

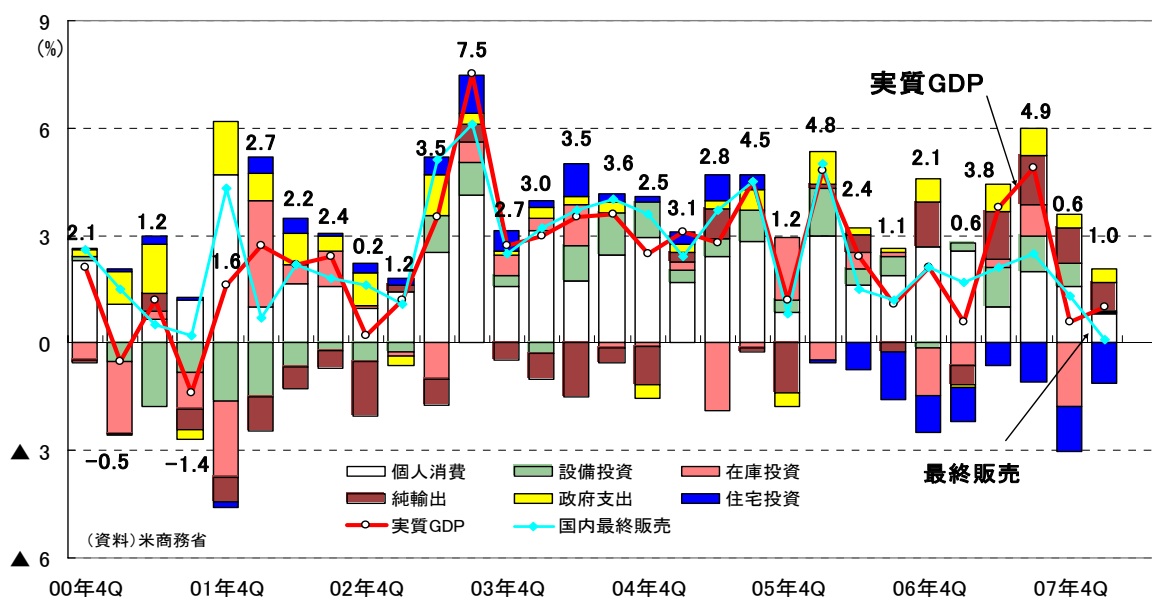
Weekly
エコノミスト・
レター米国経済動向～つきまとう景気
下振れリスク

経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

＜米国経済の動向＞

1. 住宅市場の深刻な不振が続く米国では、住宅ローン資産の毀損がサブプライムローンから一般住宅ローンへと拡がりを見せ、これに伴って金融機関の損失が拡大、ファニーメイ等のGSE問題や地方金融機関の破綻等、新たな問題へと進展している。このため、金融機関を中心に株価が急落、ガソリン価格の高騰も重なり、特に消費面への打撃が懸念される。
2. 一方、原油・商品価格の高騰により、インフレ圧力が一段と強まっており、物価の上昇は記録的な伸びを見せている。今後、コア物価指数への波及が進めば、FRBの金融政策も、よりインフレ面に配慮したものへと移行を余儀なくされよう。
3. 下半期については、リファンド（減税還付金）の実施や昨年9月からの利下げ効果が期待されるが、上記の要因がその効果を減少させよう。特に、リファンドの効果は一時的とみられており、その後の景気失速を懸念する見方は依然として根強い。

(図表1) 内需の減速が顕著な米国GDPの推移(棒グラフは寄与度内訳、前期比年率、%)



〔米国景気の概況〕

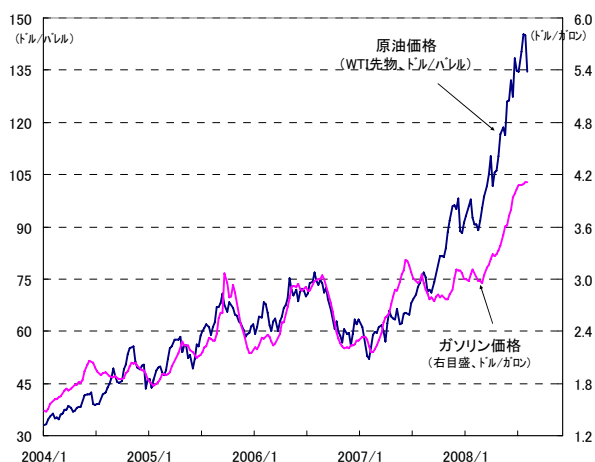
●景気の再減速を懸念

米国経済は再び下ぶれリスクへの警戒が強まっている。6月上旬の講演で、バーナンキ議長は「米景気が大きく失速するリスクは小さくなった」としていた。その後、6/24・25日に開催されたFOMCの議事録(7/16日に公表)をみると、「景気下ぶれリスクの縮小と、インフレ上振れリスクの増大の見方が大勢」であり、「次に金融政策を変える時は利上げとなる、と多くの委員が信じている」としながらも、「経済活動、インフレ圧力とも、その持続性についての不透明要素が極めて強い」との認識のもと、昨年9月から続いた利下げを停止したことが明らかとなっている。

しかし、7/15日のバーナンキ議長の議会証言では、「米経済は重大な試練に直面している」とし、一転、景気の下ぶれリスクに警鐘を鳴らすものとなった。こうした変化は、同議長によれば「住宅市場の悪化とそれに伴う金融機関の多額の損失、エネルギー・商品価格の高騰等が消費や経済活動に逆風となった」ことによるものであるが、6月FOMC後に限ってみれば、ファニーメイ(=連邦住宅抵当金庫)、フレディマック(=連邦住宅貸付抵当公社、いずれも民間上場企業であるが、その設立経緯から政府系住宅金融機関<以下GSEと呼ぶ>とされる)の問題表面化、インディマック(カリフォルニアの大手住宅金融会社)の破綻(現在はFDIC<=連邦預金保険公社>の管理下)等、主に金融機関の破綻懸念の強まりが株式市場の急落を招いたことによる要素が大きい。これらの金融機関の財務内容の悪化は、サブプライムローン以外の住宅ローンの毀損に伴うものであるため、住宅ローン資産の全般的な悪化が再認識されている。加えて、足元では4-6月期の決算発表で、サブプライムローン問題の影響を大きく受けた銀行・証券会社の損失拡大が懸念されており、住宅金融問題が一段と拡大、実体経済への影響を強めた形となっている。

こうした景気下ぶれ懸念の強まりで、高騰していた原油価格が一転、下落の動きを見せているが、これまでの高騰の影響でガソリン価格は過去最高水準にあり、自動車販売が不振を極めるなど個人消費に大きな影響を与えている。また、物価については、全体の消費者物価が上昇の動きを強め、エネルギー・食品を除いたコア指数でも強含みの動きを見せるなど今後の動向が注目され、FRBは、景気下振れリスクとともにインフレ上振れへの警戒を高めている状況にある。

(図表2)原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) エネルギー省、他

(図表3) 米国株価の推移



●4-6 月期 GDP は減速持続か

こうした中、月末に発表される 4-6 月期の GDP が注目される（7 月ブルーチップ誌集計の予測は前期比年率 1.2%）。1-3 月期は、速報値の前期比年率 0.2%から確報値は同 1.0%と上方修正された。もっとも、内需の強さを示す国内最終販売（GDP から純輸出と在庫を除いたもの）は同 0.1%と前回 2001 年のリセッションを下回り、1991 年以来 16 年ぶりの低水準を記録した。内需を低下させているのは、冷え込みが続く住宅投資と、ガソリン価格の上昇、住宅価格や株価の下落、雇用の減少等の影響を受けた消費の鈍化による。このような状況では設備投資意欲も低下するため、1-3 月期の設備投資は同 0.6%と前 10-12 月期（同 6.0%）からの低下が著しかった。

4-6 月期 GDP も同様の状況が続いたと見られる。原油価格の上昇、住宅価格・株価の下落、雇用減の状況等は一段と悪化している。このため、消費者マインドが一層冷え込み、中でもガソリン価格上昇の影響が直撃した自動車販売は年率 1360 万台と 1993 年以来の低水準へと落ち込むなど深刻な不振を見せている。大手の自動車メーカーは当面こうした状況が続くと判断に傾いており、生産ラインの見直しに動くなど、今後の雇用面への影響等が懸念される。

一方、政府の景気対策の柱である個人への減税還付金・児童手当等（以下リファンドと呼ぶ）は、順調に支給されており、その効果が景気への数少ないプラス材料とされている。このリファンドでは 600 ドルの税還付（家族持ちは 1200 ドル）に加え 17 歳未満の児童に 300 ドルの手当が支給される。7 月中旬までに還付されており、総額は 1067 億ドル（CBO:議会予算局当初見積り）に上る。5 月個人所得統計では可処分所得が急伸（後述参照）するなど、既に発表された経済指標にも反映されており、今後、消費への下支え効果が期待されている。

もっとも、リファンドの効果自体が一時的と見られることから、再び景気が失速に陥るとの懸念を払拭するには至っていない。原油価格は、しばらく高止まりの状況が続くとの見方も多く、ガソリン価格の上昇はリファンド効果を一定程度相殺しよう。また、住宅販売の不振が住宅価格の下落に繋がり、株価下落や雇用減からの消費マインドへの影響も個人消費には抑制的に作用しかねない。住宅市場の底打ちと原油価格の動向が下半期から来年にかけての景気を左右する可能性が強く、それらの動向が注目される。

●注目集める GSE 問題

GSE 2 社については、もともと政府系の色彩が強く、両機関の規模が巨大であることなどから、最終的に破綻に追い込まれるとの見方は少ない。しかし、資産の毀損が大きく、多額の資本補填を必要とする状況から国有化もありえるとの報道もあって株価が急落しており、今後、これらの株式を保有していた金融機関やファンドの損失拡大が問題となる可能性も浮上している。このため、政府・FRB はさし当たって公的資金供給（公定歩合での貸付承認と財務省による信用枠の一次的拡大）等の救援措置を発表（7/13）し、財務省は必要があれば株式を取得する用意があるとする一方、国有化については否定している。

また、インディマックが破綻するなど住宅ローン資産毀損の影響は広がりを見せている。上半期はサブプライムローン関連の損失が金融機関の損失を拡大したが、下半期はそれ以外の住宅ローン問題へと拡大しており、住宅ローン問題は、下半期の米経済にとっても、引き続き大きな圧迫材料となっている。なお、サブプライム問題については、下院に続き、7/11 に上院で総額 3000 億ド

ルに上る救済法案を可決、政府の連邦住宅庁(=FHA)によるローン保証について3000億ドルを追加、サブプライム住宅ローン返済に困窮した債務者の政府保証による低利民間ローンへの借り替えを促進する方向にある。同法案は、若干の修正を経て大統領の署名が見込まれている。

(消費の動向)

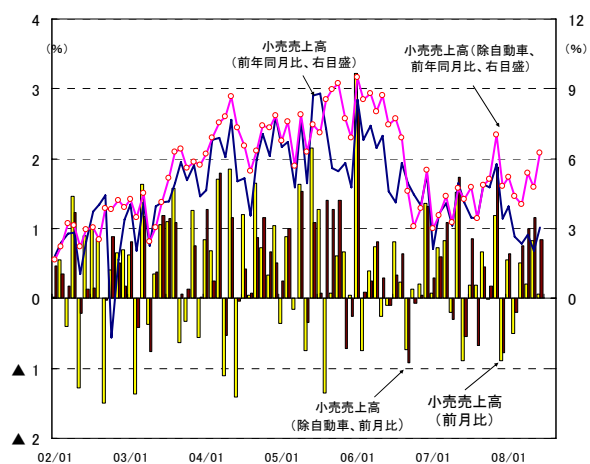
● 6月小売売上高は、自動車販売の落ち込みで前月比0.1%

6月小売売上高は、前月比0.1%と5月同0.8%から低下、市場予想(0.4%)を下回った。自動車販売は同▲3.3%(5月同▲0.6%)と大幅減少、2006年2月以来の落ち込みとなった。また、自動車を除いた小売売上高は前月比0.8%となり、前月の伸び(同1.2%)、市場予想(同1.0%)とも下回った(図表4)。

項目別で前月比の伸びが高かったのは、価格が上昇したガソリン(4.6%)、通信販売等(0.8%)で、半面、マイナス幅が大きかったのは、自動車販売以外では、家具(▲1.4%)、建設資材等(▲0.9%)、電気製品等(▲0.6%)で、住宅関連ないし耐久消費財の落ち込みを窺わせるものとなった。

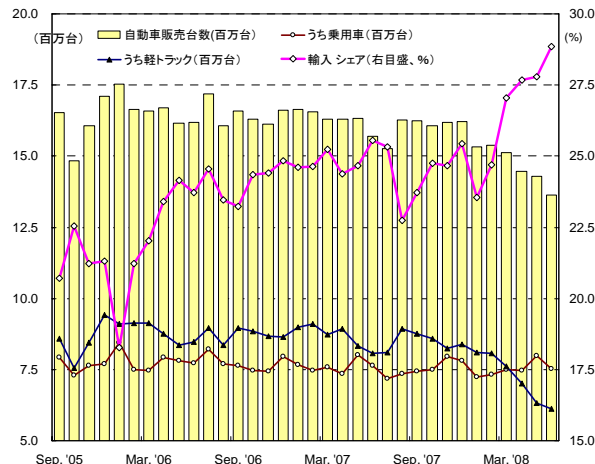
前年同月比では、小売売上高3.0%(5月同2.1%)と低水準持続の一方、同自動車販売除きでは6.2%(5月同4.8%)と伸びを回復した。もっとも、項目別では、価格上昇によるガソリンの伸び(24.5%)が突出している半面、自動車販売(▲9.5%)、住宅関連の家具(▲5.4%)や建設資材(▲1.5%)等のマイナスが続いており、自動車とガソリン販売を除いた小売売上高を見ると、前月比0.2%(5月は同0.8%)、前年同月比では3.6%(5月同3.3%)に留まるなど、小売全般の不振を窺わせる状況には変わりはない。

(図表4) 小売売上高の推移



(資料)米国商務省

(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

6月の自動車販売を台数ベースで見ると、1364万台(オートデータ社、年率換算)と前月(同1430万台)から▲4.6%の減少と一段の落ち込みとなった。車種別の内訳では、乗用車が753万台(前月比▲5.6%)と減少、軽トラックも611万台(同▲3.4%)と6ヵ月連続で減少を続け、乗用車を大きく下回った。また、国産・輸入別では、国産車が970万台(同▲6.0%)と7ヵ月連続で減少、一方、輸入車は393万台(同▲1.0%)と小幅減少に留まったため、輸入車の販売シェアは28.9%と上

昇し、過去のピークを更新した（図表5）。

なお、会社別では、GMが前年同月比▲18.2%（オートデータ社速報値、以下も同じ）、フォード同▲27.8%、クライスラー同▲35.9%も大幅減少、米国トヨタ同▲21.4%、北米日産同▲17.7%と日系大手の減少も注目された。GMの減少幅が比較的小さかったのは6月に大型のインセンティブ販売（ゼロ金利ローン付販売等）を行ったことによる。また、小型車のシビックが好調だった米国ホンは軽トラックの落ち込み（同▲24.0%）を埋め、同1.1%増となった。全体としては、ガソリン価格上昇や景気減速の影響が色濃く出た結果となった。

GMでは7月も大型のインセンティブ販売（主力車を中心に72ヵ月ゼロ金利ローンか7000ドルのキャッシュバック等）を継続する。しかし、消費者の志向が低燃費車に移行する中、軽トラック（SUVを含む）の不振は、フォードで前年比▲55%と落ち込むなど際立っている。米国トヨタの不振も軽トラックが前年比▲39%に落ち込んだことが大きい。半面、ハイブリッドや小型車へのニーズは高く、商品は品不足気味と言われるなど、これまでの軽トラックに傾斜した生産ラインの充実が裏目に出た形である。特に、北米のメーカーの軽トラック比率は、GM58%、フォード60%、クライスラー76%と高く、日系のトヨタ32%、ホンダ32%、日産28%と対照的である。北米のメーカーは今後の生産ラインの転換を余儀なくされており、それに伴うリストラが待ち構えている。

● 還付金効果で5月可処分所得が20年ぶりの急伸

5月の個人所得状況は、政府の景気刺激策（The Economic Stimulus Act of 2008）の実施で様変わりとなった。5月の政府の還付額は481億ドル（4月19億ドル）で、これによって個人税支払いは前月比▲24.7%（4月は同▲0.4%）と急減少、個人移転所得は同10.2%（4月は同1.1%）と急増した。このため、賃金所得が同0.3%（4月同0.0%）だったにもかかわらず個人所得は同1.9%（4月同0.3%）と急伸、これから税支払いを引いた可処分所得も同5.7%（4月同0.4%）と急伸した。一方、個人消費は前月比0.8%（4月同0.4%）と前月から伸びを高めたものの所得ほどの伸びとはならず、可処分所得比の貯蓄率は5.0%（前月0.4%）と急伸した。

前年同月比では、所得面では、賃金所得が同4.6%（4月4.5%）と2ヵ月連続で伸び率を回復、個人所得全体では同6.4%（4月4.9%）と伸びを高めた。さらに減税効果が加わった可処分所得は同10.7%（4月5.1%）と伸びを倍増させた。しかし、個人消費は同5.4%（4月同5.2%）と未だ減税効果は及んでいない（図表6）。なお、可処分所得の伸びが前年同月比で10%を超えたのは1988年4月（12.0%）以来20年ぶり、貯蓄率5.0%は1995年2月（5.9%）以来13年ぶりの高水準となる。

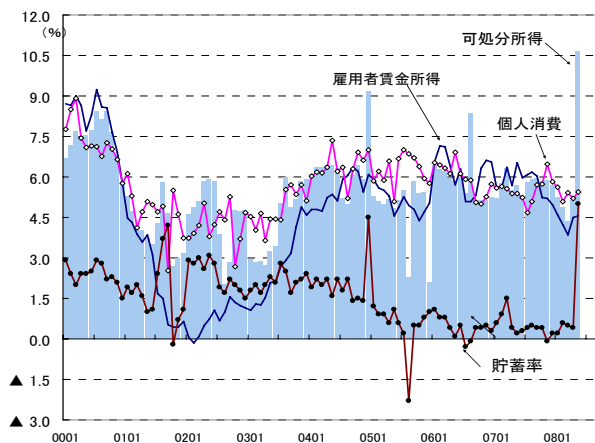
5月の個人所得に大きな影響を与えた減税還付金等は、総額1067億ドル（議会CBO見通し）と見込まれ、4/28～7/中旬の間に返還される。このため、6・7月とも5月同様に所得の押上げが予想される。半面、5月消費にはその効果が窺われず、今後の消費押し上げ効果が待たれるところとなっている。

なお、賃金所得について、業種別に5月の前年同月比の動きを見ると、政府・民間サービス業が全体を押し上げる状況が続いている。特に、雇用減の続く製造業の賃金所得伸び率が1.8%（4月同1.5%）と低迷する半面、賃金所得全体の6割超を占め、賃金所得のトレンドを左右する民間サービス業の伸び率は5.2%（4月同5.1%）と、やや持ち直している（図表7）。ただし、サービス

業の業種別所得の伸びは、商業・運輸・公益等の伝統的なサービス業が低迷する半面、雇用の堅調なヘルスケア等のその他サービス業の伸びが高いなど二分されている。

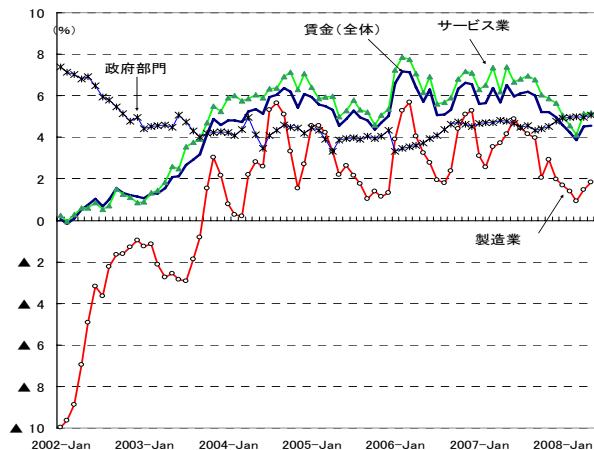
なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、5月は前月比0.1%（4月同0.1%）、前年同月比では2.1%（4月同2.1%）といずれも前月と同値だった。

(図表6)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7)業種別賃金所得の伸び率(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

(景況感)

● 7月消費者マインドは、記録的な低水準ながら下げ渋り

7月ミシガン大学消費者マインド（速報値）は56.6と6月（56.4）数値や市場予想（55.5）を上回ったものの、6月に記録した1980年5月（51.7）以来28年ぶりの低水準近辺にあることには変わりはない。

一方、期待指数は48.3と先月（49.2）を下回り、1980年5月（45.3）以来の低水準となった。雇用市場や住宅市場の冷え込み、原油価格の高騰等が続いているため、先行きの景気についての悲観的な見方が強まったものと思われる(図表8)。

また、コンファレンスボード消費者信頼感指数は6月までの発表となるが、50.4と5月（58.1）から急低下、6ヵ月連続の低下となり、1992年2月（47.3）以来の低水準に落ち込んでいる。ここでも、期待指数が41.0と前月（47.3）からの下落が大きかった。

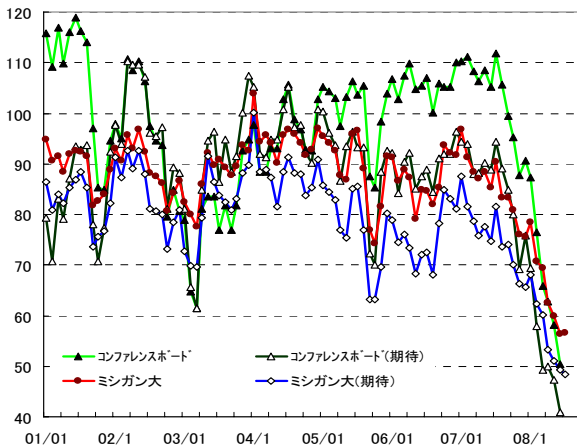
● ISM指数は、製造業50.2と持ち直した半面、非製造業は3ヵ月ぶりに50を割り込む

企業のセンチメントを示すISM（米供給管理協会）指数は、6月製造業指数（PMI）が50.2と、前月（49.6）、市場予想（48.5）をともに上回った。製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる50を上回ったのは、本年1月（50.7）以来5ヵ月ぶりのこととなる。自動車産業等で悪化が深まる中での上昇であり、輸出産業等を中心に比較的堅調推移にある業種も多いことを示した形だ。

ただし、指数の内訳を見ると、在庫指数が全体を押し上げており、景気先行的な受注指数が低下、全体の温度差を図る雇用指数が5年ぶりの低水準に落ち込むなど、実態は芳しくない。業種別で6月に上昇を見せたのは9業種で、コンピュータ・電子機器、石油製品等、食品・飲料等、化学、

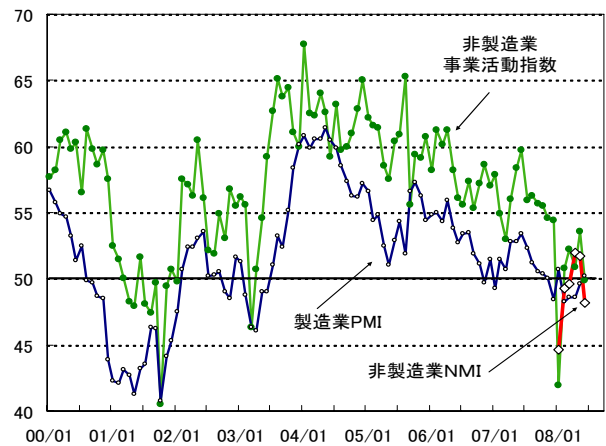
金属素材等を含み、悪化を見せたのは電気製品・部品、輸送機器、機械、衣料品等だった(図表9)。

(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

(図表9) ISM指数の推移



(資料)Institute for Supply Management

一方、5月の非製造業指数(NMI:注)は48.2と5月(51.7)から▲3.5ポイントの大幅下落となり、市場予想(51.0)を下回り3ヵ月ぶりに50を割り込んだ。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も49.9と前月(53.6)からの低下が大きく、こちらは5ヵ月ぶりに50を下回った。事業活動指数は、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台を回復していた。

以上のように、6月ISM指数は、製造業では50を回復する一方、非製造業では、50を割り込むなど、明暗を分けた形である。しかし、製造業の上昇は在庫指数上昇によるところが大きく、また、新規受注の停滞、雇用指数の悪化、仕入れ価格の急騰等の動きは両業種で共通するなど、全体としては、製造業から非製造業へと景気減速の広がりを窺わせるものと言えそうだ。

(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ている。なお、ISM指数の詳細は、経済・金融フラッシュ7月4日号を参照下さい)

(住宅市場の動向)

●5月中古住宅販売戸数は499万戸に回復、価格は3ヵ月連続の上昇

全米不動産協会(NAR)が発表した5月中古住宅販売戸数は、年率499万戸(前月比2.0%、4月は同489万戸)と増加、市場予想の同495万戸を上回った。前年比では▲15.9%の減少となる。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年以来の最低記録となった後も低調な販売水準が続いているが、一層の落ち込みは免れている。地域別では、中西部が前月比5.5%と増加、構成比が約4割と大きい南部では▲0.5%と減少した(図表10)。

また、5月中古住宅販売価格(中央値)は、20.86万ドル(前月比3.7%、前年比▲6.3%)と3ヵ月連続の上昇、ピークの23.02万ドル(2006年7月)からは▲9.4%の下落となった。

一方、在庫は448.5万戸(前月比▲1.4%、前年比2.4%)と4月(同10.5%)の急増後も高水準

にあり、販売戸数比では 10.8 ヶ月分と過去最高だった前月（11.2 ヶ月分）に次いで高い。なお、住宅ブーム下の 2005 年は同 4.5 ヶ月分と現在の半分以下だった。

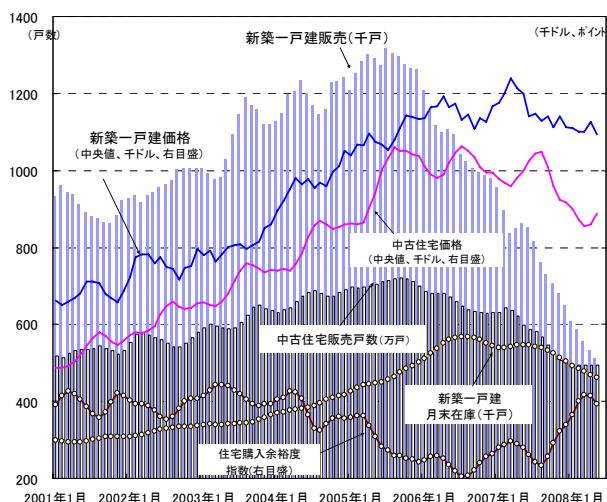
中古住宅販売は、2005 年 9 月に年率 725 万戸とピークをつけた後、下降トレンドにあり、昨年秋以降 500 万戸前後での踊り場的な推移を見せている。そのため、前年比の減少率が縮小、販売価格も 2 月をボトムに上昇に転じている。しかし、高水準の在庫を抱えるなど需給バランスは崩れたままで、当面、調整が続くと思われる。

●5月新築住宅販売は、年率 51.2 万戸に減少

商務省発表の 5 月新築一戸建住宅販売戸数は、年率 51.2 万戸（前月比▲2.5%）と市場予想に一致した。前年比では▲40.3%の減少と 4 月（同▲42.1%）から縮小したものの下降トレンドは続いている。なお、3 月には 50.1 万戸と、91 年 9 月（48.7 万戸）以来の低水準をつけていた。

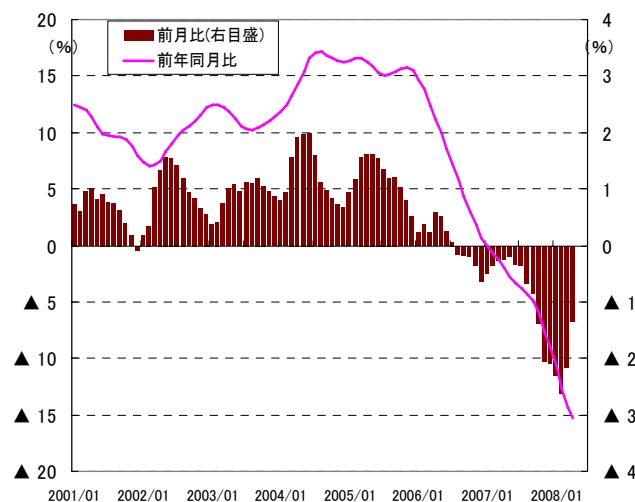
また、新築一戸建て販売価格（中央値）は 23.1 万ドルで、前月比▲5.1%、前年比▲5.7%と下落した。また、5 月末の在庫は 45.3 万戸（4 月 46.1 万戸）と 13 ヶ月連続で減少し、2005 年 5 月（45.0 万戸）以来の低水準となったが、販売比では 10.9 ヶ月分と依然高水準にある。

（図表 10）住宅販売・販売価格の推移



（資料）NAR、米国商務省、3 ヶ月移動平均

（図表 11）ケース・シラー20 都市住宅価格指数の推移



（資料）S&P 社、月別、%

●4月ケース・シラー(全米 20 都市)住宅価格指数は、前年比▲15.3%の下落

S & P 社が発表した 4 月のケース・シラー全米 20 都市住宅価格指数は、前月比▲1.4%（3 月は▲2.2%）、前年比▲15.3%（3 月は▲14.3%）と下落し、最大の下げ幅を更新した。同指数は、前月比では 2006 年 8 月以降、前年比では 2007 年初以降マイナスを続けており、前年比では月を追う毎にマイナス幅が拡大している。もっとも、前月比の下落率は昨年 10 月以来の小幅に縮小し、一時の勢いはない(図表 11)。

また、全 20 都市中 8 都市が前月比で上昇し、3 月の 2 都市から増加している。一方、前年比の都市別では、3 月にプラスを維持したシャーロット（ノースカロライナ州）がマイナスに転じたため、全 20 都市でマイナスを記録した。最大の下落率を見せたのはラスベガス（前年比▲26.8%）

で、以下、マイアミ（同▲26.7%）、フェニックス（同▲25.0%）、ロスアンゼルス（同▲23.1%）と続く。一般的に東部や中部の主要都市の下落率が緩やかで、西部では下落率が高い傾向がみられる。（住宅販売の詳細は、経済・金融フラッシュ 6月 27 日号を参照下さい）

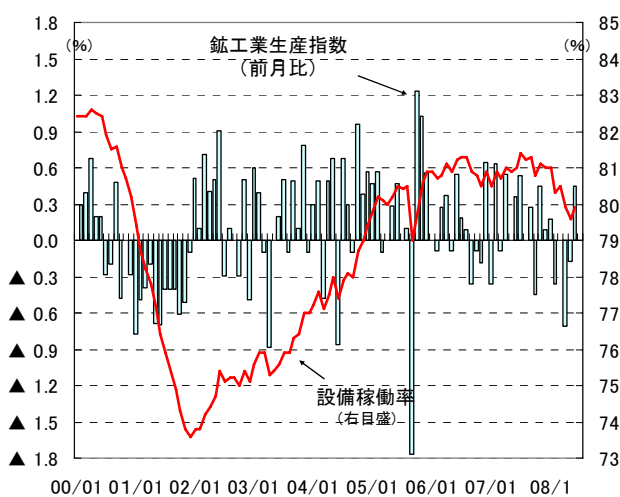
（生産部門・雇用の動向）

● 6月鉱工業生産指数が回復、設備稼働率は80%割れが持続

6月の鉱工業生産指数は前月比 0.5%（5月同▲0.2%）、市場予想は 0.1%で予想を上回る上昇となった。製造業（構成比 78.7%）は同 0.2%（5月同▲0.1%）と3ヵ月ぶりにプラスとなったが、中でも部品会社のストの影響がなくなった自動車（構成比 5.1%）が前月比 5.4%（5月同 0.6%）と急伸し全体を押し上げた。そのほかの製造業では、まちまちながら前月比でマイナスとなるものが多かった。また、鉱業が前月比 1.1%（5月同 0.3%）、電力・ガスが前月比 2.1%（5月同▲2.1%）と全体を上回る伸びを見せた。なお、構成比が 25%と大きいエネルギー産業は同 1.2%（5月同▲0.8%）、ハイテク産業（構成比 4.3%）は同 1.8%（5月同 0.1%）と伸びを回復した。製品別でも、原材料が同 0.5%（5月同▲0.3%）、最終財が前月比 0.5%（5月同▲0.2%）と回復した（図表 12）。

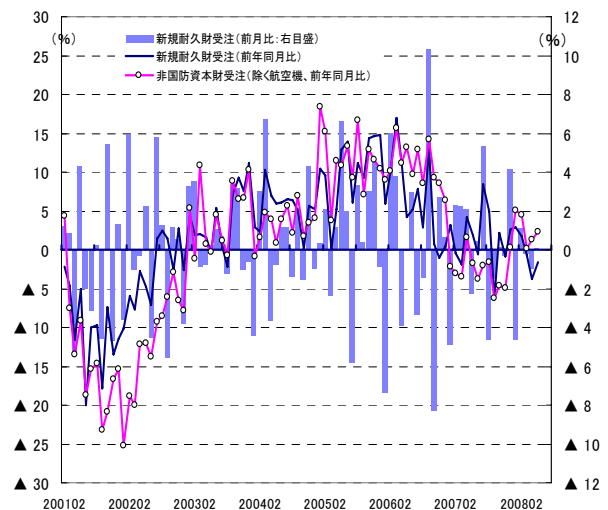
一方、6月の設備稼働率は 79.9%と 5月（79.6%）から上昇し、市場予想（79.4%）を上回った。製造業が 77.6%（5月 77.6%）と横ばいだったのに対し、鉱業が 91.2%（5月 90.3%）、電力・ガスが 86.5%（5月 84.9%）と伸びを高めた。製造業の内訳では、鉱工業生産指数と同様に自動車が 66.5%（5月 63.1%）と大幅な上昇を見せ、ハイテク産業も 80.3%（5月 79.9%）と水準を高めたが、多くの業種で低下をみせた。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2007年の平均 81.0%）を5ヵ月連続で下回り、80%ラインは3ヵ月連続で下回った。

（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

5月新規製造業受注は前月比 0.6%（4月同 1.3%）と3ヵ月連続でプラスとなった。新規耐久財受注が同 0.0%（4月▲1.0%）、非耐久財が 1.2%（4月 3.5%）だった。業種別では、コンピュータ（4月▲19.1%→20.1%）等の反転によりコンピュータ・電子機器部門が 2.9%（4月▲2.0%）

と回復し、民間航空機（4月▲24.6%→10.3%）等の反転で運送機器が2.5%（4月▲8.3%）と回復した一方、機械部門が▲5.0（4月4.8%）とマイナスに転じるなど、まちまちの動きとなった。また、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▲0.4%（4月同3.1%）と再びマイナスとなった。

一方、前年同月比では、耐久財受注が▲1.5%（4月▲3.8%）と3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2.3%（4月同1.3%）と伸びは低いものの6ヵ月連続でプラスとなった（図表13）。

なお、3月の製造業在庫は前月比0.5%（4月は同0.0%）、出荷が前月比0.1%（4月は同2.7%）に留まったため、製造業の在庫/出荷倍率は1.23（4月1.22）と上昇した。

●6月雇用者は、6.2万人減と6ヵ月連続の減少

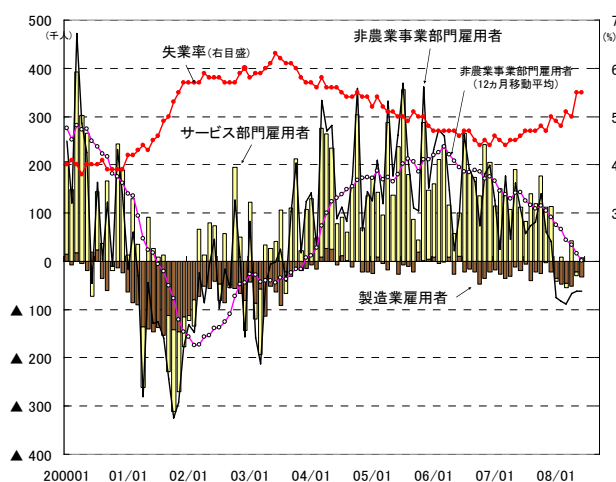
6月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲6.2万人と、市場予想の6万人減をやや上回る減少幅となった。製造業では前月比▲3.3万人と24ヵ月連続で減少を見せ、建設業でも同▲4.3万人と12ヵ月連続で減少が続く中、サービス部門でも同0.7万人（5月▲0.8万人）と増加数の低迷が続いている（図表14）。なお、サービス部門に含まれる政府雇用は2.9万人増で、これを除くとサービス部門は▲2.2万人と減少、民間雇用者全体では▲9.1万人の減少となる。

製造業の雇用を業種別に見ると、金属加工▲0.93万人、印刷▲0.58万人等幅広い分散が見られるが、自動車については0.56万人増と14ヵ月連続で減少した後2ヵ月連続の増加となった。

また、サービス業の業種別内訳を前月比で見ると、増加を続ける部門（教育・ヘルスケア等）と、減少を続ける部門（小売・卸売業等）に二分されるが、6月の前月比は、教育1.53万人、ヘルスケアで1.45万人、飲食店1.64万人、等で増加する一方、人材派遣（Employment services）▲5.89万人、金融・保険▲1.01万人等で減少が大きかった。

なお、例月同様過去2ヵ月に遡って改定が行なわれ、4月分が▲2.8万人から▲6.7万人へ、5月分が▲4.9万人から▲6.2万人へと合計▲5.2万人の下方修正が行なわれた。これにより今年上半期の月平均雇用増減は▲7.3万人、累計では▲43.8万人となった。2007年の月平均9.13万人増との比較でも、急速な減少が窺われる。

（図表14）雇用者増減の推移(前月比)



（資料）米労働省

●賃金上昇率は鈍化傾向を持続、失業率は5月急騰水準を維持

6月の時間当たり平均賃金(民間)は18.01ドル(前月比0.3%)と前月(同0.3%)の伸びと同率、前年同月比では3.4%と前月(同3.5%)から伸びを低下させた。また、前年同月比で業種別の賃金上昇率を比較すると、専門・事業サービス5.0%、電力等4.8%、鉱業4.7%、レジャー・飲食店4.7%等が高く、半面、小売0.9%、製造業2.6%等では賃金上昇率が低く、業種間のバラつきは大きい。

一方、6月の失業率は5.5%と前月(5.5%)と同率で市場予想(5.4%)を上回り、前月の0.5%ポイントの急上昇後の水準が保たれた。なお、週平均の労働時間(民間)は33.7時間と前月(33.7時間)から横ばいだった。

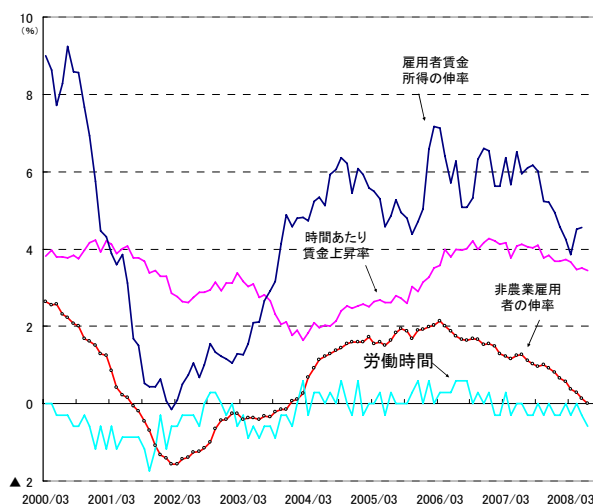
●雇用者増減の前年比伸び率は0%に低下、雇用増からの景気下支えは消滅

米国経済は、住宅不況や原油価格上昇の影響等が景気減速の主要因となる一方、景気が失速に至らないのは、雇用増の持続により堅調な雇用所得の伸びが維持され、個人消費を下支えしていたことが大きかった。

雇用所得の伸びは、賃金上昇率と雇用者増、労働時間等に依存するが、最近の低下は、前年比の雇用増加率の低下によるところが大きい。

1月以降の雇用減の連続で、6月の前年比の雇用者増減は丁度0%となった。また、景気減速の強まりで、労働時間が前年比で弱含みに推移していることから、今後賃金所得の伸びが、時間あたり賃金上昇率を下回ってくる可能性も浮上している。現状の前年比の賃金上昇率や雇用者賃金所得はいずれも4%前後にあるが、5月消費者物価は前年比4.1%(CPI-Wでは同4.5%)であり、実質ベースでの賃金所得は伸びがなくなっている状態である。雇用増からの景気下支え効果はほとんど消滅したとみていだろう(図表15)。(雇用状況の詳細は、経済・金融フラッシュ7月7日号を参照下さい)

(図表15) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(資料)米労働省、商務省

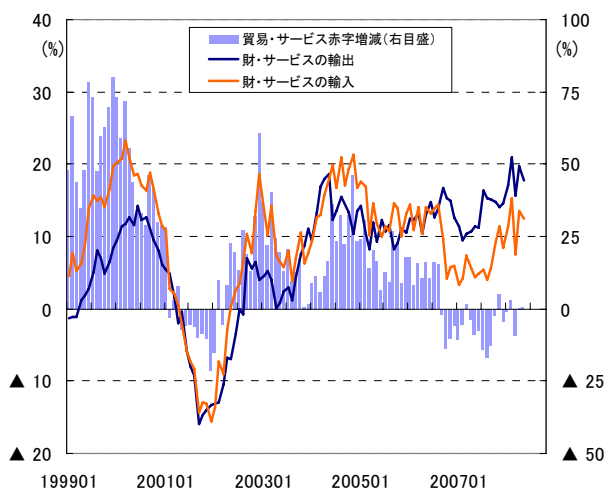
(貿易の動向)

●5月貿易赤字は縮小へ

5月の財・サービスの貿易赤字は、▲597.9億ドル(国際収支ベース、季節調整済)と前月(▲605.0億ドル)から▲1.2%縮小した。輸出の前月比0.9%に対し、輸入は同0.3%の増加に留まった。前年同月比の赤字額は0.6%増とほぼ同額であるが、輸出の17.8%に対し、輸入は12.5%の伸びに留まるなど、輸出の伸び率は堅調である(図表16)。

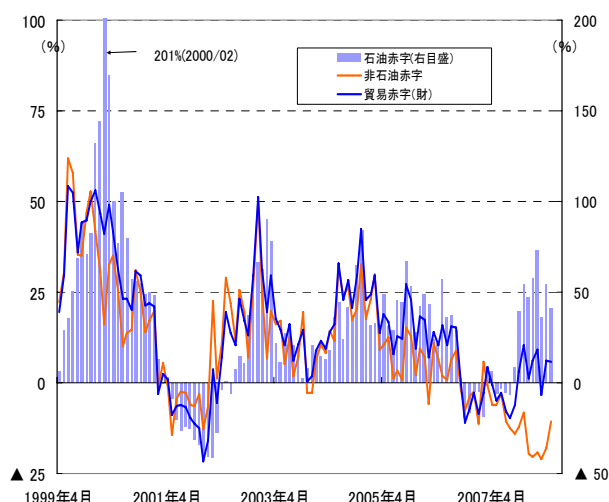
輸出の拡大を財別に見ると、食料・飼料等が前年同月比49.9%と突出するなど、最近の穀物価格高騰の影響が大きい。また、輸入の拡大を財別に見ると、石油・石油製品が前年同月比47.4%と突出している。最近の原油価格高騰の影響が大きく、このため、貿易赤字(財)に占める石油・石油製品の赤字は、5月は46%に昇る。石油輸入の高い伸びに対し、石油以外の財輸入の伸びは、景気減速により前年同月比6.9%に留まる。半面、石油以外の財の輸出の伸びは同15.1%と高いため、その収支(石油以外の財の赤字額)は、同▲10.7%と縮小し、石油赤字を埋めている。前回のリセッション時に原油価格が低下、米国の輸入が一様に減少したが、今回は、石油赤字が続く一方、石油以外の赤字は前回リセッション以上の減少を見せている(図表17)。

(図表 16) 貿易収支の推移(前年同月比、月別)



(資料) 米商務省、国際収支ベース、季節調整済

(図表 17) 石油以外の赤字が縮小へ(前年同月比、%)

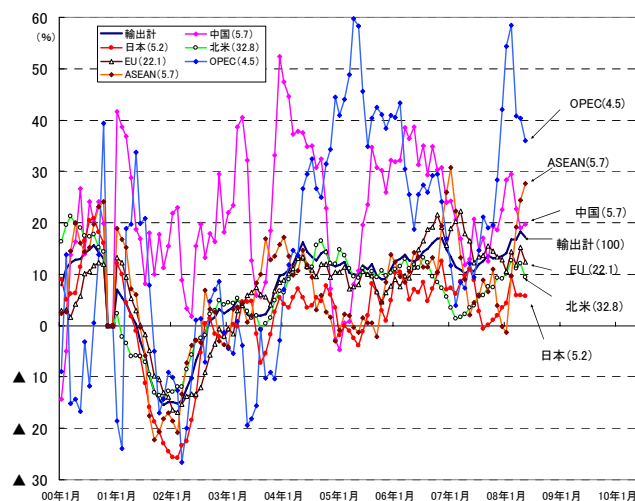


(資料) 米商務省、通関ベース(季節調整済、サービス除き)

このため、5月の国別貿易収支(通関ベース、サービス除き、季節調整前)でも、これまでとはやや異なった傾向が見られる。対中赤字が▲210億ドルと突出しながらも、石油輸入を背景に対 OPEC 諸国が▲179億ドルと中国を急追、対 EU の赤字が▲79億ドル、日本▲50億ドルと続く。対中赤字や対 EU 赤字の減少には、季節的要因に加え、最近のドル安による輸出の伸びも大きな要因となっている。

なお、米国の輸出先として、伸びが高いのは OPEC 諸国であるが、そのほか ASEAN・中国等の伸びが高い。また、輸出額の大きい北米・EU への輸出が堅調な伸びを保っていることも大きい(図表 18)。

(図表 18)米国の輸出先(3ヵ月移動平均の前年比、%)



(資料) 商務省、カッコ内は直近の輸出先シェア(%)

(物価の動向)

●エネルギー価格上昇を受け、6月物価が急騰

6月 CPI (消費者物価) は、前月比 1.1% (5月同 0.6%) と前月から急上昇、エネルギー・食品価格を除いたコア CPI も前月比 0.3% (5月同 0.2%) と上昇した。CPI・コア CPI とも市場予想 (それぞれ同 0.7%、同 0.2%) を上回った。エネルギー価格が同 6.6% (4月 4.4%) と伸び率の急騰が目立つほか、食品価格も上昇 (同 0.8%、5月 0.3%) した。

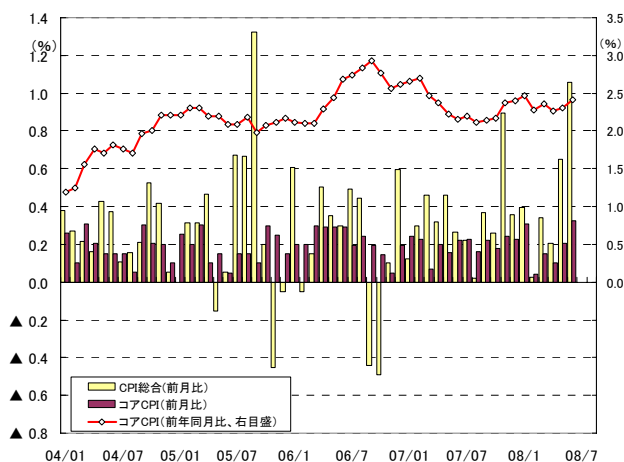
前年同月比では CPI が 4.9% (5月同 4.1%)、コア CPI は 2.4% (5月同 2.3%) といずれも伸びを高めた(図表 19)。なお、上半期で見ると CPI が年率 5.5% (前下半期 4.3%) となり、エネルギー価格が同 29.1% (前下半期 19.9%)、食品価格が同 6.6% (前下半期 3.8%) と上昇が大きい半

面、コア CPI は同 2.3%（前下半期 2.5%）の伸びに留まる。労働省では、コア CPI の伸びが低下した理由として構成比率が 33%と高い家賃が同 2.2%（前下半期 2.9%）と伸びを低下させ、医療価格が同 2.7%（前下半期 5.4%）と伸びを半減させたこと、衣料価格が同▲1.9%（前下半期 1.6%）と下落に転じたこと等を挙げている。

6月 PPI（生産者物価、最終財）は前月比 1.8%と前月（同 1.4%）からさらに上昇、市場の予想（1.4%）も上回った（図表 20）。エネルギー価格が同 6.0%（前月 4.9%）、食品価格が同 1.5%（前月 0.8%）と、ともに高騰したことが大きい。半面、コア PPI は同 0.2%と前月（同 0.2%）と同率を保った。前年同月比でも、PPI は 9.1%（前月 7.2%）と上昇、コア PPI は 3.1%（前月 3.0%）と上昇した。コア指数の 3.1%は、1991 年 12 月（3.1%）以来の高水準となる。

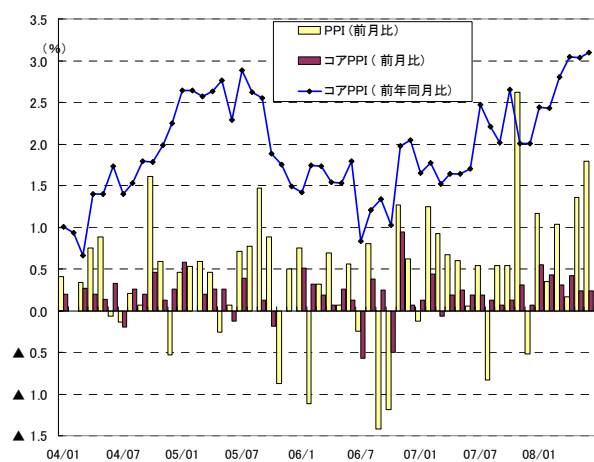
なお、労働省による半期ベースの上昇率を見ると、上半期が年率 12.4%（前下半期は 5.8%）と急上昇しており、特にエネルギーが 38.1%（前下半期は 16.7%）、食品が 9.8%（前下半期は 7.1%）と上昇している。コア PPI についても 4.9%（前下半期は 2.1%）と伸びが倍増しており、今年に入ってから物価の上昇が加速したことが示されている。このほか、PPI（中間財）が前年比 14.5%、PPI（原材料）が同 45.5%と上昇が激しい。最終財の物価については、こうした原材料高の影響を織り込んでいくこととなるため、今後の物価動向には警戒が怠れない。

（図表 19）消費者物価指数の推移（月別）



（資料）米労働省

（図表 20）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）

●米 6 月 FOMC では、インフレ警戒の高まりで昨年 9 月からの利下げを停止

6/24・25 日開催の FOMC（米連銀：連邦公開市場委員会）は、F F 目標金利を 2.0%で据え置くことを決定した。F F 目標金利の利下げは昨年 9 月に開始され、今年は 1 月（2 回）、3 月の大幅利下げを経て、4 月に 0.25%の小幅利下げが実施された。昨年 9 月以降の累計は計 7 回、3.25%幅の引き下げが行われていたが、今回で一連の利下げが停止されたこととなる。

米国経済は一時リセッション入りの懸念が強まっていたが、6 月に入るとバーナンキ議長が「米景気が大きく失速するリスクは小さくなった」とし、「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」と現状の金融政策を肯定、利下げの停止を示唆していた。これは、4月利下げ時のFOMC議事録(5/21公表)で、「インフレリスクが増幅する中、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形ともなった。

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が必要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た。その後、ガソリン価格が過去最高値を更新、5月の物価指標では特にコアPPIが高水準にあること等から、市場では金利据え置き予想が大勢だった。

●ドル安を懸念、商品取引を監視

今回FOMCでは、FRBのスタンスが、景気や金融市場に目配りしながらもインフレ警戒へと軸足を移しつつあることが窺われたが、その背景には、原油価格の高騰に加え、ドル安の進展による物価への影響を懸念したことが挙げられる。

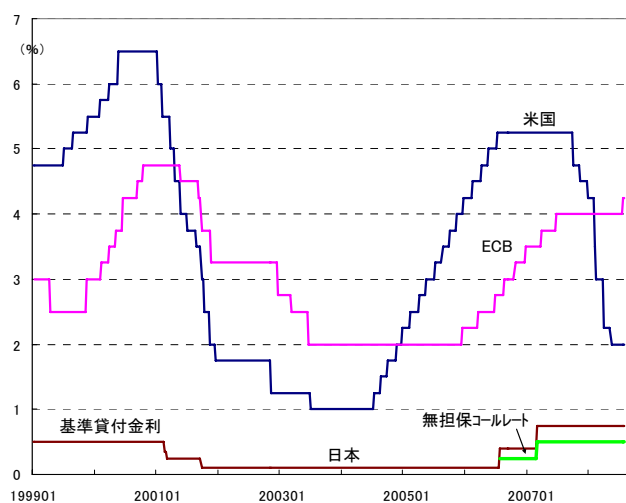
サブプライム問題に関連した金融機関の損失拡大とそれに伴う信用不安や住宅主導の景気減速に対処するため、FRBは潤沢な資金供給と大幅利下げを進めてきたのであるが、こうした大幅な金融緩和は、ユーロとの政策金利との逆転を生じた(図表21)。

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いため、7月にはECB(欧州中央銀行)が、0.25%の利上げを実施した。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展した。

一方、ドル安を回避するための資金流入が、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)で金利据え置きを主張して反対票を投じたフィッシャー委員(今回は利上げを主張)からも指摘されていた。ただし、利下げを停止して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は思えない。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。

また、米政府は原油・商品取引の監視を強めている。これまで市場への不介入の姿勢を堅持してきた米政府の政策転換の影響は無視できない。今後、投資ファンド等への監視が強まれば、これまでの原油・商品取引のうち金融取引によって価格上昇が加速された部分が剥落していく可能性がある。このため、今後のFRBの金融政策にとって、現在の物価上昇の背景にある原油価格とドル相場の行方による影響は大きいと思われる。政策的な意向に反して、景気減速下で、原油高、ドル

(図表 21) 各国の政策金利(週別、%)



安が続くのであれば、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可能性が現実味を増してくることも考えられる。半面、こうした策が功を奏し、一層のドル安、原油高騰が抑制されるのであれば、FRBの低金利政策はより持続的なものとなろう。次回FOMCは8月5日に開催される。(6月FOMCの詳細は、経済・金融フラッシュ6月26日号を参照下さい)

●バーナンキ議長の「景気認識の下方修正」で、利上げ観測は後退し、ドル安が進展

7/15日、バーナンキ議長は上院の銀行住宅都市委員会で議会証言を行い、米経済は、住宅市場の低迷、それによる金融機関の損失拡大と信用供与の逼迫、エネルギー価格の上昇が景気の下ぶれリスクを高めると同時に、インフレ上振れリスクも高め、消費を傷つけるなど、深刻な試練に直面しているとした。また、GSE問題に関しては、現行の対応を説明し、金融市場の安定回復がFRBの最優先事項との認識を示した。

さらに、短期的に最も重要な課題として、個人資産や消費者マインドに影響を及ぼしている住宅市場に関連する問題を挙げ、住宅建設については来年初にかけての底打ちを見込んでいるものの、住宅価格下落は金融市場にかなりのストレスをもたらしているが、在庫の積み上がりが大きいため長引く可能性があるとした。一方、銀行システムの資本は十分であるものの、景気拡大に必要な信用供与拡大が抑制されていることについての懸念を示した。

なお、同時に発表された6月のFOMCで使われた経済見通しは、4月との比較では、2008年の成長率が1.0~1.6% (2008年10-12月期の前年比)、個人消費価格指数が3.8~4.2%と上方修正された一方、失業率、コア個人消費価格指数は据え置かれた。2009年については、成長率を据え置く一方、失業率・インフレとも上方修正している(図表22)。

議会証言後の金融市場では、6月に「景気下ぶれリスクの可能性が小さくなった」との発言から後退したことを重視、景気下ぶれリスクの増大を意識して利上げ観測が後退、株安、ドル安、債券高となった。中でも懸念されるのはドル安の進展である。ドル安の進展が続けば、過去のFOMCでも指摘のとおり今後の物価を押し上げ、また、今回の証言で指摘したように原油価格上昇要因にもなり、インフレリスクを高める。バーナンキ議長は「金融政策担当者は、今後の情報により経済成長見通しとインフレリスクを注意深く評価することが求められている」と述べたが、金融政策の運営は一段難しい段階に入ったと言えそうである。

(図表 22) FRBの改定経済見通し(中央レンジ、%)

	2008	2009	2010
実質GDP	1.0 to 1.6	2.0 to 2.8	2.5 to 3.0
08/04見通し	0.3 to 1.2	2.0 to 2.8	2.6 to 3.1
08/01見通し	1.3 to 2.0	2.1 to 2.7	2.5 to 3.0
07/10見通し	1.8 to 2.5	2.3 to 2.7	2.5 to 2.6
失業率	5.5 to 5.7	5.3 to 5.8	5.0 to 5.6
08/04見通し	5.5 to 5.7	5.2 to 5.7	4.9 to 5.5
08/01見通し	5.2 to 5.3	5.0 to 5.3	4.9 to 5.1
07/10見通し	4.8 to 4.9	4.8 to 4.9	4.7 to 4.9
個人消費価格指数	3.8 to 4.2	2.0 to 2.3	1.8 to 2.0
08/04見通し	3.1 to 3.4	1.9 to 2.3	1.8 to 2.0
08/01見通し	2.1 to 2.4	1.7 to 2.0	1.7 to 2.0
07/10見通し	1.8 to 2.1	1.7 to 2.0	1.6 to 1.9
コア個人消費価格指数	2.2 to 2.4	2.0 to 2.2	1.8 to 2.0
08/04見通し	2.2 to 2.4	1.9 to 2.1	1.7 to 1.9
08/01見通し	2.0 to 2.2	1.7 to 2.0	1.7 to 1.9
07/10見通し	1.7 to 1.9	1.7 to 1.9	1.6 to 1.9

(資料) FRB

(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。