

経済マンスリー [米国]

～景気後退リスクの現実味が増す米国経済～

米国経済は、住宅調整と信用収縮の深刻化、原油価格の高騰、企業・消費者マインドの急激な悪化などから一段と減速感を強めている。好調な外需が引き続き景気の下支えになっているものの、住宅市場の深刻な調整に加え、消費が大幅に減速しており、雇用の悪化も鮮明になった。足元では、原油価格（WTI）が 1 バレル=110 ドル台の最高値をつけ、企業・消費者マインドが過去のリセッションレベルに近づくなど、景気下振れリスクが一層拡大している。

景気失速の引き金となった金融・資本市場の混乱も、長期化・深刻化している。米財務省の集計によると、サブプライム問題に絡んで世界の金融機関が計上した損失額は総額 2,000 億ドルを超えた模様だが、住宅ローン担保証券（RMBS）をはじめとする証券化商品の価格下落は止まらず、依然として追加損失懸念が燻っている。証券化商品や地方債の保証業務を行うモノライン（金融保証会社）の格下げ問題をきっかけに地方債市場にも混乱が波及したほか、社債の信用スプレッド拡大や株価下落も続いており、銀行のバランスシート調整に伴う信用収縮が实体经济をさらに下押しするとの懸念が広がっている。

そうしたなか、連邦準備制度理事会（FRB）は、景気挺入れのため大幅利下げを実施する一方、金融市場の緊張緩和を狙って、矢継ぎ早に新たな流動性供給策を発表している^(注)。ブッシュ政権は、2 月に大型減税を含む緊急景気対策法案を成立させたほか、業界主導の住宅ローン債務者救済策（ローン借り換え促進や担保住宅の差し押さえ延期など）を後押ししているが、公的資金の投入には否定的だ。勢い市場の期待は機動性のある FRB の金融政策に集まっている。

(注) 3 月 7 日に、入札金利方式のターム物資金供給制度（TAF）の増額、11 日に RMBS を担保とする米国債貸与制度（TSLF）の導入と、欧州中央銀行（ECB）などを通じたドル資金供給の増額を発表。また、14 日には資金繰りの悪化した米大手証券会社に対する緊急融資を発表し、16 日には①証券化市場への資金供給を目的とする新たな貸出制度創設、②公定歩合引き下げ（3.5%→3.25%）と貸出期間延長（最大 30 日

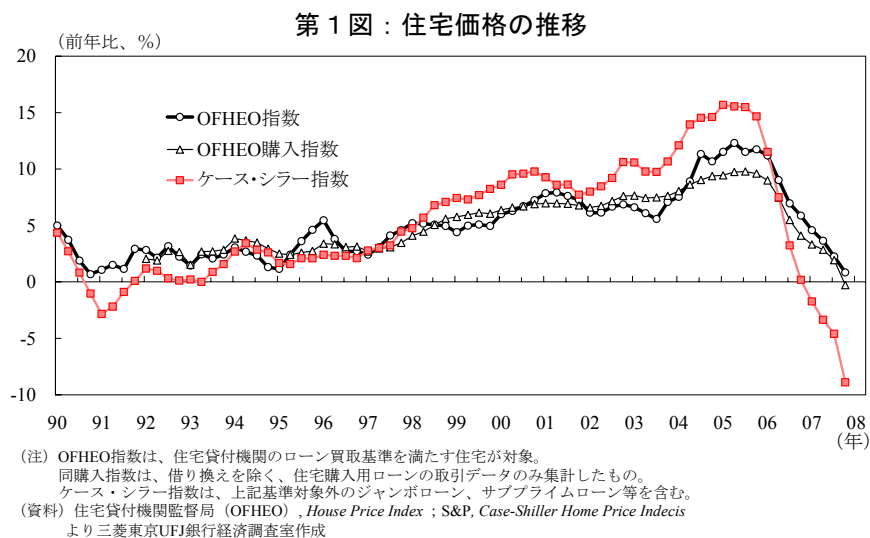
→90日)、を公表した。

1. 実体経済の動向

(1) 住宅市場～住宅価格下落をうけて延滞・差押さえが増加

米国住宅市場は、引き続き厳しい調整局面にある。1月の住宅着工件数は季節調整済年率 101.2 万戸と、前月から 0.8%増加したものの、昨年 10-12 月の平均 (同 115.2 万戸) を大きく下回っている。先行指標とされる 1 月の着工許可件数も、前月比▲3.0%の季節調整済年率 104.8 万戸と、8 カ月連続の減少を記録し、先行き一段の落ち込みを示唆している。

連邦住宅貸付機関 (OFHEO) が発表した昨年第 4 四半期の全米住宅価格指数は、前期比+0.1%、前年比+0.8%にとどまり、同購入指数 (住宅ローン借り換えを除く、住宅購入のみのデータ) は、前期比▲1.3%、前年比▲0.3%と、データ入手可能な 1992 年以来初めて前年割れとなった。州別の住宅価格指数は、カリフォルニア州 (前年比▲6.7%)、ネバダ州 (同▲5.9%) を初め 11 州で前年比下落し、住宅不況の広がりを示した。一方、大都市圏の高額物件の影響を受けやすいとされるケース・シラー住宅価格指数は、昨年第 4 四半期に前年比▲8.9%と下落ペースが加速している。



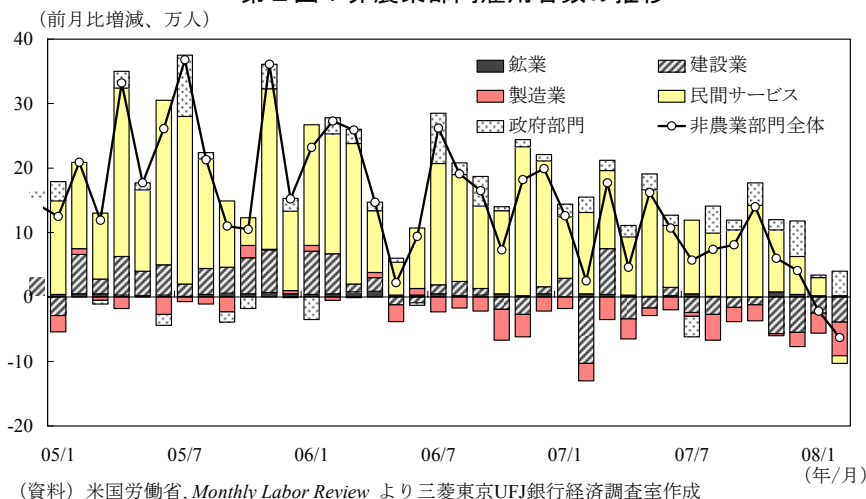
住宅価格の下落を背景に、住宅ローンの延滞・差押さえも増加している。米抵当銀行協会 (MBA) が発表した昨年第 4 四半期の住宅ローン延滞率は、前期の 5.59%から 5.82%へ上昇し、1985 年以来の高さとなった。延滞率の上昇は、信用力の低いサブプライムローン (16.31%→17.31%) に限らず、信用力の高いプライムローン (3.12%→3.24%) にも波及している。また、住宅が差押さえられたローンの比率は、前期の 1.69%から 2.04%へ上昇し (サブプライムに限れば 6.89%から 8.65%への上昇)、過去最悪の水準となった。

(2) 雇用・消費～雇用者数は2カ月連続減少、逆風強まる個人消費

2月の非農業部門雇用者数は前月比▲6.3万人と、1月の同▲2.2万人（▲1.7万人から下方修正）に続き、2カ月連続の減少を示した。民間部門に限れば同▲10.1万人と、過去2カ月分の下方修正も含めて3月連続の減少となり、景気後退リスクが現実味を帯びる内容であった。業種別にみると、財生産部門では、製造業も同▲5.2万人と2003年7月以来の減少幅を記録したほか、建設業も8カ月連続の減少の同▲3.9万人となった。さらに、これまで雇用拡大を支えてきた民間サービス部門も、金融・不動産業（同▲1.2万人）の減少が続いたほか、小売業が消費減速の影響で同▲3.4万人、景気動向に敏感な人材派遣業を含む専門・企業向けサービスも▲2.0万人と悪化したことから、2003年3月以来の減少となった（第2図）。民間274業種のうち雇用拡大業種の割合を示す「雇用DI」は、1月の46.2から2月の45.6へ切り下がり、雇用調整の動きが幅広い業種に広がりつつあることを示唆している。

2月の失業率は4.8%と、1月の4.9%から予想外の低下となった。ただし、これは雇用環境の改善によるものではなく、失業者が求職活動を諦めて労働市場から退出し、労働力人口が減少したことを反映したものとみられる。先行性のある失業保険新規申請者数をみると、過去の景気後退期のような急激な増加は示していないものの、4週移動平均で約36万人と徐々に水準を切り上げている。

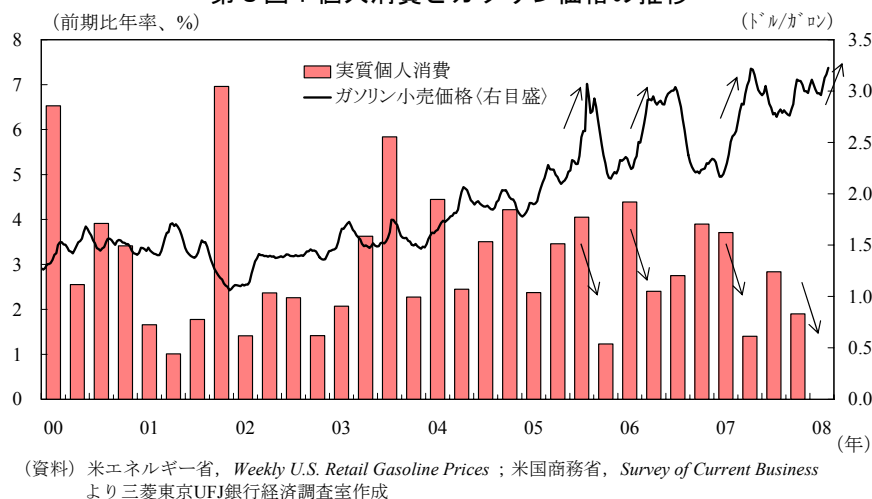
第2図：非農業部門雇用者数の推移



個人消費は、昨年末にかけて急減速した後、年明け後も低迷している。2月の小売売上高は前月比▲0.6%と大幅減少を記録し、前年比でも+2.6%と過去13カ月間で最も低い伸びにとどまった（昨年1月の+2.3%を除けば、2003年5月以来の最低）。主因は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品等の落ち込みだが、これらを除く小売売上も、前月から横這いと低調であった。

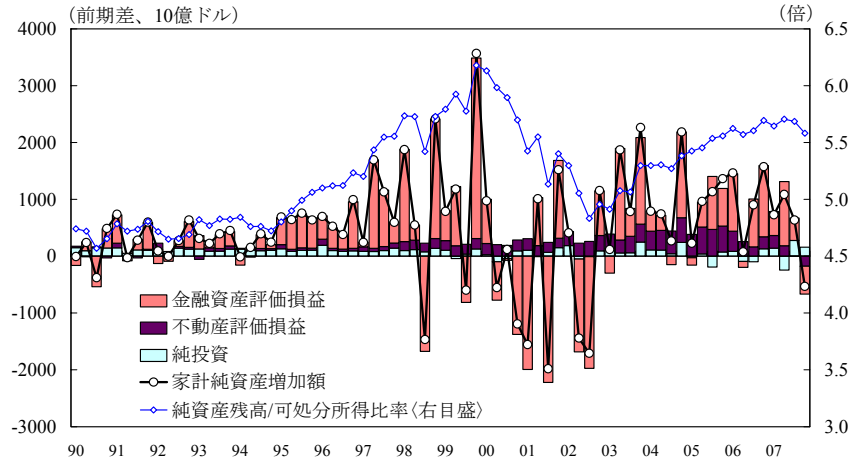
足元では、①インフレ昂進、②雇用・所得軟化、③家計純資産減少、④家計の債務返済負担上昇などにより、消費への逆風がさらに強まっている。ガソリン小売価格は1ガロン=3.2ドル台の最高値圏で推移しており、今後も消費者マインドの悪化や実質購買力の圧迫を通じて消費の抑制要因になるとみられる（第3図）。インフレ調整後の実質可処分所得は、昨年12月、本年1月と2カ月連続で前月比+0.1%の僅かな伸びにとどまっており、今後は雇用減少とインフレ率高止まりをうけて減少に転じるおそれがある。

第3図：個人消費とガソリン価格の推移



これまで消費の押し上げ要因となってきた住宅・株式の資産効果も剥落し、昨年末には負の効果（逆資産効果）に転じた模様だ。FRBが発表した昨年第4四半期の資金循環統計によると、12月末時点の家計純資産残高は、住宅価格と株価の下落をうけて、9月末比▲5,328億ドルの57兆7,180億ドルと、約5年振りの減少となった。一方、家計の負債残高は、2006年までの住宅ローンの急増を反映して名目GDP比102%、可処分所得比139%まで膨らんでおり、債務返済負担（元利金返済に自動車リース料・借家賃貸料・保険料・不動産税等を加えた金融債務比率）も可処分所得比19.3%へ上昇している。家計は足元、貯蓄を取り崩して生活水準を維持しているが（12月、1月の貯蓄率はいずれも▲0.1%）、中期的には債務返済によるバランスシート調整が貯蓄率を押し上げ、消費の抑制要因となる可能性が高い。

第4図：家計純資産残高の変化



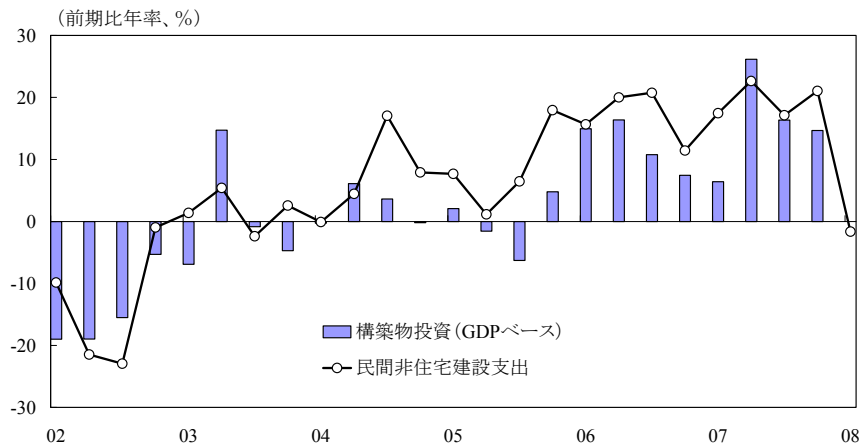
(資料) FRB, Flow of Funds より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業活動～マインド悪化が先行き一段の減速を示唆

1月の鉱工業生産は、昨年12月と同じ前月比+0.1%と、辛うじてプラスの伸びを維持した。輸出は11カ月連続増加の前月比+1.6%と堅調に推移し、引き続き企業活動を底支えている。

設備投資関連では、機械・ソフトウェア投資の先行指標とされる1月の非国防資本財受注(除く航空機)が、同▲1.5%とマイナスに転じた。ただし、昨年12月の高い伸び(前月比+5.2%)の反動とみられ、前年比では+5.2%と底堅さを維持している。一方、二桁台の増勢が続いた非住宅建設投資(構築物投資)は、第1四半期に急減速する可能性が高い。サブプライム問題の影響で、銀行の商業用不動産向け融資態度が大幅に厳格化されるなか、民間非住宅建設支出は、1月に前月比▲1.2%と2006年9月以来の減少を示した(第5図)。

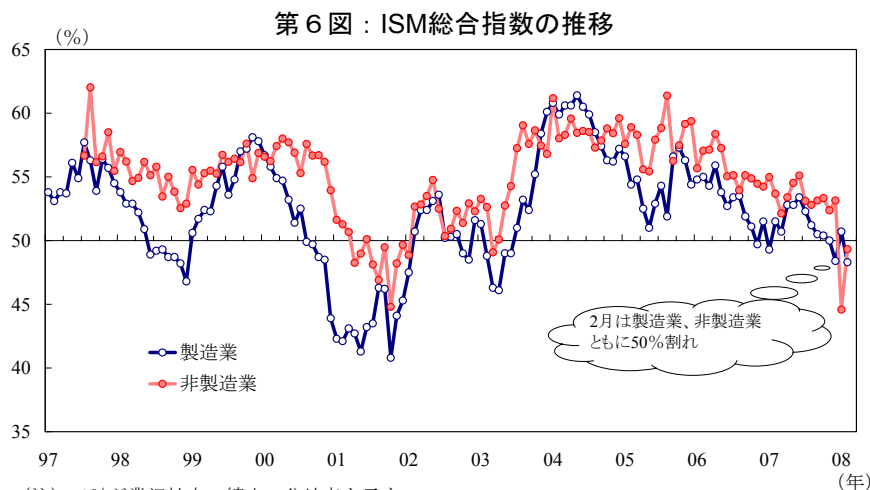
第5図：構築物投資と民間非住宅建設支出



(注) 2008年第1四半期の民間非住宅建設支出は2月、3月が前月比横這いと仮定した場合。

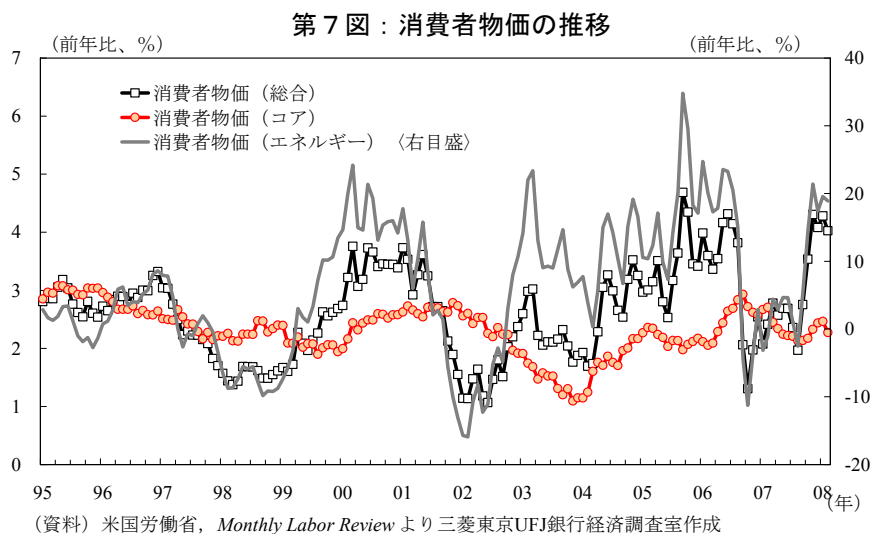
(資料) 米国商務省, Survey of Current Business より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

企業部門の景況感を示す2月のISM総合指数は、製造業が前月から2.4%ポイント低下の48.3%、非製造業が4.7%上昇の49.3%となり、いずれも業況判断の分岐点とされる50%を下回った（第6図）。住宅調整の長期化や金融・資本市場の混乱、原油・商品価格高騰によるコスト高をうけた企業マインドの急速な悪化が、先行き一段の減速を示唆している。



(4) 物価

2月の消費者物価は前月比横這いとどまり、前年比上昇率も4.0%と、1月の4.3%から騰勢を弱めた。昨年秋以降のインフレ加速の主因であったエネルギー関連財・サービス価格の値下がりと食料品価格の上昇率鈍化に加え、これらを除くコア物価も前月比横這い、前年比+2.3%と伸び率が低下したためだ(1月は各々+0.3%、+2.5%)（第7図）。ただし、原油をはじめとする商品価格の高騰やドル安による輸入物価上昇を背景に、川上からのインフレ圧力は根強く、1月の生産者物価は、前月比+1.0%、前年比+7.4%へ伸びが加速している。



2. 金融動向

(1) 金融政策

FRB は、1月22日の75bp緊急利下げに続き、1月29-30日開催の連邦公開市場委員会（FOMC）でも50bpの追加利下げに踏み切った。昨年9月からの利下げ幅は合計2.25%に達し、FF金利誘導目標は3%まで引き下げられた。

しかし、その後も、モノラインの格下げ問題、ヘッジファンドやプライベートエクイティファンドの破綻懸念、信用収縮による景気悪化懸念などから、金融・資本市場の混乱は深刻化しており、金融市場は実質マイナス金利となる2%以下への利下げを織込みつつある。バーナンキFRB議長は2月27日の議会証言で、住宅市場や雇用の予想以上の悪化や信用収縮が深刻化する可能性などの景気下振れリスクを指摘するとともに、「経済成長を支援し、景気下振れリスクに適切な保険をかけるため、必要に応じて適時に行動する」と述べ、次回3月18日開催のFOMCでの追加利下げを示唆した。

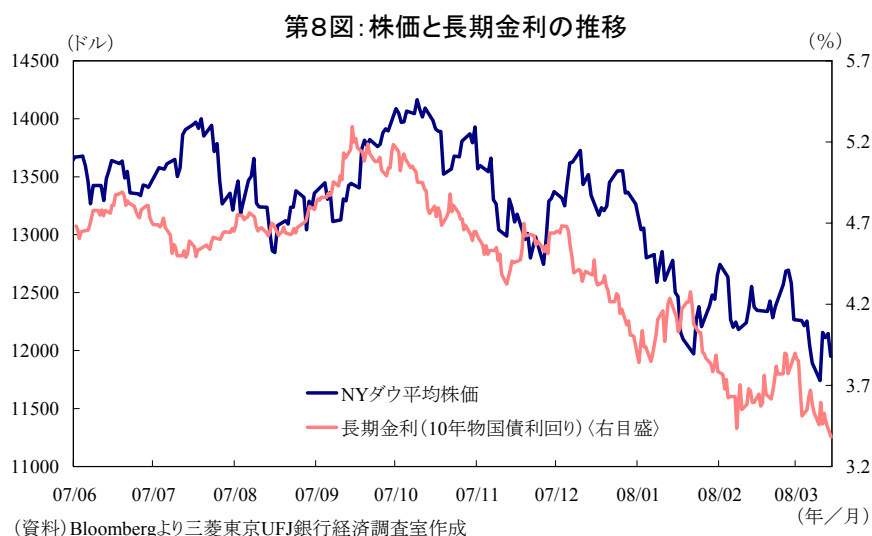
昨年9月からの利下げ幅は合計2.25%に達したものの、モーゲージ市場の混乱や銀行の貸出基準厳格化をうけて住宅ローン金利は高止まりしており、金融緩和の効果もこれまでのところ限定的なものにとどまっている。当室では従来、実質ゼロ金利となる2.5%近辺までの利下げを予想してきたが、FRBは市場のセンチメント悪化を抑え、深刻な景気後退を回避するため、年半ばにかけて更に大幅な利下げを余儀なくされる可能性が高まっている。しかし、大幅利下げや足元のインフレ率上振れ、原油価格高騰・ドル安の継続などをうけてインフレ懸念が高まっており、さらなる大幅利下げにはドル急落のリスクもある。FRBは市場の流動性対策の拡充なども絡めて難局を乗り切るべく、厳しい舵取りを迫られよう。

(2) 長期金利と株価の動向

長期金利（米10年物国債利回り）は、株価の反発やインフレ懸念の高まりなどから反転上昇し、2月下旬には一時3.9%台を回復した。しかし、米大手保険会社決算での巨額損失計上やモノライン救済難航などの報道をうけて金融不安が高まったことから、2月末にかけて3.5%台まで急低下した。3月初旬には、FRBによる流動性供給策拡充の発表を好感して、株価が反発したことなどから、長期金利も下げ止まったものの、14日のNY連銀による米証券会社への緊急融資の発表をうけて金融不安が再燃し、足元3.4%近辺まで低下している。

一方株価も、ボラタイルな動きが続いており、3月7日にはNYダウ平均株価が節目となる12,000ドルを割り込み、10日には終値で11740.15ドルの年初来安値を付けた。11日のFRBによる新たな流動性供給策（RMBSを担保とする米国債貸与制度）発表や、モノライン大手の格下げ回避などから反発し、一時12,000ドル台を回復したものの、米証券会社への緊急融資の発表を受けて急落し、再び

12,000 ドルを割り込んでいる。



(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 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@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。