

Weekly エコノミスト・ レター

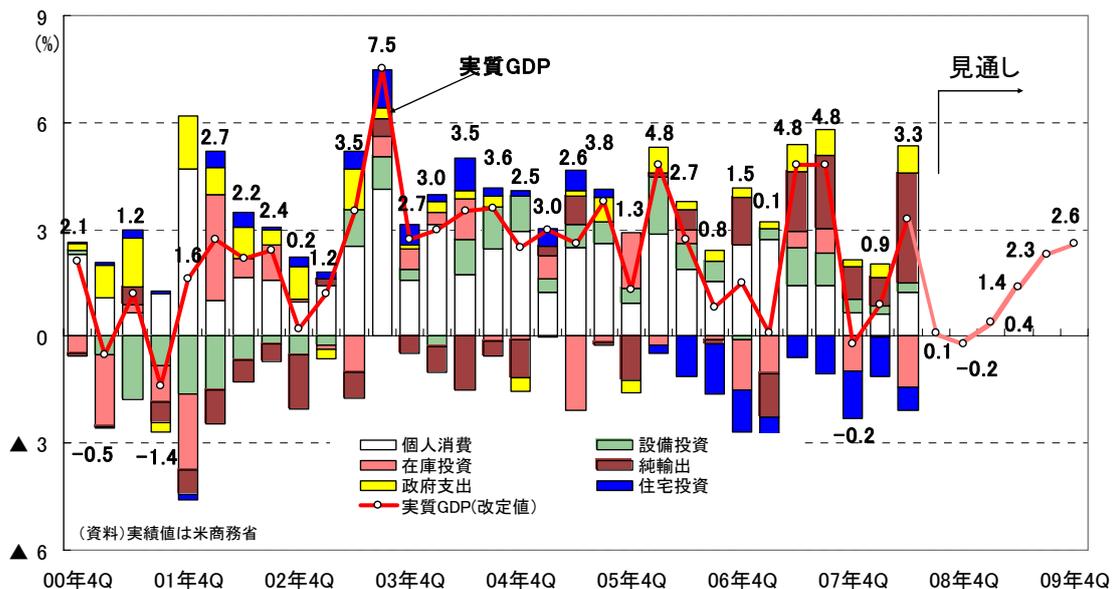
米国経済見通し～金融不安で、 強まる景気の下ぶれ警戒

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

<米国経済の見通し>

1. 米国経済では、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の景気減速が続く、住宅価格下落、雇用減少等が、消費者マインドを冷え込ませ、自動車販売が不振を深めるなど、消費支出の悪化・抑制要因が増加している。
2. 設備投資環境もさらに悪化しており、4-6月期GDPを押し上げた輸出についても、海外経済の減速で今後は伸び悩みが予想されている。
3. 金融業界は住宅金融問題の深刻化で再編の渦中にあり、株価下落や信用不安が強まり、景気下ぶれリスクを高めている。原油価格下落によりインフレ圧力が緩和すれば、FRBの利下げ再開も具体化する可能性が強い。
4. 住宅市場の底打ちは来年半ばと見られ、景気の回復は2009年後半にずれ込もう。年間の成長率は2008年1.7%、2009年1.0%と予測される。

(図表1) 下ぶれ懸念強まる米国の成長率(棒グラフは寄与度内訳、前期比年率)



〔米経済見通しの概要〕

●住宅金融問題は、大規模な金融再編に発展～不良資産買取り機構の設立構想が浮上

昨年のサブプライム問題に端を発した住宅金融問題は、9月に入って急展開を見せた。フレディマック・ファニーメイ等のGSE(政府支援機関)については、政府の公的資金供給が開始されることとなった。その後、市場の注目は損失の大きい大手投資銀行等に注がれていたが、結果として、リーマン・ブラザーズは破綻処理、メリルリンチはバンカメに買収、AIGについてはFRBの融資(850億ドルを上限)と政府の株式取得(約8割)により、政府主導で再建を図ることとなった。

しかし、これで金融機関の問題が一段落したわけではない。既に、大きな問題を抱えた銀行や住宅金融機関、地方銀行等が俎上に上がっており、その動向を巡って、市場は再び波乱の状況を呈している。こうした疑心暗鬼は、リスク資産からの逃避、信用基準の引き締めを招き、景気への影響が大きい。そのため、米政府では金融破綻による影響を少なくし、公的資金による救済を回避すべく民間主導での金融再編を促し、FRBは潤沢な資金供給に努めているが、信用不安は解消していない。

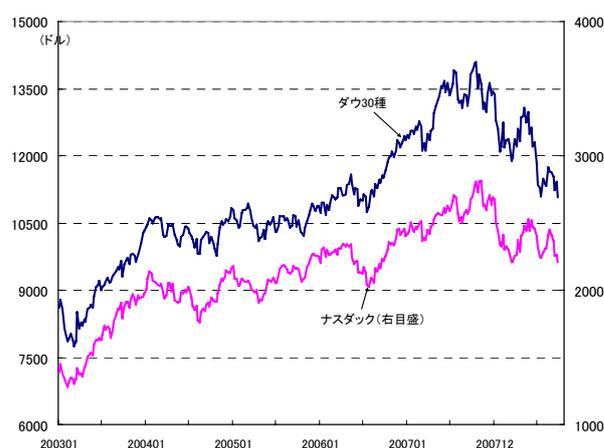
金融機関の破綻は、その後の資産処分により、関連業界の損失計上や売却される資産による金融市場への圧迫等、金融市場への圧迫も大きい。サブプライムローンを巡る金融混乱は、上半期の経済に大きな影響を与えたが、下半期についても同様の状況となりつつある。上半期の経済は、減税還付金により下支えされたが、既にそうした効果は過去のものと思われつつある。最近の原油価格下落はプラス要因であるものの、先行きの景気下ぶれリスクは急速に高まっている状況と言えよう。このため、米政府は不良資産買取り機構の設立等、恒久的な解決策に動き出したとの報道がされている(なお、同機構は、数千億ドル規模の独立組織で金融機関の不良資産を大きくディスカウントした値段で買取るとされるが、具体案は未定)。

(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) 米国株式市場の推移(週別)



● 個人消費の落ち込みで、景気回復は来年後半か

住宅ローン関連資産を抱えた投資銀行等が決算毎に多額の損失を計上するのは、一向に住宅価格が底打ちの気配を見せないことに起因する。住宅市場では販売不振が続き、住宅投資が2006年

初以来2年半にわたり成長を抑制している状態が続いている。現状の中古住宅販売の在庫が過去最高水準にあることなどから、住宅市場の底打ちにはなお時間を要すると見られる。住宅価格を見ても、下落が進行しており、こちらも底打ちの状況にはない。また、不況の広がりで見られる失業率が増加する中、評価損を抱えた家計がローンの支払いに窮し、差し押え率が上昇して、金融機関の抱える住宅ローンの毀損が進行している。こうした状況が続く間は、住宅金融問題も持続し、金融市場や景気に悪影響を及ぼすこととなろう。原油価格の下落は朗報と言えるが、住宅市場の深刻な不振が続く、他の産業へと波及しつつあるため、米国経済の先行き懸念は一段と強まっている。既に、雇用面では、製造業の雇用者減少に加え、サービス業でも3ヵ月連続の減少となるなど悪化が進行しており、失業率は5年ぶりの6%台へと上昇している。

政府が実施した減税還付金（リファンド）を中心とした景気刺激策は、4-6月期の経済を下支えしたと思われるが、この時期に高騰したガソリン価格等によって相当分が相殺され、また、その効果も一時的と見られている。

こうした経済環境の悪化は、殊のほか個人消費への影響が大きい。雇用減は所得減少に繋がり、また、将来の雇用不安から消費マインドを低下させる。また、住宅資産や株価の下落は、近年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た形となって、消費を抑制することになりかねない。加えて、住宅販売不振による家具等の住宅関連消費も抑制されるため、住宅市場や価格の下落が続く間は、個人消費は抑制されたものとならざるを得ないだろう。今年のクリスマスセールは早くも低調に終わるとの見方が増えている。

(図表4) 米国経済の見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2007年				2008年				2009年			
					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)
実質GDP	前期比年率、%	2.0	1.7	1.0	0.0	4.8	4.8	▲0.2	0.9	3.3	0.1	▲0.2	0.4	1.4	2.3	2.6
個人消費	〃、%	2.8	1.0	1.0	3.9	2.0	2.0	1.0	0.9	1.7	▲0.3	▲0.2	0.7	1.7	2.3	2.5
設備投資	〃、%	4.9	3.6	2.8	3.4	10.3	8.7	3.4	2.4	2.3	2.0	0.3	2.4	4.0	5.4	5.5
住宅投資	〃、%	▲17.9	▲20.4	▲6.4	▲16.2	▲11.6	▲20.6	▲27.0	▲25.0	▲15.8	▲14.6	▲12.0	▲9.5	0.8	5.7	9.6
在庫投資	寄与度	▲0.4	▲0.3	0.1	▲1.0	0.5	0.7	▲1.0	▲0.0	▲1.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
純輸出	寄与度	0.6	1.4	0.4	▲1.2	1.7	2.0	0.9	0.8	3.1	0.9	0.3	0.3	▲0.0	▲0.1	▲0.3
消費者物価	前年同期比、%	2.9	4.5	2.4	2.4	2.6	2.4	4.0	4.2	4.3	5.3	4.2	3.5	2.8	1.6	1.9
失業率	平均、%	4.6	5.6	6.4	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.3	6.0	6.2	6.3	6.4	6.4	6.4
FFレト誘導目標	期末、%	4.25	1.50	2.50	5.25	5.25	4.75	4.25	2.25	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	2.00	2.50
国債10年金利	平均、%	4.6	3.8	3.9	4.7	4.8	4.7	4.3	3.7	3.9	3.8	3.6	3.7	3.8	4.0	4.1

(資料) 実績は米国商務省、労働省、FRB。

4-6月期 GDP 改定値は3.3% (実質、前期比年率、以下同じ) と上方修正されたが、内需だけで見れば同0.2%と弱く、伸び率の殆んどが純輸出 (寄与度同3.1%) の改善によるものだった。4-6月期 GDP を押し上げた純輸出について寄与度の内訳を見ると、輸出が同1.65%、輸入が同1.45%と米国景気の停滞を主因とする輸入減の寄与が半分近いことが示されている。一方、好調な

輸出の伸びについては、海外経済の減速が進展していることから、今後、伸びが急速に低下していくものと思われる。

消費や輸出の伸びへの懸念は、生産面にも反映されつつあり、8月設備稼働率は78.7%と約4年ぶりの低水準に落ち込んだ。設備投資意欲は減衰され、2009年の設備投資は低調に推移しよう。こうした状況を考慮すると、今後の景気はさらに下押し、景気の立ち直りは2009年半ば以降と思われる。2008年の成長率は1.7%、2009年は1.0%と予測される(図表4)。

〔以下、需要項目別の動向・見通し：個人消費〕

● 個人消費の抑制要因は、一層が強まる情勢

景気の現状は個人消費に一層逆風の強まる展開となっている。サブプライム問題に端を発した住宅市場の問題は、全米の住宅価格下落を加速、先行する一部の都市では前年比30%近い下落水準となっている。こうした地域では、今後、逆資産効果による消費抑制も懸念される。また、住宅価格下落は住宅の差し押さえを加速させ、フレディマック・ファニーメイの政府資金注入へと事態を深刻化させている。また、住宅金融問題の影響を受けた金融・信用市場の動揺は、信用引き締めや株価下落に繋がっている。雇用減少の広がりも、消費の下支え要因であった雇用所得の伸びを縮めている。住宅価格と株価の下落、雇用減等、消費に対する抑制要因が重なったことから、一時、消費者マインドは記録的な水準に下落した。

こうした中で、原油価格が下落に転じたことは数少ないプラス要因である。ガソリン価格も追随を見せているが、これまで上昇が大きかっただけに、前年比で見た上昇率はなお高く、家計の消費意欲を高める状況にはない。特に、不振に陥った自動車販売については、将来的な原油価格動向が不透明であることから消費者の小型車指向が定着しつつあり、一時的なガソリン価格下落では、販売回復が期待できない。

政府の景気刺激策(減税還付)は、4-6月期の実質個人消費を前期比年率1.7%(前期は同0.9%)に押し上げたものの、今後は、消費を抑制する上記の要因が重荷となり、消費の伸びはマイナスに落ち込む可能性が強い。消費が堅調な足取りを取り戻すのは2009年後半にずれ込むと思われ、個人消費の伸び率は、2008年、2009年ともに1.0%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 実質可処分所得・消費が連月で前月比マイナスに落ち込む

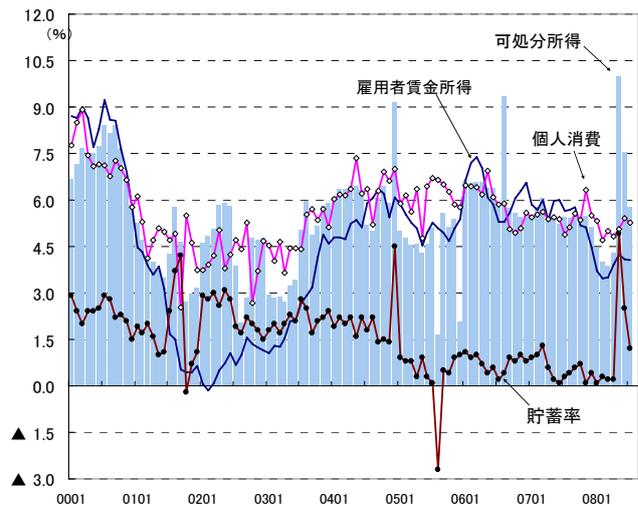
7月の個人消費(この項特に断りのない時は名目値)は、前月比0.2%(6月は同0.6%)と伸びを低下させた。一方、実質ベースの個人消費では、耐久財同▲1.6%、非耐久財消費同▲0.9%となり、実質個人消費全体でも同▲0.4%(6月は同▲0.1%)と前月からマイナス幅を広げた。

個人所得は同▲0.7%(6月同0.1%)とマイナスに転じた。賃金所得が同0.3%(6月同0.2%)と伸びを高めた半面、政府の景気刺激策に含まれる児童手当等の移転所得が同▲6.9%(6月は同▲1.0%)と大幅マイナスとなったことが大きい。また、減税還付金も前月より減少したため、税引き後の可処分所得では同▲1.1%(6月は同▲1.9%)と前月に続いてマイナス、実質可処分所得

でも同▲1.7%（6月は同▲2.6%）と連月のマイナスを記録した。また、可処分所得比の貯蓄率は1.2%（6月同2.5%）と2ヵ月連続で低下した。

前年同月比では、個人消費が5.3%（6月同5.4%）と伸びを縮めた。賃金所得は4.1%（6月同4.1%）と横ばいだったが、可処分所得は5.8%（6月同7.6%）と連月で伸びを縮めた。所得面では、雇用の減速を反映して賃金所得が伸び悩んでおり、還付金支給の終了により、可処分所得の伸びが急低下してきたことから、今後の消費への影響が注目される（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還付金効果の剥落で個人消費は失速懸念

4月以降の個人所得状況は、政府の景気刺激策（The Economic Stimulus Act of 2008）の実施の影響が大きい。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・支給された。7月の政府の還付額は137億ドルで、6月279億ドル、5月481億ドルから等から急速に縮小した（4月は19億ドル。また、年率換算では、7月1641億ドル、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、個人への税還付でネットの税支払額が減少し、税支払いのない個人への支給では移転受取りを増額する。これらの項目の動きを見ると、前月比の個人税支払いは、7月年率247億ドル、6月同2155億ドル、5月同▲3778億ドル、4月同▲82億ドルと、既に6月以降増加に転じた。半面、前月比の移転受取り額は、6月以降減少に転じた（7月年率▲1366億ドル、6月同▲196億ドル、5月同1878億ドル、4月同162億ドル）。

このため、還付期間中の前年比の可処分所得は押し上げられるものの、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。4月は年率233億ドル、5月は同5538億ドルの前月比での可処分所得の押し上げ効果となるが、6月は2427億ドル、7月は同1703億ドルの引下げ効果をもたらしたことになる。7-9月期の個人所得については、4-6月期の反動減が懸念される状況となっている。

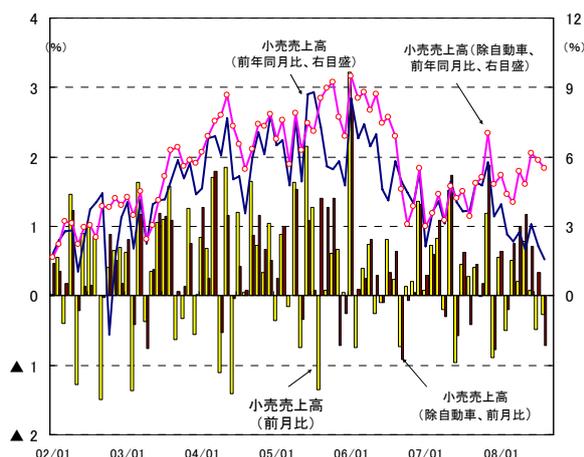
③8月小売売上高は、連月の減少

8月小売売上高は、前月比▲0.3%（7月同▲0.5%）と連月の減少、市場予想（前月比0.2%）を大きく下回った。なお、自動車販売は同1.9%と7ヵ月ぶりに増加に転じ、自動車を除いた小売売上高は同▲0.7%（7月同0.3%）と6ヵ月ぶりにマイナスに転じるなど、小売全般に不況色の濃いものとなった。業種別の動向を見ると、自動車販売に次いで前月比の伸びが高かったのは食品店（同0.7%）、趣味（同0.5%）となる。一方、マイナスが大きかったのはガソリン（同▲2.5%）、通信販売（同▲2.3%）、建築資材（同▲2.2%）となる。

前年同月比では、小売売上高全体で1.6%と低いが、自動車販売除きでは5.5%となり、自動車販売

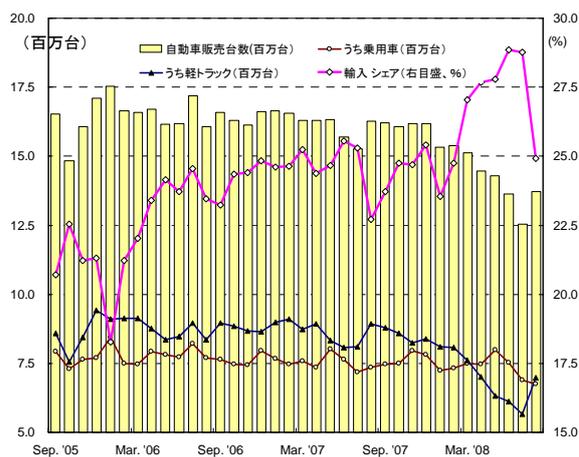
除きの伸びが昨年10月以降、小売売上高全体の伸びを上回る状況が続いている。もっとも、自動車販売・ガソリンを除くベースでは同3.2%と伸びが縮小する。このように、小売売上高全体の動きは、自動車販売の低迷で押し下げられる一方、ガソリン価格上昇が下支え要因となっている。この両者を除いてみると、4月以降5ヵ月連続で3%台の低位の伸びが続いているのが実態である。なお、5・6月を中心に見られた戻し減税の効果は、小売面でも一時的なものに終わったと見られる(図表6)。

(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



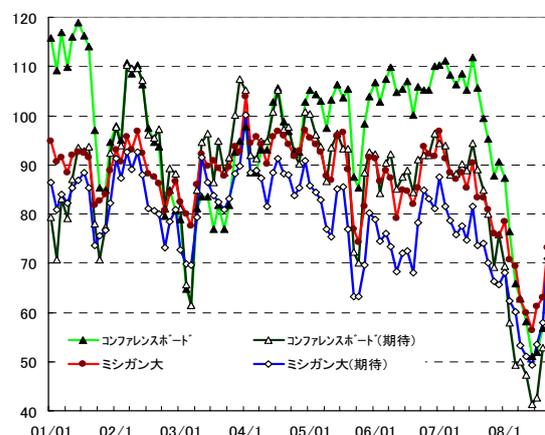
(資料) オートデータ社、季節調整済み年率

自動車販売はガソリン価格上昇の影響を受け、極度の販売不振が続いている。月別の自動車販売を台数ベースで見ると、8ヵ月連続で販売減が続き、7月には年率1255万台(オートデータ社発表)にまで落ち込んだが、8月は各社のインセンティブ販売もあって1372万台と持ち直した。しかし、前年比では、▲15.7%と低水準にある。8月の内訳を見ると、車種別では、軽トラックが前月比23.1%と急増、乗用車は同▲2.3%の減少だった。また、国産車の同15.2%増に対し、輸入車は同▲5.4%と減少、輸入車シェアは24.9%(前月28.8%)と急低下した。ガソリン価格上昇により、燃費効率の悪いSUV等から小型乗用車志向が強まっているものの、8月に限ってはSUV等の在庫一層を意図したインセンティブ販売で様変わりとなった(図表7)。

④ 消費者マインドは、原油価格下落で回復

9月ミシガン大学消費者マインド(速報値)は73.1と8月(63.0)数値や市場予測(64.0)を大きく上回り、2004年1月以来最大の伸びとなった。期待指数も70.9(8月57.9)と上昇した。ガソリン価格下落を好感したものといえるが、失業率上昇、住宅価格下落の中での指数の上昇であり、予想外の数値となった。

(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

コンファレンスボード消費者信頼感指数は8月までとなるが、56.9と7月(51.9)から上昇、年初以来の低下から連月の上昇となった。期待指数も52.7と8月(42.7)から大きく上昇している(図表8)。

消費者マインド指数は、これまでの低下が大きかったため、今回の上昇後も、なお前回2001年のリセッションを下回る水準に留まり、住宅市場の冷え込みと原油価格の高騰が個人消費の大きな重石となっていたことを再認識させる。

⑤ 8月雇用者数は8.4万人減、失業率は5年ぶりの高水準に

米労働省発表の8月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲8.4万人と、市場予想の7.5万人減を上回る減少幅となった。製造業では前月比▲6.1万人と2003年7月(▲9.3万人)以来の減少幅となり26ヵ月連続で減少、建設業でも同▲0.8万人と2007年7月以来14ヵ月連続の減少となった。また、サービス部門でも同▲2.7万人と3ヵ月連続の減少、鉱業(同1.2万人増)を除く全産業部門で前月比マイナスとなり、景気減速が幅広く波及した状況が窺える(図表8)。なお、サービス部門に含まれる政府雇用は1.7万人で、これを除いた民間雇用者全体では同▲10.1万人の減少となる。

製造業の中では、自動車と同▲3.9万人と製造業減少数の過半を占める。一方、民間サービス業では、教育・ヘルスケアで同5.5万人増となったのを除くとほとんどの業種が減少を見せており、中でも、人材派遣(Employment services)の同▲5.34万人の減少が大きく、その他では小売業▲1.99万人、卸売業▲1.05万人等、商業の減少が目をつけた。

なお、例月同様過去2ヵ月に遡って改定が行なわれ、6月分が▲5.1万人から▲10.0万人減へ、7月分が▲5.1万人から▲6.0万人減へと合計▲5.8万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減は▲7.6万人、累計では▲60.5万人となった。2007年の月平均9.1万人増などとの比較では、急速な減少が窺われる。

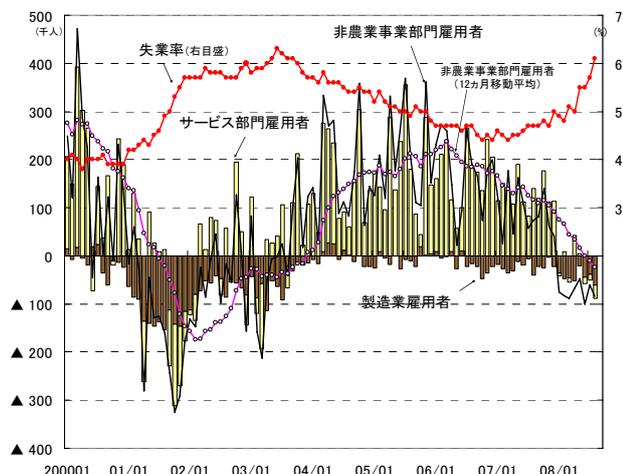
一方、8月の失業率は6.1%と前月(5.7%)から急伸、市場予想(5.7%)を大きく上回った。失業率は5月にも急伸(5.0→5.5%)しており、4月(5.0%)からの短期間で1.1%の上昇となった。この水準は、2003年9月(6.1%)以来5年ぶりの高水準となる。

また、8月の時間当たり平均賃金(民間)は18.14ドル(前月比0.4%)と前月(同0.4%)の伸びと同率、前年同月比では3.6%と前月(同3.4%)から伸びを高めた。前年同月比で業種別の賃金上昇率を比較すると、鉱業9.3%、専門・事業サービス5.0%、建設5.0%等が高く、半面、小売1.2%、製造業2.4%等では低く、業種間のバラつきが大きい。なお、週平均の労働時間(民間)は33.7時間と5月以降横ばいの動きが続いている。

米国経済では、昨年まで、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、雇用増の持続で雇用所得の伸びが維持され、個人消費を下支えしていた。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、雇用者については、年初から減少が続いたことにより、前年比でも3ヵ月連続でマイナスとなっている。今後も雇用増加率と労働時間の低下が続けば、前年比でみた雇用所得は、賃金上昇率を下回ってこよう。

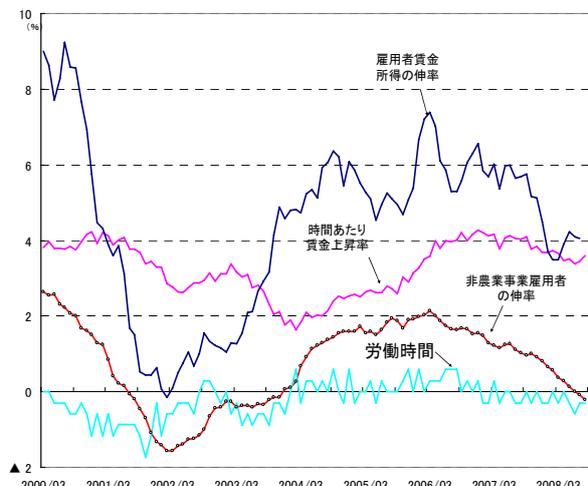
なお、前年比の賃金上昇率や雇用者所得は4%前後にあるが、7月消費者物価は前年比5.6%(CPI-Wでは同6.2%)であり、実質ベースでの雇用所得はマイナスの状態にある。高水準の物価と雇用減が個人消費を抑制、景気の下押し要因となることが懸念される。

(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〕

●景気警戒感の強まりで設備投資は先送りへ

2008年4-6月期の設備投資は前期比年率2.2%と低調ながら、構築物投資が前期比年率13.7%と高進、半面、設備機器投資は同▲3.2%と2四半期連続のマイナスとなった。今後は、最近の信用不安による貸出し基準の厳格化が商業用不動産等に波及し、構築物投資の伸びは低下するものと思われる。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の回復も遅れよう。自動車販売不振の影響も大きく、輸出の先行きの見通しも厳しくなると見られ、当面、設備投資意欲の乏しい状況が続こう。年間の設備投資は、2008年は3.6%、2009年は2.8%と見込まれる。

在庫投資についても、足元の消費停滞による積み上がりを除けば、在庫積み増し意欲に欠ける展開が続くと見られる。ただし、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製造業指数が49.9に低下の半面、非製造業では50.6と回復

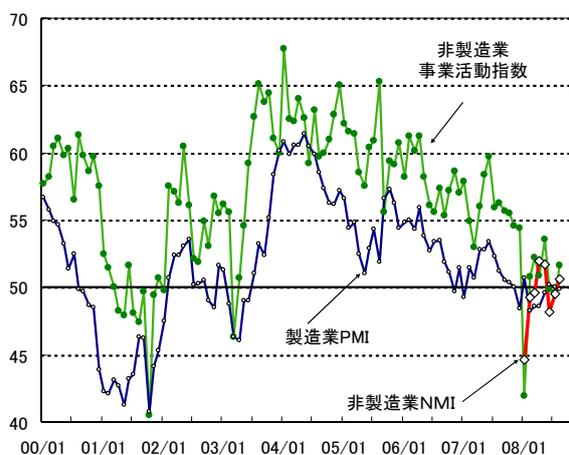
企業のセンチメントを示すI S M(米供給管理協会)指数は、8月製造業指数(PMI)が49.9と前月・市場予想値(ともに50.0)を下回った。製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる50を下回ったのは、本年5月(49.6)以来3ヵ月ぶりとなるが、最近4ヵ月間は50を挟んだ狭いレンジの上下に留まるなど、ほぼ横ばいの推移にある。もっとも、内訳の各指数の動きは活発で、8月は価格指数が原油価格等の下落を受けて大幅な低下(前月比▲11.5ポイント)、入荷遅延指数も急低下した(同▲4.8)。業種別では、8月に上昇を見せたのは5業種で、コンピュータ・電子機器、製紙、化学等、悪化を見せたのは7業種で、輸送機器、機械、家具等だった。

一方、8月の非製造業指数(NMI:注)は50.6と7月(49.5)から上昇、市場予想(49.5)を上回り3ヵ月ぶりに50台を回復した。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51.6と前月(49.6)から回復、NMI同様3ヵ月ぶりに50台を回復した。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前後での推移を続けている(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ている)。

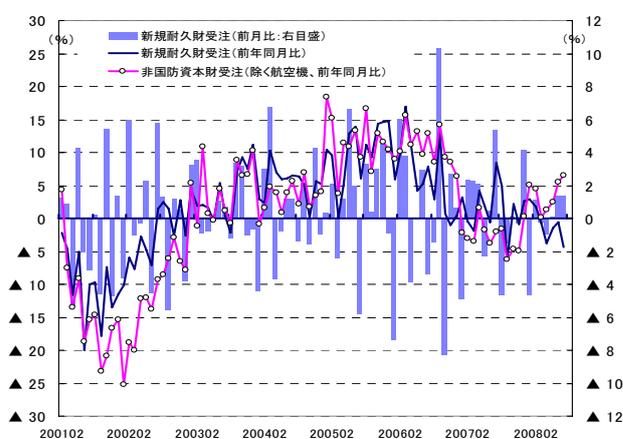
以上のように、8月ISM指数は、製造業では50を割り込む一方、非製造業では50を回復したが、両指数とも、最近では50前後での推移を続けるなど方向感が定まらない。両業種の共通点としては、受注・雇用等の主要指数が50割れの推移を見せ、価格指数が6月をピークに下落していることで、相違点としては、製造業の輸出指数が堅調推移にある半面、非製造業では輸出指数が低調で在庫指数が高めの推移を続けていること、等が挙げられる。

(図表 11) ISM指数の推移(月別)



(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、8ヵ月連続でプラスを維持

7月の新規製造業受注は前月比1.3%(6月2.1%)、新規耐久財受注は前月比1.3%(6月1.4%)と前月から伸びをやや低下させた(図表12)。一方、新規の非耐久財受注は同1.2%(6月2.8%)とこちらも伸びを低下させた。耐久財受注のうち業種別の動きを見ると、一般機械や建機が好調だった機械部門が同4.1%(6月2.6%)、変動の大きい民間航空機(同28.1%)を含む輸送機器部門が同3.2%(6月▲1.8%)と上昇した半面、コンピュータ(同▲13.8%)を含む電子機器部門が同▲1.4%(6月1.0%)、電気機器部門が同▲5.9%(6月5.0%)とマイナスに転じた。

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2.5%(6月1.6%)となった。また、前年同月比では、7月新規耐久財受注が▲4.3%と5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6.6%と伸びを高め、8ヵ月連続のプラスとなった。

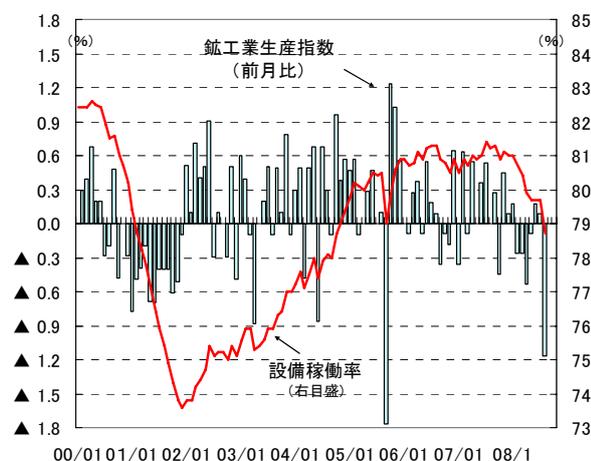
③8月鉱工業生産指数が大幅な低下、設備稼働率も2004年以来の低水準

8月の鉱工業生産指数は前月比▲1.1%(7月同0.1%)、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▲1.0%(7月同0.1%)と低下したが、中でも自動車(構成比5.1%)が前月比▲11.9%(7月同2.5%)と落ち込みが大きく指数を押し下げた。このため、自動車除きの鉱

工業生産指数では、同▲0.6%（7月同▲0.1%）となる。また、構成比が25%と大きいエネルギー産業が同▲1.6%（7月同0.5%）と低下、ハイテク産業（構成比4.3%）も同0.0%（7月同1.3%）と伸び率を低めた。製品別では、原材料が同▲0.9%（7月同0.1%）、最終財が前月比▲1.3%（7月同0.0%）と低下した（図表13）。

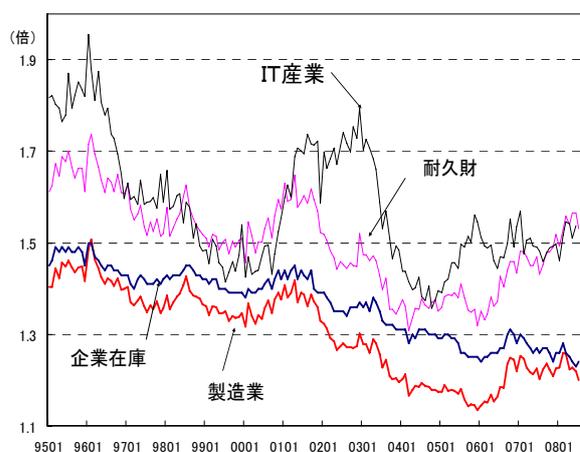
一方、8月の設備稼働率は78.7%と7月(79.7%)から低下、市場予想(79.6%)を下回った。この水準は2004年10月以来の低水準となる。製造業が76.6%(7月77.5%)と低下、業種別では、自動車(7月67.8%)と大幅な低下を見せ、ハイテク産業も79.3%(7月80.3%)と低下した。なお、長期的な平均稼働率水準(1972～2007年の平均81.0%)を7ヵ月連続で下回っている。

(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/出荷比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

④ 製造業の在庫/出荷比率は低下

7月の製造業在庫は前月比0.5%（6月は同1.2%）、出荷が同2.1%（6月は同1.9%）となったため、製造業の在庫/出荷倍率は1.20倍と6月1.22倍から低下した。なお、耐久財やIT産業の在庫/出荷倍率も足元ではやや低下している。

ただし、製造業の在庫/出荷倍率は、近年のボトム（2005年12月1.13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、7月は小売部門の出荷が低調（▲0.6）で在庫/出荷倍率が1.48倍（6月1.45倍）と上昇、全体の在庫/出荷倍率も1.24倍（6月1.23倍）と高まった。しかし、6月まで4ヵ月連続で低下してきたこともあって、依然、最近の低水準にあり、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〕

●住宅市場の底打ちは来年半ばに持ち越しへ

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、一層冷え込んだ状態が続き、住宅投資では本年4-6月期まで10四半期マイナスが続くなど記録的な不振が続いている。

7月の一連の住宅指標は、中古・新築住宅販売で前月比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。

4-6 月期住宅価格では、ケース・シラー指数が▲15.4%（全米、前年比）の落ち込み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、先行する都市では既に3割近い下落率となっており、さらに下落が続けば、住宅金融問題が深刻化し、個人消費等への影響が拡大、今後の景気面で最大のリスク要因となろう。今後についても、販売不振による在庫の積みあがり指摘されており、調整が長引くものと思われる。住宅投資については、2008年は前年比▲20.4%、2009年は同▲6.4%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である。

① 8月は新規住宅着工・許可件数とも一段の悪化、17年ぶりの低水準に

8月新規住宅着工戸数は、年率89.5万戸（前月比▲6.2%、前年比▲33.1%）と前月（95.4万戸）から減少し、市場予想（95万戸）を下回り、91年1月（79.8万戸）以来の低水準となった。太宗を占める一戸建て住宅は、年率63.0万戸（前月比▲1.9%）と3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85.4万戸（前月比▲8.9%）と市場予想（同92.7万戸）を下回り、91年2月（85.3万戸）以来の低水準となった。住宅着工悪化の背景には、サブプライム問題以来の持続的な販売不振がある。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。住宅販売が減少を続ける間は、住宅着工の回復も見込みにくい状況といえよう（図表15）。

② 7月新築住宅販売は、前月比2.4%増の年率51.5万戸

7月新築一戸建て住宅販売戸数は、年率51.5万戸（前月比2.4%）と市場予想（同52.5万戸）を下回った。前年比では▲35.3%の減少と4月（同▲40.2%）から3ヵ月連続で減少幅を縮小した。6月（同50.3万戸）は下方修正されて91年9月（48.7万戸）以来の低水準を記録するなど下降トレンドは持続していると見られる（図表16）。地域別の販売では、北東部（前月比38.9%）、西部（同9.9%）が回復を見せたが、構成比で過半を占める南部は前月比▲2.5%と減少を続けた。

一方、新築一戸建て販売価格（中央値）は23.07万ドルで、前月比0.3%、前年比▲6.3%となった。また、7月末の在庫は41.6万戸（6月43.9万戸）と15ヵ月連続で減少し、2004年10月（41.3万戸）以来の低水準となったが、販売比では10.1ヵ月分と依然高水準にある。

③ 7月中古住宅販売戸数は前月比3.1%増の回復ながら、在庫が過去最高に

全米不動産協会（NAR）が発表した7月中古住宅販売戸数は、年率500万戸（前月比3.1%、6月は同485万戸）と増加、市場予想の同491万戸を上回った。前年比では▲13.2%の減少となる。中古住宅販売は、6月に現行ベースの統計を開始した99年以来の最低記録を更新したが、7月は2月（同503万戸）以来5ヵ月ぶりの水準に持ち直した。地域別では、西部が前月比9.7%と急増、前年比は0.9%と唯一増加に転じた。半面、構成比の37%を占める南部では前月比▲0.5%、前年比▲18.1%と減少した。

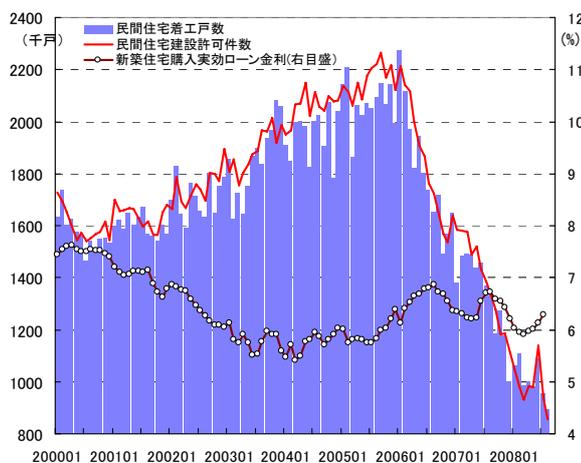
また、7月中古住宅販売価格（中央値）は、21.24万ドル（前年比▲7.1%）と下落、ピークの23.02万ドル（2006年7月）からは▲7.7%の下落となる。地域別の前年比では販売が急増した西部で▲22.2%と下落率が大きく、次に下落率の大きい北東部は▲4.9%に留まった。

一方、中古住宅販売のうち、一戸建て販売は年率439万戸（前月比3.1%、前年比▲12.4%）、

集合住宅は同 61 万戸（同 3.4%、前年比▲18.6%）となった。また、価格面(中央値)では、一戸建てが前年比▲7.7%、集合住宅では同▲2.7%の下落を見せた。

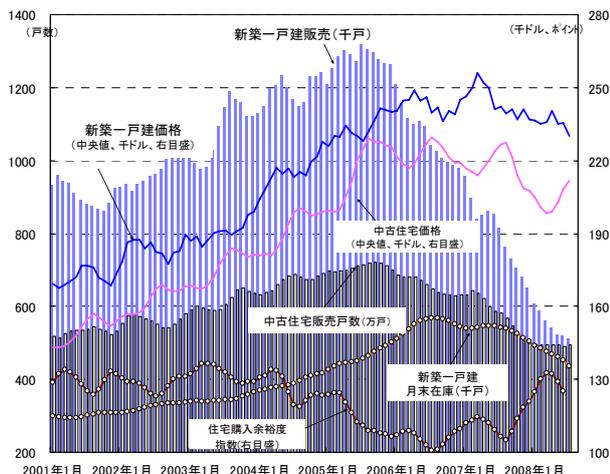
中古住宅販売は、2005 年 9 月に年率 725 万戸とピークをつけた後、下降トレンドを続け、昨年秋以降は 500 万戸前後での踊り場にある。そのため、前年比の減少率が縮小、販売価格も 2 月をボトムに上昇に転じているが、一方で在庫が更に積みあがりを見せるなど需給バランスは崩れたまま、調整にはなお時間を要すると思われる。NAR では「高水準の在庫調整に時間を要するため、需給バランスの改善は 2009 年に入ってから」と指摘している。

(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 ヶ月移動平均)



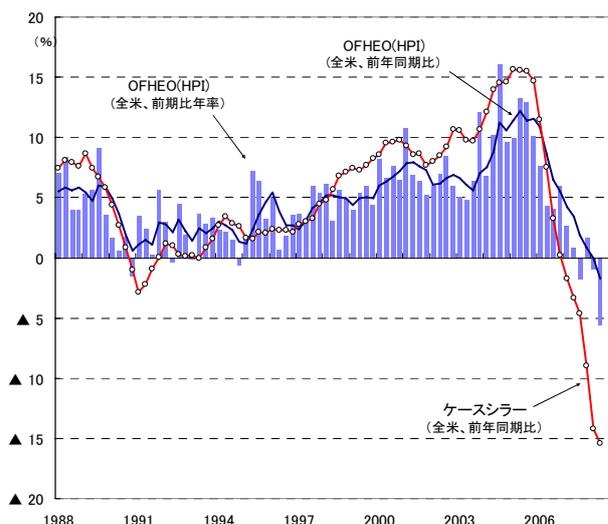
(資料) 商務省、NAR

④ 4-6 月期ケース・シラー全米住宅価格指数は、前年比▲15.4%の下落

四半期ごとに S & P 社発表されるケース・シラー 4-6 月期全米住宅価格指数は、前期比▲2.3%（年率▲9.0%）、前年比では▲15.4%（1-3 月期▲14.2%）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、OFHEO の 4-6 月期全米住宅価格指数（HPI：購入指数にリファイナンス等を加えた総合取引価格指数）は、前期比▲1.4%（年率▲5.6%）と下落、前年比では▲1.7%（1-3 月期は同▲0.1%）と、いずれも現行ベースの統計が始まった 1991 年以來のマイナス幅を更新した。同指数は昨年まで前年比でマイナスを記録したことがなかっただけに、今回住宅不況の深刻さを窺わせる。なお、HPI で州別の前年比の価格動向を見ると、オクラホマ州（前年比

(図表 17) 住宅価格の推移(%)



(資料) OFHEO、S&P 社、四半期別、

4.93%)、ワイオミング州 (同 4.36%) 等、なお 30 州がプラスの伸びを見せている一方、前年比マイナスは前回発表時の 15 州から 21 州 (含むコロンビア DC) に増加した。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▲15.8%、2 位がネバダ州で同▲14.1%、3 位がフロリダ州の同▲12.4%となる。

(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としていること (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。)

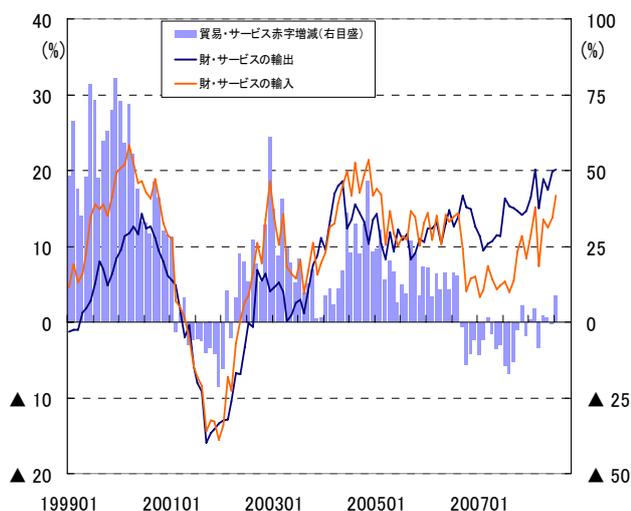
〔貿易の動向・見通し〕

● 7 月貿易赤字が拡大

7 月の財・サービスの貿易赤字は、▲622.0 億ドル (国際収支ベース、季節調整済) と市場の予想 (▲580 億ドル) を上回り、前月 (▲588.4 億ドル) から 5.7% 拡大、3 ヶ月ぶりの赤字増加となった。輸出は前月比 3.3%、輸入は同 3.9% の増加となった。前年同月比の赤字額は 8.5% 増であるが、輸出の 20.1% (6 月 19.9%) に対し、輸入は 16.8% (6 月 13.7%) の伸びとなり、輸入の伸びで赤字が拡大した (図表 18)。

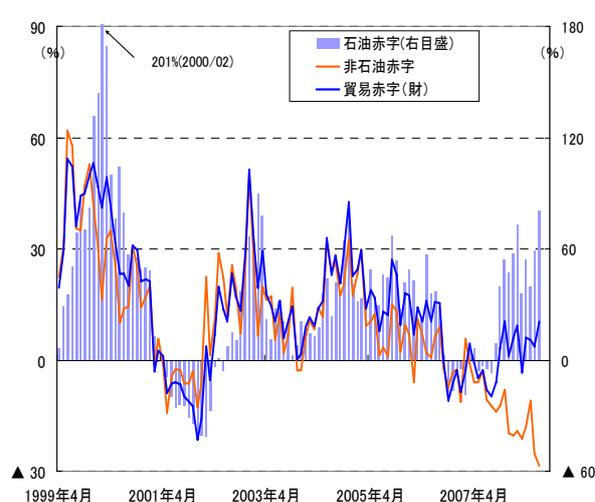
輸出を財別に見ると、食料・飼料等が前年同月比 49.4% と突出するなど、最近の穀物価格高騰の影響が大きい。また、輸入を財別に見ると、石油・石油製品が前年同月比 88.8% と突出している。7 月をピークとする原油価格高騰の影響が大きく、このため、貿易赤字 (財) に占める石油・石油製品の赤字は 58% と過半を占める。石油以外の財輸入の伸びは、景気減速により前年同月比 4.5% と伸び悩み、半面、石油以外の財の輸出の伸びは同 19.0% と高いため、その収支 (石油以外の財の赤字額) は、同▲31.9% と急速に縮小し、全体の赤字額の増加を抑えている。2001 年のリセッション時に原油価格が低下、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 19)。

(図表 18) 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 19) 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)

なお、7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)では、対中赤字が▲249億ドルと突出しながらも、石油輸入を背景に対 OPEC 諸国が▲242億ドルと中国を急追、EU▲110億ドル、日本▲63億ドルと続く。なお、OPEC 諸国は、米国の輸出先としても伸びが高い(前年比39.6%)が、そのほか中国(同34.3%)や、輸出額の大きい北米(同20.5%)・EU(同26.2%)への輸出も堅調である。しかし、今後は、原油価格の下落、EUの成長率の急低下等で輸出の伸び悩みが懸念されよう。

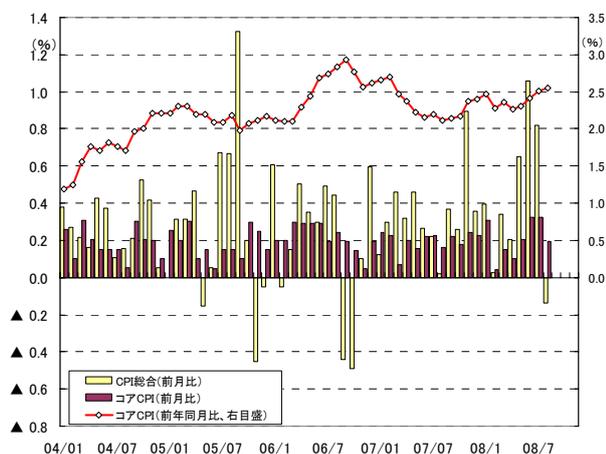
〔物価の動向・見通し〕

● 8月以降の物価は、原油価格下落の影響を織り込む動きに

8月の物価指標は、7月をピークに下落に転じた原油価格の影響が反映しつつある。CPI、PPIとも前月比のエネルギー価格が下落に転じただけでなく、全体の指標も減少に転じた。このまま、原油価格の下落が続くのであれば、警戒されたインフレ懸念が緩和され、金融政策、景気面への好影響も期待されよう。

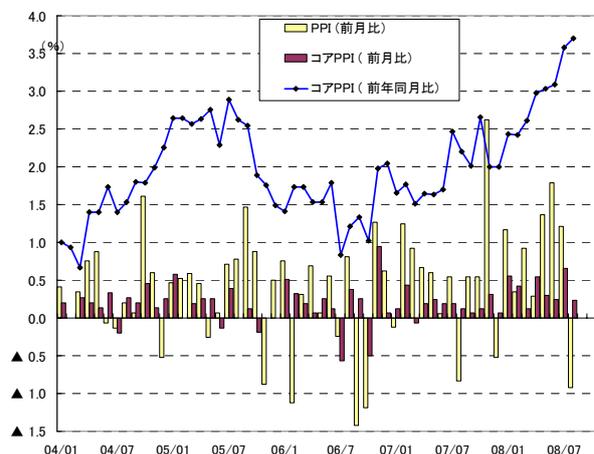
直近の8月CPI(消費者物価)は、前月比▲0.1%(7月同0.8%)と前月の急上昇から一転下落を見せた。エネルギー価格が前月比▲3.1%(7月同4.0%)と前月の急上昇から下落に転じることが大きい。エネルギー・食品価格を除いたコアCPIも前月比0.2%(7月同0.3%)と低下した。前年同月比ではCPIが5.4%(7月同5.5%)と低下、コアCPIは2.5%(7月同2.5%)と前月と同値だった。エネルギー(同27.2%)の上昇が大きいですが、コアCPIの内訳では、財物価が0.6%の上昇に留まる一方、サービス物価が3.3%と対象的な上昇を見せている(図表20)。

(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

一方、8月PPI(生産者物価、最終財)は前月比▲0.9%と前月(同1.2%)から大きく低下、市場予想(▲0.5%)を上回る低下となった。前年同月比では、PPIは9.6%(前月9.8%)とやや低下、コアPPIは3.7%(前月3.6%)と6ヵ月連続の上昇となった。コア指数の3.6%は、1991年5月以来の高水準となる。

なお、労働省によれば、PPI(中間財)は前年比16.7%、PPI(原材料)は同38.1%と上昇が激しく、

食料・エネルギー除きでも PPI(中間財)は前年比 12.5%、PPI(原材料)は同 33.2%となる。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るが、原油価格下落の影響が目される(図表 21)。

〔金融政策の動向・見通し〕

●明暗を分けた大手投資銀行処理

昨年のサブプライム問題に端を発した住宅金融を巡る問題は、9月に入って急速な展開を見せている。フレディマック・ファニーメイ等の GSE(政府支援機関)については、政府の公的資金供給が開始されることとなった。これらの住宅金融機関は、現在は民間上場会社であるものの、元は政府系であり、巨大な住宅ローン証券を発行していることから、政府の支援は時間の問題と見られていた。

その後、市場の注目は住宅関連損失の大きい大手投資銀行等に注がれていたが、結果として、リーマン・ブラザーズは破綻処理に追い込まれ、メリルリンチはバンカメに買収、AIG については FRB の融資(850 億ドルを上限)と政府の株式取得(約 8 割)により、政府管理下で再建を図ることとなった。今後は、こうした処理に関連した損失計上、あるいは売却される資産による金融市場への圧迫等、なお、金融市場への余波が続くと見られる。

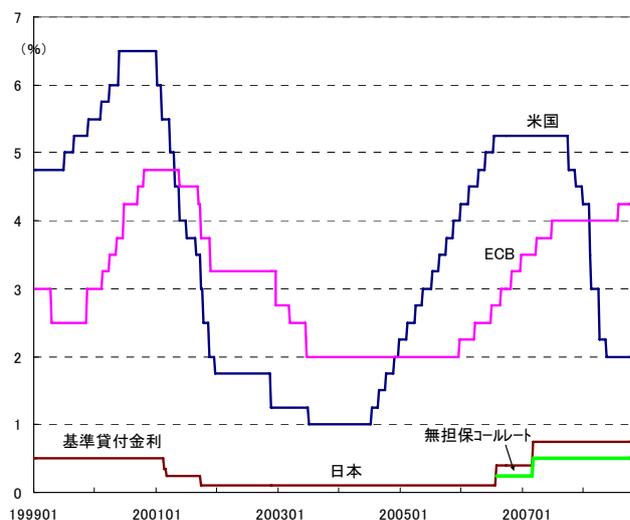
ただし、これらの金融機関の処理で住宅金融関連の問題が決着したわけではない。なお、大きな問題を抱えた銀行や住宅金融機関、地方銀行等が俎上に上がっており、その行方については、今後も市場の注目を集めることとなりそうである。もっとも、これらの住宅ローン関連資産を抱えた投資銀行等が決算毎に多額の損失を計上するのは、住宅販売の不振で住宅価格が底打ちの気配を見せないからでもあり、結局のところ、価格下落が進行する間は、住宅金融問題も尾を引くこととなるだろう。

●インフレ圧力の緩和を確認後、FRBは利下げ政策を再開か

金融政策に関して、今回 9/16 の FOMC においては FF 目標金利の据え置きが決定された。政策金利である FF 目標金利は、6 月 FOMC で利下げ停止を決定した後、2%での据え置きが続いている。今回 FOMC の声明文では、「金融市場の緊張が著しく高まり、労働市場はさらに弱まった」との現状認識を提示、前回以上に金融市場と雇用市場の悪化が進んだことを強調した。

一方、インフレについては、「これまでのエネルギー・商品価格の上昇でインフレは高まった」とし、今後低下に向かうとしながらも「先行きの不透明感は強い」と、前回とほぼ同様な表現を用いている。この結果、金融政策につい

(図表22)各国の政策金利の推移(週別、%)



では「景気の下ぶれリスクとインフレ上振れリスクの双方を重視し金利を据え置いた」としているが、この点も前回とほぼ同様である。

しかし、景気の下ぶれリスクについては前回声明文より強調する一方、原油価格下落や最近の物価指標の下落については「先行き不透明感が強い」としてコメントを避けた形となっている。今回の FOMC が緊急利下げで対処した 1-3 月期の金融危機に匹敵する局面で開催されながら、金利が据え置かれた点については、なお、解釈の分かれるところであり、今回 FOMC の議事録の発表を待つこととなる。

いずれにしても、原油価格下落が進行中であることを考慮すれば、今後の金融スタンスは、次第に景気下ぶれリスクへとバイアスが傾いていくものと推察される。金融不安の動向にもよるが、早ければ、次回 FOMC 以降、小幅の利下げ再開のスタンスをとる可能性もあり、その場合、1.5% を目処とした利下げが見込まれよう。

(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。