

経済マンスリー [米国]

～景気は明るさを増すも、雇用の回復ペースは依然緩慢～

1. 実体経済の動向

(1) 概要

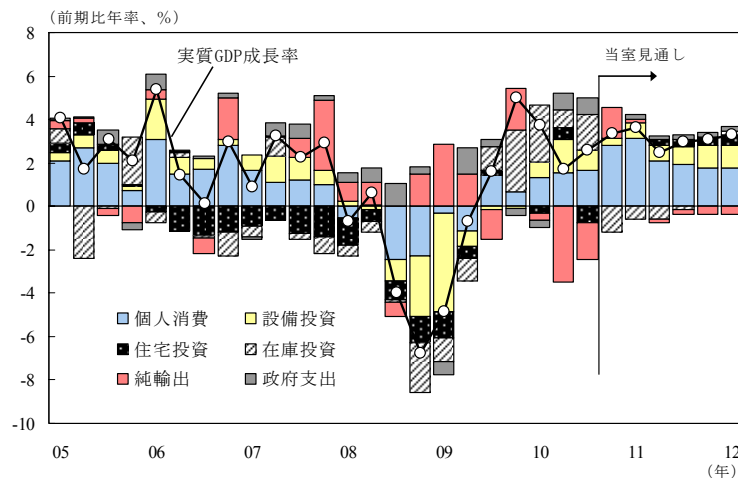
景気は徐々に明るさを増す

景気は徐々に明るさを増している。ホリデー商戦における主要小売チェーンの売上高は 2006 年以来の高い伸びを記録した。昨年 10-12 月期の実質成長率は個人消費を牽引役に年率 3% 超に加速したとみられる。さらに、ブッシュ減税の延長や給与税の引き下げが決まったことから、当面、個人消費を中心に成長率が押し上げられる見通しである。こうした状況をうけて、当室では 2011 年の成長率見通しを 2.4% から 3.0% に上方修正した（第 1 図）。

ただし、景気には下振れリスクが残る

ただし、景気には依然、下振れリスクが残っている。住宅市場では住宅価格が再び弱含み二番底懸念がくすぶっている。雇用も増加ペースは引続き緩慢である。また、厳しい財政事情から地方政府が大幅な増税や歳出カットに踏み切る懸念もある。

第 1 図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅市場

住宅価格は再び軟調

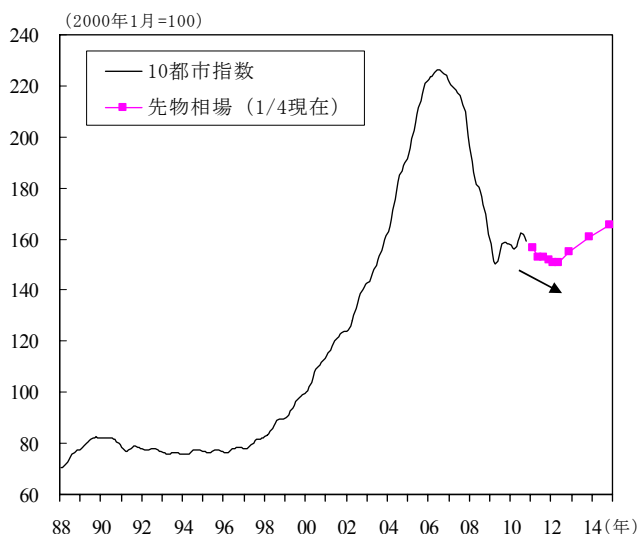
在庫調整の遅れと差し押さえによる供給圧力が背景

住宅ローンの返済条件緩和措置は必要な調整を遅らせるだけとの指摘も

住宅市場では、住宅価格が再び軟調に転じており、一部には二番底を懸念する声も出ている。ケースシラー住宅価格指数（季節調整済み）は2009年春頃に下げ止まり、その後、緩やかな上昇傾向にあったが、足元では4ヵ月連続で下落している。同指数の先物市場では、2012年の前半まで下落が続くことを織り込んでいる（第2図）。住宅価格下落の背景は需要（販売）の弱さと、住宅差し押さえに伴う供給圧力の継続である。住宅在庫率は減税による販売増でいったん低下したが、減税終了に伴い反動で販売が落ち込むと再び上昇。その後も販売は低迷が続き在庫率は今も正常水準を大きく上回っている。さらに、高水準の差し押さえが引続き住宅価格を下押ししている。住宅ローンの延滞率が高止まりしているため、差し押さえ件数は当面、高水準が続くとみられる。

住宅の差し押さえに対しては、米政府はこれまで住宅ローンの返済条件緩和などの対策を進めてきた。しかし、その成果はあまり芳しくないようだ。通貨監督庁（OCC）と貯蓄金融機関監督庁（OTS）の調査によれば、2008年の初めから昨年9月末までに何らかの返済条件緩和措置を受けた住宅ローンは150万件を超えた。このうち、正常債権に留まっている比率は46.9%と半数を下回っている（第1表）。最近の案件ほど、正常債権に留まる比率は上昇する傾向がみられるものの、一方で返済条件を緩和した後、時間が経つにつれて再び延滞状態に戻る比率が高まる傾向にあり、今後、返済条件緩和措置を受ける件数が減少するのに伴い正常債権の比率は低下すると予想される。最終的には、緩和措置を受けたローンの3分の2が差し押さえ処理されるとの試算もあり、政府の対策は住宅市場にとって必要な調整を遅らせるだけとの指摘もある。

第2図：ケースシラー住宅価格指数



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

第1表：返済条件緩和措置を受けた住宅ローンの現状

	2008	2009	2010	合計
件数(万件)	42	59	50	151
正常債権	25.8%	43.5%	68.7%	46.9%
延滞(30-59日)	7.5%	10.0%	12.6%	10.2%
延滞(60日～)	29.9%	27.7%	14.4%	23.9%
差し押さえ中	14.5%	10.9%	3.2%	9.4%
差し押さえ完了	10.2%	3.3%	0.2%	4.2%
完済	2.5%	0.9%	0.2%	1.1%
その他*	9.5%	3.8%	0.8%	4.4%

* 借換えや売却等により金融機関のバランスシートから外れたもの

(資料) OCC、OTS より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 雇用・消費

雇用情勢は緩やかに改善

ただし、失業率の急速な低下は見込めず

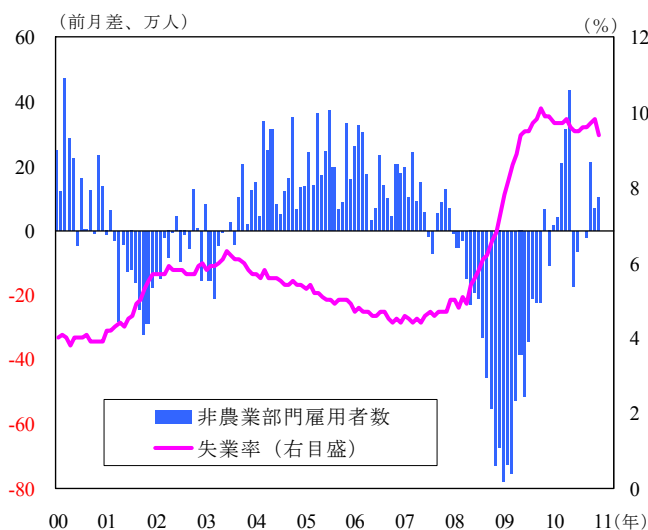
ホリデー商戦は2006年以来の高い伸び

ブッシュ減税延長などで当面、消費は堅調維持

雇用情勢は回復基調が続いているものの、ペースは依然、緩慢である。失業保険申請件数は昨年秋頃から改善傾向が続いており、足元では4週平均の数字でみても40万件近くまで減少している。ただし、水準はまだ景気後退レベルを脱しておらず、雇用の本格回復にはもう一段の減少が必要だ。12月の雇用統計も非農業雇用者数は3ヵ月連続で増加しているが、増加ペースは月10万人強と、失業率を速やかに低下させるには力不足である。一方、失業率は9.4%と前月から0.4ポイント低下し1998年以來の改善幅となった(第3図)。しかし、厳しい雇用情勢の中、就業を断念して労働市場から退出した人が増加した面もあり、労働参加率(=労働力人口/就業可能人口)は1984年以來の水準に下がっている。失業期間が半年を越える長期失業者の割合は44.3%と前月(42.2%)から上昇しており、雇用の実態は引続き厳しい。

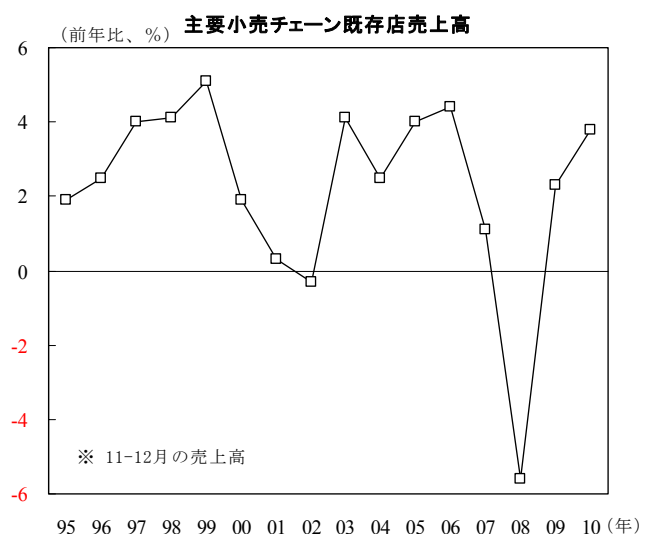
個人消費は底堅く推移している。国際ショッピングセンター協会(ICSC)が発表した12月の主要小売チェーンの既存店売上高は記録的な豪雪などの影響で前年比3.1%と予想を下回ったが、ホリデー商戦期間中(11-12月)の売上高は前年比3.8%増と2006年(同4.4%)以來の高い伸びを記録した(第4図)。中身をみると高級店や百貨店などの売上が好調で、株高により中・高所得層の購買意欲が戻っていることが窺われる。ホリデー商戦の好調もあり、昨年10-12月期の実質個人消費の伸び率は年率4%に達する見込みである。個人消費については、①緩やかながらも雇用・所得環境が回復方向にあること、②ブッシュ減税の2年間全面延長や、2011年の給与税引き下げなどが後押しすることで、当面、堅調を維持することが期待される。

第3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

第4図：ホリデー商戦売上



(資料) ICSCより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 企業活動

企業活動は堅調

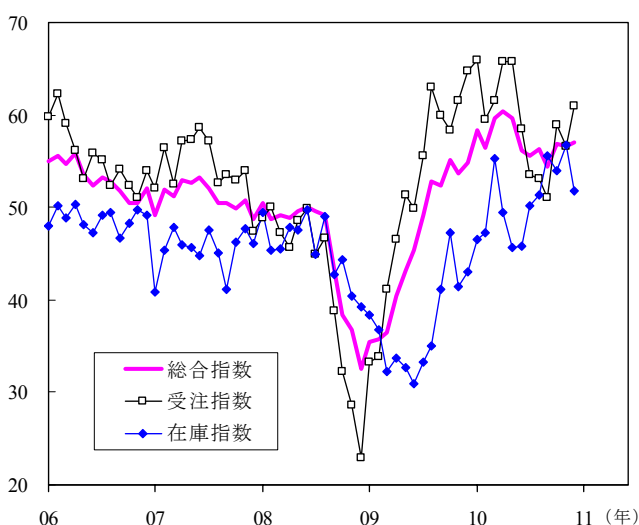
企業活動は堅調を維持している。製造業では、12月のISM製造業景況指数が57.0と前月から0.4ポイント改善し、高い水準を維持している。内訳指数をみても、新規受注指数が前月の56.6から60.9へと大幅に改善する一方、在庫指数は前月の56.7から51.8に大きく低下し、バランスの良い改善となっている（第5図）。非製造業でも同じくISM景況指数が57.1と4ヵ月連続で改善し、約4年半振りの水準に上昇しており、活動状況は良好である。また、大企業と比べると大きく見劣りするものの、中小企業でも景況感は改善方向にある。米国最大の中小企業団体である全米独立企業連盟（NFIB）が発表した12月の中小企業景気楽観度指数は5ヵ月振りに前月から小幅低下したが、このところ改善の動きが強まっている（第6図）。

中小企業の景況感も緩やかに回復

投資減税もあって設備投資は緩やかに増勢が強まる見通し

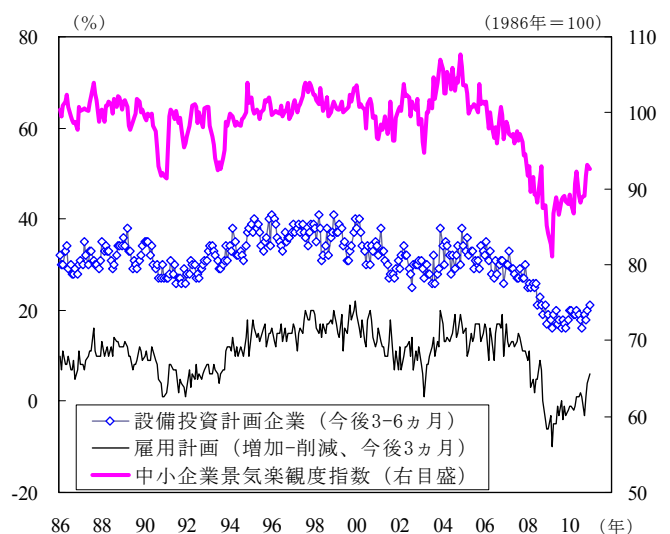
設備投資は、リーマン・ショック後の急激な落ち込みからの反動増が一服し、昨年10-12月期の実質設備投資は増勢が鈍化したとみられる。もっとも、①堅調な企業収益、②潤沢な企業の手元流動性、③生産回復による稼働率上昇、④建設投資の下げ止まり、⑤投資減税実施などにより、設備投資は今後緩やかに増勢が強まるとみる。設備投資の増勢が強まれば、雇用も増加ペースが徐々に高まろう。ただし、中小企業では、資金調達環境が大企業と比べて厳しいことなどから、回復は鈍いものとなろう。前述のNFIBの調査でも、今後3-6ヵ月のうちに設備投資を計画している企業の割合は全体の2割程度に止まっており動意は薄い。雇用についても、今後3ヵ月で雇用を増やすと回答した企業の割合（ネット）は足元で改善の動きがみられるものの、過去の景気後退期並みの水準に止まっている（第6図）。

第5図：ISM製造業景況指数



(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：中小企業の景況感



(資料) NFIBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 物価

一次産品価格上昇、
ドル安で輸入物価
が上昇

物価はこのところ川上で上昇圧力が強まっている。原油価格（WTI）はオバマ大統領と共和党の減税合意による景気回復期待や寒波による暖房油需要の高まりなどから12月に入って上昇ピッチが強まり、下旬には2008年10月以来の90ドル台に上昇した。他の一次産品価格も穀物等を中心に高騰している。

これにドル安の影響が加わり、12月の輸入物価は前月比1.1%と3ヵ月連続で上昇。3ヵ月前比年率では15.8%と2009年7月以来の水準に高まった（第7図）。ドルの名目実効レートは、昨年11月に連邦準備制度理事会（FRB）が追加金融緩和（QE2）に踏み切った後は底堅く推移しているが、それまでの追加緩和を織り込む過程でドル安が進行し、昨年6月（直近ピーク）から約8%下落している。

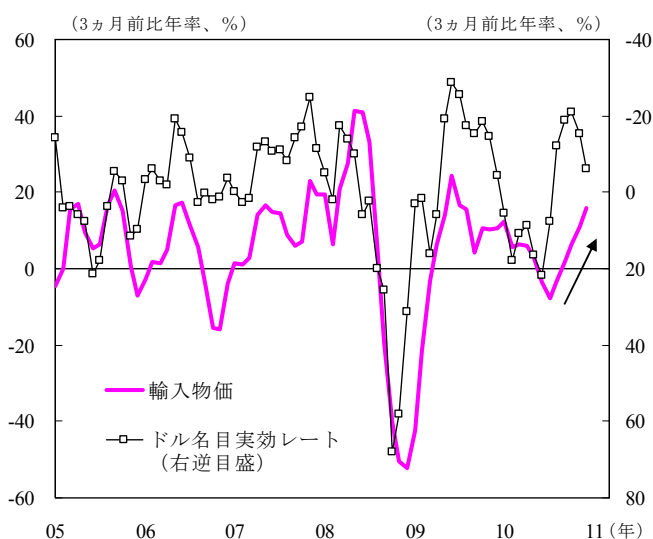
生産者物価も川上
を中心に上昇圧力

生産者物価も川上で上昇率がジリ高となっている。12月の原材料価格は、食料・エネルギーを除いたコアが3ヵ月前比年率で39.1%上昇。中間財コアも同6.6%まで上昇率が高まっている。ただし、川下では最終財（コア）が同▲0.5%と小幅下落しており、安定を維持している。

但し、川下への波及
は限定的

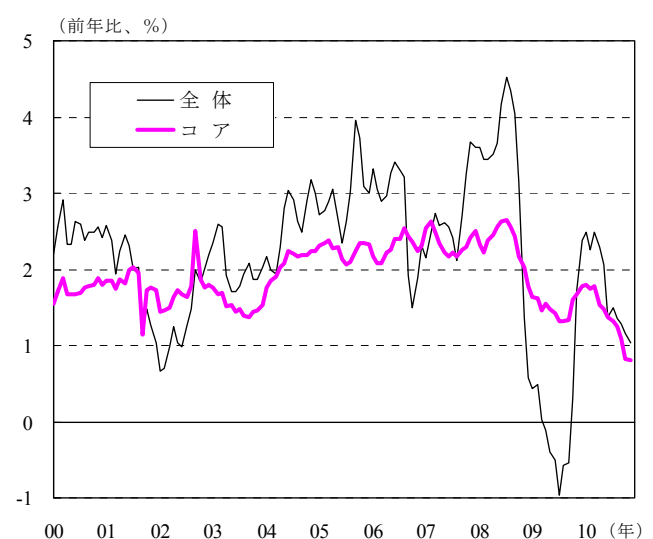
消費者段階でも、コスト上昇を最終価格に転嫁する動きは限定的となっている。11月の個人消費デフレーターは全体、コアともに3ヵ月前比年率0.3%と超安定状態にある。前年比も全体が1.1%、コアが0.8%と、FRBが安定とみなす1%台後半を下回っている（第8図）。ちなみに、直近の地区連銀景況報告では、「小売業者と製造業者はコストが上昇していることを指摘したが、競争圧力のため最終価格に転嫁できたのはわずか」と報告している。

第7図：ドル実効レートと輸入物価



(資料) 米労働省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：個人消費デフレーター



(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

12月のFOMC議事録を公表

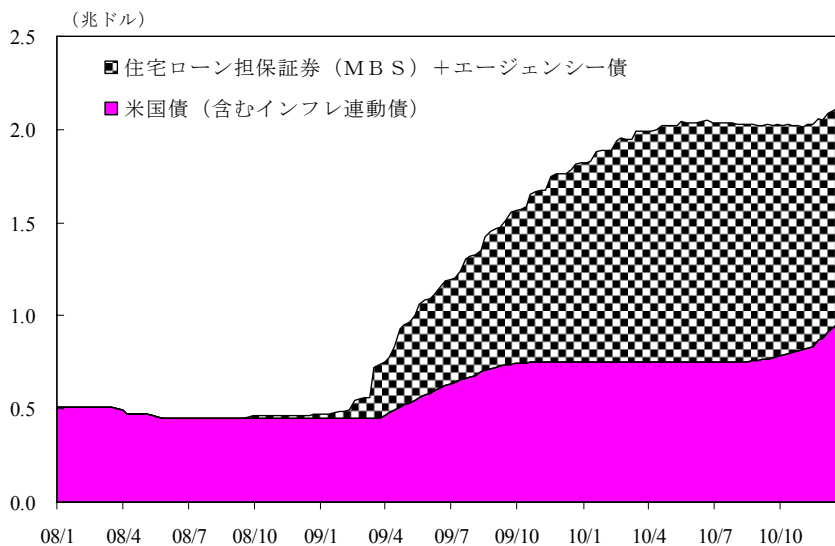
短期的な景気見通しは小幅改善したが、米国債購入の見直しには至らず

長期金利上昇は経済見通しの改善を反映と判断

12月の連邦公開市場委員会（FOMC）議事録が公表された。議事録によれば、FOMC委員の景気判断は、生産や家計支出の強まり、労働市場の改善、追加財政政策（ブッシュ減税延長など）決定などにより、短期的な見通しが小幅改善した。しかし、11月のFOMCで決めた米国債購入のペースを見直すほどの変化ではないと判断し、米国債購入をそのまま継続することを決定した。その際、「米国債購入のペースや規模は今後の経済・金融情勢の展開次第であるが、変更するためのハードルはかなり高い（情勢が大きく変化することが必要）」との認識が複数の委員から示された。このため、FRBは予定通り今年6月末までに6000億ドルの米国債を購入する公算が大きいとみられる（第9図）。その後については、①減税などで当面、景気が底堅く推移するとみられること、②追加緩和に対する内外の批判が強いことなどから、もう一段の追加緩和（QE3）が実施される可能性は低いと思われる。

議事録には、追加緩和実施以降の長期金利の大幅な上昇についてFOMC内で議論されたことも記されている。FOMC委員は長期金利上昇の要因として、①米国債の最終的な購入規模に関する市場予想の下方修正、②景気見通しの改善を示す経済指標の発表、③減税による景気回復や財政赤字拡大見通しなどをあげ、さらに、④投資家による年末特有の持高調整などが金利上昇を増幅したと指摘。金利上昇は基本的に経済見通しの改善を反映したものと判断しているようだ。

第9図：FRBの保有証券残高



(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、ブッシュ減税の延長等による景況感の好転や企業業績改善期待に加えて、QE2 が下支えとなって 11000 ドル台で堅調に推移している（第 10 図）。

長期金利の急上昇
は一服

長期金利（10 年米国債利回り）は QE2 実施後に上昇。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、景気回復期待や財政悪化懸念から一段と上昇圧力が強まった（第 9 図）。その後、FOMC 議事録で FRB の緩和姿勢に変化がないことが示されたこと、雇用統計で雇用の回復ペースが依然、鈍いことが確認されたことなどから、金利の急上昇は一服している。長期金利が本格的な上昇基調に入るのは、市場が利上げを織り込み始める今年秋以降となろう。

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。