

Weekly エコノミスト・レター

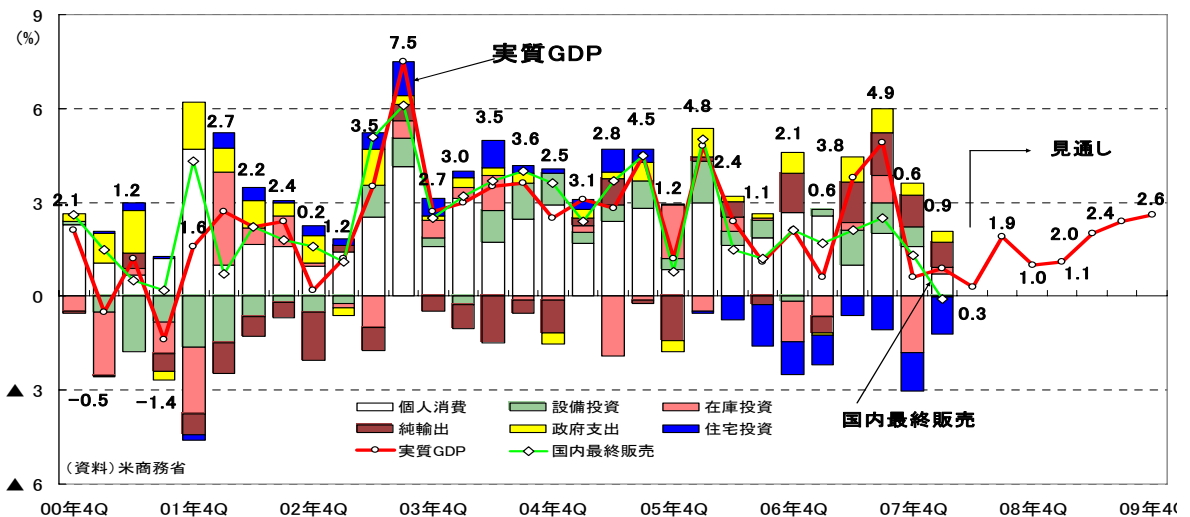
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済見通し～下半期持ち直しも、本格回復は2009年以降に

< 米国経済見通し >

1. 米景気は、サブプライム問題の影響による金融・信用不安や住宅主導による景気減速が続く中、原油価格の一層の高騰により、インフレ懸念を強めている。中でも、住宅価格下落、ガソリン価格高騰、雇用の減少等は、消費者マインドを冷え込ませ、自動車販売の不振を深めるなど、消費支出を抑制している。
2. 半面、海外経済全体ではなお底堅さを維持しており、米国の純輸出は成長率の下支え要因となっている。また、景気対策（減税還付金）の効果もあって下半期の米経済は、持ち直しが期待される。
3. FRBは、昨年9月以降計3.25%の利下げを実施、6月からはインフレ警戒を強め据え置きに転じると見られるが、下半期以降、これまでの利下げの効果が期待される。
4. ただし、住宅市場の冷え込みは年内持続すると見られ、景気の本格回復は2009年以降にずれ込む見込みである。成長率は2008年1.5%、2009年1.6%と予測される。

(図表1) 米国成長率の寄与度内訳推移と見通し (実質、前期比年率、%)



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〕

● 下半期の政策効果期待は強いものの、本格回復は2009年以降へ

米国経済は停滞を続けている。1-3月期 GDP 改定値は0.9%（実質、前期比年率、以下同じ）と上方修正されたが、内需の強さを測る国内最終販売（GDP から純輸出と在庫投資を除いたもの）は、前期1.3%から▲0.1%に低下、91年10-12月期（▲0.4%）以来16年ぶりマイナスとなり、実体経済の悪化は否めない（図表1）。その後、4-6月期に入ってから経済指標も概ね弱いままである。経済活動を圧迫している要因は、サブプライム問題の影響が持続して金融不安を払拭できず、住宅投資がさらに調整を深めていること、原油価格高騰の影響が諸物価に波及を見せていることにある。

特に住宅市場では、販売不振が続く中、過去に見られなかった程の住宅価格下落が進行している。住宅価格下落がさらに続けば、これまでの住宅ブーム下で消費加速への貢献が大きかった資産効果が逆回転し、消費を抑制することにもなりかねない。また、価格下落はサブプライム関連証券等の損失をさらに拡大させることとなる。今後の景気動向を予測する上でも住宅価格の動向はキーポイントとなろう。住宅価格下落は地域差が大きいのが特徴であるが、価格下落が緩やかな地域においても、住宅販売不振による家具等の住宅関連消費や、リファイナンスやホームエクイティローンが細っていることから、消費への影響は大きいと思われる。

一方、昨年初に1バレル50ドルがらみの水準にあった原油価格は、一時140ドルに接近するなど3倍近い上昇を見せ、ガソリン価格がこれを追随している。ガソリン価格の上昇は家計を直撃するだけでなく、運送コストを高め、折からの食品価格上昇にも波及するなど消費面への影響が大きい。ガソリン使用量を削減できない家計では、他の消費を切り詰めることとなり、不要不急の消費は控えられ、自動車、家具、電気製品等の耐久財消費に影響を及ぼす。中でも自動車はガソリン価格高騰と消費マインド低下の影響で、燃費の悪い大型車を中心に販売不振が続いている。大手メーカーは減産を強め、生産ライン全体を見直す動きも出ており、自動車メーカーのリストラ、減産、販売体制縮小の動きは、雇用面を含め、製造業全体に影響を及ぼしている。

米国経済は上記のように住宅、自動車を中心に不振が続き、それらが景気減速を主導する形となっている。そのため、住宅と自動車関連を除いたベースの小売売上高や雇用統計等では、ある相当程度落ち込みが緩和される。また、底堅い海外経済を背景に米国の輸出は二桁の増加（名目、前年比）を続け、成長率を下支えしている。輸入増は原油価格上昇によるところが大きく、原油を除くと伸びは低い。2007年の貿易赤字は6年ぶりに減少したが、実質でも2007年の純輸出は12年ぶりにGDPへの寄与度が0.59%とプラスに転じており、本年もその方向性は維持されよう。

こうした状況は、前回2001年のリセッション時に米国経済の減速と同時に海外経済も減速を強めた状況とは大きく異なる。また、前回リセッションではITバブルの崩壊により、国内製造業

のストック調整が大きかったが、今回は、輸出堅調の影響もあり、製造業の調整は前回ほどではない。製造業の雇用者減少は続いているが、その規模はより緩やかであり、雇用所得の落ち込みも前回のリセッションほど急速ではない。今後、製造業の雇用減少が大きく拡大しないのであれば、全体の雇用調整もより小規模なものに留まろう。

こうした中、政府が実施中のリファンドと昨年 9 月に始まる大幅な金融緩和による効果への期待は強く、下半期の景気は一時的には持ち直しを見せるというのがコンセンサスとなっている。しかし、住宅市場の調整が長引くため、その後の景気は再び減速に向かい、本格回復は 2009 年以降と思われる。2008 年の成長率は 1.5%、2009 年は 1.6%と予測されよう(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)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(改)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	1.5	1.6	1.1	2.1	0.6	3.8	4.9	0.6	0.9	0.3	1.9	1.0	1.1	2.0	2.4	2.6
個人消費	"、%	2.9	1.6	1.8	2.8	3.9	3.7	1.4	2.8	2.3	1.0	0.6	2.2	1.2	1.5	2.0	2.5	2.8
設備投資	"、%	4.7	2.8	3.6	5.1	▲1.4	2.1	11.0	9.4	6.0	▲0.2	▲2.0	1.5	3.4	4.4	4.6	4.9	5.6
住宅投資	"、%	▲17.0	▲21.5	▲3.8	▲20.4	▲17.2	▲16.3	▲11.8	▲20.5	▲25.2	▲25.5	▲22.7	▲16.3	▲9.8	▲1.9	5.4	7.2	9.6
在庫投資	寄与度	▲0.3	▲0.1	0.2	0.1	▲1.3	▲0.6	0.2	0.9	▲1.8	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
純輸出	寄与度	0.6	0.9	0.5	▲0.3	1.3	▲0.5	1.3	1.4	1.0	0.8	0.8	0.3	0.4	0.4	0.6	0.5	0.3
消費者物価	前年同期比、%	2.9	4.1	2.9	3.3	1.9	2.4	2.6	2.4	4.0	4.2	4.0	4.3	3.8	3.5	3.1	2.6	2.4
失業率	平均、%	4.6	5.3	5.7	4.6	4.4	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.3	5.5	5.5	5.6	5.6	5.7	5.7
FFレト誘導目標	期末、%	4.25	2.00	3.25	5.25	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.75	3.25
国債10年金利	平均、%	4.6	3.9	4.3	4.9	4.6	4.7	4.8	4.7	4.3	3.7	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

●利下げ政策は停止、市場に任せた為替政策も転換へ

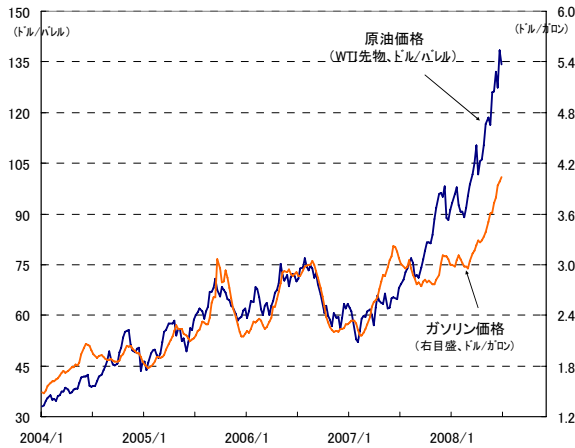
金融政策に関してはこれまでの利下げによる効果が期待されている。ただし、既にバーナンキ議長が 6 月の利下げ停止を示唆したように、FRB はインフレ警戒を強めている。FRB としては住宅市場が底を打つまでは景気の本格回復はないと見ており、その前に利上げを行なうのは避けたいところであるが、今後の物価指標次第では、一転利上げを迫られる局面も想定されよう。

この点に関して注目されるのは、原油価格と為替の行方であろう。原油価格高騰については、これまでの投機的・一時的との見方から持続的なものとの見方へ変わりつつあるが、ピークが近いのか、さらに高騰を続けるかについての見方が分かれている。また、ドルの行方については、6 月上旬の講演会でバーナンキ議長は「ドル下落が、歓迎されない輸入物価や消費者物価の上昇を生じさせており、ドル価値の変化によるインフレ面への影響に注目している」とドル安の影響に懸念を表明した。ドル相場に関しては、財務省の専管として歴代の FRB 議長がコメントを避けてきたが、その後、ポールソン財務長官に加え、ブッシュ大統領までもドル安への警戒を繰り返すなど、米政府が一体となってドル安を阻止する意向であることが判明している。

このように FRB が利上げを回避できるかは、今後の原油価格とドル相場の行方にかかっていると見られる。政策的な意向に反して、景気減速下で、原油高、ドル安が今後も続くのであれば、既に限界に近いと見られる企業のコスト転嫁の動きを加速することにもなりかねず、スタグフレー

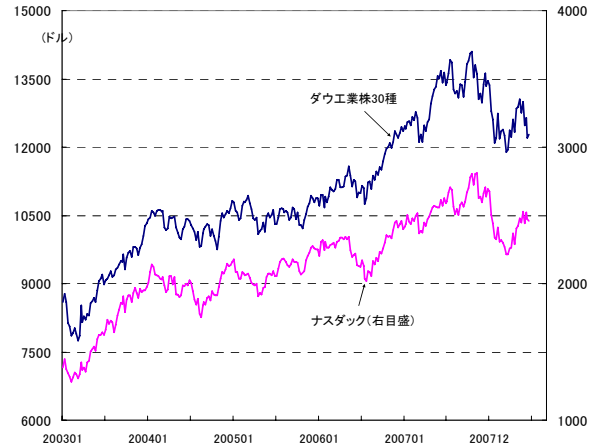
ションの状況がさらに現実味を増してくることとなる。

(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)



[以下、需要項目別の動向・見通し]

● 個人消費には、当面、抑制要因が重なる状況

景気の現状は個人消費に逆風の強い展開が続いている。サブプライム問題の影響を受けた住宅市場は冷え込みを強め、住宅価格の下落は地域差が大きいものの、先行する一部の都市では前年比2割以上の下落を見せており、既に、逆資産効果による消費抑制も懸念される。また、サブプライム問題の影響を大きく受けた金融・信用市場の動揺は、信用引き締めや株価の下落に繋がっており、回復が遅れると消費抑制的な作用を強めよう。

一方、原油価格の高騰にガソリン価格が追随しており、過去最高の1ガロン4ドルを超えた。地方に多いガソリン使用量を削減できない家計にとっては「ガソリン税」とも言われており、家計はその負担増を他の消費支出を削減して賄わざるを得ない。

さらに、今年に入って以降、雇用減が続いており、消費の下支え要因であった雇用所得が伸びを縮めている。さらに低下すれば、消費にも抑制的に作用しよう。このように、住宅価格と株価の下落、ガソリン価格上昇、雇用減等、消費に対する抑制要因が重なっていることから、既に消費者マインドは記録的な水準に下落している。

政府の景気刺激策(減税還付)やFRBの金融緩和策等により、下半期に消費支出の伸びは一旦回復を見せると思われるが、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年以降のこととなる。個人消費の伸び率は、2008年は1.6%、2009年は1.8%と見込まれる。なお、個人消費をめぐる最近の動向は以下のとおりである。

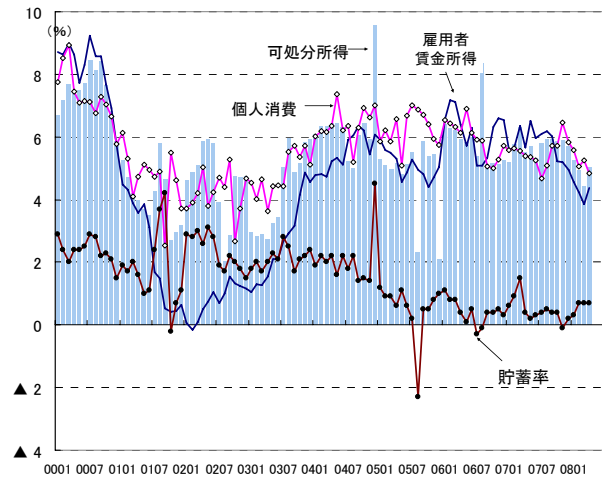
① 4月は、個人所得・消費とも前月比0.2%に低下

4月の個人消費は前月比0.2%(3月は同0.4%)と伸びを低めた。また、実質ベースの消費支出は、耐久財、非耐久財消費が共に▲0.2%となって横這いに留まり、3月(同0.1%)から低下し

た。個人所得は同 0.2%（3月同 0.4%）と伸びが低下、賃金所得は同▲0.2%（3月同 0.5%）とマイナスに転じた。可処分所得は同 0.2%（3月同 0.3%）、実質可処分所得は同 0.0%（3月同 0.0%）、可処分所得比の貯蓄率は 0.7%（3月同 0.7%）と 3 ヶ月連続で同率となった。

前年同月比では、個人消費が 4.8%（3月同 5.3%）と伸びを縮めたが、可処分所得は 5.0%（3月同 4.4%）、賃金所得は 4.4%（3月同 3.9%）といずれも前月から上昇した。所得面では、雇用の減速を反映して先月まで所得が伸び悩んでおり、賃金所得の上昇は 8 ヶ月ぶり、可処分所得では 5 ヶ月ぶりの上昇となる。個人所得面は 4 月単月では踊り場とも言える状況となったが、雇用状況から見て下降トレンドは持続していると思われる(図表 5)。

(図表5) 消費支出の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

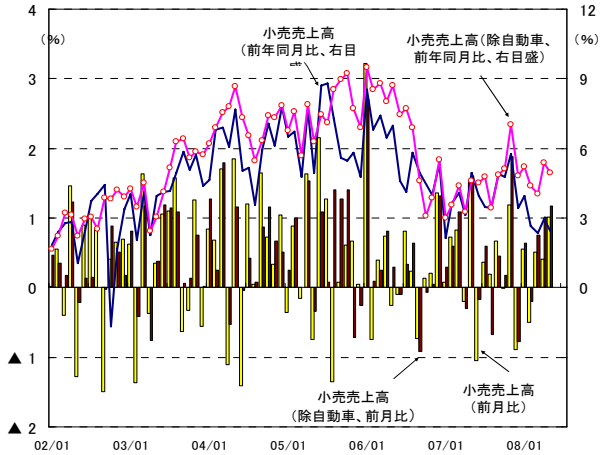
② 5 月小売売上高が 6 ヶ月振りの上昇率に

5 月小売売上高は、前月比 1.0%（4月同 0.4%）と急上昇、市場予想（前月比 0.5%）を大きく上回り昨年 11 月以来の上昇率となった。自動車販売が 4 ヶ月ぶりに増加に転じた（同 0.3%、4 月は同▲2.1%）ことが大きい。自動車を除いた小売売上高では前月比 1.2%（4月同 1.0%）と 3 ヶ月連続で上昇、こちらも昨年 11 月以来の上昇率となり、小売全般の持ち直しを窺わせるものとなった。ただし、業種別で前月比の伸びが最も高かったのはガソリンスタンド（同 2.6%）であり、自動車販売・ガソリンを除くと前月比は 1.0%（4月同 1.1%）となる。その他、建築資材等（同 2.4%）、通信販売等（同 1.6%）等の伸びが高かった。

前年同月比では、小売売上高全体では 2.5%と低いが、自動車販売除きでは 4.9%となり、自動車販売除きの伸びが昨年 9 月以降、小売売上高全体の伸びを上回る状況が続いている。5 月小売売上高は予想を上回る好調となり、市場では 4 月末より開始された戻し税の効果とも見ている。もっとも、上記のように自動車販売・ガソリンを除くベースでは 4 月の伸びを下回っているため、実質的な効果はこれからと思われる。なお、下記のとおり消費者マインドがさらに低下していることを考慮すると、さらに今後の動向を注視する必要がある（図表 6）。

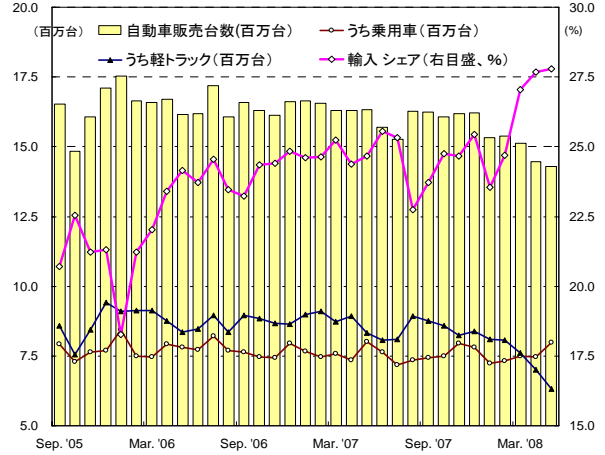
自動車販売はガソリン価格上昇の影響を受け、販売減が続いている。月別の自動車販売を台数ベースで見ると、5 月は 1430 万台（オートデータ社、年率換算）と 4 月 1466 万台から 1.1%減少した。前月比では、国産車▲1.3%、輸入車▲0.7%とも下落、輸入車シェアは 27.8%（4月 27.7%）とやや上昇、車種別では、軽トラック（同▲9.8%）が 5 ヶ月連続で減少したのと対照的に、乗用車（同 7.0%）が 2 ヶ月ぶりに上昇に転じた。ガソリン価格上昇により、燃費効率の低い SUV 等から小型乗用車志向が強まっている(図表 7)。

(図表 6) 小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表 7) 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

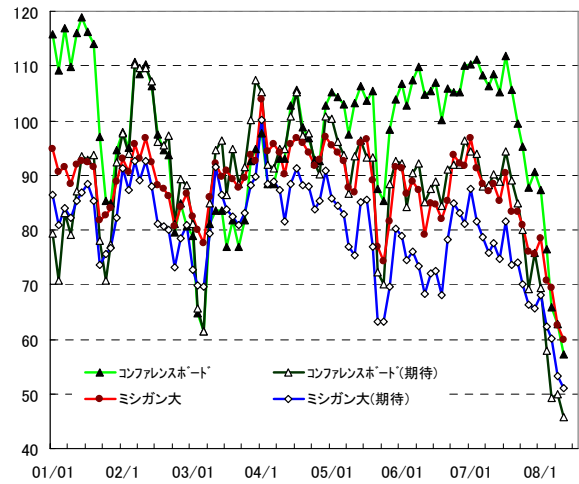
③消費者マインドは、先行き悲観の強まりで記録的な低水準

5月ミシガン大学消費者マインドは 59.8 と4月(62.6)数値を下回り、1980年6月(58.7)以来 28年ぶりの低水準となった。期待指数も 51.1(4月 53.3)と下落し、90年10月(50.9)以来の低水準となった。

また、5月コンファレンスボード消費者信頼感指数は、57.2と4月(62.8)から低下、5ヵ月連続の低下を見せ、1992年10月(54.6)以来の低水準となった。期待指数も 45.7と4月(50.0)から大きく低下している(図表8)。

消費者マインドは既に前回 2001年のセッションを大きく下回っており、住宅市場の冷え込みと原油価格の高騰等が重なったことが個人消費に大きな影響を及ぼしていることを窺わせる。

(図表 8) 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

④ 5月雇用者は5ヵ月連続の減少、失業率は5.5%に急上昇

5月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲4.9万人となり、市場予想の▲6万人ほどではなかった。また、4月分が▲2.0万人から▲2.8万人、3月分が▲8.1万人から▲8.8万人となり、合計▲1.5万人の下方修正が行われた。この結果、今年に入ってからの月平均雇用は▲6.5万人となり、昨年(前年)の月平均9.1万人増との比較では減少が顕著である(図表9)。

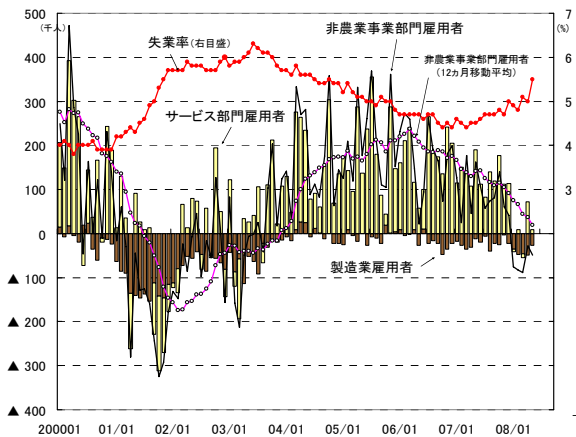
今回の雇用統計を業種別に見ると、製造業では前月比▲2.6万人と2006年7月以来の減少が続く、住宅市場の冷え込みにより建設業でも同▲3.4万人と昨年7月以来の減少が続いている。また、サービス部門では同0.8万人(前月7.2万人)と小幅な増加に留まったが、サービス業に含まれ

る政府部門が同 1.7 万人増となったため、これを除く民間のサービス業は同▲0.9 万人の減少となる。民間サービス業の中では、教育・ヘルスケア部門が同 5.4 万人、飲食店（同 1.1 万人）を含むレジャー等が同 1.2 万人と堅調だった半面、一時派遣（同▲3.0 万）を含む専門・事業サービス部門が同▲3.9 万人、小売部門▲2.7 万人等の減少が大きかった。なお、金融・不動産は▲0.1 万人の減少に留まった。

一方、5月の失業率は5.5%と4月5.0%から急上昇した。前月比で0.5%ポイント上昇したのは22年ぶりであり、市場の注目を集めた。失業率の基礎データとなる家計調査では、5月の雇用減28.5万人に対し、失業者は86.1万人増となったが、労働省では若年層を中心に新規の雇用市場への流入増があったためと説明している。また、4月～7月は、特に若年層を中心に流入増が生じやすい時期であり、経済状況や毎月の調査のタイミング、学校のスケジュール等、雇用統計にインパクトを与える要素が多いため、単月のデータで判断すべきではないとしている。

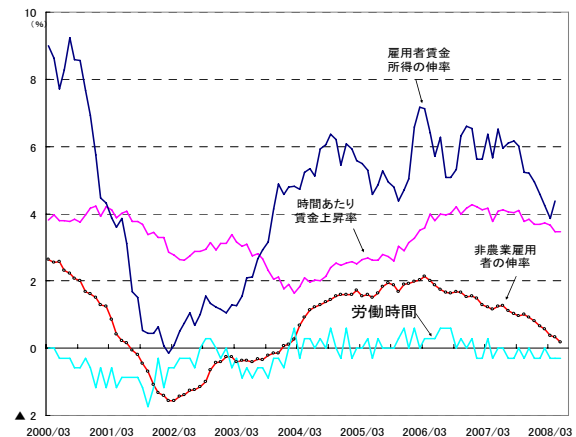
この他、週平均の労働時間(民間)は33.7時間と前月から変わらず、時間当たり賃金は、17.94ドルと前月比0.3%増となった。時間当たり賃金の前年比は3.5%と前月と同値であったが、トレンドとしては、2006年12月の同4.3%をピークとした減少傾向にある。これまでの米国経済では、住宅不況や原油価格上昇が景気減速要因となる中、比較的堅調な雇用所得が個人消費を下支えしていたが、年初から雇用減が続き、前年比で見た雇用者賃金所得の伸び率は低下して賃金上昇率に接近しており、今後の動向が注目される（図表10）。

（図表9）雇用状況の推移（前月比）



（資料）米国労働省

（図表10）雇用と賃金の推移（前年同月比）



（資料）米国労働省、商務省

〔設備・在庫投資の動向、見通し〕

●景気不透明感の強まりで設備投資は先送りへ

2008年1-3月期の設備投資は、前期比年率▲0.2%と5四半期ぶりにマイナスに転落した。最近のサブプライム問題からの信用不安による貸出し基準の厳格化の影響は商業用不動産等にも波及し、構築物投資の伸びが大幅に低下（10-12月期同12.4%→1-3月期同1.1%）している。また、景気減速による設備投資全般の投資環境の悪化により、設備機器等の伸び率はマイナスに転落（10-12月期同3.1%→1-3月期同▲0.9%）し全体の伸び率を押し下げている。自動車販売不振の

影響も大きく、金融緩和が進められていることを除けば、当面、設備投資意欲の乏しい状況が続き、その後 2009 年には、住宅投資の底打ち、金融緩和の効果等から持ち直しに向かうと見られる。年間の伸び率は、2008 年は 2.8%、2009 年は 3.6%と見込まれる。

在庫投資についても、引き続き在庫積み増し意欲に欠ける展開が続くと見られる。耐久財等についての在庫率上昇が見受けられるが、全般的な在庫水準は高いとは言えず、調整があっても一時的なものに留まろう。設備・在庫投資を巡る最近の状況は以下の通りである。

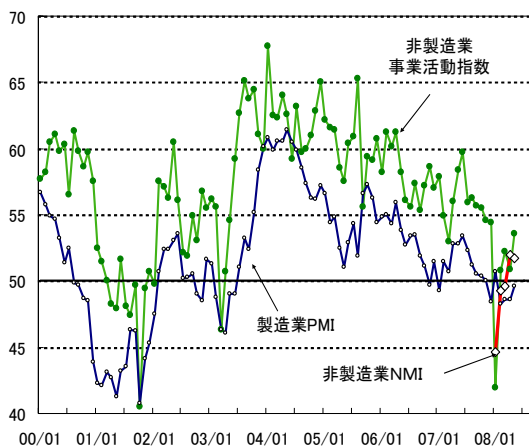
① I S M製造業指数は、50 を割り込む推移が続く

企業のセンチメントを示す I S M（米供給管理協会）指数は、5 月製造業指数（P M I）が 49.6 となり、4 月（48.6）、市場予想（48.5）をともに上回った。しかし、製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる 50 は 4 ヶ月連続で下回り、依然縮小局面にあることを示した(図表 11)。

一方、5 月の非製造業指数（N M I：注）は 51.7 と 4 月（52.0）から低下したが、市場予想（51.0）は上回り連月で 50 を超えた。また、これまで非製造業の景況感を示す指数とされていた事業活動指数は 53.6 と 4 月 50.9 から上昇、4 ヶ月連続で 50 を上回った。同指数は、1 月に 41.9 とテロ事件直後の 2001 年 10 月（40.5）以来の低水準に落ち込んだが、2 月以降 50 台を回復しており、事業活動が「上昇した」との回答比率は、1 月の 18%から 5 月は 32%と高まっている。

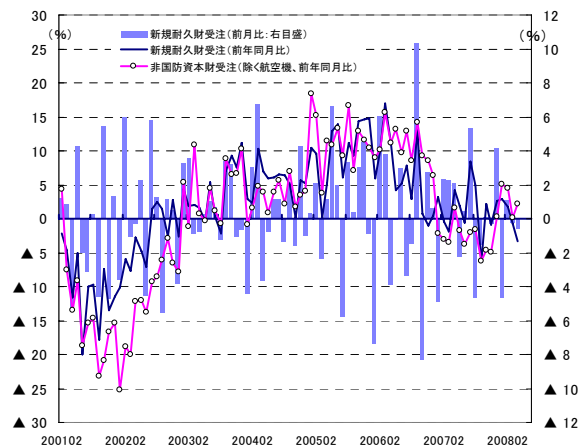
以上のように、I S M指数は、製造業では持ち直しの動きを見せつつも縮小域を抜け出せず、半面、非製造業では、50 台を維持、景気悪化がそれほど深くはならないとの観測が強いことを反映したものとなっている。(注：NMI(Non-Manufacturing Index)は、本年 1 月より非製造業指数の総合指数として発表を開始。事業活動、新規受注、雇用、入荷遅延の各指数の均等ウェイトで構成される。)

(図表 11) ISM 指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(図表 12) 新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 商務省

②受注面では、設備投資先行指標の非国防資本財が、4 ヶ月ぶりにプラス転換

4 月の新規製造業受注は前月比 1.1%（3 月 1.5%）、新規耐久財受注は前月比▲0.6%（3 月▲0.2%）と前月から伸びを低下させた。一方、新規の非耐久財受注は同 2.8%（3 月 3.1%）とプ

ラスを維持した(図表 12)。耐久財受注のうち業種別の動きを見ると、変動の大きい民間航空機(同▲24.4%)を含む輸送機器部門で同▲4.2%(3月 1.6%)、コンピュータ(同▲22.5%)を含む電子機器部門も同▲2.3%(3月 0.9%)とマイナスに転じた。半面、電気機器部門が同 28.1%(3月▲18.8%)と増加し、空調機や鉱業機器が好調だった機械部門も同 4.1%(3月 8.5%)とプラスを持続した。

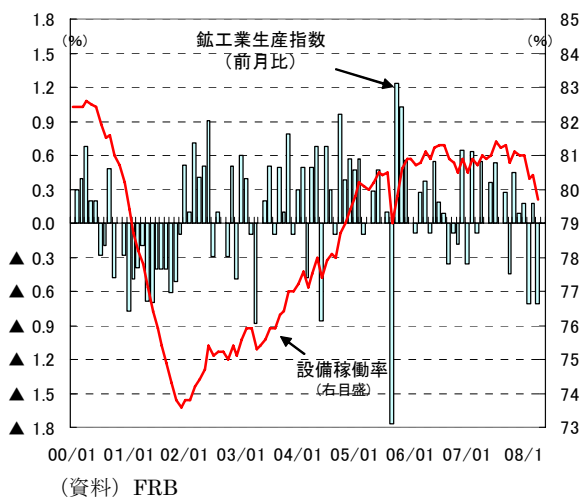
なお、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は、前月比 4.0%(3月▲1.0%)と4ヵ月ぶりにプラスに転じた。なお、前年同月比では、4月新規耐久財受注が▲0.6%と2ヵ月連続のマイナスとなったが、非国防資本財受注(除く航空機)は同 2.2%と5ヵ月連続のプラスを維持した。

③ 4月鉱工業生産指数が大幅な低下、設備稼働率は2年半ぶりに80%割れ

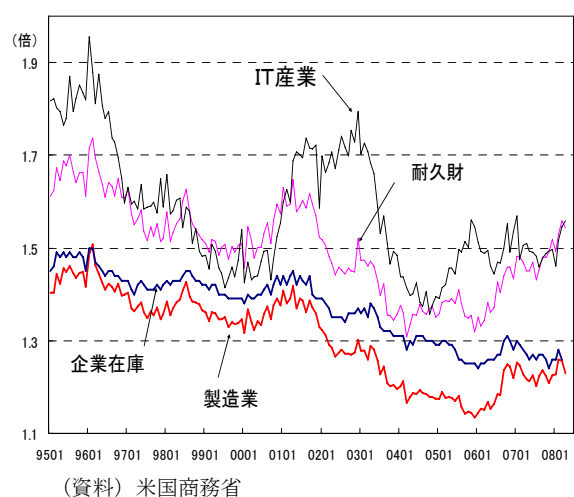
4月の鉱工業生産指数は前月比▲0.7%(3月同0.2%)、市場予想は▲0.3%であり、予想以上の低下となった。製造業(構成比 78.7%)は同▲0.8%(3月同 0.0%)となったが、中でも自動車(構成比 5.1%)が前月比▲8.2%(3月同▲4.3%)と4ヵ月連続の低下となるなど全体を押し下げた。そのほか、構成比が 25%と大きいエネルギー産業が同▲0.1%(3月同 0.3%)と低下、ハイテク産業(構成比 4.3%)は同 1.0%(3月同 2.3%)と伸び率を低めた。製品別では、原材料が同▲0.7%(3月同 0.4%)、最終財も前月比▲0.8%(3月同 0.0%)と低下した(図表 13)。

一方、4月の設備稼働率は 79.7%と3月(80.4%)から低下し、市場予想(80.1%)を下回った。製造業が 77.5%(3月 78.3%)と低下、業種別では、鉱工業生産指数と同様に自動車が 62.0%(3月 67.5%)と大幅な低下を見せ、ハイテク産業は 79.5%(3月 79.8%)と小幅な低下に留まった。なお、長期的な平均稼働率水準(1972~2007年の平均 81.0%)を3ヵ月連続で下回ったこととなるが、今回のように、80%ラインも下回ったのは、2005年10月以来2年半ぶりのこととなる。

(図表 13) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(図表 14) 製造業の在庫/出荷比率の推移(月別)



④ 製造業の在庫/出荷比率は低下

4月の製造業在庫は前月比横ばい(3月は同 0.9%)、出荷が同 2.2%(3月は同 1.1%)とな

ったため、製造業の在庫/出荷倍率は1.23倍と3月1.26倍から単月としては急低下を見せた。なお、製造業の在庫/出荷倍率が一進一退の推移を見せる中、耐久財の在庫/出荷倍率が足元で上昇を見せているが、IT産業や運送機器部門での倍率上昇の影響が窺われる。

ただし、製造業の在庫/出荷倍率は、近年のボトム（2005年9月1.15倍）から上昇してはいるものの、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、3月1.26倍と近年のボトム（2007年11月1.25倍）水準にあり、在庫調整が懸念されるレベルにはない（図表14）。

〔住宅投資の動向・見通し〕

●住宅価格下落が加速、住宅市場の底打ちは来年に持ち越しの様相

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、記録的な冷え込み状態が続いている。昨年10-12月期の住宅投資は同▲25.2%と26年ぶりの下落率を記録したが、1-3月期は同▲25.5%とそれを超える悪化を見せた。

4月の一連の住宅指標では、新築住宅販売や新規住宅着工等で前月からの増加が見られたものの、サブプライム問題による金融・信用市場への影響が続く中、不振な状態にあることには変わらない。また、1-3月期住宅価格は、ケース・シラー指数が▲14.1%（全米、前年比）と二桁の落ち込みを見せるなど下げ足を速めた。地域差が大きいのが特徴であるが、下落の先行する都市では既に2割以上の下落となっており、さらに下落が大幅なものとなれば、個人消費等への影響も拡大し、今後、最大のリスク要因の一つに挙げられよう。住宅投資については、2008年は前年比▲21.5%、2009年は同▲3.8%の見通しである。なお、最近の住宅関連指標の動向については以下の通り。

① 4月新規住宅着工・許可件数が増加するも、一戸建て住宅は不振が続く

4月新規住宅着工戸数は、年率103.2万戸（前月比8.2%）と前月（95.4万戸）から反転し、減少予想（93.9万戸）を覆した。前月の水準は91年3月（92.1万戸）以来の低水準だった。ただし、太宗を占める一戸建て住宅は、年率69.2万戸（3月70.4万戸）と12ヵ月連続の減少を続けており、底打ちの兆しが見えない状況にある。

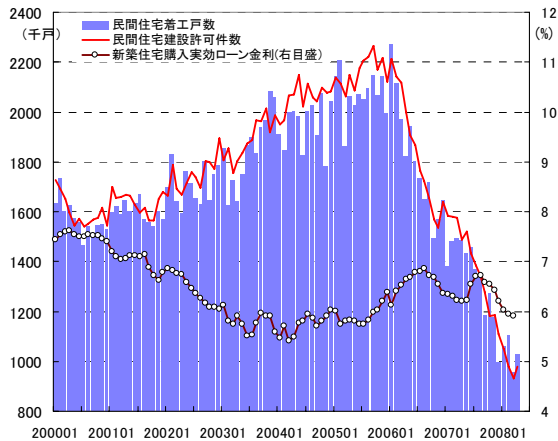
一方、先行指標となる住宅着工許可件数は、年率97.8万戸（前月比4.9%）と増加、市場予想（同91.5万戸）を上回った。こちらは一戸建て住宅・集合住宅とも増加に転じた。住宅着工悪化の背景には、サブプライム問題の影響を受けた販売不振がある。販売在庫が積みあがり、業者は在庫が減らない限り建設を抑制せざるを得ない。4月住宅着工は改善したものの、住宅販売が減少傾向を続ける間は、本格的な回復は望み薄といえよう（図表15）。

② 4月新築住宅販売は、6ヵ月ぶりの増加

4月の新築一戸建て住宅販売戸数は、年率52.6万戸と前月比3.3%の増加、市場予想（52万戸）を上回った。前月比での増加は6ヵ月ぶりのこととなるが、前年同月比では▲42.0%の減少と3月（同▲38.2%）をさらに下回った。なお、3月は50.9万戸と速報値の52.6万戸から下方修正され、91年9月（48.7万戸）以来の低水準だった。

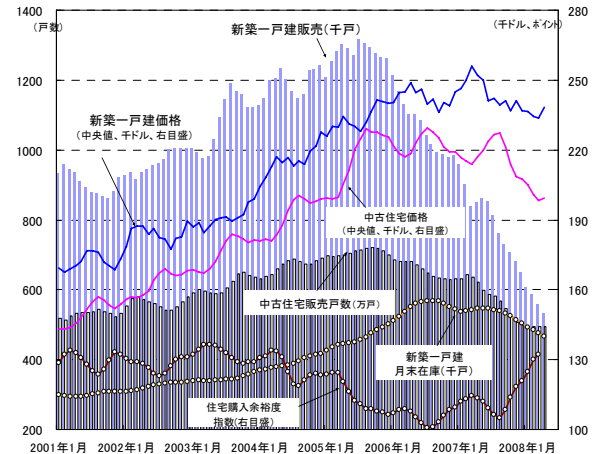
一方、新築一戸建て販売価格（中央値）は24.61万ドル、前月比9.1%と上昇、前年同月比では1.5%と5ヵ月ぶりの上昇となった。また、4月末の在庫は45.6万戸（3月46.7万戸）と12ヵ月連続で減少し、2005年6月（45.5万戸）以来の低水準となったが、販売比では10.6ヵ月分（3月11.1ヵ月分）と依然高水準にある（図表16）。

（図表15）住宅着工の推移(月別)



（資料） 商務省

（図表16）住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



（資料） 商務省、NAR

③ 4月中古住宅販売戸数は489万戸と連月減少の一方、価格は連月の上昇

4月中古住宅販売戸数は、前月比▲1.0%の年率489万戸と減少、前年同月比では▲17.5%の減少となった。中古住宅販売では1月（489万戸）に現行ベースの統計を開始した99年以來の最低記録となった後も低調な販売水準が続いている。

また、4月の中古住宅販売価格（中央値）は、20.23万ドル（前月比1.1%、前年同月比▲8.0%）と連月の上昇、ピークの23.02万ドル（2006年7月）からは▲12.1%の下落となる。地域別の前年比では西部が▲16.7%の下落、中西部は▲2.9%と下落幅が小さかったが、価格の落ち込みが大きい西部で販売に持ち直しの動きが見られるなど、買い手の価格を睨んだ行動が窺える。

在庫は455.2万戸（前月比10.5%、前年同月比7.9%）と前月から急増、販売戸数比で11.2ヵ月分（前月は10.0ヵ月分）と過去最高を更新した。なお、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。

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、下降トレンドに入っている。2月（503万戸）には7ヵ月ぶりに増加に転じたものの、販売の回復力は弱く、在庫は高水準にあり、3・4月とも減少が続いた形である。

④ 1-3月期ケース・シラー全米住宅価格指数は、前年比▲14.1%の下落

1-3月期ケース・シラー全米住宅価格指数は、前期比▲6.7%と急落、前年比では▲14.1%（10-12月期▲8.9%）と統計開始以来の過去20年で最大の下げ幅となった。また3月20都市指数では前年比▲14.4%、6都市で20%以上の下落幅となったが、そのうち3都市をカリフォルニア州の都

市が占め、最大の下落を見せたのはラスベガス（同▲25.9%）だった。S&P社では、「明るい兆しがほとんど見受けられない。20都市の中での15都市の下落率はいずれも過去最大である」としている。

一方、OFHEO(連邦住宅機関監督局)発表の1-3月期全米住宅価格指数(購入指数)は、前期比▲1.73%(前期は▲1.4%)低下、前年比では▲3.07%と、いずれも現行ベースの統計が始まった1991年以来の減少幅を更新した。

また、従来から発表しているOFHEOの全米住宅価格指数(HPI:購入指数にリファイナンス等を加えより広範囲のデータに基づく)でも、前年比▲0.03%(前期比▲0.23%)と僅かながらマイナスに下落した。HPIはこれまで前年比でマイナスを記録したことがなく、今後はどの程度のマイナスまで落ち込むかが注目される。HPIで州別前年比の価格動向を見ると、ユタ州(前年比6.3%)、ワイオミング州(同5.6%)等でなお5%を超える伸びを見せている一方、前年比マイナスは前期の11州から15州に増加し、下落幅が最も大きかったのは、最大の不動産市場を抱えるカリフォルニア州で前年比▲10.6%だった。

(注:OFHEOでは、OFHEO価格指数が他機関より安定的である理由として、データベースがフレディマック、ファニーメイ等から提供されるプライムローンや同機関の買取り対象であるコンフォーミングローンを基本としているため、変動の大きい高価格物件の影響を受けにくいこと、すべての州のデータを元にしていること(ケース・シラーの全米価格指数は13州のデータを持たない)等のほかに、HPIでは購入以外の取引(リファイナンス等)を含んでいるためとしている。)

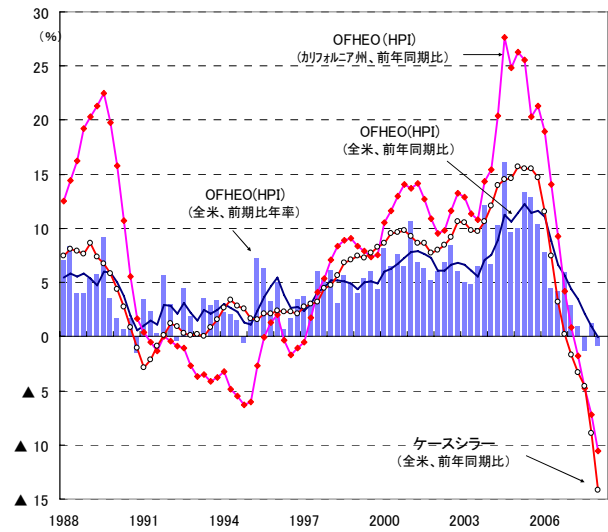
〔貿易の動向・見通し〕

●輸出の寄与が、成長率を下支え

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7085億ドルに減少した。2007年の収支を見ると、財収支が8154億ドル(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1069億ドル(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。

2008年1-3月期の貿易赤字(財・サービス収支)を見ると、赤字額が1786億ドルと前年比0.1%とほぼ横ばいとなった。輸出が同17.6%と好調であり、輸入も同12.0%と伸張した。輸入の内訳では、石油輸入が1124億ドルと前年比58.5%増となる半面、その他の財輸入は同3.3%に留まっている。このため、石油輸入を除いて貿易赤字(財・サービス収支)を見ると、同▲38.3%と急減少している(図表18・19)。

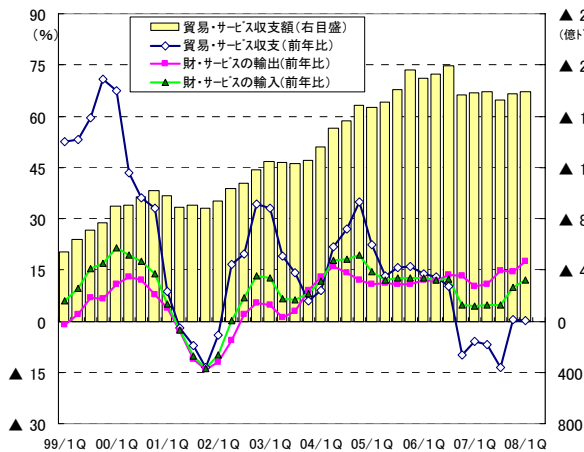
(図表17) 住宅価格の推移(%)



(資料) OFHEO、S&P社、四半期別、

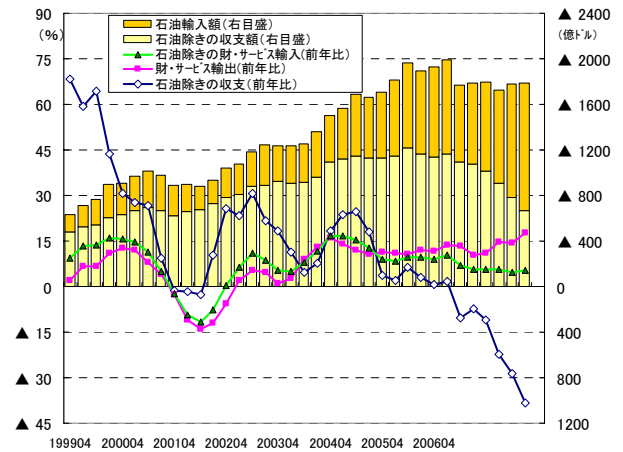
このように、石油除きのベースでは、米国の景気減速により輸入の伸び率が減少傾向を見せる一方、輸出については、欧州やアジア等の堅調な成長を背景に、高い伸びを維持している。前回2001年のリセッション時には、世界的に景気が減速したため、輸入とともに輸出の伸びも減少したが、今回は、輸出の伸びが維持されており、海外経済が堅調な間は、外需の寄与度が成長率の下支え要因となりそうである。

(図表 18)貿易収支と輸出入の推移(四半期)



(資料) 米商務省

(図表 19)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〕

●エネルギー価格高騰が持続、物価は警戒水域へ

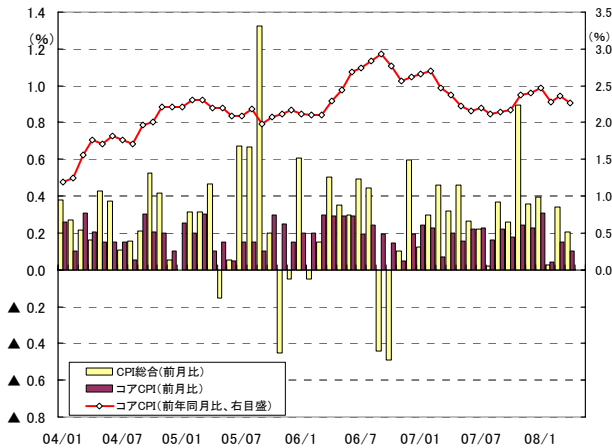
最近の物価は主にエネルギー価格と食品価格の上昇の影響を受けている。背景には原油価格の高騰等、国際商品の上昇があり、月毎の物価指標もその動向によって左右されている。このため、原油等の国際商品価格の上昇が続く間は物価指標にも上昇圧力がかかるが、エネルギー・食品価格を除いたCPIコア指数はなお2%台前半に留まっている。しかし、既にコアPPIは上昇を加速しており、企業の収益圧縮によるコスト吸収がそろそろ限界に近づいているとも受け取られ、今後は警戒を要する段階に入ったと言えよう。

直近の4月CPI(消費者物価)は、前月比0.2%(3月同0.3%)と前月より伸び率を低下、エネルギー・食品価格を除いたコアCPIも前月比0.1%(3月同0.2%)と低下した。前年同月比ではCPIが3.9%(3月同4.0%)、コアCPIは2.3%(3月同2.4%)といずれも伸びがやや低下した。中でもエネルギー財(22.5%)の上昇が大きく、コアCPIの内訳では、財物価が0.1%の上昇に留まる一方、医療費(4.7%)の上昇等によりサービス物価が3.1%の上昇となった(図表20)。

一方、4月PPI(生産者物価、最終財)は前月比0.2%と前月(同1.1%)から大きく低下、市場の予想(0.4%)を下回った。前年同月比では、PPIは6.4%(前月6.9%)とやや低下、コアPPIは3.0%(前月2.8%)と5ヵ月連続の上昇となった。コア指数の3.0%は、1991年12月(3.1%)以来の高水準となり、注目を集めている。なお、労働省によれば、PPI(中間財)は前年比10.5%、PPI(原材料)は同34.3%と上昇が激しく、PPI(原材料)では食料・エネルギー除きでも同7.9%とな

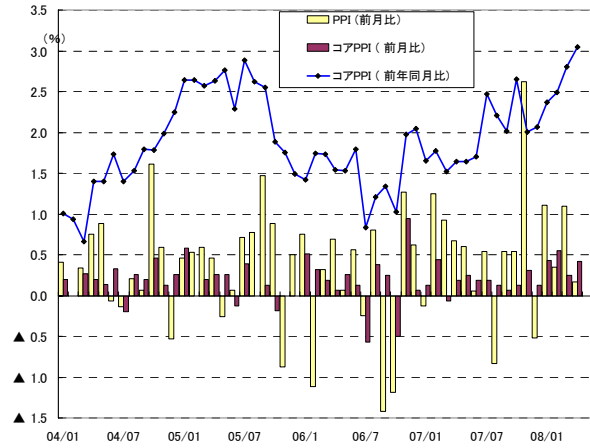
る。今後、最終財の物価は、こうした原材料高の影響を織り込んでいくこととなろう(図表 21)。

(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

[金融政策の動向・見通し]

●インフレ警戒の高まりで利下げ政策は停止へ

先ごろの講演会 (6/3) でのバーナンキ議長の発言をみると、「金融政策は緩やかな成長と物価の安定を推進するのに適切なポジションにあるようだ」とし、現状の金融政策を肯定、利下げの停止を示唆した。これは、前回利下げ時の FOMC の議事録 (5/21 公表) で、「インフレリスクが増幅しており、景気の下ぶれリスクのみを強調することは最早適切とは言えない」として、利下げの停止を示唆したことを追認したものと言える。次回、FOMC (6/24・25 開催予定) では、こうした見通しを変える指標が発表されない限り、政策金利は据え置かれよう。これによって昨年 9 月より続いた一連の利下げ政策は一旦停止されることとなる。原油価格の高騰で、4 月までの物価指標は、エネルギー・食品価格の上昇により高めに推移し、それらを除いたコア指数でも強含みの推移となっている中、FRB としても警戒を強める状況と判断しているようだ。なお、FOMC の資料となる 6/11 発表のページブックでは、景気は弱いままであるとする一方、「エネルギーと食料の値上がりは所得を侵食して消費は減速し、製造業ではエネルギーを中心に投入コストが上昇している」とインフレ圧力の広がりを指摘している。

FRB がインフレ警戒を強める背景には、原油価格の高騰もさることながら、ドル安の進展が続いていることが挙げられる。サブプライム問題に関連した金融機関の損失拡大とそれに伴う信用不安や住宅主導の景気減速に対処するため、FRB は潤沢な資金供給と大幅利下げを進めてきた。一方、ユーロ圏では経済に変調の見られる国はあるものの、全体としては利下げするほどの景気減速とはなっておらず、半面、インフレ警戒姿勢が強く、先日の ECB (欧州中央銀行) 会合では、7 月利上げを視野に入れたものとなっている。そのため、昨年 9 月の 5.25% から現行 2% へと急速な利下げを実施した米国と 4% で金利を据え置いたユーロとの金利は、逆転後、その差が拡大しており、対ユーロでのドル安が進んでいる。さらに、ドル安を回避するための資金の流入が、原油・

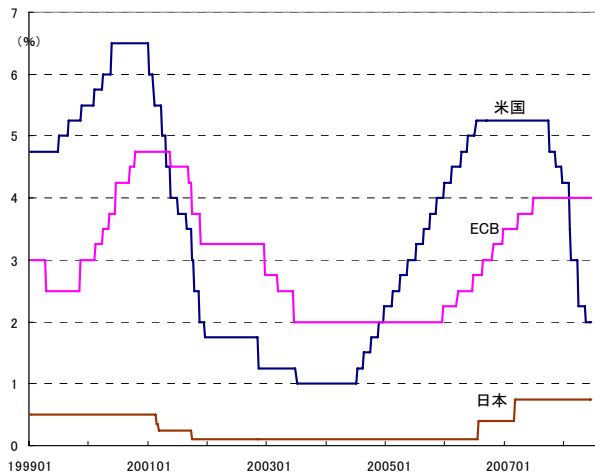
商品価格高騰を一層押し上げたとされている。

こうした状況は、既に前回 FOMC（4 月末開催）でも指摘されていたが、それでも利下げを実施したのは、利下げ政策の急速な停止が金融市場の混乱を招き、サブプライム問題の表面化以来、FRB が最優先してきた信用秩序の維持に不安を感じたからだ。

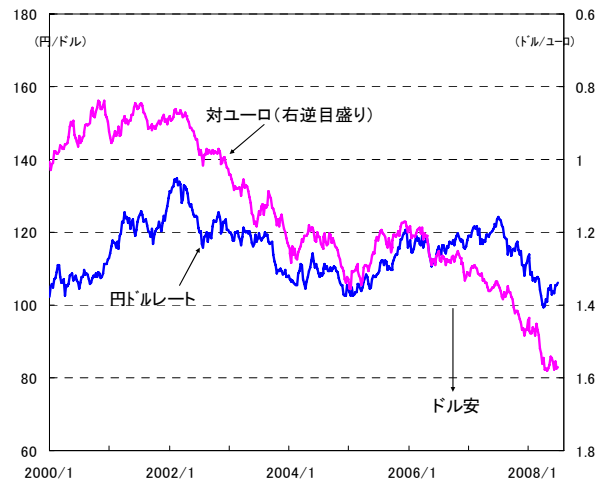
もともと、6 月 FOMC で利下げを停止しインフレ警戒を強めたからといってすぐに利上げに転じるとも思えない。現在実施中の景気対策（減税還付金）の効果は一時的と見られ、FRB は、住宅市場が底を打つまでは本格的な景気回復は訪れないと見ており、住宅市場の調整をさらに長引かせる利上げは避けたいところだ。そのため、インフレの進行を防ぐためにも、ドル価値の維持が課題となってくる。6 月上旬の講演会でバーナンキ議長はドル安の影響に懸念を表明したが、その後、ポールソン財務長官やブッシュ大統領までもドル安への警戒を繰り返すなど、米政府が一体となってドル安を阻止する意向であることが判明している。

物価と景気面で予想外の指標が出ない限り、当面の政策金利は据え置かれると思われる。

(図表22)各国の政策金利の推移(週別、%)



(図表23) 為替レートの推移



(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)