

経済マンスリー [米国]

～景気後退懸念、金融不安がくすぶる一方、インフレ警戒強まる～

米国経済は、好調な輸出や企業部門の底堅さに支えられて急激な落ち込みこそ免れているものの、引続き厳しい情勢にある。住宅市場の調整継続や、金融・資本市場の混乱に伴う家計・企業の資金調達環境悪化の影響に加えて、原油や食料価格の高騰が個人消費を中心に景気を圧迫している。4 月末から戻し減税がスタートし、4～6 月期中には減税のほとんどが家計に行き渡る予定だが、消費マインドが大きく冷え込んでいる現状では、減税効果に多くを期待することはできない。

一方で、一次産品価格の上昇には歯止めがかからず、インフレ懸念が世界規模で強まっている。連邦準備制度理事会（FRB）はこれまで金融市場の混乱に配慮して大幅な利下げを続けてきたが、ここにきて政策運営の軸足をインフレ抑制へと徐々に移している。バーナンキ FRB 議長は 6 月 3 日の講演で、「政策金利は適切な水準」と当面の政策金利据え置きを示唆するとともに、「ドル安がインフレ上昇の一因」と過度のドル安に懸念を表明した。また、翌日の講演では、「インフレ期待の上昇は重大な懸念事項だ」としてインフレに対する警戒を強める発言をしている。

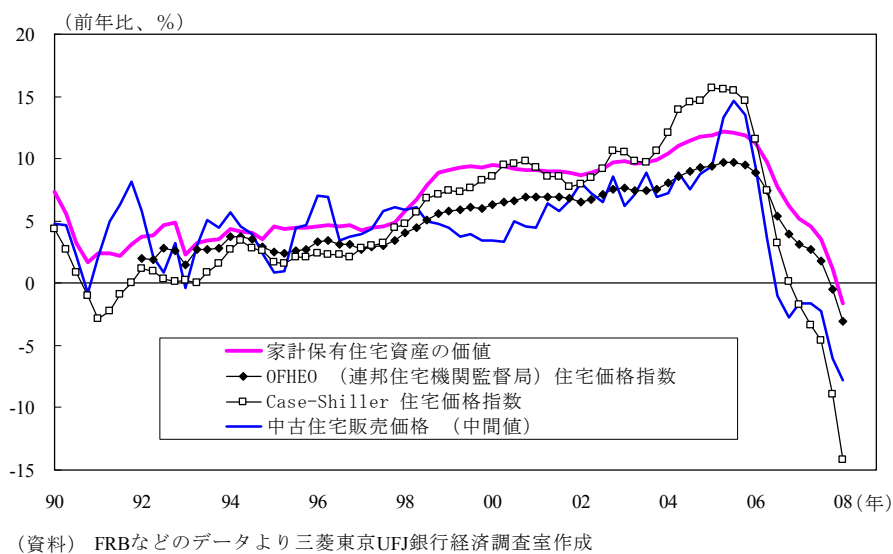
金融市場では、インフレ懸念の高まりとともに金利に上昇圧力がかかっている。一方、米証券会社の決算発表を控え、金融株が 3 月につけた下値を下回るなど、金融不安が再び強まる兆しもみられ、株価は弱含みで推移している。こうしてインフレ警戒と景気悪化懸念・金融不安の綱引きの中、FRB の政策運営は難しくなっており、先行きの動きが読みにくい中、市場の値動きは激しさを増している。

1. 実体経済の動向

(1) 住宅市場～住宅価格に一段と下落圧力

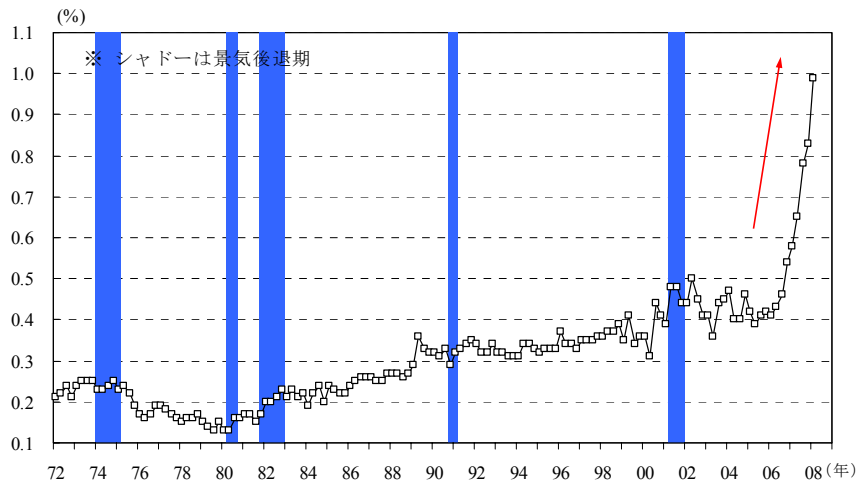
住宅市場では、依然、厳しい調整が続いている。住宅着工戸数は直近ピーク（2006年初め）から半分以上に減少したが、販売が下げ止まらないため、在庫率（在庫戸数／販売戸数）の上昇に歯止めがかからず、住宅の過剰感は強いままだ。住宅価格は下落基調が続いており、各種住宅価格指数は統計開始以来最大の下落率を更新している。こうした中、家計保有の住宅資産価値は、この1～3月期には1952年の統計開始以来、初めて前年比で減少に転じた（第1図）。

第1図：住宅価格と家計保有の住宅資産価値



住宅価格の下落により、担保住宅の資産価値が住宅ローン残高を下回る、いわゆる「ネガティブ・エクイティ」となった住宅ローンが増加している。この結果、ローンの返済意欲が低下し、住宅を自主的に放棄する借り手が増え、これが住宅ローン問題を一層深刻化させている。1～3月期の住宅ローン延滞率（返済が30日以上滞っているローンの比率）は前期の5.82%から6.35%に上昇し、85年に記録した過去最高を更新した。そのうち、サブプライム・ローンでは18.79%と全体の2割近くで返済が滞っている。また、抵当権の行使手続き（foreclosure）に入ったローンの比率も、住宅ローン全体で0.99%と歴史的な水準に上昇した（第2図）。foreclosureの件数は4～6月期に入っても記録的な増加が続いており、米RealtyTrack社の調査によれば、4月は前年比約65%の増加となっている。抵当権の行使により担保住宅が競売にかけられると、当該住宅価格のみならず、近隣の住宅価格にも大きな下落圧力がかかる。競売件数は当面、増加が続く見通しで、住宅価格の下落基調は簡単には止まりそうにない。

第2図：住宅ローン抵当権行使（foreclosure）開始比率

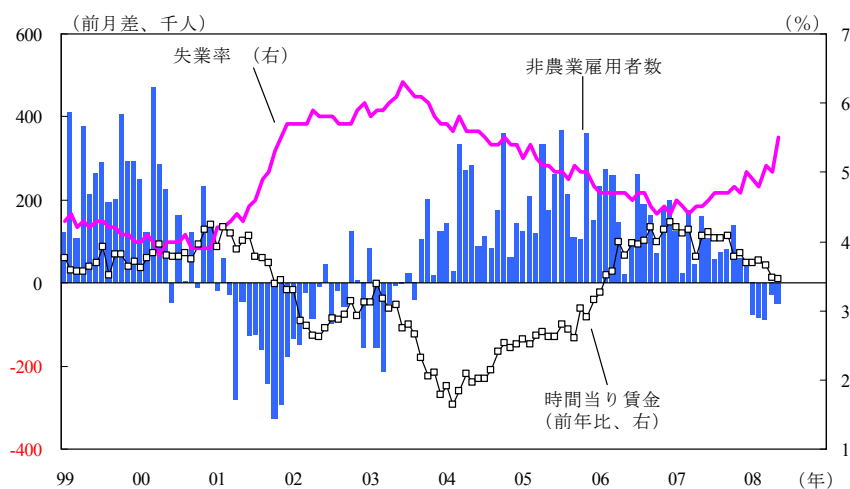


(資料) Mortgage Bankers Association のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 雇用・消費～物価高が消費を圧迫

5月の非農業部門雇用者数は前月比▲4.9万人と、5カ月連続で減少した。雇用者数の減少ペースは、1～3月平均の▲8.2万人に対して3～5月平均が▲5.5万人と、幾分、鈍化した。一方、失業率は5.5%と、4月の5.0%から0.5%ポイントの大幅上昇となった。米労働省によれば、4～7月は若年層を中心に数字が振れやすい時期であることから、失業率が実態より高めに出ている可能性は否定できないが、関連指標の動きからみて、労働需給が悪化の方向にあることは間違いない。労働需給の緩和を反映し、時間当たり賃金の伸びは緩やかな鈍化傾向が続いており、雇用者数の減少とあわせて所得の伸び鈍化につながっている(第3図)。

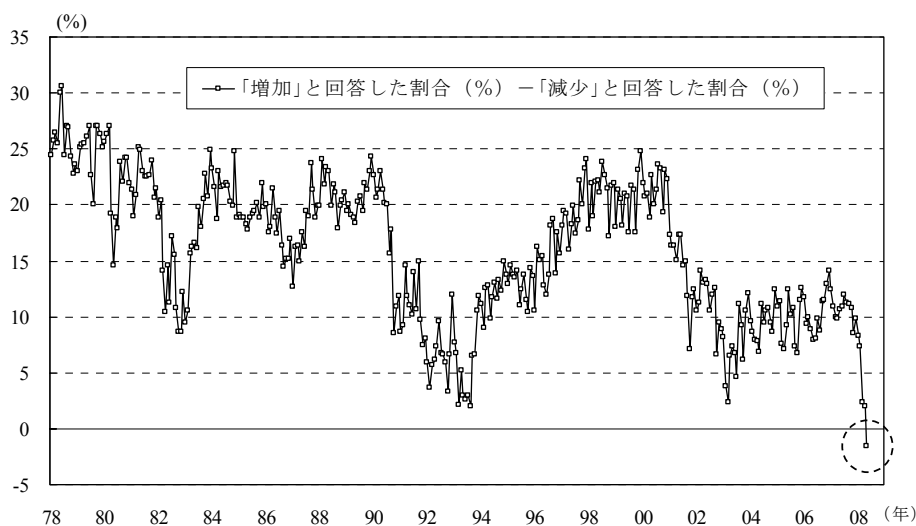
第3図：非農業雇用者数と失業率、賃金上昇率



(資料) 米労働省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用・所得環境の悪化に加えて、住宅価格下落による逆資産効果、原油・食料品などの値上がりにより、個人消費は厳しい環境下にある。特に物価高が足元の消費を大きく圧迫している。4月の個人所得は、雇用の減少により賃金所得が減少したものの、戻し減税による押上げもあり、前月比0.2%と市場予想を若干上回る増加となった。しかし、物価上昇による所得の目減りから、実質ベースの消費は前月比横ばいに止まった。また、5月の消費者信頼感指数（コンファレンスボード調べ）は5ヵ月連続で悪化し、1992年以来の低水準となったが、調査内容をみると、所得の見通しで、今後半年で「減少する」と回答した比率が、「増加する」と回答した比率を、1978年の統計開始以来、初めて上回った（第4図）。雇用情勢の悪化に加え、物価高が影響しているとみられる。

第4図：家計の半年後の所得見通し

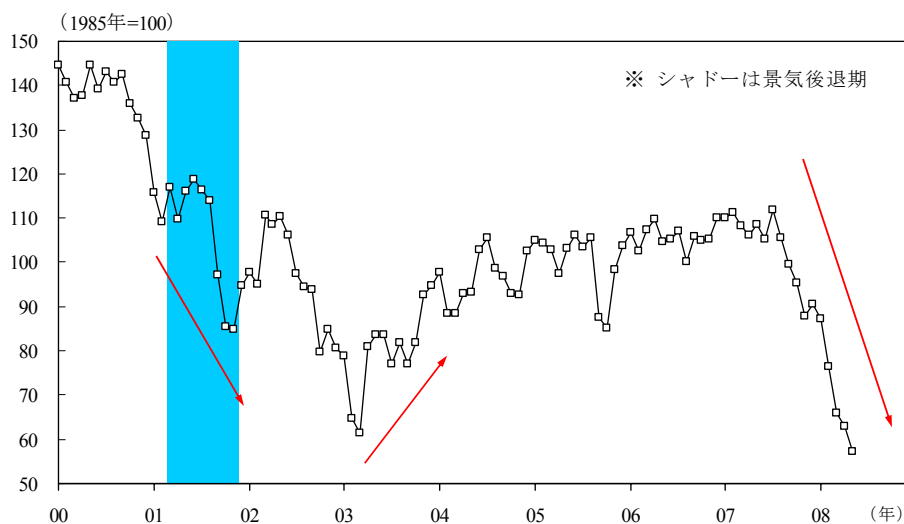


(資料) The Conference Board, Consumer Confidence Survey より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後は、戻し減税による消費の押上げが期待されるどころだが（6月6日時点で、減税総額の5割強に当たる568億ドルが還付されている）、ショッピングセンター協会の週間売上高などをみる限り、今のところ消費の大きな押上げにはつながっていないようだ。最近の各種調査を見ても、減税案が発表された時と比べて、減税のうち消費に回る割合は下がる方向にある。過去をみると、減税の効果は実施時の経済情勢によって差があるようだ。米国では、2001年、2003年（ともに7月から実施）にも今回と同様の戻し税方式による減税が行われたが、リセッションの真只中で、消費マインドの悪化が続いていた2001年には、減税はすぐには消費に回らなかった（9.11同時多発テロ後、自動車メーカーによる自動車ローン・ゼロ金利キャンペーンをきっかけに耐久消費財中心に消費が拡大した）。他方、景気が底を打ち、消費マインドも回復基調に転じていた2003年には、減税

がすぐに消費に回り、当期の成長率を大きく押し上げた。今回は、消費マインドが大きく冷え込んでいる中での減税実施となることから、減税の多くが貯蓄や借入返済に回る可能性が高いと見られる（第5図）。

第5図：消費者信頼感指数

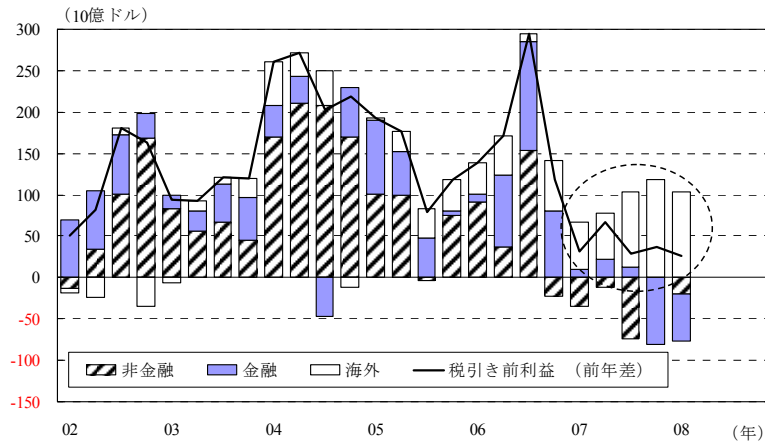


(資料) The Conference Board, Consumer Confidence Survey より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業活動～家計部門に比べると調整は軽微

家計部門に比べ、企業部門の調整は相対的に軽微に止まっている。ヒト(雇用)、モノ(設備、在庫)、カネ(債務)のいずれもが、過去の景気調整局面と比べると過剰感に乏しく、大きな不均衡がないためだ。企業マインドでは、5月のISM製造業指数が49.6と前月から1ポイント改善した。好不調の分かれ目である50を4ヵ月連続で下回ったが、輸出の支えもあり、景気後退期のように40台前半まで低下する気配は今のところない。また、非製造業指数は、51.7と前月(52.0)から小幅低下したが、2ヵ月連続で50を上回り、底堅さを見せている。設備投資では、1～3月期の実質設備投資が速報値の前期比年率▲2.5%から同▲0.2%に上方修正され、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も、4月は前月比4.0%と4ヵ月振りにプラスに転じた。このため、設備投資が大幅に落ち込むとの懸念は後退している。設備投資に影響の大きい企業収益(GDP統計ベース)も、海外部門の好調により、前年比プラスを維持しているが、国内の収益は金融部門を中心に既に前年比減益となっており、こちらは金融機関の貸出基準厳格化とともに、設備投資の下振れリスクとなっている(第6図)。

第6図：米企業収益の推移

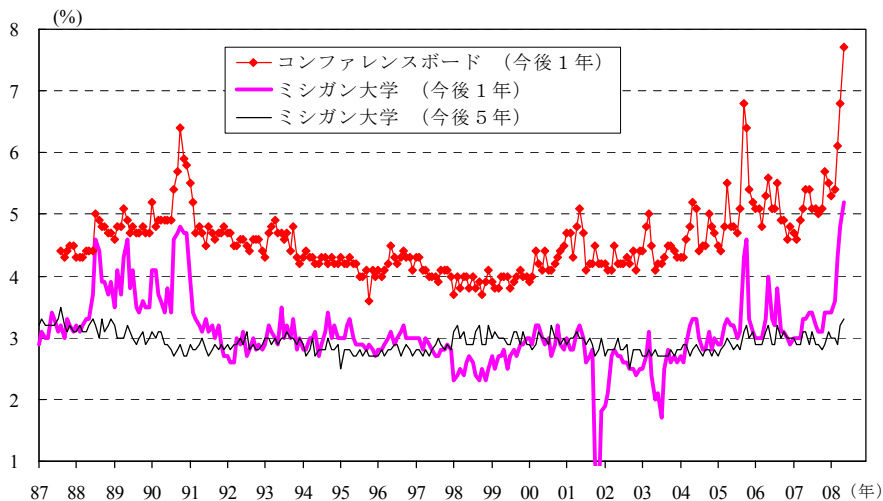


(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価～強まるインフレ警戒

原油や食料など、一次産品価格の上昇に歯止めがかからず、川上の物価上昇圧力が増している。今回の価格高騰には、投機資金の流入による部分もあるが、基本は途上国を中心とした需要増や、供給制約を背景としているだけに、一次産品価格は今後も高止まりするとの観測が強い。そうした中、川上の物価上昇は、「モノ」を中心に、徐々に川下の価格に波及し始めている。生産者物価では、既に、エネルギー、食料を除いたコア部分の上昇率がジリ高となっている。一方、賃金上昇率が落ち着いていることから、「サービス」の比率が高い消費者物価への波及は今のところ限られている。しかし、今後の物価動向のカギを握ると見られる期待インフレ率が、短期のみならず中長期でも強含んでいることもあって、インフレに対する警戒感が強まっている（第7図）。

第7図：各種期待インフレ率



(資料) The Conference Board, University of Michigan のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

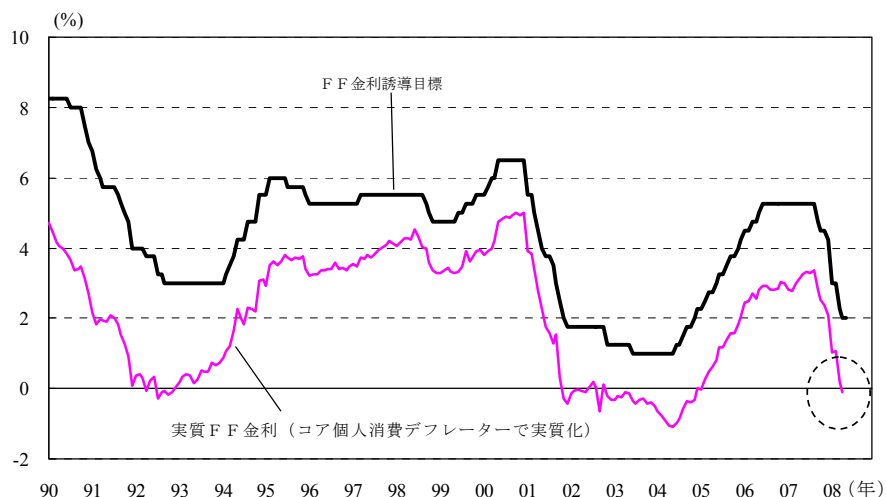
2. 金融動向

(1) 金融政策

FRBは、4月30日開催の連邦公開市場委員会（FOMC）で25bpの追加利下げを実施し、FF金利誘導目標を2%に引き下げた。これで物価上昇率を差し引いた実質政策金利はマイナスに突入した（第8図）。一方、原油価格の高騰などにより、インフレのリスクが強まっていることから、FRBは景気下振れリスクへの対応からインフレ抑制へと政策運営の軸足を徐々に移している。

5月21日に発表されたFOMC議事録では「将来の政策は、今後の経済・金融情勢によって中期的な経済・物価の見通しがどの程度影響されるかにかかっている」、「もはや弱い指標が出ただけでは利下げは正当化されない」ことが示された。この点、バーナンキ議長は6月9日の講演で「（失業率が急上昇した5月の雇用統計も含めて）最近のデータは経済の見通しにごく僅かしか影響していない」と発言しており、追加利下げの可能性は大きく後退している。むしろ、冒頭に記したように、バーナンキ議長をはじめFRBの高官からはインフレ警戒発言が相次いでおり、市場では年内複数の利上げを急速に織り込み始めている。景気・金融情勢が依然、不安定な中では、すぐに利上げに転じる可能性は低いとみられ、FRBは当面、政策金利を据え置くと予想されるが、金融政策の先行きは不透明感が増している。

第8図：FF金利の推移



(資料) 米商務省、FRBのデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

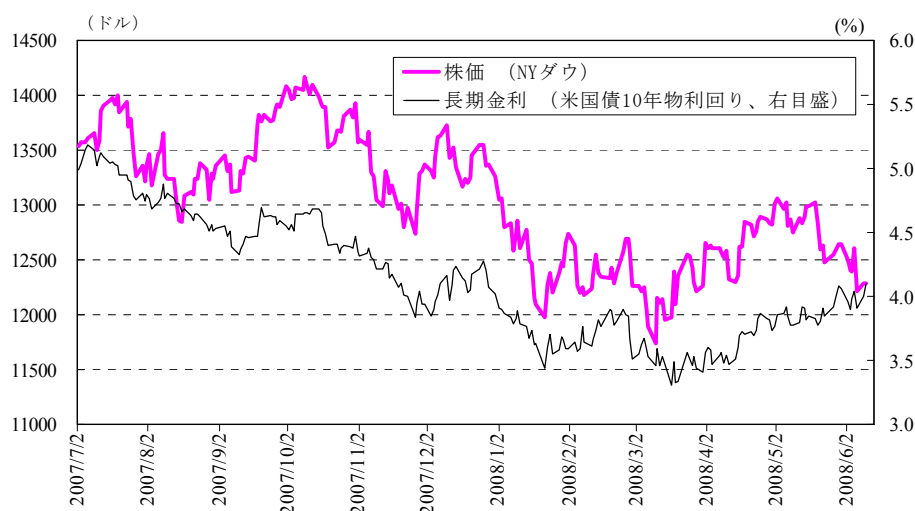
(2) 株価と長期金利の動向

FRBによる一連の流動性供給策、想定内の米金融機関決算発表などにより、金融・資本市場の混乱が峠を越えたとの見方が市場で強まったことをきっかけ

に、ダウ平均株価は3月10日につけた安値（11740.15ドル）から反発し、5月初めには13000ドル台を回復した。これに合わせて、長期金利もジリ高に転じ、5月末には4%台に上昇している。

もっとも、バーナンキ議長が「金融市場の状態は正常には程遠い」と発言したように、金融市場は依然、脆弱で、金融株は5月に入り軟調に転じた。足元では、3月につけた安値を下回り、金融市場の混乱は長期化の様相を見せている。さらに、原油価格高騰や失業率の急上昇などで景気後退懸念がくすぶっていることもあり、株価は再び弱含みとなっている。一方、長期金利はインフレ懸念の高まりを背景に、足元、上昇基調が強まっている（第9図）。

第9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

(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。