

経済マンスリー [米国]

～景気減速感が強まるも、二番底入りの懸念は小～

1. 実体経済の動向

(1) 概要

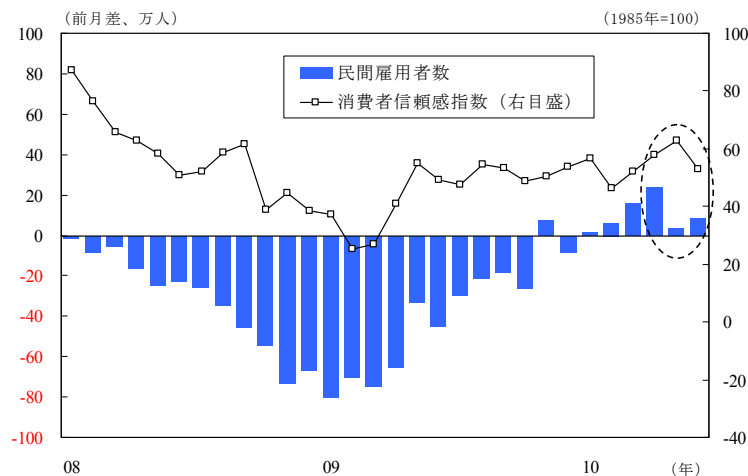
足元の景気は減速感が強まる

順調な回復を続けていた米景気は、ここにきて減速感が強まっている。5月の新築住宅販売は4月末に減税が打ち切られた影響で急減し、統計開始以来の最低を更新した。また、6月の民間雇用者数は前月から増加幅が拡大したものの、3、4月と比べると増勢が鈍化。さらに、世界的な株安などで消費者信頼感指数が悪化（第1図）。小売売上は2ヵ月連続で減少した。

但し、二番底のリスクは小

当面は、在庫復元の動き一巡や景気対策効果の剥落などにより成長ペースが鈍化し、景気の先行き不安が高まりやすい。もっとも、クレジット・クランチ（信用逼迫）や家計のバランスシート調整などの構造調整圧力が緩和していることに加えて、企業部門が底堅いことから、景気が二番底に陥るリスクは今のところ小さいとみられる。

第1図：民間雇用者数と消費者信頼感指数



(2) 住宅市場

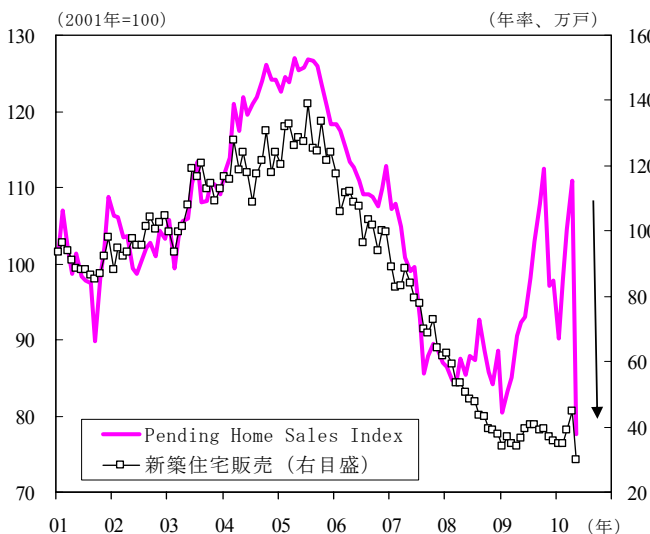
5月の住宅販売は 駆け込みの反動で 大幅に減少

5月の住宅販売戸数は、4月末の減税打ち切りを前にした駆け込み需要の反動が出て大きく減少している。新築住宅販売は前月比▲32.7%の年率30.0万戸と、1963年の統計開始以来の最低を更新。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅販売成約件数（Pending Home Sales Index）も同▲30.0%と大幅に減少した（第2図）。反動減は今回が2回目のため小幅に止まるとみられたが（昨年11月末で減税がいったん打ち切られ駆け込みの反動が出たが、その後、減税は今年4月末まで延長された）、実際には前回を上回る大幅な減少となった。6月に入ってから、米抵当銀行協会（MBA）が発表している住宅ローン申請件数（週次データ）は減少が続いており、反動減の動きが続いているとみられる。

反動減が一巡すれば、 販売は緩やかな 回復基調に回帰

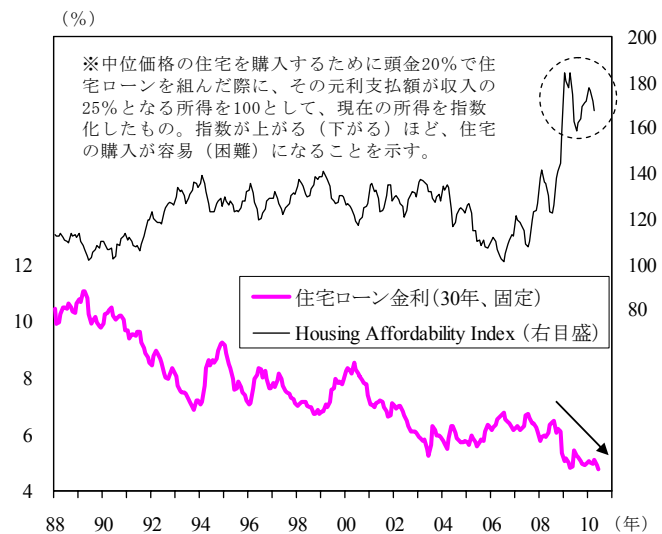
減税が再延長される予定は今のところなく、住宅販売の先行きには不透明感が強い。購買環境だけみれば、欧州の信用不安の影響などで住宅ローン金利（30年固定）が一段と低下し戦後最低水準を更新するなど、引き続き良好である。全米不動産協会（NAR）が発表している、家計の住宅購買力を示す「住宅取得能力指数（Housing Affordability Index）」をみても、依然、歴史的な高水準を維持している（第3図）。このため、反動減の動きが一巡すれば、住宅販売は回復基調に戻るとみられるが、①過剰ストックや高水準の住宅差し押さえにより、住宅価格の先安感が根強いこと、②雇用の回復ペースが緩慢なこと、③住宅価格がローン残高を下回る借り手が多く、住宅の買換えが難しいことなどが、引き続き販売の回復を抑制することから、回復のペースはしばらく緩慢なものに止まる可能性が高い。

第2図：住宅販売戸数



（資料）米商務省、NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：住宅ローン金利と住宅取得能力指数



（資料）FRB、NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 雇用・消費

雇用の増勢が鈍化

足元の雇用は増勢が鈍化。6月の非農業雇用者数は前月比▲12.5万人と半年振りに前月比減少した。10年に1度の国勢調査に伴う連邦政府の臨時雇用がピークを超え、6月は22.5万人の押し下げ要因に転じた影響が大きい。民間雇用も前月比+8.3万人と3月(同+15.8万人)、4月(同+24.1万人)の二桁万人増から増勢が鈍化した。業種別では、小売業が再び減少に転じたほか、先行性のある人材派遣業で増勢鈍化が続いている。雇用DIも2ヵ月連続で低下しており、雇用拡大の業種的な広がりには後退しつつある(第4図)。6月は労働時間や時間給も減少し、マクロの所得を圧迫。総支払い賃金(雇用者数×労働時間×時間給)は4ヵ月振りに前月比で減少した。

6月は労働時間や時間給も減少

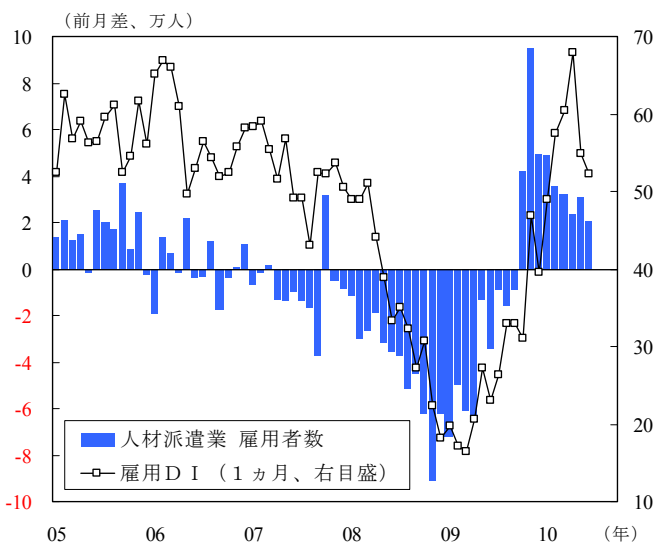
個人消費はスローダウン

雇用・所得環境の回復の鈍さを反映し、個人消費の伸びもスローダウンしている。6月の小売売上高は前月比▲0.5%と2ヵ月連続で減少した。四半期でも1-3月期の前期比2.0%増から4-6月期は同1.0%へと伸びが半減している。GDP統計の実質個人消費も、1-3月期は前期比年率3.0%と堅調な伸びを示したが、4-6月期はペースダウンが見込まれる。世界的な株安や雇用の回復の遅れなどから6月の消費者信頼感指数(コンファレンスボード発表)が前月から10ポイント近い大幅な低下となるなど、消費マインドの回復にブレーキがかかり、消費者の財布の紐は堅くなった。1-3月期に減少ペースが鈍化した消費者信用残高は足元で減少基調を強めており、一頃より調整圧力は緩和したものの、バランスシート調整の動きが続いている。こうした中、貯蓄率は3月末に3.3%まで低下したが、その後2ヵ月連続で上昇し5月は4.0%まで上昇した(第5図)。

株安等で消費マインドが悪化

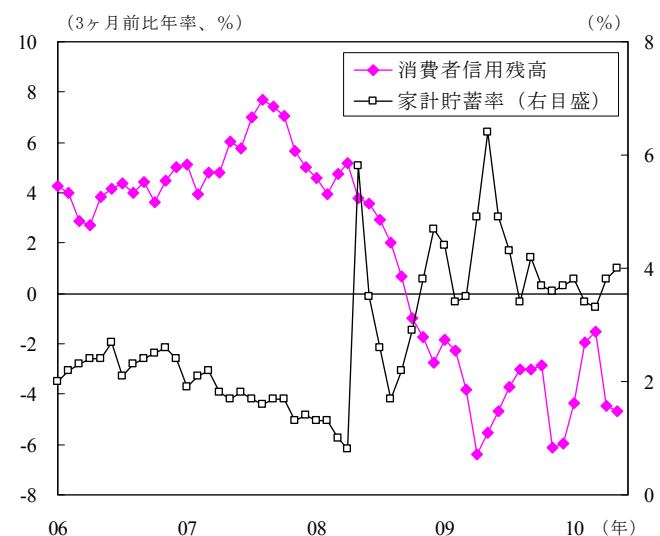
バランスシート調整継続で貯蓄率は再び上昇

第4図：人材派遣業の雇用者数と雇用DI



(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：消費者信用残高と貯蓄率



(資料) 米商務省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 企業活動

企業収益の回復で
堅調持続

但し、限界的には生
産に減速の兆しも

設備投資は回復基
調ながら、ペースは
緩慢

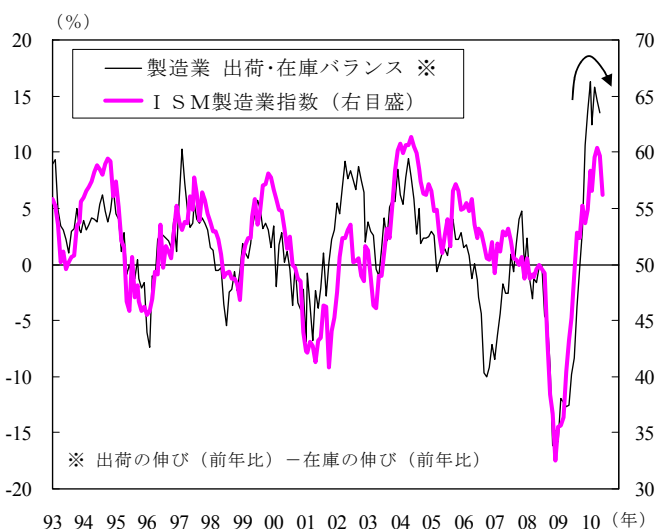
企業部門は大幅な
資金余剰

企業部門は、新興国向けの需要増や生産性上昇を背景とした企業収益の急回復により堅調。生産活動も引き続き高水準を維持している。但し、限界的には減速の兆しが出てきた。製造業の出荷・在庫バランス（出荷の伸び－在庫の伸び）は、今年1月の16.2%をピークに5月は13.5%まで低下。全米供給管理協会（ISM）の製造業景況指数も6月は56.2と2ヵ月連続で前月から低下し、ピークアウト感が出てきた（第6図）。依然、好・不調の分かれ目である50を大きく上回っており、生産がすぐに減少基調に転じる可能性は低い。在庫復元の動きが一巡しつつあることに加えて、景気対策効果の剥落等により最終需要の伸びもスローダウンが見込まれることから生産の増加ペースは徐々に鈍化すると予想される。

企業収益の回復に加えて、資本財価格の下落から、実質ベースの設備投資は機械設備を中心に今年1-3月期まで2四半期連続プラスと回復基調にある。但し、景気の先行き不透明感が強いことや、米銀の貸出態度厳格化の動きに歯止めがかかったものの資金調達環境がなお厳しいことなどから、過去の回復期と比べると回復ペースは緩慢である。特に名目ベースでは伸び悩んでおり（1-3月期は前期比年率0.4%増）、名目設備投資比率（設備投資のGDPに対する比率）は低下基調にブレーキがかかっていない（第7図）。

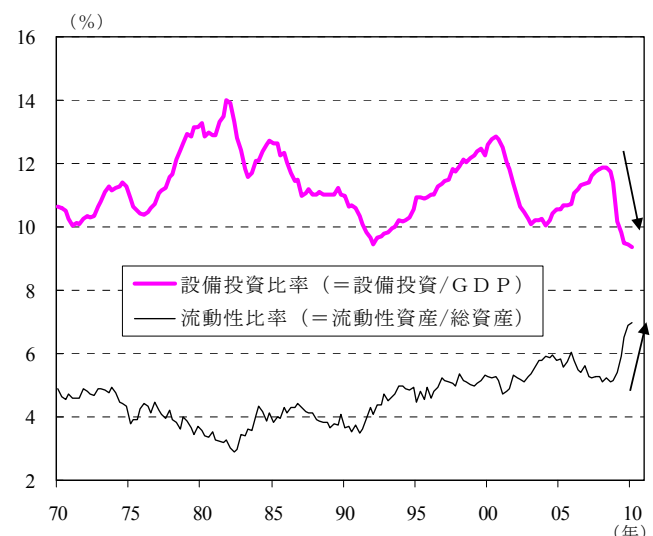
この結果、企業部門はGDP比1.5%に相当する大幅な資金余剰状態となっている。超低金利が続くなか、企業はこうした余剰資金を流動性の高い資産で保有。この結果、非金融法人企業では流動性資産（現預金、MMF、CP、財務省証券など）の資産全体に占める比率が今年3月末には7.0%と1963年以来の水準まで上昇している（第7図）。

第6図：出荷・在庫バランスとISM景況指数



（資料）米商務省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：設備投資比率と流動性比率



（資料）米商務省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 物価

インフレ率は一段と抑制

景気減速で川上の物価上昇圧力は緩和

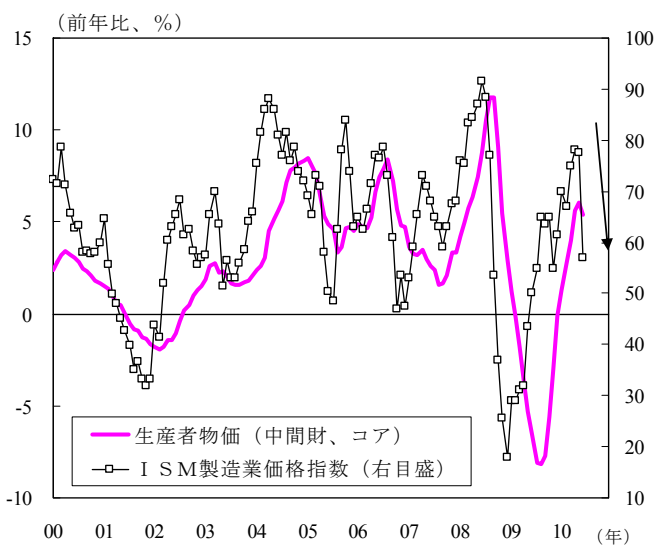
コア・インフレ率は引き続き44年振りの低水準

欧州信用不安でインフレ期待も安定

インフレ率は一段と抑制傾向にある。6月の生産者物価（最終財）は、食料、エネルギー価格の下落を主因に前月比▲0.5%と3ヵ月連続でマイナスとなった。食料・エネルギーを除いたコアも同0.1%と緩やかな上昇に止まっている。川上の中間財価格も、景気回復に伴う需給の引き締めからこのところ強含んでいたが、足元の景気減速で上昇圧力は再び緩和方向にある。中間財価格に先行するISM製造業価格指数は6月が57.0と前月の77.5から20.5ポイント低下し、2008年9月以来の大幅な落ち込みとなった（第8図）。

消費者物価も、5月はガソリンなどエネルギー価格の下落により前月比▲0.2%と、生産者物価と同様、2ヵ月連続で前月比マイナスとなった。コアも同0.1%と小幅の上昇に止まり、前年比は0.9%と1966年以来の1%割れとなった前月から変わらなかった。コア・インフレ率の低下は、賃金上昇率低下や生産性の上昇による単位労働コストの低下が主因である。さらに、期待インフレ率が一段と安定していることもコア・インフレ率の低下に寄与。市場が織り込む期待インフレ率（ブレイクイーブン・インフレ率：米10年国債と同年限の物価連動国債の利回り格差）は欧州の信用不安が高まった5月以降、低下基調を強めている（第9図）。当面は、景気回復ペースの鈍化や賃金上昇率の一段の低下もあり、インフレ率の抑制傾向が続くとみられるが、これまでコア・インフレ率を押し下げてきた住居費（家賃、宿泊費など）に下げ止まり感が出てきたことや、生産性上昇率の鈍化で単位労働コストの低下にもブレーキがかかることが予想されるため、コア・インフレ率は緩やかに底入れに向うとみられる。

第8図：生産者物価（中間財）とISM価格指数



(資料) 米労働省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：ブレイクイーブン・インフレ率



(資料) Bloomberg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 FOMC は現状維持を決定

6月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、金融政策の現状維持が賛成多数で決定された。カンザスシティ連銀のホーニグ総裁だけが「低金利の長期継続を示唆することは長期的な経済・金融の安定に対するリスクを増す」として、4回連続で反対票を投じた。

景気判断がやや慎重化

声明文では、景気判断がやや慎重化。欧州のソブリン問題で金融情勢が成長を支える度合いが後退したとの見方を示した。緩やかな景気回復が続くとの見通しは維持したが、議事録によれば約半数の FOMC 参加者が経済成長へのリスクは下方にシフトしたと判断。FOMC 委員の経済見通しも下方修正された（第1表）。FOMC 委員は、将来の出口政策に向けて TDF（準備預金における定期預金制度）の試験取引などにより環境整備を進める一方で、経済見通しが著しく悪化すれば追加の刺激策を検討する必要もあるとしている。

経済見通しが悪化すれば追加刺激策の検討も

物価の見通しは一段と慎重に

一方、物価は前回同様、大幅なデフレギャップやインフレ期待の安定から抑制された状態が続くとの見通しが示されたが、今回は足元の物価軟化が強調された。FOMC 委員の物価見通しは一段と慎重になり、2012年にかけての予測を下方修正（第1表）。少数（a few）の委員はデフレのリスクに言及している。

利上げ開始は 2011 年に後ズレ

FOMC 後に発表された指標も、雇用や小売売上など弱いものが続しており、景気判断は一段と慎重化している可能性がある。一方で、インフレ率は 40 年来の低水準にあり、利上げ時期を慎重に見極める時間的余裕がある。このため、利上げ開始は 2011 年に後ズレする可能性が高いとみられる。

第1表：FOMC 委員の米国経済見通し（2010年6月）

大勢見通し	2009年	2010年	2011年	2012年	長期
実質GDP	0.1	3.0~3.5 (3.2~3.7)	3.5~4.2 (3.4~4.5)	3.5~4.5 (3.5~4.5)	2.5~2.8 (2.5~2.8)
PCEデフレーター (ヘッドライン)	1.3	1.0~1.1 (1.2~1.5)	1.1~1.6 (1.1~1.9)	1.0~1.7 (1.2~2.0)	1.7~2.0 (1.7~2.0)
PCEデフレーター (コア)	1.4	0.8~1.0 (0.9~1.2)	0.9~1.3 (1.0~1.5)	1.0~1.5 (1.2~1.6)	
失業率	10.0	9.2~9.5 (9.1~9.5)	8.3~8.7 (8.1~8.5)	7.1~7.5 (6.6~7.5)	5.0~5.3 (5.0~5.3)

※ 下段()内は前回4月見通し。GDP、PCEは4Q前年比、失業率は4Q平均。

(資料) FRB 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

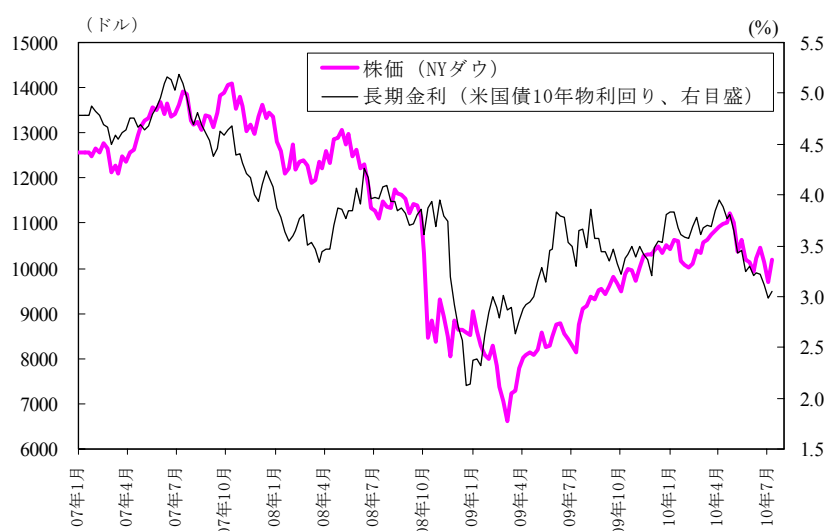
株価は 10000 ドル
台を回復

株価（ダウ平均）は、欧州信用不安の高まりをうけて下落基調に転じ、5月26日には10000ドルを割り込んだ。足元では信用不安がやや後退しユーロ相場下落にブレーキがかかったことや、企業業績回復への期待などから再び10000ドル台を回復している（第10図）。

長期金利も株価の
下げ止まりで低下
にブレーキ

長期金利（10年米国債利回り）は、超低金利政策長期化の見通しに加えて、欧州ソブリン問題による「質への逃避買い」、民間資金需要の低迷と世界的な財政再建に伴う資金需給緩和観測などから、一時3%を下回った。その後、株価の持ち直しなどから金利低下にはブレーキがかかり、足元はもみ合い推移となっている（第10図）。

第10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。