

経済マンスリー [米国]

～二番底懸念は和らぐも、景気回復ペースは当面緩慢～

1. 実体経済の動向

(1) 概要

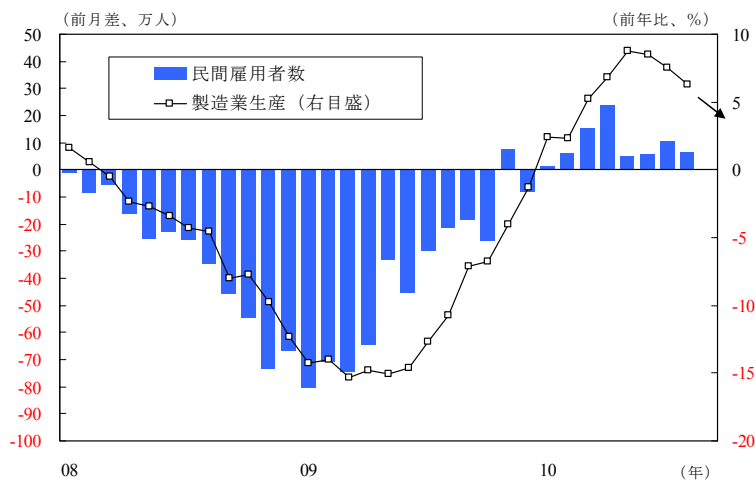
景気二番底懸念は和らぐ

予想を上回る経済指標の発表が続き、景気の二番底懸念は和らいでいる。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.6%と速報 (2.4%) から下方修正されたが、市場予想を上回った。8 月の ISM 指数も市場の低下予想に反して上昇。雇用統計も非農業雇用者数は市場予想ほど落ち込まず、失業保険新規申請件数も一時は 50 万件まで増加したが、その後は市場予想比下振れが続き、直近は 40 万件半ばまで下がっている。

但し、回復ペースは当面、緩慢

但し、9 月 8 日に発表された地区連銀景況報告では「経済成長が続いているものの、減速の兆しが幅広く見られる」として、景気回復ペースの鈍化が示唆された。民間雇用の増勢が鈍化し、製造業の在庫循環も下方トレンド入りして生産の増勢は鈍る方向にある (第 1 図)。景気回復ペースは当面、緩慢となる見通しである。

第 1 図：民間雇用者数と製造業生産



(資料) 米労働省、FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅市場

住宅販売は低迷継続

住宅販売は低迷を続けている。7月の新築住宅販売戸数は年率27.6万戸と1963年の統計開始以来の最低を更新。中古住宅も年率383万戸と1999年の統計開始以来の低水準となった。足元の販売の落ち込みは4月末に減税が終了した影響（駆け込みの反動）が大きいとみられるが、住宅販売の基調自体が弱く、再度悪化に向う可能性も否定できない。

販売の落ち込みで在庫過剰感が再び強まる

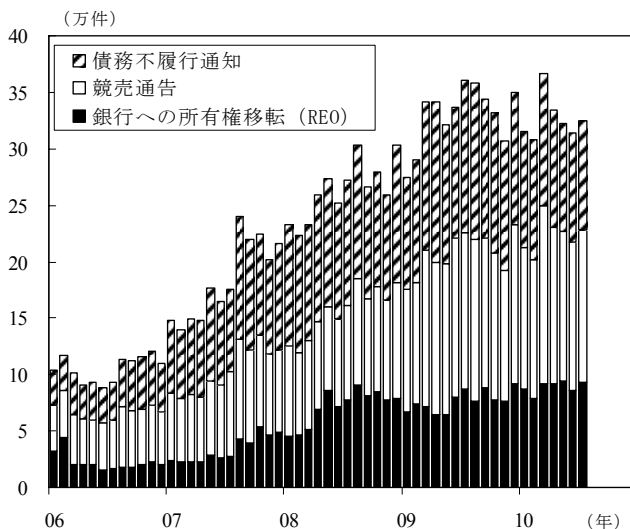
販売の落ち込みで在庫の過剰感が再び強まっている。新築住宅の在庫戸数は、着工を大幅に絞った結果、ピークの3分の1近くまで減少しているが、販売減少により在庫率は再び上昇に転じ、7月は9.1カ月に上昇した。中古でも在庫水準が高止まりしており、7月の在庫率は12.5カ月へ急上昇。適正水準とされる6カ月程度を大きく上回っている。

住宅価格には依然下振れリスク

このように、住宅需給の改善は緩慢で、住宅価格には下振れリスクが残っている。住宅の差し押さえ件数は依然、高水準で、米銀の抱える抵当流れ物件が増加している（第2図）。差し押さえ予備軍である長期延滞率は4-6月期に4年振りに小幅低下した（第3図）。政府の住宅ローン対策の効果がよく表れ始めたことが一因とみられる。しかし、2009年4月以降、返済緩和措置を受けたローンは累計で300万件を超えたが、住宅ローン全体の1割にも満たず、対策効果を過大視することは禁物である。延滞率は依然、歴史的な水準に高止まりしており、抵当物件の売却による供給圧力は当分、弱まることは期待できない。一方で、昨年後半に低下に転じた短期（30-60日）の延滞率は今年に入って2四半期連続で上昇している（第3図）。同比率は雇用情勢との相関が強く、上昇は足元の雇用の回復の遅れを反映しているとみられる。住宅ローン問題の根本的な解決にはまだ相当の時間がかかる見通しである。

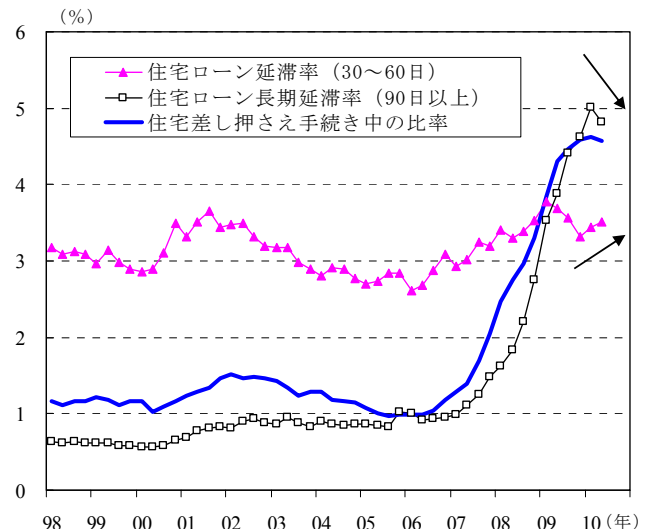
住宅問題の根本解決にはまだ相当の時間

第2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

第3図：住宅ローン延滞率



(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

雇用の回復ペースは緩慢

弱い景気回復に加え、各種ミスマッチが回復を遅らせる

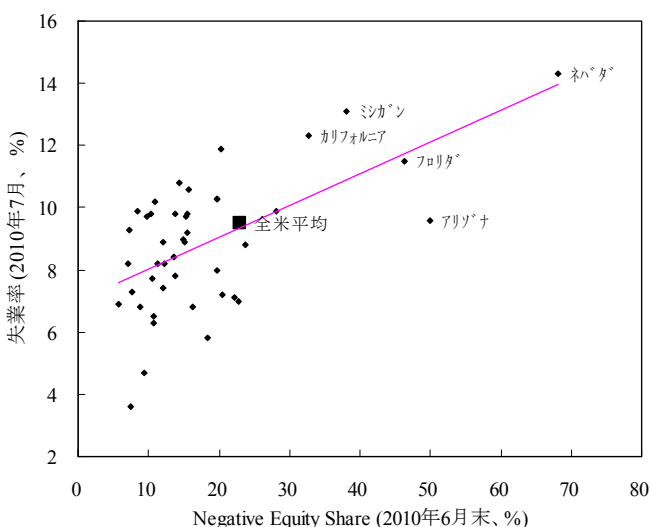
対策効果の剥落もあり所得の伸びは頭打ち

消費は 7-9 月期も低調見込み

雇用の回復ペースは引き続き鈍い。8月の非農業雇用者数は前月比▲5.4万人と市場予想ほど落ち込まなかったが、前月から横這いに止まった。国勢調査終了に伴う連邦政府の雇用減が▲14.3万人から▲11.4万人へと縮小したが、民間雇用の増勢が前月の10.7万人から6.7万人へ鈍化した。雇用の回復が鈍いのは、景気の回復力が弱いこと、先行き不透明感から企業が雇用には慎重なことに加え、需給のミスマッチが回復を阻んでいるためだ。今回の景気後退では住宅バブルの崩壊で建設業の雇用が大きく減少したが、職を失った労働者が技能不足から他産業へ再就職できず、長期失業者となるケースが多い。このため、建設業の失業率は直近で17.0%と際立って高い。さらに、住宅価格下落でネガティブ・エクイティ（住宅価格がローン残高を下回る）の債務者が大幅に増えた結果、住宅の買い替え（住み替え）が難しく、雇用情勢の比較的良好な地域への労働移動を妨げていることも雇用回復を遅らせているとみられる。ネガティブ・エクイティ比率の高い州では失業率も高いが（第4図）、こうした州と全米平均との失業率格差はむしろ広がっている。

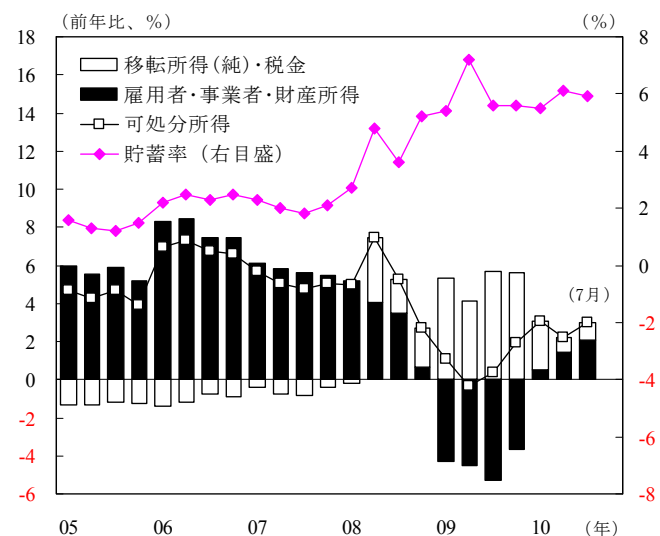
雇用の回復が鈍いことから、雇用者所得の持ち直しも緩慢なペースに止まっている。他方、景気対策による所得の下支え効果が徐々に剥落しており、この結果、可処分所得の伸びは今年に入り頭打ちとなっている（第5図）。さらに、通常、景気回復期には下がる貯蓄率も、雇用不安や家計の債務削減姿勢を反映して高止まりしている。このため、景気の谷から1年間の実質個人消費の伸びを比べると、今回が戦後の景気回復の中でも最も低い。4-6月期の実質個人消費は前期比年率2.0%増に止まったが、7-9月期も引き続き低調となる可能性が高い。

第4図：ネガティブエクイティ比率と失業率



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

第5図：家計の可処分所得と貯蓄率



(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

ISM 製造業指数の上昇は一時的

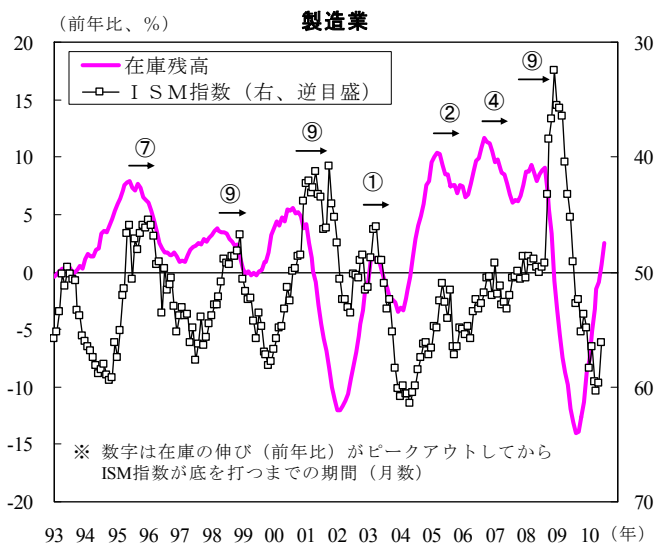
当面は生産の増勢が鈍化

追加景気対策の効果は限定的

8月のISM製造業指数は56.3と前月(55.5)から上昇した。しかし、製造業の在庫サイクルは既に下方トレンドに入っており、8月の上昇は一時的な反発とみられる。ISM製造業指数は製造業の在庫循環を示す代表的な指標であり、過去の動きをみると在庫と密接に連動していることが見てとれる。すなわち、売上回復や在庫調整進展により在庫残高の伸びが低下に転じてしばらくすると企業マインド(生産意欲)が強気になり、ISM指数は底打ちする傾向がある。在庫の伸びのピークアウトからISM指数底打ちまでのタイムラグは、ショック時(2003年イラク戦争、2008年リーマンショックなど)には不安定となるが、90年代は概ね3四半期程度だった。その後、在庫管理技術の進展もあり、現在は1~2四半期程度に短縮しているとみられる(第6図)。今回は在庫調整が軽微で在庫の伸びは年内にピークアウトするとみられるため、ISM指数の底打ちは年明けから来春頃になる可能性が高いと予想される。それまでは生産の増勢鈍化が見込まれる。

なお、オバマ大統領は、景気の回復ペースが鈍いことから9月8日に企業減税を中心とした追加景気対策を発表した(第1表)。しかし、議会では中間選挙を前に民主党と共和党の対立が激化しており、景気対策法案の審議は難航が予想される。さらに、法案が成立しても、①企業のキャッシュフローは歴史的にみても潤沢で投資減税の効果は限られる(第7図)、②研究開発減税は昨年末に期限切れとなったものを復活するもので追加効果は薄い、③公共投資は規模が小さい上、実際に支出されるまでに時間がかかり即効性に乏しい、などから設備投資の押し上げ効果は限定的とみられ、対策による景気の急回復は見込み薄である。

第6図：製造業在庫残高とISM製造業指数



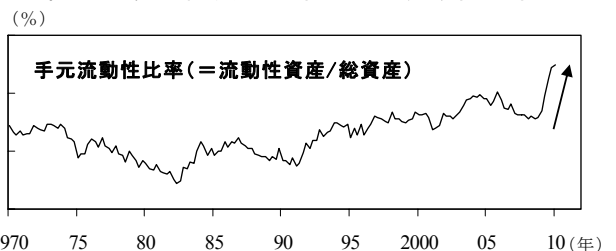
(資料) 米商務省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：オバマ大統領の追加景気対策

内容	規模
①投資減税(2011年末まで) ～投資1年目に全額償却可	2年間で2000億ドルの効果 (財政負担は300億ドル)
②研究開発減税の拡充・恒久化	10年間で1000億ドル
③公共投資(道路・鉄道網の整備)	6年間で500億ドル

(資料) ホワイトハウスより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：非金融法人企業の手元流動性比率



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 国際収支

7月の貿易赤字は前月の反動で大幅減

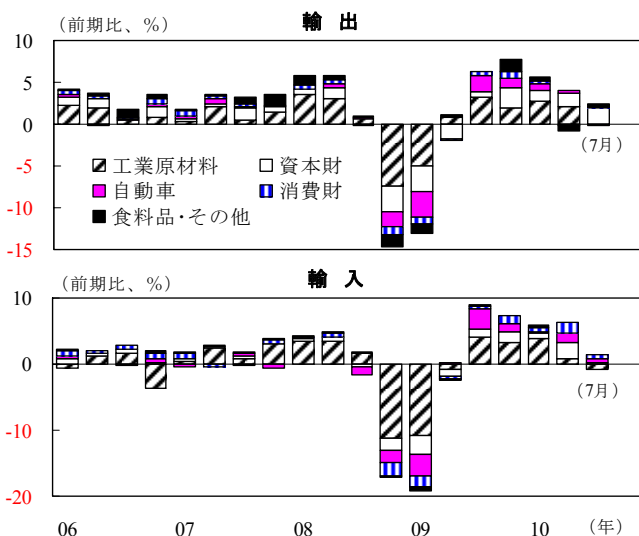
7月の貿易赤字は▲428億ドル。前月に急増した反動で▲14.0%の大幅減少となった。輸出は前月比1.8%増と前月(同▲1.3%)から持ち直し。限界的には伸びが緩やかに鈍化しているが、前年比では2割前後の伸びが続いており、底堅さを維持している。財別では資本財が好調で、7月は輸出の伸びの半分を民間航空機が占めた(第8図)。一方、輸入は▲2.1%と前月の大幅増(3.1%)から減少に転じた。5、6月と2ヵ月連続で高い伸びが続いたが、7月は反動で全ての財が減少に転じている(第8図)。輸入の伸びは在庫復元の一巡や景気回復ペースの鈍化から足元で急速に減速感が強まっているが、今後も緩やかな在庫調整の下で鈍化することが予想される。

赤字は実質ベースでも減少

貿易赤字は、2007年末に景気後退に入った後も原油価格の上昇を背景にしばらく拡大を続けていたが、2008年末にはリーマンショックによる景気失速や原油価格の下落で急激に縮小した。昨年半ばに景気が底打ちしてからは、輸入の持ち直しにより赤字は再び拡大に転じている。6月は一時的に赤字が急増したが、7月は元の緩やかな拡大軌道に戻っている(第9図)。今後は、景気減速に伴う輸入の伸び鈍化により赤字拡大にブレーキがかかると予想される。なお、貿易赤字は、価格変動の影響を除いた実質ベースでも減少しており、7月の水準は4-6月期平均を若干下回った(第9図)。4-6月期は輸出が堅調を維持する一方、輸入の急増により、外需が実質GDP成長率を年率3.4%押し下げた。7-9月期は外需の寄与度が若干のプラスに転じる可能性が高く、限界的に成長率の押し上げ要因になると見込まれる。

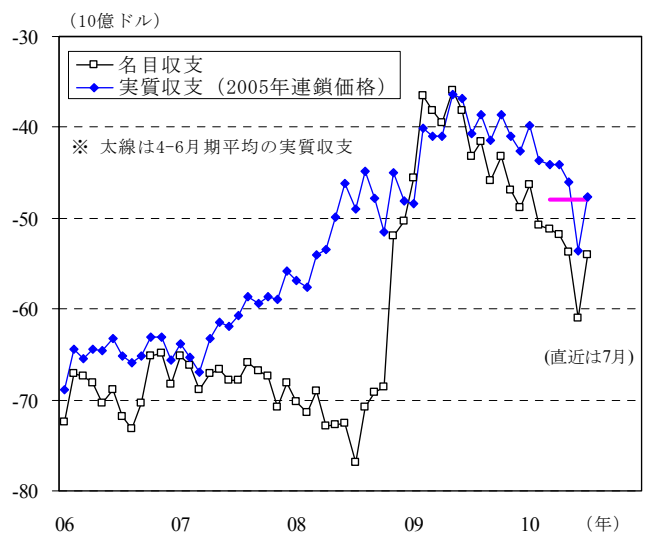
7-9月期の外需は成長率の押し上げ要因に

第8図：財別にみた輸出入動向



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：貿易収支



(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

バーナンキ議長は追加緩和の可能性を排除せず

ただし、実施にはまだ距離

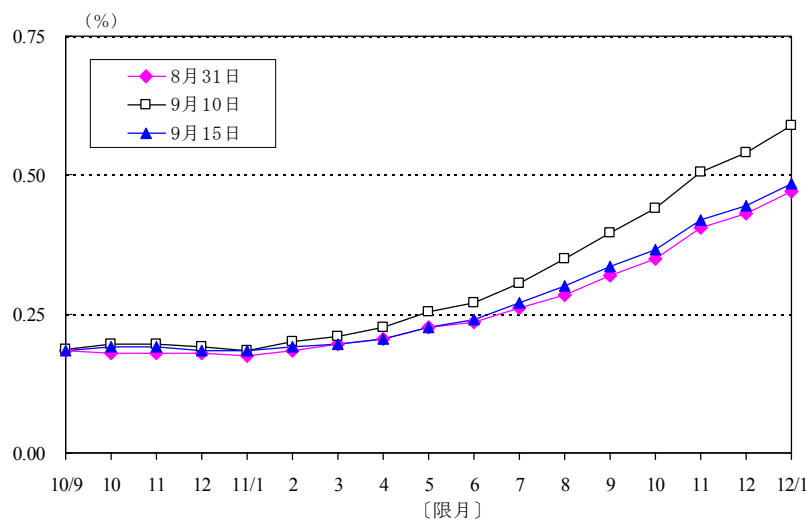
予想を上回る経済指標が続き早期の緩和観測は後退

9月FOMCは政策据え置きの見込み

8月27日、バーナンキ連邦準備制度理事会（FRB）議長はワイオミング州ジャクソンホールで開催されたシンポジウムで講演し、「必要ならば追加金融緩和を実施する用意がある」との考えを表明した。8月10日の連邦公開市場委員会（FOMC）では、意図せぬ引締め効果を回避するために住宅ローン担保証券やエージェンシー債の償還資金を米国債に再投資することを決定したが、景気見通しがさらに悪化した場合には追加緩和も辞さないとの強い姿勢を示した。もっとも、「景気は依然、予期せぬ事態に対して脆弱である」と慎重姿勢を示しつつも、景気は緩やかな回復が続くとの見方を維持。また、「委員会は、追加緩和に踏み切る際の特別な基準や誘因について合意していない」として、追加緩和の実施が差し迫っている訳ではないことを示唆している。

その後、市場予想を上回る経済指標の発表が相次ぎ、過度の景気悲観論が弱まったこともあり、FRBが早期に追加緩和策を実施するとの市場の観測は後退した。9月21日のFOMCでは、景気判断の下方修正など声明文が修正される可能性はあるものの、米国債購入拡大などの追加緩和策は実施されないとの観測が強い。しかし、11月か12月のFOMCでは追加緩和策がとられる可能性があるとの各種報道もあり、追加緩和観測そのものは消滅していない。FF金利先物市場の利上げ織り込みも9月に入り一時は前倒しされていたが、足元では再び戻っている（第10図）。なお、次回FOMCが11月3日と中間選挙の翌日に予定されており、政策変更のタイミングとしては政治的に好ましくないとの理由から、今回のFOMCで政策が変更されるとの予想も一部にはあるようだ。

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

株価は景気不安の後退で反発

株価（ダウ平均）は、米景気の先行き不安から8月下旬に一時10000ドルを割り込んだ。しかし、その後、市場予想を上回る経済指標の発表が続き過度の景気悲観論が和らいだことから下値不安が後退。足元では10000ドル台半ばで底堅く推移している（第11図）。

長期金利も2%台後半に上昇

長期金利（10年米国債利回り）は、FRBの慎重な景気判断と積極緩和姿勢をうけて米国債の購入増額など量的緩和策実施への期待が高まり、一時2.5%を下回った。その後、景気先行き不安の後退、株価の持ち直しなどから金利は2%台後半に上昇し、足元ではもみ合い推移となっている（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

(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 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。