

# 経済マンスリー [米国]

～景気は安定感を増すが、本格回復には時間～

## 1. 実体経済の動向

### (1) 概要

景気は安定感を増す

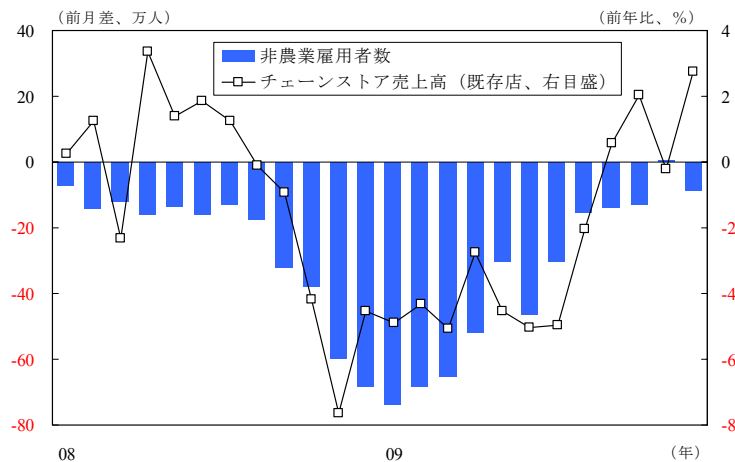
10-12 月期の成長率は前期から加速の見込み

ただし、自律回復力は未だ脆弱

景気は安定感を増している。個人消費は緩やかに持ち直している。国際ショッピングセンター協会（ICSC）によれば、12月のチェーンストア売上高は前年比2.8%増と1年8ヵ月振りの高い伸びとなった（第1図）。11-12月の年末商戦期間の売上高も同1.8%増と事前の予想（1.0%増）を上回った。企業の景況感も、製造業を中心に回復の動きが続いている。10-12月期の成長率は在庫投資の押し上げなどを主因に前期比年率4%程度と7-9月期（同2.2%）から加速する見込みである。

ただし、住宅販売はこのところ弱含みに推移。12月の非農業雇用者数も市場予想を大きく下回り、再び減少に転じるなど、家計部門を中心に自律回復力は依然脆弱である（第1図）。景気の本格回復にはしばらく時間を要するとみられる。

第1図：雇用者数とチェーンストア売上高



(資料) 米労働省、ICSCより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 住宅市場

住宅販売は足元で  
軟調に推移

住宅減税期限切れ  
前の駆け込みの反  
動が主因

政策効果を除けば  
住宅販売の基調は  
弱い

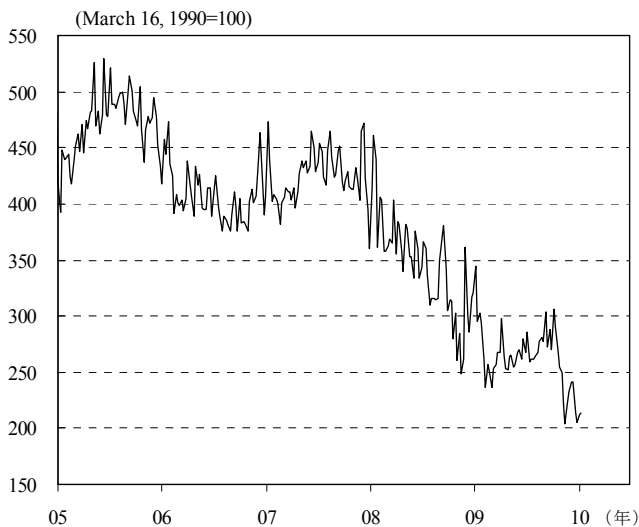
情勢次第では FRB  
による MBS 購入の  
増額・延長も

住宅販売は、昨年 11 月末の住宅減税期限切れを前にした駆け込み需要の反動を主因に、軟調に推移している。新築住宅販売戸数は、昨年 7 月をピークに頭打ちとなっており、11 月は前月比▲11.3%の年率 35.5 万戸と二桁の減少率を記録した。これまで堅調を続けていた中古住宅販売も、先行指標である Pending Home Sales Index が 11 月は前月比▲16.0%の大幅減少となった。また、住宅ローン申請指数（購入用）も弱含みに推移している（第 2 図）。住宅減税は今年 4 月末までの延長が決定されたが、慌てて住宅を買う必要がなくなったことから、住宅販売は勢いを失ったままである。

春先には、再び駆け込みの動きが出て住宅販売は上向くことが予想されるが、最近の動きは、これまでの住宅販売の回復は政策効果に負うところが大きく、政策効果を除けば住宅販売の基調は弱いことを示している。政策の支えがなくなった後、住宅市場が回復基調を維持できるのか不透明感は強い。

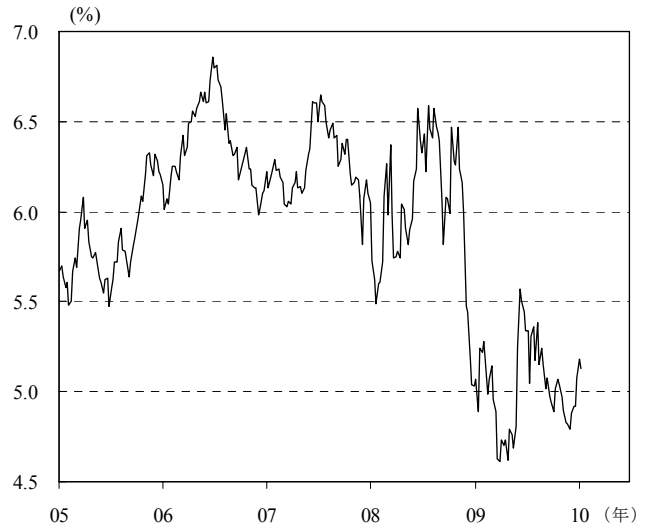
住宅ローン金利は現在、歴史的な低水準にあり、住宅販売の回復を支えているが、これも連邦準備制度理事会（FRB）による住宅ローン担保証券（MBS）の購入が大きく寄与している（第 3 図）。FRB が予定通り今年 3 月末に MBS の購入を打ち切った場合、住宅ローン金利が大幅に上昇する可能性は否定できない。その場合、住宅減税の打ち切りと相俟って住宅販売が失速することも懸念される。住宅市場の回復が崩れれば、景気全体が二番底に陥るリスクが高まる。今後の情勢次第では、FRB の MBS 購入が増額・延長される可能性もある。

第 2 図：住宅ローン申請件数（購入用）



(資料) 米抵当銀行協会 (MBA) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 3 図：住宅ローン金利（30 年固定）



(資料) MBA より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 雇用・消費

個人消費は緩やかに持ち直し

年末商戦が事前の予想を上回るなど、個人消費は緩やかに持ち直している。株価上昇や住宅価格の安定により資産効果がプラスに寄与していること、雇用の悪化ペースが鈍化するなか、消費マインドが落ち着き、バランスシート調整のスピードが鈍っていること（貯蓄率はここ数ヵ月4%台の後半で安定）などが要因とみられる。

雇用は減少継続

もつとも、雇用は減少基調を脱しておらず、所得環境は厳しいままである。昨年11月の非農業雇用者数は前月比▲1.1万人から4千人増へと上方修正され、2008年1月から続いていた戦後最長の減少記録は途切れたが12月は同▲8.5万人と再び減少に戻った。景気回復をうけて雇用の減少幅は徐々に縮小しているが、増加基調に転じるには今しばらく時間を要する見込みである。また、雇用者数が増加基調に転じても、過去の回復期のようなペースで増加幅が拡大していくことは難しいとみられる。リーマンショック後の急激な解雇の動きは収まり、失業保険申請件数は着実に減少しているものの、企業は依然、新規雇用に慎重なためである。失業率もしばらくは高止まりが予想される。このため、個人消費の回復ペースが加速することは当面、見込みにくい。

増加に転じても回復ペースは緩慢

個人消費の回復ペース加速は期待薄

国勢調査が目先、かく乱要因に

なお、今年には10年に一回の国勢調査の年に当たる。連邦政府は調査員の臨時採用を行うが、過去をみると調査基準日（4月1日）の1年以上前から採用は始まっている。臨時職員の数には数十万人に達し、雇用への影響は短期的に無視できないものがある（第1表）。今年も、年前半は雇用者数を押し上げ、後半は反動で押し下げる結果、雇用統計の数字が大きく振れることには注意を要しよう。

第1表：国勢調査のための連邦政府臨時職員数（季節調整前、千人）

（上段は実数、下段は前月比増減）

年\月	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1990	4 +4	15 +11	68 +53	153 +85	335 +182	251 ▲84	179 ▲72	81 ▲98	44 ▲37	27 ▲16	19 ▲8	13 ▲7
1998				1 +1	3 +2	3 0	2 ▲1	14 +12	12 ▲3	29 +17	41 +12	20 ▲22
1999	23 +4	40 +17	38 ▲2	22 ▲16	8 ▲14	9 +1	11 +2	17 +6	18 +1	11 ▲7	13 +1	15 +2
2000	32 +17	59 +27	154 +95	181 +28	530 +348	305 ▲225	232 ▲73	146 ▲86	24 ▲122	11 ▲12	6 ▲6	1 ▲4
2001	2 +1	2 0	1 ▲1									
2008											1 +1	3 +2
2009	5 +2	6 +2	12 +5	72 +60	55 ▲17	6 ▲49	3 ▲3	5 +2	8 +3	17 +10	13 ▲5	15 +2

（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

企業活動は製造業  
中心に回復

在庫削減の動きが  
弱まる

非製造業の景況感  
も改善方向

生産性改善で企業  
収益が回復

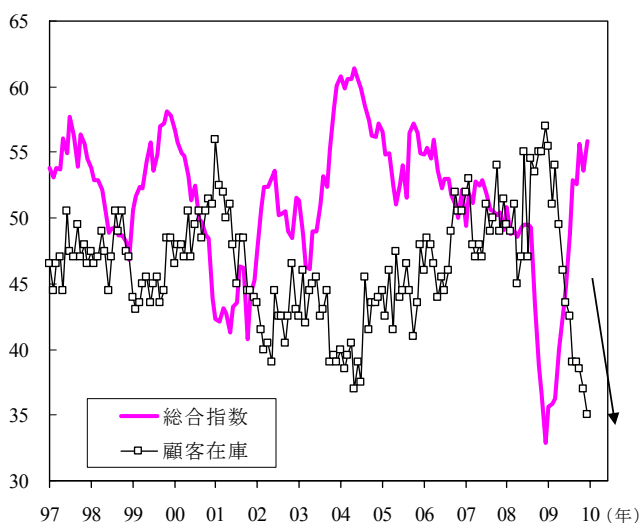
企業収益の回復は  
雇用や設備投資へ  
波及

企業活動は製造業を中心に回復を続けている。昨年12月の全米供給管理協会（ISM）の製造業景況指数（総合）は55.9と好・不調の分かれ目である50を5ヵ月連続で上回り、2006年4月以来の水準に上昇した。顧客の在庫状況を示す顧客在庫指数が97年の統計開始以来の最低を更新しており、在庫調整が順調に進んでいることを窺わせる（第4図）。こうしたなか、在庫削減の動きは緩やかになってきており、生産の回復ペースを高めている。一方、非製造業でも企業マインドは改善方向にある。輸出の恩恵を受けにくい分、製造業に比べると回復の動きは緩慢だが、12月のISM非製造業指数は50.1と2ヵ月振りに50台を回復した。

企業収益も回復傾向にある。思い切ったリストラ、コスト削減が収益の回復を後押ししている。企業は、生産が増加に転じた後もリストラの手を緩めず、新規雇用には慎重な姿勢を崩していない。昨年10-12月期の労働投入量（雇用者数×労働時間）は前期比年率▲0.4%と2008年1-3月期から8四半期連続で減少した。同期のGDP成長率は加速が見込まれるため、労働生産性上昇率は高水準を維持する見込みで、企業収益の回復に寄与したとみられる（第5図）。

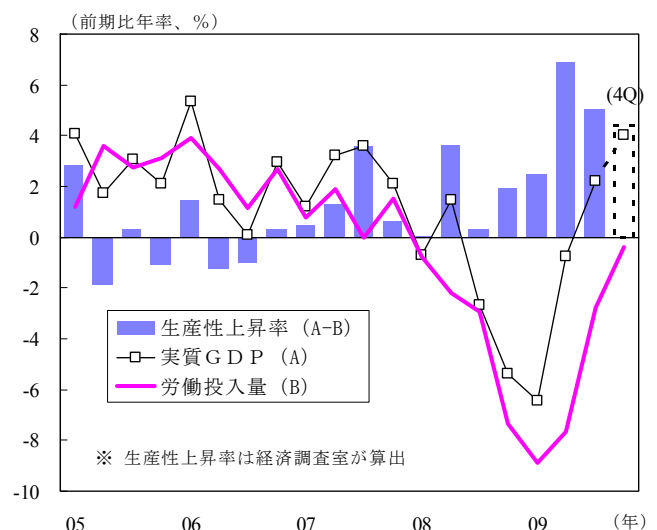
設備投資は、設備稼働率が未だ景気後退時の水準に止まっていることから当面、回復は見込み薄だが、キャッシュフローに対する設備投資の比率は過去最低水準に下がっている。雇用も、パートタイマーの比率が高く、労働需要の高まりが雇用者数の増加につながりにくい。労働分配率（雇用者所得／国民所得）はリーマンショック前の水準にほぼ戻っている。企業収益の回復が続けば、通常のリcovery期に比べて時間はかかるものの、雇用や設備投資に波及すると予想される。

第4図：ISM製造業指数



(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：生産性上昇率



(資料) 米商務省、労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) 国際収支

11月の貿易赤字は  
前月比9.7%拡大

景気回復で貿易赤  
字は拡大基調

実質ベースでも赤  
字は拡大

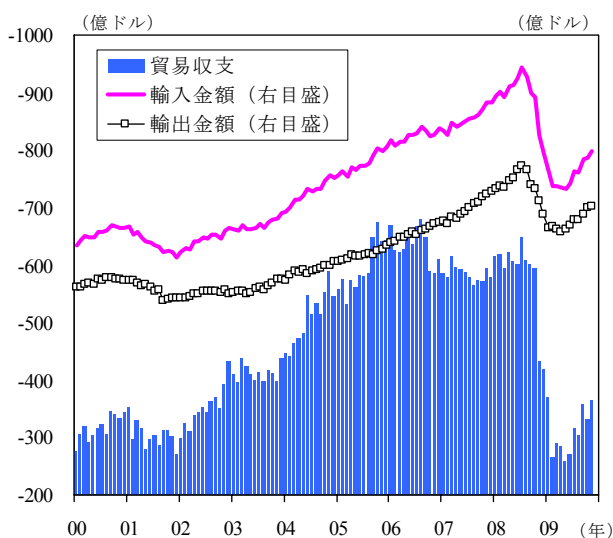
外需の寄与度は当  
面、小幅マイナスが  
続く

11月の貿易赤字（財・サービス）は364億ドルと前月から9.7%増加した。原油価格の上昇により輸入が前月比2.6%増と輸出の伸び（0.9%）を大きく上回ったことが主因だが、原油以外の輸入も1.9%と輸出を上回っており、赤字は原油を除いたベースでも拡大した。

米国の輸出入は、2008年のリーマンショック後にそれぞれ▲26.0%、▲34.9%と急激に落ち込んだ後、昨年春に底打ちした。輸出は世界景気の影響を受けてアジアの新興国向けなどを中心に持ち直し、昨年4月のボトムから13.6%増加した。輸入も内需の回復で昨年5月の底から16.9%増加と、輸出を上回るペースで回復している。この結果、貿易赤字は昨年5月を底に拡大基調に転じている（第6図）。もっとも、輸出入ともに依然ショック前のピークを大きく下回ったままで、赤字も2002年当時の水準に止まっている。

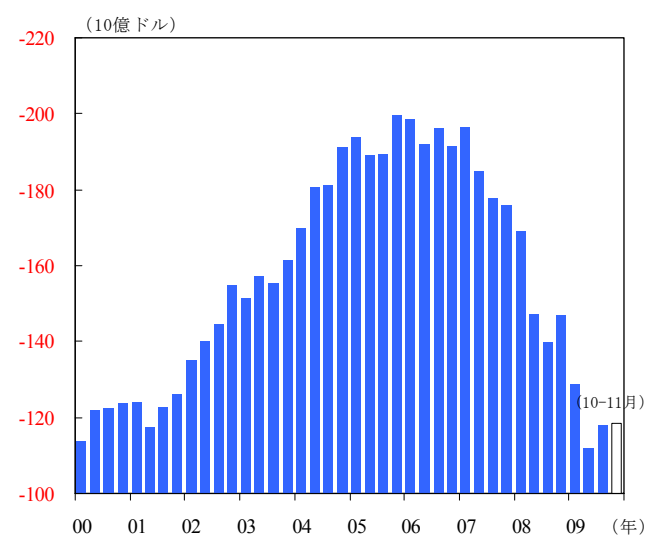
貿易赤字は、物価変動の影響を除いた実質ベースでも拡大している（第7図）。このため、これまで成長率の押し上げ要因だった外需の寄与度は低下方向にある。昨年7-9月期の外需の寄与度（前期比年率）は▲0.8%と1年振りに成長率の押し下げ要因となった。10-12月期については、10-11月を均した赤字が7-9月期平均から横這いとなっているため、外需の寄与度はほぼゼロ、成長率に対して中立となることが見込まれるが、景気回復による輸入増を背景に、当面、外需の寄与度はマイナスが続く見通しである。ただし、個人消費を中心に内需の回復ペースが緩やかになると見込まれることから、外需のマイナス幅は通常の見込み回復期に比べると小幅に止まろう。

第6図：貿易収支と輸出入金額



(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：実質貿易収支



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 金融動向

### (1) 金融政策

FRB は、出口戦略の本格発動に備えて環境整備を図る一方で、実際の利上げには引き続き慎重な姿勢を維持している。

#### FRB が流動性吸収策を拡充

昨年 12 月 28 日には、新しい流動性吸収策 (Term Deposit Facility) の導入を発表した。これは、金融機関が FRB に定期預金を預けるというもので、期間は最長 1 年、準備預金としてはカウントされない。将来、利上げが必要になった時に政策金利をコントロールしやすくするために、流動性を吸収する手段を拡充するものである。

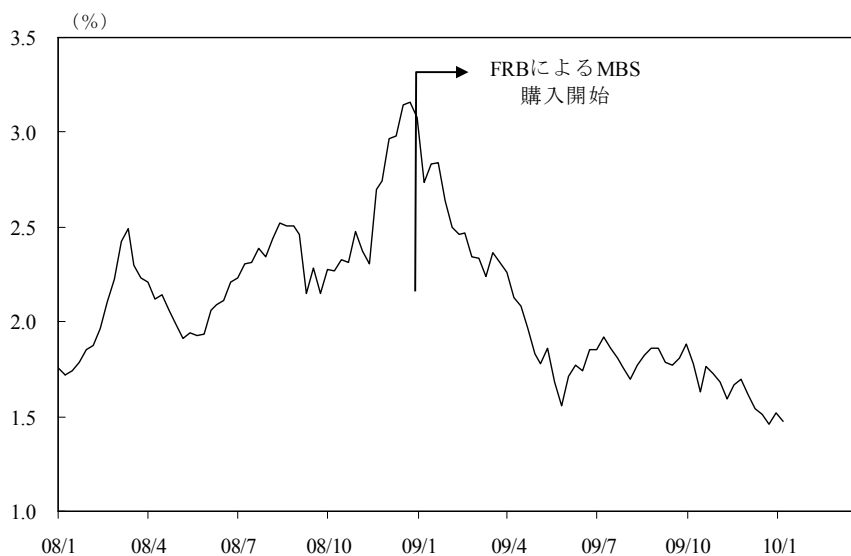
#### FOMC 委員の景気判断は引続き慎重

一方、12 月 15-16 日の連邦公開市場委員会 (FOMC) 議事録によると、FRB スタッフや FOMC 委員は景気に対して依然、慎重な見方を崩していない。複数の委員が景気の自律回復力に不安を持っており、とりわけ、FRB による住宅ローン担保証券 (MBS) の購入終了や住宅減税の打ち切り、高水準の住宅差し押さえなどで、住宅市場の回復が頓挫するリスクを懸念している。そして、経済見通しが悪化したり、MBS スプレッドの拡大など市場の機能が低下する場合には、MBS 購入の増額・延長が望ましくなるかもしれないとしている (第 8 図)。

#### インフレについては、委員の間で意見の相違も

インフレについては委員の間で意見の相違があることが示されている。ほとんどの委員は、インフレのリスクは上振れ、下振れ、ほぼ均衡していると判断しているが、複数の委員は、資源の利用率の低さから目先、インフレ率が下振れするリスクが上回るとしている。一方、FRB による潤沢な流動性供給や財政赤字拡大によりインフレ期待が上昇することでインフレ率が上振れするリスクが勝るとみる委員も複数存在する。

第 8 図：住宅ローン担保証券と米国債の利回りスプレッド



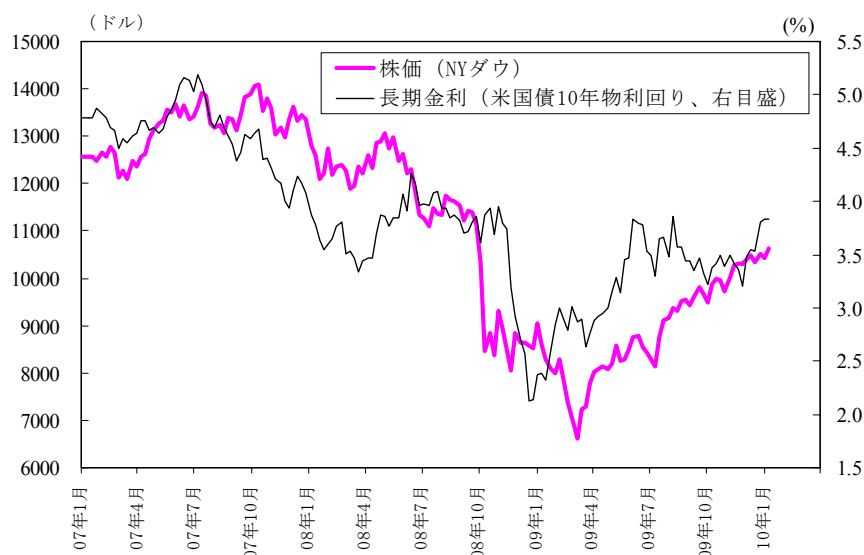
(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 株価と長期金利の動向

**株価は景気回復期待を背景に堅調** 株価（ダウ平均）は、景気・企業収益の回復期待を背景に底堅く推移しており、リーマンショック前の水準をほぼ取り戻しつつある（第9図）。FRBが政策金利をしばらく据え置く姿勢を示していることも安心材料となっている。

**長期金利は早期利上げ観測の後退で上昇一服** 長期金利（10年米国債利回り）は、消費関連などの景気指標改善を受けて早期利上げ観測が高まり、一時3.8%台まで上昇したが、12月の非農業雇用者数が市場の予想を下回ったことから利上げ観測が後退し、上昇は一服。株高などを背景に足元は高止まりしている（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

(中村 明、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 中村 明 (総括) akira\_nakamura@mufg.jp

山中 崇 (米国) takashi\_2\_yamanaka@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。