

# 経済マンスリー [米国]

～景気回復はかろうじて持続、当面は低成長が継続へ～

## 1. 実体経済の動向

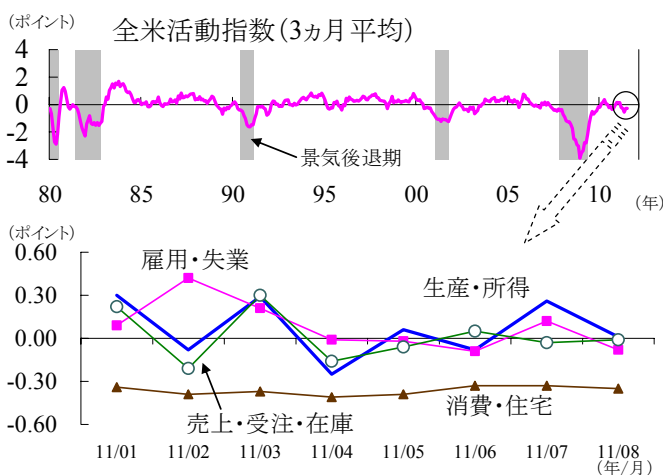
### (1) 概要

景気回復はかろうじて持続

米国景気はかろうじて回復を持続している。広範に経済活動を捉える全米活動指数<sup>1</sup>は、8月まで5ヵ月連続でマイナスとなった(第1図)。指数の水準は、低成長ではあるが景気後退ではないところに位置している。9月のISM製造業指数は改善したものの、先行きについては一段の減速が示されており、当面は低成長が継続しよう。

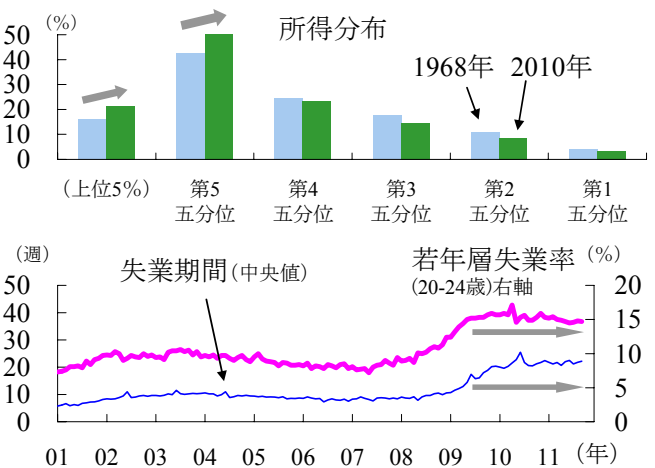
このような状況下、過去に無い長期に渡る雇用環境悪化や所得格差問題(第2図)は、来年に選挙を控えた政権への圧力を強めつつある。党派対立から雇用対策などでの合意が難しければ、大衆迎合的な政策へ傾くリスクにも注意が必要である。

第1図：全米活動指数



(資料) シカゴ連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：所得分布(上段)と雇用状況(下段)



(資料) 米商務省、米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> シカゴ連銀が、米国全体に関する85の経済指標を加重平均して毎月算出。①生産・所得、②雇用・失業、③消費・住宅、④売上・受注・在庫の4つに大分類される。ゼロは過去平均並みの経済成長を示す。3ヵ月移動平均で見て、拡大期の後に▲0.70を下回ると景気後退が始まっている可能性が高い。直近8月分(3ヵ月移動平均)は▲0.28。

## (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。8月の新築住宅販売は、前月比▲2.3%（←7月同▲0.3%）と6ヵ月ぶりの低水準になった一方、中古住宅販売は前月比+7.7%（←7月同▲3.5%）と2ヵ月ぶりにやや大きめに上昇した（第3図）。

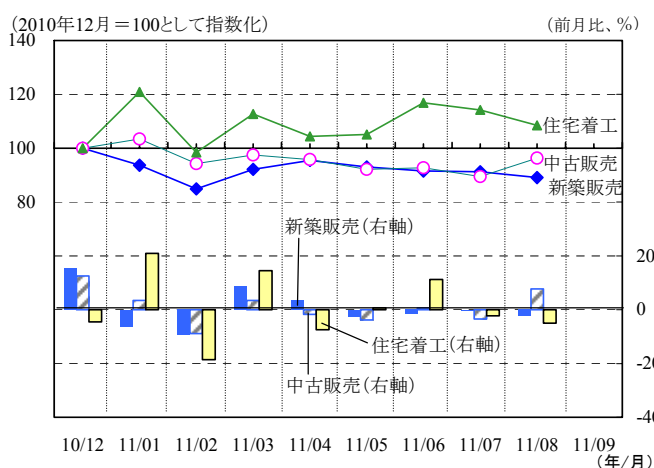
### GSE 取り扱いローン金額上限は引き下げ

このようななか、政府支援機関（GSE）による取り扱い住宅ローン金額上限が10月1日より引き下げられている<sup>2</sup>。上限は時限措置として引き上げられていたが、議会で延長がされなかった。GSEは現状、新規住宅ローンの90%程度を取り扱っているが、本措置により影響を受ける住宅ローンは1.3%程度でありウェイトは小さい<sup>3</sup>。しかし、底這いの住宅市場に対する支援措置打ち切りは、現状の議会運営の困難さを示すものとして懸念される。当局は、追加の住宅対策として「借り換え促進」と「空き家住宅活用」の2つを焦点に公聴会等を開催し検討を進めているが、対策で合意できない可能性も十分にある。

### FRB は MBS への再投資を決定

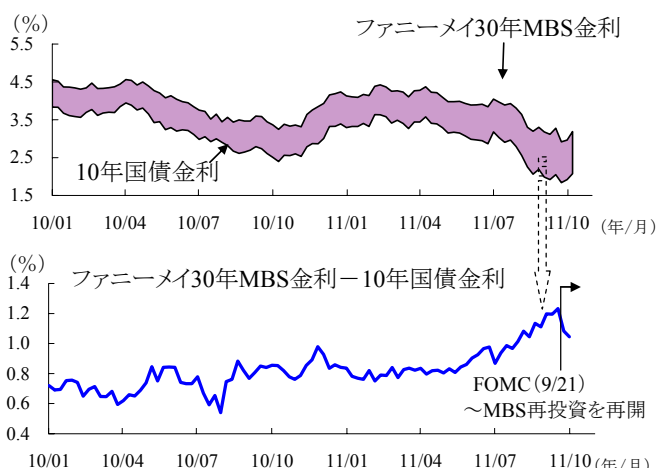
一方、連邦準備制度理事会（FRB）は9月連邦公開市場委員会（FOMC）において、保有しているエージェンシー債・住宅ローン担保証券（MBS）からの償還資金再投資を国債ではなくMBSへ変更した。欧州債務問題に伴うリスク回避的投資行動の強まりから、MBSと国債のスプレッドはやや拡大していたが、政策決定を受け縮小に転じている（第4図）。

第3図：住宅着工と販売



(資料) 米商務省、NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：MBSと10年債のスプレッド



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>2</sup> 上限額は地域によって異なるが、サンフランシスコ、ロサンゼルス、NY、ワシントンDCなどでは729,750ドルから625,500ドルへ引き下げられた。所謂“ジャンボローン”のカテゴリーが対象から外れる。住宅業界団体は延長に向けロビー活動を積極的に行ったが、共和党の反対が強かった模様。GSE対象から外れると、金利が高くなることに加え、（FHAであれば）3.5%であった頭金を少なくとも20%求められることになる。

### (3) 雇用・消費

雇用はやや持ち直し

9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+10.3万人となった（民間部門同+13.7万人、政府部門同▲3.4万人）。増加幅は低水準ではあるが、過去分が上方修正され（8月±0人→57,000人、7月85,000→127,000人）、賃金や労働時間などでも改善が見られたことから、雇用環境が急速な悪化には至っていないことが確認された。また、家計調査における失業率は9.1%で横這いとなっている<sup>4</sup>。

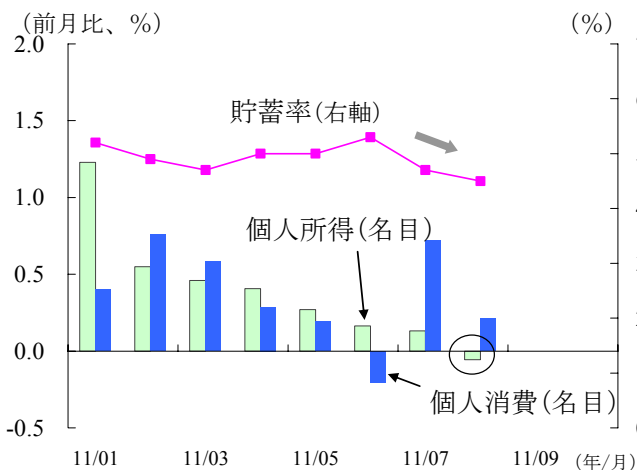
所得は弱含み、貯蓄率は低下

消費については、信頼感をみると、9月のカンファレンスボード消費者信頼感指数が45.4（前月比+0.2）、ミシガン大学消費者信頼感指数が59.4（前月比+3.7）とそれぞれやや持ち直した。個人所得・消費統計を見ると、8月の個人所得（名目）が前月比▲0.1%となり、2年ぶりの減少となった。一方で、貯蓄率が4.5%（←7月4.7%）と2ヵ月連続して低下した結果、個人消費（名目）は前月比+0.2%（←7月同+0.7%）となり相対的に底堅く推移している（第5図）。このことは、現在までは、消費者が消極的になっているわけではなく、所得が低調なかで消費を維持しようとしていると解釈できる。しかし、消費者信頼感指数は特に先行きを示す指数の悪化が顕著となっており、所得低迷が続けば消費の腰折れは早そうだ。

年末商戦に注目

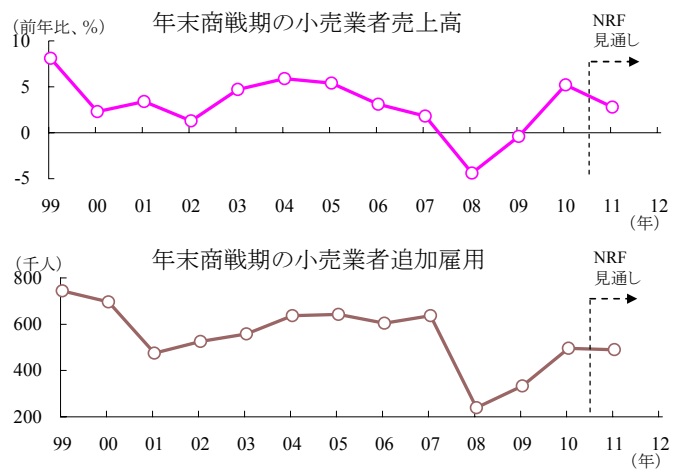
全米小売業協会（NRF）は10月6日に今年の年末商戦の見通しを発表した。売上高予想は前年比+2.8%であり、好調であった昨年の伸び率（+5.2%）は下回るものの、過去平均に近い伸びが提示された（第6図）。年末商戦動向は米経済の正念場として従来以上に注目される。

第5図：所得と消費



(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：年末商戦見通し



(資料)NRFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>3</sup> 9月22日に当局より発表された「Home Mortgage Disclosure Act Database」による推計。

<sup>4</sup> 労働参加率は、8月にほぼ1年ぶりに上昇したが、9月も上昇した（9月64.2%←8月64.0%）。労働力人口が423,000人（←8月+366,000人）増加したが、就業者は398,000人増加（←8月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。家計調査における就業者は2ヵ月続けて大幅増となっており、事業所調査との乖離が拡大した。

#### (4) 企業活動

##### 企業景況感は悪化が一服

企業景況感では、9月のISM製造業景況指数が51.6（←8月50.6）へ上昇、ISM非製造業景況指数は53.0（←8月53.3）と小幅に悪化した。製造業指数における受注・在庫のバランスは、先行きの一段の悪化を示唆している（第7図）。中小企業では全米独立企業連盟（NFIB）が発表した9月の中小企業景況楽観度調査は88.9（←8月88.1）となり7ヵ月ぶりに小幅上昇した。内訳では、「売り上げ増期待」や「在庫積み増し計画」でのマイナス幅が縮小している。

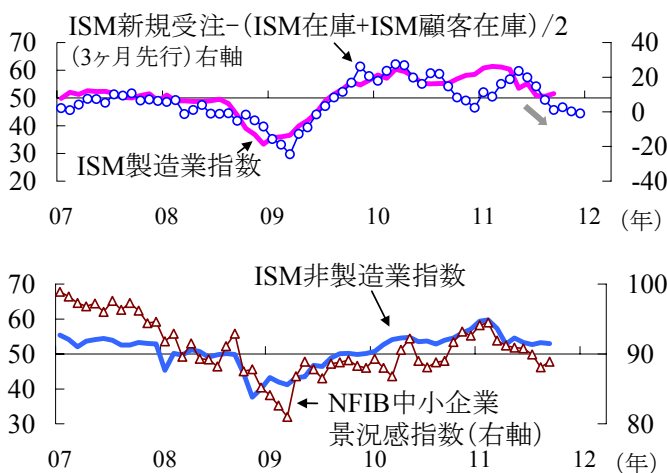
##### サプライチェーン復旧による押し上げも

経済統計では、8月の鉱工業生産が前月比+0.2%（←7月同+0.9%）となり、4ヵ月連続で上昇した。内訳において「自動車・部品」は同+1.7%（←7月同+4.5%、4-6月は3ヵ月マイナス）となっており、7月以降はサプライチェーン障害復旧も生産回復に寄与しているとみられる。この結果、7-9月期は成長率も4-6月期より高まる見通しだが、労働投入量は4-6月期よりも減速している（第8図）。米国企業が、先行きへの警戒感が強いなかで生産を拡大したことが窺え、自律的回復に近づく形とはなっていない。

##### 議会は海外利益への減税を検討

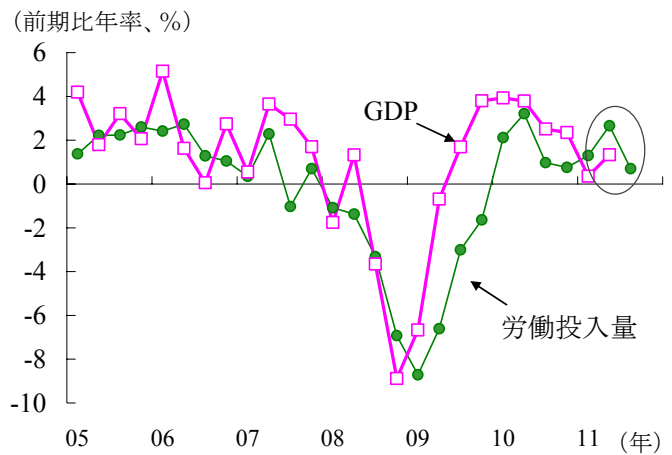
なお、議会では企業の海外利益について、米国への還流時に減税措置を適用する法案が検討されている<sup>5</sup>。前回実施時の分析<sup>6</sup>などは政策効果を疑問視するものが多く、議会での成立は難しそうだ。仮に成立しても、米国内における資金が潤沢ななか、企業活動を活性化する効果は限られよう。

第7図：企業景況感指数



(資料) ISM、NFIBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：労働投入量



(注) 労働投入量は、雇用統計における非農業部門雇用者数と労働時間から算出  
(資料) 米労働省、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>5</sup> 法案としては、現行35%の税率を8.75%に引き下げ、新規採用を行った企業には5.25%の税率を適用する、などが検討されている。2004-05年に5.25%への一時減税が実施された際には、843社が3,620億ドルの資金を本国に還流させた。

<sup>6</sup> 直近では、上院常設調査小委員会(Levin委員長)による分析レポートがある。前回措置「2004 American Job Creation Act」の下で、還流が大きかった上位15社を対象に調査・分析したもの。還流資金は、雇用創出や経済活動ではなく自社株買いや役員報酬に使用されたとし、米国内企業の競争に関して不利益があったと指摘している。

## 2. 物価と金融政策

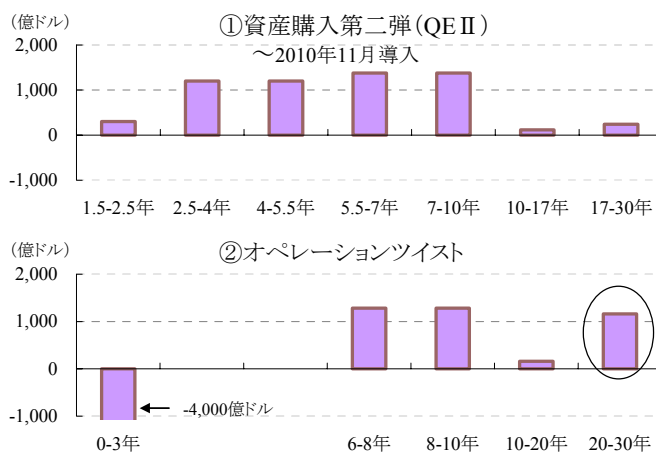
### 期待インフレ率は低下

8月のPCE(個人消費支出)デフレーターは前年比+3.0%(←7月同+2.9%)、コアPCEデフレーターは同+1.6%(←7月同+1.5%)となった。コアPCEデフレーターは昨年末頃の前年比+0.7%を底に、引き続き伸び率が高まっている。しかし、商品価格が大きく調整するとともに、市場が織り込む期待インフレ率(ブレイクイーブン・インフレ率=通常国債と、同年限の物価連動国債の利回り較差)も8月以降大きく低下し、昨年夏場にデフレ懸念が強まった頃と同水準(5年先5年間のブレイクイーブン・インフレ率で2%割れ)となった。現状では、金融当局はインフレよりもデフレを警戒している状況である。

### FOMCではオペレーションツイストを決定

金融政策については、9月のFOMCにおいて、予想されていた通り保有国債の残存年限長期化<sup>7</sup>が決定された。金額や期間からは緩和に積極的な印象を受ける(第9図)<sup>8</sup>。後日発表された議事録において、他の緩和措置に関する議論を確認すると、「準備預金付利引き下げ」や「インフレ目標明確化」に関しては判断材料が不十分な様子である。景気・物価へのリスクが高まった際には<sup>9</sup>、新たな米国債買入れ(QE3)が選択されそうだ。国債買入れは、(副次的な影響など不透明な部分はあるものの)長期金利へ与える影響については研究の蓄積が進んでいる(第1表)。

第9図：年限別購入国債金額の比較



(注) 双方に3%組み込まれているインフレ連動債については省略  
(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：資産購入策の各種実証分析

| 分析   | サンプル        | 6,000億ドル購入時の長期金利への影響         |
|--|-------------|------------------------------|
| Modigliani-Sutch(1966,1967)                | オペレーションツイスト | 0bp(±20bp)                   |
| Bernanke-Reinhart-Sack(2004)               | 日本<br>米国    | 400bp(±370bp)<br>40bp(±60bp) |
| Greenwood-Vayanos(2008)                    | 米国戦後        | 14bp(±7bp)                   |
| Krishnamurthy-Vissing-Jorgensen(2010,2011) | 米国戦後、QE1,2  | 15bp(±5bp)                   |
| Gagnon-Raskin-Remache-Sack(2011)           | QE1         | 30bp(±15bp)<br>18bp(±7bp)    |
| D'Amico-King(2010)                         | QE1(国債)     | 100bp(±80bp)                 |
| Hamilton-Wu(2011)                          | QE2         | 17bp                         |
| Hancock-Passmore(2011)                     | QE1(MBS)    | 30bp                         |
| Swanson(2011)                              | オペレーションツイスト | 15bp(±10bp)                  |
| Joyce-Lasaosa-Stevens-Tong(2011)           | 英国          | 40bp                         |

(注) サンフランシスコ連銀にて、各分析を横比較のため「6,000億ドル購入時」への変換を実施  
(資料) サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁講演(2011/9/23)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>7</sup> いわゆるオペレーションツイスト。2012年6月末にかけ、残存期間3年未満の国債を4,000億ドル売却する一方、残存期間6年~30年の国債を4,000億ドル購入することになった。

<sup>8</sup> オペレーションツイストは4,000億ドルであり、QE IIの6,000億ドルより小さい。しかし、購入金額と期間で加重平均して比較すると、QE IIよりも規模が大きくなる。

<sup>9</sup> 議事録では、①デレバレッジの長期化、②目先の一段の緊縮財政、③欧州問題深刻化の3つが指摘されている。

### 3. 株価と長期金利の動向

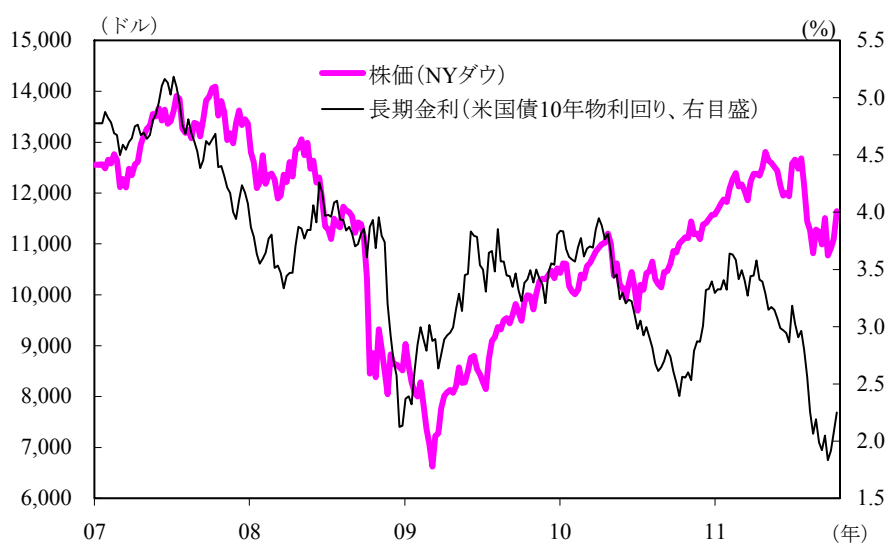
株価は足元では反  
発

株価（ダウ平均）は、足元では上昇している。10月に入り欧州債務問題に対する新たな対策への期待や市場予想を上回る米国経済指標などが好感された（第10図）。

長期金利は足元で  
は上昇

長期金利（10年米国債利回り）も、FRBによるオペレーションツイスト導入決定があったものの、株価と同様の要因により10月に入って上昇地合となっている（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) [hiroshi\\_2\\_kurihara@mufg.jp](mailto:hiroshi_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。