

経済マンスリー [米国]

～雇用改善強まるも、消費は原油高を受けやや減速～

1. 実体経済の動向

(1) 概要

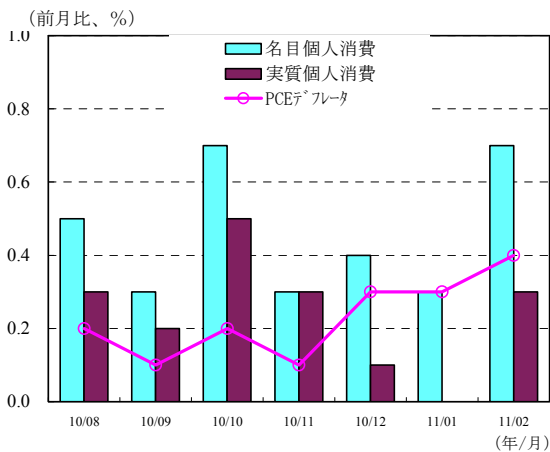
景気は回復基調を維持

景気は回復基調を維持している。企業部門は、全米供給管理協会（ISM）景況指数が製造業、非製造業ともに低下したが引き続き高水準を維持。雇用に関しては3月も20万人台の増加となり、改善に弾みがついてきた。一方、個人消費は原油価格上昇などを受け、やや減速している（第1図）。

現状程度の原油高による成長抑制は限定的

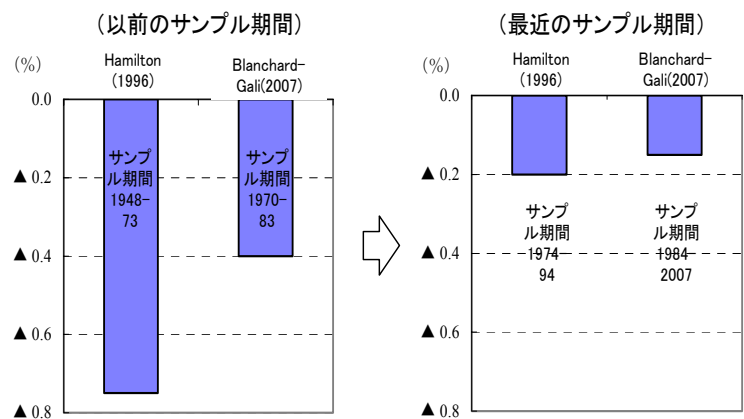
しかし、米国において経済活動に必要な原油投入量のウェイトは低下しており、IMF がサーベイした主要な実証分析の結果によると、原油価格が GDP へ与える影響は低下傾向にあることが示されている（第2図）。また、連邦制度準備理事会（FRB）が使用している経済モデルである「FRB/US モデル」でも、「原油価格 25 ドルの上昇が実質 GDP に与える影響は▲0.5%程度」（イエレン・FRB 副議長）である。現状程度で原油価格が落ち着くのであれば、景気は持ち堪えられるだろう。米国は、労働市場構造が柔軟なことから、過度な賃金引き上げなどのインフレの二次的影響が現れるリスクも小さい。

第1図：個人消費



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油価格 10%上昇の米国 GDP への影響



(資料) IMF 「World Economic Outlook April 2011」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅市場

住宅市場は底這い

住宅市場は底這いが続いている。2月の新築住宅販売は前月比▲16.9%の年率 25.0 万戸と過去最低水準へ落ち込み、2月の中古住宅販売も前月比▲9.6%の年率 488 万戸と低調な結果となった。米国モーゲージ銀行協会（MBA）の住宅ローン申請件数が3月になって持ち直していること、中古住宅販売に1、2カ月先行する中古住宅販売成約指数が2月に前月比2.1%上昇していることなどから、3月は悪化に歯止めがかかる可能性もあるが、顕著な改善は期待しづらい。

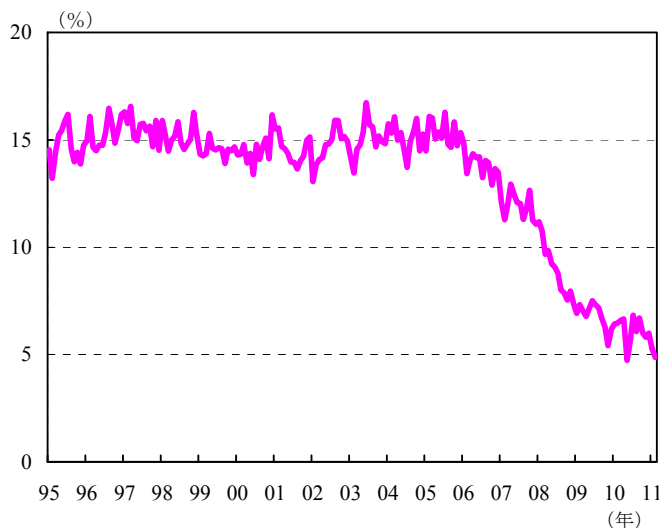
差し押さえ物件が下押し

住宅市場の回復を阻害している要因としては、差し押さえ物件の増加が挙げられる。米不動産協会（NAR）によると、2月に差し押さえ物件などのいわゆる“ディストレスセール”が占めた割合は39%となり、1月の37%より一段と上昇した。割安な差し押さえ物件などが選好されており、新築住宅販売や住宅着工件数の低迷につながっている（第3図）。

住宅価格も低迷

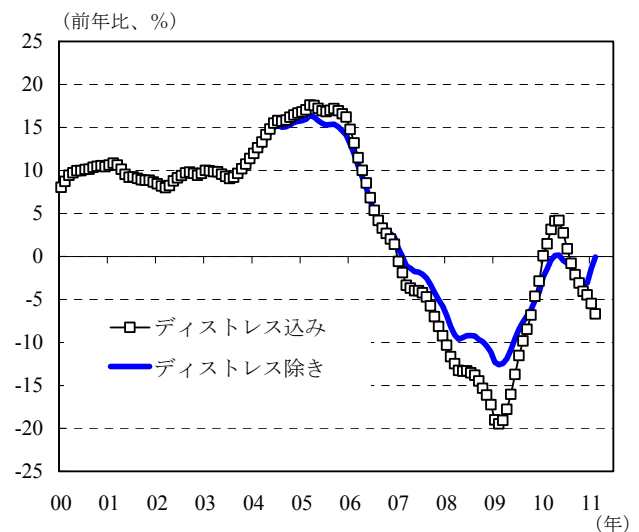
住宅価格は、1月のケースシラー住宅価格指数が前月比で▲0.2%となり12月からマイナス幅が縮小したもの、前年比では▲3.1%となりマイナス幅が拡大。依然として低下傾向だ。住宅価格低迷に関しても、差し押さえ物件が与えている影響が大きい。CoreLogic社によれば、ディストレスセールを除いた住宅価格は前年比でゼロ近傍までマイナス幅が縮小してきているが、ディストレスセール込みの住宅価格は2月に前年比▲6.7%とマイナス幅を拡大させた（第4図）。差し押さえに先行するローン延滞率がピークアウトしていることから、将来的には差し押さえ物件も減少する可能性があるが、しばらくは低迷が続くようだ。

第3図：住宅販売に占める新築住宅の割合



(資料) 米商務省、NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：住宅価格



(資料) CoreLogicより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**民間の証券化市場
は低迷**

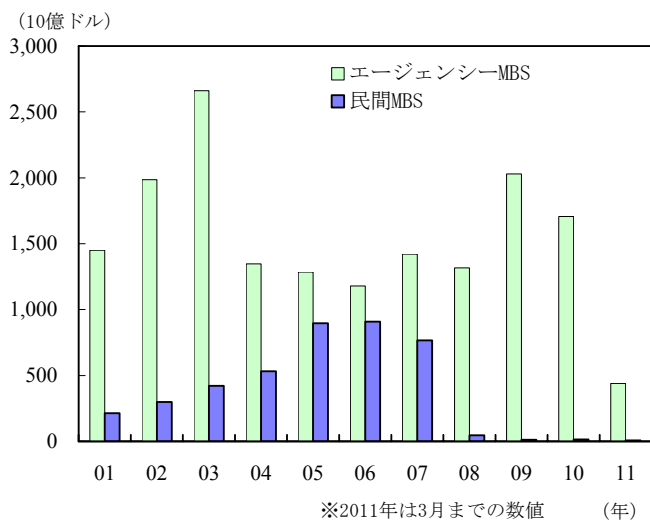
**証券化に対する
規制案が発表**

**GSE 改革議論も
本格化**

住宅証券化市場をみても低迷が続き、住宅市場の活性化には時間がかかりと見込まれる。民間 MBS（住宅ローン担保証券）の発行は今年に入っても限られており、政府支援機関（GSE）が組成保証する MBS（エージェンシーMBS）に依存する状況が続いている（第 5 図）。そのようななか、規制当局からは金融規制改革法に則り証券化の際の規制強化案を発表された。頭金が 20%以上ある住宅ローンでなければ証券化の際にオリジネーターが規制強化を受けるという内容であるが、「2010 年末では 46%の住宅ローンが頭金 20%未満」（CoreLogic 社）というデータもあり、多くのケースが規制強化の対象となりそうだ。また、財務省は金融危機対応で保有していた MBS を市場で売却すると発表。残高 1,420 億ドル分を、毎月 100 億ドルを上限に売却していくことになった。新規の MBS 発行が限られているため大きな影響は無いとみられるものの、市場環境の一段の悪化につながらないか注意が必要だ。

GSE の在り方を中心とした住宅市場改革に関しては、下院共和党が 3 月 29 日に法案を発表（第 1 表）。内容は GSE の保証料引き上げやポートフォリオへの上限設定、上述の証券化に関する GSE への例外規定削除などであり、先般オバマ政権が発表した GSE 改革案に比べると、早期の GSE 縮小を求める内容になっている。共和党案がそのまま成立する可能性は低いものの、中間選挙以降共和党の勢いが強まっており、軽視はできない。また、共和党が多数の下院では、既存の住宅対策である HAMP（Home Affordable Modification Program）を廃止する法案を可決。住宅市場の低迷が続くなか、既存の枠組みや政策に関する批判が強まっているが、一方で有効な代替案は乏しい。

第 5 図：住宅関連証券化商品の発行量



(資料) SIFMAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 表：住宅市場改革案の比較

■オバマ政権による改革案(2/11)	■下院共和党の改革案(3/29)
<ul style="list-style-type: none"> ・有利な資本調達を改善 ・コンフォーミングローンの上限を予定通り10月1日から引き下げ ・頭金を10%求める ・投資ポートフォリオを毎年10%縮小していく <p>(長期的には3つの選択肢)</p> <p>①政府による保証はFHAなど一部の借り手に限定し、民営化</p> <p>②緊急時のみのバックストップ</p> <p>③政府が再保険を提供</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ファニーメイとフレディマックの保証料を引き上げる ・ファニーメイとフレディマックのポートフォリオにキャップをかける(初年度7000億ドル、5年内に2500億ドル) ・ファニーメイとフレディマックに対するリスククリテンションルールの除外条項を無くす ・ファニーメイとフレディマックの役員サラリーにキャップを設ける

(資料) 米財務省、米下院より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 雇用・消費

雇用は増勢を強める

雇用は増勢を強めている。3月の非農業雇用者数は前月比21.6万人と2月に続き好調な伸びとなった。また失業率も前月から0.1%低下して8.8%となり、2010年11月から4ヵ月で合計1.0%の低下となっている。

地方政府は雇用減少が継続

雇用者数増加の内訳は、民間部門が前月比23.0万人と堅調な一方、政府部門は▲1.4万人となった。政府部門は州・地方政府が主因となり5ヵ月連続でマイナスとなっている。州政府は、所得税や消費税が主な財源のため、景気にある程度のラグを持って税収が回復するが、地方政府は固定資産税のウェイトが高く、不動産市場が低迷している間は税収ひいては雇用も厳しい状況が続くであろう（第6図）。

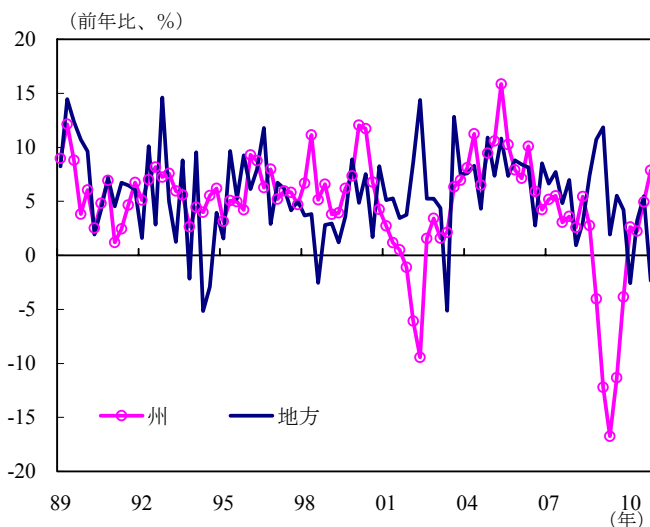
今後は時間よりも人数を拡大へ

週当たりの労働時間は34.3時間となり、前月から横這い。企業は、これまでの景気回復局面において、主に労働時間を延ばすことで労働投入量を維持してきた。しかし、労働時間が通常に回帰しつつあり延ばす余地が限られてきているなかで、雇用者数を確保する必要が出てきている（第7図）。こうした中で、非農業部門雇用者数は今後も堅調な推移となろう。一方で、失業率に関しては、労働参加率の上昇に伴い、低下ペースが緩やかになると予想される。労働参加率は、雇用環境改善にある程度遅れるかたちで上昇することから、一旦は上昇する局面が近いとみられるからだ。

個人消費は年明け以降やや減速

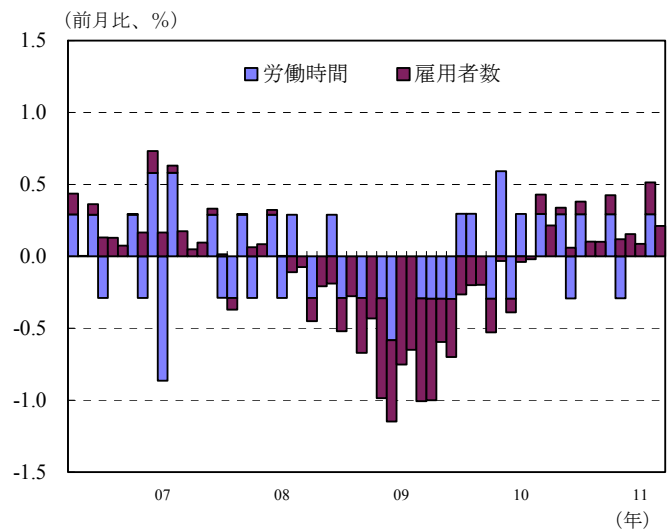
個人消費は1-2月期が前期比年率1%台前半の伸びとなり、悪天候やガソリン高の影響などからやや減速している。個人所得は、給与・賃金が3ヵ月連続で前月比+0.3%と底堅く増加。個人消費に対しては、「雇用回復」と「ガソリンを中心とした価格上昇」が当面の強弱材料だ。

第6図：州・地方政府の税収



(資料) 米センサス局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：労働投入量の要因分解



(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

製造業を中心に企業活動は堅調

企業活動は好調を維持している。ビジネス・ラウンドテーブルによる1-3月期のCEOサーベイ指数は113となり、10-12月期から12ポイントの上昇。売上・設備投資・雇用のいずれについても見通しの改善が示された(第8図)。また、3月のISM製造業景況指数は61.2(←2月61.4)となり低下はしたものの引き続き高水準。3月のISM非製造業景況指数も57.3(←2月59.7)と7ヶ月ぶりに低下したものの、高い水準を維持している。

商品価格上昇は懸念

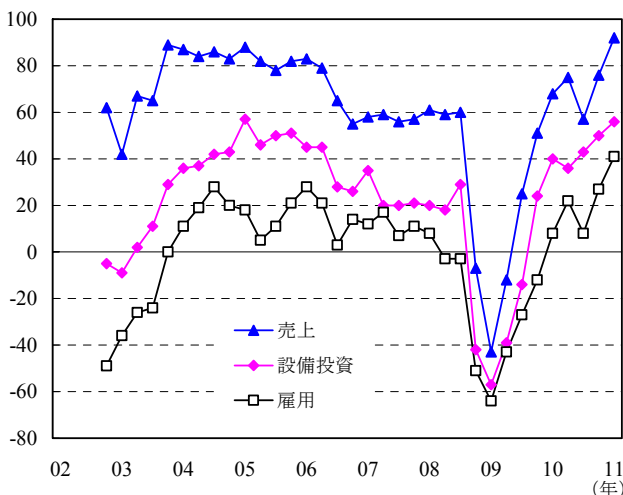
そのようななか、商品価格上昇に対しては多くの企業から懸念が示されており、ISM製造業景況指数における価格指数は85.0(←2月82.0)と2008年7月以来の高水準となった。

中小企業に関しては、全米独立企業連盟(NFIB)が発表した3月の中小企業景気楽観度指数は91.9となった。前月94.5から低下し、改善が一服している。

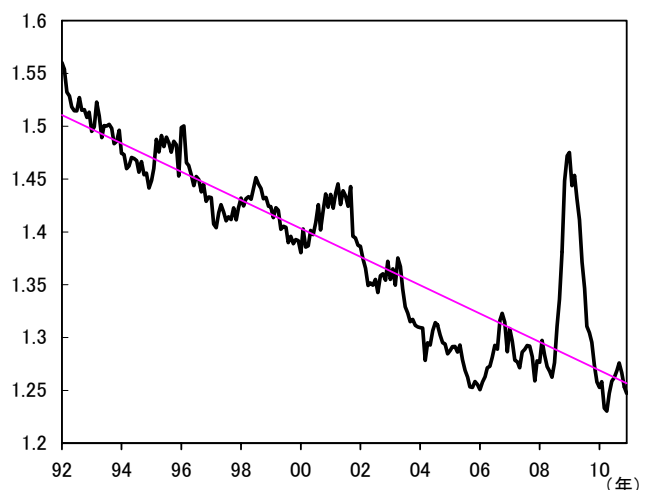
在庫率は過去に比べ低い

商品価格上昇に加えて、東日本大震災がサプライチェーンへ与える影響についても注意が必要だ。4月の地区連銀経済報告(ページブック)においては、東日本大震災の影響として「自動車用ペンキや部品の調達に制約(リッチモンド地区の企業)」、「日本への出荷が大きく減った(ダラス地区のハイテク企業)」など、既に発生している影響と先行きに対する不透明感の双方が記載されている。米国企業においても、just-in-timeを取り入れた経営手法の浸透から在庫率は趨勢的に低下傾向にある(第9図)。経済全体で見れば稼働率が低いいため、一時的な生産減少を事後的な増産で補うことは可能であろうが、完成品の在庫が枯渇してしまえば機会損失は避けられない。供給不足に耐えられる時間はそれほど長くないのが実情であり、日本企業の生産動向が注目される。

第8図：CEOの見通し(DI)



第9図：在庫率(製造、卸、小売)



(資料) ビジネス・ラウンドテーブルより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 物価

基調インフレは底打ち

基調的なインフレ率には底打ちの兆しが出ている。2月のコアPCEデフレーターは前年比+0.9%となり、1月の+0.8%から伸び率が高まった。物価の基調を見る指標としてクリーブランド連銀が発表している”Median CPI”（物価上昇率順に並べて中央に位置する品目の価格の動きをみたもの）や”Trimmed-mean CPI”（物価上昇率の上位8%と下位8%を除いて算出した物価指数）などでも伸び率の高まりが見られており、上昇品目の広がりも見られる（第10図）。

企業へのサーベイ結果も基調的なインフレ率の底打ちを裏付けつつある。NFIBの3月サーベイにおいては、現状の販売価格上昇との回答はネットで9%となり、長らくマイナス圏にあったものの2月からプラス圏へシフトしている（第11図）。また4月のベージュブックにおいても投入コスト上昇が続くなか、製造業を中心に価格転嫁の動きが増えつつあることが示されている。

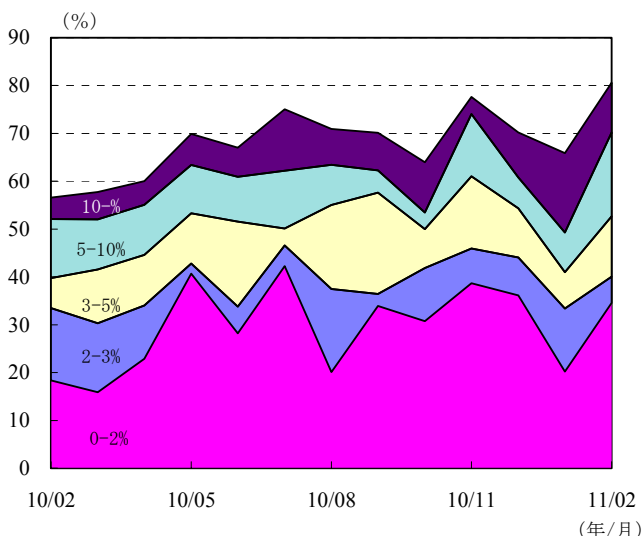
インフレ期待は上昇

このような状況を反映して、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=通常国債と、同年限の物価連動国債の利回り格差）は足元では再び上昇地合で推移しており、金融危機前の水準と同程度となっている。

原油価格はボラタイルな動き

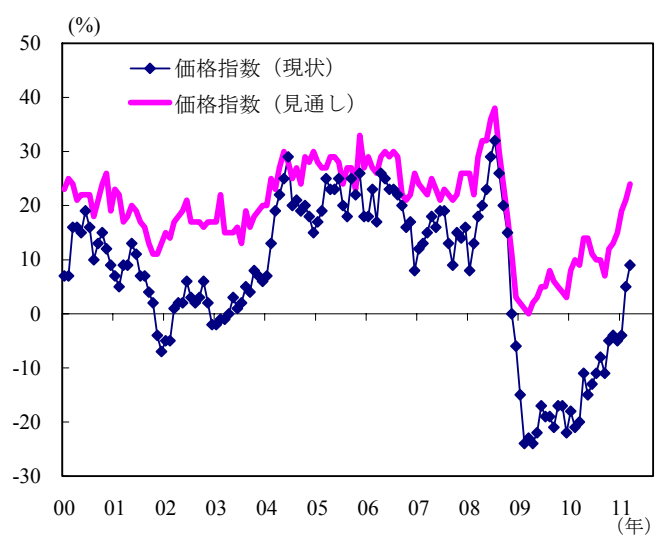
原油価格（WTI）は、4月に入っても上昇が続き一時110ドルを超えたが、その後は反落する動きとなっている。原油の先物カーブがバックワーデーション（先物価格がスポット価格よりも低い）の状態になっており、一段の上昇には至らないとの見方もあるが、中東情勢が落ち着かないなか不確実性は高い。

第10図：CPIにおける前年比上昇率の分布



(資料) ダラス連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：中小企業による販売価格（上昇一下落）



(資料) NFIB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

3月のFOMC議事録を公表

3月の連邦公開市場委員会（FOMC）議事録が公表された。議事録によれば、FOMC委員の景気判断は、今年に入って個人消費が期待ほどではないとする一部の意見もあったが、概ね見通しに沿ったというもの。物価に関しては、長期のインフレ期待が安定していることなどから、足元の商品価格上昇は、総合インフレ率を一時的に押し上げるだけに止まるとの判断が示された。一方、数人の委員はインフレリスクが若干アップサイドに傾いたと指摘。また、経済のいわゆる“スラック（緩み）”がインフレに与える影響について改めて議論が展開されたようだ。今後想定される金融緩和策の解除に関しては、FRBの信頼を損なわないために、引き続き計画の策定を進めていくことで合意。不確実性が高い経済環境下であり、解除手法についても幅広い選択肢を検討することになった。

インフレは一時的と判断

購入ペースは落とさず

また、現状の量的緩和策第二弾（QE2）は6月に期限を迎えるが、オペレーションを担当するニューヨーク連銀の担当者からは、終了に際して購入ペースを落としていく必要は無いとの見解が示された。

委員の見解の相違が広がる

FOMC委員の最近の発言は、地区連銀総裁の間でいわゆるタカ派バイアスが強まる一方、バーナンキ議長に近いFRB理事のトーンに変化は感じられず、ばらつきが広がっている印象だ（第2表）。タカ派の地区連銀総裁からは年内にも緩和策解除を検討したいとの発言が出てきていることに加え、解除方法についても急進的でタカ派度合いの強い提案がされている。

第2表：最近のFOMC当局者の主な発言

発言者	発言内容（日付）
バーナンキ議長	◎ 世界的なコモディティ上昇は一時的、広範なインフレにはならない(4/4)
イエレン副議長	◎ インフレ率上昇は一時的、緩和的な金融政策が引き続き適切(4/11)
ダドリー・ニューヨーク連銀総裁	◎ 力強い回復は政策を反転させる理由にはならない(4/1)
エバンス・シカゴ連銀総裁	◎ 追加緩和は現状規模で適切かもしれない(4/4)
ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	◎ 遠くない将来に正常化が必要(3/25)
フィッシャー・ダラス連銀総裁	◎ 緩和政策からの転換がより一層理にかなう時期に近づきつつある(4/1)
コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	◎ コアインフレ上昇に合わせ、年後半の利上げもあり得る(3/31)
ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	資産購入を完遂し、FF金利を据え置くことが適切(4/7)
ブラード・セントルイス連銀総裁	不透明要素が全て払拭されるまで正常化を待てないかもしれない(3/29)
ラッカー・リッチモンド連銀総裁	もし年末より前に利上げをしても、驚くには当たらない(4/1)
ロックハート・アトランタ連銀総裁	年内の引き締めには傾いてはいない(4/6)

(注) ◎はFOMCの投票メンバー

上記以外の委員（投票権有）デューク理事、タルーロ理事、ラスキン理事、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁
（投票権無）ローゼングレン・ボストン連銀総裁、ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁

(資料) FRB、地区連銀、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**早期に資産売却の
提案も**

プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁は、3月25日に「出口」というタイトルで講演を行った。そのなかでは具体的な方法として、政策金利の引き上げと同時に、量的緩和政策も解消を図るという内容が示されたが、①量的緩和策の解消にハイペースでの資産売却を想定している、②現在試行している「ターム物預金」や「リバースオペ」などの資金吸収手段を全く使用しない、などからタカ派度合いのかなり強いものであった(第12図)。一方、バーナンキ議長にスタンスが近く影響力も大きいダドリー・ニューヨーク連銀総裁は、「たとえ毎月30万人雇用増加したとしても、2012年末でも依然かなりのスラックがある」とし、引き続きデフレギャップを理由に金融政策の方向転換には慎重な姿勢を示している。6月に終了するQE2について、追加の資産購入に関しては不要とするFOMC委員が多い。年後半のFOMCでは、緩和ではなく引き締め方向での議論が強まるとみられ、利上げなどを主張して反対票を投じる委員も出てくる可能性があるが、主流派のスタンスに変化は見られないことから、拙速な対応には至らないであろう。

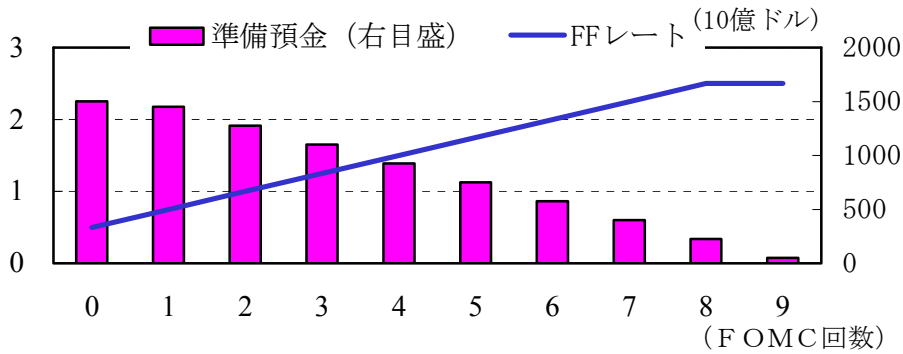
**主流派の主張は変
わらず**

**議長は記者会見を
実施へ**

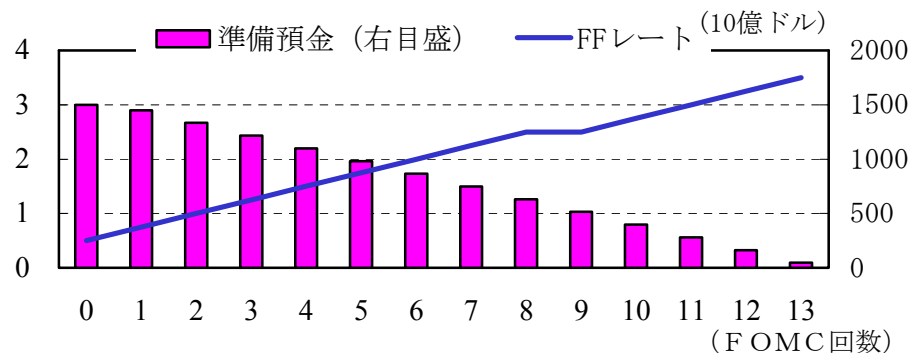
FRBは、次回4月のFOMCから年4回、終了後にバーナンキ議長が記者会見をすることを決定した。FOMC委員のばらつきが拡大しているなかで、バーナンキ議長がどのような発信を行うのか注目される。

第12図：プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁による緩和策解除手法の例示

<例1>8回のFOMC(1年)で量的緩和策を縮小



<例2>12回のFOMC12回で量的緩和策を縮小



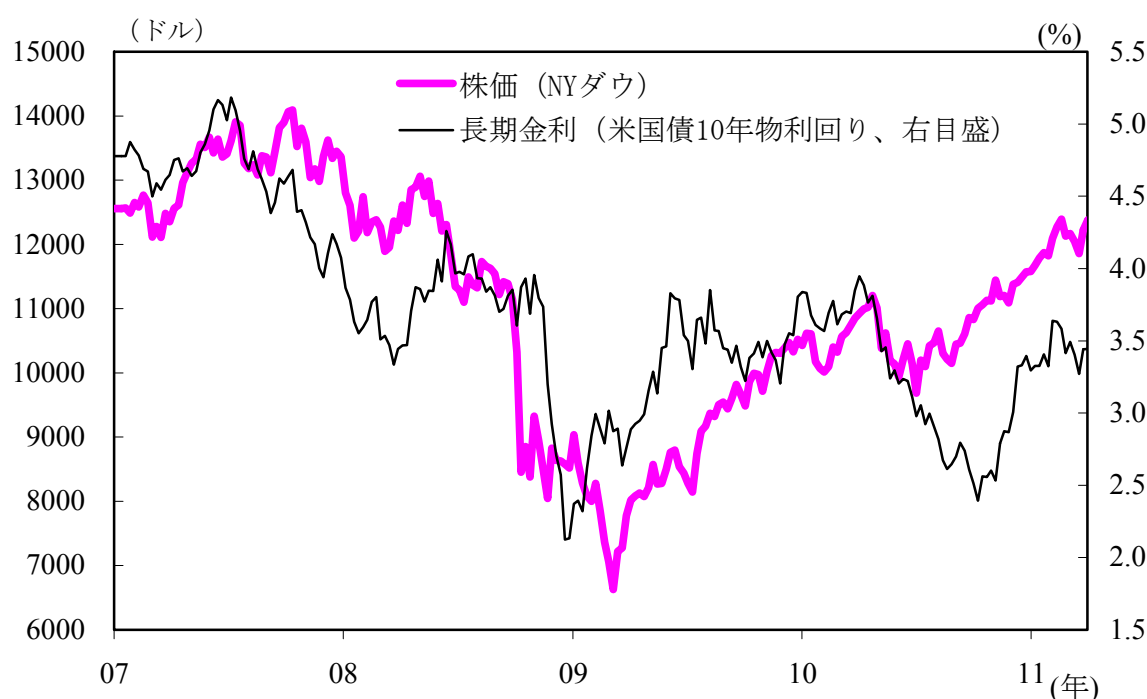
(資料) フィラデルフィア連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 株価と長期金利の動向

株価は持ち直し 株価（ダウ平均）は、東日本大震災の影響もあり一旦は弱含みとなったものの、その後は四半期決算を控え企業業績への期待感から持ち直す動きとなっている（第13図）。

長期金利は上昇 長期金利（10年米国債利回り）も中東情勢の混乱や東日本大震災による「質への逃避買い」で一旦は低下したものの、FRBによる緩和策解除が前倒しされるとの観測が高まり、3月中旬以降は上昇基調となっている。（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

(栗原 浩史)

(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 栗原 浩史 (米国) hiroshi_2_kurihara@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。