

米国経済の見通し

～雇用改善が強まり、景気は底堅く推移～

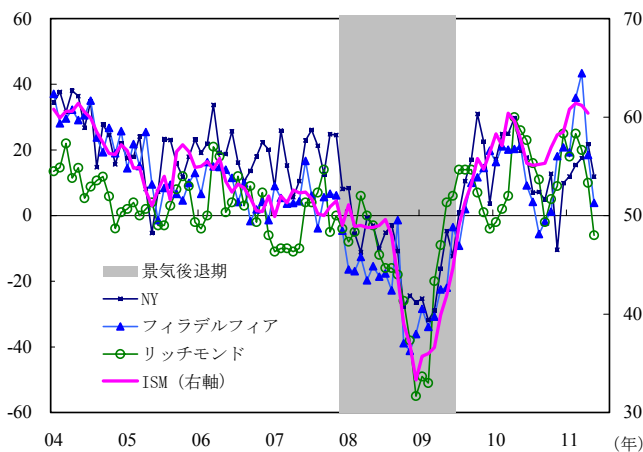
1. 景気の現状

足元はモメンタム
鈍化

米国は、昨年末に成立した景気対策（ブッシュ減税延長や給与税引き下げ）により景況感が一旦大きく好転したが、様々な向かい風を受け、足元の経済指標は景気の勢いの鈍化を示すものが増えている。

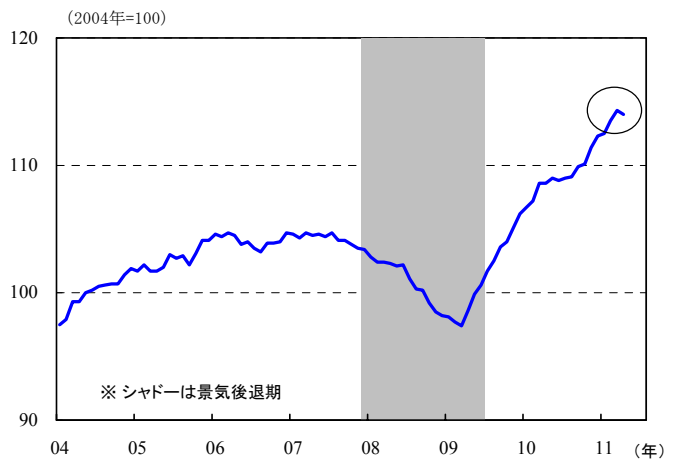
今年 1-3 月期の実質成長率は、ガソリン価格上昇や悪天候、国防費の落ち込みから前期比年率 1.8%と昨年 10-12 月期の同 3.1%から鈍化した。その後、好調であった生産関連の指標に東日本大震災などの影響から陰りが見えるとともに、企業センチメントも直近の地区連銀景況感指数はフィラデルフィア（4 月 18.5→5 月 3.9）、NY（21.70→11.88）、リッチモンド（10→▲6）と低下している（第 1 図）。こうしたなか、4 月の景気先行指数は前月比▲0.3%となり、小幅ではあるものの 10 ヶ月ぶりに低下した（第 2 図）。

第 1 図：製造業景況感指数



(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 2 図：景気先行指数



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

2. 今後の見通し

<概要>

年後半以降、個人消費を中心に堅調

2011 年後半は、個人消費を中心に米国景気は底堅く推移する見通しだ。雇用は回復ペースを早めつつあり、原油など一次産品価格が一段の上昇に至らなければ、個人消費が堅調に推移することで景気回復が継続しよう。来年以降も、構造調整の進展で民需の自律回復力が徐々に高まることから景気は堅調を維持するとみられる（第3図）。

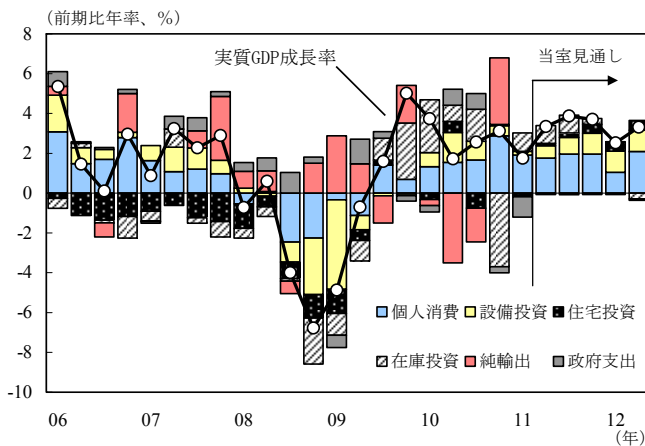
ただし、当面は低迷の見込まれる住宅市場が引き続き景気抑制要因として働くことから、3%程度と見られる潜在成長率を大きく上回って成長することも難しいだろう。また、2008-09年の景気後退の大きさに比べて回復が緩やかに止まることから、需給ギャップを埋めるには相応の時間がかかる。このため、物価に関しては、コア指数は緩やかに底入れするも、連邦準備制度理事会（FRB）が安定とみなす前年比2%近辺に到達するには時間がかかるだろう。

リスクは財政問題、一次産品高の長期化など

こうしたなか景気の下振れリスクとしては、①財政再建議論の頓挫による長期金利の上昇、②歳出削減を短期間に大幅に実施する場合の景気圧迫、③一次産品・原材料高の長期化による家計の実質購買力の低下、などが挙げられる。

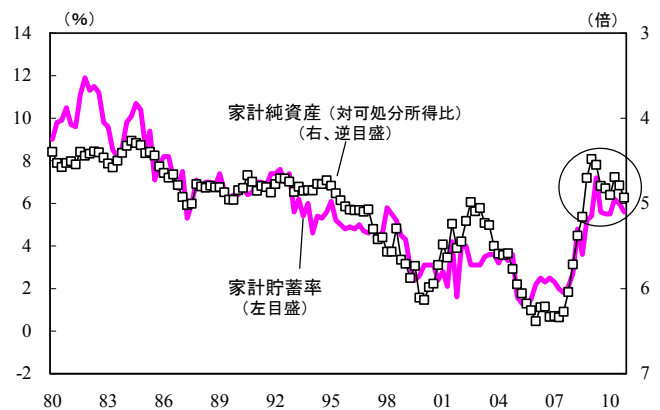
家計のバランスシート調整については、貯蓄率が金融危機後も純資産に連動しているなか、株価上昇により純資産（対可処分所得比）が持ち直したため、景気後退期に急上昇した貯蓄率は、その後は一段の上昇に至っていない（第4図）。貯蓄率が現状程度で安定的に推移すれば消費の大きな下押し圧力にはならないとみられるが、住宅価格下落が再度貯蓄率上昇をもたらすリスクには注意が必要だ。

第3図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) FRB、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：家計の貯蓄率と純資産



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<詳細>

(1) 雇用・消費

雇用は増勢強まる

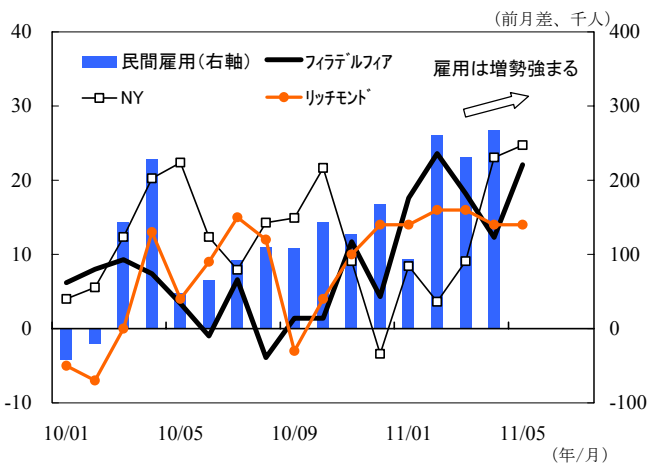
雇用は増勢が強まっている。雇用統計の民間雇用者数は、4月までに3ヵ月連続して前月比20万人超の増加となった。企業部門は、景気回復初期における生産性上昇や労働時間延長での生産対応が一巡し、雇用者数を増加する局面にシフトしたとみられる。

実際、1-3月期の労働生産性は前期比年率+1.6%となり、2010年10-12月期の同+2.9%から大きく鈍化した。また、5月のフィラデルフィア連銀「Business Outlook Survey」の特別質問によれば、雇用計画に影響を与える要因としては「売上見通しの高まり」に続いて、「従業員のオーバーワーク」との回答が2番目に挙がっており、雇用者数増加の必要性が増していることが分かる。加えて、悪化が見られた直近の地区連銀製造業景況感指数においても、雇用指数はフィラデルフィア（4月12.3→5月22.1）、NY（23.08→24.73）、リッチモンド（14→14）と堅調に推移している（第5図）。企業が足元の景気の勢いの鈍化を一時的と捉え、雇用計画には変更が無いことを示唆している。

個人消費は足元で減速するも底堅く推移

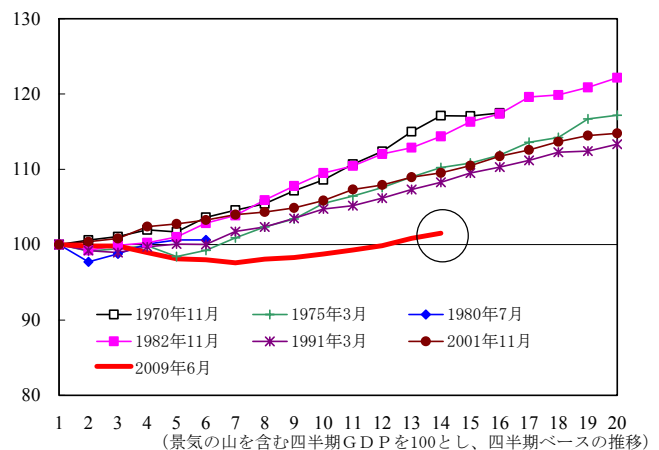
個人消費は、足元はガソリン高などを受けやや減速している。4月の小売売上高は前月比+0.5%と昨年7月以来の小幅な伸びとなった。名目消費は前月比で増加しているが、ガソリン価格急上昇を受けガソリンスタンド売上の大幅増加（4月は前月比+2.7%）が続いているのが実態で、家計の実質購買力は奪われている。個人消費は、今次景気サイクルにおける回復が鈍く（第6図）、今後においても住宅市場低迷で資産効果による押し上げは期待できない。しかし、ガソリン価格が一段の上昇に至らなければ、雇用増加に伴って所得環境が次第に改善し、個人消費は底堅い推移が見込めるだろう。

第5図：製造業景況感雇用指数と雇用者増減



(資料) 米労働省、各地区連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：過去の景気循環との比較（個人消費）



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 企業部門

足元では東日本大震災の影響

企業部門では、足元の生産活動に東日本大震災によるサプライチェーン障害の影響が現れつつあり、4月は自動車減産を主因に、製造業生産が10ヵ月ぶりに減少した（前月比▲0.4%）。ただし、自動車メーカーの稼働率は、夏場頃にも正常化が見込まれており、影響は一時的なものに止まろう。先行きの企業センチメントもしっかりしており、生産活動は新興国を中心とした輸出需要に支えられ、基調としては堅調に推移するとみられる。

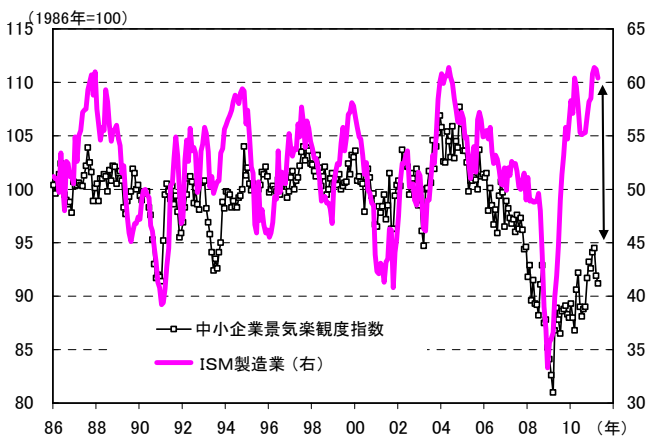
大企業と中小企業で格差

今次景気サイクルは、新興国を中心とした輸出需要に支えられてきたために、大企業（特に製造業）が好調を継続する一方、中小企業は大企業に比べると出遅れているという二極化が見られる（第7図）。ただし、金融危機後であることから中小企業の金融面の制約が回復を阻害しているというわけではない。National Small Business Associationが中小企業に実施したアンケートによれば、「今後のビジネスにとっての課題」との問いに対しては“経済不確実性”との回答が最多であり、“金融環境”との回答は6番目でしかない。また、FRBによる直近の銀行貸出態度調査を見ても、「大・中堅企業向け」と同程度に「小企業向け」でも融資基準は緩和されている（第8図）。中小企業は大企業に比べれば雇用も回復させており、構造的な問題があるようにはみられない。景気回復がより内需主導に近づけば、景況感も大きく改善してこよう。

設備投資は中期的に堅調推移

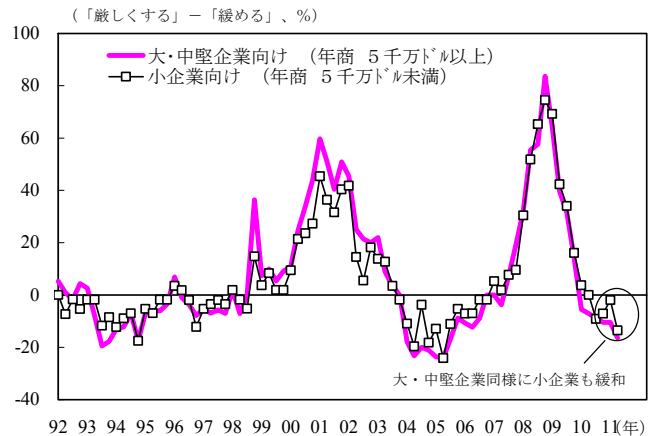
こうしたなかで設備投資は、ウェイトの7割を占める機械投資が好調で回復を牽引してきた。今後についても、良好な企業収益や設備稼働率の上昇、さらには資金調達環境の好転などを受けて好調が持続すると予想される。

第7図：大企業と中小企業の景況感



(資料) NFIB、ISM より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：貸出態度調査



(資料) FRB, Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 住宅市場①

住宅価格は再び低下

住宅市場は底這いが続いている。住宅価格はバブル崩壊で下落した後、昨年前半に一旦上昇したものの、足元では再び緩やかに下落している。背景には、差し押さえ物件の継続的発生により在庫が高止まりし、着工が歴史的な低水準にも関わらず需給が一向に改善しないことがある。

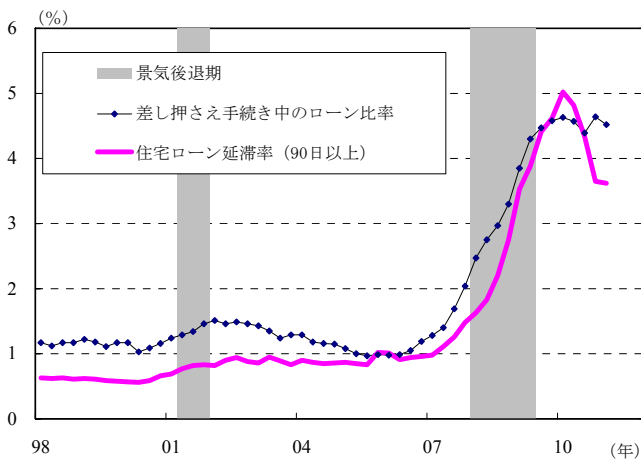
米抵当銀行協会（MBA）によると、3月末時点での住宅ローン延滞率（30日以上）は8.32%（昨年末時点：8.25%）。そのうち、問題の大きい長期（90日以上）の延滞率は3.62%、また差し押さえ手続き中の住宅ローン（Foreclosure Inventory）比率は4.52%である（第9図）。

現在、新築住宅と中古住宅を合わせた在庫は4百万件程度であるが、延滞ないし差し押さえ手続き中の住宅件数は5.6百万件程度と推計され、既存在庫の4百万件を大きく上回る。こうした高水準の“隠れ在庫”が当面の間は住宅価格に下押し圧力をかけ続けるだろう。

延滞率は高水準が続く

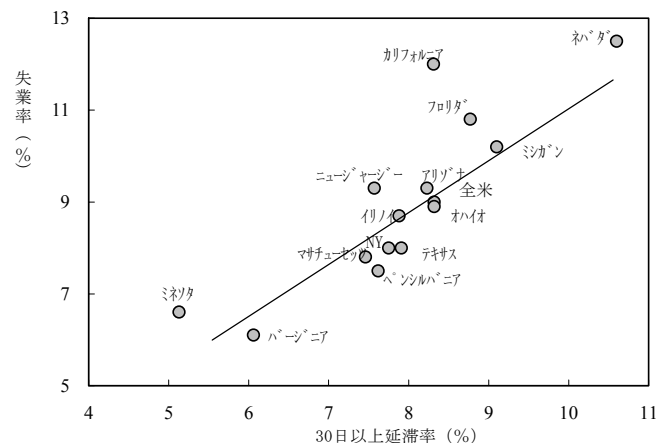
延滞や差し押さえ発生は、雇用情勢との相関が強い（第10図）。加えて、米国では住宅ローンをノンリコース（非遡及型）としている州が多いことから、デフォルト（債務不履行）に対するハードルが相対的に低く、住宅価格が下落すると差し押さえが増えやすい。不動産情報提供会社Zillowによると、保有住宅のローン残高が住宅の現在価値を上回る「ネガティブエクイティ」状態にある住宅比率は28.4%（3月末時点）であり、昨年末時点の27.0%から一段と高まった。延滞率、差し押さえ比率ともにピークアウト傾向にはあるが、雇用情勢の大幅な改善が見込めないなか、今後の改善（低下）ペースは緩慢になると予想される。

第9図：住宅ローン長期延滞率と差し押さえ比率



(資料) MBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：主要州の失業率と住宅ローン延滞率



(資料) 米労働省、MBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 住宅市場②

転居率は低下

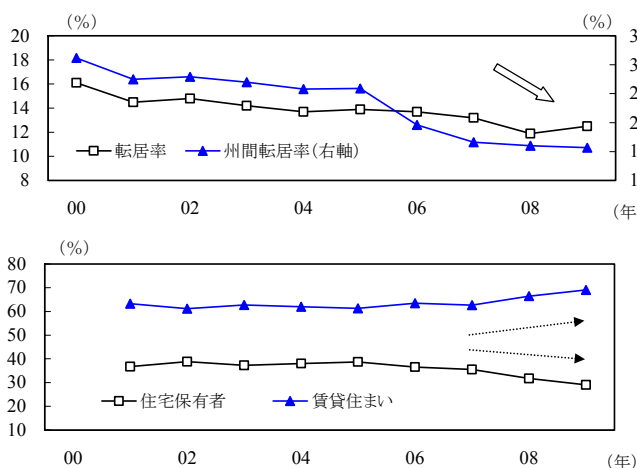
このような住宅市場の動向が、雇用市場に影響を与えている面もある。商務省によると2009年の転居率は12.5%（2008年11.9%）、州間転居率は1.6%（2008年1.6%）であり、過去に比べると大きく下がった水準にある。また、転居した人の属性は、「住宅保有者」の割合が29%程度、「賃貸住まい」の割合が69%程度となっており、金融危機以降「住宅保有者」の比率が低下している（第11図）。このような転居に関する行動の変化は、住宅価格下落により保有住宅がネガティブエクイティの状態になり、転居に際し住宅を売却することが困難になったことが一因だ。転居の理由として「転職」が8.7%（2009年）を占めており、「転居の容易さ」は、米国の強みである流動的で柔軟な労働市場に欠かせない要素であるだけに、転居率低下は失業率押し上げに結びつくおそれがある。

対策は十分に機能せず

住宅差し押さえ問題については、金融危機当初から問題視されており、米政府も差し押さえ対策を早い段階から策定・実施してきたが、当該対策に基づく住宅ローン条件変更（modification）はこれまで60万件程度に止まり、低調な結果となっている（第12図）。政府によれば、条件変更を受けられない要因として、「過剰借入」は11.5%に止まっており、「所得減少・失業」が61.0%と過半を占めている。このことは、当該対策が住宅バブル崩壊を念頭に置いているものの、景気低迷下では十分に機能しないスキームであることを示唆している。

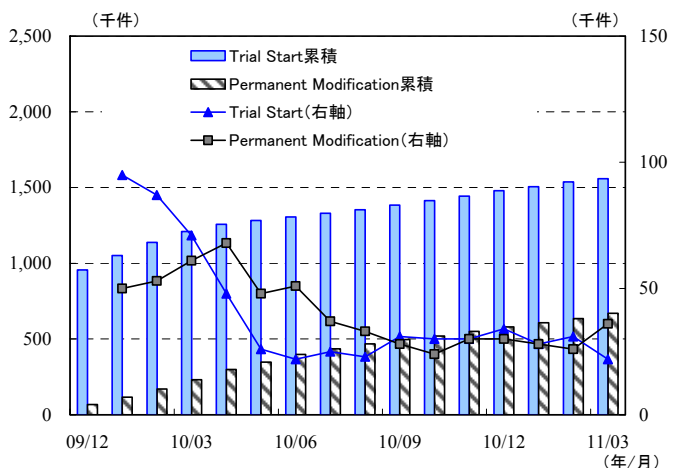
米国はこのような住宅市場と労働市場の悪循環があるため、「高失業率の状態に長期間耐えうる経済構造ではない」（Rajan 元 IMF チーフエコノミスト）といわれるように、高失業率であること自体が景気への大きなリスク要因となるケースがあり、注意が必要である。

第11図：転居率（上段）と転居者の属性（下段）



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：住宅対策（HAMP）の実績



(資料) 米財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 物価動向と金融政策

コア指数に底打ちの兆し

直近4月の消費者物価指数（CPI）は、総合指数が前年比+3.2%と2008年10月以来の上昇となり、エネルギー・食品を除いたコア指数も同+1.3%と、2010年10月の同+0.6%から伸び率が高まっている（第13図）。今後についても需給ギャップの緩やかな縮小に伴い、少しずつ伸び率が高まる見通しだ。

金融政策は当面現状維持

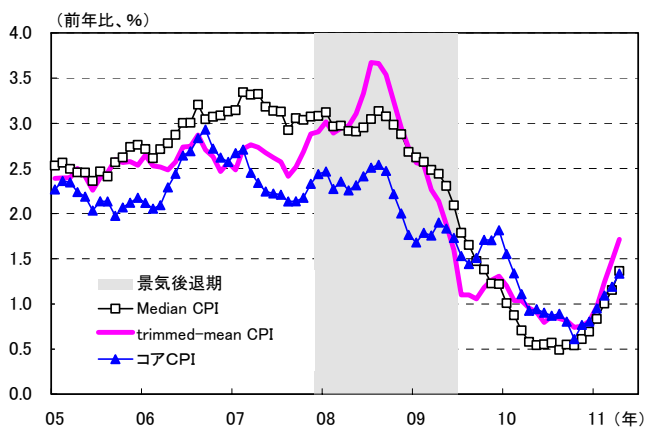
金融政策に関しては、4月前半にかけて市場で早期引き締め観測が強まったが、その後はFOMC委員主流派から引き締めを急がない姿勢が示されたことや経済指標悪化を受け、同観測は後退している。

出口戦略については、FOMC（4月27日）後のバーナンキFRB議長記者会見やFOMC議事録などにおいて、①利上げを資産売却よりも先行させる、②量的緩和策第2弾（QEⅡ）終了後も再投資を行うことで資産保有残高を維持する、③再投資終了を出口戦略開始のアナウンスメントと位置付ける、といった点が示された。これまでは、資産売却した後に利上げ実施としていたが、利上げの方が引き締めスタンスを広範に伝達でき、インフレ期待抑制に効果的であるとの判断に変更した模様である。資産売却に関しては、後回しとするだけでなく「5-6年に渡る長期ミッション」（コチャラコータ・ミネアポリス連銀総裁）との意見まで出てきており、出口戦略における位置付けは流動的だ。

利上げは来年

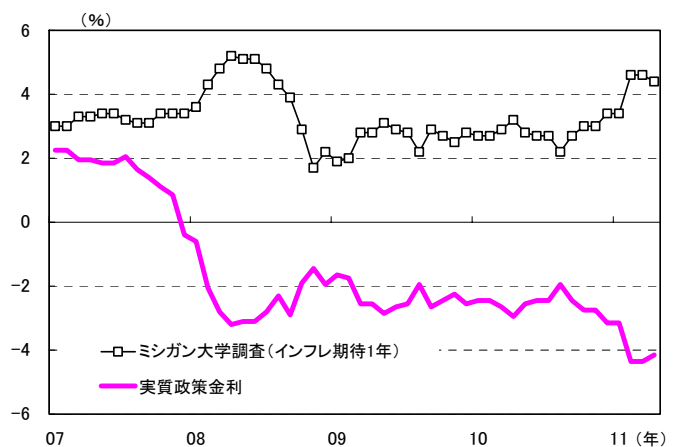
なお、追加の量的緩和策実施に対しては、バーナンキ議長が「雇用の改善が必要な一方でインフレ期待の安定も必要」（FOMC後記者会見）と述べており、実施のハードルは高そうだ。量的緩和実施がこれまでの商品価格上昇に影響を与えたとも解釈できる発言であり、リスクバランスが変化したことを感じさせる。金融政策は当面現状維持が続き、来年になってから利上げが開始される展開となろう。

第13図：物価指数の推移



(注) “Median CPI”は物価上昇率順に並べて中央に位置する品目の価格を見たもの
 “Trimmed-mean CPI”は物価上昇率の上位8%と下位8%を除いて算出
 (資料) 米労働省、ダラス連銀、クレーブランド連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：インフレ期待と実質FFレート



(注) 実質政策金利=FFレート政策目標-ミシガン大学調査（インフレ期待1年）
 (資料) 米労働省、ミシガン大学より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 長期金利

長期金利は今秋頃から本格上昇の見通し

長期金利は4月以来、①市場予想を下回る経済指標の増加、②FRBによる金融引き締め転換時期が遅れるとの見方、③ギリシャにおける債務再編観測の高まり（質への逃避）、などを要因として低下している（第15図）。FRBは金融緩和の早期解除に慎重な姿勢を崩しておらず、当面の長期金利上昇余地は限られよう。長期金利が本格的に上昇するのは、市場が出口戦略を織り込み始める10-12月期以降になると予想される。また、現状進められている財政健全化議論が頓挫する場合には、長期金利の大幅な上昇を招くリスクがあり注意が必要だ。

第15図：長期金利、株価の推移



(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、「日本経済の見通し」に記載しております。)

照会先：経済調査室 (次長 伊達) TEL:03-3240-3204

E-mail: nobuo_date@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。

米国経済金融見通し

平成23年（2011年）5月27日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2009				2010				見通し 2011				2012	2010	2011	2012
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	実績	見通し	見通し
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	▲3.9	▲0.4	2.3	4.7	4.8	3.7	4.6	3.5	3.8	5.1	5.7	5.4	4.6	3.8	4.4	5.1
実質GDP	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.6	3.1	1.8	3.3	3.9	3.6	2.7	2.9	2.8	3.2
個人消費	▲0.5	▲1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.4	4.0	2.2	2.5	2.8	2.8	1.5	1.7	2.7	2.5
設備投資	▲35.2	▲7.5	▲1.7	▲1.4	7.8	17.2	10.0	7.7	3.4	6.0	8.0	10.0	10.0	5.7	7.3	9.0
住宅投資	▲36.2	▲19.7	10.6	▲0.8	▲12.3	25.6	▲27.3	3.3	▲3.3	5.0	10.0	20.0	20.0	▲3.0	0.5	17.8
在庫投資(2005年連鎖価格)	▲1258	▲1618	▲1282	▲367	441	688	1214	162	522	800	1100	1150	1200	626	893	975
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.1)	(▲1.0)	(1.1)	(2.8)	(2.6)	(0.8)	(1.6)	(▲3.4)	(1.2)	(0.8)	(0.9)	(0.1)	(0.1)	(1.4)	(0.2)	(0.1)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲3,892	▲3,420	▲3,908	▲3,301	▲3,384	▲4,490	▲5,050	▲3,977	▲3,985	▲4,011	▲4,038	▲4,063	▲4,089	▲4,225	▲4,024	▲4,126
（同、前期比年率寄与度）	(2.9)	(1.5)	(▲1.4)	(1.9)	(▲0.3)	(▲3.5)	(▲1.7)	(3.3)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.1)
政府支出	▲3.0	6.2	1.6	▲1.4	▲1.6	3.9	3.9	▲1.7	▲5.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	▲0.9	0.2
最終需要(国内民間)	▲7.2	▲3.0	1.8	0.6	2.1	4.6	2.2	4.4	2.2	3.0	3.7	4.2	3.1	2.1	3.2	3.8
鉱工業生産	▲18.9	▲11.5	5.3	5.6	8.1	7.1	6.7	3.1	4.6	4.5	4.0	4.0	4.5	5.3	4.6	4.5
失業率	8.2	9.3	9.7	10.0	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	8.9	8.9	8.8	8.2	9.6	8.9	7.9
生産者物価（前年比）	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.4	4.8	4.4	3.8	3.8	5.0	5.0	5.5	4.4	1.9	4.2	4.9	2.5
消費者物価（前年比）	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	2.6	2.7	2.5	1.7	1.6	2.5	1.9
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,212	▲1,135	▲1,321	▲1,401	▲1,509	▲1,691	▲1,708	▲1,562	▲1,815	▲1,845	▲1,850	▲1,855	▲1,860	▲6,471	▲7,365	▲7,590
経常収支	▲956	▲844	▲975	▲1,009	▲1,087	▲1,227	▲1,255	▲1,133	▲1,387	▲1,416	▲1,421	▲1,426	▲1,431	▲4,702	▲5,651	▲5,876
3. 金融																
FFレート誘導目標	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	1.25
ユーロドル（3ヵ月物）	1.7	1.4	0.8	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.8
国債流通利回り（10年物）	2.7	3.3	3.5	3.5	3.7	3.5	2.8	2.9	3.5	3.4	3.5	3.5	3.6	3.2	3.5	3.8

(注) ・在庫投資と純輸出は年率換算した実績。

・FFレート誘導目標は期末値。

・その他の金利は期中平均値。ユーロドル金利はLIBORレート。

照会先：経済調査室（次長 伊達） TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@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せよう、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、弊社ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。