

Weekly エコノミスト・レター

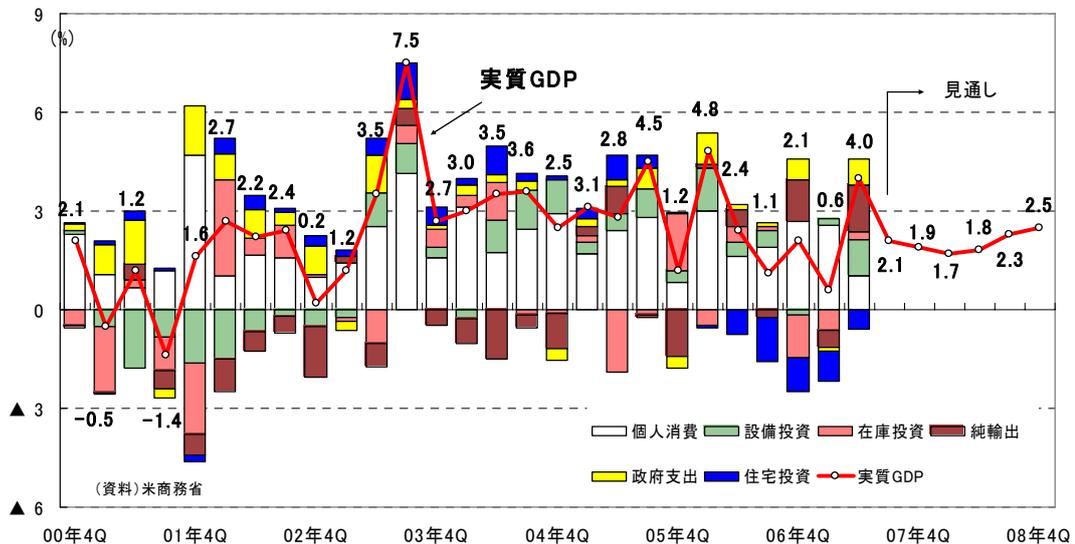
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済見通し～サブプライム問題の波及が景気減速感を強める

< 米国経済見通し >

1. 4-6月期の実質GDPは、設備投資と純輸出の改善等で前期比年率4.0%と前期の0.6%から急回復したが、半面、個人消費が同1.4%と急低下、住宅投資の大幅マイナスが持続するなど、米景気の減速方向を変えるものではなかった。
2. さらに8月には、サブプライム問題の拡大により、金融市場が世界的に混乱し、信用市場が収縮している。住宅投資の調整拡大に加え、原油・ガソリン価格の高騰が続いており、当面の米経済は減速歩調を強めると見られる。
3. FRBは公定歩合を0.5%引下げるなど緊急策をとったが、9月FOMCではFF目標金利の利下げを決定すると思われ、年内は利下げ局面が持続することとなる。
4. 2007年の実質成長率は1.9%、2008年は2.1%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



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〕

●サブプライム問題の波及で、今後の米景気は減速を強める方向へ

米国のサブプライム問題拡大で8月の金融市場は世界的な動揺を見せた。4-6月期の米国経済は実質GDPこそ4.0%（前期比年率、以下同じ）と上振れしたものの、消費の伸びが同1.4%に留まるなど、住宅市場の冷え込みや原油・ガソリン価格の高騰等の影響を受けたものとなっていた。今後は、こうした状況に8月の金融市場の混乱（株価の急落・住宅貸付の引締め・企業の資金調達コストの上昇等）が米景気にどのように影響を及ぼしていくかが注目される。

中でも、その影響が警戒されるのは、**個人消費**であろう。既に、株価の急落等もあって消費者マインドが低下しているが、今後、住宅価格の下落が進行すれば、逆資産効果による消費の押しが懸念されよう。半面、消費には雇用所得増による下支えが期待される。雇用者賃金所得は前年比で7.2%（7月）と高い伸びを見せており、消費環境の悪化により今後の消費支出が抑制されるにしても、直ぐに景気後退に至る状況ではない。しかし、8月の雇用者数が4年ぶりにマイナスに転じており、マイナスは一時的なものとしても雇用者増加数の減少傾向はより明確になりつつある。そうであれば、雇用所得の伸び率も次第に低下し、消費の伸びを鈍化させよう。

住宅投資への影響は言うまでもない。8月末には、ブッシュ米大統領がサブプライム問題への対応策を発表した。返済難に陥った借り手の救済が中心で、公的債務保証の拡充や低金利ローンへの借り換え促進策等が盛り込まれる一方、今後の予防策として悪質な住宅金融会社の取締りを強化する。ただし、現状案では救済対象者が少なく、また、経営難の住宅ローン会社や金融業界への公的支援、サブプライム証券保有の投資家等が救済の範囲外にあることから、その効果は限定的と見られる。現状ではサブプライム住宅ローンの延滞率の上昇が続いており、喫緊に一層の有効策が打ち出されないのであれば、更なる延滞率の上昇が住宅市場を圧迫しよう。7月に10年ぶりの低水準に落ち込んだ住宅着工をはじめ、各住宅関連指標は今後一層の悪化が懸念される。このため、住宅投資は減少を強め、2008年後半までマイナスが続く見通しである。

こうした状況では**設備投資**も減速しよう。4-6月期の設備投資は、前期比年率11.1%の急上昇となったが、鉱業を中心とした構築物の急増等の一時的要因も大きい。ISM製造業指数は低下を見せながらもなお50を上回るなど、金融市場混乱の影響は限定的と見られるが、CPレートの上昇等調達コストが上昇し、また今後の消費低迷の影響を見越せば、企業が設備投資に強気になれる状況にはない。ただし、下記の状況から輸出関連の投資は持続し、一定の伸びは維持されるが、今後は大幅に伸びを縮めることとなろう。

以上のように内需面での停滞が懸念される半面、**純輸出**の赤字改善が成長に寄与しよう。欧州、アジアをはじめ、世界経済は好調に推移しており、米国の輸出は高い伸びが続いている。一

方、停滞気味の内需により輸入の伸び率は低下推移を見せ、貿易赤字が改善している。米国の赤字体質が急速に変わるわけではないが、今後の消費低迷を考慮すれば、当面、こうした動きが続くこととなる。

●金融政策の舵取りが注目される局面に

FRBは、前回8月7日のFOMCでFF目標金利を据置いたが、その2日後にはサブプライム問題が欧州に飛び火し、ECBと強調して緊急資金供給を行うこととなった。さらに17日には「金融市場の混乱が経済に与える影響を緩和するため、必要に応じて行動する」とのFOMC声明を発表すると同時に、公定歩合を0.5%引下げたが、アナウンスメント効果を除けば、その影響度は限定的だった。

8月末には、バーナンキ議長が講演で、「金融市場の混乱による世界的な損失は、サブプライムローンによる最も悲観的な損失額をはるかに超えている」とし、「FOMCは状況を注視し、混乱する金融市場から実体経済への影響を最小限にするために必要な行動を取る」と強調するなど、利下げを意識したとも受け取れる発言を行った。もっとも、その後発表されたページブックでは、金融市場の混乱による影響は住宅市場を除けば限定的とする報告が示された。

こうした中、9/7の雇用統計の悪化は、FRBの利下げの見方を一気に強めた。市場では長短金利が低下するなど、18日のFOMCを含め、複数回の利下げ実施を織り込みつつある。おそらく、18日のFOMCでは景気のダウンサイドリスクの高まりを警戒した利下げが実施されると見られるが、その場合、これまでのFRBの目標金利変更時のスタンスを参考にすれば、その後、年内2回開催予定(10/28・29、12/16)のFOMCでも利下げが続けられると思われる。現状では見込みに過ぎないものの、合計0.75~1.0%と見られる利下げが実施されるのであれば、今後の景気下支え要因の一つとして、リセッション入りへの抑制効果を発揮しよう。

以上により、2007年の年間成長率は1.9%、2008年は2.1%と予測される(図表2)。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.9	1.9	2.1	1.1	2.1	0.6	4.0	2.1	1.9	1.7	1.8	2.3	2.5
個人消費	"、%	3.1	2.8	1.9	2.8	3.9	3.7	1.4	2.0	1.9	1.8	1.8	2.2	2.4
設備投資	"、%	6.6	3.9	4.1	5.1	▲1.4	2.1	11.1	4.3	3.3	3.2	2.9	4.7	4.7
住宅投資	"、%	▲4.6	▲15.2	▲8.7	▲20.4	▲17.2	▲16.3	▲11.6	▲12.8	▲11.2	▲10.4	▲5.4	▲4.7	1.8
在庫投資	寄与度	0.1	▲0.3	0.1	0.1	▲1.3	▲0.7	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1
純輸出	寄与度	▲0.1	0.4	0.4	▲0.3	1.3	▲0.5	1.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
消費者物価	前期比年率、%	3.2	2.8	2.2	3.1	▲2.1	3.8	6.0	2.6	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8
失業率	平均、%	4.6	4.6	4.8	4.7	4.5	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7	4.8	4.9	4.9
FFレート誘導目標	期末、%	5.25	4.25	4.25	5.25	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
国債10年金利	平均、%	4.8	4.6	4.5	4.9	4.6	4.7	4.8	4.7	4.4	4.4	4.5	4.6	4.6

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

〔4-6 月期 GDP の動向〕

●4-6 月期 GDP (改定値) は 4.0%へ上方修正、5 四半期ぶりの高水準に

8 月 30 日米国商務省発表の 4-6 月期の GDP (改定値) は、前期比年率 4.0%となり、速報値 3.4%から 0.6%上方修正された。直前の市場予想 (4.1%) を若干下回ったが、1-3 月期の同 0.6%からは大幅上昇となる。また、実質 GDP の 4.0%は、2006 年 1-3 月期の同 4.8%以来 5 四半期ぶりの高水準となる。ただし、GDP と対照的なのが消費の弱さであろう。消費は今回同 1.4% (修正前は 1.3%) と若干上方修正されたものの、2005 年 10-12 月期 1.2%以来の低水準となる。

前 1-3 月期との比較では、実質 GDP で前期比年率 0.6%が 4.0%へと改善が急となっているが、これは上記のように、設備投資が前期比年率 11.1%と 1-3 月期の同 2.1%から急速に回復したこと、また、前期に寄与度▲0.51 と落ち込んだ純輸出が 1.42 まで反転上昇したこと、在庫投資が、純輸出と同様に前期の寄与度▲0.65 から 0.21 に改善したこと等が大きい。

対照的に、個人消費は前期比年率 1.4%と 1-3 月期の同 3.7%からの減速が顕著である。内訳を見ると耐久財消費が前期の 8.8%→1.7%、非耐久財が 3.0%→▲0.3%、サービス支出が 3.1%→2.3%へといずれも前期から低下している。さらに耐久財の内訳では自動車販売が減少、非耐久財では食品とガソリン等が減少、サービス支出ではレクリエーションが減少するなど、消費全般にガソリン価格高騰の影響による消費手控えの動きが窺える。

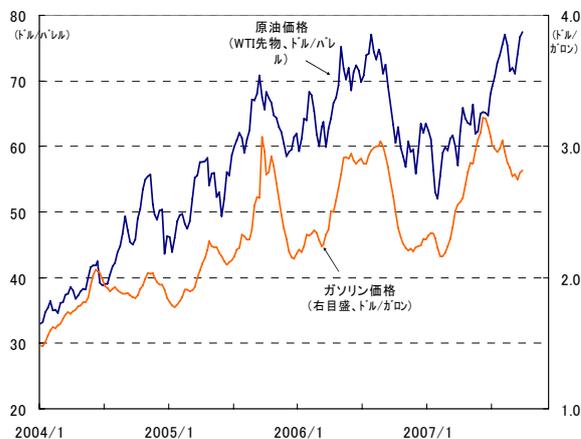
なお、同時に発表された企業収益 (税後) は、前期比 5.4%と 10-12 月期の同▲3.9%、1-3 月期の同 1.5%から伸びを回復しており、前年比では 3.5%となっている。

〔消費支出の動向・見通し〕

●消費支出は減速へ

1-3 月期前期比年率 3.7%と堅調推移を見せた個人消費であるが、4-6 月期は一転、同 1.4%に急低下した。サブプライム住宅ローンの延滞率上昇など住宅市場の冷え込みが深刻化し、ガソリン価格の高騰、雇用増のペース鈍化など、消費環境悪化の影響を受けたと思われる。

〔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)



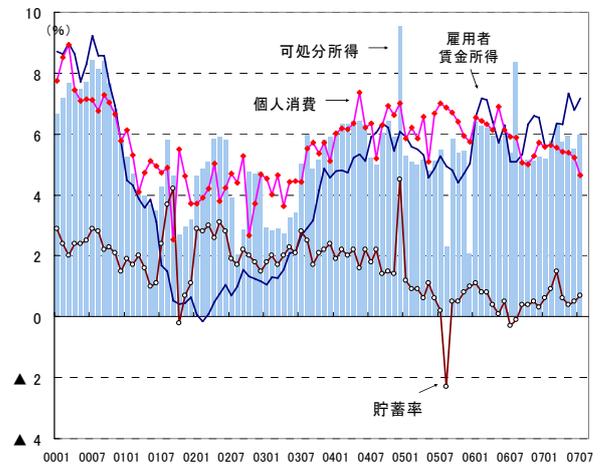
その後8月の金融市場の混乱で株価が急落し、住宅価格も地域的には下落に転じている状況を考慮すると、今後もこうした状況が続くと見られ、個人消費の減速は否めない。注目されるのは8月の雇用者の減少だ。これまでは、雇用増と賃金上昇が雇用所得の伸びを高め、消費を下支えしていた。雇用減が続くと景気失速リスクを高めることとなる。現状では、雇用所得の伸びが直ぐに失速する状況にはないものの、上記のような消費環境悪化の中での雇用減は、個人消費の減速ペースを深めよう。年間の消費支出は、2007年は2.8%、2008年は1.9%へと鈍化しよう。消費動向については以下の点がポイントと思われる。

① 7月個人消費は、前年比の伸び率が低下

7月の個人消費は前月比0.4%（6月は同0.2%）と伸びを高めた。所得面の伸び率では、賃金所得が同0.5%（6月同0.5%）と横這いだったが、可処分所得は同0.6%（6月同0.4%）と伸びを高め、可処分所得比の貯蓄率は0.7%と前月（0.5%）から上昇した。

前年同月比では、個人消費が4.7%（6月同5.2%）と伸びを縮めたが、可処分所得が6.0%（6月同5.5%）、賃金所得が7.2%（6月同6.8%）と、いずれも前月から回復した(図表5)。個人消費の伸び率は5ヵ月連続の低下となり、最近の景気減速や消費環境の悪化を反映したものと見られるが、賃金・可処分所得の伸びが堅調であり、さらに急低下する状況にはない。

(図表5) 消費支出の推移(前年同月比、%)



(資料)米国税務省

② 7月小売売上高は、6月のマイナスから回復

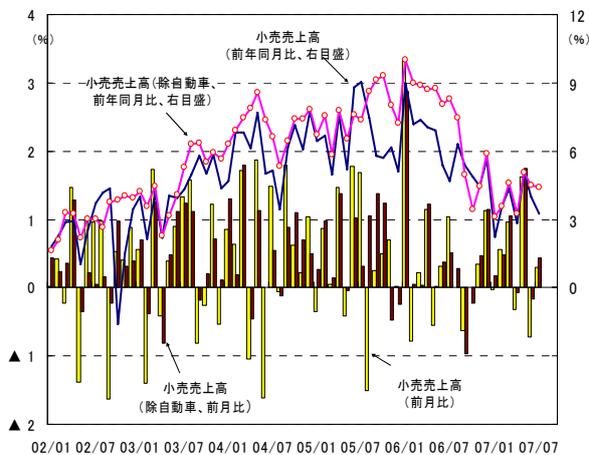
7月小売売上高は、前月比0.3%（6月同▲0.7%）と市場予想（0.2%）を上回った。また、自動車販売は同▲0.3%（6月同▲2.9%）と減少が続き、自動車を除いた小売売上高は前月比0.4%（6月同▲0.2%）と前月から改善した(図表6)。前月比の伸びが高かったのは、百貨店(同1.6%)、飲食店(同1.3%)、電気器具等(同1.0%)で、前月比マイナスは、専門小売店等(同▲2.3%)、ガソリンスタンド(同▲0.8%)、等だった。

なお、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3.2%、自動車販売除きは4.4%と6月のそれぞれ4.0%、4.5%からは低下した。前年同月比の動きは、2006年初をピークとする減速トレンドが続いているが、住宅ブーム終息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。

月毎の自動車販売を台数ベースで見ると、7月は1554万台（オートデータ社、年率換算）と7ヵ月連続の減少となった。しかし、8月の販売台数は、金融市場混乱の影響が懸念される中、1627万台（前月比4.7%増）と4月以来の水準を回復した。車種別の内訳では、軽トラックの増加（前

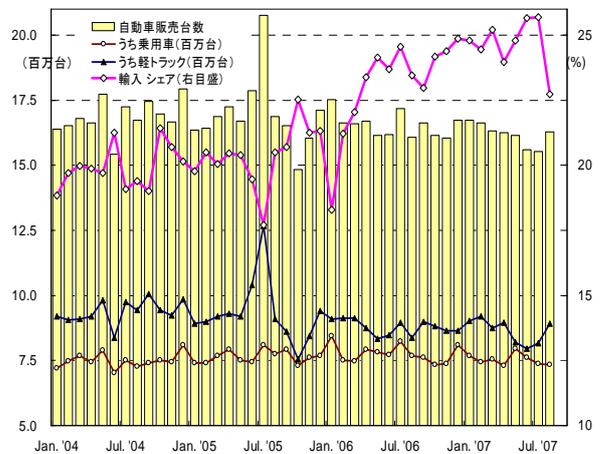
月比9.4%)が大きい半面、乗用車が減少(同▲0.5%)し、国産・輸入別では、国産車増加(同8.9%)の半面、輸入車が減少(同▲7.4%)したため、輸入車の販売シェアは7月25.7%から8月22.7%と昨年3月以来の低水準に急低下した(図表7)。これは、米国の景気減速やガソリン価格高騰の影響を受けて低水準の販売状況が続いていたため、各社がインセンティブ販売を拡大した事による。特に、最大手のGM社が軽トラックに含まれるSUVのインセンティブを拡大して販売を伸ばしたことが大きく、上記のような車種別販売状況に反映されている。ただし、引き続き高水準のガソリン価格と金融市場混乱からの影響を考慮すれば、販売環境の悪化は続いており、今後もインセンティブ次第の面は否めない。

(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



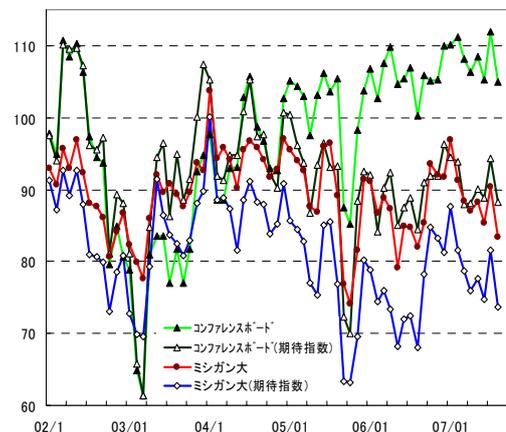
(資料)オートデータ社、季節調整済み年率

③ 8月消費者マインドが急低下

8月ミシガン大学消費者マインド指数(確定値)は、83.4(前月90.4)と一年ぶりの低水準に下落した。内訳では、現況指数(前月104.5→98.4)、期待指数(前月81.5→73.7)とも低下した。サブプライム住宅ローン問題の広がりや住宅市場の冷え込みや、株価下落等が影響したものと思われる(図表8)。

8月コンファレンスボード消費者信頼感指数も、105.0と7月111.9から▲6.9ポイントの大幅下落、2005年9月のハリケーン・カトリナ以来の下落幅と騒がれた。最もこの時は前月比▲18ポイント低下して87.5まで下げており、その幅、水準とも大きく異なる。むしろ7月に6.6ポイント上昇した分を帳消しにした形であるが、市場の予想(104)は上回った。内訳では現況指数が130.3(7月138.3)、期待指数が88.2(7月94.4)となり、ほぼ6月水準に並んだ形である。

(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

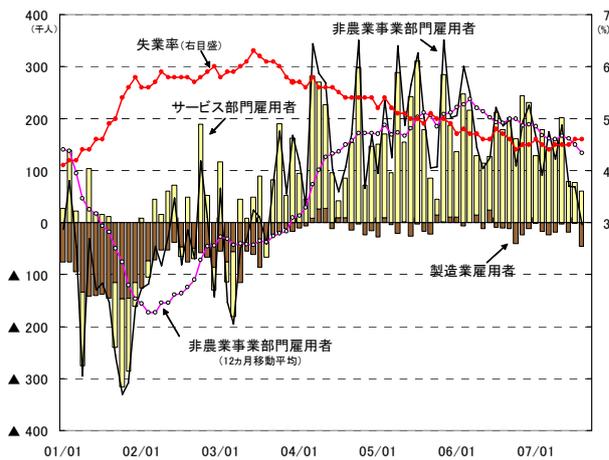
④ 8月雇用者数は、前月比4千人減と4年ぶりの減少

8月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲0.4万人と市場予想の10万人を大きく下回った(図表9)。さらに、6月分が12.6万人増から6.9万人増へ、7月分が9.2万人増から6.8万人増へと合計8.1万人の下方修正が行われた。このため、直近3ヵ月の月平均雇用増は4.4万人となり、それまでの3ヵ月平均16.2万人増と比較すると減少が著しい。また、2007年の月平均では10.9万人となり、2006年の同18.9万人、2005年の同21.2万人との比較でも、減速が目立っている。

今回の雇用統計を業種別に見ると、製造業では前月比▲4.6万人と14ヵ月連続で減少を見せる中、サービス部門が同6.0万人(前月7.8万人)と全体の増加を牽引する構造が続いている。しかし、製造業の減少幅が約4年ぶりの大きさとなる一方、サービス業では増加幅がほぼ2年ぶりの低水準に縮小し、また、住宅市場の冷え込みにより建設部門が同▲2.2万人(7月同▲1.4万人)と減少幅を拡大するなど全般的な雇用の悪化が窺われる。

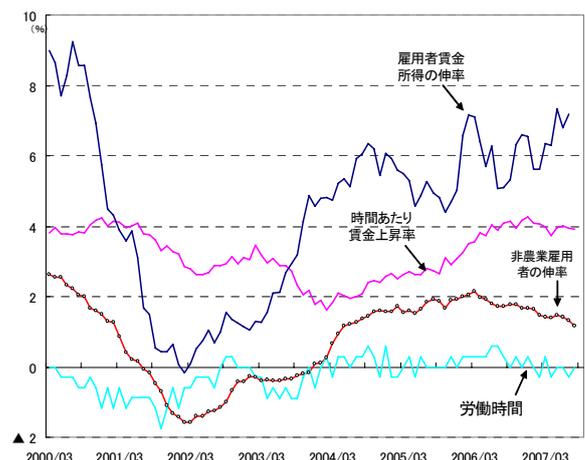
サービス業の中では、教育・ヘルスケア等で6.3万人(うちヘルスケアで3.5万人)、飲食店2.4万人等の増加が大きかった半面、人材派遣(Employment services)で▲2.0万人、地方政府の教育関係で▲3.2万人と比較的大きな減少となった。地方政府の教育関係では直近3ヵ月で計▲10.2万人の減少と全体への影響も小さくないレベルであるが、労働省では例年に比べ採用が手控えられたとコメントしている。なお、8月の失業率は4.6%と前月から横這いの動きとなったが、昨年9月以来4.4%~4.6%の狭いレンジの中での上下の動きとなっている。また、週平均の労働時間(民間)は33.8時間と前月と同じだった。

(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

最近の米国経済では、住宅不況や原油価格上昇の影響が景気減速要因となっているが、それでも景気が失速に至らないのは、堅調な雇用所得により消費が下支えされているためである。その雇用所得の伸びが維持されているのは賃金上昇率と雇用者増による(図表10)。ただし、賃金

上昇率は長期的にはインフレによって相殺されるため、実質的に意味を持つのはやはり雇用増であろう。この点、8月の雇用が4年ぶりにマイナスを示した影響は大きく、今後も雇用増が減速ペースを続けるなら、雇用所得も応分に伸びを縮め、消費への影響が懸念されよう。

〔設備・在庫投資の動向、見通し〕

●景気不透明感の強まりで、設備投資も減速へ

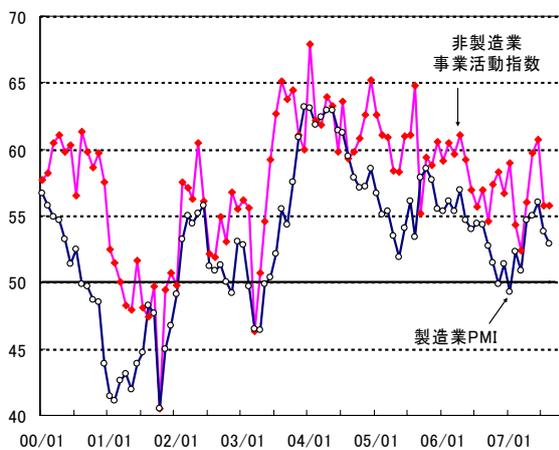
設備投資は、1-3月期は前期比年率 2.1%に留まっていたものの、4-6月期は同 11.1%と急伸した。生産やISM指数に回復の動きも見られたが、構築物投資の急伸等の一時的要因による押し上げもあった。しかし、7-9月期に入るとISM指数が下落に転じ、また金融市場の混乱により調達コストが上昇するなど、サブプライム問題拡大の影響も出ている。今後の消費低迷や景気不透明感が強まる中では、設備投資を積極的に行う環境にはない。ただし、輸出が伸びを高めるなど、海外経済の好調もあって、一定の伸びは維持されよう。2007年の伸びは 3.9%と低下し、2008年は 4.1%とほぼ横這いの推移が見込まれる。

一方、在庫投資は、GDPへの寄与度では10-12月期▲1.3%、1-3月期▲0.7%と大きく低下したが、今後は、調整終了による在庫積み増しも期待される。設備・在庫投資を巡る最近の状況については、以下の通りである。

① 8月ISM指数は製造業が続落、非製造業では横這いに

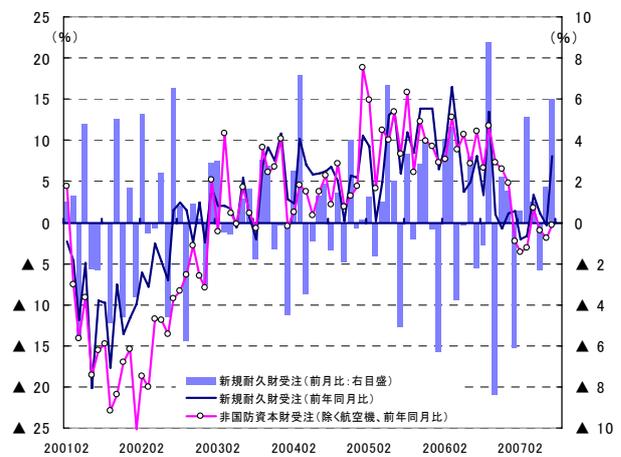
企業のセンチメントを示すISM指数は、8月製造業指数が 52.9 と、2ヵ月連続での低下(7月は 53.8)となり、市場予想(53.0)をやや下回った。同指数は本年1月に 49.3 と製造業の景気のかかれ目とされる 50を下回ったものの、その後6月には 56.0まで回復し、再び低下の動きとなっている。ただし、2月以降は7ヵ月連続で 50を上回っており、製造業拡大の持続が示された形である(図表 11)。

(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

一方、8月ISM非製造業事業活動指数は55.8と7月と同値となり、市場予想(54.5)を上回った。7月の低下が大きかったこともあり(60.7→55.8)、8月は同水準を維持しており、また、最近のボトムである3月52.4には余裕を残している。

ただし、事業活動指数以外の非製造業部門の各指数の入り繰りは比較的大きく、特に雇用指数が50を割り込んだのが注目される。9/5日発表のFRBページブックでは雇用の増加が報告されていたが、雇用統計はサービス業の雇用増幅を縮小させており、今後の状況が注目される。

② 7月新規耐久財受注は急回復

7月の新規製造業受注は前月比3.7%(6月1.0%)、新規耐久財受注は前月比6.0%(6月1.8%)と前月から伸びを急回復、連月でのプラスとなった。7月の伸び率回復は、建設機械(同58.5%)、国防通信機器(同149.2%)に加え、民間航空機(同12.6%)、自動車(同10.9%)が伸びたことが大きく、これを含む輸送機器部門では同11.9%(7月9.1%)と上伸した。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、前月比1.7%(6月▲0.16%)と伸びを回復した(図表12)。

なお、前年同月比では、7月新規耐久財受注が8.1%と10ヵ月ぶりの増加幅を見せたが、非国防資本財受注(除く航空機)は同▲0.3%と3ヵ月連続でのマイナスとなった。

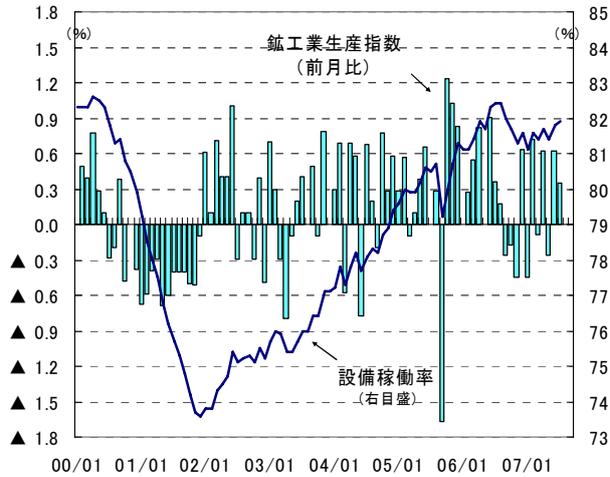
③ 7月鉱工業生産・稼働率は、ともに続伸

7月の鉱工業生産指数は前月比0.3%(6月同0.6%)と上昇、市場の予想と同じだった。連月の増加となったが、連月増は昨年8月以来のこととなる。うち製造業では同0.6%(6月同0.6%)伸びを見せたが、業種別では、自動車が前月比2.6%(6月同2.4%)、ハイテク産業が同1.5%(6月同1.2%)と好調な伸びとなり、全体を押し上げた。このため、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0.1%(6月同0.4%)に低下する。一方、構成比の20.5%を占めるエネルギー関連の生産は同▲0.6%(6月同0.2%)と落ち込みを見せており、これを除くと鉱工業生産指数は前月比0.6%(6月同0.7%)に上昇する(図表13)。

なお、原材料を除く最終財(構成比57%)は前月比0.3%(6月同0.8%)となるが、うち消費財が同0.3%(6月同1.0%)と前月から伸びを低下させているのに対し、事業用機器は同1.0%(6月同0.9%)と伸びを高めた。事業用機器では自動車や民間航空機等の輸送機器が同1.0%、情報機器が同0.7%と好調な伸びを続けている。

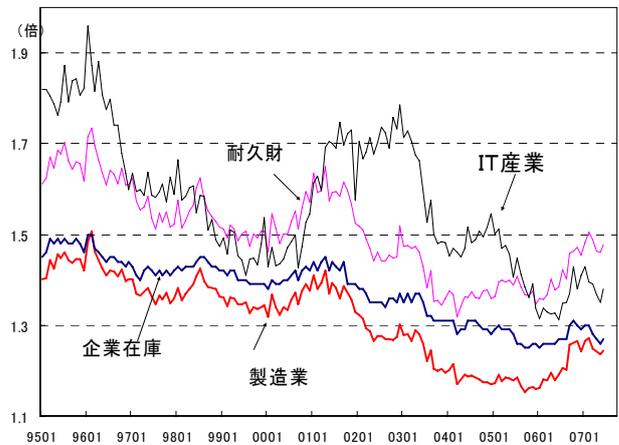
一方、7月の設備稼働率は81.9%と6月81.8%から上昇し、昨年9月以来の高水準となった。製造業が80.7%(6月80.4%)と上昇したが、ここでも自動車の80.4%(6月78.1%)への回復が目立った。なお、長期的な平均稼働率水準(1972~2006年の平均81.0%)は2005年12月以降、継続的に上回っており、全般的な稼働率水準はややタイトな状況での操業を維持している。

(図表 13) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表 14) 製造業の在庫/売上高比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

④ 製造業在庫/売上高比率が低下

前月比で見た7月製造業売上高は2.6%と連月の増加となり、製造業在庫率は1.24倍と3ヵ月連続の横這いだった。近年のボトムからはやや上昇しているが、歴史的に見れば低水準であることに変わりはない。なお、全体の企業在庫は、ほぼ近年のボトムに低下しており、在庫積み増しへの動きが期待される(図表14)。

[住宅投資の見通しと動向]

● 住宅市場は、サブプライム問題拡大で冷え込み長期化の恐れ

7月の一連の住宅関連指標は、住宅市場の悪化がなお続いていることを示した。特に、市場の大きい中古住宅販売では、売り手が多い半面、買い手が様子見の姿勢を持続し、在庫水準が膨れているにも拘らず、価格面での調整が進まず、需給バランスが大きく崩れた状況が窺われる。

また、7月住宅指標には、サブプライム住宅ローン問題への懸念が強まっていたものの、8月に見られた金融市場の混乱は反映されていない。そのため、今後、住宅ローンの貸出し基準の引締めや買い手の一層の買い控え等により、指標値の一層の悪化が警戒される。

バーナンキ議長が指摘しているように、サブプライム住宅ローンの主要な景気への影響は、一層の住宅市場の冷え込みによって住宅価格が下落し、消費を抑制することにある。現状では、サブプライム問題による金融市場への影響が先行しているが、今後、住宅価格下落や、他の経済部門にどの程度の影響を及ぼすかについても、注目される局面となつてこよう。

4-6月期GDPにおける住宅投資は前期比年率▲11.6%と大幅減少し、6四半期連続のマイナスとなった。サブプライム住宅ローンの焦げ付きはなお増加を見せており、上記の金融市場の混乱とともに、住宅市場を一層冷え込ませる恐れがある。このため、住宅投資についてもその調整がより大きく長引く可能性が強まっている。2007年の住宅投資は▲15.2%、2008年は▲8.7%と予測している。

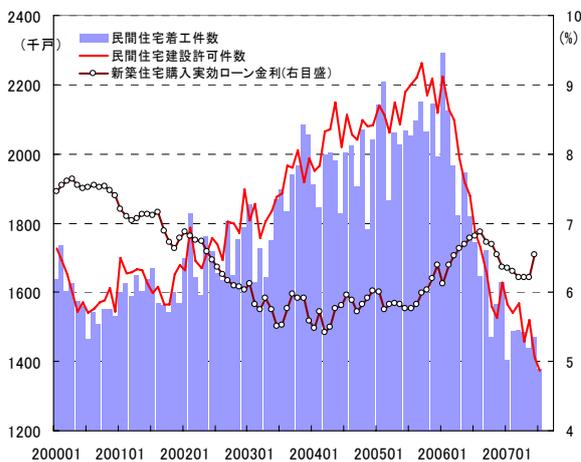
なお、最近の住宅関連指標の動向は以下の通りである。

① 7月新規住宅着工が10年半振りの低水準に急減少

商務省発表の7月新規住宅着工件数は、年率138.1万戸（前月比▲6.1%）と大幅な減少となり、市場予想（同140万戸）を下回るとともに、97年1月（同140万戸）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137.3万戸（前月比▲2.8%）と低下、96年10月（同135.8万戸）以来の低水準となった（図表15）。

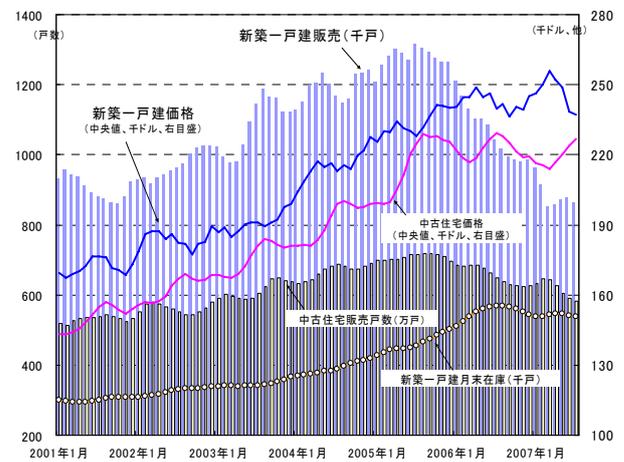
住宅着工は、1月（同140.3万戸、前月比▲13.9%）の大幅な落ち込み後、140万戸台で踊り場の推移を見せていたが、7月までのサブプライム住宅ローン問題の悪化等で住宅販売が減少、販売在庫も積みあがっており、7月の着工実績の再低下もこうした状況によるものと言えよう。先行指標となる住宅着工許可件数もともに悪化したため、先行きの警戒感も強く、住宅市場の調整には時間を要するものと思われる。

（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

② 7月新築住宅販売は回復

7月の新築一戸建住宅販売は、年率87.0万戸と市場予想の82万戸を大きく上回り、6月84.6万戸を2.8%上回った。新築一戸建住宅販売は、3月に同83.0万戸と2000年6月（79.3万戸）以来の低水準に落ち込んだ後、一時回復したものの再び同水準に接近していた。なお、前年同月比では▲10.2%の低下となる。地域別の動きはまちまちであり、西部地域が前月比22.4%（3.9万戸増）の大幅な増加を見せ、今回の増加を一手に担った形であるが、北東部は同▲24.3%（1.7万戸減）となり、全体の伸びを抑制した。また、構成比で過半を占める南部は同0.6%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23.95万ドル、前月比3.9%と4ヵ月ぶりの上昇、前年同月比では0.6%の上昇となった。なお、7月末の在庫は53.3万戸、販売の7.5ヵ月分と依然高水準にある。

上記のように7月新築一戸建住宅販売は予想外の回復となったが、これは、6月に落ち込みの大きかった西部地域が反動増として回復を見せたことが大きい。そのため、直近2ヵ月を均し

て見ると、西部地域の6・7月の平均は4・5月の平均を▲6%下回り、同様に全米の新築販売も▲4%の下落と、依然、下降トレンドを続けていることが窺われる。今後、8月サブプライム問題の拡大で金融市場が混乱したことから、8月実績が注目される。

③ 7月中古住宅販売は、ほぼ横ばい～在庫急増に警戒感

7月中古住宅販売は、前月比▲0.2%の年率 575 万戸となり、市場予想の 570 万戸を上回った。また、前年同月比では▲9.0%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を続け、今回発表値は今年3月以降5ヵ月連続の減少で、2002年11月以来の低水準となる。地域別では、中西部が前月比▲2.2%のマイナスだったが、その他の地域は横ばいないし増加した。前年同月比では西部▲15.2%、南部▲10.7%のマイナス幅が大きかった。

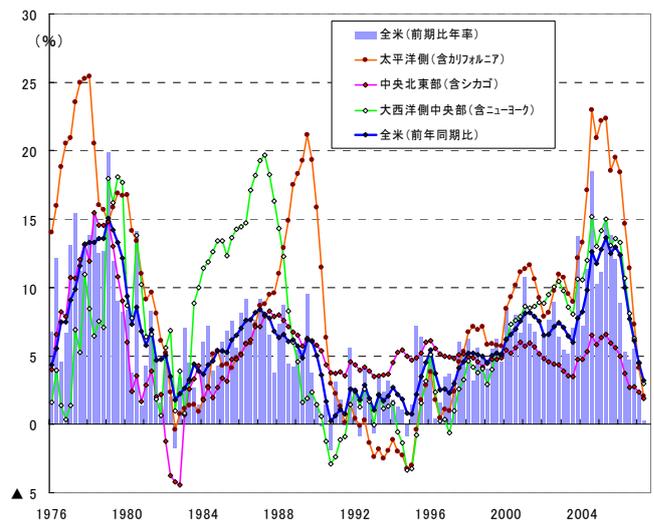
また、7月の中古住宅販売価格(中央値)は、22.89万ドル(前月比▲0.1%、前年同月比▲0.6%)とほぼ横這いの動きにとどまった。一方、在庫は459万戸(前月比5.1%、前年同月比18.9%)とさらなる積み上がりの動きを見せており、販売戸数比でも9.6ヵ月分と急速な悪化を見せている。因みに住宅ブーム下の2005年は同4.5ヵ月分と現在の半分以下だった。

7月中古住宅販売はほぼ横這いにとどまったものの、在庫悪化が販売不振と今後の価格低下を示す状況となっており、住宅不況が長引くとの見方を強めている。発表元のNARでは、「過去2ヵ月ほど、ローンを申し込んだ買い手は実現に苦勞しているし、その他の買い手は住宅市場が落ち着くのを待っている」とする一方、地域的なバラつきも指摘している。

④ 4-6月期全米住宅価格は、前期比でほぼ横這いの推移に

OFHEO(連邦住宅企業監督局)が発表した2007/4-6月期の全米住宅価格指数は、前年同期比3.2%(前期比年率0.3%)と上昇を維持したものの、前年同期比の上昇幅は6四半期連続で縮小し、1997/4-6月期の同3.0%以来10年ぶりの低水準となった(図表17)。前期比年率では1994年以来の低水準となる。OFHEOでは、「住宅価格は信用引締め、貸し倒れ率の上昇、買い手の手控え等にもかかわらずほぼ横這いとなったが、景気の弱い地域等ではかなりの下落も見られる」とし、7-9月期の更なる住宅市場の冷え込みによる影響を警戒していた。なお、州別の前年比価格低下は、マサチューセッツ州とカリフォルニア州など5州(前期は2州)に増加した。

(図表 17) 地域別住宅価格の推移 (%)



(資料) OFHEO、四半期別、地域別グラフは前年同期比。

〔貿易の動向〕

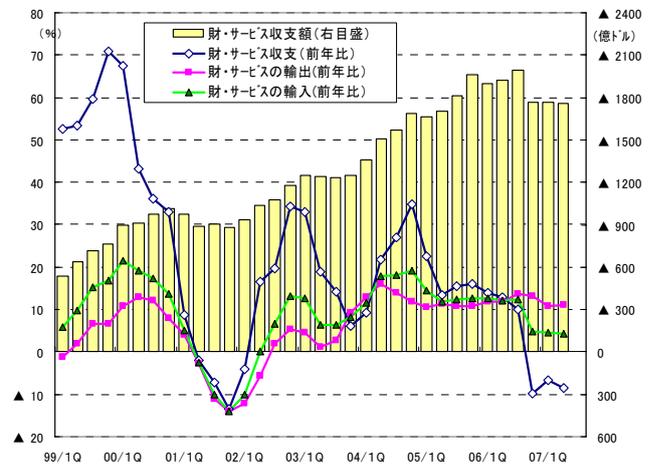
●堅調な輸出の伸びで、純輸出が成長に寄与

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。財収支が8383億ドルの赤字で、石油赤字と対中貿易赤字が其々約3割を占め、サービス収支は797億ドルの黒字だった。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+28%と急増した。

しかし、15年間に渡り拡大傾向を続けた貿易赤字にも変化の兆しが窺える。

2007年4-6月期の財・サービス赤字は前年比▲8.6%と3四半期連続で前年を下回るなど、貿易赤字は2006年をピークに減少の動きとなっている。貿易赤字が前年比でマイナスとなれば、米国がリセッションに陥った2001年以来となるが、この時は世界的に景気が減速し、輸入とともに輸出の伸びも減少した。今回は、米国の景気減速で輸入の伸びが低下する中、欧州やアジア等では高成長が続き、輸出の高い伸びが持続している点が異なる(図表18)。また、昨年7-9月期以降、輸出の伸びが輸入を上回る状況が続いており、米景気がさらに減速を強めていることから、当面、こうした構造が維持されそうである。

(図表18)米国貿易赤字と輸出入の推移(四半期)



(資料) 米商務省

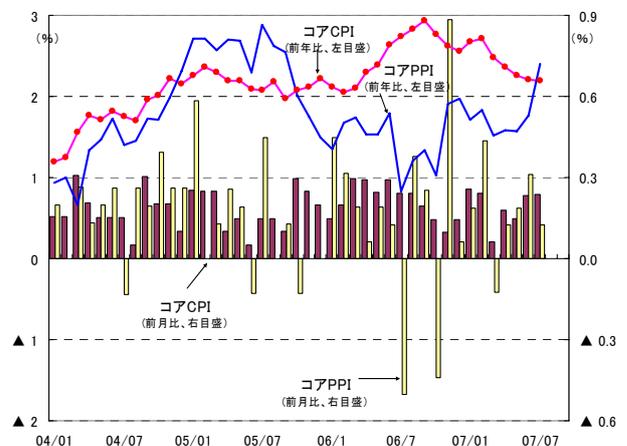
〔物価の動向〕

●物価はエネルギー価格の影響を受けながらも、コアベースでは安定した動き

2007年前半のCPI(消費者物価)は、エネルギー価格上昇に伴い上昇を見せていたが、7月はエネルギー価格が低下し、CPIは同0.1%(6月同0.2%)も小幅な上昇に留まった。エネルギー・食品価格を除いたコアCPIは前月比0.2%と6月と同率だった(図表19)。前年同月比では、CPIが2.4%となり、コアCPIは2.2%と5ヵ月連続で低下した。コアCPIの内訳を見ると、耐久財(同▲2.1%)の下落等を中心とした財物価の低下の一方、家賃や医療費等の上昇によるサービス物価の上昇が目される。

労働省によると、年初から7月までのCPI上昇率は、年率4.5%と2006年の2.5%を大きく上回るが、これは、エネルギー価格

(図表19)コア物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

が 2006 年の 2.9% 上昇に対し、2007 年は 7 月までに年率 21.3% に上昇したことによる。一方、7 月までのコア CPI 上昇率は年率 2.3% となるが、昨年の上昇率 2.6% からは低下している。

一方、7 月 PPI (生産者物価、最終財) は前月比 0.6% (6 月 ▲0.2%) と前月から上昇したが、エネルギー価格が前月比 2.5% と高めの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% (6 月 0.3%) と低下し、3 ヶ月ぶりの低水準となった。前年同月比では、PPI は 3.9% (6 月 3.2%)、コア PPI は 2.4% (6 月 1.8%) と前月からやや急な上昇を見せたが、これは昨年 7 月の自動車価格の低下による一時的なものと思われる。ただし、昨年大幅な上昇を見せた PPI (中間財) からの上昇圧力は、しばらく注視する必要がある。

なお、FRB の注目する個人消費のコア価格指数は、4-6 月期は前期比年率 1.3%、前年比では 2.0% となった。月ベースでは、7 月は前月比 0.1% と 6 月同 0.2% から低下、前年同月比では 1.9% と 6 月と同値だった。FRB が好ましいとするレンジ (1~2%) 内に連月で入っており、最近のインフレの落ち着きを示すものとなっている。

〔金融政策の動向〕

●18 日 FOMC を皮切りに、年内は利下げ持続か

(8 月サブプライム問題の拡大と FRB)

FRB は 9/18 に FOMC を開催する。FRB は「金融市場の混乱による実体経済への影響を注視し、必要に応じて対処する」と、繰り返し表明してきたこともあり、市場では 0.5% といった大幅利下げへの期待が高まっている。

ここに至るまでの状況を振り返ると、前回 8 月 7 日の FOMC で F 目標金利を据置いたが、その声明文では、景気の緩やかな拡大、インフレが改善しつつも、高水準の資源利用度 (resource utilization) が潜在的なインフレ圧力を支えていることを指摘、FOMC の主要な懸念がインフレ抑制に失敗することにあるとする一方、景気のダウンサイドリスクの高まりを指摘していた。

ただし、その 2 日後にはサブプライム問題が欧州に飛び火し、ECB と強調して緊急資金供給を行うこととなった。さらに 17 日には「金融市場の混乱が経済に与える影響を緩和するため、必要に応じて行動する」との FOMC 声明を発表すると同時に、公定歩合を 0.5% 引下げた。アナウンスメント効果は大きかったものの、あまり利用されない公定歩合の引下げではその効果も限定的だった。

8 月末には、バーナンキ議長が講演で、「金融市場の混乱による世界的な損失は、サブプライムローンによる最も悲観的な損失額をはるかに超えている」とし、「FOMC は状況を注視し、混乱する金融市場から実体経済への影響を最小限にするために必要な行動を取る」と強調した。また、「過去の経済指標が通常の場合よりも有益性が劣る」として、市場混乱後の経済指標を重視する姿勢を示した。以前より一歩踏み込んだ表現と受け止められ、また、同日のブッシュ大統領のサブプライム対応政策の発表もあり、政策協調という大義名分を得て利下げへの方向が強まったと思われる。

(予想外の結果だった 8 月雇用統計)

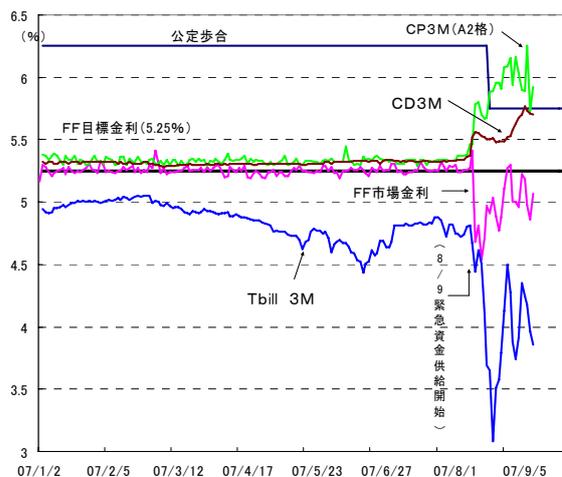
こうした中、9/7 の雇用統計の悪化は、FRB の利下げ確度を一層高めた。最近の経済指標では、消費者マインドや ISM 指数が下落していたが、雇用統計の 2 日前に公表されたページブックでは、各地区の連銀の報告では、緩やかながら景気が拡大し雇用の増加が持続しているとされ、住宅・不動産関連業界以外への波及は限定的としてきた。それだけに、今回の結果は、市場予測だけではなく、FRB にとっても予想外の結果だったと思われる。

雇用統計は、米国の経済指標の中でも極めて重視される統計である。また、最近の米国経済では、住宅不況や原油価格上昇の影響が景気減速要因となっていたが、それでも景気が失速に至らないのは、雇用増を背景にした雇用所得の伸びにより消費が下支えされているためである。消費が崩れれば消費が 7 割を占める GDP がマイナスになる確率は格段に高まる。今後、消費には住宅価格や株価の下落による影響を受ける可能性もあり、雇用が減少に転じれば、景気後退懸念が急速に強まる恐れがある。

なお、18 日の FOMC までには 8 月の状況を示す経済指標が相次いで発表される。主要指標では、14 日発表の小売売上高、鉱工業生産、ミシガン大学消費者マインド指数 (9 月速報値)、FOMC 開催日の 18 日には生産者物価が発表される。そうした指標も睨み、FRB は利下げの幅を熟慮することとなる。

既に、市場では長短金利が低下するなど、18 日の FOMC を含め、複数回の利下げ実施を織り込みつつある。おそらく、18 日の FOMC では、市場の見方の通り景気のダウンサイドリスクの高まりを警戒した利下げが実施されようが、その場合、これまでの FRB の目標金利変更時のスタンスを参考例にすれば、その後の年内 2 回開催予定 (10/28・29、12/16) の FOMC でも利下げが持続すると思われる。現状では見込みに過ぎないが、合計 0.75~1.0% 程度の利下げが実施されるのであれば、その効果も景気下支え要因に加わり、リセッション入りの抑制に寄与するものと思われる。

(図表 20) 信用度で乖離の激しい米短期金利



(図表 21) 米国の長短金利の推移



(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)