

経済マンスリー [米国]

～住宅市場調整、金融不安、物価高により景気下振れリスク強まる～

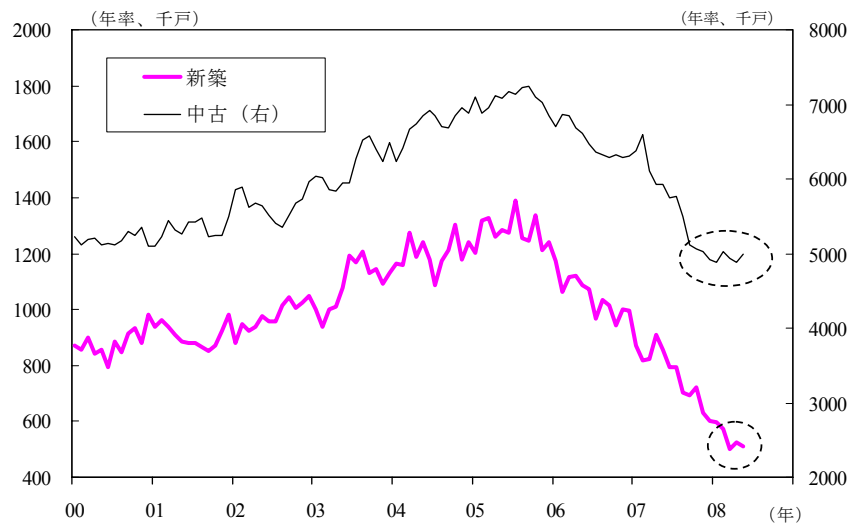
1. 実体経済の動向

(1) 住宅市場

住宅着工の減少が続く一方、販売には安定化の動きも

住宅市場では、5月の住宅着工が年率97.5万戸と約17年振りの水準に落ち込むなど、厳しい供給調整が続いている。一方、需要サイドでは、住宅販売の減少テンポが新築、中古ともに鈍るなど、足元で安定化の動きも見られる（第1図）。

第1図：住宅販売戸数



(資料) 米商務省、National Association of REALTORS のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

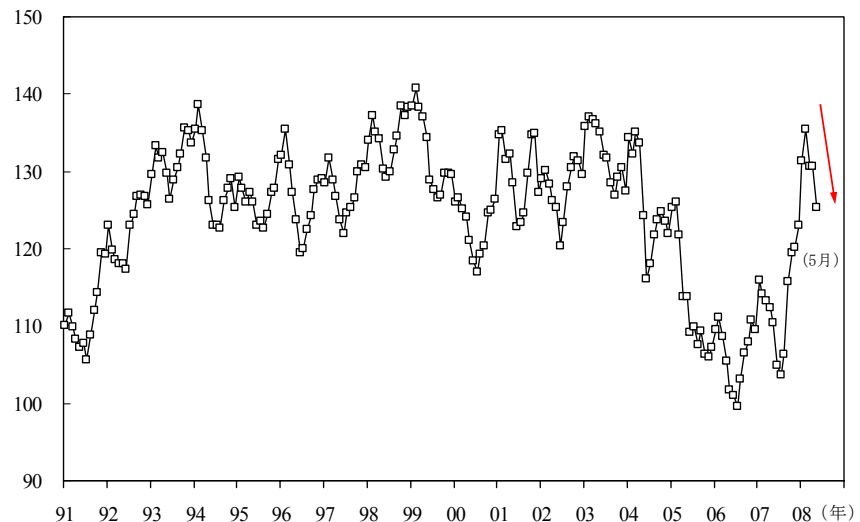
住宅販売の急激な落ち込みにブレーキがかかってきたのは、住宅価格の下落やローン金利の低下によって住宅が購入しやすくなり、値ごろ感から一部に購買意欲が出てきたことが一因とみられる。もっとも、最近

住宅販売がこのまま底打ちに向うかは不透明

の住宅ローン金利の上昇により、住宅取得可能指数^(注)は低下に転じており、購買環境は再び悪化している(第2図)。また、住宅価格の下落は一方で、価格の先安感から住宅の買い控えにつながっている面もある。住宅販売が本格的に上向きには住宅価格の見通しが明るくなる必要があるが、足元の在庫状況などをみる限り、それには時間がかかりそうだ。住宅販売の先行指標である購入用の住宅ローン申請件数も依然、弱含んだままであることから、住宅販売がこのまま底打ちに向うと判断するにはまだ材料不足である。

(注) 中位価格の住宅を購入するために頭金20%で住宅ローンを組んだ際、その元利支払額が収入の25%となる所得を100として、現在の所得を指数化したもの。指数が下がるほど、住宅の購入が困難になることを示す。

第2図：住宅取得可能指数 (Housing Affordability Index)



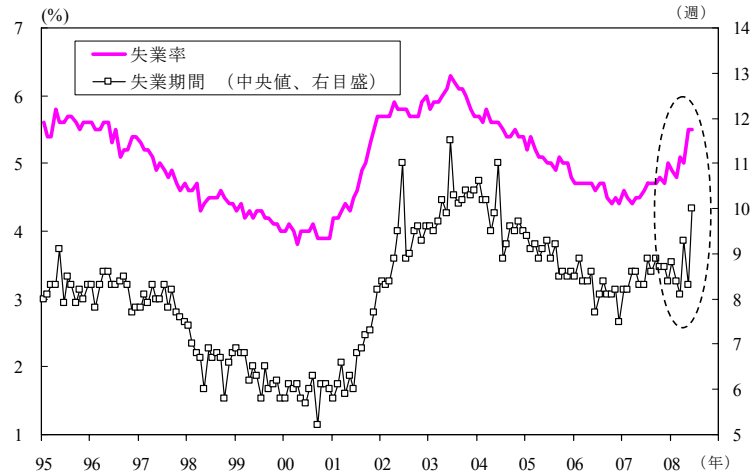
(資料) National Association of REALTORS のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 雇用・消費

雇用環境の悪化に伴い、失業期間が長期化

雇用情勢は引続き悪化している。6月の非農業雇用者数は前月比▲6.2万人。過去の景気後退期と比べると減少幅は小幅だが、6ヵ月連続でマイナスとなった。失業率は前月と同じ5.5%で、前月の大幅上昇(0.5%、単月では1986年2月以来の大きさ)が異常値でなかったことが確認された。新規採用の動きが鈍っているため、いったん失業すると早期の再就職が難しくなっており、失業期間(中央値)は足元で急速に長期化している(第3図)。こうした雇用・所得環境の悪化に加え、住宅価格下落による逆資産効果や物価上昇が個人消費を圧迫している。

第3図：失業率と失業期間



(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

戻し減税が個人消費を下支え

こうした中、唯一、足元の消費を支えているのが戻し減税である。米商務省によると、4月に233億ドル(年率)、5月に5771億ドル(同)が還付され、同期の所得を大きく押し上げた。4-5月平均の可処分所得は1-3月期比年率15.2%増と、減税がなかった場合の同3.0%を大きく上回った。このうちどの程度が消費に回ったかであるが、税還付が本格化した5月の貯蓄率が5.0%に跳ね上がったことから、多くは貯蓄に回ったことが窺われる。仮に、減税を除いた所得から消費、貯蓄に回る割合が1-3月期平均と変わらないとすると、4-5月に還付された減税のうちわずかに約15%しか消費に回らなかった計算になる。それでも、減税規模が大きいだけに消費の押し上げ効果は無視できないものがある。上記前提に立つと、4-5月平均の消費の伸びは、減税がなかった場合に比べ1.8%押し上げられている(表)。

表：戻し減税の影響試算

(10億ドル、年率)	1-3月	4月	5月	4-5月
可処分所得	10497.4	10574.4	11174.7	10874.6
(前月(期)比年率、%)	(5.1)	(4.6)	(94.0)	(15.2)
減税額	---	23.3	577.1	300.2
可処分所得(除く減税)	---	10551.1	10597.6	10574.4
(前月(期)比年率、%)	---	(1.9)	(5.4)	(3.0)
消費支出	10053.7	10133.0	10210.4	10171.7
(前月(期)比年率、%)	(4.8)	(5.0)	(9.6)	(4.8)
消費支出(除く減税)	---	10105.1	10149.6	10127.4
(前月(期)比年率、%)	---	(1.6)	(5.4)	(3.0)
貯蓄額	43.8	39.7	555.7	297.7
(貯蓄率、%)	(0.4)	(0.4)	(5.0)	(2.7)
通常分	---	44.0	44.2	44.1
減税分	---	-4.3	511.5	253.6
減税のうち貯蓄した割合(%)	---	-18.6	88.6	84.5
同、消費した割合(%)、累計	---	119.8	14.8	---

(注) 減税分を除いた貯蓄率、消費性向を1-3月と同じと仮定して試算

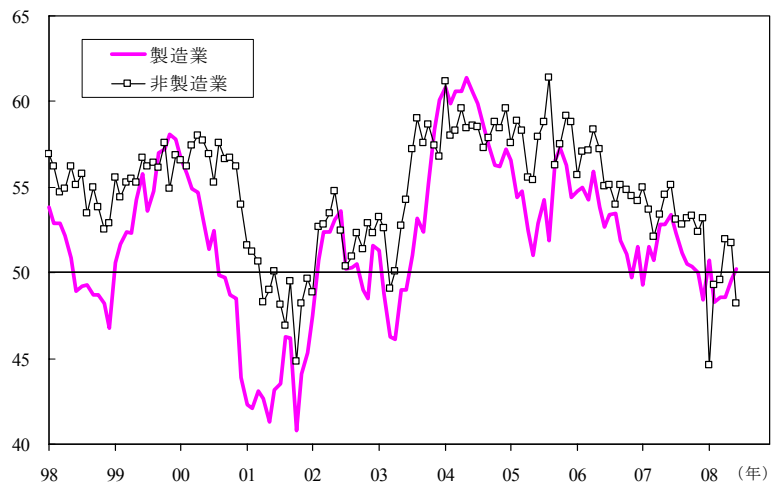
(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業活動

企業活動は低調ながら、家計部門に比べると底堅い

企業部門は、家計部門に比べると底堅さを維持している。6月のISM製造業景況指数は前月比+0.6ポイントの50.2と、5ヵ月振りに好不調の分かれ目となる50を上回った。好調な輸出が底堅さの一因とみられる。一方、非製造業指数は3ヵ月振りに50を小幅割り込み、緩やかな低下基調を確認した。輸出の下支えが小さい非製造業部門では、資源価格上昇によるコスト増の悪影響がより強く出ていとみられる（第4図）。

第4図：ISM景況指数

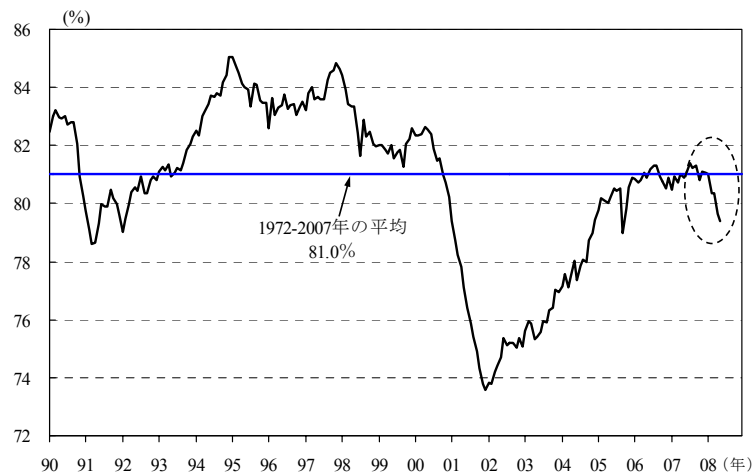


(資料) The Institute for Supply Management のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

生産減少で設備稼働率も低下

5月の鉱工業生産は、公益事業（電力）を中心に前月比▲0.2%と4月（同▲0.7%）に続き2ヵ月連続で減少した。4-6月平均でも前期比マイナスは必至である。生産減少で設備稼働率も低下基調にあり、5月は79.4%に低下。長期平均(81.0%)からの下振れが目立ってきた（第5図）。

第5図：鉱工業設備稼働率



(資料) FRB のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

川上の物価上昇圧力は引き続き強い

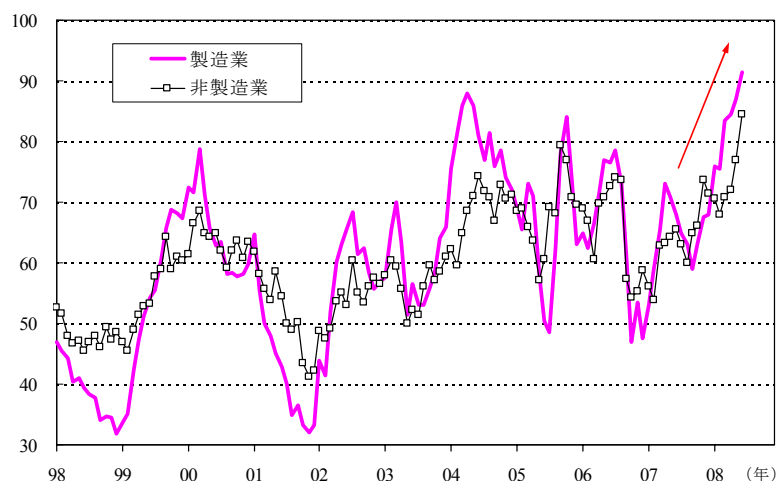
製造段階では、川下への価格転嫁が徐々に進む

川上の物価上昇圧力は引き続き強い。6月のISM仕入れ価格指数をみると、製造業では91.5と1979年7月以来の水準に上昇。非製造業も84.5と1997年の統計開始以来の最高を更新した(第6図)。回答企業からのコメントをみると、企業にとってコスト高が経営上の大きな問題になってきていることがわかる。今のところ川下の物価は総じて安定しているが、コスト高に耐えられなくなった企業を中心に、川下への価格転嫁の動きが徐々に広がりつつあり、先行きについては予断を許さない状況にある。

6月11日に発表された地区連銀景況報告(ページブック)では、「小売段階ではまちまちだが、製造段階では価格転嫁が徐々に進んでいる」という報告が複数の地区連銀から寄せられた。実際、生産者物価では中間財、最終財ともにエネルギー、食料を除いたコア部分の上昇率がジリジリと高まっている。

なお、ダラス連銀からは「価格上昇のリスクを回避するため、一部の企業は原材料在庫を積み増している」との報告があった。これは、企業の期待インフレ率が高まり、仮需が発生していることを示す動きである(こうした動きが広まれば、物価上昇圧力が一段と強まるだけでなく、在庫投資の変動を通じて景気の振幅が大きくなることが懸念される)。このように、資源価格の高騰は、企業収益を圧迫するだけでなく、企業の調達行動などにも影響を及ぼし始めている可能性がある。

第6図：ISM価格指数



(資料) The Institute for Supply Management 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

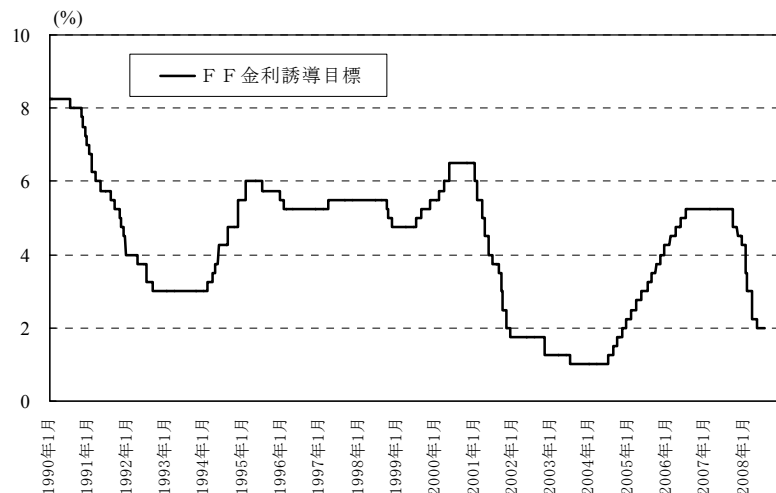
6月のFOMC声明文は予想よりタカ派色が薄い内容

連邦準備制度理事会（FRB）は6月24-25日に開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）でFF金利の誘導目標を2%に据え置いた（第7図）。FOMCの声明文では「景気の下振れリスクは残っているものの、幾分、軽減したようだ」と前回4月のFOMCから景気の見方を上方修正した。一方、物価については、「インフレ、インフレ期待の上振れリスクが増した」として警戒を強めている。ただし、年後半から来年にかけてインフレの緩和を見込むなど、事前の予想に比べるとタカ派色が薄い内容となっており、これをうけて市場では早期の利上げ観測が後退した。

FRBはインフレ期待の安定を最重視

資源価格とそれ以外の品目の価格差が大きく開いてしまったため、今後、資源価格が大幅に下がらない限り、コストが増加した分を販売価格に転嫁する動きが強まることはある程度避けられない。その分、コア物価には上昇圧力がかかることになる。この点、コーンFRB副議長は6月11日の講演で「物価が一時的にある程度上昇することは容認する」と発言しており、今後、コア物価が多少、強含んだからといって、FRBが景気や金融市場の動向を無視して即座に利上げする可能性は低いとみられる。しかし、一方で副議長は「それにはインフレ期待の安定が大前提だ」とも述べている。FRBは価格転嫁の動きを通じてインフレ期待が高まり、資源価格の高騰がホームメイド・インフレ（国内要因によるインフレ）へ繋がっていくことを強く警戒しており、当面、インフレ期待の安定を最優先する政策運営を続けると見られる。

第7図：FF金利の推移



(資料) 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

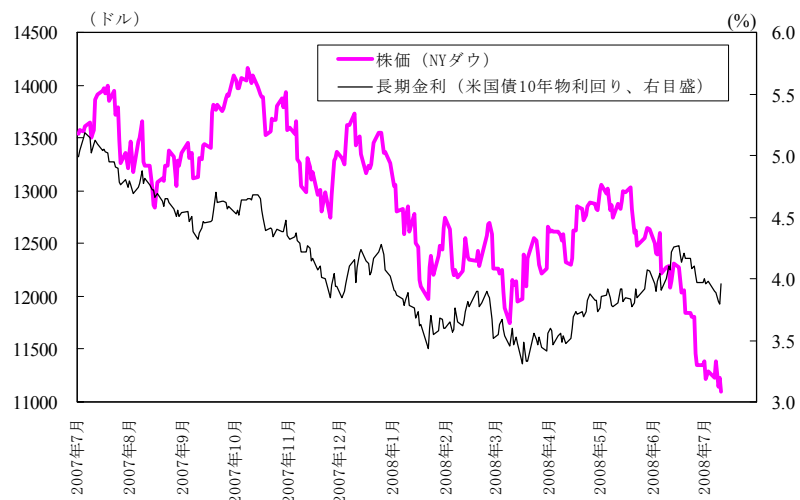
金融不安がくすぶり、株価は軟調推移

ダウ平均株価は5月2日に年初来高値(13058ドル)をつけた後、徐々に下げ足を強め、6月下旬には3月につけた直近安値を下回った。金融機関の損失拡大への懸念から金融株が大きく下落。これが下げを主導した。足元では、GSE(政府支援住宅金融機関)の経営不安から金融市場が再び動揺しており、これに原油高による景気の先行き不安などが加わって、株価は軟調に推移している。

過度な利上げ織り込みの剥落で金利は低下

長期金利はインフレ懸念の高まりを反映しジリ高で推移。6月中旬には昨年末以来となる4.2%台に上昇した。FRB高官のタカ派発言等により、その時点で市場は年内3回の利上げをフルに織り込んでいたが、「市場は利上げを織り込みすぎ」という一部の報道、さらには、FOMCの声明文が思ったほどタカ派的でなかったことなどから、早期利上げ観測が後退。市場金利は短期中心に低下に転じ、10年債利回りも4%を下回った。足元では、GSEの経営不安や政府による支援などの動きをめぐって、値動きの荒い展開となっている(第8図)。

第8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

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、弊社ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。