

# 経済マンスリー [米国]

～自律的回復は困難、追加の政策出動へ～

## 1. 実体経済の動向

### (1) 概要

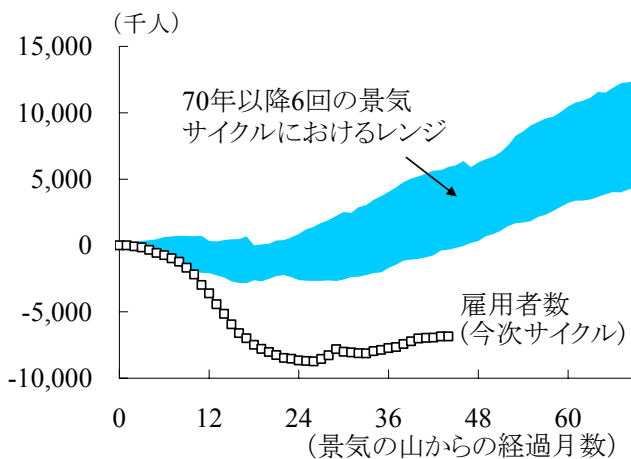
#### 雇用は失速

米国景気は減速感が強まっている。雇用は、年初から低成長が続いてきたところに先行き不透明感が加わり、増加が途切れた。過去の景気サイクルと比較して改善が大きく遅れており、本格的な雇用回復に至る前での失速である（第 1、2 図）。米国は着実に人口が増加しているにもかかわらず「現在の雇用水準は 11 年前と同じ」（ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁）という危機的な状況だ。

#### 大統領は雇用対策を提案

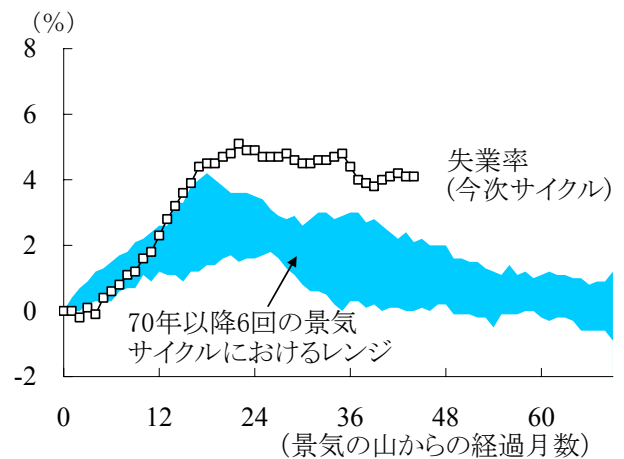
このような状況下、オバマ大統領は 9 月 8 日に 4,470 億ドル規模の新たな雇用対策を発表した。米国も財政状況が懸念されているなかでの対策としては、規模が大きい印象だ。新規の対策効果は昨年よりも大きく、全額実施されれば、来年の景気に対して押し上げ要因にはなるが、現在の米国において「ねじれ議会」のハードルは高い。

第 1 図：雇用者数増減



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：失業率変化



(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

住宅市場は底這いが続いている。7月の新築住宅販売は、前月比▲0.7%の年率29.8万戸と5ヵ月ぶりの低水準となった。また、住宅価格は6月のケースシラー指数が前月比▲0.06%、前年比▲4.55%（20都市、季節調整済）となり下落傾向が続いている。

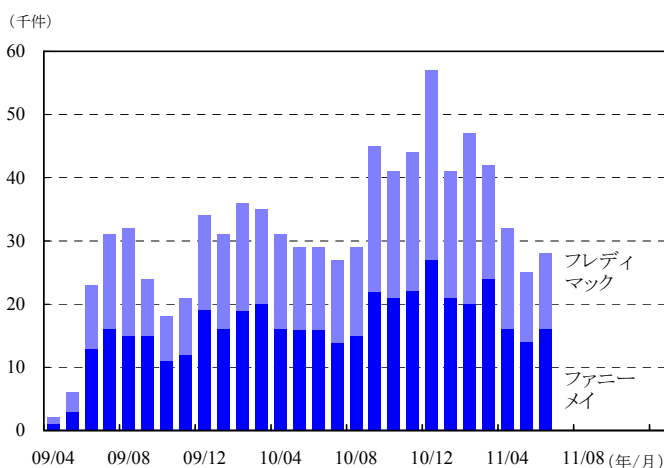
### 借り換えプログラムを改善へ

オバマ大統領は発表した雇用対策のなかで、住宅ローン借り換えプログラム（HARP: Home Affordable Refinance Program）の改善を指示した。住宅市場の低迷が続くなかで新たな対策を求める声も強まっていたが、既存プログラムの改善を提案するに止まった。

HARPは2009年4月に導入されたプログラムで、政府支援機関（GSE）による取り扱いが可能でLTV比率（Loan-to-Value、住宅価値に対する住宅ローンの割合）が80%～125%の住宅ローンを対象に借り換えを促進するものである。当初は400～500万件の利用が想定されたが、これまでの実績は84万件程度に止まっている（第3図）。足元の住宅ローン金利は大きく低下しているものの、住宅ローン市場全体での借り換えは盛り上がりおらず（第4図）、HARPへ焦点を当てて改善を図ることは有効ではある<sup>1</sup>。

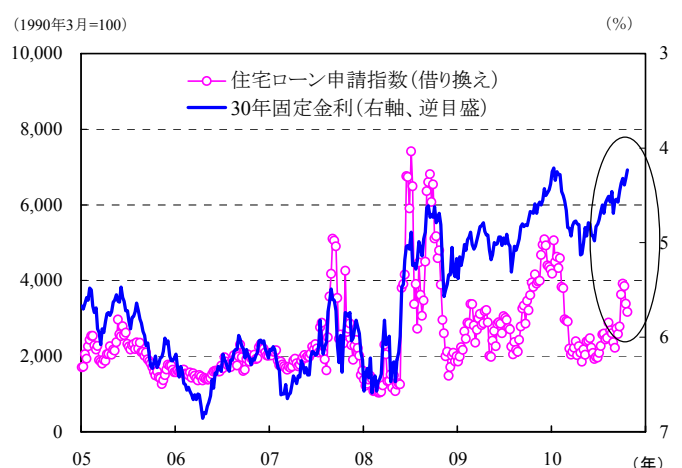
しかしながら、9月に入っの米連邦住宅金融局（FHFA、GSE2社の監督当局）による大手17行提訴などもあり、民間金融機関は訴訟リスクに対する警戒感を高めているよう。有効な改善策を打ち出せたとしても、積極的に活用されない可能性がある。

第3図：HARPの実績



（資料）FHFAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：住宅ローン金利と借り換え指数



（資料）米国モーゲージ銀行協会（MBA）より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> CBO（議会予算局）によると、GSE保証MBS（住宅ローン担保証券）に組み込まれている30年固定金利住宅ローンのうち54%は、5.5%よりも高い金利を支払っており、借り換えの恩恵は大きい。HARP改善策としては、LTV比率の上限引き上げなどが検討されている模様（上限は当初105%であったがその後すぐに125%に引き上げられた）。上限を125%以上に拡大すると、標準的なMBSの裏付資産として適格では無くなるという問題等がある。

### (3) 雇用・消費

#### 雇用増加が途切れる

8月の雇用統計では、事業所調査における非農業部門雇用者数が前月比で横這いとなり、雇用増加が途切れた。一時的要因（一部の情報通信企業におけるストライキで▲45,000人程度の減少）はあるものの、過去も下方修正（7月117,000→85,000人、6月46,000→20,000人）されておりモメンタム鈍化は鮮明である。家計調査における失業率は9.1%で横這いとなった<sup>2</sup>。先行きの不透明感から企業の人員削減圧力は強く、当面は軟調な雇用状況が予想される。

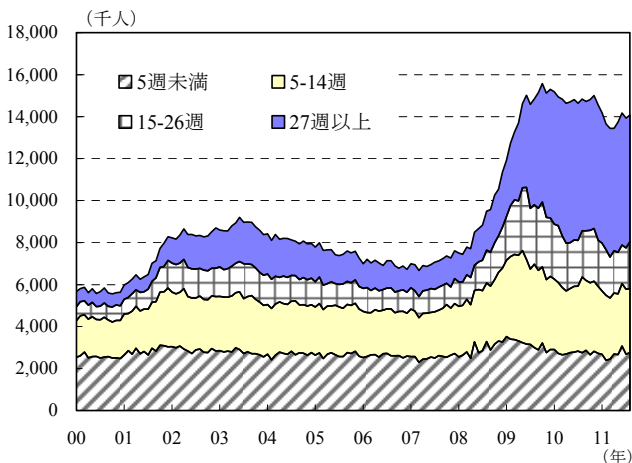
#### 長期失業者対策も提案

現在の米国における失業者数は14百万人程度であるが、そのうち27週以上の長期に渡る失業者は、6百万人程度と4割以上に上っている（第5図）。失業期間が長期化し、失業者が固定化してしまっている点は、米国労働市場の構造的な問題となりつつある。オバマ大統領による今回の雇用対策においても、長期失業者（6ヵ月以上）を雇用した企業に対するインセンティブ導入（4,000ドルの税額控除）や、失業保険給付システムの再雇用を促進する制度への変更などが提案されている。

#### 消費者信頼感は大 幅悪化

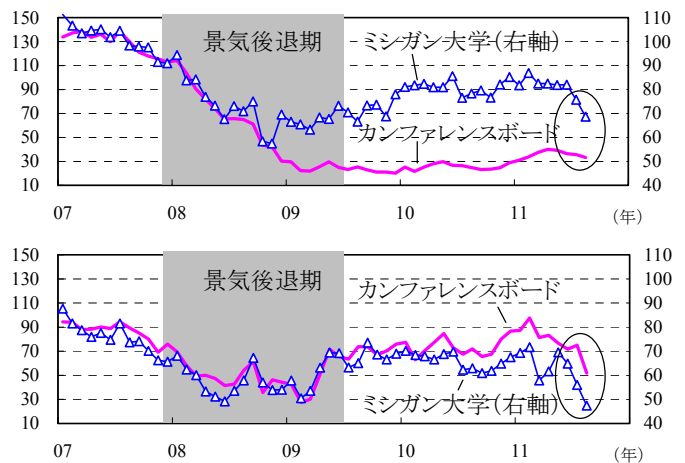
消費については、信頼感をみると、8月のカンファレンスボード消費者信頼感指数が44.5（前月比▲14.7）、ミシガン大学消費者信頼感指数が55.7（前月比▲8）とそれぞれ大きく悪化した。実際の消費は、8月の小売売上高が前月比横這いとなるなど急速に悪化しているわけではないが、消費者信頼感には特に先行きを示す指数の悪化が顕著となっており（第6図）、当面の下振れリスクは大きい。

第5図：失業者数（失業期間別）



(資料)米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：消費者信頼感指数（上段：現況、下段：期待）



(資料)カンファレンスボード、ミシガン大学より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>2</sup>労働参加率がほぼ1年ぶりに高まり（8月64.0%←7月63.9%）、労働力人口が366,000人増加したが、就業者も331,000人増加した結果、失業率は悪化せず横這いに止まった。事業所調査に比べかなり良好な結果で、関連統計からは違和感がある。

#### (4) 企業活動

##### 企業景況感は先行きを中心に悪化

企業景況感では、8月のISM製造業景況指数が50.6（←7月50.9）と小幅な悪化に止まり市場予想を上回った。また、ISM非製造業景況指数も53.3（←7月52.7）となり市場予想に反し上昇した。8月のISM指数は底堅かった印象だが、先行きの見通しを地区連銀製造業景況感指数などで確認すると顕著に悪化しており、足元はモメンタム低下局面の道半ばである可能性が高い（第7図）。

中小企業では全米独立企業連盟（NFIB）が発表した8月の中小企業景気楽観度調査は88.1（←7月89.9）となり6ヶ月連続で低下した。内訳では、設備投資・雇用などが小幅改善した一方で、売上見通しが大きく悪化（▲12←7月▲2）したほか信用状況見通し（▲13←7月▲11）でも悪化がみられている。

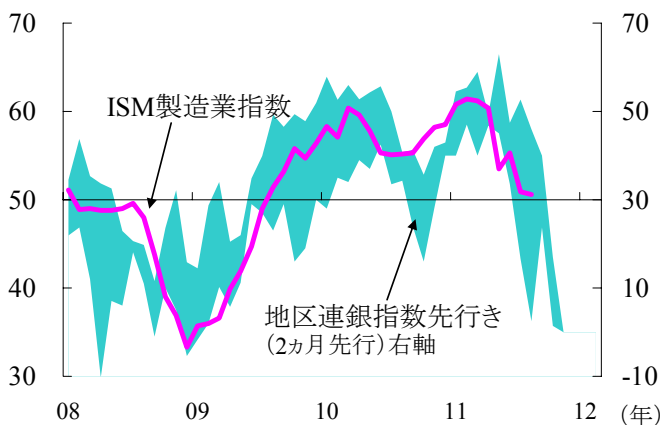
##### サプライチェーンは復旧が進む

経済統計では、7月の耐久財受注が前月比+4.0%となり、サプライチェーン復旧を受け自動車などを中心に回復が見られた。また7月の輸出も前月比+3.6%と自動車・部品などの寄与から底堅く、貿易赤字も縮小している。大手日系自動車メーカーの一部は、9月中旬に北米工場がフル生産に戻っており、冬場にかけてはサプライチェーン障害からの反動増が見込まれるタイミングではあるが、上述の景況感はその様な動きが顕在化しづらいことを示唆している。

##### 金融環境は悪化

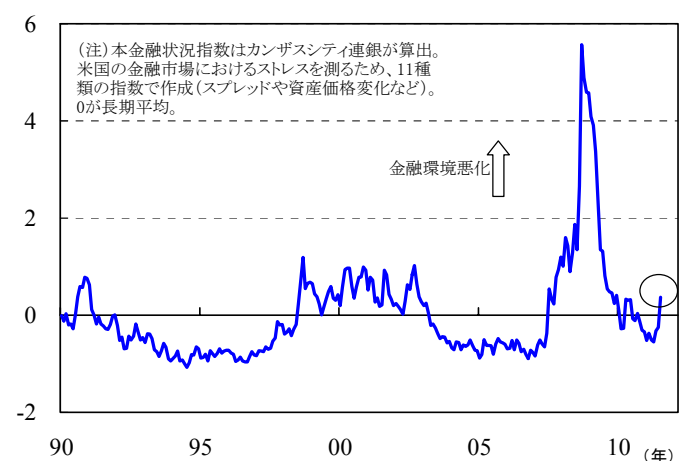
企業の信用状況については、欧州債務問題の深刻化に伴い米国金融市場においても環境悪化が進行中である（第8図）。欧州債務問題の解決には時間がかかるとみられ、2008年ほどの急激な金融環境悪化には至らずとも、当面の間は企業活動を抑制しよう。

第7図：製造業景況感指数



(注) 地区連銀指数先行きは、フィラデルフィア、NY、リッチモンド連銀指数における6ヵ月先見通しのレンジ。  
(資料) ISM、各地区連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：金融ストレス指数



(注) 本金融状況指数はカンザスシティ連銀が算出。米国の金融市場におけるストレスを測るため、11種類の指数で作成(スプレッドや資産価格変化など)。0が長期平均。  
(資料) カンザスシティ連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 財政政策と金融政策

### 大統領は雇用対策を発表

景気減速の強まりを受け、オバマ大統領は総額 4,470 億ドルの雇用対策を発表し、議会での成立を求めた。内容は、給与税減税や失業保険給付延長、インフラ投資などである（第 1 表）。財源に関しては、富裕層の項目別税額控除への上限設定（4,000 億ドル）に加え、PE（プライベートエクイティ）投資会社幹部や石油・天然ガス業界への課税強化により、4,670 億ドルの捻出を提案している。現在の米国議会は上下院の多数党が異なるねじれた状態のため、対策が成立するには野党共和党の支持も必要になってくる。共和党は、ティーパーティー運動を受け「小さな政府」志向が強まっており、減税を中心に対策の一部を支持するに止まるだろう。

### 次回 FOMC で追加緩和へ

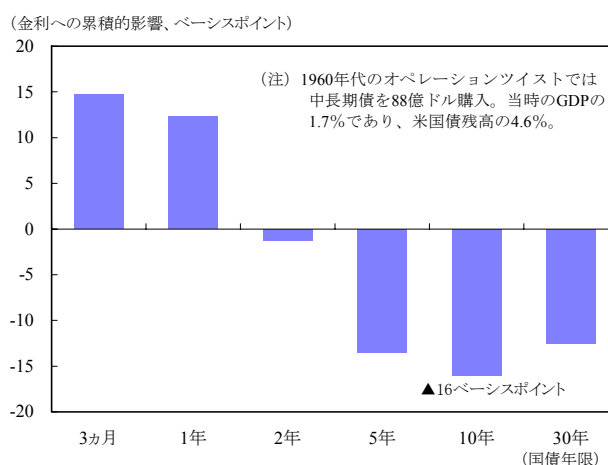
金融政策については、20 日、21 日の 2 日間に延長された今月（9 月）の連邦公開市場委員会（FOMC）で何らかの追加緩和策が実施されることが期待されている。新たな米国債買入れ（QE3）に関しては、副作用（商品市況上昇等）への懸念に加え、一部の共和党議員や地区連銀総裁からの批判も強いことから、連邦制度準備理事会（FRB）保有資産の満期長期化（オペレーションツイスト）が選択される可能性が高い<sup>3</sup>。なお、1960 年代のオペレーションツイストに関する最近の研究では、10 年金利を 15 ベーシスポイント程度押し下げるマイルドな効果があったとされている（サンフランシスコ連銀 Swanson[2011]、第 9 図）。既に FRB は大量の国債を保有していることから、長期の金利を低下させることが目的であれば、オペレーションツイストで（ある程度は）対応可能である。

第 1 表：雇用対策の概要

	(億ドル)		
	金額	内訳	
		減税	支出
<b>雇用関連</b>			
給与税減税(従業員)	1,750	1,750	
給与税減税(雇用主)	650	650	
失業保険給付の延長	490		490
教員の再雇用	350		350
建設労働者の雇用	150		150
長期失業者対策	130		130
<b>インフラ関連</b>			
道路、鉄道、空港の整備	500		500
公立学校近代化	300		300
インフラ銀行	100		100
<b>その他</b>			
2012年の100%減価償却	50	50	
<b>総額</b>	<b>4,470</b>	<b>2,450</b>	<b>2,020</b>

(資料) White House より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：過去のオペレーションツイストの効果



(資料) Eric T. Swanson 「Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>3</sup> 満期長期化は、バーナンキ議長の下院証言（7月13日）やNY連銀でポートフォリオ管理を担当する Brian Sack 氏の講演（7月20日）で言及され始めた。償還分の再投資をより長期の債券に投資する形や、能動的に短期証券を売却し長期証券を購入する形（1960年代にオペレーションツイストとして実施）等がある。

### 3. 株価と長期金利の動向

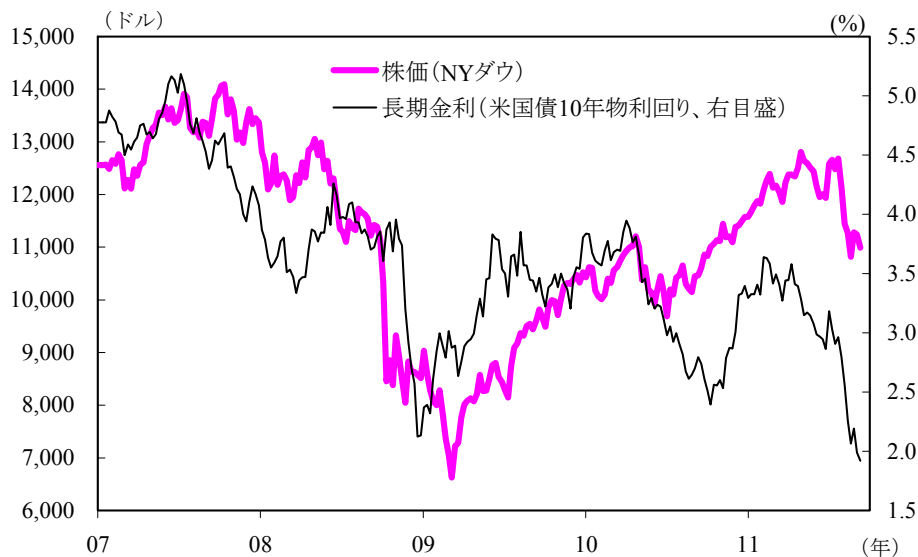
#### 株価は一進一退

株価（ダウ平均）は、8月前半に急落した以降は一進一退で推移している。景気減速感の強まりや欧州債務問題の深刻化が重石となった（第10図）。

#### 長期金利は低下傾向

長期金利（10年米国債利回り）は、景気減速懸念の強まりに加えFRBによる低金利政策の時間軸長期化や追加緩和観測から低下傾向が継続し、2.0%を下回る水準となっている。（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

(栗原 浩史)

(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 栗原 浩史 (米国) [hiroschi\\_2\\_kurihara@mufg.jp](mailto:hiroschi_2_kurihara@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おります。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。