

経済マンスリー [米国]

～緩やかな景気減速が続く中、追加緩和観測が強まる～

1. 実体経済の動向

(1) 概要

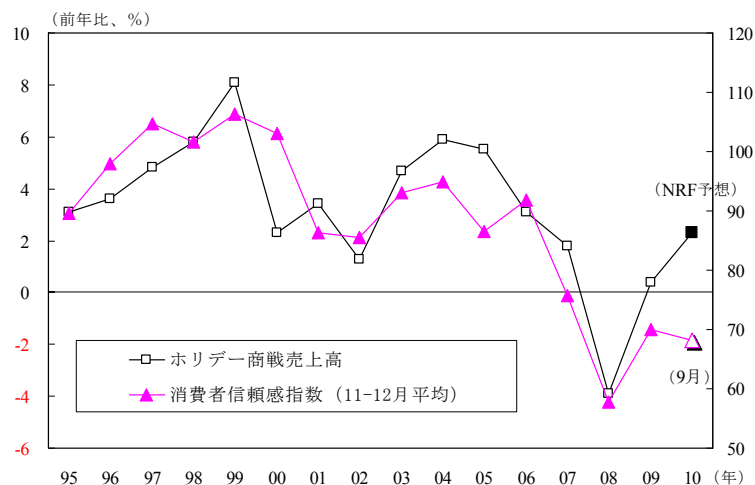
景気は緩やかに減速

景気は緩やかに減速している。9月の雇用者数は4ヵ月連続で減少した。国勢調査の終了や厳しい財政事情から政府部門が大幅に減少したことに加えて、民間部門も製造業を中心に増勢が鈍化した。また、個人消費も伸び悩んでいる。7-9月期の実質個人消費は4-6月期から小幅減速する見込みである。ホリデー商戦も、全米小売業協会では前年比2.3%増と昨年(0.4%)を上回る伸びを予想しているが、過去10年の平均(2.5%)は下回っており、消費マインドが足元で弱含んでいることを考えると、下振れに終わる可能性もある(第1図)。

追加緩和観測が強まる

こうした中、連邦準備制度理事会(FRB)による追加緩和観測が強まっている。早ければ11月の次回連邦公開市場委員会(FOMC)で米国債買い入れなどの量的緩和策がとられる可能性が高い。

第1図：消費マインドとホリデー商戦売上



(資料) ミシガン大学、全米小売業協会(NRF)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅市場

住宅市場は底這い

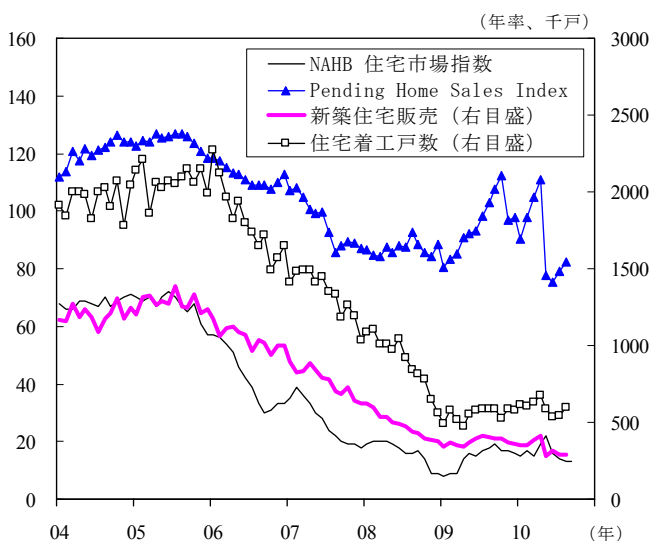
住宅市場は底這いの状態が続いている。8月の新築住宅販売戸数は前月比横這いに止まった。中古住宅は先行指標の Pending Home Sales Index が2ヵ月連続で増加したが、過去5番目の低水準に止まっている。また、住宅着工も2ヵ月連続で増加したが建築業者の景況感（NAHB 住宅市場指数）は弱含んでおり、当面、力強い回復は期待できそうにない（第2図）。住宅価格も、7月の連邦住宅金融局（FHFA）の価格指数が今次ボトムを下回り、住宅価格がまだ底入れしていないことが確認された（第3図）。過剰在庫の存在、住宅ローン延滞率の高止まり、それに伴う高水準の差し押さえ継続などから、価格先安感を払拭できずにいる。

住宅差し押さえ手続きの停止が広がる

住宅の差し押さえでは、最近、住宅ローンの貸手による不適切な行為が社会問題となっている。差し押さえにより担保住宅の所有権を貸手に移すには所定の事務手続きが必要だが、大手米銀等では早く担保住宅を処分するためにずさんな処理をしていたことが発覚。具体的には案件の中身をチェックせずに書類に署名していた。この結果、差し押さえの必要のない借手まで住宅を奪われた可能性が出てきた。署名担当者は「ロボット署名者（robo-signer）」とあだ名がつけられているが、1日に500件もの書類に機械的に署名していたとされる。問題発覚後、司法当局の勧告や貸手の自主的な動きにより、差し押さえ手続きを停止し、これまでの処理内容を見直す動きが全米に広がっている。これにより救済される者も出てこようがそれは少数で、多くはいずれ差し押さえが避けられないローンであるとみられる。差し押さえ手続きが止まることにより目先の住宅価格の下押し圧力は緩和されるとみられるが、必要な調整が先送りされることで住宅市場の回復が遅れることが懸念される。

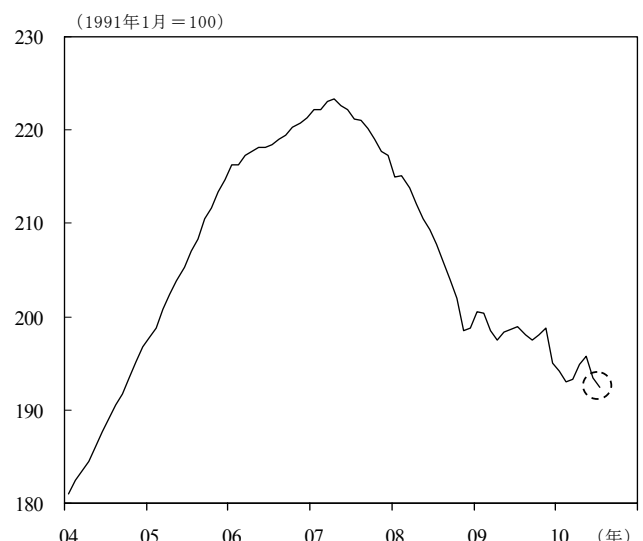
調整先送りで回復が遅れる懸念

第2図：住宅着工・販売、建築業者の景況感



(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：FHFA住宅価格指数



(資料) FHFAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 雇用・消費

個人消費は引き続き伸び悩み

個人消費は引き続き伸び悩んでいる。8月の実質個人消費は7月に続き前月比0.2%増に止まった。モノ（財）の消費は同0.5%増と堅調だが、サービス消費が前月比横這いと足を引っ張った。この結果、7-9月期では4-6月期の伸び（年率2.2%）を若干下回る見込みである。

所得低迷、バランスシート調整が消費を抑制

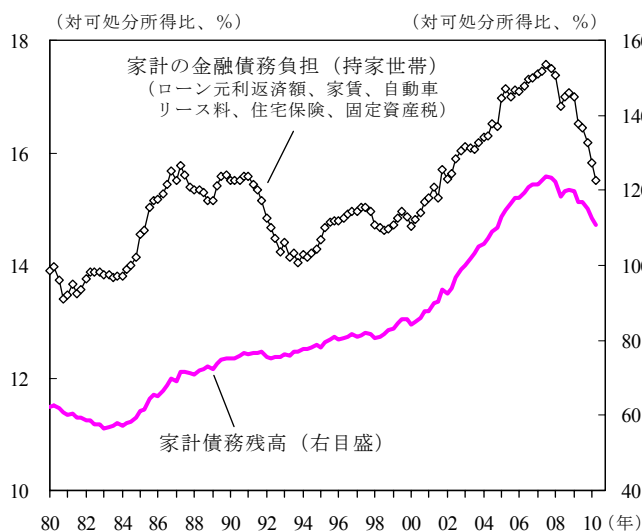
消費が力強さに欠けるのは、雇用の回復ペースが依然鈍く所得が低迷していることが主因だが、バランスシート調整の下で家計が債務の返済を優先していることも影響している。家計の債務残高（住宅ローン+消費者ローン）は2008年4-6月期をピークにその後減少が続いている。この結果、持家世帯の債務負担比率（可処分所得に対するローンの元利返済額などの比率）は住宅バブル前の水準に低下しており、バランスシート調整が順調に進んでいることが窺われる（第4図）。しかし、債務残高の減少は家計が貯蓄を増やし返済を進めた結果でもあるが、住宅差し押さえ急増で貸出償却が進んだこともかなり寄与しているとみられる。差し押さえで住宅を失った者はローンの返済から解放されるが、数年間は借入が出来ないなど財務上の制約を課され、消費の牽引役を担うことは難しい。このように債務負担比率の低下は割り引いてみる必要があり、これをもって消費の本格回復が近いと決めつけるのは早計である。

バランスシート調整は進展するも、過大評価は禁物

貯蓄率の高止まりから消費の急回復は期待薄

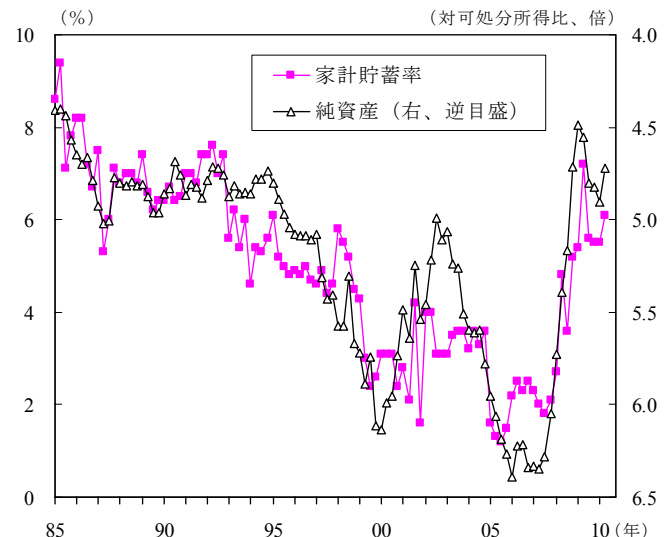
一方、家計の純資産をみると、住宅価格や株価の下落を主因に、可処分所得比でみると1990年代半ばの水準まで低下している。純資産比率と家計貯蓄率には逆相関があり、貯蓄率は90年代半ばの水準まで上昇している（第5図）。しばらく住宅価格は低迷を続けるとみられることから純資産の急増は見込みにくく、家計貯蓄率は高止まりが予想される。このため、個人消費の急回復も当面、期待しにくい。

第4図：家計の債務残高と債務負担比率



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：家計の純資産と貯蓄率



（資料）米商務省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 企業活動

景気減速の中、企業マインドは弱含み

景気の減速傾向が続く中、企業マインドは弱含みの方向にある。民間調査会社のコンファレンス・ボードによれば、7-9月期の大企業CEOの景況感指数は前期から12ポイントの大幅悪化となり、1年半振りの水準に低下した（第6図）。企業マインドの悪化は中小企業でも同様で、中小企業の景況感を示す全米独立企業連盟（NFIB）の景気楽観指数は、総合指数こそ前月から小幅改善したものの、売上、収益、雇用など多くの内訳項目が悪化した。

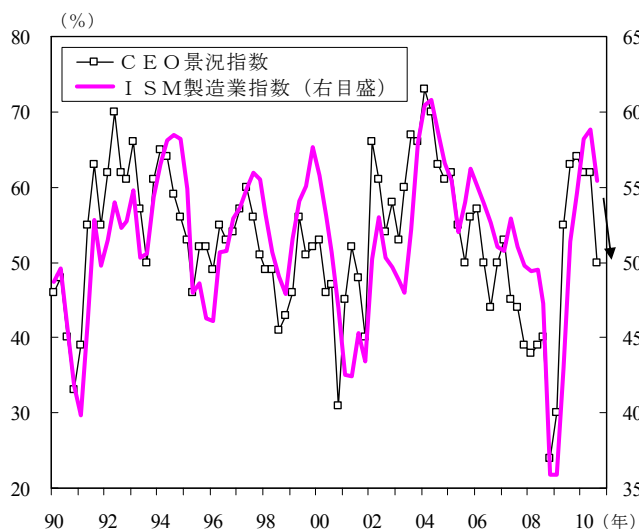
生産は増勢鈍化

企業マインドの悪化を反映し、企業活動も減速感が強まっている。まず、生産活動では、製造業の業況を示すISM製造業指数が「出荷・在庫バランス」の限界的な悪化を反映して4-6月期の58.8から7-9月期は55.4に低下した。若干の先行性があるCEO景況感指数が上記のように大きく低下していることもあり、少なくとも年内は低下基調を続ける可能性が高いとみられる（第6図）。

雇用・設備投資も当面は低調

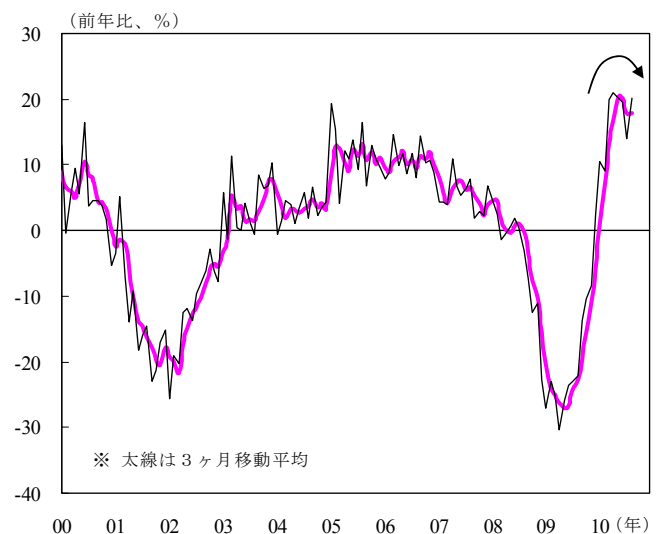
また、企業収益の回復に比べて動きが鈍い雇用・設備投資についても、企業は当面、慎重な姿勢を崩さないとみられる。民間雇用者数は、サービス部門は比較的底堅いが製造業が減少に転じるなど、全体では増勢が鈍化している。当面、製造業の調整が続くとみられることなどから、雇用の増加ペースは引き続き緩慢なものに止まる見込みである。設備投資も足元で減速の兆しが出ている。機械投資は、先行指標の非国防資本財受注が依然、増加基調を維持しているが、リーマンショック後の急激な落ち込みからの反動増が一服し、前年比伸び率にピークアウト感が出てきた（第7図）。建設投資も商業用不動産市況の回復が遅れており、民間建設支出は8月まで4ヵ月連続で前月比マイナスとなっている。

第6図：CEO景況指数とISM製造業指数



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

第7図：非国防資本財受注（除く航空機）



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 物価

インフレ率は低下ペースが鈍化

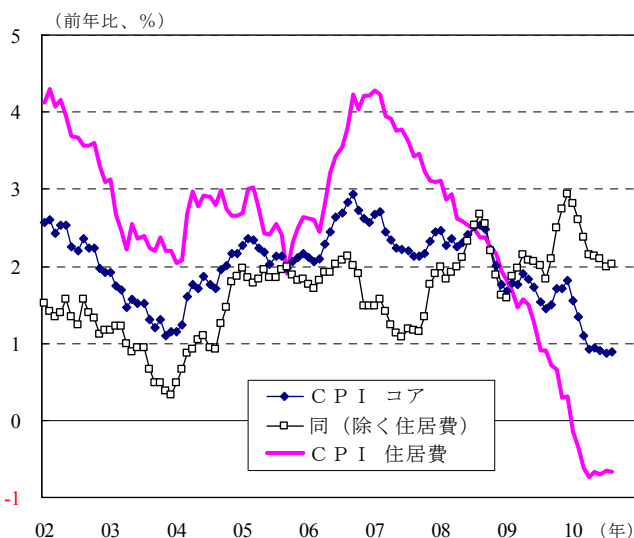
足元のインフレ率はこのところ低下ペースが鈍化している。エネルギー・食料品を除いたコア個人消費者デフレーターは3ヵ月連続で前年比1.4%となった。コア消費者物価(CPI)も直近8月までの5ヵ月間は前年比0.9%で横這いとなっている。インフレ率の低下にブレーキがかかってきたのは、これまで低下を主導してきた住居費(家賃)に下げ止まりの兆しが出てきたためである(第8図)。また、消費者物価段階で最大の費用項目である賃金も、8月の時間給が前月と同じ前年比1.7%となるなど、上昇率の低下ペースが鈍ってきた。生産性上昇率の鈍化と相俟って単位労働コストの低下には歯止めがかかるとみられることから、物価の下押し圧力も徐々に弱まると予想される。

但し、引き続き安定レンジを下回りFRBの警戒強まる

もっとも、インフレ率の水準は引き続きFRBが安定とみなすレンジ(コア個人消費デフレーターで1%台後半)から下振れて推移しており、FRBは物価の下振れ長期化に対する警戒を強めている。物価の下振れが長引くとインフレ期待の安定が崩れるリスクが高まるからだ。インフレ期待は、市場が織り込む期待インフレ率は足元で幾分持ち直しているが、ミシガン大学調査による消費者の予想インフレ率(今後5年)は長期的なレンジの下限近くで推移している(第9図)。

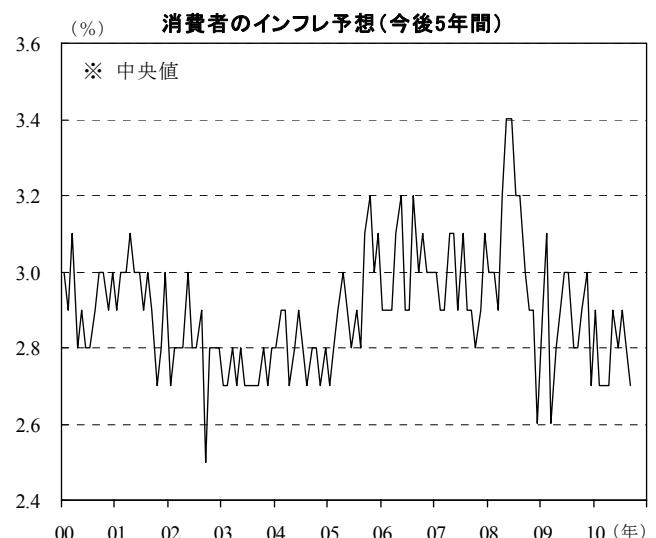
緩慢な景気回復によりしばらく大幅な需給ギャップが残ること、失業率もしばらく高止まりし賃金上昇率に下押し圧力がかかることなどから物価には下振れリスクが残っている。このため、後述のようにFRBは、9月FOMCの声明文で足元の物価が望ましい水準から下振れていることにあえて言及し、物価の安定に強い姿勢で臨むことを示した。

第8図：コアインフレ率と住居費



(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：期待インフレ率



(資料) ミシガン大学より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融動向

(1) 金融政策

追加緩和観測が強まる

FRBによる追加緩和観測が強まっている。9月21日のFOMC声明文では、慎重な景気判断を維持するとともに、足元の物価が、FRBが望ましいとする水準から下振れていることに言及。必要な場合には追加緩和策をとる準備があることを表明した。その後も、バーナンキ議長を含め多くの高官から追加緩和に前向き、または、少なくとも反対はしないとの発言が続いた（第1表）。カンザスシティ連銀やダラス連銀の総裁など一部に反対意見があるものの、早ければFRBは次回11月のFOMCで追加緩和を実施する可能性が高い。

景気が加速せず、物価の下振れが続けば追加緩和実施

11月FOMCでは、委員から最新の経済・物価見通しが示される予定だが、前回6月予測から下方修正される見通しである。足元の景気指標は比較的底堅く、一頃に比べて二番底懸念は後退しているが、FRBは現状の景気・物価に満足していない。9月FOMCの議事録では、多くの委員が、「景気回復が引き続き緩慢で物価の下振れが続けば、追加緩和を実施することが適切」と考えていることが確認された。

追加緩和策は米国債の買い入れ増額が有力

具体的な緩和策としては米国債の買い入れ増額が有力だが、インフレ期待に働きかける手段も議論されたことが議事録で示された。政策金利がゼロ近傍まで下がった現状では、期待インフレ率の上昇により実質金利を下げ景気を刺激するルートの活用が有用だが、具体的には、①FOMCが適切とみなすインフレ率についてより詳細な情報を提供する、②（インフレ率ではなく）物価水準や名目GDPの水準を政策目標とすることが検討された。なお、政策効果を最大限に引き出すには「明確な情報提供（＝市場との対話を密にすること）」が重要であることが確認された。

第1表：最近のFOMC当局者の主な発言

発言者	発言内容（日付）
バーナンキ議長	◎ 米国債の追加購入には金融情勢を緩和させる力がある(10/4)
ダドリー・ニューヨーク連銀総裁	◎ 経済見通しが変わらなければ一段の行動が正当化される(10/1)
ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	◎ 一段の緩和策が必要ならば利用できる選択肢がある(9/30)
ローゼングレン・ボストン連銀総裁	◎ 金融緩和を拡充するかどうかは今後の経済指標次第(9/29)
ブラード・セントルイス連銀総裁	◎ 11月FOMCは難しい会合になるだろう(10/8)
ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁	◎ 追加緩和の方向に進むべきであるとは全く思わない(10/7)
エバンス・シカゴ連銀総裁	さらなる金融緩和を支持する(10/5)
ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	現時点でどのような規模の追加的な資産購入も支持しない(9/29)
フィッシャー・ダラス連銀総裁	追加緩和は現時点で効力が明確でない(10/1)
コチャロタ・ミネアポリス連銀総裁	追加緩和策について心を開いた状態(9/29)
ロックハート・アトランタ連銀総裁	追加策が機能するかここで立場を示さない(9/28)

(注) ◎はFOMCの投票メンバー

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 株価と長期金利の動向

株価は追加緩和観測が下支え

株価（ダウ平均）は、比較的底堅い経済指標の発表により景気の二番底懸念が和らぎ、下値不安が後退。足元ではFRBによる追加緩和観測が下支えとなって10月上旬には11000ドル台に上昇した（第10図）。

長期金利は量的緩和期待で2%台前半に低下

長期金利（10年米国債利回り）は、景気先行き不安の後退や米株価の持ち直しなどから一時強含んだが、FRBによる米国債の購入増額などの追加緩和策実施の観測が強まった結果、一時2.3%台まで低下した（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

(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。