省、NAR

③ 1月中古住宅販売戸数は489万戸と、99年以來の最低記録を更新

全米不動産協会(NAR)発表の1月中古住宅販売戸数は、前月比▲0.4%の年率489万戸となり、市場予想の480万戸は上回ったが、現行ベースの統計を開始した99年以來の最低記録を更新した。前年同月比では▲23.4%の減少となる。中古住宅販売は、2005年9月に年率725万戸とピークをつけた後下降トレンドに入り、今回発表値で昨年6月以降8ヵ月連続の減少となった。

地域別では、西部が前年同月比▲28.5%とマイナス幅が大きく、構成比が約4割と大きい南部でも同▲22.0%となった。また、1月中古住宅販売価格(中央値)は、20.11万ドル(前月比▲2.9%、前年同月比▲4.6%)と下落、ここでも西部が前年同月比▲6.7%とマイナス幅が大きい半面、北東部は同3.1%の上昇と対照的な動きを見せた。

一方、在庫は419.1万戸(前月比5.5%、前年同月比18.4%)と積み上がり、販売戸数比で10.3ヵ月分(12月は9.7ヵ月分)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。1月中古住宅販売は一層の悪化を見せ、住宅価格の下落にもかかわらず、在庫が再び増加に転じるなど、底打ちの気配が見られない。

④ 10-12月期OFHEO住宅価格(購入指数)が、初の前年比マイナス

OFHEO(連邦住宅機関監督局)発表の10-12月期の全米住宅価格指数(購入指数)は、前期比

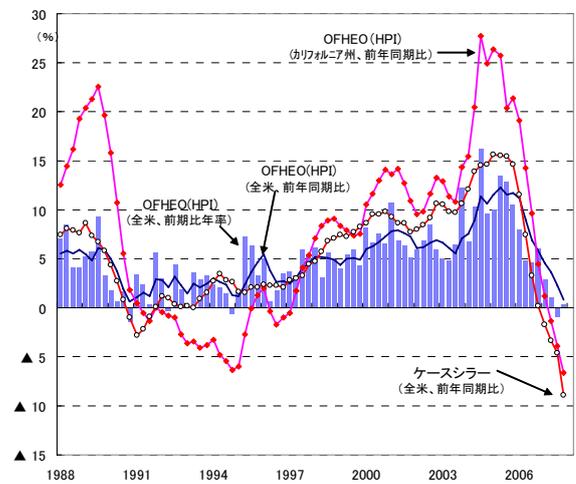
▲1.3%（前期は▲0.3%）低下、前年同期比でも▲0.3%と現行ベースの統計が始まった1991年以來初めてのマイナスとなった。OFHEOによれば、前期比ではメイン州を除くすべての州で下落し、また、住宅ブーム時に上昇の大きかったところほど下落率も大きい。

もともと、より広範囲のデータに基づく全米住宅価格指数（HPI）では、前期比0.1%（前期は▲0.2%）、前年同期比0.8%（前期は2.2%）となおプラスを維持した。

HPIで州別の前年比での価格動向を見ると、ユタ州（前年同期比9.3%）等でおお10%に近い伸びを見せたものの、前年比マイナスの州は前期の10州から11州に若干増加した。なお、下落州を見ると、最大の不動産市場であるカリフォルニア州で、前年同期比▲6.7%（前期は▲3.6%）と下げ幅を拡大、全州の中でも最大の下げ幅となった（図表18）。

一方、S & P社が発表した10-12月期ケース・シラー全米住宅価格指数は、前年同期比▲8.9%と下落、統計開始以来の過去20年で最大の下げ幅となった。こちらは昨年1-3月期以降、前年比でのマイナスを続けており、期を追う毎にマイナス幅を拡大している。なお、毎月発表される12月20都市指数では、前年同月比▲9.1%となった。最大の下落を見せたのはマイアミ（前年比▲17.5%）で、ロスアンゼルス（同▲13.7%）等の下落率が大きく、一方、ニューヨーク（同▲5.6%）、シカゴ（同▲4.5%）等の下落率は比較的緩やかである。

（図表18）住宅価格の推移（%）



（資料）OFHEO、四半期別、地域別グラフは前年同期比。

〔貿易の動向・見通し〕

●輸出の伸び持続で、2008年は純輸出の寄与度は拡大へ

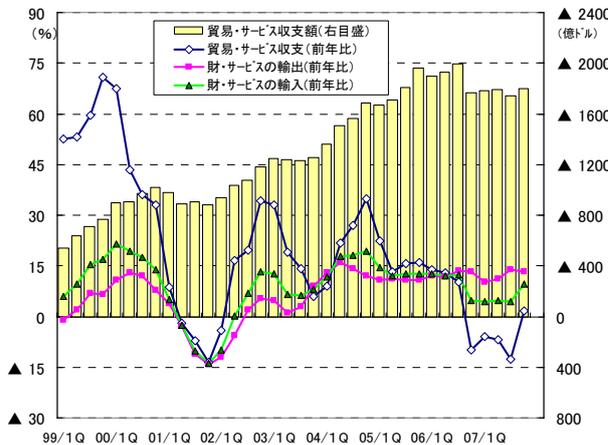
米国の貿易赤字（財・サービス収支）は、91年の311億ドルをボトムにほぼ毎年拡大を見せ、2006年には7585億ドルと未曾有の額に達した後、2007年は7116億ドルに減少した。財収支が8156億ドル（前年8383億ドル）の赤字で、石油赤字と対中貿易赤字で約7割を占め、サービス収支は1039億ドル（前年797億ドル）と黒字が拡大した。石油収支悪化は価格上昇の影響が大きく、一方、対中国輸入は消費財が中心で、消費財輸入は前年比7%増となった。

四半期ベースの貿易赤字（財・サービス収支）を見ると、2006年7-9月期をピークにその後は前年比での減少推移を続けていたが、2007年10-12月期は前年比1.7%と5四半期ぶりにプラスに転じた。ただし、これは原油価格の上昇によるところが大きく、原油輸入を除くベースでは前年比▲27.0%と一転、大幅に赤字が縮小している（図表19・20）。

なお、石油除きのベースでは、米国の景気減速で輸入の伸び率も減少傾向を見せている。一方、輸出については、欧州やアジア等の堅調な成長を背景に、比較的高い伸びを維持している。前回2001年のリセッション時には、世界的に景気が減速したため、輸入とともに輸出の伸びも減少したが、

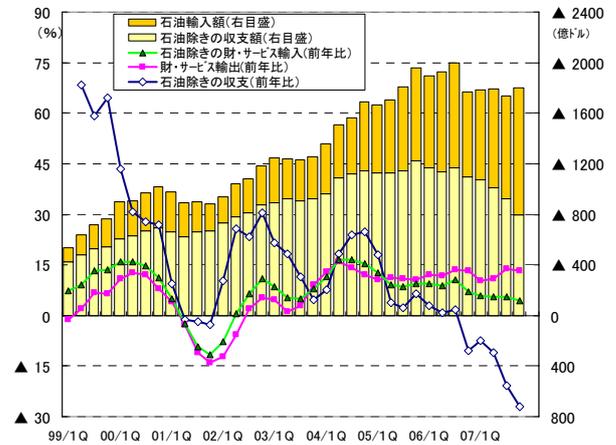
今回は、輸出の伸びが維持されており、海外経済が崩れない間は、外需の寄与度が成長率の下支え要因として期待できそうである。

(図表 19)貿易収支と輸出入の推移(四半期)



(資料) 米商務省

(図表 20)石油除きの収支と輸出入推移(四半期)



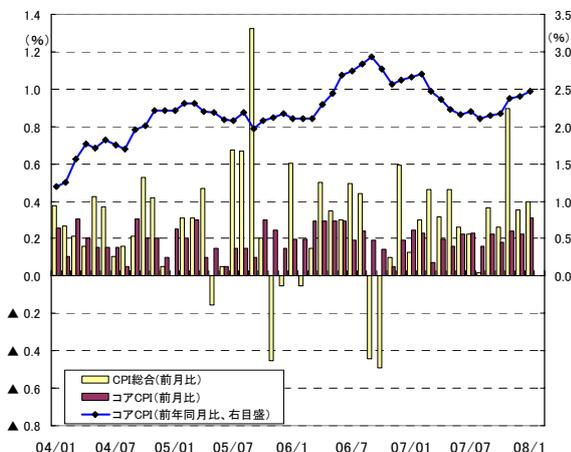
(資料) 米商務省

〔物価の動向・見通し〕

●エネルギー価格上昇の影響大きく、コアCPI・PPIとも上昇率を高める

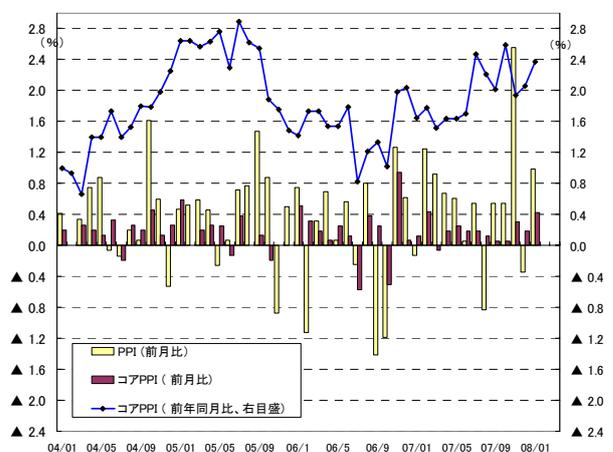
最近の物価の動向を見ると、1月CPI(消費者物価)は、前月比0.4%(12月同0.4%)と上昇、エネルギーが同0.7%、食品が同0.7%と高めの上昇となったことが影響した。ただし、エネルギー・食品価格を除いたコアCPIも前月比0.3%(12月同0.2%)の上昇を見せ、2006年6月以来の高水準となった。前年同月比でもCPIが4.4%(12月同4.1%)へ上昇、コアCPIは2.5%(12月同2.4%)に上昇した。コアCPIの内訳では、耐久財(▲0.9%)の下落等で財物価が0.2%の上昇に留まる一方、医療費上昇等によるサービス物価上昇(3.4%)が大きかった。なお、CPIの4.4%上昇は、2005年10月以来の高水準となる(図表 20)。

(図表 20) 消費者物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

(図表 21) 生産者物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

1月PPI（生産者物価、最終財）は前月比1.0%と一転前月（同▲0.3%）から大きく上昇した（図表21）。エネルギー価格が同1.5%、食品価格が同1.7%、と上昇したことが大きい。コアPPIでも、同0.4%と1年ぶりの高水準となった。前年同月比では、PPIは7.7%（12月6.5%）、コアPPIは2.4%（12月2.1%）と前月からやや急な上昇を見せるなど、エネルギー価格上昇の波及が窺われる。

今後の物価については、最近の原油価格高騰の影響を織り込んでいくこととなるが、半面、景気減速による需要減もあって、最終製品への価格転嫁は遅れ気味である。また、これまでコア指数上昇の主要因であった家賃についても、住宅価格下落の中では今後の伸びが抑制されると見られる。原油価格次第の面は拭えないものの、原油価格が落ち着けば、物価も伸びを縮めることとなろう。

〔金融政策の動向・見通し〕

●FRBは、景気減速が最大のリスクとして利下げ続行の意向

FRBは、1/29・30日開催のFOMC（米連銀：連邦公開市場委員会）でFF目標金利を0.50%引下げ3.0%とすることを決定した。FF目標金利は、緊急FOMCで1/22日にも0.75%の利下げを実施しており、1月中に2回、計1.25%の大幅な利下げをしたこととなる。また、昨年からは、9/18日0.5%、10/31日0.25%、12/11日0.25%の計1%を併せて、合計2.25%の引き下げとなる。

米国経済は、10-12月期実質GDPが前期比年率0.6%へと急低下するなど、住宅市場の悪化が他の実体経済に波及する過程にある。特に、緊急FOMCの開催前に発表された12月雇用統計と小売売上高の悪化は、住宅市場の悪化が消費に及びつつある状況の証左とも受け止められ、リセッションへの警戒を高めた。

しかし、その後発表された経済指標はさらに悪化している。住宅関連指標の悪化に続き、雇用統計は1・2月連月の雇用者減となり、消費者信頼感指数やISM指数等の落ち込みも大きい。また、3月FOMCの資料とされる3/5公表のページブックでは、「米経済は年初より減速していることが示された」として景気認識をさらに下方修正した。また、銀行業務では「住宅向け貸出し基準が引き締められ、借入れ需要は停滞した」とする一方、インフレに関しては、「大半の地区で物価上昇圧力が高まった半面、賃金上昇圧力は雇用の減速により緩和された」とした。

なお、これに先立つ2月末のバーナンキ議長の議会証言では、原油価格高騰により、需要期である夏場に向けたガソリン価格の値上がりが懸念される中、「70年代との共通点は少なく、インフレは緩和に向かうと見られ、スタグフレーションになるとは思わない」と証言、現下の最大のリスクは弱い景気であるとしていた。

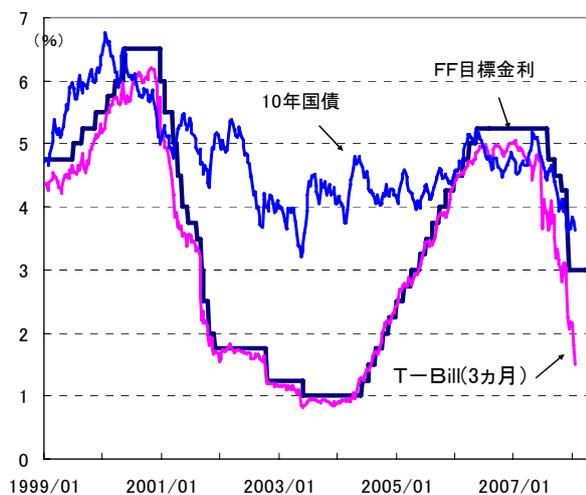
また、バーナンキ議長が同日の議会証言で中小銀行の破綻の可能性に触れた事も注目を集めた。サブプライムやモノライン問題で金融機関等の損失が拡大する一方、10-12月期住宅ローンの延滞率は5.82%と85年の統計開始以来の高水準となり、差押えに発展した住宅ローンも0.83%と過去最高を記録した。また、商業銀行の抱える消費者ローンの延滞率も（10-12月期3.39%）高まっている。こうした中、デフォルト（債務不履行）通知を受けた住宅ローン会社やクレジットファンドが相次いだことから信用不安が再燃、金融市場が動揺に繋がった。

このため、FRBは、3月11日、欧州4中央銀行と協調した資金供給拡大に踏み切った。協調

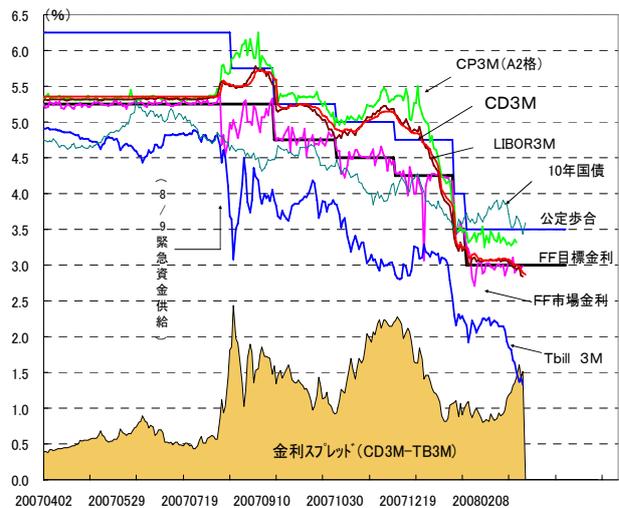
の資金供給は、昨年12月に続き第二弾となる。今回は、住宅市場の悪化で信用不安が高まり、株価の下落していたファニーメイ、フレディーマックへの支援の意味合いもあって、資金供給策の手段として金融機関の保有するRMBS(住宅ローン担保証券)を引き受け、代わりに国債を貸し出す(3/27以降28日間)こととし、金額も最大2千億ドルと巨額なものとした。一時的な措置ではあるが、金融不安の緩和策として歓迎され、発表当日のNY株式市場は大幅な上昇(ダウ30種で前日比416ドル)となった。ただし、3月中旬以降、米国では大手金融機関の四半期決算(12月~2月)を迎えるため、金融市場の波乱の再発の可能性は残されている。

こうした状況にあることから、3月18日開催のFOMCでは、再度の大幅利下げの可能性が高まると共に、今回の利下げで打ち止めとの見方も少ない。3/4の講演でミシュキン理事は、「住宅市場の弱さが続き、生産・消費も弱く、雇用が減少し、金融市場の混乱が続いていることなどから、米経済は重大な下ぶれリスクに直面している」として追加の金融緩和を強く示唆し、同時期に、ガイトナーNY連銀総裁は、「金融市場の動揺と景気下ぶれリスクが長期化するなら金融緩和を続ける必要がある」との発言を行なった。原油高や物価指標が上昇する中での発言だけに、FRBの景気の下ぶれリスクと金融不安への強い警戒が窺われ、当面、金融緩和策が持続すると思われる。

(図表22) F F 目標金利と長短金利推移(週別、%)



(図表23) 米短期金利の推移



(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证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)