

# 経済マンスリー [米国]

～金融危機が深刻化する中、实体经济も急速に悪化～

## 1. 实体经济の動向

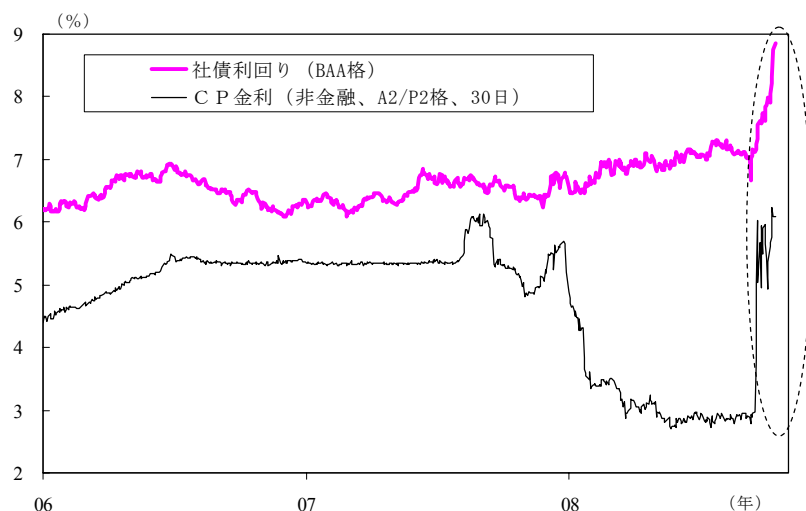
### (1) 概要

金融危機が世界的に広がる

9 月半ばの米投資銀行の破綻をきっかけに、米国発の金融危機が燎原の火の如く世界に広がった。29 日に米下院が金融安定化法案を否決（後に修正案可決）したことで事態はさらに悪化。世界の金融市場は「異例の緊張下」（バーナンキ FRB 議長）に置かれている。金融システムは機能不全に陥り、銀行間取引金利は急上昇。社債や C P 市場でも、低格付け企業を中心に資金調達コストが大きく上昇するなど、危機の影響は企業や家計にも及んでいる（第 1 図）。こうした中、米欧の中銀は異例の協調利下げに踏み切ったが市場の不安は収まらず、各国が足並みを揃えて金融機関に公的資本を注入する姿勢を示したことでようやくパニック的な株価の下落は一服した。しかし、足元では景気指標が急速に悪化し始めており、实体经济が本格的に悪くなるのはこれからである。

实体经济も急速に悪化

第 1 図：社債、C P の利回り



(資料) FRB のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 住宅市場

住宅市場では再び調整色が強まる

今年に入り、安定化の動きが見られていた住宅市場だが、足元で再び調整色が強まってきた。8月の住宅着工は年率89.5万戸と1991年以来の水準に落ち込んだ。住宅販売も、中古は8月の販売件数（仮契約段階）が前月比7.4%と大きく増加したが、新築は着工同様、1991年以来の水準に落ち込んだ。なお、中古の増加には住宅ローンの延滞急増が影響しており、統計発表元の全米不動産協会によれば、約4割が差し押さえ物件の処分がらみの取引のようだ。

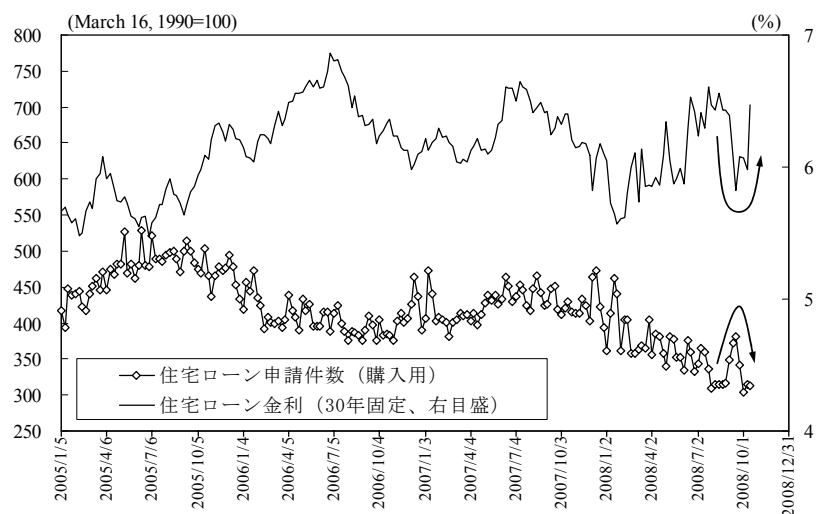
住宅価格の下落率も再び拡大

着工の抑制により、新築住宅在庫はピークから既に3割近く減少している。しかし、住宅販売が下げ止まらないことから在庫率は高止まりしたままで、住宅の過剰感は引続き強い。こうした中、下落率が緩やかになってきた住宅価格も、再び下落テンポが強まり、7月の連邦住宅公社監督局（OFHEO）の住宅価格指数（季節調整済み）は前月比▲0.6%と前月（同▲0.3%）から3ヵ月振りに下落率が拡大した。

金融危機の影響で住宅市場の底入れが遅れる

住宅市場の調整終了には販売の底打ちが不可欠だが、金融危機の影響で販売は先行き一段の落ち込みが予想される。先行指標である住宅ローン申請件数（購入用）の動きを見ても、政府支援住宅金融機関（GSE）の救済策発表により住宅ローン金利が低下したことから、いったんは反発したものの、その後、再び減少基調に戻ってしまっている（第2図）。これまでの下落により住宅価格には値ごろ感が出てきているものの、金融危機の影響で金融機関の貸出基準が一段と厳しくなることは避けられないとみられること、雇用情勢のさらなる悪化により消費者心理の冷え込みが予想されることなどから、住宅販売の回復は来年後半以降に後ズレする可能性が高い。

第2図：住宅ローン金利とローン申請件数



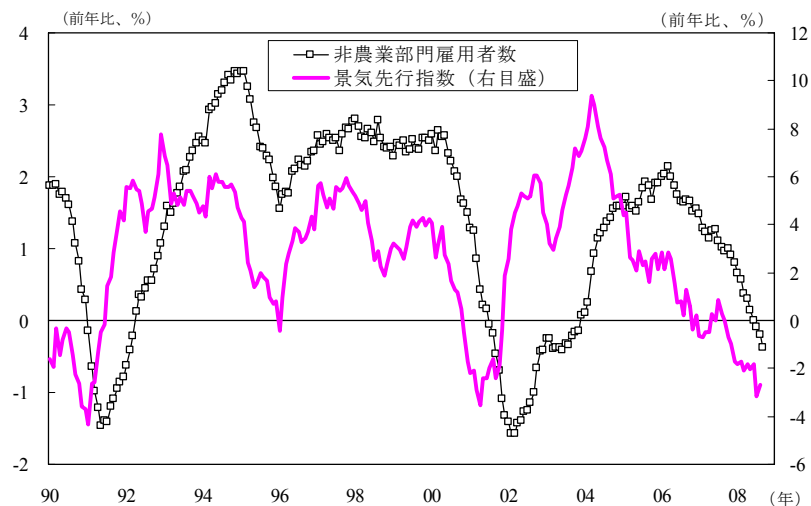
(資料) Mortgage Bankers Association のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 雇用・消費

#### 雇用の減少ペースが加速

雇用の減少テンポが加速している。9月の非農業部門雇用者数は前月比▲15.9万人と2003年3月以来の大幅な減少となった。四半期でも、7-9月期は▲10.0万人と2002年以来初めて10万人の大台に乗った。業種別では、これまで比較的底堅かった民間サービス部門の減少幅が急速に拡大しており、景気の影響を受けにくい教育・医療を除いて、ほとんどの業種で減少基調が強まっている。景気先行指数の動きにもみられるように、実体経済がこれから一段と減速することが見込まれる中、雇用の減少幅は先行きさらに拡大することが予想される（第3図）。

第3図：雇用者数と景気先行指数



(資料) 米労働省、The Conference Board のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

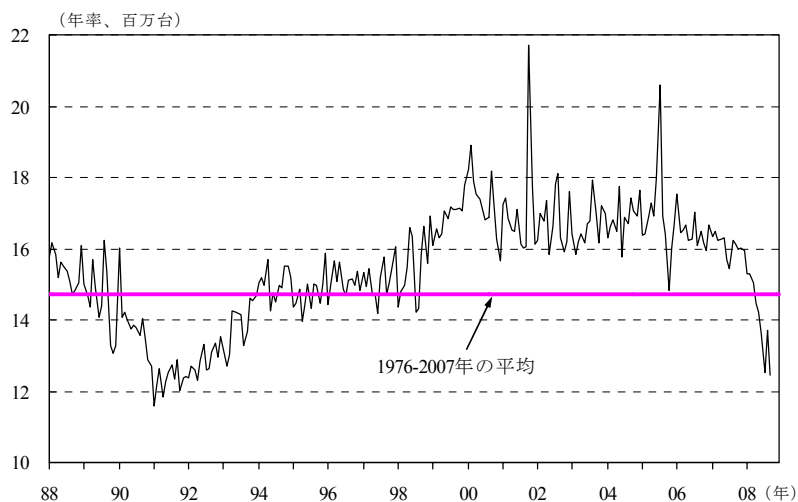
#### 7-9 月期の個人消費は1992年以来の前期比マイナスとなる公算大

個人消費は、戻し減税の効果が早々と剥げ落ちたこともあり急減速している。実質個人消費は6、7月と前月比減少が2ヵ月続いた後、8月は横這いに止まった。9月も、自動車販売が1992年以来の低水準に落ち込むなど、消費は引続き低調である（第4図）。7-9月期の実質個人消費は1991年以来の前期比マイナスに転じる可能性が高い。

#### 年末商戦も非常に厳しいものが予想される

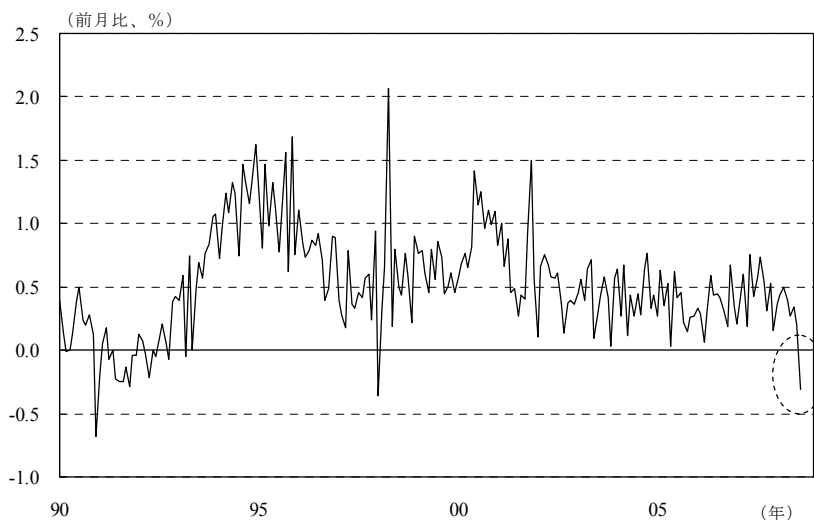
10-12月期以降も個人消費は低迷が予想される。ガソリン価格の下落で消費者信頼感指数は幾分、持ち直したものの、依然、歴史的な低水準にあり、消費者の財布の紐は固い。雇用の減少に加えて、金融危機によりファイナンス環境も悪化する中、家計が本格的にバランスシート調整に動き出す可能性がある。消費者信用残高は8月に98年以来の前月比マイナスに転じており、既にその兆しはある（第5図）。今年の年末商戦は「2002年以来の低い伸びになる（全米小売連盟）」など、既に厳しい予想が出されているが、米国では年末商戦の不振をうけて年明けに景気が急失速するケースが多く、今後の動向には要注意である。

第4図：自動車販売台数（乗用車＋軽トラック）



(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

第5図：消費者信用残高



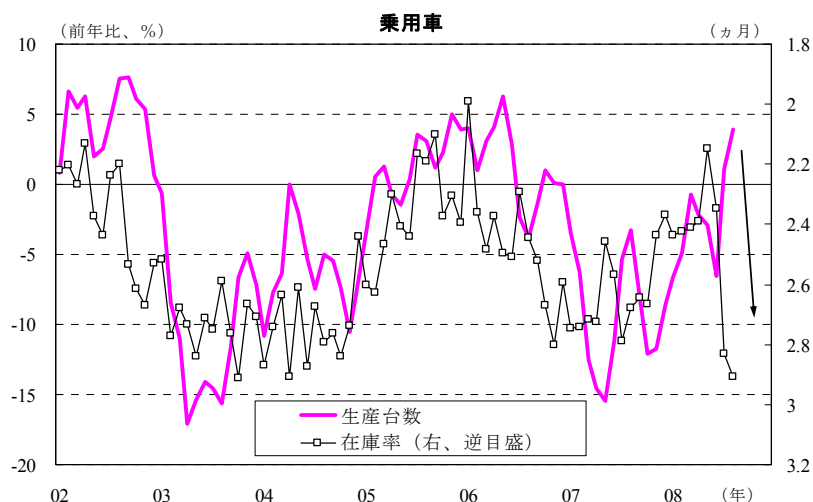
(資料) FRBのデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 企業活動

##### 企業活動も急速に減速

相対的に底堅かった企業部門も、製造業を中心に減速感が急速に強まっている。8月の鉱工業生産は前月比▲1.1%と2005年9月以来の大幅なマイナスとなった。販売不振による在庫の急速な積み上がりで自動車・同部品の生産が前月比▲11.9%と大きく落ち込んだのが主因だが、自動車を除いても同▲0.6%と生産の基調は弱い(第6図)。製造業受注も8月は前月比▲4.0%と市場の予想を大きく下回り、半年振りに減少に転じた。設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く輸送)も前月比▲2.4%と3ヶ月振りに減少し、設備投資の先行きに黄信号が点灯している。

第6図：自動車生産と在庫率

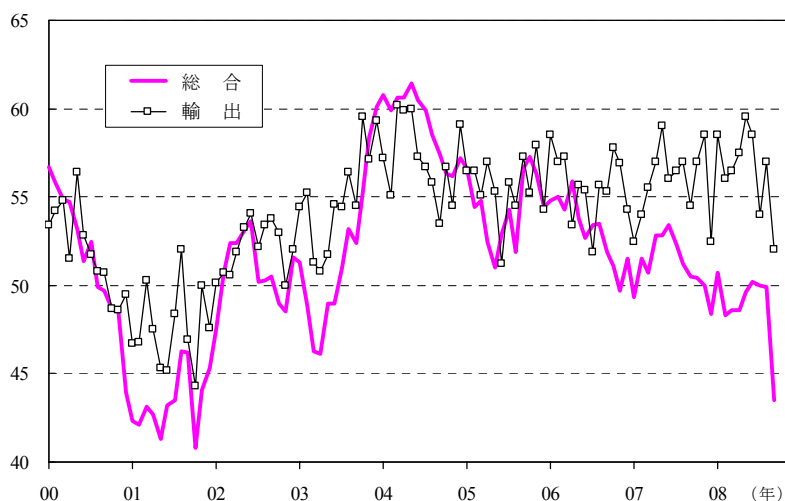


(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

景気を支えてきた  
輸出にも陰り

このように、企業部門では金融危機が深刻化する前から指標が悪化していたが、危機の深刻化で企業の景況感は一気に冷え込んだ。9月のISM製造業景況指数（総合）は43.5に急落し、景気後退期の水準まで落ち込んだ。内訳指数の「受注」、「生産」指数が10ポイント前後の大幅な落ち込みとなったことに加えて、総合指数の構成項目ではないが、「輸出」指数も大きく下がり、約2年振りの低水準となった（第7図）。海外景気の減速に加えて、最近のドル高の影響もあり、これまで景気の下支え役だった外需にも陰りが見え始めている。

第7図：ISM製造業景況指数



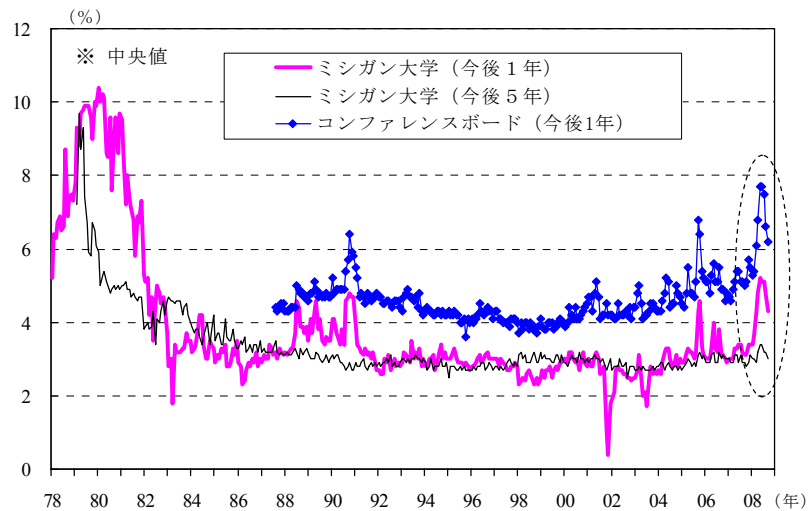
(資料) Institute for Supply Management のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) 物価

インフレリスクは  
後退

原油・一次産品価格の下落、ドル高による輸入物価低下などにより、川上の物価を中心にインフレ懸念は後退している。インフレ期待も、消費者サーベイなどをみると、改善がみられる（第8図）。

第8図：消費者サーベイからみた期待インフレ率

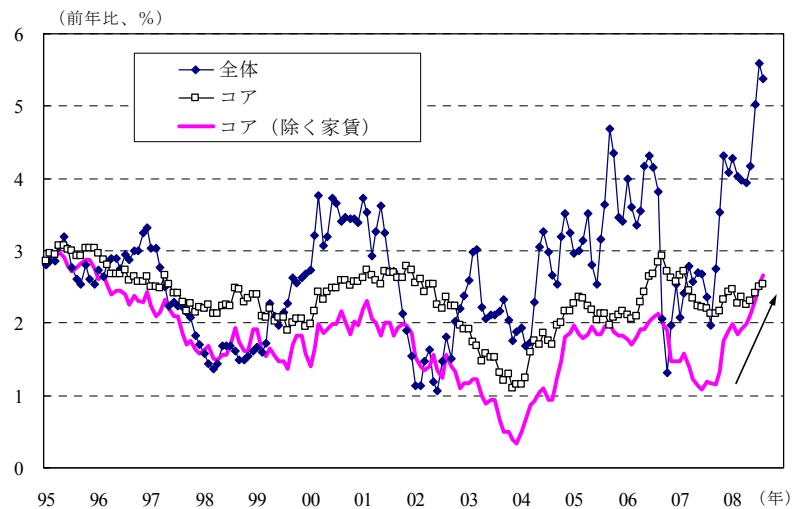


(資料) The Conference Board、ミシガン大学のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

消費者物価は目先  
高止まりするも、景  
気悪化をうけて上  
昇率は徐々に低下

消費者物価は、エネルギー・食料品を除いたコア部分の8月の前年比が2.5%と高止まりしている。特に、家賃を除いてみるとジリ高傾向が鮮明で、これまでの川上の物価上昇を価格転嫁する動きが影響しているとみられる（第9図）。もっとも、今後は、景気が急速に悪化すると見込まれる中、上昇圧力は徐々に弱まることが予想される。

第9図：消費者物価の推移



(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



## 2. 金融動向

### (1) 金融政策

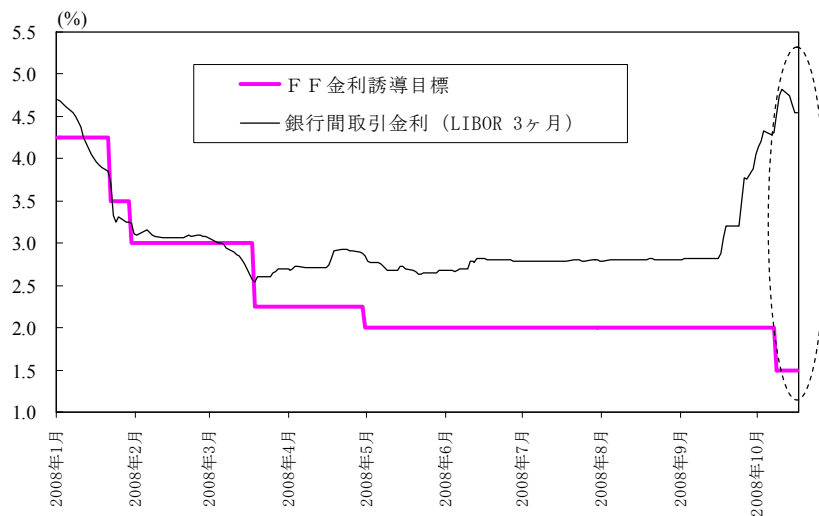
金融危機の深刻化をうけ、FRB は流動性供給策を拡充

ECB などと協調して緊急利下げを実施

金融危機が激化した9月中旬以降、FRBは矢継ぎ早に市場の流動性を改善するための対策を打ち出した。すなわち、9月14日にターム証券貸出制度(TSLF)の規模拡大と担保の拡充を発表、18日にドル資金の流動性改善のため、主要中銀との間の暫定通貨スワップ協定を1800億ドル増額、19日には銀行がマネーマーケットファンド(MMF)から資産担保CP(ABCP)を購入するための資金を公定歩合で融資し、政府証券公認ディーラーからGSE関連債券を購入することを決定、24日に主要中銀とのスワップ協定を300億ドル増額、29日にスワップ協定をさらに3300億ドル増額し6200億ドルに拡大し、ターム物資金入札(TAF)を1500億ドルから3000億ドルに倍増、先渡し(フォワード)のTAFを1500億ドル実施することを決定、10月7日にはCPの買い取り制度創設を発表した。

しかし、こうした流動性対策の拡充にもかかわらず、危機は一段と深刻化した。実体経済の下振れリスクが大きく高まる一方、インフレリスクが後退したことから、FRBは欧州中央銀行(ECB)など他中銀と協調して10月8日に緊急利下げに踏み切り、FF金利の誘導目標を2.0%から1.5%に引き下げた。しかし、市場の不安は払拭されず株価は大幅に下落、銀行間取引金利は利下げにもかかわらず逆に上昇した(第10図)。その後、10日にG7が金融機関への資本注入を盛り込んだ「行動計画」を表明し、欧州主要国が資本注入に具体的に動き出したことで、市場のパニック的な動きは一服したが、これから実体経済の本格的な悪化が見込まれるため、FRBは追加利下げを実施する可能性が高いとみられる。

第10図：FF金利、銀行間取引金利の推移



(資料) Bloomberg 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

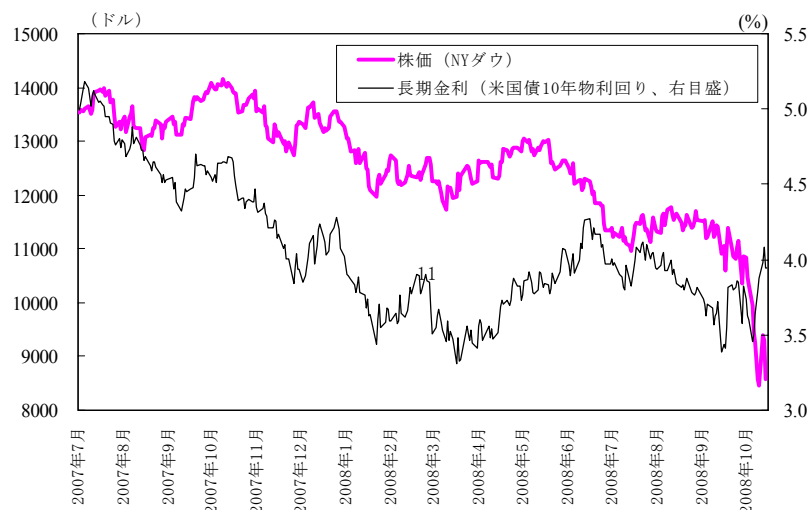
株価のパニック的な下落は一服したが、景気悪化懸念から下値不安は強い

金融危機の中、ダウ平均株価は軟調に推移していたが、9月29日に下院が金融安定化法案を否決したことで急落。777ドル安と過去最大の下げ幅を記録した。その後、金融安定化法の成立や欧米中銀による協調利下げなどでも株価は下げ止まらず、10月9日には終値で9000ドルを割り込んだ(8579ドル)。前述のG7の「行動計画」表明をうけてようやく反発したが、景気の一段悪化が見込まれる中、下値不安は強い。

長期金利は質への逃避買いと国債増発懸念の綱引きで乱高下

長期金利(米国債利回り)はインフレ懸念の後退により、9月半ばまでジリジリと下がり続けていたが、金融危機が深刻化してから値動きが激化。「質への逃避買い」と「財政負担増による国債増発懸念」との綱引きの中、3.5~4.0%のレンジで乱高下している(第11図)。

第11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](mailto: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。