

# Weekly エコノミスト・ レター

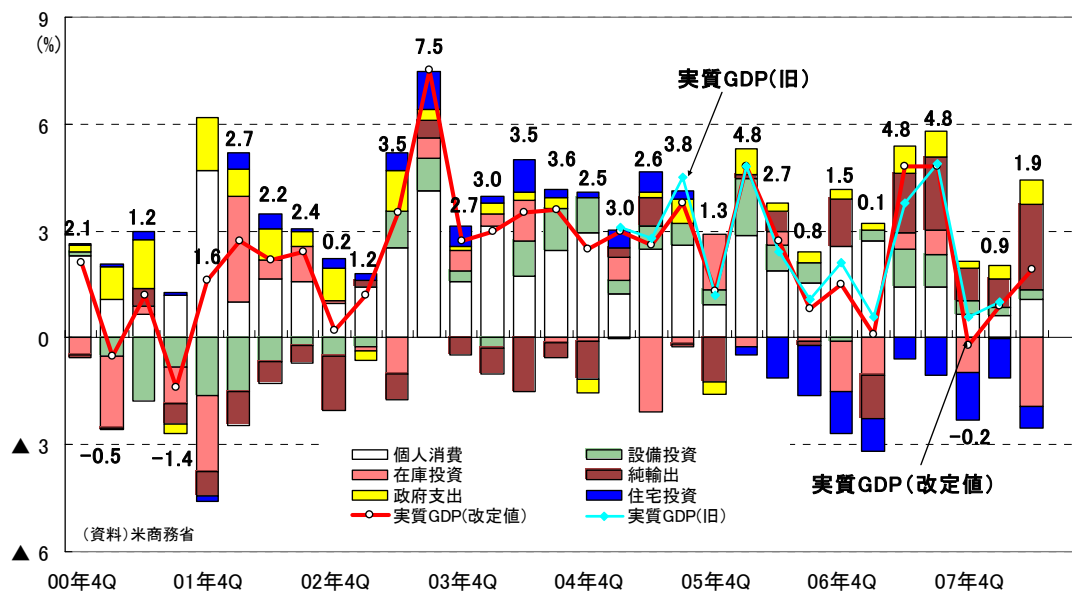
## 米国経済動向～原油価格下落でも、強まる景気下振れリスク

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. 米経済は再び下ぶれリスクの強まる状況となっている。住宅市場の深刻な不振はなお底打ちの兆しが見えず、一般の住宅ローンへと資産の毀損が拡がりを見せ、ファニーメイ等のGSE問題が表面化している。政府の支援法案が成立したものの、今後、住宅価格の下落が進行すれば、損失がさらに拡大することもあると、市場の不安は解消されたわけではない。
2. こうした中、原油価格が下落の動きを見せているものの、これまでの高騰によるインフレ圧力を背景に、足元の物価指標は急速な上昇を続けている。原油価格の行方には不透明感も強く、今後のコア物価指数への波及が懸念されている。
3. 足元の米国経済は、リファンド（減税還付金）によって下支えされているものの、その効果は一時的とみられている。住宅市場・住宅金融問題の悪化持続で、先行きの景気失速懸念は、強まっている状況と言えよう。

● GDP年次改定により、昨年10-12月期はマイナス成長に(棒グラフは寄与度内訳、前期比年率)



## 〔米景気の概況〕

### ●景気の再減速を懸念

今年に入ってから米国経済は、景気の下ぶれとインフレの上ぶれリスクの間を行き来している。1-3月期は、サブプライム問題を抱えた金融機関の決算を警戒して株式市場が急落、住宅市場の不振、原油価格の高騰等が重なって景気の下ぶれリスクが強まり、政府はリファンドを中心とした景気対策を取りまとめ、FRBは緊急利下げを含めた金融緩和措置を取った。しかし、その後も原油価格の高騰が続き、インフレ懸念が強まったため、FRBは4月の利下げを最後に6月FOMC以降は金利を据え置いている。

7月以降、米国経済は再び景気下ぶれリスクへの警戒を強めている。6月下旬に開催されたFOMCの議事録では、「景気下ぶれリスクの縮小と、インフレ上ぶれリスクの増大の見方が大勢」としていたが、7月のバーナンキ議長の議会証言では、一転、「米経済は重大な試練に直面している」とし、景気の下ぶれリスクに警鐘を鳴らすものとなった。こうした景気への懸念を強めたのは、一向に回復の兆しを見せない住宅不振の影響で、大手住宅金融会社が破綻したのに加え、ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）等の政府系住宅金融機関（以下GSEと呼ぶ）の資産の毀損の広がり等、住宅金融問題の拡大を警戒したことによるものと言えよう。

### ●原油価格下落を除けば、米経済を取り巻く環境は悪化を強める

米経済の下ぶれ懸念に加え、ユーロ圏の4-6月期実質GDPがマイナスを記録するなど世界経済の減速が強まったことにより、原油価格は7月をピークに下落の動きを見せている。現状の米景気は、年初に景気への懸念が強まった時に決定された減税還付金（リファンド、詳細は後述）によって下支えされているが、最近の経済環境の悪化の進行により、こうした効果の剥落が見込まれる来年初にかけて、景気は再び下方指向を強めることが懸念されている。

実際、昨年まで景気の下支え役とされた雇用者数は、年初以降、一貫して減少の動きに転じており、住宅市場はいまだに底打ちの気配を見せていない。原油価格はピークより2割強の下落となったが、ガソリンの価格は歴史的な高水準にあり、食品価格の上昇もあって個人消費を抑制している。また、上半期の米国経済を牽引した輸出の伸びも、世界経済の減速により今後は伸び率低下を余儀なくされよう。前述のように、サブプライム問題の痛手を負った金融機関は、さらに一般の住宅ローン資産の損失拡大へと傷を深める可能性が浮上している。FRBは低金利を維持するものと思われるが、一方の金融機関は貸し出し基準の引き締めに動いており、その効果は減殺されている。

インフレについては、原油価格が下落したとはいえ、なお100ドル/バレルの水準を大きく上回って推移しているため、インフレ圧力が収まったとはいいがたい。7月物価指標は高水準の伸びを続けており、コア指数への波及が懸念される状況にある（後述参照）。FRBのインフレ警戒姿勢は持続し、景気減速見通しが強まる中でも、追加利下げの支援は期待しがたい状況にある。

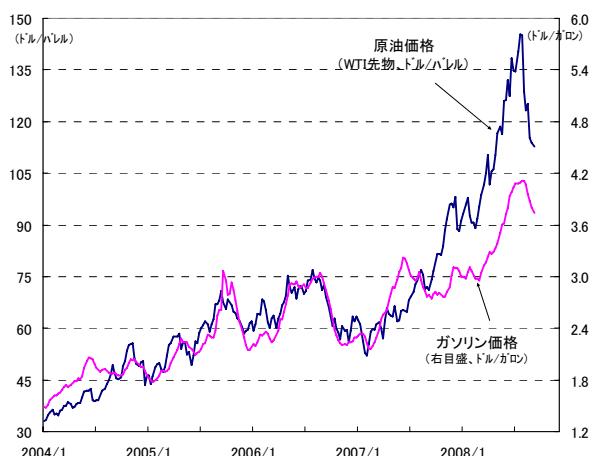
### ●くすぶるGSE問題

GSE問題の表面化やインディマック（カリフォルニアの大手住宅金融会社）の破綻等は、住宅市場の不振がサブプライムローン以外の住宅ローンにまで及んできたことに伴うもので、住宅ローン資産の全般的な悪化が再認識されている。中でもファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレデ

イマック（連邦住宅貸付抵当公社）は、米国の住宅金融の中核を担う機関であり、規模も巨大であるため、今回の問題化後は、政府も対応を急ぎ、公的資金の投入を含めた支援関連法規を成立させた。今後の住宅市場の動向次第ではあるが、「資産の毀損が大きく、多額の資本補填を必要とする状況となれば国有化もありえる」との報道もあって株価が急落しており、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。なお、財務省等では国有化を否定、公的資金投入も予防的措置としているが、住宅価格の下落が続いていることを考慮すれば、次第に公的資金投入の可能性が増幅してくると思われる。また、GSE は、外国政府機関等も多く保有する債券の発行機関であるだけに、今後、債券市場も含めた金融市場への影響が拡大することが懸念される。

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、最大 3000 億ドルまでの連邦住宅庁（=FHA）の債務保証による借り換えを決定、サブプライム住宅ローン返済に困窮した債務者を救済する方向にあり、同法案は 7 月末の大統領の署名によって成立している。

（図表1）原油・ガソリン価格の推移（週別）



（資料）エネルギー省、他

（図表2）米国株価の推移



#### （4-6 月期 GDP の概要）

### ●4-6 月期 GDP(速報値)は前期比年率 1.9%に伸長、月末発表の改定値は上振れか

4-6 月期の GDP（7/31 発表速報値）は、前期比年率 1.9%と 1-3 月期の同 0.9%から回復した。直前の市場予想（2%前後）とほぼ一致、水準は低いものの、2007 年 7-9 月期の同 4.8%以来となる 3 四半期ぶりの高水準となった(表紙および図表 3 を参照)。

GDP を押し上げた最大の要因は純輸出の増加で、輸出が同 9.2%（前期は同 5.1%）と伸びを高めた反面、輸入が同▲6.6%（前期は同▲0.8%）と 2001 年 7-9 月期（同▲10.3%）以来の減少を見せたことによる。純輸出の寄与度は 2.42%となり、前期の 0.77%から大きく拡大、今回の成長率を上回る伸びを見せた。この寄与度は 1980 年 7-9 月期（同 3.04%）以来 28 年ぶりの高水準となる。その他の需要項

目では、個人消費の寄与度 1.08%、政府支出の寄与度 0.67%、設備投資の寄与度 0.25%と続く。一方、寄与度のマイナスが大きかったのは在庫投資で同▲1.92%（前期は同▲0.02%）と 2005 年 7-9 月期（同▲2.07%）以来のマイナス幅を記録した。また、住宅投資は寄与度▲0.62%と前期（同▲1.12%）からマイナス幅を半減したが、10 四半期連続での GDP 押し下げ要因となった。これにより国内最終販売（GDP から在庫と純輸出を除いたもの）は前期比年率 1.3%（1-3 月期 0.1%）、また、GDP から在庫のみを除いた最終販売は、前期比年率 3.9%（1-3 月期 0.9%）といずれも 3 四半期ぶりの伸び率となった。

今回の GDP で注目された減税還付金の効果について、個人消費の伸び率は前期比年率 1.5%と前期の同 0.9%を上回った。高水準とは言えないものの、消費環境の悪化を考慮すると、還付金がなければ前期を下回ったと可能性もあり、一定の効果はあったと思われる。なお、個人消費の主要項目の内訳を前期比年率で見ると、耐久財▲3.0%、非耐久財 4.0%、サービス支出 1.1%と、耐久財のマイナスが目目を引くが、これはガソリン高騰を受け、自動車販売が深刻な不振に陥ったことによる。また、非耐久財の上昇は衣料支出の急伸（前期比年率 10.3%）によるところが大きく、こうした側面には減税効果が窺われる。還付金の送付は 7 月まで続いており、7-9 月期においても一定の効果が期待されるが、その後は効果の剥落が警戒されよう。

なお、その後発表された 6 月の貿易統計（後述参照）では、更なる純輸出の改善が明らかとなっており、8/28 発表の GDP 改定値は 3%への接近（現在の市場予想は前期比年率 2.8%）が見込まれるなどの上振れが予想されている。

(図表 3) 米国実質 GDP の内訳（前期比年率、%）

	2004	2005	2006	2007	2007-I	2007-II	2007-III	2007-IV	2008-I	2008-II
実質 GDP	3.6	2.9	2.8	2.0	0.1	4.8	4.8	▲ 0.2	0.9	1.9
旧実質 GDP	3.6	3.1	2.9	2.2	0.6	3.8	4.9	0.6	1.0	-
個人消費	3.6	3.0	3.0	2.8	3.9	2.0	2.0	1.0	0.9	1.5
耐久財	6.3	4.6	4.5	4.8	9.2	5.0	2.3	0.4	▲ 4.3	▲ 3.0
非耐久財	3.5	3.4	3.7	2.5	3.5	1.9	1.2	0.3	▲ 0.4	4.0
サービス	3.2	2.6	2.5	2.6	3.1	1.4	2.4	1.4	2.4	1.1
設備投資	5.8	7.2	7.5	4.9	3.4	10.3	8.7	3.4	2.4	2.3
構築物	1.3	1.3	8.2	12.7	11.2	18.3	20.5	8.5	8.6	14.4
設備機器	7.4	9.3	7.2	1.7	0.0	6.9	3.6	1.0	▲ 0.6	▲ 3.4
住宅投資	10.0	6.3	▲ 7.1	▲ 17.9	▲ 16.2	▲ 11.5	▲ 20.6	▲ 27.0	▲ 25.1	▲ 15.6
在庫投資(寄与度)	0.4	▲ 0.1	0.0	▲ 0.4	▲ 1.1	0.5	0.7	▲ 1.0	▲ 0.0	▲ 1.9
純輸出(寄与度)	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.0	0.6	▲ 1.2	1.7	2.0	0.9	0.8	2.4
輸出	9.7	7.0	9.1	8.4	0.6	8.8	23.0	4.4	5.1	9.2
輸入	11.3	5.9	6.0	2.2	7.7	▲ 3.7	3.0	▲ 2.3	▲ 0.8	▲ 6.6
政府支出	1.4	0.4	1.7	2.1	0.9	3.9	3.8	0.8	1.9	3.4

(資料) 商務省

以上のように、4-6 月期の米国経済は、原油価格高騰等や住宅市場の不振の影響で、消費が低迷する中、輸入が減少し、純輸出が GDP を押し上げる形となった。今後も一定の減税効果は期待されるものの、ガソリン価格等の高騰で相殺されており、原油価格の一層の下落、住宅市場の底打ち、等が見られないうちは、なお下ぶれリスクの強い状況が続くものと思われる。

また、今回の GDP 発表とともに、2005 年以降の成長率が改定された。四半期ベースではほとんどの四半期で若干の下方修正がなされ、特に、2007 年の 10-12 月期は、前期比年率 0.6%から同▲0.2%とマイナスに陥っていたことが明らかになった。米国の景気判定機関である NBER(全米経済研究所)が、

昨年 10-12 月期からの景気変調を指摘していたことが追認された形である。しかし、前記のように 4-6 月期 GDP 改定値が上振れの可能性が高い以上、今年前半のリセッション判定は難しい状況と言えよう。

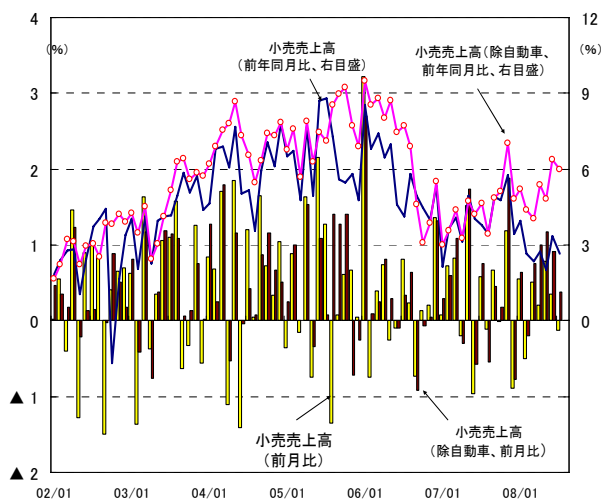
(消費の動向)

● 7 月小売売上高は、自動車販売の落ち込みで前月比▲0.1%

7 月小売売上高は、前月比▲0.1%と 6 月同 0.3%から 5 ヶ月ぶりのマイナスに低下、市場予想と一致した。自動車販売が同▲2.4% (6 月同▲2.1%) と大幅な落ち込みが続いたことが大きい。このため、自動車を除いた小売売上高は前月比 0.4%となるが、前月 (同 0.9%)、市場予想 (同 0.4%) をともに下回った (図表 4)。項目別では、自動車の大幅なマイナスを除くと全般的に増加を見せている。前月比の伸びが高かったのは、価格が上昇したガソリン (0.8%)、通信販売等 (1.1%)、家具 (1.0%)、電気製品等 (0.8%) となる。

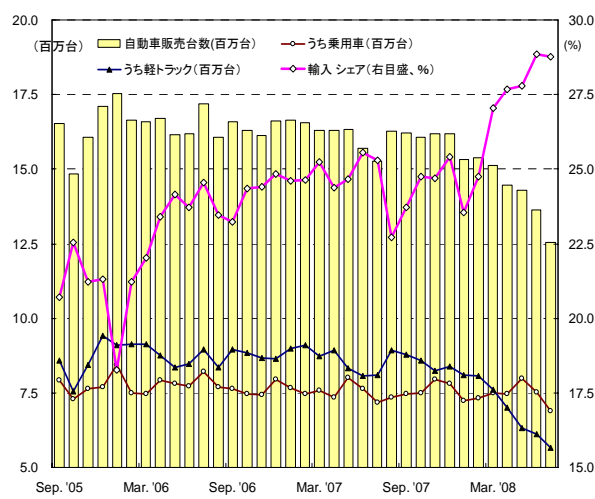
前年同月比では、小売売上高 2.6% (6 月同 3.4%) と低水準持続の一方、同自動車販売除きでは 6.0% (6 月同 6.4%) と堅調推移にある。もっとも、項目別では、価格上昇によるガソリンの伸び (24.6%) が突出している半面、自動車販売 (▲10.5%)、住宅関連の家具 (▲4.8%) や建設資材 (▲1.0%) 等のマイナスが続いており、自動車とガソリン販売を除いた小売売上高を見ると、前月比 0.3% (6 月は同 0.4%)、前年同月比でも 3.4% (6 月同 3.9%) に留まるなど、小売全般の不振を窺わせる状況に変わりはない。

(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

7 月の自動車販売を台数ベースで見ると、1255 万台 (オートデータ社、年率換算) と前月 (同 1364 万台) から▲8.0%の減少と 5 ヶ月連続の落ち込みとなった。車種別では、乗用車が同 688 万台 (前月比▲8.6%) と減少幅を拡大、軽トラックも同 567 万台 (同▲7.2%) と 7 ヶ月連続で減少するなど、減少に歯止めがかからない。また、国産・輸入別では、国産車が 894 万台 (同▲7.9%) と 8 ヶ月連続で減少、輸入車も 361 万台 (同▲8.2%) と減少し、輸入車の販売シェアは 28.8% (7 月は 28.9%) と過去のピークを更新した前月とほぼ同値だった (図表 5)。



ガソリン価格の高騰で自動車販売は大型車を中心に販売不振を極めており、各社のインセンティブ販売(GMでは主力車を中心とした72ヵ月ゼロ金利ローンか7000ドルのキャッシュバックを実施)の効果も希薄である。消費者の志向が低燃費車に移行する中、これまでの軽トラック(SUVを含む)に傾斜した生産ラインの転換を余儀なくされている。

## ● 可処分所得増により、期待される還付金効果

6月の個人所得状況も、政府の景気刺激策(The Economic Stimulus Act of 2008)の実施の影響を大きく受けた。CBO(議会予算局)による政府の還付等の予想額は1067億ドルで、4/28から7月中旬までに還付・支給される。6月の政府の還付額は279億ドルで5月(481億ドル)から縮小、なお、4月は19億ドルだった(年率換算では、6月3344億ドル、5月5771億ドル、4月233億ドルとなる)。

個人所得の項目への影響については、個人への税還付が個人税支払い額を相殺するため税支払額が減少し、税支払いのない個人への支給が移転受取りを増額することとなる。このため、還付期間中の前年比での可処分所得の押し上げが想定されるものの、前月比については、各月毎の還付額の多寡によってその動きが左右されることとなる。上記の項目について6月の動きを見ると、個人税支払いは、年率▲1850億ドル減じられ(5月は▲3970億ドル、4月は▲155億ドル)、移転受取り額は、年率1490億ドル押し上げられた(5月は1796億ドル、4月は78億ドル)。

6月の個人所得統計では、賃金所得は前月比0.2%(5月0.3%)だったものの、上記の影響で個人移転所得が同▲1.1%(5月10.4%)と減少したため、個人所得全体では0.1%に留まった。また、税支払額が前月比18.6%(5月▲24.4%)と増加に転じたため、可処分所得は同▲1.9%(5月5.7%)と減少した。

もともと、前年同月比では、所得面では、賃金所得が同4.5%(5月4.6%)と3ヵ月連続で4%台の伸び率を持続、個人所得全体では同5.7%(5月6.0%)となった。さらに減税効果が加わった可処分所得では同7.6%(5月10.1%)と前月ほどではないものの高水準の伸びを維持した。しかし、個人消費は同5.3%(5月5.0%)と減税効果の影響は明確とは言えない(図表6)。また、6月の貯蓄率は2.5%(5月4.9%)に縮小した。

なお、5月に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、5月貯蓄率4.9%は1995年2月(5.9%)以来13年ぶりの高水準だった。

賃金所得について、業種別に6月の前年同月比の動きを見ると、雇用減の続く製造業の賃金所得伸び率が1.5%(5月同1.7%)と低迷が続く一方、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5.1%(5月同5.3%)と、持ち直しを見せている(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(6月は同1.7%)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(6月は同6.3%)など二分されている。

また、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、6月は前月比0.3%(5月同0.2%)、前年同月比では2.3%(5月同2.2%)と少しずつではあるがFRBの好ましいと考える上限の2.0%から乖離を拡大しており、気掛かりな動きを見せている。

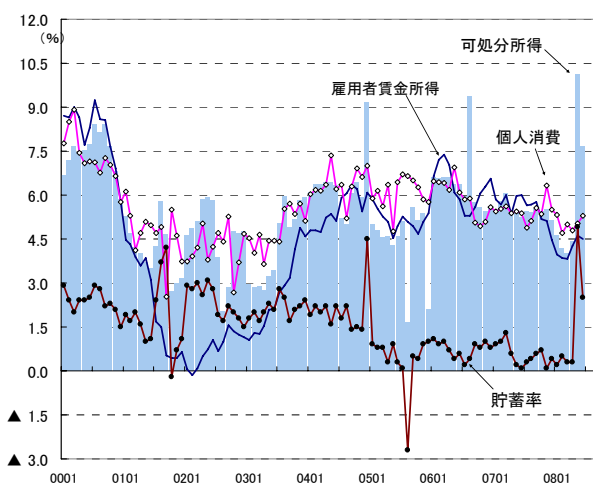
## ●最低賃金の引き上げも所得増効果を押し上げ

今後については、還付金に続いて、最低賃金の引き上げが所得増に貢献しよう。米国の最低賃金は、昨年以降3年間にわたって毎年70セントずつ引き上げられることが決まっており、今回、7/24より2回目の引き上げが実施された。これまでの5.85ドル/時から6.55ドル/時となる。また、1年後には7.25ドル/時となり、最終的に雇用の1割(約1300万人)が恩恵を受けるとみられる。その半数近くが7.25ドル以下の雇員であるが、残りは、最低ラインのボトムアップにより、その上のランクの雇員者賃金も押し上げられるため、その恩恵を受けることとなる。そのため、昨年より今年が、さらに来年の方が底上げ効果が大きいと思われる。

しかし、恩恵にあずかる雇員者数は増加しても、過半の引き上げ額は70セントより小さい引き上げ幅となろう。さらに、既に今回の最低賃金よりも上の額を設定している州が半分近く(23州)あることも引き上げ効果を小さくしている。

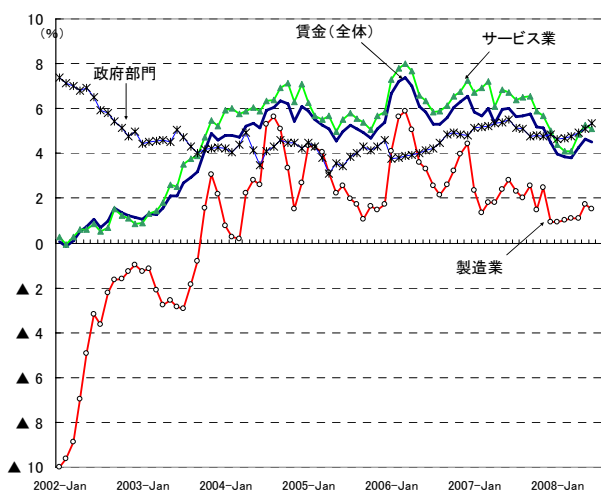
ただし、最近のガソリン価格や食品の高騰を考慮した低所得者向けの対策としてみれば、好ましいタイミングでの引き上げといえよう。もっとも、ガソリン等の値上がり分で賃金上昇の相当分が吸収されてしまうので、実質所得は上昇しないとの観点から、最低賃金の設定には、必要不可欠な賃金・燃料費等を織り込んだ価格指数に連動すべきとの議論も出ている。選挙の年でもあるため、その成り行きが注目される。

(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)

## ●8月消費者マインドが反転の動き

8月ミシガン大学消費者マインド(速報値)は61.7と7月(61.2)を上回ったものの市場予想(62.0)には届かなかった。ただし、最近のボトムである6月に記録した56.4以降連月の上昇となり、これまで続いた急低下の動きを一旦押しとどめた形となっている。

期待指数も56.8と6月(49.2)をボトムに反転の動きとなった。雇用市場や住宅市場の冷え込みは依然続いているものの、原油価格の反落が、先行きの景気についての悲観的な見方を緩和し

ているものと思われる(図表8)。

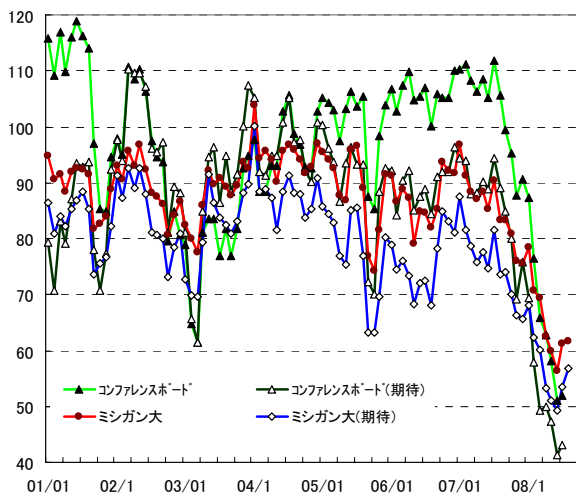
コンファレンスボード消費者信頼感指数は7月までの発表となるが、51.9と6月(51.0)からやや上昇、8ヵ月ぶりの前月比での上昇となった。ただし、前月が1992年2月(47.3)以来の低水準であるため、消費者マインドが冷え込んでいることに変わりはない。

### ● I S M指数は、製造業 50.0 と低下、非製造業は2ヵ月連続で50を下回る

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、7月製造業指数(PMI)が50.0(前月は50.2)となり、市場予想(49.0)を上回った。同指数の50は、製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる。自動車産業等で悪化が深まる中、コンピュータや石油製品等の拡大が報告され、輸出産業等、比較的堅調推移にある業種も多いことを示した。

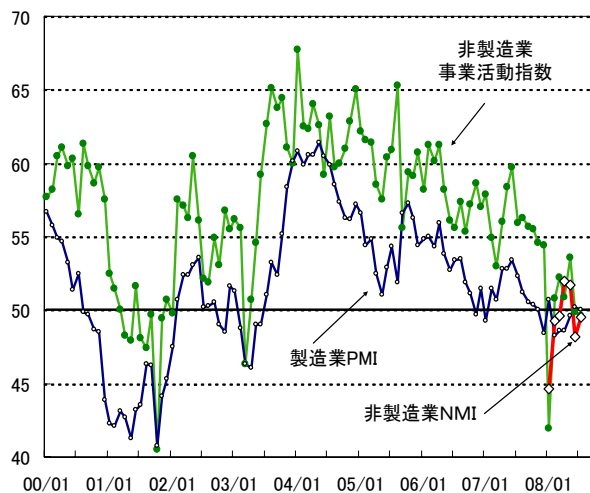
指数の内訳で注目されるのは雇用指数の急上昇(6月43.7→7月51.9)であり、ここでもコンピュータや石油製品等での雇用拡大が報告されている。もっとも後述のように7月の製造業雇用者数は依然減少を続けていることから、単月での判断は時期尚早と思われる。このほかでは、生産指数が上昇(6月51.5→7月52.9)したが、その他の指数は押しなべて下落を見せた。特に在庫指数(6月51.2→7月45.0)の下落、新規受注指数(6月49.6→7月45.0)の下落が目立った。景気先行的な受注指数の低下は、今後の景況感についての不安要素といえよう。また、好調だった輸出新規受注指数の低下(6月58.5→7月54.0)も気掛かりである。なお、価格指数は低下(6月91.5→7月88.5)したものの、依然、高水準にあり、7月はすべての業種で仕入れ価格の上昇が報告されている(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) I S M指数の推移



(資料)Institute for Supply Management

一方、7月の非製造業指数(NMI:注)は49.5と6月(48.2)から上昇、市場予想(48.8)も上回ったが、2ヵ月連続で業況の分かれ目となる50を下回った。また、昨年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49.6(前月は49.9)と2ヵ月連続で50を下回った。各指数の動きを見ると、最も大きく上昇したのが、製造業同様に雇用指数(6月43.8→7月47.1)



だった。ただし、依然、50を下回る水準に留まる。そのほかでは、入荷遅延（6月 50.5→7月 53.5）、受注残指数（6月 49.0→7月 52.0）の上昇が大きかった。半面、マイナスが大きかったのが輸出新規受注指数（6月 52.0→7月 47.5）で製造業同様気掛かりな動きといえる。なお、価格指数は低下（6月 84.5→7月 80.8）したものの、依然、高水準にあり、製造業と同様に7月はすべての業種で仕入れ価格の上昇が報告されている（図表9）。

以上のように、7月ISM指数では、製造業・非製造業とも雇用指数の上昇が大きく、半面、輸出受注指数の低下、価格指数が高水準ながらピークアウトの動きを見せるなど共通点が見られた点が注目されるが、実態の経済指標とは相違している面は否めず、今後の指標が待たれる状況といえる。（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ている。）

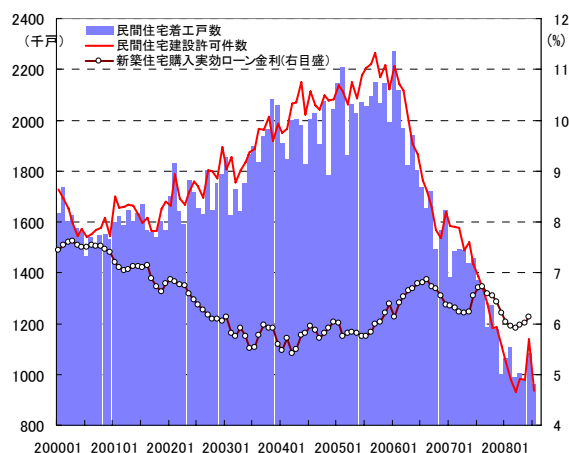
### （住宅市場の動向）

#### ●7月新規住宅着工件数が91年以来の低水準

7月新規住宅着工戸数は、年率96.5万戸（前月比▲11.0%）と前月(108.4万戸)から急減少、市場予想（96万戸）とは近かった。同水準は、91年3月（92.1万戸）以来の低水準となる。大幅な減少は、前月の集合住宅増加（7月NY市の建築規制変更前の駆け込み需要）の反動によるところが大きいとされるが、太宗を占める一戸建て住宅は、年率64.1万戸（前月66.0万戸）と2006年のピークからほぼ一貫して減少し、底打ちの兆しが見えない。

一方、先行指標となる住宅着工許可件数も、年率93.7万戸（前月比▲17.7%）と大幅に減少、市場予想(同97万戸)を下回った。こちらも住宅着工と同様、集合住宅の減少が大きかった。住宅着工悪化の背景には、販売在庫が積み上がりで建設を抑制せざるを得ない事情があり、住宅販売が減少傾向にある間は、建設・着工件数の回復は望み薄の状況と言えよう。

（図表10）住宅着工の推移(月別)



（資料）米国商務省

#### ●6月中古住宅販売戸数は486万戸に減少、価格は4ヵ月連続の上昇

全米不動産協会(NAR)が発表した6月中古住宅販売戸数は、年率486万戸（前月比▲2.6%、5月は同499万戸）に減少、市場予想の同494万戸を下回った。前年比では▲15.5%の減少となる。中古住宅販売は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が今回はそれを下回る記録となった。地域別では、北東部が前月比▲6.6%と減少、構成比が約4割と大きい南部でも▲3.1%と減少した(図表10)。

また、6月の中古住宅販売価格（中央値）は、21.51万ドル（前年比▲6.1%）と4ヵ月連続の上昇、ピークの23.02万ドル（2006年7月）からは▲6.6%の下落となった。

一方、在庫は449万戸（前月比0.2%、前年比2.8%）と高水準を保っており、販売戸数比では

11.1 ヶ月分と過去最高だった4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。

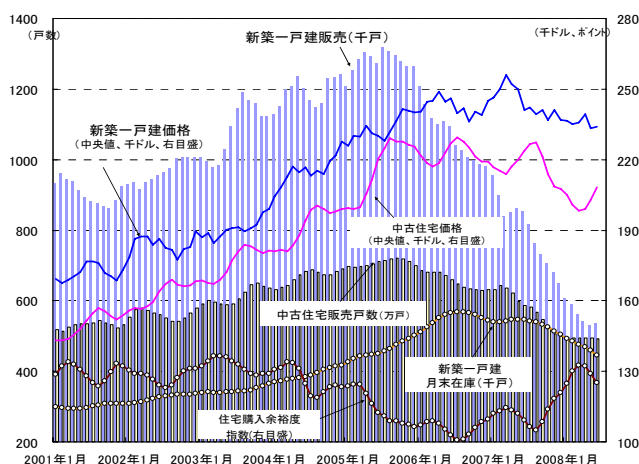
中古住宅販売は、2005年9月に年率725万戸とピークをつけた後、下降トレンドにあり、昨年秋以降500万戸前後での踊り場的な推移を見せていたが、今回の底割れで再び下落不安が高まった。高水準の在庫を抱えるなど需給バランスは崩れたままで、当面、調整が続くと思われる。

### ●6月新築住宅販売は、年率51.2万戸に減少

商務省発表の6月新築一戸建住宅販売戸数は、年率53.0万戸（前月比▲0.6%）となった。前年比では▲33.2%の減少と大きいのが、4月（同▲42.4%）ほどではない。なお、3月には51.3万戸と、91年9月（48.7万戸）以来の最低水準をつけていた。

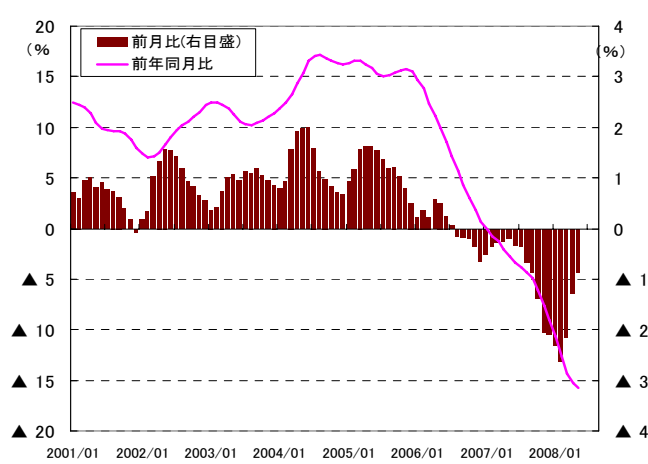
新築一戸建て販売価格（中央値）は23.1万ドルで、前月比1.4%、前年比▲2.0%となった。また、6月末の在庫は42.6万戸（5月45.0万戸）と14ヶ月連続で減少し、2004年12月（42.2万戸）以来の低水準となったが、販売比では10.0ヶ月分と依然高水準にある。

（図表 11）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 12）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、%

### ●5月ケース・シラー(全米20都市)住宅価格指数は、前年比▲15.8%の下落

S & P社が発表した5月のケース・シラー全米20都市住宅価格指数は、前月比▲0.9%（4月は▲1.3%）、前年比▲15.8%（4月は▲15.2%）と下落し、前年比で過去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9月以来の小幅に縮小し、一時の勢いはない(図表 12)。

また、前年比では全20都市でマイナスを記録したものの、前月比では、全20都市中7都市（4月は8都市）で上昇している。なお、前年比の都市別で最大の下落率を見せたのは、ラスベガス（前年比▲28.4%）で、以下、マイアミ（同▲28.3%）、フェニックス（同▲26.5%）、ロスアンゼルス（同▲24.5%）と続く。一般的に北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。

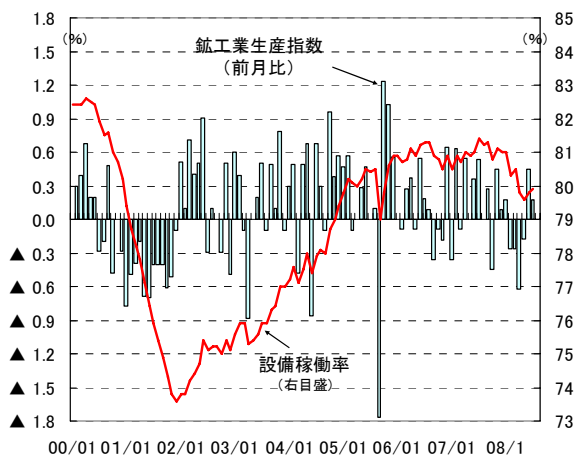
(生産部門・雇用の動向)

### ● 7月鉱工業生産指数が続伸、設備稼働率は80%割れを持続

7月の鉱工業生産指数は前月比0.2%(6月同0.4%)と市場予想(前月比横ばい)を上回った。製造業(構成比78.7%)は同0.4%(6月同0.1%)と3ヵ月連続のプラスとなったが、中でも6月以降、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3.6%と前月(6月同4.8%)に続いて急伸し全体を押し上げた。そのほかの業種では、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0.9%(6月同0.9%)と上昇した半面、電力・ガスが前月比▲1.9%(6月同2.3%)と下落率が大きかった。なお、構成比が25%と大きいエネルギー産業は同0.2%(6月同0.9%)、ハイテク産業(構成比4.3%)は同0.3%(6月同0.5%)と伸びを縮めた。製品別でも、原材料が同0.3%(6月同0.3%)、最終財が前月比0.2%(6月同0.5%)と伸びを縮めた(図表13)。

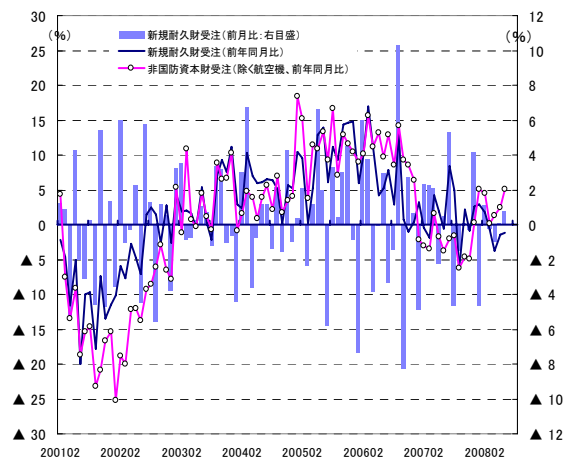
7月の設備稼働率は79.9%と6月(79.8%)、市場予想(79.8%)を若干上回った。製造業が77.7%(6月77.5%)、鉱業が92.1%(6月91.4%)と上昇したのに対し、電力・ガスは84.4%(6月86.2%)と伸びを縮めた。製造業の内訳では、鉱工業生産指数と同様に自動車が68.5%(6月66.1%)と上昇したが、ハイテク産業では78.3%(6月79.1%)と3ヵ月連続で水準が低下、業種ごとの動きはまちまちだった。なお、長期的な平均稼働率水準(1972~2007年の平均81.0%)を6ヵ月連続で下回り、80%ラインは4ヵ月連続で下回った。

(図表13) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表14) 新規耐久財受注の推移



(資料) 米国商務省

6月新規製造業受注は前月比1.7%(5月同0.9%)と4ヵ月連続でプラスとなった。新規耐久財受注は同0.8%(5月0.6%)、非耐久財が2.5%(5月1.7%)といずれも伸びを高めた。業種別では、金属素材が同5.2%(5月▲1.8%)と好転、電気製品が同4.6%(5月1.1%)と伸びを高めた。一方、コンピュータ(5月同19.3%→▲4.8%)等の反落によりコンピュータ・電子機器部門が▲0.6%(5月2.8%)と低下した。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)は同1.2%(5月同▲0.3%)と上昇に転じた。

前年同月比では、耐久財受注が▲1.2%(5月▲1.5%)と4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5.1%(5月同2.5%)と3ヵ月連続で伸び率を高めた(図表14)。

なお、6月の製造業在庫は前月比1.0%（5月は同0.6%）に留まり、出荷が前月比1.6%（5月は同0.3%）と伸びたため、製造業の在庫/出荷倍率は1.22（5月1.23）とやや低下した。

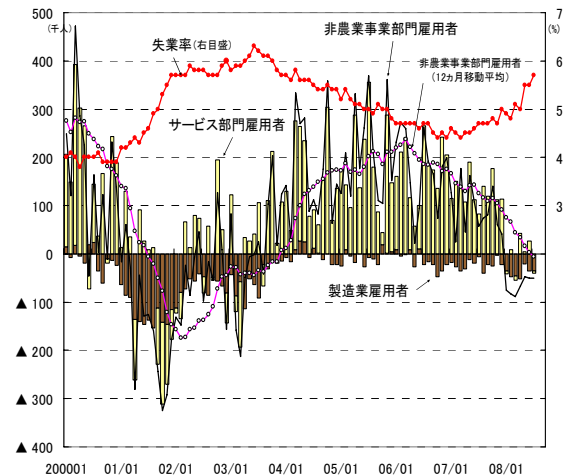
### ● 7月雇用者は、5.1万人減と7ヵ月連続の減少

7月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲5.1万人と、市場予想の▲7.5万人減を下回る減少数となった。製造業では前月比▲3.5万人と25ヵ月連続で減少を見せ、建設業でも同▲2.2万人と13ヵ月連続で減少が続く中、サービス部門では同▲0.5万人（6月2.6万人）と4ヵ月ぶりのマイナスに転落した（図表15）。なお、サービス部門に含まれる政府雇用は2.5万人増で、これを除くとサービス部門は▲3.0万人の減少、民間雇用者全体では▲7.6万人の減少となる。

製造業の雇用を業種別に見ると、自動車等の運送機器▲0.83万人、食品▲0.42万人等幅広い分散が見られる。また、サービス業の業種別内訳を前月比で見ると、増加が続く部門（教育・ヘルスケア等）と、減少が続く部門（小売・卸売業等）に二分されるが、7月の前月比は、ヘルスケアで3.29万人、教育0.53万人、飲食店0.32万人、等で増加する一方、人材派遣（Employment services）▲3.29万人、卸売業▲1.69万人、小売業▲1.65万人の減少が大きかった。

なお、例月同様過去2ヵ月に遡って改定が行なわれ、5月分が▲6.2万人から▲4.7万人へ、6月分が▲6.2万人から▲5.1万人へと合計2.6万人の上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▲6.9万人、累計では▲46.3万人となった。2007年の月平均9.13万人増との比較では、急速な減少が窺われる。

（図表15）雇用者増減の推移（前月比）



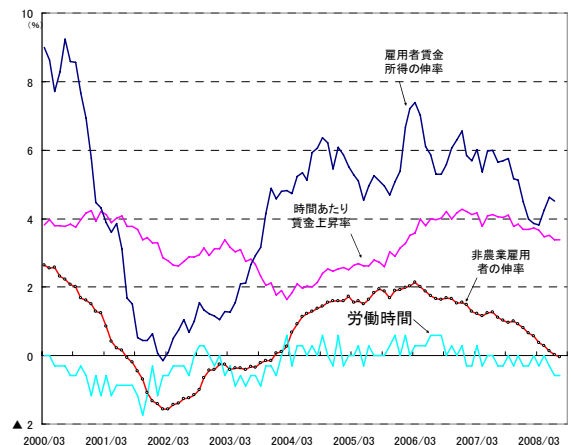
（資料）米労働省

### ● 賃金上昇率は鈍化傾向を継続へ、失業率は5月急騰後も続伸

7月の時間あたり平均賃金（民間）は18.06ドル（前月比0.3%）と前月（同0.3%）の伸びと同率、前年同月比でも3.4%と前月（同3.4%）と同率ながら鈍化傾向は持続していると見られる。また、前年同月比で業種別の賃金上昇率を比較すると、鉱業8.2%、専門・事業サービス4.7%、建設4.2%、等が高く、半面、小売0.9%、製造業2.8%等では賃金上昇率が低く、業種間のバラつきが大きい。

7月の失業率は5.7%と前月（5.5%）から上昇、市場予想（5.6%）を上回り、5月の急上昇後（4月5.0%

（図表16）雇用状況の推移（前年同月比、%）



（資料）米労働省、商務省

→5.5%)も続伸の動きとなっている。なお、週平均の労働時間(民間)は33.6時間と前月(33.7時間)からやや低下した。

米国経済は、住宅不況や原油価格上昇の一方、景気が失速に至らないのは、堅調な雇用所得の伸びが個人消費を下支えしていたことが大きかった。この雇用所得の伸びは、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。さらに、景気減速の強まりで、労働時間や時間当たり賃金上昇率が減速傾向を見せているため、雇用所得の伸びも低下傾向を続けると見られる。なお、7月の前年比の賃金上昇率3.4%は、同月の消費者物価の前年比(CPI-Wでは同6.2%)を大きく下回っており、実質ベースでの賃金所得はマイナスの状態となっている(図表16)。

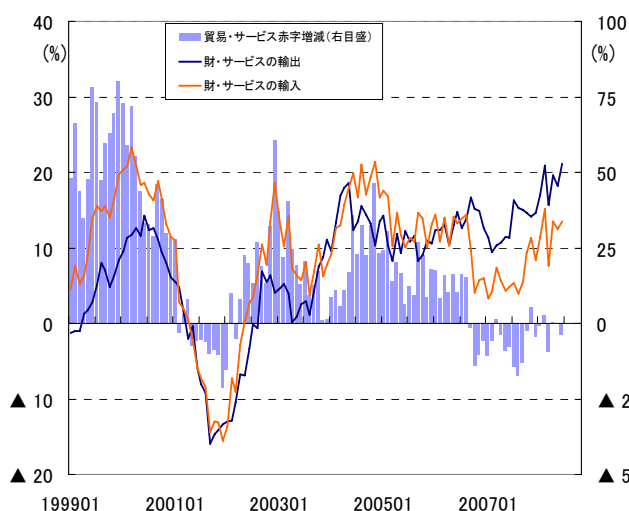
### (貿易の動向)

#### ●6月貿易赤字が大幅縮小

6月の財・サービスの貿易赤字は、▲567.7億ドル(国際収支ベース、季節調整済)と市場の予想(▲615億ドル)を下回り、前月(▲592.0億ドル)から▲4.1%縮小した。輸出は前月比4.0%と増加、輸入は同1.8%の増加に留まった。前年同月比の赤字額は4.0%増であるが、輸出の21.1%に対し、輸入は13.5%の伸びに留まるなど、輸出の伸び率の高さが目立つ(図表17)。

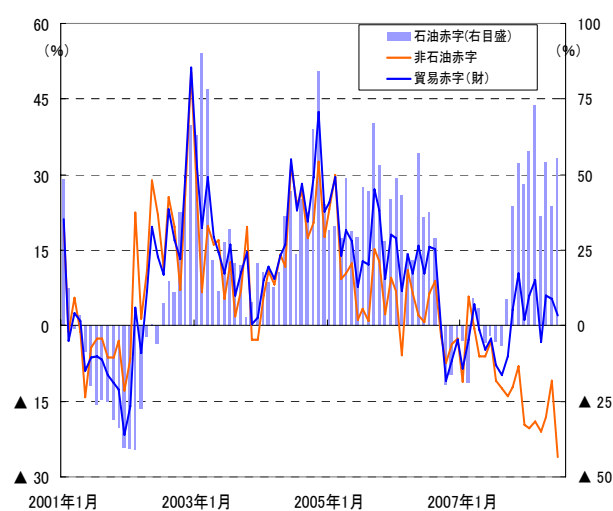
輸出を財別に見ると、食料・飼料等が前年同月比57.5%と突出するなど、最近の穀物価格高騰の影響が大きい。また、輸入を財別に見ると、石油・石油製品が前年同月比55.3%と突出している。最近の原油価格高騰の影響が大きく、このため、貿易赤字(財)に占める石油・石油製品の赤字は、6月は52%と過半を占める。石油輸入の高い伸びに対し、石油以外の財輸入の伸びは、景気減速により前年同月比3.8%と伸び悩み、半面、石油以外の財の輸出の伸びは同17.7%と高いため、その収支(石油以外の財の赤字額)は、同▲26.0%と急速に縮小し、全体の赤字額の増加を抑えている。前回のリセッション時に原油価格が低下、米国の輸入が一様に減少したが、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となっている(図表18)。

(図表17) 貿易収支の推移(前年同月比)



(資料) 米商務省、国際収支ベース、季節調整済

(図表18) 石油以外の赤字は大幅減(前年同月比)



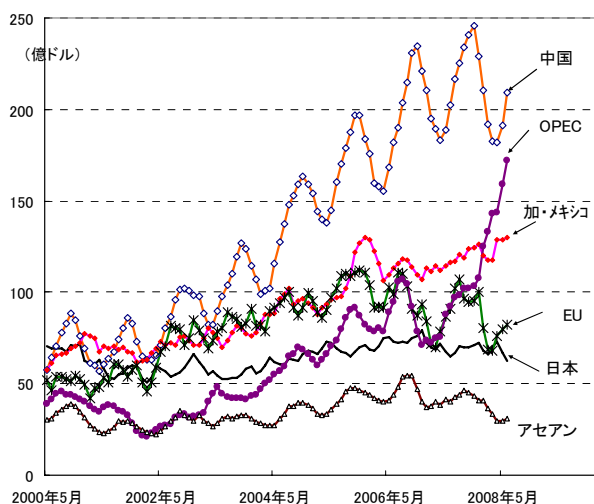
(資料) 米商務省、(季節調整済、サービス除き)



このため、6月の地域・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▲214億ドルと突出しながらも、石油輸入を背景に対OPEC諸国が▲181億ドルと中国を急追、対EUの赤字が▲82億ドル、日本▲61億ドルと続いている(図表19)。

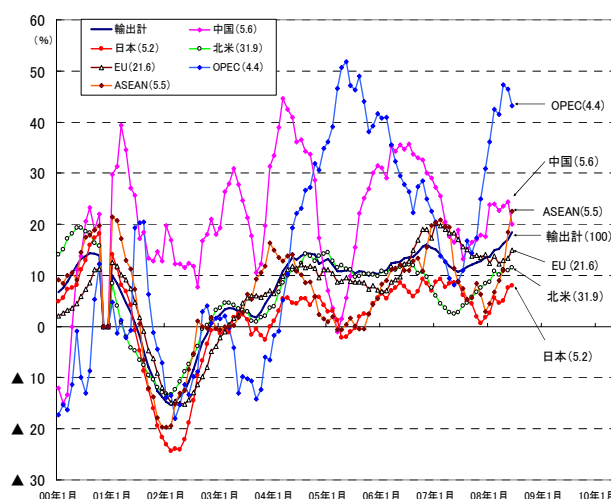
なお、OPEC諸国は、米国の輸出先としても伸びが高いが、そのほかASEAN・中国等の伸びも高い。また、輸出額の大きい北米・EUへの輸出も堅調な水準を保っている(図表20)。

(図表19)米国の地域別貿易収支(3ヵ月移動平均)



(資料) 米商務省、通関ベース(季節調整済、サービス除き)

(図表20)米国の輸出先(6ヵ月移動平均の前年比、%)



(資料) 同左、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、7月CPIが連月の急上昇

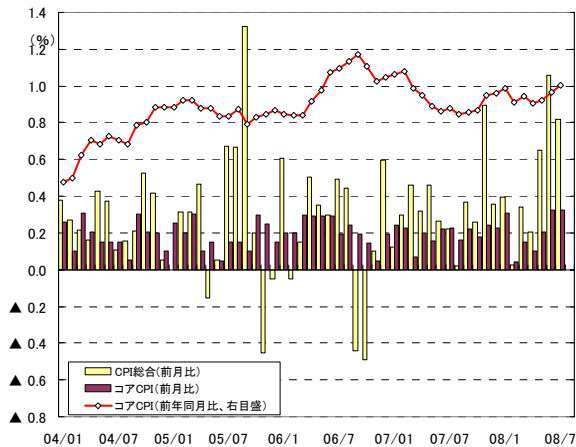
7月CPI(消費者物価)は、前月比0.8%と前月(同1.1%)からは低下したものの、連月の高水準の伸びとなった。エネルギー・食品価格を除いたコアCPIは、前月比0.3%と前月(同0.3%)と同率だった。CPI、コアCPIとも市場予想(それぞれ同0.4%、同0.2%)を上回った。エネルギー価格が同4.0%(6月6.6%)と高水準の伸びが目立つほか、食品価格も高めの推移(同0.9%、6月0.8%)となった(図表21)。

前年同月比ではCPIが5.5%(6月同4.9%)、コアCPIは2.5%(6月同2.4%)といずれも伸びを高めた。なお、今年1~7月で見るとCPIが年率6.2%(2007年は4.1%)となり、エネルギー価格が同33.1%(2007年は17.4%)、食品価格が同7.6%(2007年は4.9%)と上昇が大きい半面、コアCPIは同2.5%(2007年は2.4%)の伸びに留まる。

7月PPI(生産者物価、最終財)は前月比1.2%と前月(同1.8%)から伸び率を低下させたが、市場の予想(0.6%)は上回った(図表22)。エネルギー価格は同3.1%(前月6.0%)、食品価格は同0.3%(前月1.5%)と、ともに急低下した。半面、コアPPIは同0.7%と前月(同0.2%)から急上昇し、市場予想(0.2%)を上回った。コアPPIの内訳では、資本財が前月比0.8%(前月は同0.3%)と上昇、消費財に含まれる乗用車が同1.4%(前月は同2.2%)と伸びが高かった。また、前年同月比では、PPIは9.8%(前月9.2%)、コアPPIは3.6%(前月3.1%)と上昇した。

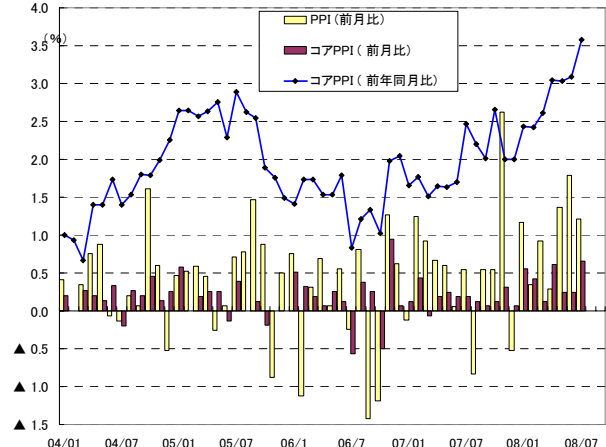
7月PPIでは、エネルギー価格の伸びが半減する一方、コア指数の上昇が目立った。コア指数の前月比0.7%は、1998年12月(1.0%)以来、前年比3.6%は1991年5月(3.7%)以来の高水準となる。物価はこれまでの原油・商品価格高騰を反映しつつあり、今後の動向は、下落の動きに転じた原油価格の行方に左右されることとなりそうだ。

(図表 21) 消費者物価指数の推移 (月別)



(資料) 米労働省

(図表 22) 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)

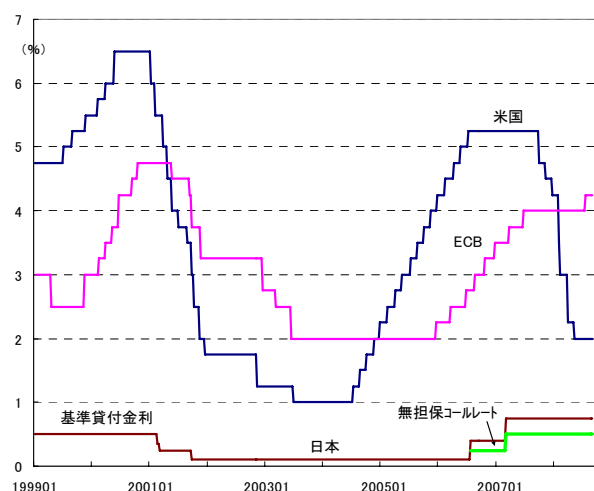
## ●8月FOMCでは、景気下ぶれリスクの高まりを考慮、インフレとの両睨みのスタンスをとり、利下げ停止を継続

8/5日開催のFOMC(米連銀:連邦公開市場委員会)は、FF目標金利を2.0%で据え置くことを決定した。FF目標金利の利下げは昨年9月に開始され、今年は1月(2回計1.25%)、3月(0.75%)、4月(0.25%)と利下げが実施された。昨年9月以降の累計では計7回、3.25%幅の引き下げが行われたが、6月FOMC以降は金利が据え置かれている。

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、利下げが停止された。その後、原油価格の高騰が持続、インフレへの警戒が強まる一方、ファニーメイ等のGSE問題の拡大で景気下ぶれリスクも高まり、FRBは景気・インフレ双方の警戒を強める中、金利の据え置きが決定された(図表23)。

なお、FOMCの資料となる7/23発表のページブックでは、米景気は前回レポート時よりも幾分減速するとする一方、「全地域でインフレ圧力が高まり、燃料を中心に投

(図表 23) 各国の政策金利(週別、%)



入コストが上昇、小売価格上昇が広がりを見せた。ただし、雇用状況の悪化で賃金上昇は限定されている」とインフレ圧力の広がりを指摘していた。また「減税効果については、いくつかの分野において効果を発揮した」としながらも、消費全体は停滞したとして、「限定的な効果に留まっている」としている。その後、ガソリン価格が過去最高値を更新、物価指標では特にコア PPI が高水準にあったこと等から、市場では金利据え置き予想が大勢だった。

また、FOMC に先立って、バーナンキ議長は7月の上院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、インフレ上ぶれリスクも高め、消費を傷つけるなど深刻な試練に直面している」とし、米景気への警戒を強めていることを示唆、さらに、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ていた。

---

(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もありません。