

Weekly エコノミスト・レター

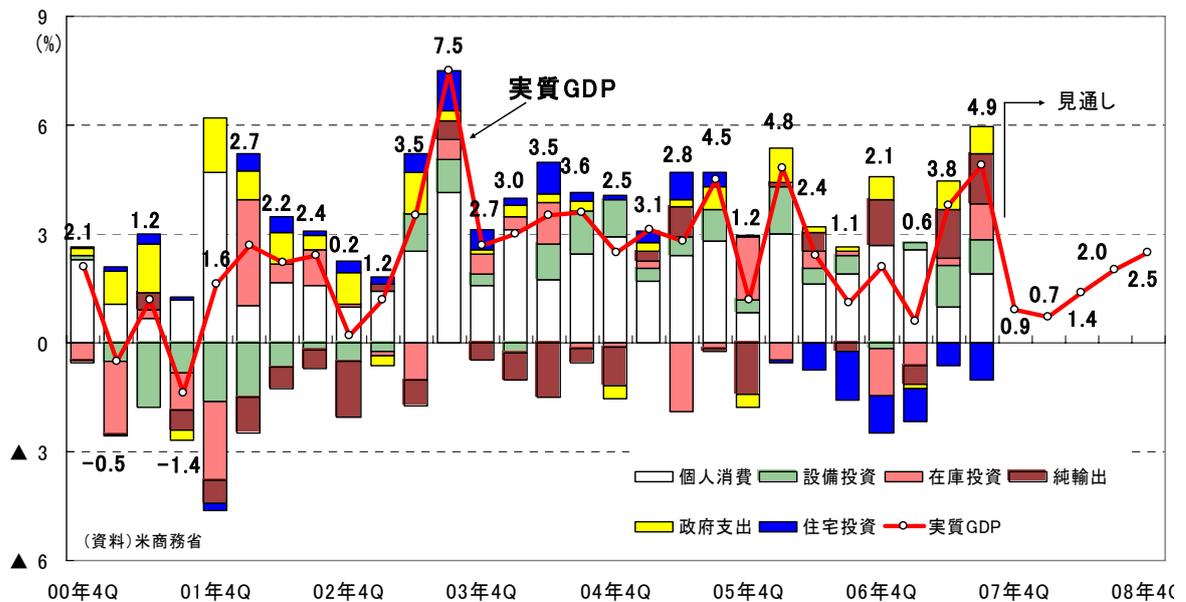
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

米国経済見通し～サブプライム問題の波及と原油価格高騰が成長率を抑制

< 米国経済見通し >

1. 7-9月期の実質GDPは、設備投資が堅調な伸びを見せ、純輸出・在庫が大きく寄与、前期比年率4.9%と上伸したが、今期以降の米経済は、消費を中心に減速歩調を強めることとなる。
2. 成長率の抑制要因としては、今後も暫くはサブプライム問題の拡大による住宅市場の一層の冷え込みと信用収縮、さらに、原油・ガソリン価格の高止まりが続くことが挙げられる。
3. FRBは、9月以降、3回の利下げを実施、政府もサブプライム対策を発表したが、金融機関の損失計上の動きは続いており、信用不安は収まっていない。
4. サブプライム問題に目途がつくまでは、住宅市場の冷え込みも続く可能性が高く、2008年の成長率は1.9%と2002年以来の低水準になると予測される。

(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〕

●サブプライム対策に迫られる米政権～F R Bの金融緩和策は持続へ

米国経済は、7-9月期の実質GDPが4.9%（前期比年率）と上振れたものの、今10-12月期以降は急減速すると見込まれ、四半期別の成長率は1%割れとなると見られる。成長率の抑制要因は、なお底が見えない住宅市場の冷え込み、サブプライム問題による信用不安、最近の原油価格の高騰等で、そうした要因による影響の広がり経済を圧迫することとなろう。

米連邦準備制度理事会（F R B）のバーナンキ議長は、11月下旬の講演で、「我々F R Bは、持続的な経済成長と物価の安定を促進するに際し、最良の判断を行なうために異例の警戒と柔軟性を維持しなくてはならない」と更なる金融緩和を示唆し、12月11日のF O M Cで9月以降連続3回目の利下げに踏み切った。また、F R Bは景気減速と共に信用不安の動きを重視しており、利下げの翌12日には米欧主要5中銀が協調して大量の資金供給を行うことを発表した。背景には、米銀の調達手段であるLIBORやC D金利、米企業の調達手段であるC P金利の高止まりがある。政策金利を下げてもこうした市場金利の高止まりを放置しては、その効果は減殺される。なお、これに先立つ11月28日には、異例の長期・巨額の越年資金の供給も実施している。

一方、ブッシュ大統領も、こうした動きに併行して6日にサブプライム住宅ローン救済策を発表した。8月末に続く第2弾となる対策であるが、来年初以降に借り入れ金利がリセットされる変動金利型サブプライム住宅ローンの金利を5年間凍結することと、連邦住宅局（F H A）ローン・保証への借り換え促進が中心であり、これまでより具体的な対策と言えよう。政府が仲介したものの民間レベルの合意で、強制力はない一方、法改正等の必要がない分、即効性が期待できる。対象者が限定されるなど問題はあっても、差し押さえ物件の急増に歯止めをかけ、また、保証・借り換え促進によるサブプライム住宅ローン自体の縮小という点で、一定の効果は期待できる。もともと、借り手救済策に限定されるため、証券化されたサブプライム住宅ローンへの対策については、投資運用会社（S I V）対策としてのスーパーファンドが、当初の1000億ドルから500億ドルへ減額見込みとなるなど進展は少ない。このため、年明け後の決算に向けて、サブプライム関連損失計上への市場の警戒は依然続いており、信用不安に伴う金利上昇も解消されていない。サブプライム問題は、年明け後も金融市場の主要な懸念材料として存在感を維持しそうである。その場合、景気抑制要因が続くこととなる一方、当面の金融政策を緩和的なものとする要因ともなり得よう。

●正念場を迎える米景気～2008年下半期には持ち直しの動きへ

サブプライム問題の拡大は、冷え込んでいた住宅投資をさらに減少させた。7-9月期の実質GDPが4.9%（前期比年率、以下も同じ）と上振れる中、住宅投資は▲19.7%（前期は▲11.8%）と落ち込むなど、最大の成長率抑制要因となっている。住宅投資のマイナスは7四半期連続となるが、

なお住宅市場には底打ちの気配が窺えず、サブプライム問題に一定の目途がつくまで、大幅なマイナスが続く可能性が強い。住宅投資のマイナス持続を前提にすると、当面の懸念は、その影響がどの程度他部門に波及するかであろう。

この点、住宅市場の冷え込みの影響を最も受けやすいのが**個人消費**である。現状は、最近の原油価格高騰も重なり、消費には逆風が強い局面となっている。米国では、クリスマスセールが終盤に入り、クリスマスに向けて最大の山場を迎えつつあるが、その成否が注目されている。ディスカウントが先行したこともあって出だしの売上げは悪くはなかったが、ミシガン大学消費者マインド指数(12月速報値)は約2年ぶりの低水準となるなど、消費環境悪化の影響が懸念される。年間でも最大の商業イベントであるクリスマスセールが不振に終われば、その後のリセッションの確率を高めることにもなりかねない。

一方、消費の下支え要因として期待されるのが、比較的堅調な雇用である。11月までの直近3カ月の月平均雇用増は10.3万人となり、それまでの3ヵ月平均8.5万人増を上回る底堅さを見せ、このため、雇用所得もなお堅調水準を維持している。しかし、景気減速下にあるため、雇用者増のペースが鈍化してくるのは否めない。

こうした状況では**設備投資**も減速しよう。7-9月期の設備投資は、前期比年率9.4%と堅調水準にあるが、消費低迷、住宅市場の冷え込み等の影響を見越せば、企業が設備投資に強気になれる状況にはなく、最近のISM製造業指数も50に接近している。CPレートの高止まり等金融緩和の影響も限定的だ。輸出関連の投資の持続等から一定の伸びは維持されるが、伸び率は低下しよう。

(図表2) 米国経済の見通し

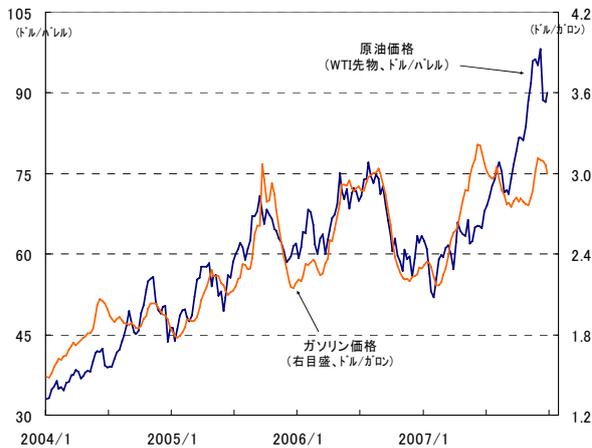
	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前期比年率、%	2.9	2.2	1.9	1.1	2.1	0.6	3.8	4.9	0.9	0.7	1.4	2.0	2.5
個人消費	〃、%	3.1	2.8	1.6	2.8	3.9	3.7	1.4	2.7	1.0	0.9	1.7	2.2	2.4
設備投資	〃、%	6.6	4.5	4.4	5.1	▲1.4	2.1	11.0	9.4	3.2	2.1	3.1	4.3	4.5
住宅投資	〃、%	▲4.6	▲16.6	▲14.0	▲20.4	▲17.2	▲16.3	▲11.8	▲19.7	▲19.9	▲16.3	▲10.9	▲4.0	▲1.2
在庫投資	寄与度	0.1	▲0.2	0.0	0.1	▲1.3	▲0.7	0.1	0.9	▲0.4	▲0.1	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.1	0.6	0.6	▲0.3	1.3	▲0.5	1.3	1.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
消費者物価	前期比年率、%	3.2	2.8	2.2	3.1	▲2.1	3.8	6.0	1.9	4.0	1.0	1.5	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	4.8	4.9	4.9	4.9
FFレート誘導目標	期末、%	5.25	4.25	3.75	5.25	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75
国債10年金利	平均、%	4.8	4.6	4.3	4.9	4.6	4.7	4.8	4.7	4.2	4.1	4.2	4.3	4.4

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

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、世界経済はなお堅調に推移しており、米国の輸出は高い伸びを続けている。一方、停滞気味の内需により輸入の伸び率は低下し、貿易赤字が改善している。米国の赤字体質が急に変わるわけではないが、今後の消費低迷を考慮すれば、こうした動きが成長率を下支えすることとなるだろう。

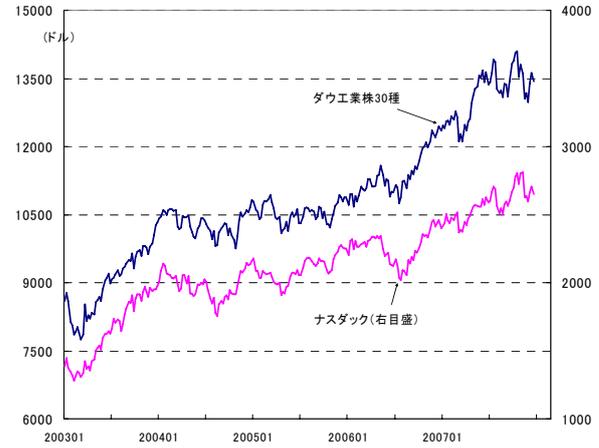
米国経済は当面、消費への逆風の強まりから成長率の低下が見込まれるが、その後、景気が持ち直しに向うのは、下半期になってからと思われる。2008年の成長率は、1.9%と2002年(1.6%)以来の低成長と予測される(図表2)。

(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)



〔7-9 月期 GDP の注目点〕

●7-9 月期実質 GDP は 4.9%、外需依存を高め 4 年ぶりの高水準

7-9 月期実質 GDP (改定値) は 4.9% (前期比年率: 以下も同じ) となり、速報値 3.9% から +1.0% 上方修正された。2003 年 7-9 月期 (同 7.5%) 以来 4 年ぶりの高水準で、4-6 月期の 3.8% に続き 2 四半期連続での高成長となる。潜在成長率を上回る 3% 以上の成長率が連続したのは、好況期だった 2004 年以来的のこととなる。これまでの高成長期と異なるのは、外需依存を強めていることであろう。純輸出の寄与度は 4-6 月期 1.32%、7-9 月期 1.37% と連続して高く、1996 年 10-12 月期 (2.09) 以来約 11 年ぶりの高水準となる。対照的に 2004 年には 4% 前後だった国内最終販売 (在庫投資や純輸出を除き内需の強さを示す) は、7-9 月期は 2.4% と GDP の半分の伸びに留まる。

需要項目別に前期との比較を見ると、個人消費が 4-6 月期 1.4% → 7-9 月期 2.7% と回復、設備投資が同 11.0% → 9.4% と堅調に推移、輸出が同 7.5% → 18.9% へと急拡大、在庫投資が前期の寄与度 0.22 から 0.98 に増加したこと、等が目立つ。

対照的に、成長率を押し下げたのは住宅投資で、前期の ▲11.8% → ▲19.7% へとマイナス幅を拡大した。これで住宅投資のマイナスは 7 四半期連続となり、今後もマイナスが持続すると見られることから、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。

〔消費支出の動向・見通し〕

●消費支出は減速へ

7-9 月期前期比年率 2.7% と回復した個人消費であるが、今期以降、急低下が見込まれる。8 月の金融市場を混乱させたサブプライム問題には依然警戒が続いており、住宅市場の冷え込みが深刻

化し、ガソリン価格が高騰、雇用増のペースが鈍化する等の要因で、消費者マインドが低下しているためだ。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抑制も懸念される。

高い伸びを見せていた雇用所得は4-6月期以降の下方修正もあって伸びを縮め、また、底堅さを見せながらも雇用者増加数の減少傾向は否めない。消費支出は伸びを低下させ、2008年は1.6%（2007年は同2.7%の見込み）に留まると見られる。

① 10月個人消費は、前月比0.2%に縮小～消費・所得増とも急ブレーキ

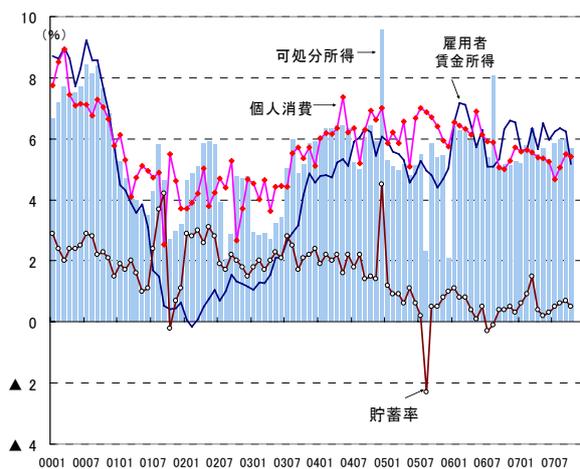
10月の個人消費は前月比0.2%（9月は同0.3%）と伸びを縮め、今年に入ってからの減速傾向を強めた。また、実質ベースの消費支出は、耐久財、非耐久財消費が共にマイナスとなって横這いにとどまり、前9月（同0.1%）を下回り、10-12月期の消費支出は低調なスタートとなった。

所得面では、賃金所得が同0.1%（9月同0.6%）と急低下し、可処分所得も同0.1%（9月同0.4%）と低下した。また、実質可処分所得が前月比▲0.1%と本年5月以来のマイナスとなるなど所得面での低下が目立った。可処分所得比の貯蓄率は0.5%と前月（0.7%）から低下した。

前年同月比では、個人消費が5.4%（9月同5.5%）と伸びを縮め、可処分所得が5.7%（9月同6.0%）、賃金所得が5.2%（9月同6.2%）といずれも前月から低下した(図表5)。

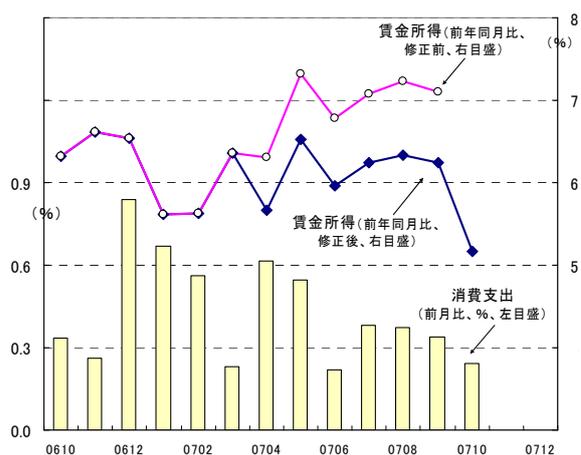
なお、今回の所得統計では4月に遡って修正が行なわれた。特に4月以降の数値を一段引下げたため、4月以外の前月比の値には影響が少ないものの、前年同月比の数値は大きく下方修正された。修正幅が大きかったのは賃金所得で、9月分は前回発表時の7.2%から6.2%への下方修正となった。さらに10月は昨年10月分が急伸したこともあって5.2%へと急低下している。9月賃金所得の高さは、消費下支えのより所でもあったため、その影響は小さい(図表6)。

(図表5) 消費支出の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

(図表6) 消費支出と雇用者賃金所得



(資料) 米国商務省

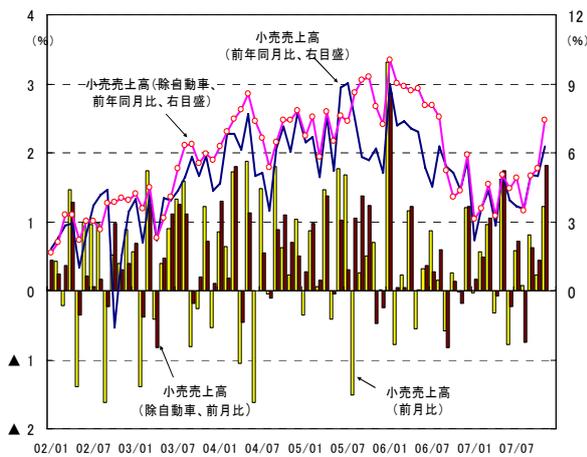
② 11月小売売上高は急伸～自動車販売の不振は持続へ

11月小売売上高は、前月比1.2%（10月同0.2%）と急上昇した。また、自動車販売は同▲1.0%（10月同▲0.6%）と減少が続き、自動車を除いた小売売上高は前月比1.8%（10月同0.4%）とさ

らに高まる（図表7）。業種別で前月比の伸びが高かったのは、ガソリンスタンド（同 6.8%）、衣料品等（同 2.6%）、電気器具等（同 2.5%）、スポーツ・趣味関連（同 2.2%）等だった。

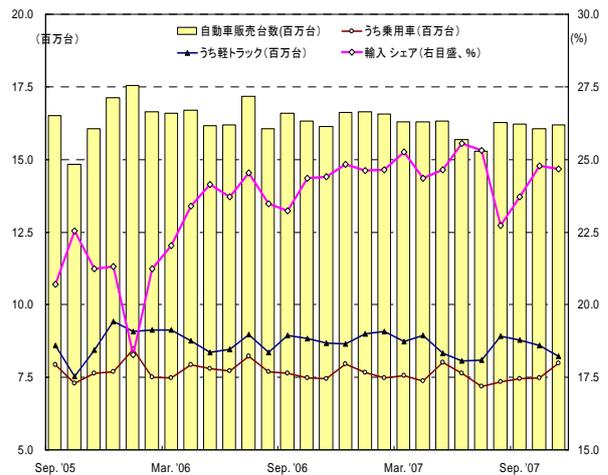
なお、前年同月比では、小売売上高全体が 6.3%、自動車販売除きは 7.4%と 10 月のそれぞれ 5.0%、5.3%からは急上昇した。自動車販売除きで見た前年同月比の動きは、3 ヶ月連続の上昇となった。11 月の小売売上高は出だしが好調とされたクリスマスセールを裏付けるものでもあるが、その後の消費者マインドの低下等を考慮すると、12 月の数値が待たれる。

（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

月別の自動車販売を台数ベースで見ると、11 月は 1620 万台（オートデータ社、年率換算）と 10 月 1605 万台から持ち直した。前年同月比では 0.4%増とほぼ横這いの動きにとどまる。車種別の内訳では、乗用車の増加（前月比 6.7%）が大きい半面、軽トラックが減少（同▲4.2%）した（図表 8）。全般に販売が低調なのは、住宅市場の冷え込みと原油価格高騰等が消費者マインドに影響が大きい。

なお、メーカー別では、GM の不振（同▲11.0%）の一方、日本勢は特に大手が堅調で日本車のシェアは 37%を越えた。GMでは来年の全米の自動車販売台数を 1570 万台と今年（1610 万台のペース）より減少すると見ており、1-3 月期の生産を前年同期比で 11%減と計画している（フォードでは同 7%減）。当面、自動車販売、製造への回復期待は乏しい状況と言える。

③ 消費者マインドは急低下

11 月ミシガン大学消費者マインド指数（確定値）は、76.1（前月 80.9）と 2005 年 10 月のハリケーン「カトリーナ」襲来時以来の低水準を記録した。内訳の現況指数（前月 97.6→91.5）、期待指数（前月 70.1→66.2）とも急低下している。住宅市場の冷え込みやガソリン価格高騰等が影響したものと思われる。12 月速報値は 74.5 とさらに落ち込んだ。現況指数上昇の一方、期待指数がさらに低下し、全体の指数を低下させている（図表 9）。

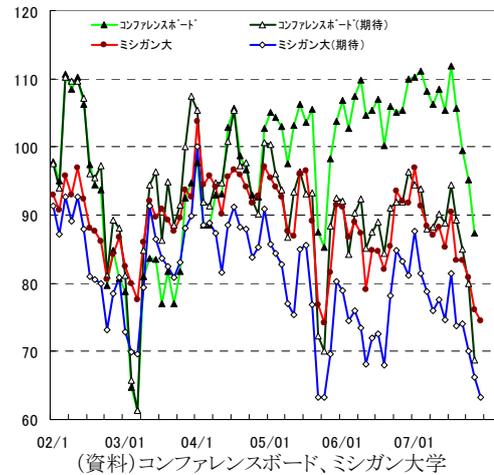
コンファレンスボード消費者信頼感指数でも同様の動きである。11月は、87.3と10月95.2から大幅低下、ミシガン指数と同様にカトリーナ以来の水準に落ち込んだ。内訳では、現況指数(前月118.0→115.4)、期待指数(前月80.0→68.7)とも低下する中、特に期待指数の低下幅が大きく、2003年3月以来の低水準となった。

④ 11月雇用者数は、前月比9.4万人増と底堅い推移

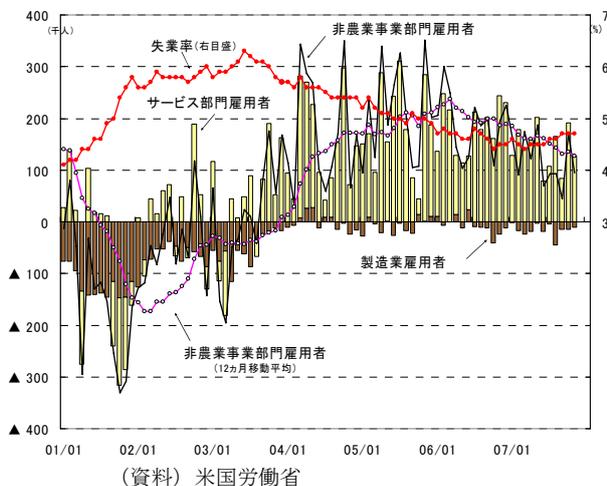
11月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比9.4万人と市場予想の8万人を上回った(図表10)。また、9月分が9.6万人増から4.4万人増、10月分が16.6万人増から17.0万人増となり、合計4.8万人の下方修正が行われたが、直近3ヵ月の月平均雇用増では10.3万人となり、それまでの3ヵ月平均8.5万人増を上回る底堅さを見せた。ただし、2007年の月平均は11.8万人となり、2006年の同18.9万人、2005年の同21.2万人との比較では、減速が目立っている。

今回の雇用統計を業種別に見ると、製造業では前月比▲1.1万人と17ヵ月連続で減少を見せ、また、住宅市場の冷え込みにより建設業でも同▲2.4万人と減少する中、サービス部門が同12.7万人(前月19.2万人)と全体の増加を牽引する構造が続いている。サービス業の中では、ヘルスケア・社会扶助等が2.5万人(うちヘルスケアは1.5万人)、飲食店・宿泊施設2.8万人、専門・技術サービス2.4万人、小売業2.4万人、政府部門3.0万人等の増加が大きかった半面、金融・不動産が▲2.0万人と減少したのが目立った。業種別の雇用では、製造業に加え、建設、金融等の住宅関連でマイナスとなったが、ヘルスケアやレジャーなどがこれまでどおり堅調を保ち、さらに人材派遣や小売業が増加を見せるなど、全般的には堅調を保っていると言えよう。

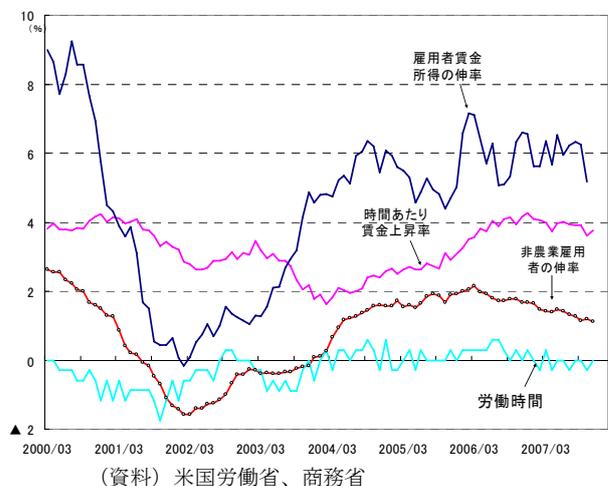
(図表9) 消費者信頼感指数の推移



(図表10) 雇用状況の推移(前月比)



(図表11) 雇用と賃金の推移(前年同月比)



なお、11月の失業率は4.7%と9月から横這いの動きを続け、昨年初以来4.4%~4.8%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4月以来の横這いの動きを続けている。

最近の米国経済では、住宅不況や原油価格上昇が景気減速要因となる中、景気が失速に至らないのは、比較的堅調な雇用所得により消費が下支えされているためとされる。雇用所得の伸びは賃金上昇率と雇用者増によるところが大きい、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雇用増となる。この点、前年比で見た最近の雇用減速ペース(年初1.6%→11月1.1%)とそれに伴う雇用所得の伸び率低下に留意する必要がある(図表11)。

〔設備・在庫投資の動向、見通し〕

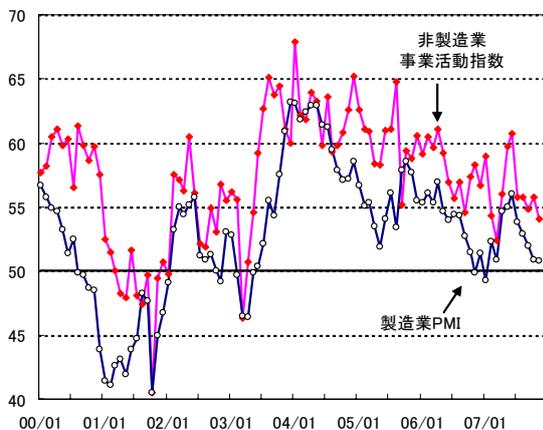
●景気不透明感の強まりで、設備投資は減速へ

設備投資は4-6月期前期比年率11.0%、7-9月期同9.4%と堅調に推移した。しかし、最近では受注が伸び悩み、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窺え、ISM指数が下落傾向を強めている。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。2008年は4.4%と2007年(4.5%見込み)からほぼ横這いの推移が見込まれる。一方、在庫投資は、7-9月期GDP寄与度は0.98%と大きかったが、当面、在庫積み増し意欲に欠ける状況が続くと見られる。設備・在庫投資を巡る最近の状況は、以下の通りである。

① 11月ISM指数は、製造業は10ヵ月ぶり、非製造業は8ヵ月ぶりの低水準に

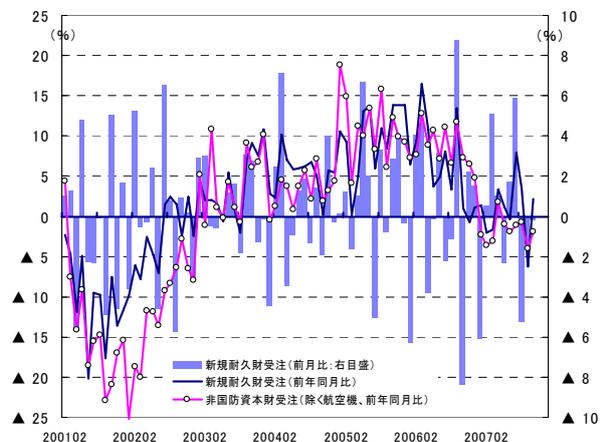
企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)指数は、11月製造業指数(PMI)が50.8(10月は50.9)と5ヵ月連続の低下、10ヵ月ぶりの低水準となった。同指数は1月に49.3と製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる50を下回ったものの、その後6月には56.0まで回復し、再び低下を見せている。ただし、50を上回り製造業の拡大がなお持続していることも示している。

(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

一方、11月ISM非製造業事業活動指数は54.1と10月(55.8)から低下、3月(52.4)以来8ヵ月ぶりの低水準となった。こちらは56ヵ月連続で50を上回っている。

11月ISM指数が製造業・非製造業ともに低下したことは、住宅市場の冷え込みやサブプライム問題の拡大による信用不安、原油価格高騰、等からの景気減速への懸念を窺わせるものと言えよう。しかし、両指数とも、なお景況感の分かれ目である50は上回っており、景気が急に失速するほどの状況を示しているわけではない。また、指数別内訳では、製造業・非製造業とも、輸出が高水準にある中、輸入が低下するなど、米国経済の外需依存の高まりを示すものとなった。これまで景気を下支えしてきた雇用指数が低下しているのは懸念材料と言えよう(図表12)。

②先行指標の非国防資本財受注(除く航空機)は、低調な動き

10月の新規製造業受注は前月比0.5%(9月0.3%)、新規耐久財受注は前月比▲0.2%(9月▲1.4%)と前月からマイナス幅を減少、一方、新規の非耐久財受注は同1.3%(9月2.1%)と連月でのプラスながら伸び率を縮めた。業種別の動きで目立ったのはコンピュータの同▲23.8%、国防通信機器同▲20.2%等で、これらの業種を含むコンピュータ・電子機器部門は9月同5.5%→10月同▲7.1%へと伸び率を低下させた。また、最大の構成比である輸送機器部門では9月同▲6.9%→10月同0.5%へとプラスに転じるなど、業種別ではまちまちの動きが多かった。

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▲2.0%(9月1.4%)と4ヵ月ぶりにマイナスに転じた。前年同月比では、10月新規耐久財受注が2.2%と2ヵ月ぶりにプラスに転じたが、非国防資本財受注(除く航空機)は同▲1.9%と6ヵ月連続でのマイナスを続けた(図表13)。

③10月鉱工業生産は5ヵ月ぶりのマイナス。

10月の鉱工業生産指数は前月比▲0.5%(9月同0.2%)と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%、構成比が20.5%のエネルギー産業が同▲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(図表14)。

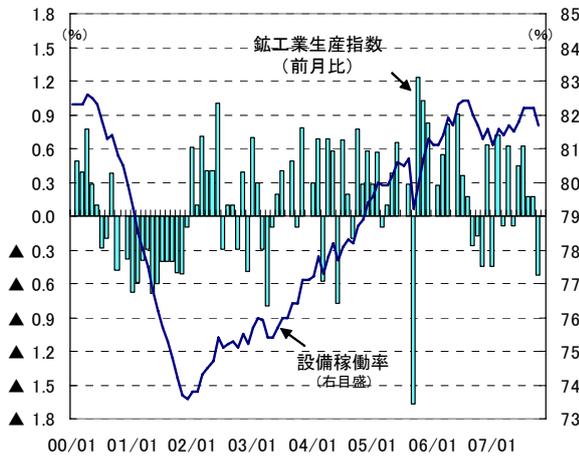
一方、7月の設備稼働率は81.7%と9月82.2%から低下し、5ヵ月ぶりの低水準となった。製造業が80.1%(9月80.5%)、自動車75.8%(9月76.2%)、ハイテク産業77.7%(9月78.4%)とも低下した。なお、長期的な平均稼働率水準(1972~2006年の平均81.0%)は2005年12月以降、継続的に上回っており、全般的な稼働率水準はややタイトな状況での操業を維持している。

④ 製造業在庫/売上高比率は低下

前月比で見た10月製造業売上高は1.0%と連月の増加、10月製造業在庫は0.1%に留まった。このため、製造業在庫率は1.23倍と9月(1.24倍)から低下、最近のピークである2月(1.27倍)から低下傾向を見せた。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

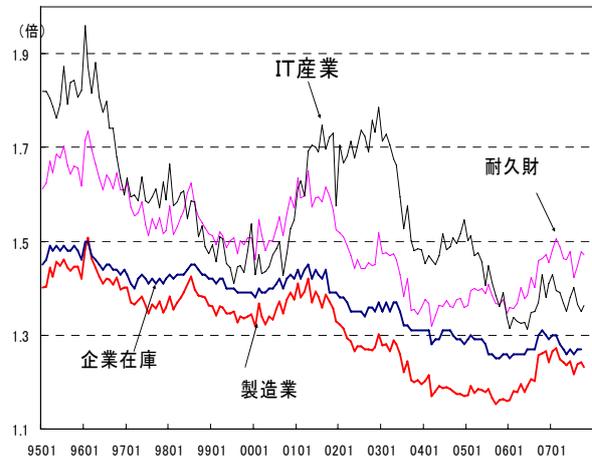
れば低水準であることに変わりはない。なお、企業在庫全体では、9月（1.27倍）とほぼ近年のボトム（2006年1月1.25倍）に低下しており、在庫調整が懸念されるレベルにはない(図表15)。

(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/売上高比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

〔住宅投資の見通しと動向〕

● 住宅投資は、サブプライム問題拡大で冷え込み長期化へ

住宅市場は、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。10月住宅着工戸数がやや持ち直したものの、9月を除けば14年半ぶりの低水準となる。また、10月は、新築販売が予想を下回り、中古販売は8ヵ月連続の減少、年率497万戸と統計開始以来の最低水準となった。7-9月期の住宅投資は前期比年率▲19.7%の大幅減となったが、当面、大幅なマイナスが続くような状況にあり、2008年は前年比▲14.0%と見込んでいる。なお、最近の住宅関連指標の動向は以下の通りである。

① 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%）とやや持ち直したが、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、集合住宅の上振れ（9月21.3万戸→31.2万戸）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、依然、下げ止まったとは言えない状況だ(図表16)。

一方、住宅着工許可件数は、年率117.8万戸（前月比▲6.6%）と低下、93年7月（同117.4万戸）以来の低水準となった。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、住宅市場の調整が進むものと思われる。

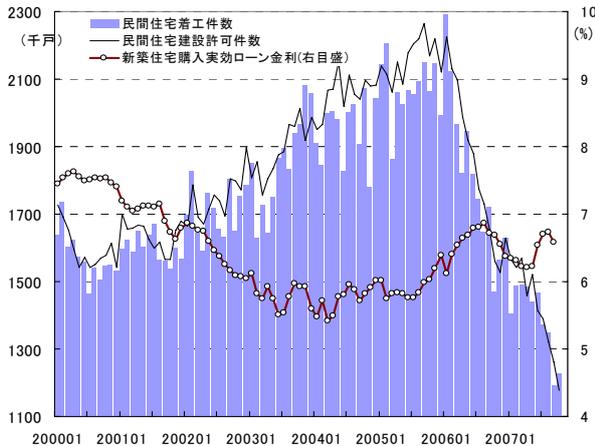
② 新築住宅販売は、9月の大幅下方修正で10月は持ち直しの動き

10月の新築一戸建て住宅販売戸数は、年率72.8万戸と市場予想（75万戸）を下回ったが、9月の数値が大幅に下方修正され（77.0→71.6万戸）たため、前月比では1.7%の増加となった。ただ

し、9月改定値は、96年1月（71.4万戸）以来約12年ぶりの低水準に落ち込んでおり、10月数値は当初発表の9月数値より低く、前年同月比でも▲23.5%と減少幅が大きい。サブプライム問題による8月の金融市場混乱の影響は大きく、下降トレンドは持続しているものと思われる。

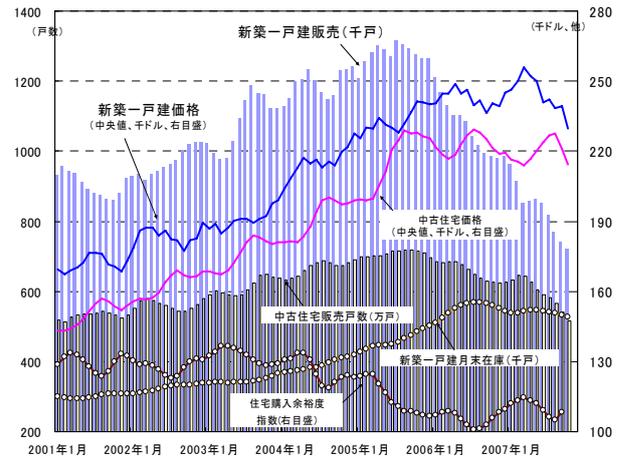
一方、新築一戸建て販売価格（中央値）は21.8万ドル、前月比▲8.6%と大きく下落、前年同月比では▲13.0%の下落となった。また、10月末の在庫は51.6万戸（9月52.8万戸）、販売の8.5ヵ月分（9月9.0ヵ月分）と前月からやや低下したものの依然高水準にある。

(図表 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 10月中古住宅販売戸数は497万戸と、99年以来の最低記録を連月更新

全米不動産協会(NAR)発表の10月中古住宅販売戸数は、前月比▲1.2%の年率497万戸となり、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▲20.7%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8ヵ月連続の減少となる。一方、在庫は445.3万戸(前月比1.9%、前年同月比15.4%)とさらに積み上がり、販売戸数比で10.8ヵ月分(9月は10.4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。10月中古住宅販売は、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、依然、底打ちの気配が見られない。

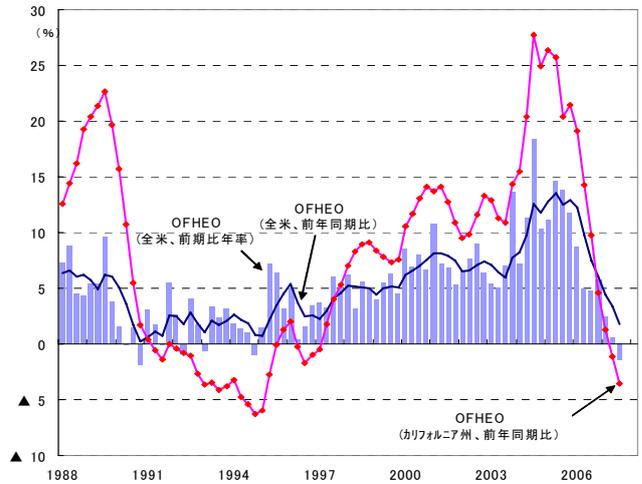
④ 7-9月期OFHEO全米住宅価格指数は、前期比年率で13年ぶりのマイナス

連邦住宅企業監督局(OFHEO)が発表した7-9月期の全米住宅価格指数は、前期比年率▲1.5%(前期は0.5%)と1994年10-12月期(▲1.0%)以来約13年ぶりのマイナスとなった。もともと、これまでマイナスを記録したことがない前年同期比では、7-9月期1.8%(前期は3.3%)となり、小幅ながら上昇を維持した。ただし、上昇幅は7四半期連続で縮小しており、1995/1-3月期(0.7%)以来約12年ぶりの低い伸び率となる(図表18)。

州別に前年比の価格動向を見ると、ユタ州（前年同期比 12.9%）・ワイオミング州（同 11.8%）等でお二桁の伸びを見せている一方、ミシガン州（同▲3.74%）・カリフォルニア州（同▲3.59%）の下落が大きく、7-9月期の前年同期比での下落は10州(前期は5州)に増加した。

なお、S & P社が発表した7-9月期ケース・シラー全米住宅価格指数は、前年同期比▲4.5%の下落となった。こちらは1-3月期同▲1.7%、4-6月期同▲3.3%と3四半期連続の下落となっている。

(図表 18) 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。

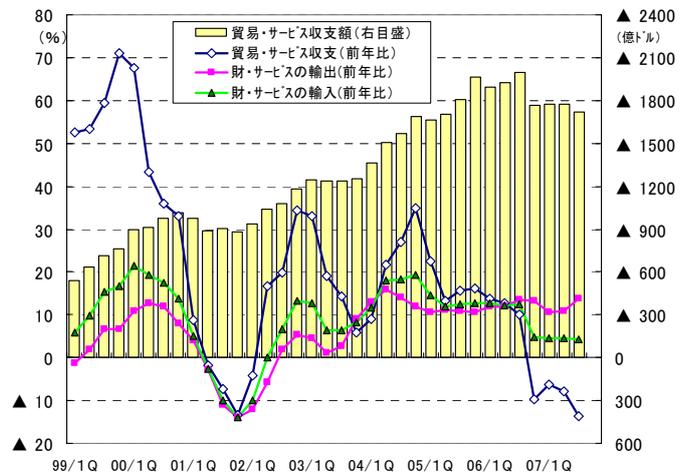
〔貿易の動向〕

●輸出の高い伸びで、純輸出の寄与度拡大。貿易赤字も減少へ

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。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が窺える。2007年7-9月期の財・サービス赤字は前年比▲13.6%と4四半期連続で前年を下回り、減少率も二桁となるなど、貿易赤字は減少の動きを強めている。

(図表 19)米国貿易赤字と輸出入の推移(四半期)



(資料) 米商務省

▲13.6%と4四半期連続で前年を下回り、減少率も二桁となるなど、貿易赤字は減少の動きを強めている。年間の貿易赤字が減少すれば、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、(図表 19)の通り、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。今回は、米国の景気減速で輸入の伸びが低下する中、欧州やアジア等の堅調な成長が続き、輸出の高い伸びが続いている点が異なる(図表 18)。純輸出の寄与度は、4-6月期1.32%、7-9月期1.37%と高く、現下の成長率を支える主要因とも言える。米景気が減速を強めていることから、当面、外需への依存が持続しそうである。

〔物価の動向〕

●エネルギー価格上昇の影響が大きい、コアCPI・PPIは安定した動き

2007年の物価は、エネルギー価格上昇の影響が大きいものの、エネルギー・食品を除いたコアベースでは落ち着いた動きを見せている。FRBでは、最近の原油価格高騰の影響を今後織り込んでいくとして、警戒しているが、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、原油価格が落ち着きを見せるに従い、物価も伸びを縮めると思われる。

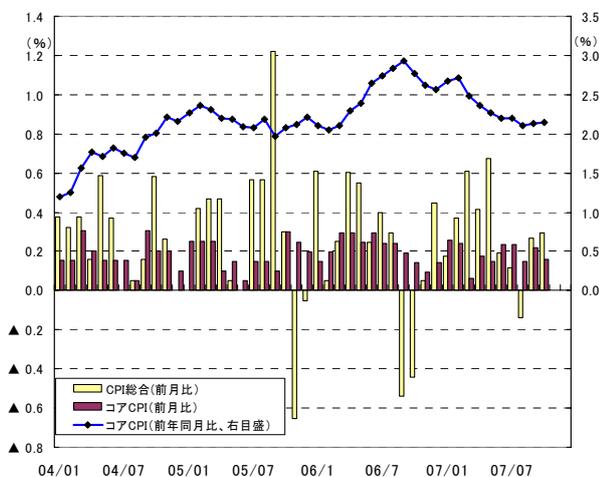
最近の物価については、10月CPI（消費者物価）は前月比0.3%（9月同0.3%）と上昇したが、エネルギー価格が同1.4%と上昇したことで、CPIも若干高めとなった。また、エネルギー・食品価格を除いたコアCPIは前月比0.2%と6月以降同率に留まっている（図表20）。

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半面、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%を上回ったが、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%からは低下を見せている。

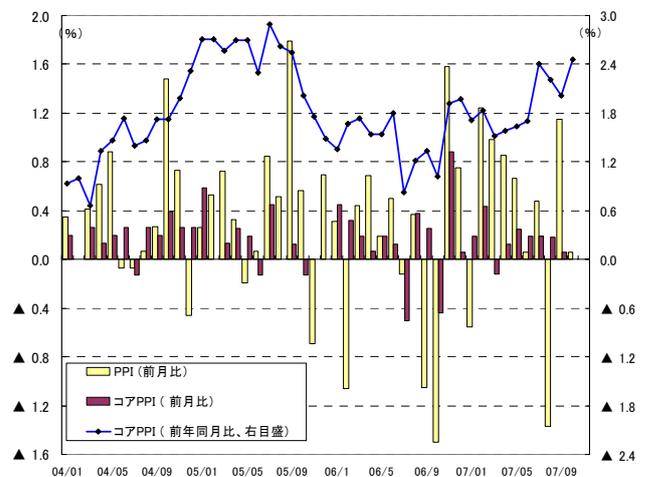
10月PPI（生産者物価、最終財）は前月比0.1%（9月1.1%）と前月から大きく低下した（図表21）。エネルギー価格が前月比▲0.8%（9月同4.1%）と急低下したことが大きい。コアPPIでも、同0.0%（9月0.1%）と7ヵ月ぶりの低水準となった。前年同月比では、PPIは6.0%（9月4.4%）、コアPPIは2.5%（9月2.0%）と前月からやや急な上昇を見せたが、これは昨年10月にエネルギー価格と自動車価格の低下で落ち込んだ一時的な要因による。

（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

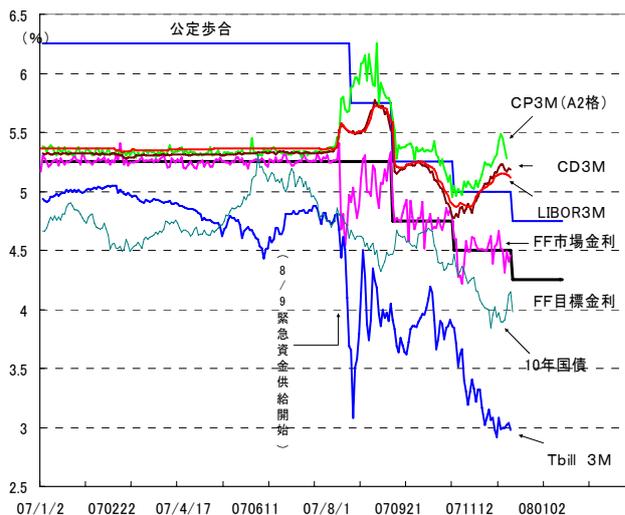
〔金融政策の動向・見通し〕

●12月11日のFOMCでは、3連続の利下げを実施

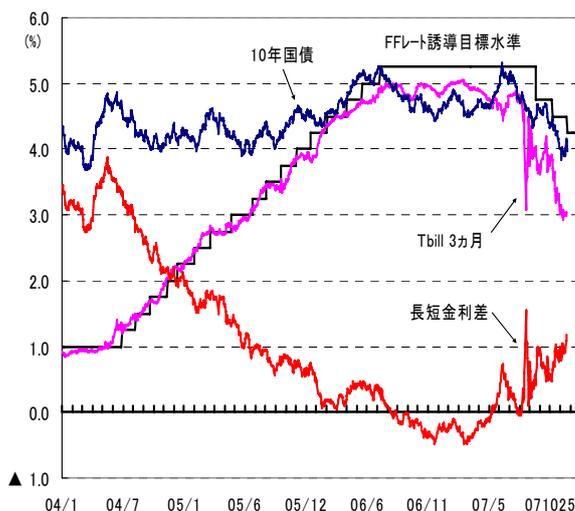
12/11開催のFOMC（米連銀：連邦公開市場委員会）では、4.50%のFF目標金利を0.25%引下げ、4.25%とすることを決定した。FF目標金利は、9/18開催のFOMCでの0.5%引下げを皮切りに、10/31に0.25%の利下げを実施しており、合計で1.0%の引下げとなる。FOMC後の声明文では、今回の利下げは、今後の成長を促進するためのもので、これまで取られた一連の政策の一環であるとしており、住宅市場の一層の冷え込みを映じて景気が鈍化し、さらに最近の金融市場での緊張が高まっているとの状況判断に基づくとしている(図表21・22)。

実際、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計上はなお収まらず、金融市場の警戒や信用不安はなお持続している。このため、FRBは12月12日に欧州の主要中央銀行と協調した資金供給策を発表した。また、これに先立って11月にも異例の長期・巨額の越年資金の供給を実施している。

(図表22) 信用不安で乖離の激しい米短期金利



(図表23) 米国の長短金利の推移



●リスクバランスは表明しなかったものの、金融緩和は維持される見込み

前回10月末のFOMC声明文では、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ていた。そのため、今後の経済指標次第で必要な行動を取るとの姿勢は崩していなかったものの、ドル安や原油価格高騰等への警戒も強く、当面、金利は据え置かれるとの見方が強まっていた。しかし、その後、景気が急低下するとの見方が強まり、また、サブプライム関連の損失拡大が止まらず、信用不安が一層高まっている状況を見て、一転、利下げ実施に踏み切った。

市場では一時0.5%の利下げ予想が高まったが、その後、比較的堅調な11月雇用統計発表後は0.25%予想が強まり、これがコンセンサスとなっていた。しかし、株式市場等では0.5%幅の利下げ期待が根強く、発表前に上昇を続けていたこともあって、利下げ決定当日の株価は13432.77ド

ル（▲315.06ドル）と大幅な下落を見せた。利下げ方向でのリスクバランスを示さなかったことも下落の一因とされている。

ただし、今回の利下げで打ち止めとの見方は殆どない。0.25%幅に留めたこと自体、今後の利下げ持続を示唆したものと受け止められよう。今後、一段の悪化を見せている住宅市場の他部門へ波及が続き、年明けの決算発表でのサブプライム関連の損失拡大が警戒されることから、来年1-3月期には更なる利下げが実施される可能性が強い。

なお、前回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、以下の見通しを議事録と共に公表している(図表24)。

(図表24) 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。