

# 経済マンスリー [米国]

～景気の悪化ペースが加速、新政権の対策に期待～

## 1. 実体経済の動向

### (1) 概要

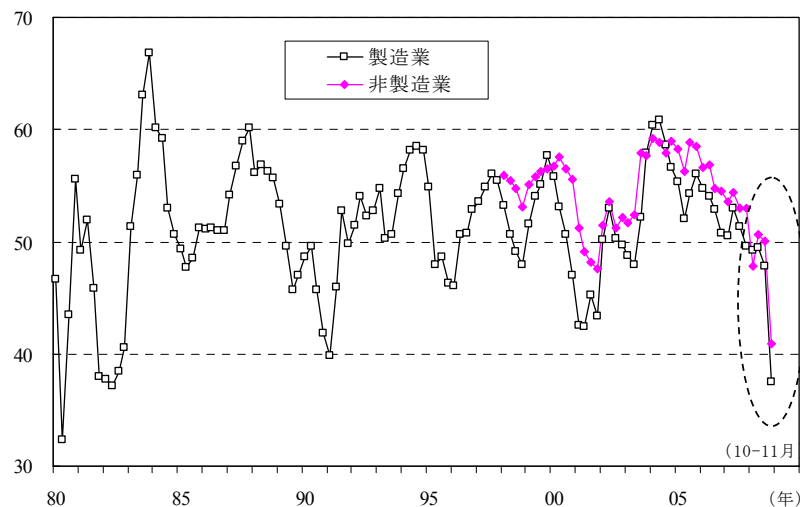
#### 米国は政治空白

米国は大統領選が終わり、新政権発足までの政治空白の時期にある。ビッグスリー問題はブッシュ政権の指導力低下もあって迷走。金融危機対応も、不良資産救済プログラム（TARP）の残額（3500 億ドル）の使い道は次期政権に委ねられ、事実上ストップした状態だ。

#### 実体経済は悪化ペースが加速

一方、景気の方は待ったなし。企業の景況感が急落するなど、悪化のペースが加速している（第 1 図）。幸い、オバマ次期大統領の政権移行作業は順調に進んでおり、年明けには 1950 年代以来となる大型の公共投資や、州政府支援、失業保険給付期間延長など、数千億ドル規模の景気対策が発動される見通しだ。これが来年後半の景気を下支えすると期待されるが、当面は景気後退の深刻化が避けられない情勢である。

第 1 図：ISM 景況指数



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

## (2) 住宅市場

### 住宅ローン延滞率は過去最高を更新

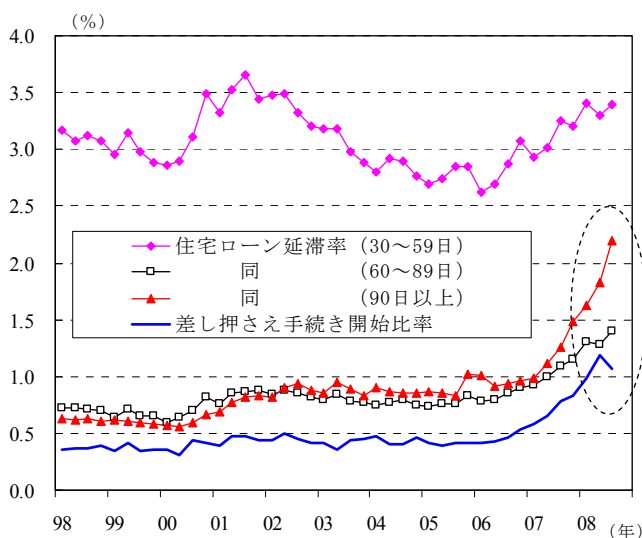
住宅市場は引続き厳しい状況にある。7-9 月期の住宅ローン延滞率は 6.99%と前期の 6.41%から一段と上昇し、過去最高を更新した。そのうちサブプライムローンでは、延滞率が 20%に達している。一方、差し押さえ手続きに入ったローンの比率は前期の 1.19%から 1.07%へと 2 年半振りに低下した。もっとも、これは、ローンの借手が返済を続けられるよう、金融機関が差し押さえ手続き入りを猶予し、返済条件の緩和などを行ったことが影響しており、その分、90 日以上長期延滞比率は前期の 1.83%から 2.20%へと大きく上昇している（第 2 図）。延滞率と差し押さえ手続き開始比率を合わせれば上昇基調が続いており、実態はこれまでと変わっていない。

### FRB の住宅ローン担保証券買い取り発表でローン金利が大きく低下

もっとも、住宅に明るい材料が全くない訳でもない。連邦準備制度理事会（FRB）による住宅ローン担保証券の買い入れ策発表により足元の住宅ローン金利は大きく低下している。信用逼迫や家計のマインド悪化など、環境が厳しいため、販売の底入れにはまだつながらないが、報道によれば、米財務省は住宅ローン金利を 4.5%程度まで下げる策を検討中とのことである。今からさらに約 1%金利が下がることになり、歴史的にみても住宅の買い手にとってはかなり魅力的な金利水準だ。これまでの住宅価格の下落を主因に、家計の住宅購買力を示す指数は 1973 年以來の水準に上昇しており、ローンの返済条件だけみれば既に住宅をかなり買いやすい環境になっている（第 3 図）。そこへローン金利の大幅低下が実現すれば、ペントアップ・ディマンド（先送りされた需要）が大きいとみられるだけに、住宅販売底入れのきっかけとなることも期待される。

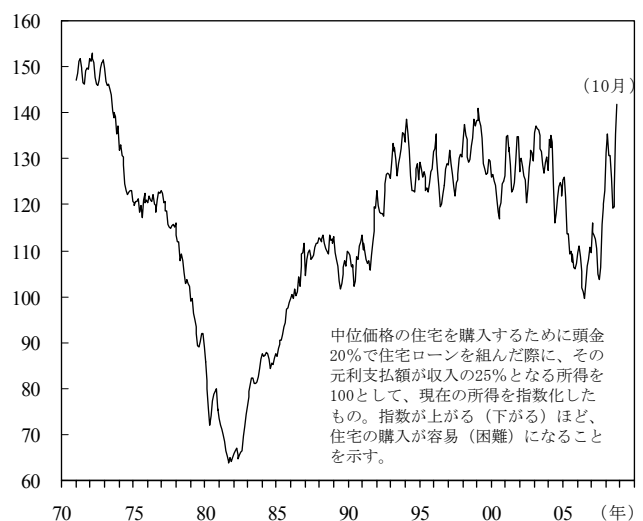
### 家計の住宅購買力は既に大きく改善

第 2 図：住宅ローン延滞率と差し押さえ開始比率



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

第 3 図：住宅取得可能指数



(資料) National Association of Realtors より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 雇用・消費

11月の雇用者数は  
34年振りの大幅減少

失業率も1993年以  
来の高水準

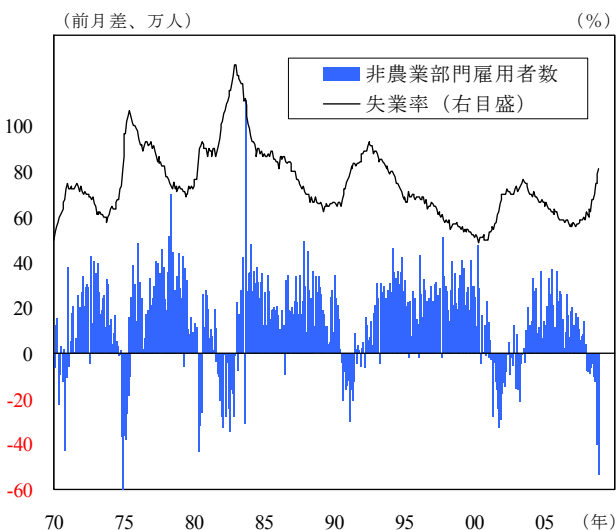
歴史的な雇用の悪  
化で消費マインド  
は一段と冷え込む  
懸念

10-12月期の実質  
消費は前期からさ  
らにマイナス幅が  
拡大

足元の雇用は記録的なペースで減少している。11月の非農業部門雇用者数は前月比▲53.3万人と34年振りの大幅な減少となった。同時に9、10月の雇用者数も合わせて約20万人下方修正されている。業種別では、景気の影響を受けにくい教育・医療を除くとほぼ全減の状態である。小売業ではホリデー商戦に向けた季節雇用が前年から半減し、自動車販売の不振により自動車ディーラーの雇用も減っている。また企業向けサービス（人材派遣業など）や娯楽などでも減少幅が急速に拡大している。一方、失業率も前月比0.2ポイント高の6.7%と、1993年以来の水準に上昇した（第4図）。失業者の内訳をみると、失職者（雇用主の都合で解雇された者）の割合が1982年以来の高さまで急上昇しており、雇用調整の動きが急速に広がっていることが窺われる（第5図）。

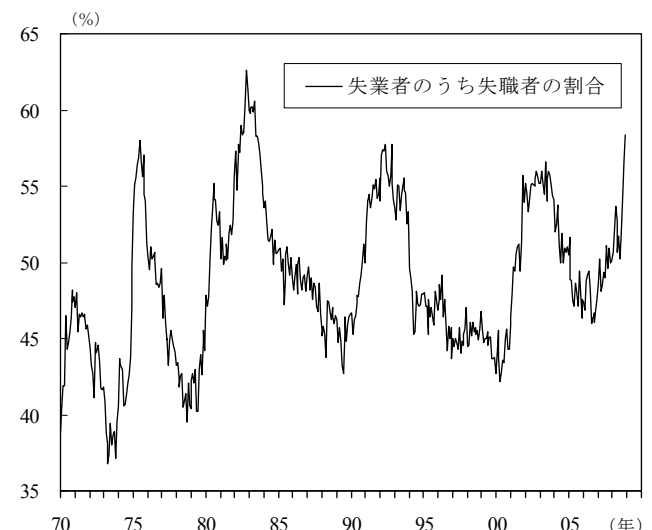
景気減速が強まる中、消費者は財布の紐を既に締めている。10月の貯蓄率は2.4%と年初のゼロ%近くから大きく上昇し、これまでの低下トレンドに反転の兆しが出ている。家計が本格的にバランスシート調整に動き出したことを窺わせる動きだ。そこへ歴史的な雇用の悪化が加わり、消費マインドは先行き一段と冷え込むことが懸念される。注目されるホリデー商戦は、全米小売連盟などの調査によれば、大幅な値引きの効果により感謝祭直後の週末の売上高が前年を上回り、まずまずのスタートとなったようだ。しかし、現在の厳しい環境を考えれば、商戦全体では低調な結果に終わる可能性が高い。この結果、10-12月期の実質個人消費は、1981年以来の大幅マイナスとなった前期（前期比年率▲3.7%）からさらにマイナス幅が拡大する見通しである。

第4図：雇用者数と失業率



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：失業者の内訳



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 企業活動

金融危機の深刻化で企業は支出を抑制

金融危機の深刻化により、企業は手元資金の確保を優先し、一斉に支出を抑え始めた。前述の雇用調整に加えて、設備投資などの支出も抑制している。その影響で企業の受注や出荷（売上）は急激な落ち込みを見せている。10月の製造業受注は、振れの大きい輸送機械を除くと前月比▲4.2%と3ヶ月連続で減少した。この3ヶ月間の減少幅は1992年の統計開始以来、最大となっている。また、設備投資の先行指標である資本財受注（除く航空機）も3ヶ月連続で減少し、3ヶ月間の減少幅は2001年以来の大きさとなった（第6図）。10-12月期以降、設備投資の急減が懸念される。

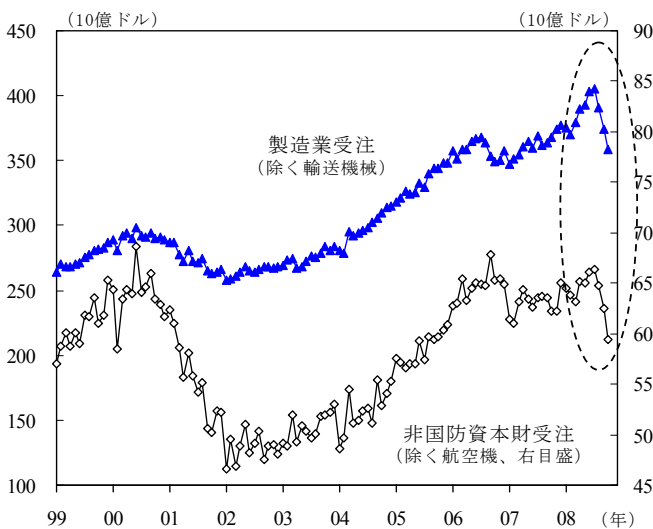
足元の売上は記録的な落ち込み

売上急減で在庫に過剰感

売上の急減により、在庫の過剰感が出てきている。10月の製造業在庫残高は、原油価格の下落から石油製品などを中心に前月比▲0.7%と減少したが、出荷との比率でみた在庫率は1.33と前月の1.29から大きく上昇した。足元の在庫率は過去のトレンド線から大きく上方に乖離しており、それだけ在庫の荷もたれ感が強まっている（第7図）。このため、今後、在庫調整の動きが強まり、生産活動は低下が予想される。特に、自動車では販売の不振から在庫率がこの半年で急上昇しており、在庫の過剰感が強い。さらに、ビッグスリーの経営状態が非常に厳しいこともあって、来年にかけて記録的な減産が見込まれる。ISMの生産指数も11月は31.5と1980年以来の水準に低下し、生産活動の縮小を示している。生産の減少で稼働率も大幅な低下が予想される。ITバブル後のボトムを下回り、1980年代初め以来の水準に低下する見通しだ。この結果、既に減少に転じている設備投資をさらに下押しすると予想される。

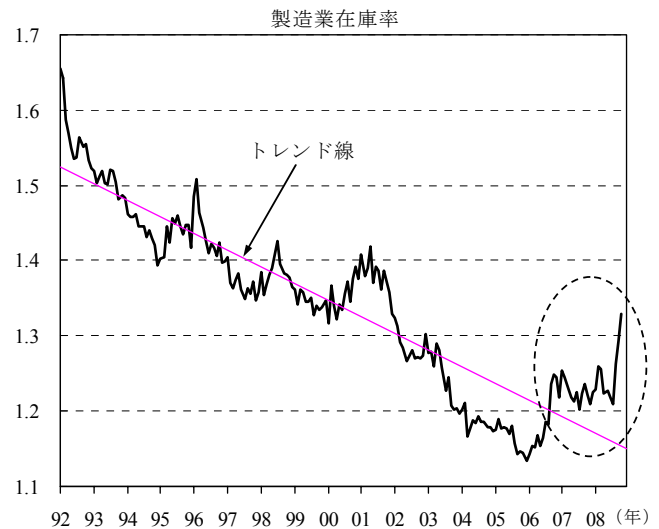
自動車などを中心に生産は先行き大幅な減少が見込まれる

第6図：製造業受注と資本財受注



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：製造業在庫率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) 貿易動向

海外景気の悪化で  
外需の景気牽引力は大きく低下

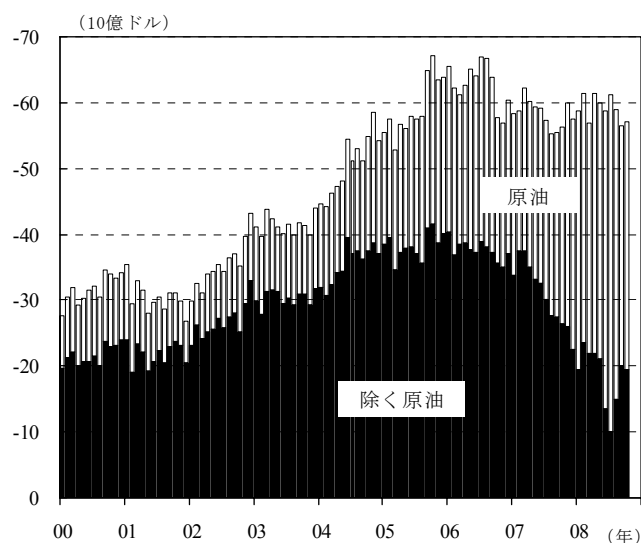
これまで米国景気を下支えしてきた外需だが、足元では先進国を中心とした海外景気の悪化をうけて輸出が急減速し、景気の牽引力は大きく低下している。

10月の貿易収支は▲572億ドルと赤字が3ヶ月振りに拡大した。収支を原油とそれ以外に分けてみると、原油収支の赤字は、原油価格が下落したにもかかわらず輸入量が増えたため、前月から小幅拡大した。一方、原油以外の収支は赤字が縮小したが、前月に航空機メーカーのストやハリケーンの影響で輸出が落ち込み、赤字が大きく拡大した後としては小幅の縮小に止まった。2006年以降続いてきた赤字の縮小基調に反転の兆しが出ている(第8図)。

景気へのインパクトをみるために、価格変動の影響を除いた実質ベースの数字をみると、10月は輸入が原油を中心に前月比2.8%増加する一方、輸出が同▲0.9%と前月(▲8.2%)に続き減少したことから、実質貿易収支の赤字は前月比10.3%増と大きく膨らんだ(第9図)。景気の落ち込みにより実質輸入の減少基調が続いているものの、実質輸出も海外景気の悪化でこの2ヵ月急減速しており、11月以降、赤字が以前の縮小トレンドに戻るの難しい情勢だ。10月の実質貿易赤字の水準は7-9月平均を13%強上回っており、10-12月期の外需のGDP成長率に対する寄与度は7四半期振りにマイナスに転じる可能性が今のところ高い。このため、10-12月期の成長率は、個人消費などの内需の落ち込みに加えて、外需も押し下げ要因となり、1980年代前半以来の大幅なマイナスとなる見通しである。

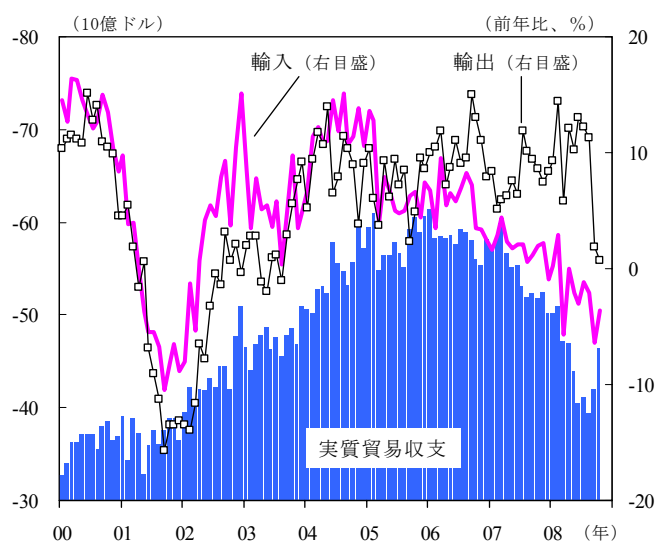
10-12月期の外需の寄与度は7四半期振りにマイナスに転じる可能性大

第8図：名目貿易収支(財、サービス)



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：実質貿易収支(財)



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



## (6) 物価

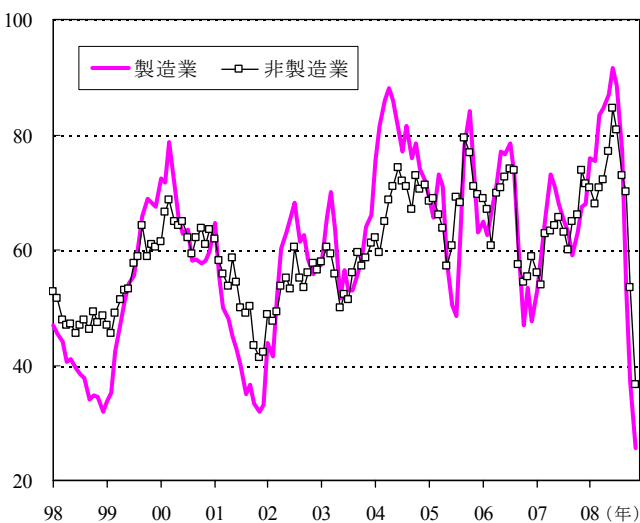
インフレリスクは  
急速に後退

賃金上昇率も労働  
需給の緩和をうけ  
て低下見込み

インフレリスクは足元で急速に後退している。原油価格は7月のピークから3分の1以下に下落した。加えてドル高もあり、11月の輸入物価は前月比▲6.7%と1980年代後半の統計開始以来最大の下落率を記録した。エネルギー、原材料といった投入コストが大きく下がったことにより、生産者物価も4ヵ月連続で低下し、ほぼ1年前の水準まで下がっている。企業のインフレ期待を示すISM（全米供給管理協会）の価格指数も、製造業、非製造業ともに急激に低下している（第10図）。特に、製造業では25.5と実に1949年以来約60年振りの低い水準に下がっている。

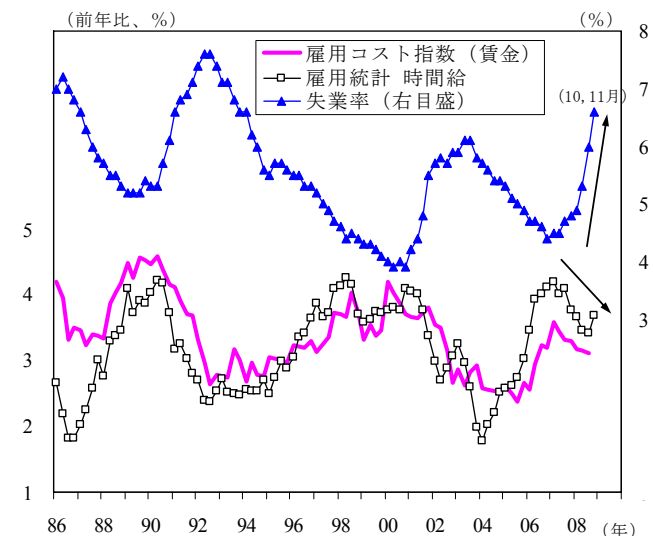
消費者物価も11月は過去最大の下落率を記録した。最大の費用項目である労働コストが下がらないこともあって（11月の雇用統計の時間当たり賃金は前年比3.7%と2ヵ月連続で上昇率が高まった）、エネルギー・食料を除いたコア部分は前年比2.0%と高止まりしているが、これは賃金水準の低いサービス業（小売、娯楽など）の雇用が足元で急速に減少した結果、平均賃金がテクニカルに押し上げられたことも影響しているとみられる。雇用の構成変化の影響を受けない雇用コスト指数は、労働需給の緩和を反映して賃金部分の上昇率が鈍化傾向にある（第11図）。直近のページブック（地区連銀景況報告）でも、一部の技能労働者を除いて賃金上昇圧力は概ね抑制されていることが報告されている。企業破綻の増加により労働需給は今後、一段と悪化することが見込まれるため、賃金上昇率は鈍化が予想され、インフレ率を低下させる要因となろう。景気悪化が想定以上に長期化し、賃金上昇率がゼロに近づくような事態になれば、デフレ入りが現実のものとなりかねない。

第10図：ISM 価格指数



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

第11図：失業率と賃金上昇率



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 金融動向

### (1) 金融政策

金融危機深刻化以降の積極緩和でFRBの資産残高は2倍以上に拡大

12月のFOMCでFRBは事実上のゼロ金利政策を導入

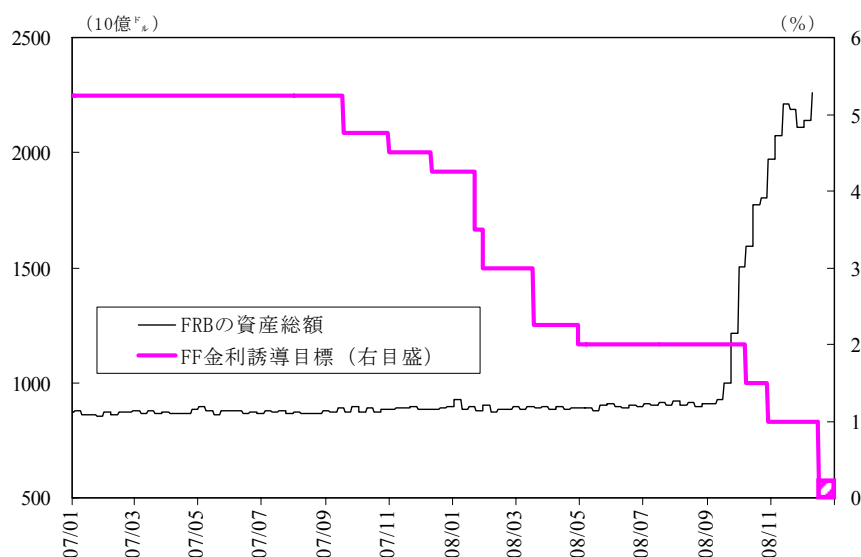
今後は、長期国債の買い入れやクレジット市場の支援策を検討

2007年夏に金融危機が表面化して以来、FRBは積極的に金融緩和を進めてきた。特に、今年9月に米投資銀行の破綻をきっかけに金融危機が深刻化してからは、利下げを再開するとともに、CPやABS（資産担保証券）の買い取り資金供給、エージェンシー（政府機関）債やMBS（住宅ローン担保証券）の直接買い入れなど、非伝統的な領域へ踏み込み量的緩和を進めている。この結果、FRBの資産残高はこの3ヵ月足らずの間に2倍以上に膨らんでいる（第12図）。

FRBは12月15～16日の連邦公開市場委員会（FOMC）でFF金利の誘導目標を市場金利に鞘寄せする形で0～0.25%のレンジに引き下げ、事実上のゼロ金利政策を導入した。利下げ余地がなくなったことで、今後の注目は非伝統的な政策の中身に移るが、声明文では、当面（for some time）異例の低金利を続けるとして緩い「時間軸」を示した。また、追加策については新味に乏しいものの、既発表のMBS買い入れ増額等に加え、長期国債買い入れや、クレジット市場支援策が示唆された。

FRBは持続的成長への復帰と物価安定のために、可能な全ての手段を使うとして今後も不断の政策対応を行う姿勢を示している。しかし、日本の例をみても明らかなように、バブルが崩壊しバランスシート調整が進行する下では、金融政策に即効性は期待できない。このため、米国経済再生の担い手は、金融政策からオバマ新政権の財政政策（景気対策）へと比重が移っていくことになろう。

第12図：FF金利とFRBのバランスシート



## (2) 株価と長期金利の動向

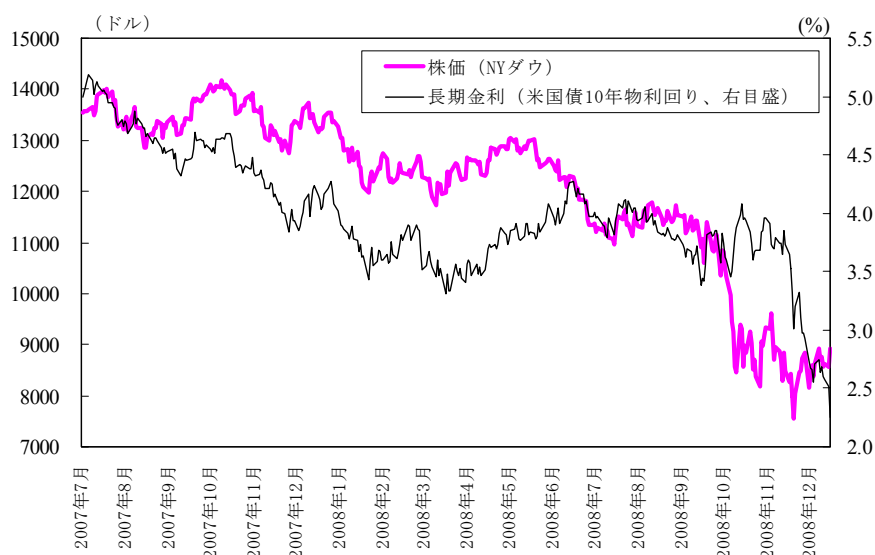
株価は引続き下値不安が強い

株式市場は、オバマ新政権の景気対策に対する期待もあって、底割れの可能性は小さくなっているが、ビッグスリー問題の動向次第では再び下値不安が高まりかねない。景気の先行き不安や企業業績悪化への懸念も強く、依然、不安定な状態が続いている。

長期金利はFRBの量的緩和策により低位安定

一方、長期金利（米国債利回り）は景気の一段悪化やインフレ率の急速な低下に加えて、FRBによる長期国債の買い入れ等に対する期待から、2%台前半に低下している。財政赤字の拡大による需給悪化懸念は残っているものの、根強い「質への逃避買い」需要やFRBによる量的緩和策の拡充への思惑などから、当面は低位で推移するとみられる（第13図）。

第13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。