

経済マンスリー [米国]

～株高やブッシュ減税延長などをうけて景況感が改善～

1. 実体経済の動向

(1) 概要

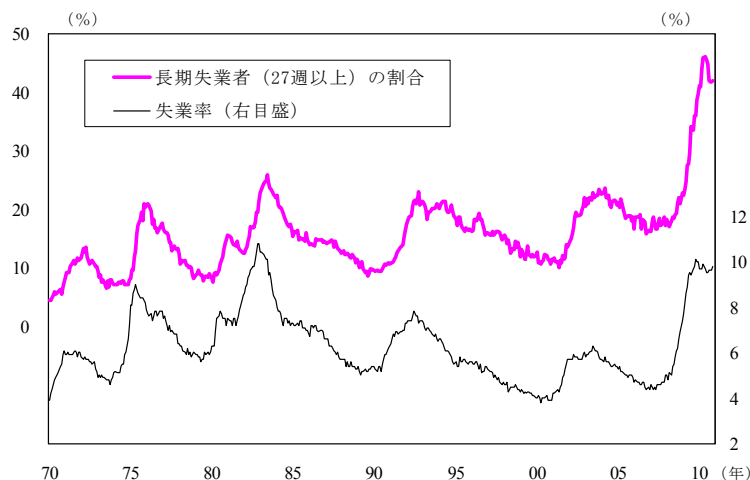
株高や減税で景況感が改善

株高や減税をうけて景況感が改善している。各種報道によれば、ホリデー商戦は堅調なスタートを切ったようだ。11月の小売売上高も、株高による資産効果などから市場予想を上回る伸びとなり、9月、10月分も上方修正された。生産活動も増勢は鈍化しつつも高水準を維持している。さらに、12月6日にはオバマ大統領と共和党がブッシュ減税の延長や給与税の引き下げなどで合意。これをうけて2011年の成長率を上方修正する動きが広がっている。

ただし、構造問題の調整には時間

一方で、11月の失業率は9.8%と前月から0.2ポイント悪化。失業期間が半年を超える長期失業者の割合も4割強で高止まりしている(第1図)。住宅市場も低迷が継続。景気は循環的には回復が続いているものの、構造問題の調整にはなお時間を要する見通しである。

第1図：失業率と長期失業者の割合



(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

住宅市場は底這い

住宅市場は引続き底這いの状態にある。住宅の差し押さえ手続きにおいて、住宅ローンの貸手による不適切な行為が発覚し、司法当局の勧告や貸手の自主的な判断から差し押さえ手続きをいったん停止し、これまでの処理内容を見直す動きが9月末から10月にかけて全米に広がった。この影響で、中古住宅販売は短期的に大きく減少することが懸念されていたが、先行指標の「中古住宅販売成約件数 (Pending Home Sales Index)」が、10月は前月比10.4%増と市場の減少予想に反して増加したことから、懸念はやや後退した(第2図)。しかし、同じ10月の新築住宅販売戸数は前月比▲8.1%と大きく減少しており、住宅販売の基調は総じて弱い状態が続いている。さらに、住宅着工も10月は前月比▲11.7%の年率51.9万戸と2ヵ月連続で減少した。販売低迷で在庫率が高止まりしていることから、着工の回復は遅れている。建築業者の景況感 (NAHB 住宅市場指数) も、資金調達難などを背景に低迷が続いている。

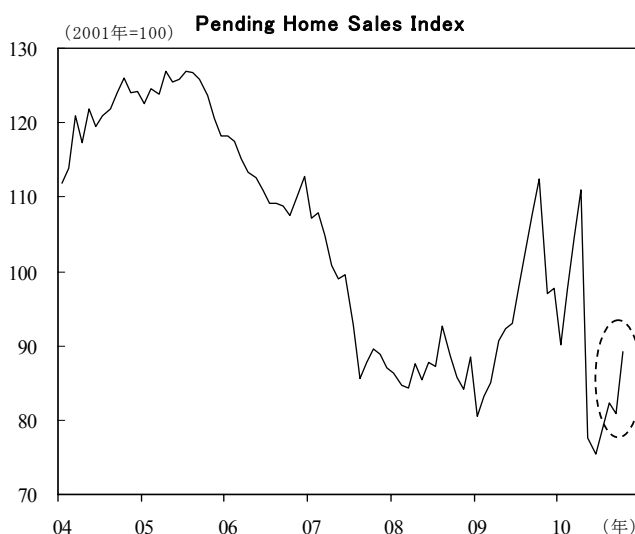
住宅販売に加えて 着工も低迷

住宅価格も軟調

こうした中、住宅価格も軟調に推移している。優良物件が中心の連邦住宅金融局 (FHFA) の住宅価格指数は9月まで4ヵ月連続で前月比下落し、価格低下に歯止めがかかっていない。また、サブプライム物件を含むケースシラー住宅価格指数 (10都市指数) は昨年後半から緩やかな上昇基調にあったが、直近3ヵ月は下落に転じている (第3図)。高水準の過剰ストックに加えて、差し押さえ件数も高止まりしており、供給圧力は引続き強い。差し押さえについては、政府の住宅ローン対策 (借手保護) が、必要な差し押さえを妨げ、かえって住宅価格の底打ちを遅らせている面もある。住宅価格の先安感は依然強く、これが住宅販売の回復を抑制する一因となっている。

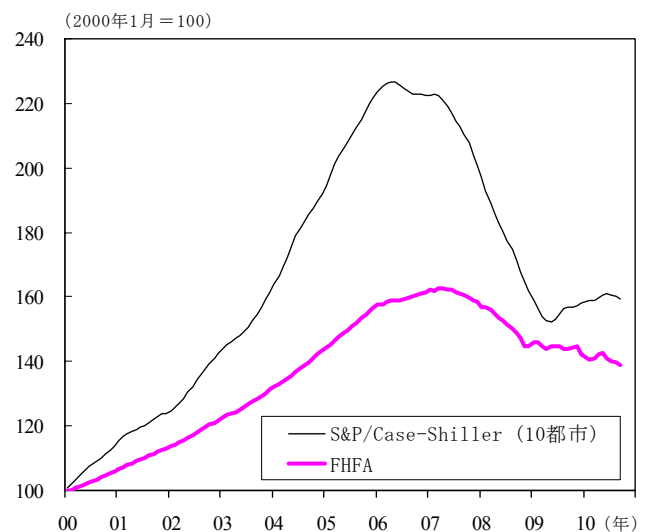
政府の住宅対策が 価格底打ちを遅ら せている面も

第2図：中古住宅販売成約件数



(資料) 米不動産業協会 (NAR) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：各種住宅価格指数



(資料) Standard & Poor's, FHFA より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 雇用・消費

ホリデー商戦の出足は堅調

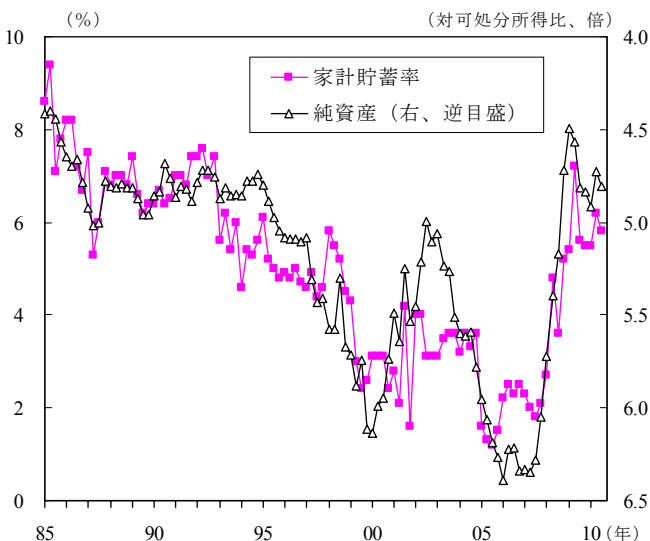
株高が消費堅調の一因

減税が個人消費を下支え

足元の個人消費は底堅く推移している。全米小売連盟の調査によれば、感謝祭（11月25日）後の週末の売上高は前年比9.2%増と高い伸びを示した。11月の小売売上も堅調で、この結果、10-12月期の実質個人消費は年率3%を上回る見通しである。消費マインドもやや持ち直し、12月のミシガン大学消費者信頼感指数は今年6月以来の水準まで回復した。連邦準備制度理事会（FRB）による追加金融緩和の影響などで株価が上昇し、その資産効果が消費堅調の一因になっているとみられる。ちなみに今年9月末の家計の純資産は54.9兆ドルと株式資産を中心に6月末から1.2兆ドル（2.2%）増加した。可処分所得比では1990年代半ばの水準まで低下しているため、以前のような資産効果による消費の押し上げは期待できないが、純資産の減少に歯止めがかかったことで貯蓄率の急上昇にもブレーキがかかり、個人消費の調整圧力は弱まっている（第4図）。

12月6日にはオバマ大統領と共和党がブッシュ減税の延長などで合意した。主な合意内容は、①ブッシュ減税を高所得層も含めて2年間延長、②2011年の給与税引き下げ、③長期失業者に対する失業保険給付の延長などである（第1表）。このうち、ブッシュ減税や失業保険給付の延長についてはほぼ予想されていたが、給与税の引き下げは想定外で、この結果、2011年の成長率見通しを上方修正する動きが広がった。今回の合意により2011年のGDP成長率は最大0.5%程度押し上げられるとみられる（なお、給与税引き下げは2011年1年限りの措置のため、2012年の成長率は反動で下方修正される）。こうした減税措置は一方で財政赤字を拡大させる。議会予算局の試算によれば、2011-12年度の財政赤字は2年間の合計で約8000億ドル増加する見込みである。

第4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

第1表：オバマ大統領・共和党間の合意内容

- ブッシュ減税を高所得層を含め2年間延長
～キャピタルゲイン、配当課税を含む
- 相続税を2年間減税
～控除額引上げ、税率引き下げ
- 代替ミニマム課税(AMT)の軽減措置を2年間延長
- 2011年の給与税(payroll tax)税率を2%引き下げ
～労働者負担分のみ
- 2011年中の設備投資につき100%即時償却を認める
- 長期失業者に対する失業保険給付を2011年末まで延長
- 各種控除を2年間延長

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 企業活動

企業活動は概ね良好

企業活動は概ね良好である。製造業では出荷・在庫バランスの限界的な悪化が続いており、生産の増勢は鈍化方向にあるものの、在庫率の上昇が小幅に止まるなど調整圧力は軽微である。ISM 製造業景況指数は依然 50 台後半と高い水準にあり、鉱工業生産は増加基調を維持している。また、非製造業も ISM 景況指数が直近 3 ヶ月連続で改善するなど、活動状況は良好である。

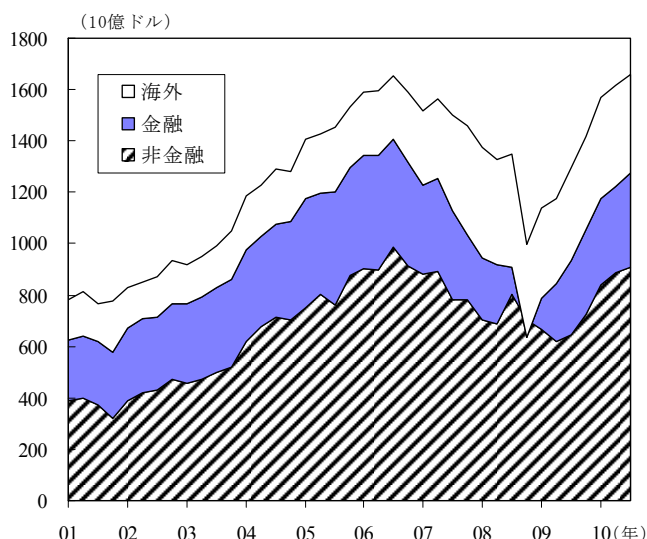
企業収益は景気後退前の水準に回復

良好な企業活動を背景に企業収益は引続き堅調である。GDP 統計ベースの企業収益は、リーマンショック直後の 2008 年 10-12 月期に底を打った後、企業のコスト削減努力や新興国需要の回復、景気対策の効果などから順調に回復を続け、今年 7-9 月期には前回ピーク（2006 年）の水準を上回った（第 5 図）。加えて、金融危機の中、企業は借入を抑制し、手元流動性を厚めに維持するなど、保守的な経営を行った結果、バランスシートも強化されている。

一方、雇用・設備投資は大きく下回ったまま

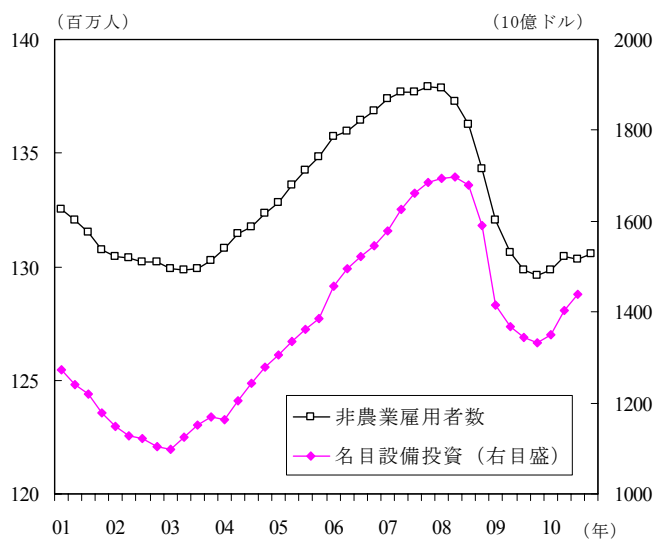
一方、雇用や設備投資は景気後退前の水準を大きく下回ったままである（第 6 図）。非農業雇用者数は景気後退入り後 800 万人強減少したが、底打ち後の雇用増は 100 万人弱に止まっている。また、名目設備投資もピークから 2 割強減少した後、昨年末に底打ちしたが、これまでに減少分の 3 割しか回復していない。企業は、雇用や設備投資を増やす体力はあるものの、景気の先行き不安や税制・規制面での先行き不透明感を理由に新規雇用や設備投資に慎重な姿勢を崩していない。今回のオバマ大統領と共和党の減税合意が、そうした不安・不透明感を払拭する一助となることが期待されるが、雇用や設備投資が景気後退前の水準まで回復するにはまだかなりの時間を要すると思われる。

第 5 図：企業収益



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 6 図：雇用者数と設備投資



(資料) 米労働省、商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 貿易収支、物価

貿易赤字は2ヵ月連続縮小

10-12月期の外需寄与度はプラスの公算大

物価はデフレーション基調継続

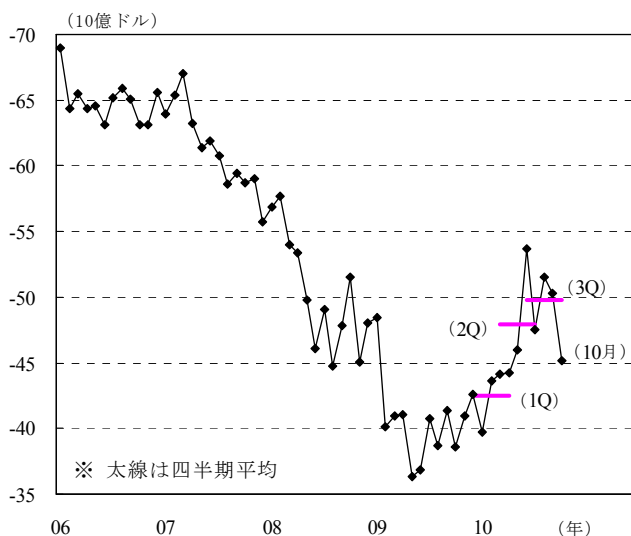
賃金上昇率の低下や需給の緩みがインフレを抑制

貿易赤字はこのところ縮小傾向にある。10月の貿易赤字は前月比13.2%減の▲387億ドルと、2ヵ月連続で前月比減少した。輸出は、農産物や自動車・部品などを中心に前月比3.2%増加。新興国を中心とした海外景気の堅調などから増勢を維持している。一方、輸入は、原油や資本財などを中心に▲0.5%と2ヵ月連続で減少した。米国景気の減速を反映してこのところ弱含んでいる。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縮小している。10月の実質貿易赤字は7-9月期平均の水準を9.3%下回っている(第7図)。このため、10月までの数字を見る限りでは、10-12月期の外需は成長率の押し上げ要因となる公算が大きい。

物価は、デフレーション基調が続いている。11月の食料・エネルギーを除いたコア消費者物価は前月比0.1%と4ヵ月振りに上昇。前年比も0.8%と小幅上昇したが、依然、FRBが安定とみなす水準(1%台後半)を大きく下回っている。また、物価の基調を示す他のインフレ指標(Median CPI、16% trimmed-mean CPIなど~注)も抑制されている(第8図)。雇用統計の時間給(前年比)が低下基調を続けるなど、賃金上昇率の低下がインフレを抑制、大幅なデフレギャップを背景とした需給の緩みも物価上昇圧力を抑えている。さらに、インフレ期待もミシガン大学調査による消費者の予想インフレ率が、12月は短期(1年)、中長期(5年)ともに前月から0.1ポイント低下するなど、安定した状態が続いている。景気の遅行指標である物価は当面、デフレーション基調を続けると予想される。

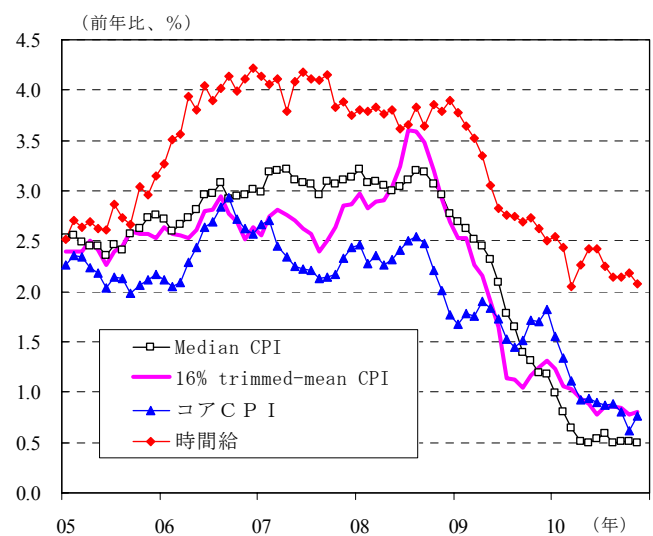
(注) Median CPIは上昇率順に並べて中央に位置する品目の価格動向をみたもの。16% trimmed-mean CPIは上昇率の上位、下位それぞれ8%の品目を除いたもの。

第7図：実質貿易赤字



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：各種物価指標と賃金



(資料) 米労働省、クリーブランド連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融動向

(1) 金融政策

12月FOMCは政策
据え置き

現状の景気回復ペ
ースに不満

長期金利上昇が金
融政策の先行き不
透明感を強める

12月14日の連邦公開市場委員会（FOMC）は、政策金利の誘導目標の据え置きと、11月のFOMCで決めた米国債購入の継続を決定した。声明文は小幅の修正に止まった。景気については、前回FOMC後に発表された経済指標が比較的堅調だったものの「景気回復が続いているが、回復ペースは失業率を下げるには不十分」として不満を表明。物価では「基調的なインフレ率は低下傾向が続いている」との判断が示された。また、前回に続き、足元の失業率、インフレ率はFRBの目標（失業率：5.0-6.0%、インフレ率：個人消費デフレーターで1.6-2.0%、注）から外れていること、目標達成のためには必要な政策手段を行使することを明記し、目標達成が見通せるまで緩和を続ける姿勢であることが示唆された。

失業率やインフレ率が短期間に大きく改善する可能性は小さいため、米国債購入は予定通り来年6月まで継続される公算が大きいとみられるが、その後の対応については不透明感が強い。11月の追加緩和決定後、長期金利はFOMCの意図に反して上昇に転じた。足元ではブッシュ減税延長などによる財政悪化懸念や景気回復期待から一段と上昇圧力が強まっている。金利上昇が景気回復を反映したものであればよいが、FOMC委員が金利上昇をどう評価しているかは声明文には示されていない。バーナンキ議長は、失業率やインフレ率に改善が見られない場合、米国債購入の拡大もありうると発言しているが、それが一段の金利上昇につながり景気回復を妨げる恐れもあり、FRBの対応が注目される。

(注)FOMC委員の経済見通しの中で、長期の見通しとして示されている数字(第2表)。

目標的な意味合いが強いとされている。

第2表：FOMC委員の米国経済見通し（2010年11月）

大勢見通し	2010年	2011年	2012年	2013年	長期
(4Q前年比)					
実質GDP	2.4~2.5 (3.0~3.5)	3.0~3.6 (3.5~4.2)	3.6~4.5 (3.5~4.5)	3.5~4.6	2.5~2.8 (2.5~2.8)
PCEデフレーター (ヘッドライン)	1.2~1.4 (1.0~1.1)	1.1~1.7 (1.1~1.6)	1.1~1.8 (1.0~1.7)	1.2~2.0	1.6~2.0 (1.7~2.0)
PCEデフレーター (コア)	1.0~1.1 (0.8~1.0)	0.9~1.6 (0.9~1.3)	1.0~1.6 (1.0~1.5)	1.1~2.0	
(4Q平均)					
失業率	9.5~9.7 (9.2~9.5)	8.9~9.1 (8.3~8.7)	7.7~8.2 (7.1~7.5)	6.9~7.4	5.0~6.0 (5.0~5.3)

※ 下段()内は前回(6月)見通し

(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

株価は景況感改善
で堅調

株価（ダウ平均）は、FRBによる追加緩和が下支えとなっていることに加えて、ブッシュ減税の延長等による景況感の改善もあり、11000ドル台で堅調に推移している（第9図）。

長期金利は減税に
よる財政悪化懸念
などから上昇

長期金利（10年米国債利回り）は、FRBの追加緩和実施後に反転上昇。その後、オバマ大統領と共和党がブッシュ減税延長等で合意すると、財政悪化懸念や景気回復期待から一段と上昇圧力が強まっている（第9図）。ただし、足元の金利上昇は年末で市場が薄い中、オーバーシュートしている面もある。景気・物価が早期に上向き可能性も低いことから、年明け後は徐々に上昇に歯止めがかかるとみられる。長期金利が本格的に上昇基調に入るのは、市場が利上げを織り込み始める2011年秋以降となろう。

第9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、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できるとさ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。