

経済マンスリー [米国]

～景気は一段と安定、FRB は慎重に出口を模索～

1. 実体経済の動向

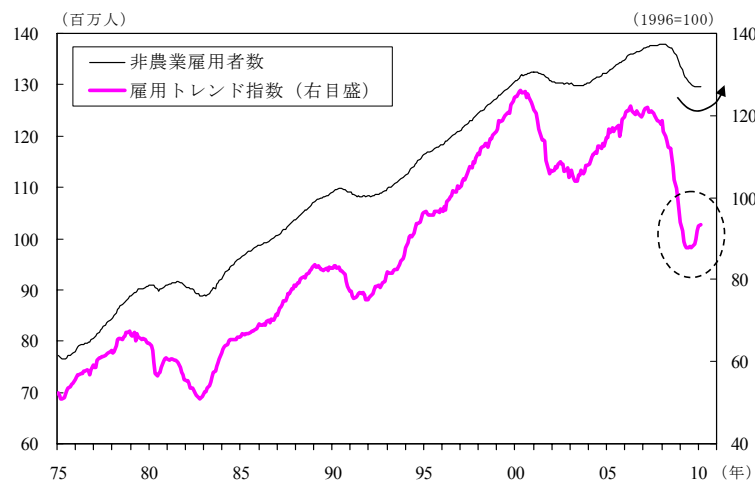
(1) 概要

景気は悪材料にもかかわらず緩やかな拡大継続

大雪の影響がなければ 2 月の雇用は増加に転じていた可能性も

景気は緩やかな拡大を続けている。3 月の地区連銀景況報告（2 月 22 日までの情報で作成）によれば、全 12 地区連銀のうち 9 地区が経済活動の改善を報告した。2 月は大雪により経済活動が制約されたが、国際ショッピングセンター協会（ICSC）の既存店売上高は前年比 3.7% 増とリセッション入り直前の 2007 年 11 月以来の高い伸びとなった。自動車販売も、日本車のリコール問題の影響が懸念されたが、前月比微減と健闘した。2 月の雇用者数は前月比▲3.6 万人と前月から減少幅が小幅拡大したが、大雪の影響がなければプラスに転じていた可能性がある。雇用者数に先行して動く「雇用トレンド指数（失業保険申請件数や人材派遣業の雇用など 8 指標から作成）」は雇用の底入れが間近であることを示唆している（第 1 図）。

第 1 図：非農業雇用者数と雇用トレンド指数



(資料) 米労働省、The Conference Board より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅市場

住宅市場は足元低調

減税打ち切り後に不透明感

差し押さえは引き続き高水準

政府は住宅ローン対策の手を緩めず

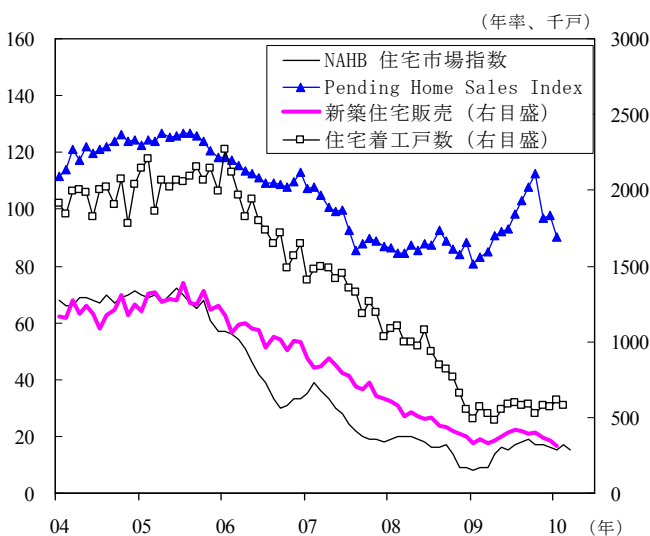
住宅市場の調整終了には時間

住宅市場は低調に推移している。1月の新築住宅販売は前月比▲11.2%の年率 30.9 万戸と、統計開始以来の最低を更新した。中古住宅販売も、先行指標の Pending Home Sales Index が1月は前月比▲7.6%と大幅に減少した。販売不振をうけて住宅着工も弱含んでいる。2月は前月比▲5.9%と減少した（第2図）。悪天候が影響したとみられるが、天候の影響を受けにくい許可件数も2ヵ月連続で減少した。4月末には住宅減税が打ち切られる予定だが、その後の住宅市場については不透明感が強い。

住宅市場では高水準の差し押さえが引き続き問題となっている。景気回復をうけて、昨年10-12月期には住宅ローンの短期延滞率（30日以上60日未満）が3四半期連続で低下。政府の住宅ローン対策により差し押さえ開始比率も2四半期連続で低下するなど、限界的には改善の兆しもみられる。しかし、政府の対策で差し押さえ手続き入りを押さえ込んだ分、長期延滞率（90日以上）が上昇。差し押さえ手続き中のローンの比率は高止まりしたままである（第3図）。2月の差し押さえ実行件数も30.9万件と依然前年を6.2%上回っており、厳しい状況は変わっていない。このため、米政府は対策の手を緩めることができず、3月5日には新たな住宅対策を打ち出した。住宅不況の影響が最も大きいカリフォルニア、フロリダ、アリゾナ、ミシガン、ネバダの5州を対象に、総額15億ドルの基金を創設し、差し押さへの防止や住宅市場の安定のために、地方の実情に合った対策を地方主導で進めようというものである。

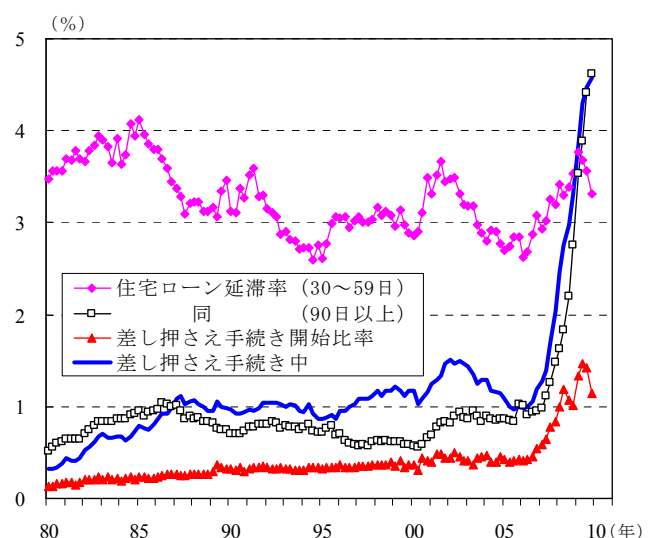
しかし、住宅市場の専門家の間では、こうした対策は時間稼ぎに過ぎず、最終的に差し押さえは避けられないとの見方も少なくない。住宅市場の調整が完全に終わるまでにはまだ時間がかかる見通しである。

第2図：住宅着工、販売、建築業者のセンチメント



(資料) 米商務省、NAHB、NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：住宅ローン延滞率と差し押さえ比率



(資料) 米抵当銀行協会 (MBA) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 雇用・消費

雇用は増加方向

国勢調査による押し上げから、当面、雇用は強含み

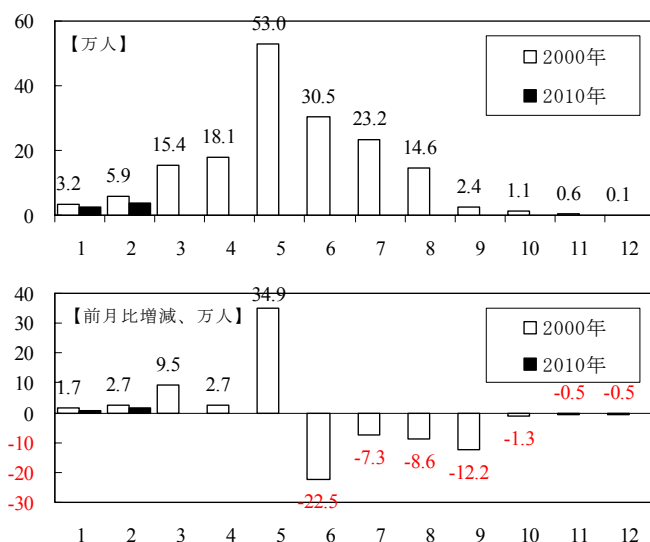
足元の個人消費は堅調

所得持ち直し、バランスシート改善などが背景

2月の非農業雇用者数は前月比▲3.6万人と、前月の同▲2.6万人から減少幅が小幅拡大した。天候の影響を受けやすい建設業で、雇用・労働時間が顕著に減少するなど、大雪の影響が窺われる。米労働省は大雪の影響は正確には測れないとしているが、これがなければ雇用者数は増加に転じていた可能性がある。雇用者数は、10年に1度の国勢調査のための臨時雇用により当面、強めの数字が予想される。米商務省によれば、前回2000年時には3月頃から臨時雇用が本格的に増え始め、ピークの5月には53万人に達した。また、市場が注目する前月比増減数では、2000年3月は季節調整前で9.5万人、5月は35万人の押し上げ効果があった(第4図)。これまでのところ、臨時雇用の動きは前回のペースを下回っているが、商務省では今回の臨時雇用は前を上回る(ピークの5月に63万人強)と予想しており、今後、増加ペースは加速すると見込まれる。

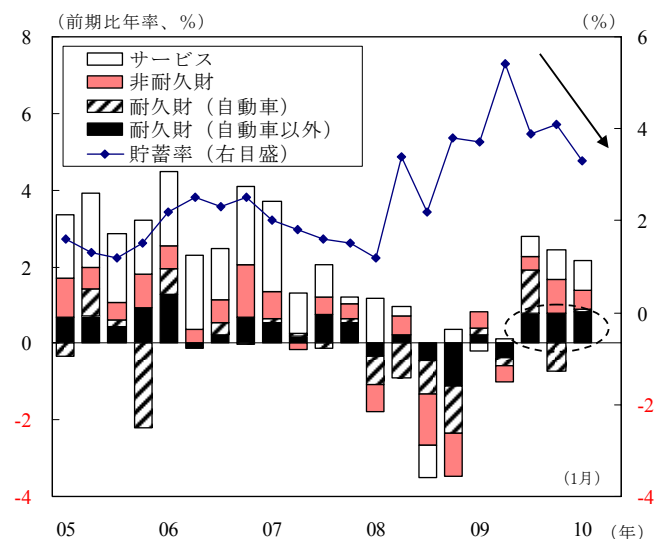
個人消費は、大雪などの悪材料にもかかわらず底堅さを見せている。堅調の要因としては、まず、雇用の減少にブレーキがかかり、所得が限界的に持ち直していることがあげられよう。また、株価上昇や住宅価格の安定により、純資産が3四半期連続で増加するなど、バランスシートが改善していることもある。このため、1月の消費者信用残高が1年振りに前月比プラスに転じるなど、バランスシート調整のスピードが鈍り、貯蓄率は低下気味となっている。さらに、消費低迷が長く続いていることからpent-up demand(先送りされた需要)が顕在化している可能性もある。実質個人消費を財別にみると、(買換え奨励策などで振れが大きい)自動車を除いた耐久財はこのところはっきりと増加基調に転じている(第5図)。

第4図：国勢調査の臨時雇用者数



(資料) 米商務省、労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：実質個人消費の内訳と貯蓄率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 企業活動

企業活動は回復基調

企業活動は総じて回復の動きが続いているものの、企業規模による格差は大きく開いたままである。

しかし、企業規模による格差は大きく開いたまま

大企業中心である全米供給管理協会（ISM）の景況指数は、2月の製造業指数が56.5と前月から小幅低下したものの、好・不調の分かれ目である50を7ヵ月連続で上回った。受注、生産指数が60近くを維持するなど、水準は引続き高い。非製造業指数も好調で、2月は53.0と3ヵ月連続で改善し2年半振りの水準に上昇した。

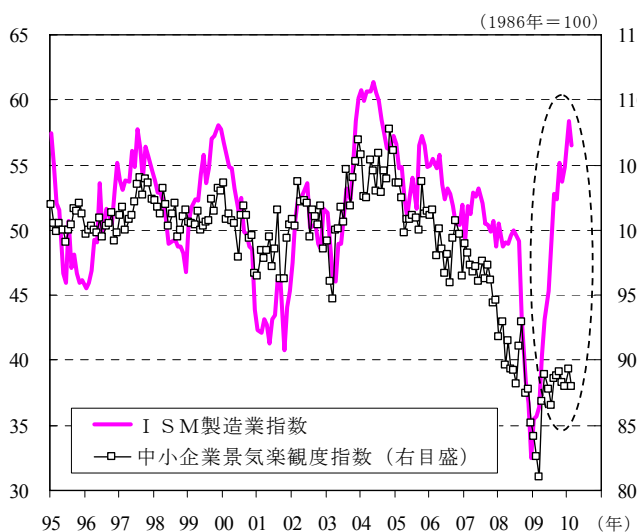
これに対して、中小企業の景況感を示す全米独立企業連盟（NFIB）の「中小企業景気楽観度指数」は、大底は打ったものの依然、過去の景気後退期の水準を下回っており、大企業との格差は過去に見られないほど大きく開いている（第6図）。こうした景況感格差を反映して、雇用や設備投資も、中小企業では回復が大きく遅れている。

商業不動産市場は引き続き厳しい

業種別では、商業不動産市場が引き続き厳しい状況にあるが、限界的には改善の兆候も出てきた。ムーディーズ・インベスターズ・サービスの商業不動産価格指数をみると、昨年10月を底に直近2ヵ月連続で上昇。水準は2007年10月のピークを依然、4割下回っているものの、底入れの兆しがみられる。米銀の商業不動産担保貸出の延滞率（30日以上延滞）も、昨年10-12月期は8.8%と15四半期連続の上昇となったが、前期比上昇幅は0.2ポイントと大きく縮小。延滞率に先行する米銀の貸出態度も厳しいながらも厳格化の動きが後退しつつあり、ピークアウトが近いことを窺わせる動きとなっている（第7図）。商業不動産市場は、当面、厳しい状況が続くものの、年後半から来年にかけて徐々に回復色が強まると予想される。

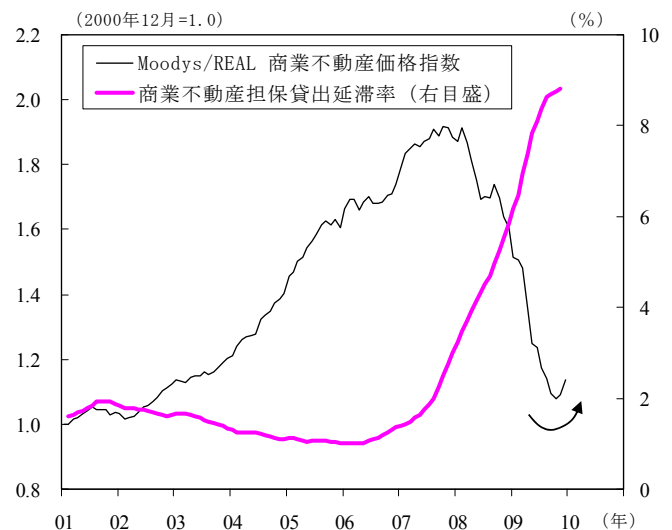
但し、限界的には改善の兆しも

第6図：企業規模別の景況指数



(資料) ISM、NFIBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：商業不動産価格と延滞率



(資料) FRB、Moody'sより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 物価

物価は川下を中心に安定持続

インフレ期待も安定

コア消費者物価は1982年以来の前月比下落

家賃の下落がコア物価の安定に寄与

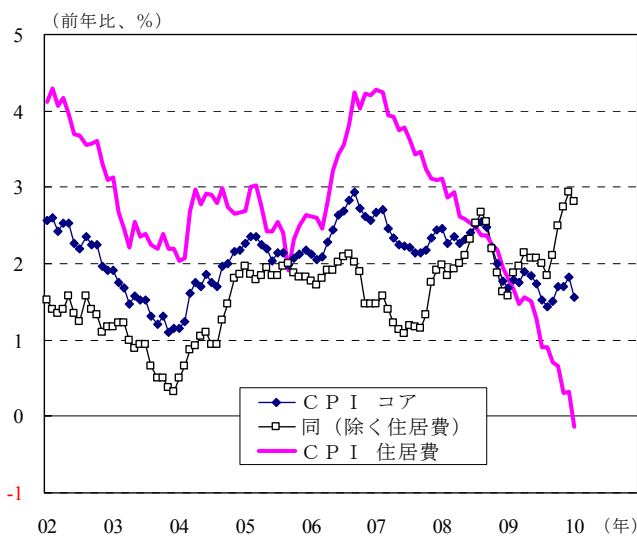
家賃下落の背景に貸家需給の悪化

物価は川下を中心に安定が続いている。巨額の財政赤字や連邦準備制度理事会（FRB）のきわめて緩和的な政策により、中長期的なインフレリスクには警戒を怠れないが、大幅なデフレギャップの存在等を背景に目先は安定が続く見通しである。インフレ期待も、今のところ、各種消費者サーベイの物価見通しや市場が織り込む期待インフレ率などをみる限り、落ち着いている

消費者物価は、ガソリンなどエネルギー価格は強含んでいるが、全体では前月比上昇率が5ヵ月連続で0.2%に止まるなど安定を維持している。エネルギー・食料を除いたコアは、今年1月が前月比▲0.1%と1982年末以来の前月比下落となった。前年比では1.6%と、FRBが安定とみなすレンジの下限近くで推移している。

足元のコア物価の安定は、4割強を占める住居費（家賃、宿泊費など）の影響が大きい。住居費の前年比上昇率は2007年初の4.3%をピークに低下基調が続き、1月には▲0.1%と下落に転じている（第8図）。特にここ半年ほどは住居費の大半を占める家賃の下落が顕著である。家賃が下がっているのは、貸家の需給が悪化しているためだ。金融機関が差し押さえた担保物件を賃貸用に転用するなど貸家の需給バランスは大きく崩れ、貸家の空き家率は歴史的な高水準に上昇（第9図）。これが家賃に下押し圧力をかけている。ちなみに、住居費を除くコア物価（前年比上昇率）は、自動車の価格や航空運賃が前年にリーマンショックの影響で急落した反動により上昇していることを反映し、むしろ強含みとなっている。

第8図：コア消費者物価の内訳



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：貸家の空き家率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融動向

(1) 金融政策

3月16日のFOMC
では政策据え置き

時間軸の文言も変
更なし

出口戦略は慎重に
発動される見込み

当面は流動性吸収
手段の拡充などの
環境整備を進める

FRBは、3月16日の連邦公開市場委員会（FOMC）で政策金利維持を決定した。声明文では、雇用、設備投資を中心に景気判断を上方修正する一方、インフレ見通しは前回表現をそのまま据え置いた。

注目された「長期（for an extended period）にわたり、異例の低金利政策を維持することが正当化される」との時間軸を示す文言は変更されなかった。昨年11月のFOMCで示された3つの条件（資源の低い利用率、落ち着いたインフレ動向、インフレ期待の安定）に照らして、まだ文言変更の時期ではないとの判断を下したとみられる。

FRBは今後、慎重に出口政策を発動する見込みで、現在は、本格発動が必要になった時に備えて環境整備を進めている。注目は流動性吸収手段の拡充で、3月8日にはNY連銀が、リバースレポの取引相手をこれまでの政府公認ディーラーからMMFなどに広げるプログラムを開始したと発表した。また、昨年12月に準備預金の定期預金制度を創設することが公表されたが、1月のFOMC議事録によれば、5月頃には実際の取引が可能になる見通しである（第1表）。

将来利上げが実施される時には、政策金利をコントロールしやすくするために、事前にまとまった流動性の吸収が行われる可能性が高い。その際には、これらの手段が利用される予定である。なお、FRBのバランスシートを膨張させているMBSやエージェンシー債などの長期資産の売り切りについては、当面、市場への影響に配慮して見送られる見込みである。

第1表：FRBの「出口」に向けた動き

2009	6.25	TAF(ターム物入札型貸出制度)減額、入札頻度引き下げ
	10.31	FRBによる米国債買い切り終了
	11.17	窓口貸出の最長貸出期間短縮(90日→28日、2010.1.14から実施)
	12.28	準備預金に定期預金制度(TDF)創設発表
2010	2.1	主な流動性供給プログラム打ち切り
	2.18	公定歩合引き上げ(0.50%→0.75%、2.19から実施)、最長貸出期間短縮(28日→オーバーナイト、3.18から実施)
	3.8	リバースレポの取引相手を政府公認ディーラー以外に拡大 TAF最後の入札
	3.31	FRBによるエージェンシー債、住宅ローン担保証券買い切り終了予定 TALF~新発の商業不動産ローン担保証券(CMBS)以外を担保とする融資~終了予定
	5月頃	TDFの実際の取引が可能になる予定
	6.30	TALF~新発CMBSを担保とする融資~終了予定

(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 株価と長期金利の動向

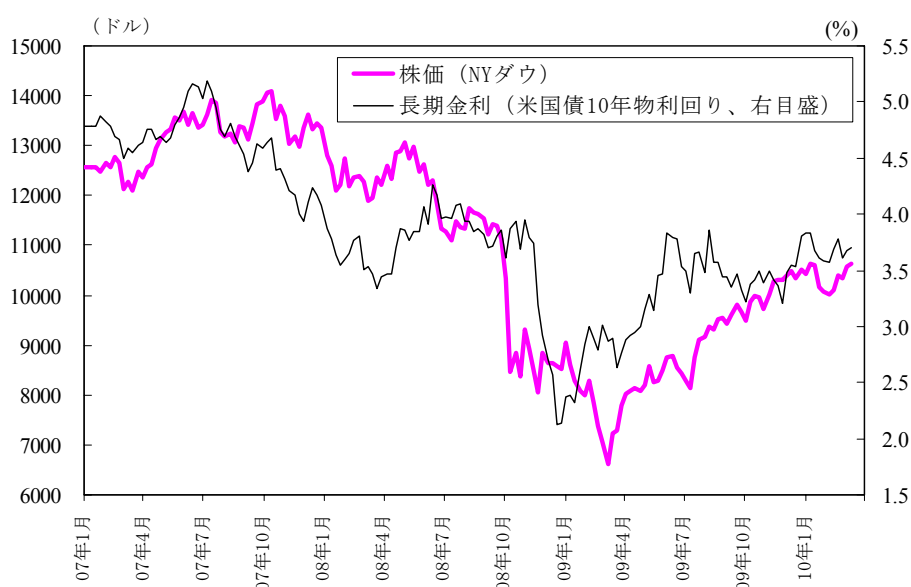
株価は景気回復を
背景に底堅く推移

株価(ダウ平均)は、昨年3月9日にリーマンショック後の最安値(6547ドル)をつけた後、この1年間で6割強上昇した(第10図)。景気回復を背景に底堅い動きが続いている。

長期金利は信用不安
後退で質への逃
避買いが一服

長期金利(10年米国債利回り)は、ギリシャの信用不安が薄れて質への逃避買いが一服したことや、良好な指標の発表などにより、やや強含んでいたが、3月FOMCの声明文をうけて、当面、FRBによる超低金利政策が続くとの見方が強まったことから買戻しが入り、足元は3.7%前後で推移している(第10図)。

第10図：株価、長期金利の推移



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(中村 明、山中 崇)

(円ドル相場動向については、「経済マンスリー・日本」に記載しております。)

照会先：経済調査室 中村 明 (総括) akira_nakamura@mufg.jp
山中 崇 (米国) takashi_2_yamanaka@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。