

経済マンスリー [米国]

～消費上振れ、雇用も増加基調に転じるものの、景気には引き続き脆弱性が残る～

1. 実体経済の動向

(1) 概要

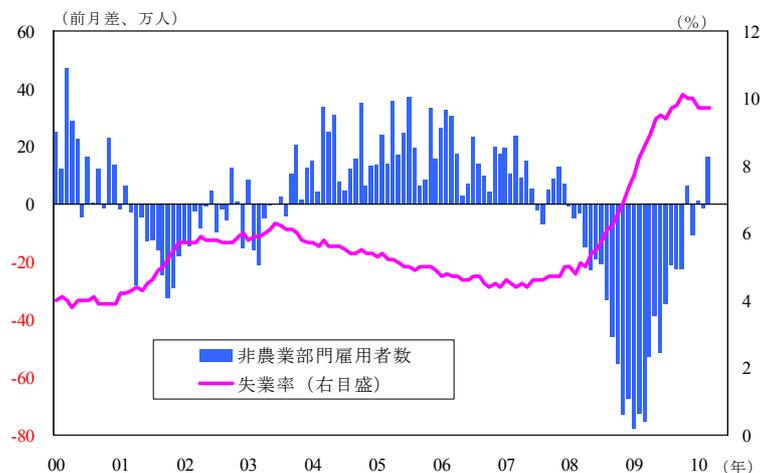
景気は足元、強めの回復

景気は見かけ上、強めの回復を示している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は堅調な個人消費を牽引役に年率 3%程度と、昨年 10-12 月期(同 5.6%)に続いて高めのプラス成長となる見込みである。雇用も、3 月の非農業雇用者数が前月比 16.2 万人増と 2007 年 3 月以来の増加幅を記録した(第 1 図)。これには、国勢調査に伴う連邦政府の臨時雇用増が押し上げた面はあるものの、民間雇用も 10 万人を超える大幅増となった。

但し、住宅市場など脆弱な部分が残る

ただし、失業率は 3 ヶ月連続で 9.7%と高止まりしており、雇用の本格回復には時間がかかる見通しである。また、住宅市場も回復の動きが鈍く、4 月末に住宅減税が打ち切られた後の販売動向については不透明感が強い。このように、景気は一部に脆弱な部分が残っており、まだ手放しで楽観できる状況には至っていない。

第 1 図：非農業雇用者数と失業率



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅市場

住宅販売は低迷、先行きに不透明感

住宅市場では販売が引き続き低迷している。中古住宅では直近の先行指標（Pending Home Sales Index）が前月比+8.2%と反発し下げ止まりの兆しを見せているが、新築では過去最低を更新中である。足元、ローン金利が強含んでいることや、4月末に住宅ローン減税が打ち切られることなどから、先行きの販売動向には不透明感が強い。販売低迷により在庫は再び増加に転じており、在庫率も上昇。住宅の過剰感の高まりから、今後、着工が抑制されることが懸念される。

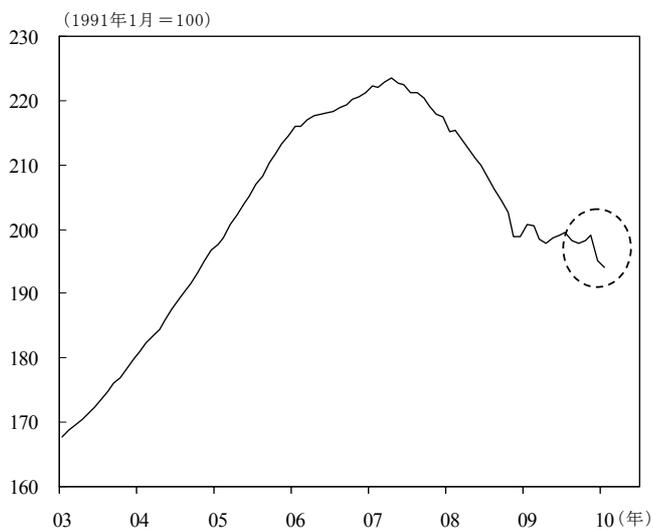
在庫増で住宅価格が再び弱含む兆し

在庫の増加は住宅価格にも下押し圧力をもたらす。住宅価格は、一昨年末頃から安定化の動きが見られていたが、直近では再び下落圧力が強まる兆しが出てきた。連邦住宅金融局（FHFA）の住宅価格指数は、今年1月が前月比▲0.6%と2ヵ月連続で下落（第2図）。前年比では、昨年11月に約2年振りにプラスに戻ったが、直近は▲3.3%と再びマイナスに転じている。

高水準の差し押さえが価格を下押しする懸念も

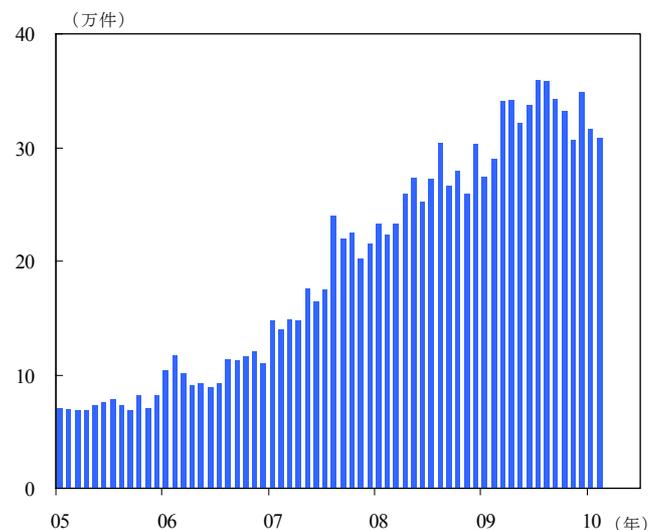
さらに、高止まりしている住宅差し押さえが今後、住宅価格を下押しすることが懸念される。RealtyTrac 社によれば、今年2月の差し押さえ件数は30.9万件と、12ヵ月連続で30万件の大台を超えた（第3図）。それでも最近では、金融機関が、住宅ローンの借手が政府の住宅対策の対象となるか見極めるために差し押さえ手続きを中断していたこともあって、増加にブレーキがかかっていた。しかし、その見極めもほぼ終わって差し押さえ手続きが再開される見通しである。差し押さえ件数が再び増加すれば、需給バランスが悪化し、住宅価格が再び下落圧力を強めることも予想される。

第2図：FHFA住宅価格指数



(資料) 米連邦住宅金融局 (FHFA) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：住宅差し押さえ件数



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 雇用・消費

雇用者数は増加に
転じたが新規雇用
は引き続き弱い

1-3 月期の雇用者数が約 2 年振りに増加し、雇用はようやく増加基調に転じたとみられる。しかし、新規雇用が引き続き弱いため、回復のペースは緩慢なものに止まっている。リーマンショック後の急激な解雇の動きは収まり、足元の解雇率は金融危機前の水準にほぼ戻ったが、企業は依然、新規採用には慎重な姿勢を崩していない。新規雇用率は昨年後半にいったん回復する兆しを見せたが、その後再び弱含み、今も歴史的な低水準に止まっている（第 4 図）。新規雇用が増えてこないと失業率を下げするのに必要な雇用増が維持できず、失業率の回復が大きく遅れることになる。

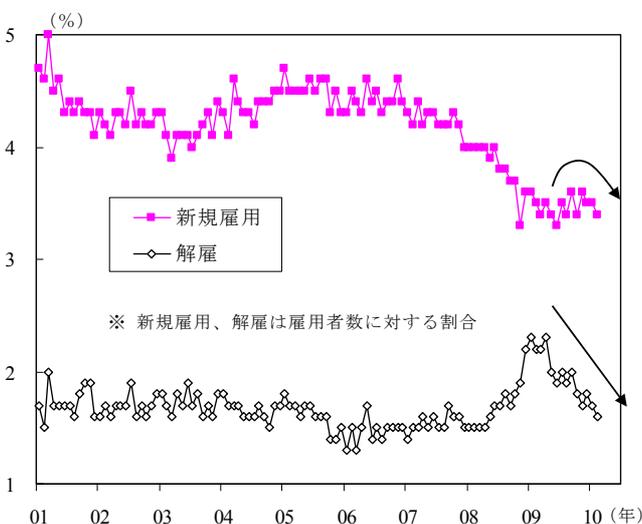
雇用の回復が鈍く、
所得は依然、低迷

雇用の回復ペースが鈍いと、消費を決定する最大の要因である所得が伸び悩み、個人消費の回復力を弱めることになる。この点、個人所得は、失業保険などの移転所得を除くとリーマンショック前の水準を大きく下回ったままで、消費回復の基盤は磐石ではない（第 5 図）。加えて、他の要因も消費の牽引役としては力不足である。家計の純資産は株価上昇や住宅価格の安定により 3 四半期連続で増加してはいるものの、ペースは鈍化。住宅価格が再び下落圧力を強めれば、家計のバランスシートが再悪化する懸念もある。家計のバランスシート調整も続いており、1 月に 1 年振りに前月比プラスに転じた消費者信用残高は、2 月は再びマイナスに戻っている。

足元の消費は堅調
だが、持続力に不安

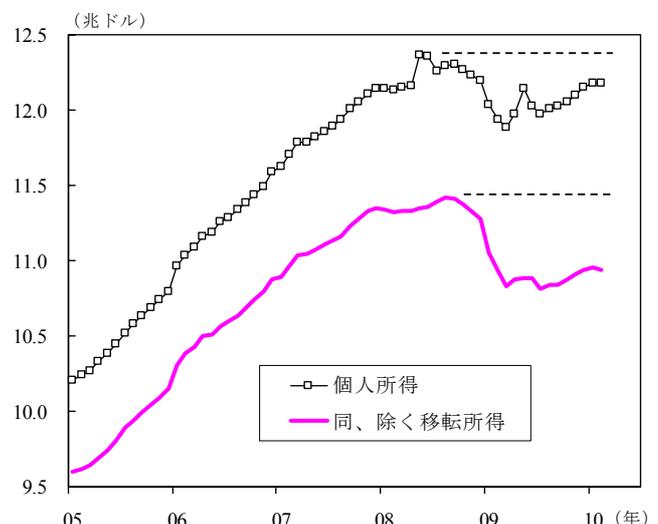
足元の個人消費は、3 月のチェーン店売上がイースター（復活祭）の暦の関係もあり 11 年振りの高い伸びを記録し、1-3 月期の実質個人消費が年率 3% 超になると見込まれるなど堅調である。しかし、雇用・所得の本格的な回復が見込めない中では、持続力に不安が残る。

第 4 図：新規雇用と解雇



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図：移転所得が支える個人所得



(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

大企業のマインドは積極化

企業活動は大企業中心に改善の動きが続いている。企業マインドも積極化。全米供給管理協会（ISM）の景況指数が、製造、非製造ともに数年来の水準に回復していることに加え、Business Roundtable の調査でも大企業の CEO（最高経営責任者）のセンチメントが急速に回復している。同調査によれば、今年 1-3 月期の景況指数は 88.9 と 4 四半期連続で改善し、2006 年 4-6 月期以来の水準に回復した。内訳をみると、売上、設備投資、雇用の全てで見通し DI（今後 6 ヶ月間に増加すると回答した企業の割合から減少すると回答した企業の割合を引いたもの）が改善し、いずれもリーマンショック前の水準を上回った（第 6 図）。特に、雇用では、2 年振りに増加企業が減少企業を上回り、ようやく下げ止まり感が出てきた（第 6 図）。

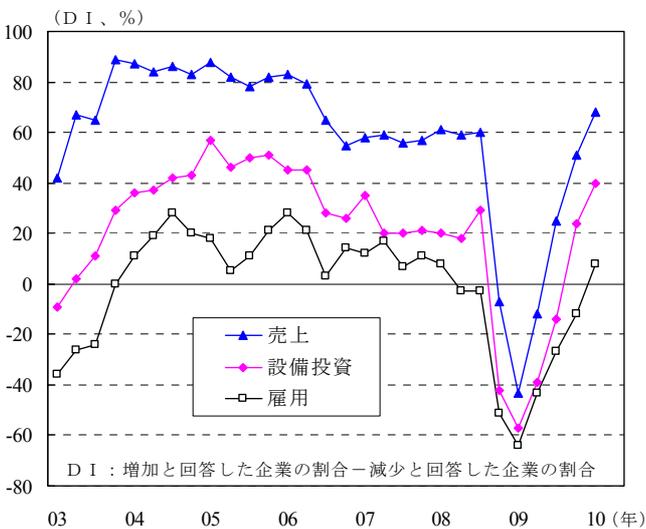
雇用 DI も増加超に転じる

一方、中小企業は低迷継続

これに対して、中小企業は依然、低迷状態を脱していない。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 3 月まで 2 ヶ月連続悪化と、大底は打ったものの底這いの動きが続いており、大企業との格差は大きく開いたままである。資金調達環境は引き続き厳しく、借入が 3 ヶ月前と比べて困難になったと回答した企業が容易になったと回答した企業を大きく上回っている（第 7 図）。中小企業の主な資金調達先である中小金融機関が、商業不動産市場の悪化で資産内容が劣化し貸出余力を低下させていることが、中小企業の資金調達を難しくしている。こうした資金繰り難を背景に、雇用や設備投資に対して慎重な姿勢を崩しておらず、今後 3 ヶ月の雇用計画をみても、中小企業としては異例の削減超が続いている（第 7 図）。中小企業の経営状況が改善されなければ、雇用の本格回復も難しい。

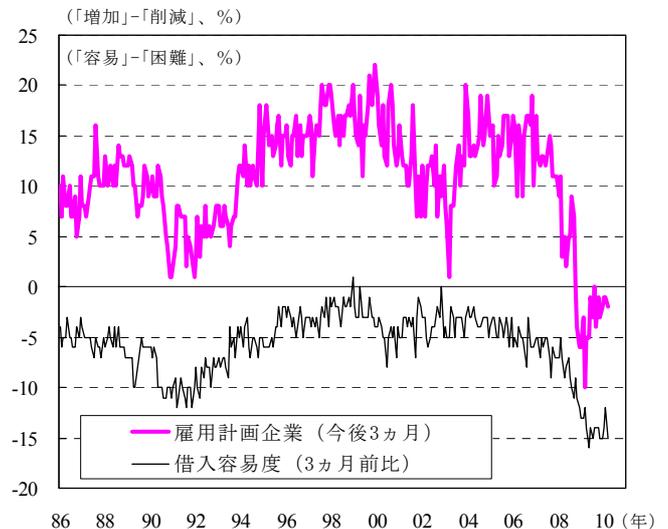
資金繰り難を背景に、雇用・設備投資に引き続き慎重

第 6 図：大企業経営者の見通し（今後 6 ヶ月）



(資料) Business Roundtable より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 7 図：中小企業の景況判断



(資料) NFIB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 物価

インフレは一段と抑制

インフレは一段と抑制されている。3月のコア（食料・エネルギーを除く）消費者物価上昇率は前年比1.1%と、連邦準備制度理事会（FRB）が安定とみなすレンジ（1.5%～2.0%）を下回り、2007年12月に景気後退が始まった時の2.4%から半分以下に低下した。

基調的なインフレを示す指標はいずれも低下傾向

最近のコアインフレ率の低下は住居費（帰属家賃）の下落の影響が大きいが、それを除いても物価上昇率は全般に抑制されている。例えば、基調的なインフレ率を見る指標としてクリーブランド連銀が発表している”Median CPI”（調査品目を物価上昇率順に並べて中央に位置する品目の価格の動きをみたもの）や、”Trimmed-mean CPI”（物価上昇率の上位8%と下位8%を除いて算出した物価指数）は、いずれも上昇率は低下傾向にある（第8図）。

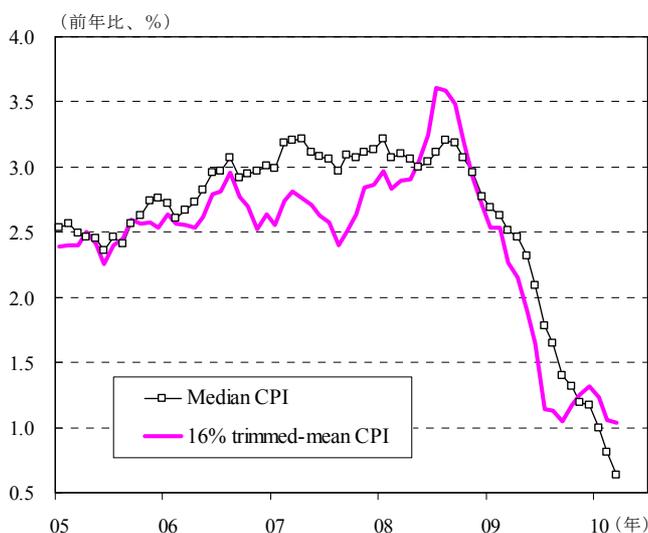
インフレ期待も総じて安定

インフレ期待も総じて安定を維持している。金融市場が織り込む期待インフレ率（同年限の名目金利債券と物価連動債の利回り格差）は概ね2%前後で安定。消費者サーベイからみた期待インフレ率（消費者の物価見通し）も落ち着いており、特に、原油価格などに左右されにくい中長期（5年）では、最近10年間で最低に近い水準にある（第9図）。

インフレ期待の安定は簡単には崩れない

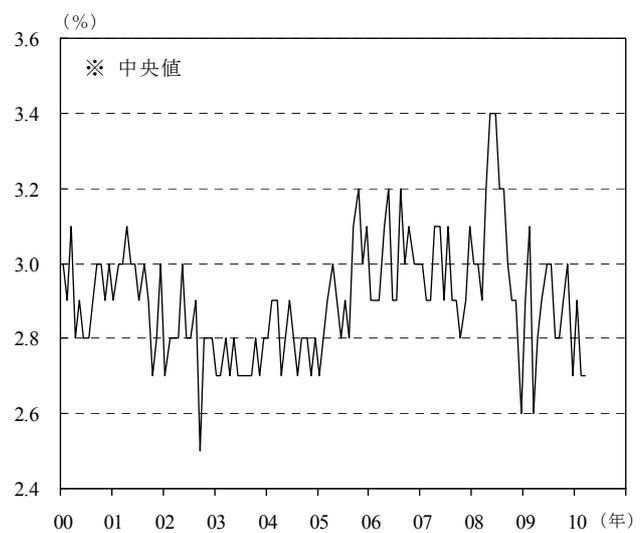
新興国の高成長やドル安などで原油価格や他の商品価格が高騰し、インフレ期待が高まるリスクはあるが、可能性は高くない。2008年に原油価格が150ドル近くに上昇した時も、川上の物価は上昇したが川下の物価やインフレ期待の安定が大きく崩れることはなかった。インフレ期待の安定は、これまでのFRBの実績への信認を反映しており、そう簡単には崩れないとみられる。

第8図：基調的なインフレ率は安定



(資料) Federal Reserve Bank of Cleveland より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：消費者の物価見通し（5年）



(資料) University of Michigan 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月のFOMC議事録はハト派色の強い内容

FOMC委員は引き続き景気に慎重

「extended period」は特定の期間を意味しない

利上げが早すぎるリスクは、遅いリスクよりも大きい

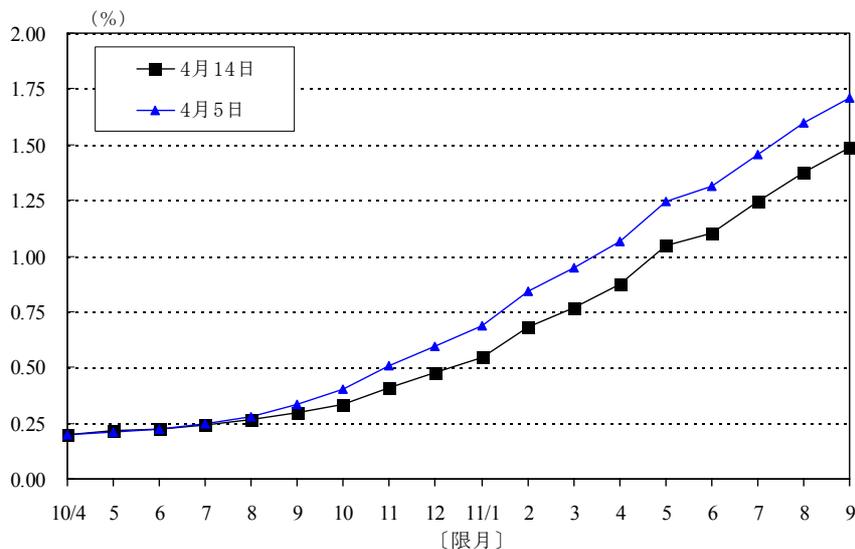
3月16日開催の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録はハト派色の強い内容となり、発表後、市場の利上げ織り込みは後退した（第10図）。

まず、FRBのスタッフによる経済・物価見通しは、1月のFOMCと概ね同じであるとしつつ、住宅の弱さや予想を上回る州・地方政府の歳出削減などからGDP予測を下方修正、物価も最近の指標の安定をうけて2010、2011年のコア個人消費デフレーター予測を小幅下方修正した。

また、FOMC委員による経済・物価見通しも、基本は緩やかなペースで回復が続くとみているが、雇用や住宅など経済成長を制約している要因を列挙し、景気回復の持続力を慎重に見ていることを示した。

金融政策に関する議論では、「経済の状況は長期（extended period）にわたる異例の低金利を正当化するだろう」との声明文の文言にカンザシティ連銀ホーニグ総裁が反対票を投じたことに対して、多くの委員が”extended period”は特定の日数（6ヵ月またはFOMC3～4回分と解釈されている）を意味せず、経済の状況で決まると指摘。経済活動が著しく加速したりインフレ率が顕著に上昇した場合にFRBが速やかに利上げに動くことを制限するものではないとした。そして、経済見通しが悪化したり、基調的なインフレ率が一段と低下した場合には、”extended period”が意味する時間が延びる可能性にも言及。さらに、金融引き締めには柔軟に対応できる一方、利下げという伝統的な緩和手段を使い果たして追加緩和は難しい状況にあることから、引き締めの開始が早過ぎるリスクは遅すぎるリスクを上回ると指摘している。

第10図：FF金利先物市場



(資料) Bloomberg 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

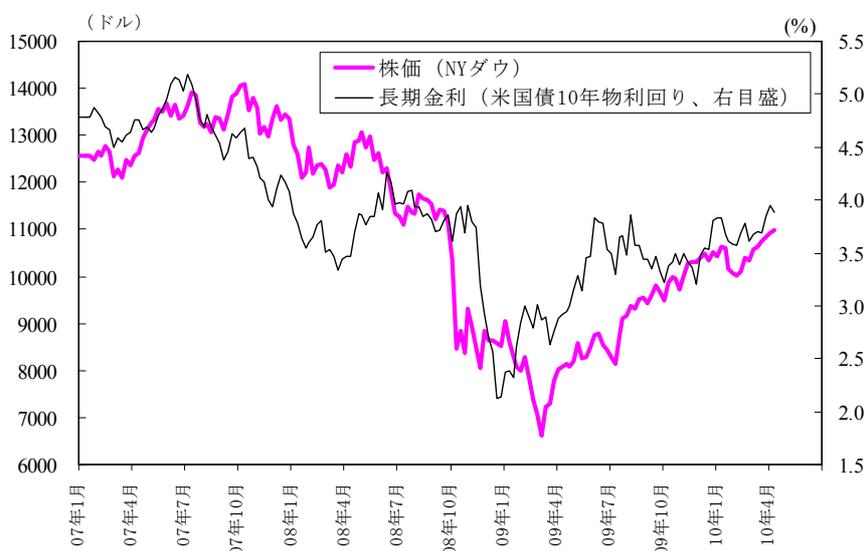
株価は景気回復を
背景に堅調に推移

株価（ダウ平均）は、景気回復を背景に堅調に推移している。2009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、1年余りで7割近く上昇。4月12日には2008年9月以来となる11000ドル台を回復した（第11図）。

長期金利は一時、
4%台に上昇

長期金利（10年米国債利回り）は、3月下旬に実施された米国債の入札が不調に終わり需給懸念が強まったことや、雇用統計など良好な経済指標の発表をうけて大きく上昇。4月5日には一時、2009年6月以来となる4%台をつけたが、この水準では投資家の需要があり、足元では小幅戻して3.8%台で推移している（第11図）。

第11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。