

経済マンスリー [米国]

～減税効果の剥落で景気は再減速～

1. 実体経済の動向

(1) 住宅市場

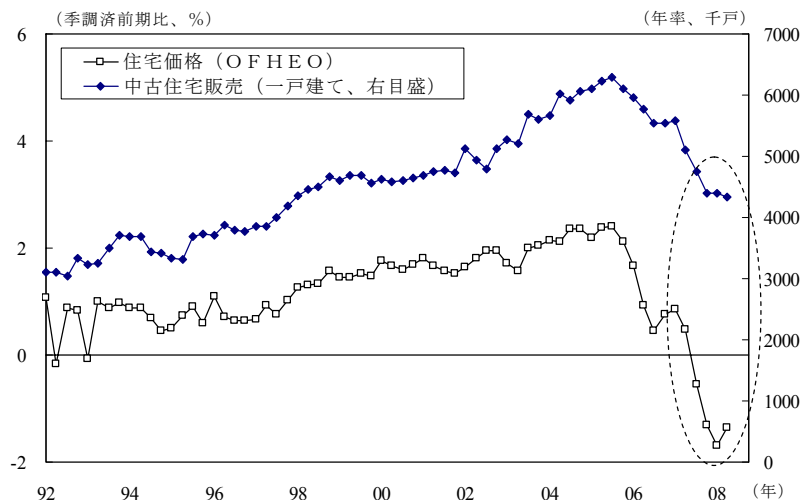
財務省が GSE 救済策を発表

米財務省は今日 7 日、①政府支援住宅金融機関（GSE）を政府の管理下に置く、②財務省は GSE の発行する上級優先株、住宅ローン担保証券（MBS）を購入する、などを骨格とする GSE 救済策を発表した。GSE の経営不安を背景に住宅ローン金利が上昇し、住宅販売への悪影響が懸念されていたが、こうした懸念はひとまず後退しそうだ。

住宅価格の下落率が鈍化の兆し

住宅市場では住宅価格の下落が続いているが、下落率には足元で鈍化の兆しがみられる。4-6 月期の連邦住宅貸付機関監督局（OFHEO）の住宅価格指数は季節調整済み前期比▲1.4%と 1-3 月期の同▲1.7%からマイナス幅が縮小した。このところ住宅販売の急激な落ち込みに歯止めがかかっており、こうした安定化の動きが価格にも反映されている可能性がある（第 1 図）。GSE 救済策はこうした動きを後押しすると期待される。

第 1 図：中古住宅販売と住宅価格

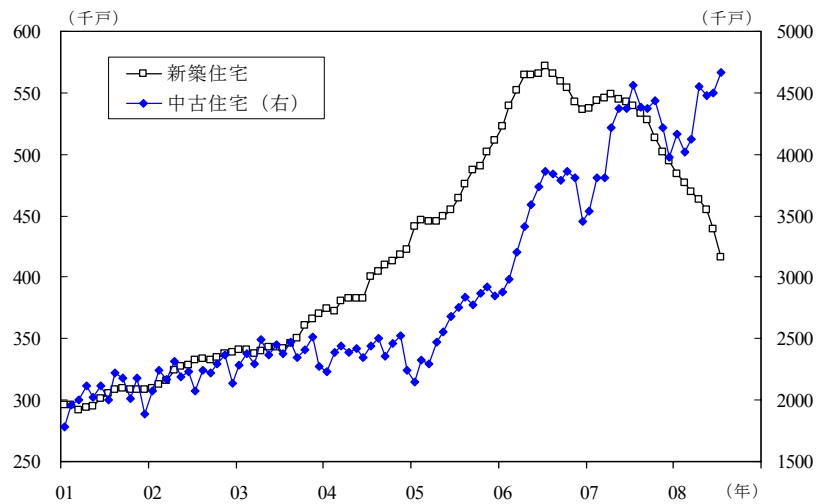


(資料) NAR、OFHEO のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中古を中心に在庫は依然、高水準

ただし、住宅価格が年内に底入れする可能性は小さい。住宅の需給を映す在庫の動きをみると、新築住宅市場では在庫がピークから3割近く減少し調整が進んでいるが、中古市場では在庫の増加が続いており、売り圧力は依然として強い（第2図）。

第2図：住宅在庫の推移

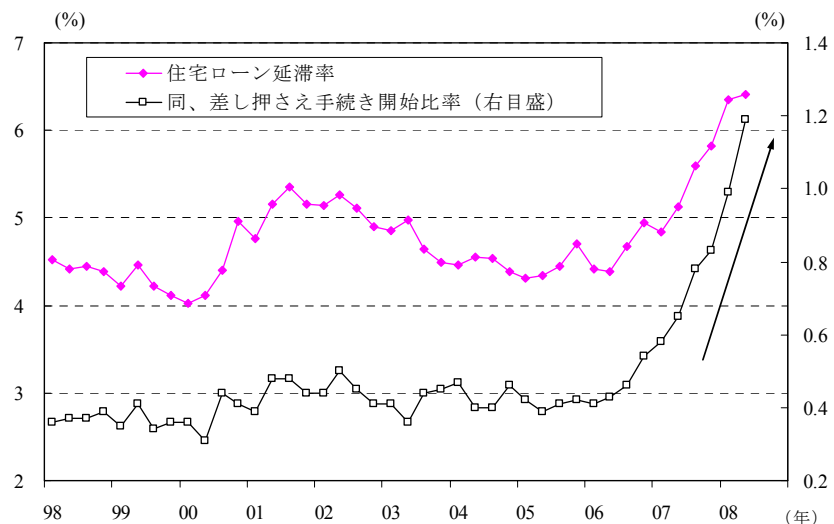


(資料) 米商務省、NARのデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

金融機関による担保物件処分が、中古住宅在庫増の一因

4-6月期の住宅ローンの延滞率は6.41%と1-3月期の6.35%から小幅の上昇に止まったが、差し押さえ手続き開始比率の上昇は加速し、過去最高を更新した（第3図）。金融機関による不動産業者を介した担保物件の売却が増えており、これが中古住宅在庫の増加につながっている。

第3図：住宅ローン延滞率と差し押さえ手続き開始比率



(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

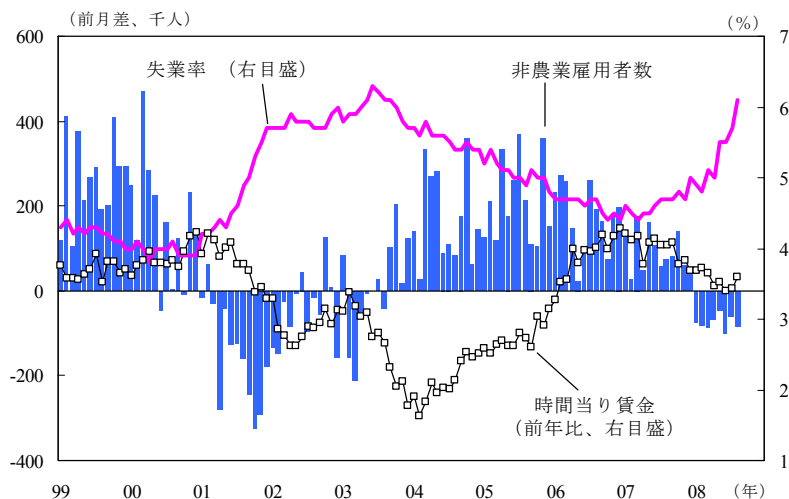
雇用者数は8ヵ月連続減少、失業率は5年振りの高水準

時間当たり賃金の伸びは小幅高まったが、雇用者所得全体の伸びは鈍化

雇用・所得環境は一段と悪化している。8月の非農業雇用者数は前月比▲8.4万人と8ヵ月連続で減少した。6、7月分も下方修正され、6月は▲10.0万人と減少幅が2桁に達している。失業率も前月から0.4ポイント上昇し、6.1%と5年振りの水準に上昇した（第4図）。これまでは若年層での失業率上昇が目立っていたが、足元では壮年層の失業率が急速に悪化している。これまで企業はスキルのある壮年層の解雇に慎重であったが、経済情勢の悪化をうけて本格的な雇用調整に動き出したことが窺われる。

一方、時間当たり賃金は前年比3.6%増と前月から小幅上昇率が高まった（同、第4図）。しかし、雇用者数の減少、労働時間の伸び悩みから、雇用者所得全体（時間当たり賃金×労働時間×雇用者数）では伸び率の緩やかな鈍化が続いている。

第4図：雇用者数、失業率、賃金の推移



(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

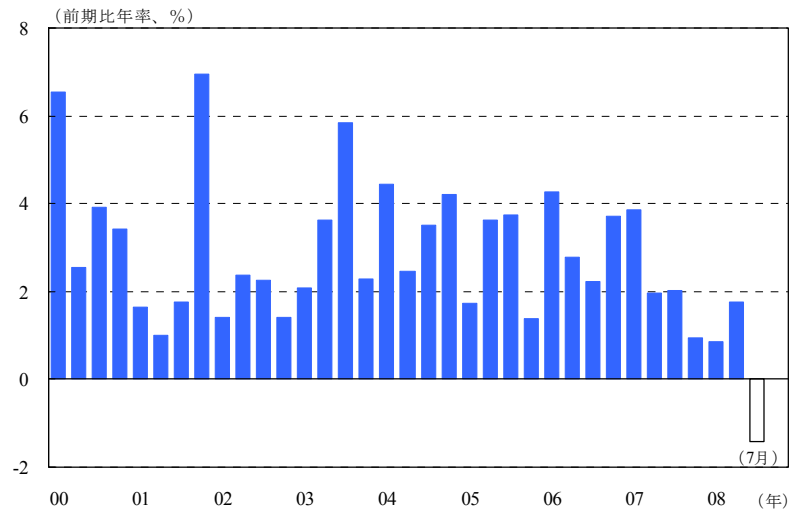
実質所得の減少、戻し減税の効果剥落により、個人消費は息切れ気味

さらに、物価上昇を加味した実質ベースでは所得の伸びはマイナスに転じている。加えて、戻し減税の効果が徐々に薄れていることから、個人消費は息切れ気味となっている。7月の実質個人消費は前月比▲0.4%と2ヵ月連続のマイナスとなった。7月の減税額が6月の約半分に止まり、可処分所得が前月比▲1.1%と減少したことに加えて、物価高が実質ベースの消費を圧迫した。8月は、自動車販売がメーカーの値引き戦略もあって7月から反発した。また、ガソリン価格の下落により消費マインドの急激な悪化には歯止めがかかり、物価高による実質消費の押し下げ圧力も和らぐため、8月の消費は持ち直しが期待される。しかし、7月の実質個人消費の水準が4-6月期平均を年率で▲1.4%と大きく下回っているた

7-9 月期の実質個人消費は91年以來の前期比マイナスに転じる公算大

め、7-9 月期の実質個人消費は最終的に 91 年 10-12 月期以來の前期比マイナスに転じる可能性が高いとみられる（第 5 図）。

第 5 図：実質個人消費



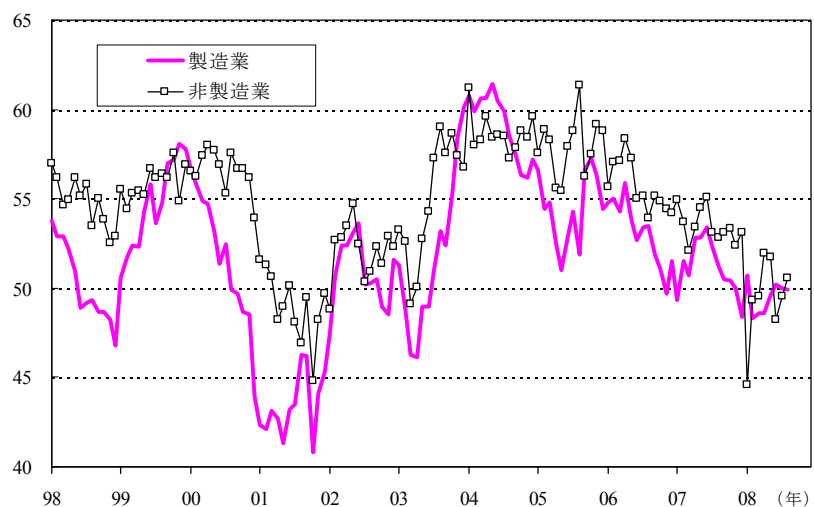
(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業活動

企業活動は概ね堅調、当面は方向感の乏しい展開が予想される

企業活動は概ね底堅さを維持している。8 月の ISM 指数は、製造業が 49.9、非製造業が 50.6 と、ともに好不調の分かれ目となる 50 近辺に止まった（第 6 図）。企業の慎重経営により、在庫や設備ストックの過剰な積み上がりがないことから、ISM 指数が過去の景気後退期のように大きく低下するリスクは現状では小さい。一方、家計を中心に最終需要が弱いため、指数が大きく上昇することも見込みにくく、しばらくは 50 近辺での推移が予想される。

第 6 図：ISM 指数の推移

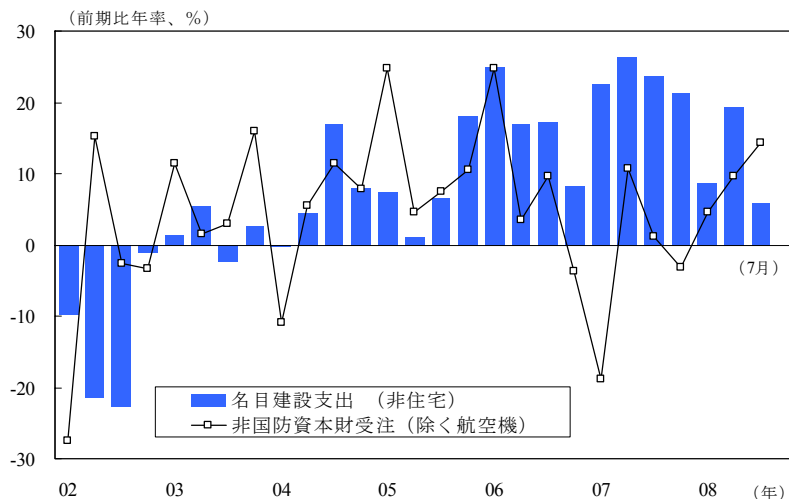


(資料) Institute for Supply Management のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

設備投資は当面、プラス基調を維持する見込み

設備投資は、関連指標が堅調な動きを見せており、懸念される信用逼迫の影響も今のところ限られている（第7図）。年末にかけては、減税（ボーナス償却）効果も期待され、設備投資は当面プラス基調を維持するとみられる。

第7図：設備投資関連指標

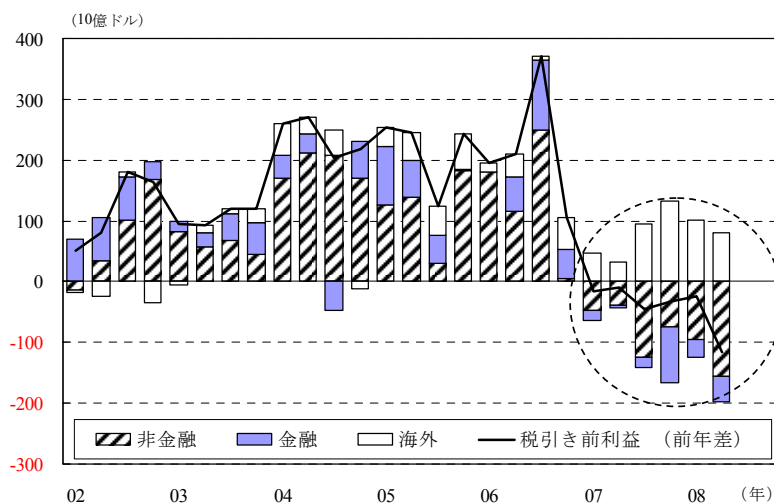


(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ただし、外需の動向には要注意

ただし、外需の動向には注意が必要である。現状は輸出に支えられている面が大きく、企業収益も国内の悪化を海外の好調が支える形となっている（第8図）。景気減速やコスト高で国内の収益環境が引続き厳しい中、海外部門も海外景気減速で増益幅の縮小が予想される。収益の下振れで、雇用のみならず設備投資でも調整圧力が強まる可能性がある。

第8図：企業収益の推移



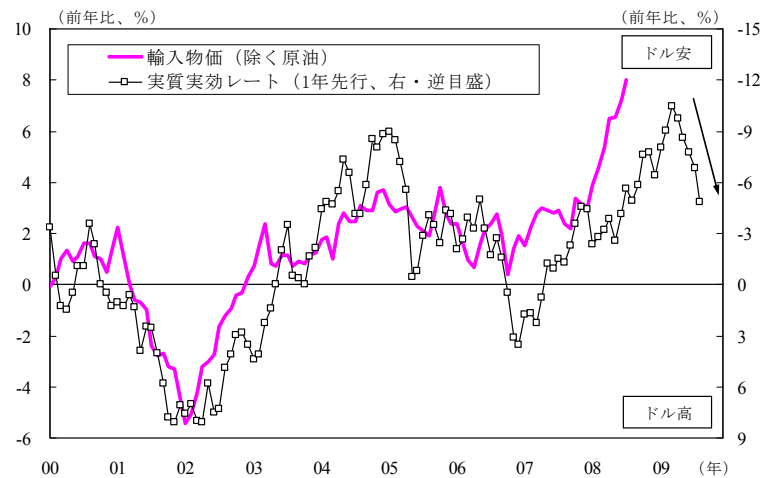
(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

川上の物価上昇圧力は一服

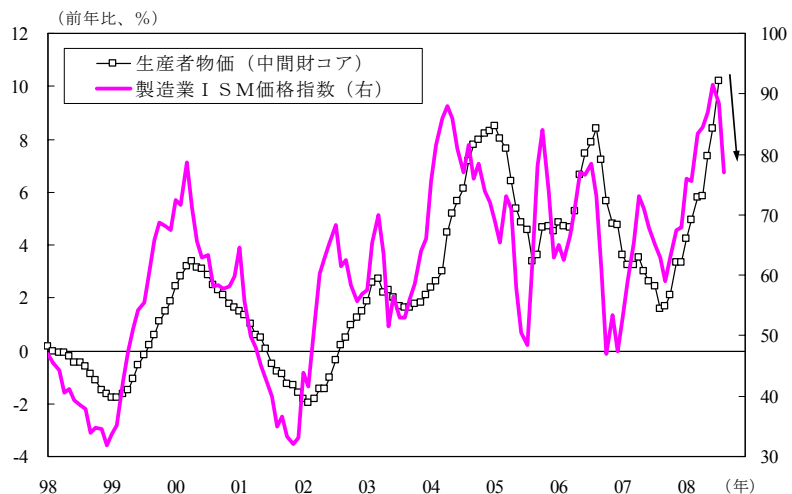
資源価格の下落により川上の物価上昇圧力は一服している。一時1バレル=147ドル台まで上昇した原油価格は、足元では100ドル割れ目前まで下がっている。原油価格の下落でドルが反発し、輸入物価の上昇率も先行きピークアウトが予想される(第9図)。こうした中、企業の期待インフレ率であるISM価格指数は2ヵ月連続で低下した。今後、中間財等の上昇圧力も徐々に弱まることが予想される(第10図)。

第9図：ドル実効レートと輸入物価



(資料) 米労働省、FRBのデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：ISM価格指数と生産者物価



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

川下への価格転嫁の動きは残る

一方、直近の地区連銀景況報告(ベージュブック)では、「多くの地区で企業はコストの上昇に応じて販売価格を引き上げた」と報告されている。これまでのコスト増を販売価格へ転嫁する動きは今後も残り、エネルギー・食料を除いたコア物価に上昇圧力がかかるとみられる。

2. 金融動向

(1) 金融政策

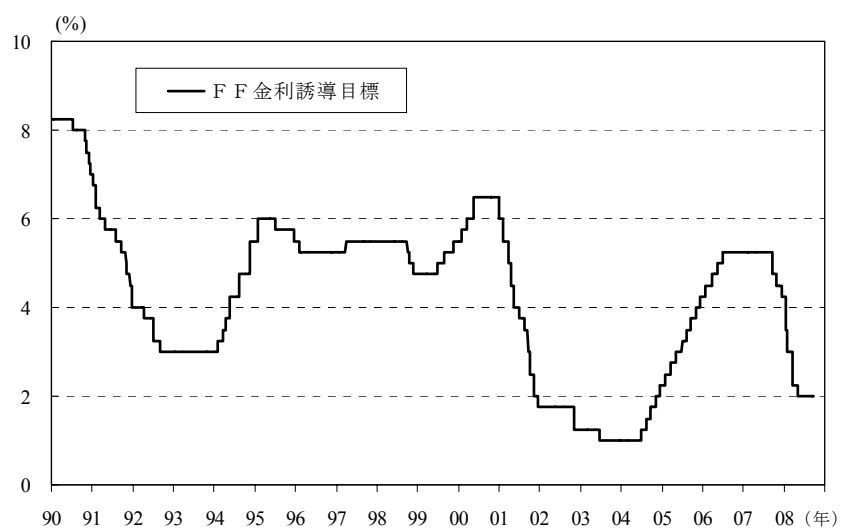
金融政策は据え置
きが続く見通し

GSE 救済策も、当
面の金融政策には
影響なし

金融政策は当面、据え置きが続く見通しである。8月5日に開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録では、インフレの上振れリスクは依然大きく、委員は次の金融政策の変更は利上げ方向になると見ていることが示された。しかし一方で、金融市場の悪化を背景に引続き景気にはダウンサイドリスクがあるとし、ほとんどの委員が、多くの家計や企業が資金調達コストの上昇や調達難に直面しており、現在の政策金利はそれほど緩和的ではないとみていることが明らかにされている。8月の失業率6.1%は明らかに連邦準備制度理事会（FRB）の想定レンジを越えており、FRBは景気の下振れリスクに対する警戒を一層強めているとみられる。現状はとても早期の利上げを見込める状況ではない。

なお、今回のGSE救済策は、市場の不安を後退させることに一定の効果があるだけでなく、MBSと米国債利回りとのスプレッド縮小により住宅ローン金利を低下させるなど、実体経済にもそれなりのプラス効果が期待される。しかし、今回の措置で民間金融機関の資本不足や不良債権問題など、金融市場の問題が抜本的に解決されるわけではなく、実際、対策の発表後も民間金融機関の経営不安を背景に、金融不安がくすぶっている。また、減税効果が薄れるに伴い、景気の再減速が見込まれる中、ファンダメンタルズの状況が急速に改善することも期待できない。このため、GSE救済策は当面の金融政策に影響ないとみられる。

第11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

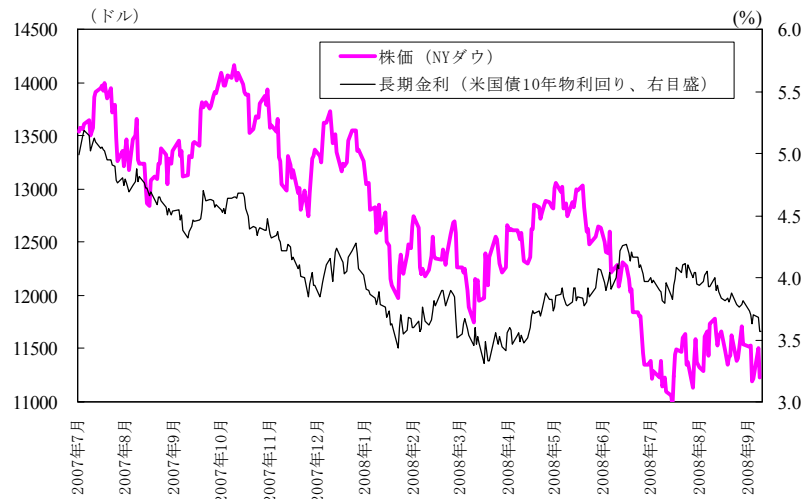
GSE 対策でいったん反発するも上値は重い

ダウ平均株価は8月以降、金融不安、景気後退懸念のくすぶる中、11500ドル前後で推移。今回のGSE救済策により、住宅・金融市場安定への期待から、いったん反発したものの、景気後退懸念や民間金融機関の経営不安などを背景に再び上値が重くなっている。

弱い景気実態を反映し、金利は軟調推移

長期金利（米国債利回り）はインフレ懸念の後退や、金融不安による質への逃避買いから7月の下旬以降、ジリジリと下がっている。GSE救済策発表後も、民間金融機関の経営不安などを材料に金利の低下基調に変化はない。なお、今後、GSE救済が進むに伴い、米国債の発行増から金利に上昇圧力がかかる可能性もあるが、足元の景気実態が引続き弱いことから、目先の上昇余地は限られよう（第12図）。

第12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

(山口 綾子、山中 崇)

(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。