

# Weekly エコノミスト・ レター

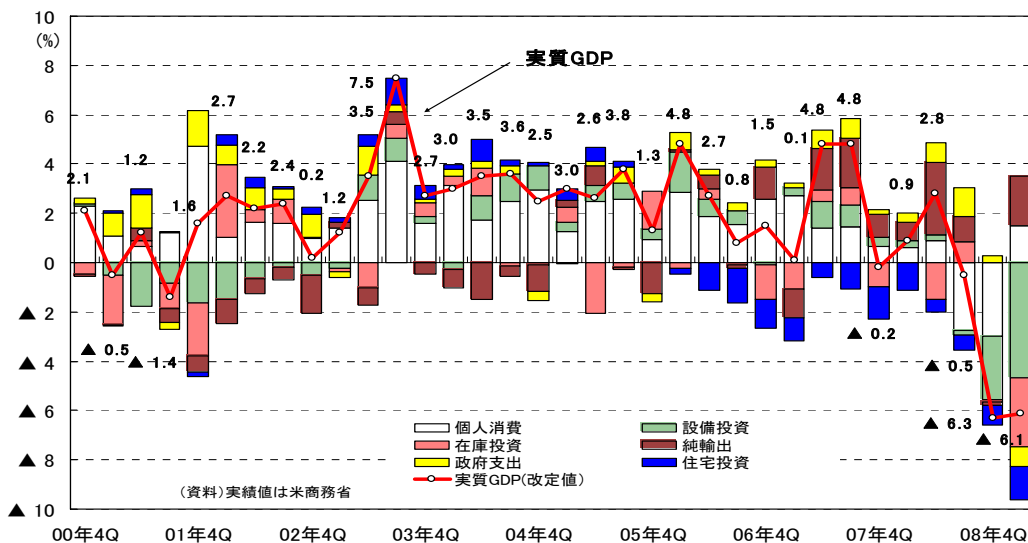
## 「安定化の兆し」が見える米経済

経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋  
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

### <米国経済の動向>

- 10-12月期・1-3月期とも実質GDPが、前期比年率6%台のマイナスと発表されるなど、金融危機以降、急速な悪化を見せてきた米経済であるが、最近の経済指標には下げ渋りないし反転の動きを見せるなど、「安定化の兆し」が窺える。
- 金融安定化に向けた包括的な取り組みが次々と実施され、5月にはストレステストの結果が公表されるなど、金融問題への懸念は一時より緩和されつつある。GM問題等の懸案は残されているが、経済は徐々に安定化に向けた道を歩み始めている。
- もっとも、雇用統計のように記録的な悪化が続いている指標もあり、急速な景気の回復は難しい。また、金融危機により大きなダメージを受けた家計のバランスシート調整は始まったばかりであり、個人消費は緩やかな回復に留まろう。
- また、大型景気対策や包括的金融政策等で、財政赤字が急速に膨張しているため、最近では長期国債金利の上昇が急速である。原油価格も反転上昇の動きを見せるなど、今後、金融政策の舵取りが、より難しい取り組みを迫られる可能性も浮上している。

(図表1) 09/1Q実質GDPも大幅な後退に (棒グラフは寄与度内訳、前期比年率)



# 1、米国経済の概況

## ●米景気は「底打ち・回復」を探る段階へ

百年に一度の危機といわれた米国経済であるが、底打ちが近いとの見方が浮上している。米国の実質 GDP は、昨年 10-12 月期の前期比年率▲6.3%に続き、1-3 月期の GDP 速報値も▲6.1%と、戦後では初めての 2 四半期連続での▲5%越えとなるなど調整を深めた（表紙図表 1 参照）。しかし、4-6 月期以降は、マイナス幅が縮小に向かい、下半期にはプラス転換を探る動きとなりそうだ。

オバマ大統領は、4 月の講演で「経済再生に向けた取り組みの効果が表れつつある」とコメント、その他「住宅市場の一部に安定化の兆しが窺われるなど経済にはいくつかの光明が見られる」と発言していた。同様の見方は、サマーズ国家経済委員長やバーナンキ FRB 議長からも相次いでコメントされたが、バーナンキ議長は、最近回復を見せた指標例として、住宅販売、住宅建設、消費支出、自動車販売台数等を挙げていた。

4/28・29 開催の FOMC では、現行金融政策の据え置きが決定された。5/20 に公表されたその議事録では、「景気の下降ペースは弱まってきたと見られ、個人消費、住宅、製造業受注等に回復の兆しが見える」と指摘している。特に、住宅市場については底打ちの可能性に言及し、価格下落スピードの減速の兆しを報告している。その後、バーナンキ議長は 5 月に入ってから、景気悪化速度の減速を強調、年内の景気底入れを示唆し、景気回復への動きに繰り返し言及していた。

確かに底無しの様相だった住宅市場は下げ渋りの動きを見せ始めた。注目されるのは、西部を中心とした販売が回復していることだ。西部地域は住宅バブルによる価格上昇が激しかっただけに価格下落も大きく、差押え物件が増加、価格調整が他地域に先行した。一方、最近では FRB の住宅ローン担保証券の買い入れが住宅ローン金利を押し下げ、住宅一次取得者への政府支援が購入需要を刺激している。今後、他の地域でも価格調整に目処が付いたところから底打ち反転の広がり期待できよう。

こうした経済状況の安定の背景には、オバマ政権の様々な金融安定化策が効果を見せ始めていることも挙げられよう。5/7 にはストレステストの結果が発表された。ストレステスト自体への様々な問題点が指摘されているものの、金融安定化に向けた必要な取り組みの一つであり、市場も概ね好感を持った形である。併せて、金融安定化に向けた不良資産対策も始動、「官民投資プログラム」は 7 月までに実施される見込みである。

自動車問題については、クライスラーの破綻後、6 月月初に期限を迎える GM 問題の行方が注目を集めている。クライスラー破綻時に問題とされた債権者との不合意（とくに CDS）の問題については、GM でも同様であり、最近では、破綻を前提にした事後処理の報道が多くなっている。事後的な問題への懸念が薄れるのであれば、破綻を巡るショックは軽減されよう。

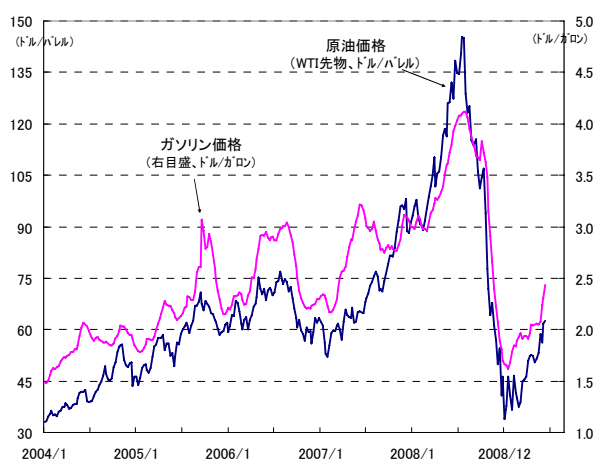
このように年初以来市場の重石となっていた金融問題、自動車問題等への懸念が薄れるのであれば、市場の動きはより景気の方角性への意識を強めたものとなろう。こうした状況を先取りする形で、原油価格が反転を見せ、金融市場では、株式・長期国債金利とも上昇の動きを見せつつある（図表 3・4）。

一方、未だに底が見えないのが雇用である。4 月雇用者減は前月比 53.9 万人と 6 ヶ月連続で 50

万人減を超えた。前月の 69.9 万人減より縮小したものの、単月で 50 万人を超える雇用減は今回リセッションを除くと 34 年振りであり、2 ヶ月以上連続での記録は戦後初めてである。失業率の上昇も急速だ。昨年 9 月金融危機時に 6.2% だった失業率は、4 月に 8.9% と上昇、83 年 9 月以来の高水準となった。

雇用の減少は、所得減を通じて個人消費を抑制するとともに、失職不安を高め消費者マインドを損ねる。FOMC 議事録でも景気回復の兆しに個人消費を上げながら、雇用減の影響とこれまでの資産価格下落の影響を受けるため、消費の回復は緩やかな伸びに抑制されとしていた。雇用所得の減少が進めば、4 月開始の政府の景気対策の柱である所得減税効果を減殺しよう。家計のバランスシート調整も漸く始まったばかりである。「回復への兆し」が見えたとしても、景気は、まだマイナスが縮小する過程にあり、楽観できる状況にはない。

(図表2) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) エネルギー省、他

(図表3) 米国株式市場の推移(週別)



## 2、実体経済の状況 ～経済指標に下げ渋り・反転の動き

前述のように、景気の後退が続く中、最近発表された経済指標には、持ち直しの動きを見せるものが出ている。多くは、これまでの下げ過ぎを是正する形であるものの、今後の景気回復の可能性を示唆するものも散見される。以下では、FRBが「回復の兆し」と指摘していた消費関連と住宅関連の指標を取り上げた。

### (1)個人消費関連指標の動向

1-3 月期 GDP における個人消費は前期比年率 2.2% と上昇した。しかし、4-6 月期に入ってから個人消費関連指標の動きは総じて芳しくない。僅かに最近発表された消費者マインドの改善が今後の消費持ち直しを期待させる状況と言えよう。

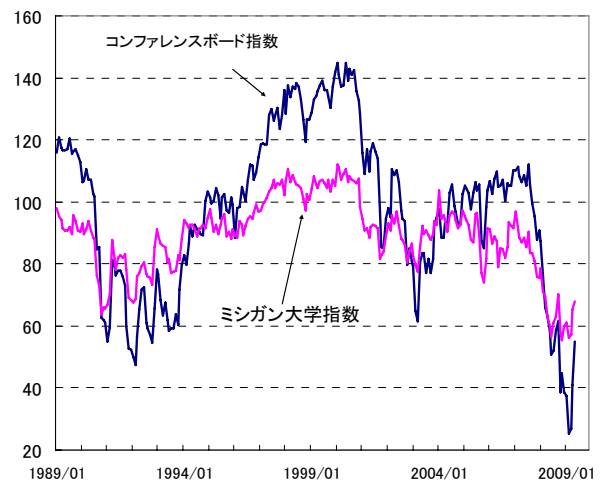
## ●コンファレンスボード消費者信頼感指数は、期待指数の上昇で急回復

5/26 発表の5月コンファレンスボード消費者信頼感指数は54.9(4月40.8)と、市場予想42.6を大きく上回り、4月から14.1ポイントの急上昇を見せた。4月も3月26.9からの大幅な上昇を見せており、連月の急上昇で数値を倍増させた。なお、ボトムとなった2月(25.3)は、1967年の統計開始以来の過去最低値だった。

内訳を見ると、2月ボトム時に27.3だった期待指数は5月72.3と2.6倍に上昇したが、現況指数は3月ボトム時21.9から5月28.9と1.3倍に上昇したに過ぎない。今回の一連の上昇は、期待指数が先行して急上昇し、指数全体を押し上げた形である。コンファレンスボードでは、「消費者の当面の先行きについての悲観的な見方は相当薄れた。消費者の懸念に関する限り、最悪期は通り過ぎた」とコメントしている。

また、5月ミシガン大学消費者マインド(速報値)は67.9(前月65.1)と上昇、市場予想(67.0)を上回った。ここでも期待指数の上昇(前月63.1→69.0)が大きい一方、現況指数は低下(68.3→66.2)し、両指数の水準が逆転した。コンファレンスボード指数同様、現下の失業者増等の重圧が続く中、先行きについての見通しが改善している(図表4)。

(図表4) 消費者信頼感指数の推移



(資料)コンファレンスボード、ミシガン大学

## ●4月小売売上高は、前月比▲0.4%と連月のマイナス

4月小売売上高は、前月比▲0.4%(3月同▲1.3%)と、2ヵ月連続のマイナスとなり、市場予想の前月比横ばいを大きく下回った。前年同月比では▲10.1%と昨年12月(同▲10.6%と1968年の統計開始以来最大の下落)の大幅マイナスに再接近している(図表5)。

自動車を除いた小売売上高では前月比▲0.5%(前年同月比▲7.7%)、自動車とガソリン販売を除いた小売売上高では同▲0.3%(同▲3.1%)となった。

項目別では、自動車販売が前月比0.2%(3月同▲2.0%)とプラスに転じたが、ガソリン販売は同▲2.3%(同▲3.2%)と連月のマイナスとなった。そのほか、電気機器が同▲2.8%(同▲7.8%)と減少が大きく、食料品店が同▲1.0%(同0.2%)、衣料品等が同▲0.5%(同▲2.9%)、家具等が同▲0.5%(同▲2.3%)とそれぞれマイナスとなった。半面、前月比で増加したものは、ヘルスケアの同0.4%(同0.6%)、趣味・スポーツ同0.3%(同▲0.8%)、建築資材同0.3%(同▲0.8%)等に留まった。

なお、項目別の前年同月比では、ガソリン(同▲36.4%)、自動車販売(同▲20.7%)、家具等(同▲14.2%)、電気機器(同▲12.0%)等の落ち込みが大きく、逆に、前年同月比でプラスとなったのは、ヘルスケア等(同4.0%)、飲食店(同1.4%)等に限られ、増加率も低い。

同統計は、雇用統計の悪化幅縮小や消費者マインドの持ち直し等で景気後退の緩和気運が強まっていた市場に、連月で冷や水を浴びせた形となった。

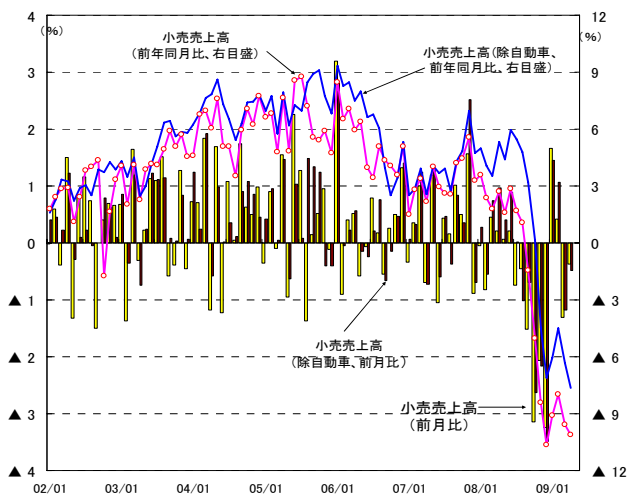
## ● 4月自動車販売は、前月比で減少、年率1000万台割れが持続

4月自動車販売を台数ベースで見ると、932万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同986万台）から▲5.5%の減少となった。市場予想の年率980万台を下回り、前年比では▲35.8%の大幅減少となり、82年以来26年ぶりの年率1000万台を下回る推移が4ヵ月続いている。もっとも、最近のボトムである2月の同912万台は上回っており、底這いの状況が続いている。

車種別では、乗用車が同481万台（前年同月比▲35.5%）、軽トラックが同451万台（同▲36.2%）、国産・輸入別では、国産車が678万台（同▲35.9%）、輸入車が253万台（同▲35.8%）とほぼ同様の減少となり、輸入車の販売シェアは27.2%となった（図表6）。

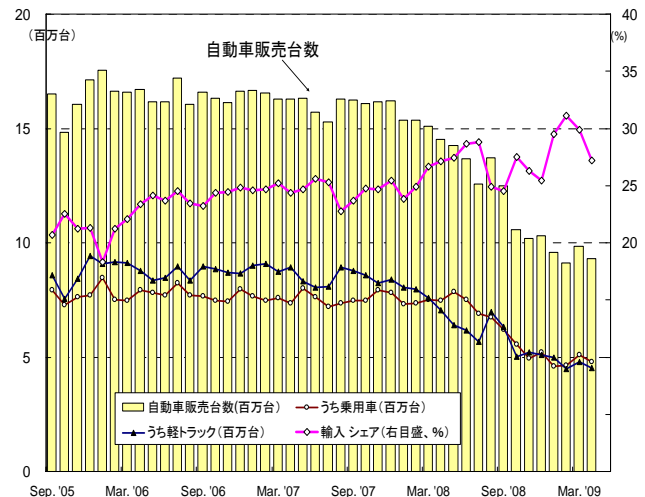
メーカー別では、クライスラーが前年同月比▲48.1%、米国トヨタが同▲41.9%、と減少が目立ったほか、GMが同▲33.2%、フォードが同▲31.5%、米ホンダが同▲25.3%と続いた。なお、自動車購入者が失職した場合に、自動車返却によりそれ以降のローン支払いを停止するオプションを付けた現代自動車では同▲13.6%と減少が小さく、また、GMでは、新車購入後2年以内に失業した場合、毎月の返済額から最大500ドルを最長9ヵ月間免除、フォードでは最長1年間毎月700ドルを減免する等の販売促進策を発表（3/31）していた。

（図表5）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表6）月間自動車販売台数の推移



（資料）オートデータ社、季節調整済み年率

## ● 3月個人消費は、統計開始以来初めての4ヵ月連続の前年同月比マイナスに

3月の個人所得は前月比▲0.3%（2月▲0.2%）となった。雇用減による賃金所得の低下（前月比▲0.5%）と、金利、配当低下による利息、配当収入の減少（それぞれ前月比▲0.6%、同▲1.8%）の影響が大きかった。ただし、税支払額は前月比▲2.5%（2月▲1.9%）と昨年9月以来7ヵ月連続で減少しており、可処分所得は同0%と横ばい（2月も同0%）に留まった。一方、個人消費は前月比▲0.2%（2月0.4%）と3ヵ月ぶりにマイナスに転じた。内訳では、耐久財が同▲0.7%、非耐久財が同▲0.8%と減少した。

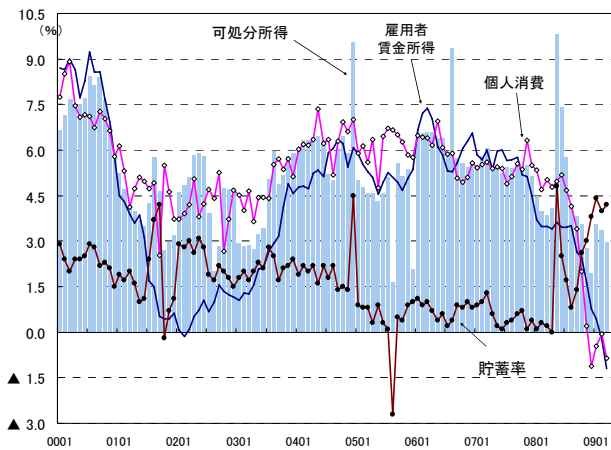
前年同月比では、賃金所得が同▲1.2%（2月▲0.2%）と2月以降7年ぶりのマイナスが続いたが、個人所得全体では同0.3%（2月1.0%）とプラスを維持した。可処分所得は同3.0%（2月



3.4%)と個人所得を上回る伸びを維持したが、個人消費は同▲0.9%(2月▲0.1%)と4ヵ月連続でマイナスに落ち込んだ(図表7)。

個人消費が前年同月比でマイナスとなるのは、今回リセッションを除くと1959年の統計開始以来はじめてのこととなる。個人消費を耐久財、非耐久財、サービス支出に分けて前年比の伸び率を見ると、変動の激しい耐久財で二桁のマイナスが続いているのに加え、1961年4月(同▲0.1%)を除くとマイナスとなったことがなかった非耐久財が、3月は同▲5.5%となるなど5ヵ月連続でマイナスを続けていることが大きい(図表8)。

(図表7)個人所得・消費の推移(前年同月比、%)

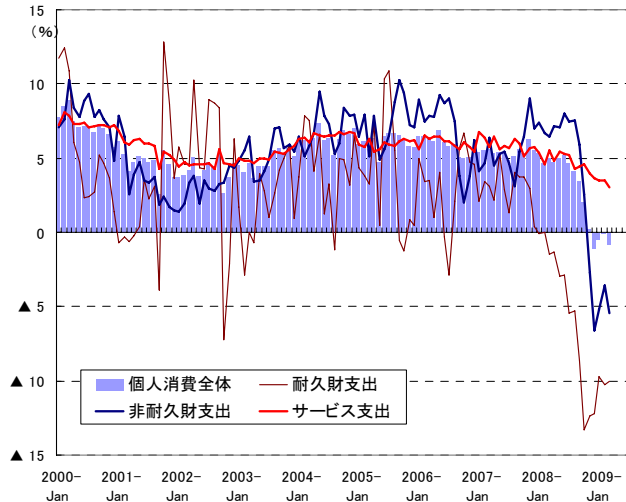


(資料) 米国商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

また、賃金所得について、業種別に3月の前年同月比の動きを見ると、雇用減の影響を受け、製造業の賃金所得伸び率が▲7.3%(2月同▲5.9%)と減少する一方、賃金所得全体の6割超を占める民間サービス業の伸び率も同▲1.0%(2月同▲0.04%)と7年ぶりのマイナスに落ち込んだ。これは、商業・運輸等の伸び率が5ヵ月連続でマイナスとなったことに加え、これまで比較的伸びが高かったヘルスケア等を含むその他サービス業の伸びもマイナスに低下(3月は同▲0.3%)したことによる(図表9)。

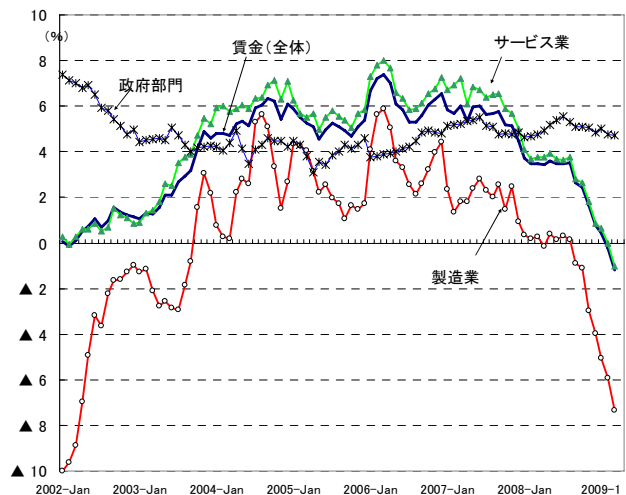
ただし、消費の伸びが所得を下回るため、可処分所得比の貯蓄率は4.2%と3ヵ月連続で4%台を維持、昨年5月(4.8%)以来の高水準となった。なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、前月比は3ヵ月連続で0.2%、前年同月比では2ヵ月連続で1.8%とFRBの好ましいとしたレンジ上限の2.0%を下回っている。

(図表8)個人消費内訳の伸び率(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

(図表9)業種別賃金所得の伸び率(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省

## (2) 住宅市場の動向

### ● 4月新規住宅着工は、前月比12.8%減に

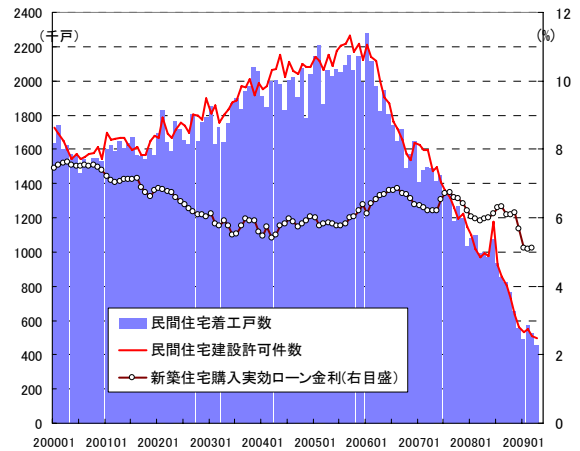
4月新規住宅着工戸数は、年率45.8万戸と前月比▲12.8%（3月は同52.5万戸）となり、市場予想（同52.0万戸）を下回り、1959年の統計開始以来の最低値を更新した。同戸数は、1月まで7ヵ月連続の減少を見せた後、2月に増加、再び連月の減少となった。こうした動きは、変動の大きい集合住宅の増減（1月年率11.8万戸→2月同20.4万戸→4月同7.8万戸）によるところが大きく、太宗を占める一戸建て住宅は、2月までにボトムをつけ増加に転じている。

一方、先行指標となる4月住宅着工許可件数も、年率49.4万戸（前月比▲3.3%）と連月の減少、こちらも統計開始以来の最低値を更新した。なお、一戸建て住宅は、1月をボトム（年率34.2万戸）にその後はこれを上回って推移している。

地域別では、南部を除いた各地域では底打ちの動きを見せているものの、ほぼ過半を占め構成比の大きい南部の減少が止まらないことが、全体の数値を押し下げている。

これまで、住宅着工は、販売不振と販売在庫負担を背景に悪化を続けてきた。販売不振の一因には信用収縮等の金利以外の理由で住宅ローンを借りにくい状況があったが、FRBの対策等から金融面での状況は相当改善されている。太宗を占める一戸建て住宅では現状近辺での底打ちを探る動きとなっており、今後、販売市場の回復を待って、増加に転じる可能性が窺える。

(図表10) 新規住宅着工の推移(月別)



(資料) 米国商務省

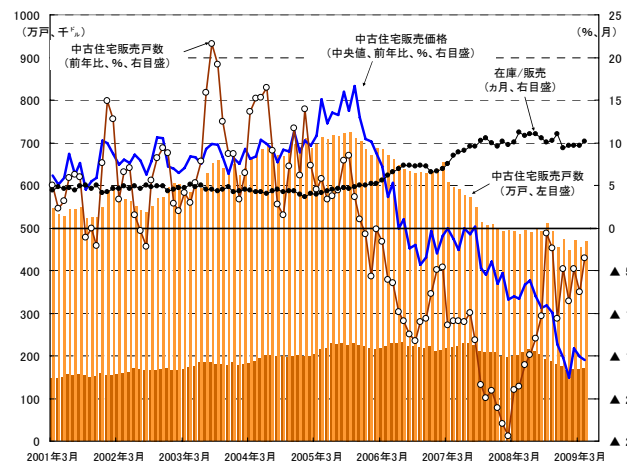
### ● 4月中古住宅販売は、前月比2.9%と2ヵ月ぶりの上昇

全米不動産協会(NAR)が発表した4月中古住宅販売戸数は年率468万戸となり、3月(同455万戸)から2.9%増加、市場予想(同466万戸)をやや上回った。前年比では▲3.5%の減少となるが、1月の現行ベースの統計開始以来の最低値(同449万戸)からは4.2%増となる。なお、3月一戸建て販売は年率418万戸(前月比2.5%、前年比▲2.8%)、集合住宅は同50万戸(前月比6.4%、前年比▲9.4%)だった。

一方、4月の中古住宅販売価格(中央値)は17.02万ドル(前年比▲15.4%)、前月比では0.2%と僅かながら3ヵ月連続の上昇となった。ピークの23.02万ドル(2006年7月)からは▲26.1%の下落となる。

前年比で地域別の動きを見ると、販売状況では、西部が19.4%と急速な増加を見せたが、それ

(図表11) 中古住宅販売の推移



(資料) NAR

以外の地域ではいずれも前年比▲10%前後での減少を続けた。半面、販売価格の前年比では、西部が▲21.8%と下落が大きい一方、それ以外の地域では前年比▲9.6~12.8%の下落幅に留まる。差押え物件等の多い西部の価格下落が大きく、割安な物件を中心に販売が急増した構図が窺える。

また、在庫は396.8万戸（3月364.8万戸）と2ヵ月ぶりの増加、在庫水準は昨年11月以来の高水準となった。月間販売比でみた月数では10.2ヵ月分と昨年11月（同11.0ヵ月）以来の高水準となり、住宅ブーム時の2005年（平均同4.5ヵ月分）の倍を超える水準にある。

発表元のNARでは、「4月は低価格物件が中心で、高額物件は不振が続いている。差押え物件増は下半期も持続し、特に、カリフォルニア・ネバダ・フロリダでの割安物件に引き合いが多い。4月の住宅シーズン入りによる借り換え物件増により、全体の取引に占める住宅一次取得者の割合は40%に低下した。買い手の数は前年比14%とみられ、下半期の住宅販売は前年比10~20%増と予想している。また、在庫増はシーズン入りによる売り物件の増加によるもの」と説明している。

なお、フレディマックによると住宅ローン金利は3月5.0%から4月は4.81%（30年物、固定金利）に低下、1971年の統計開始以来の最低となった。一次取得者への優遇税制、住宅ローン金利の低下等、住宅投資を取り巻く環境改善を背景に、価格調整が先行した地域から、販売回復の動きが期待できる状況となっている。

### ● 3月ケース・シラー20都市住宅価格指数は、前年比▲18.7%と横ばい

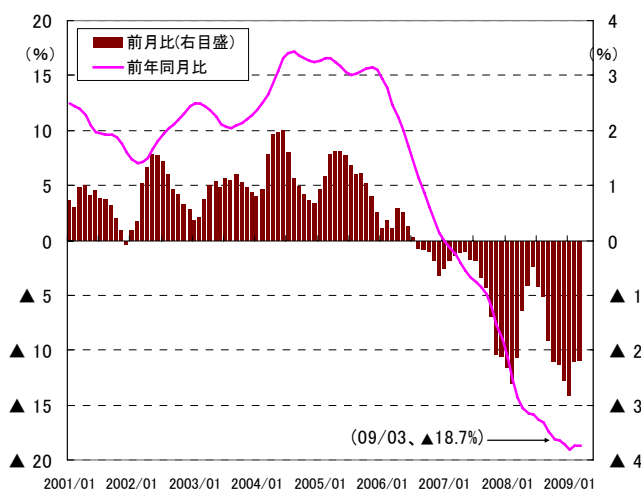
S&P社が5/26に発表した3月ケース・シラー20都市住宅価格指数は、前月比▲2.2%

（2月同率）、前年比では▲18.7%（2月も同率）となり、市場予想の下落幅（同▲18.3%）を上回った。また10都市指数は、前月比▲2.1%（2月も同率）、前年比▲18.6%（2月は同▲18.9%）の下落となった。両指数とも前年比では、1月が公表開始（20都市指数は2000年、10都市指数は1987年）以来の最大の下落率（其々、19.0%、19.4%）となっている。なお、2006年央の住宅価格ピーク時からの下落率は、20都市指数が▲32.2%、10都市指数が▲33.1%だった。

20都市指数は、前月比では2006年8月以降、前年比では2007年初以降マイナスを続けており、特に前年比では、本年1月まで毎月マイナス幅を拡大していた。また、前月比の下落率も、1月まで7ヵ月連続で拡大、特に昨年9月金融危機後の下落速度の加速が急だったが、2・3月と下落スピードを減速している。

都市別では、全20都市で前月比、前年比ともマイナスを記録したが、都市毎の下落率の差異は大きい。前年比で最大の下落となったのはフェニックス（同▲36.0%）で、以下ラスベガス（同▲31.2%）、サンフランシスコ（同▲30.1%）、マイアミ（同▲28.7%）、デトロイト（同▲25.7%）と続く。半面、小幅なのは、デンバー（同▲5.5%）、ダラス（同▲5.6%）等で、ボストン（同▲8.0%）、

（図表12） ケース・シラー20都市住宅価格指数の推移



（資料） S&P 社



クリーブランド（同▲9.0%）等の下落率も一桁に留まる。全般的に、住宅ブーム時に上昇率の高かった西部地域の都市の下落率が大きい傾向がみられる。また、ピークとの比較でもっとも下落率が大きいのはフェニックス（▲53.0%）で、もっとも小さいのはダラス（▲11.1%）だった。

### 3、金融安定化への政策対応急ぐオバマ政権

#### ～ストレステストの結果を発表、不良資産対策は7月までに実施へ

##### （金融安定化策）

オバマ大統領就任から4ヵ月が経過、大統領としての資質を試される就任後100日を過ぎ、政権への賛否両面の議論が高まっている。景気後退下、米経済は予断を許さない状況が続いているが、景気対策法や不良資産対策等の金融安定化策が次々と実施されるなかで、景気や信用面への不安が緩和されつつある。これらの政策の実効性には不透明感がつきまとうものの、懸念された問題も徐々に解決方向へと向かいつつあるようだ。そうした中、今月は、資本注入の必要性を探る前提として実施していたストレステスト（不良資産の査定を伴う健全性審査）の結果が公表された。

（オバマ政権の金融安定化策等については、基礎研レポート5月号、検証「オバマノミクス」を参照下さい。）

#### （1）ストレステストの結果を公表

##### ①ストレステストとは

5月7日、FRBを始めとする銀行監督機関は、金融持ち株会社である大手19社の健全性審査（ストレステスト）の結果を公表した。FRBでは、OCC（通貨監督局）、FDIC（連邦預金保険局）と合同で、150人以上のスタッフにより前例のない規模で厳密な検証を行ったとしている。この特別検査は、バブル破綻後に日本で行われたものとは大きく異なる。日本のケースでは厳格な資産査定による不良資産の分類を実施、資本不足行に公的資本注入を行ったが、今回のストレステストでは、経済が下振れすることを想定、昨年末の資産をもとに今後2年間の損失発生額を推定、2年後に十分な資本を有しているかを検証した。ローンを中心とした日本の金融機関と異なり、米国では証券化商品からの損失が問題視されていることもこうした手法の背景となっている。なお、対象となった大手19社は、銀行システム全体の2/3の資産、ローンでは1/2以上を占める。

##### ②ストレステストの結果

公表結果では、経済の「下振れ」時の来年末までの損失総計を全19社で6000億ドル弱と見積もった。ここから今後2年間の収益等を差し引いて算出した資本不足額に今年に入ってから資本調達等を加えると10社で計746億ドルの資本不足が生じる。なお、資本余力の充足基準としては「6-4基準」（中核的資本であるTier1で6%、そのうち普通株式が4%）を用い、「ほとんど全ての金融機関でTier1資本は仮定された経済の悪化時の損失を吸収できるものであったが、19社のうち10社でTier1資本のうち普通株式資本（4%と設定）の不足が生じる」とした。

(図表 13) ストレステストの結果概要(単位: 億ドル)

(億ドル)	算出時点・期間	必要自己資本額が大きい4社				追加自己資本額が不要な会社		19社計
		バンク・オブ・アメリカ	ウェルズ・ファーゴ	GMAC	シティ・グループ	JPモルガン	ゴールドマン・サックス	
中核自己資本比率 (Tier1、%)	2008年末	10.6	8.0	10.1	11.9	10.2	12.6	10.7%
中核自己資本比率 (普通株ベース、%)	2008年末	4.6	3.1	6.4	2.3	6.5	7.7	5.3%
リスク資産	2008年末	16,338	10,823	1,727	9,962	13,375	4,448	78,148
推定損失額	2009～2010年	1,366	861	92	1,047	974	178	5,992
営業収益等の損失吸収額	2009～2010年	745	600	▲ 5	490	724	185	3,629
不足の自己資本額	2008年末資産を基に算出	465	173	67	926	0	0	1,850
2009年1Qの充足額	2009年3月末	127	36	▲ 48	871	25	70	1,104
今後必要な自己資本額	2010年末	339	137	115	55	0	0	746

(資料) FRB

最大の資本不足はバンカメで、不足額が 339 億ドルと突出、ウェルズ・ファーゴ、GMAC、シティと続く。資本不足の各社は、1 ヶ月以内に資本調達計画を策定し、6 ヶ月以内にその計画を実施しなくてはならない。ただし、査定結果が 4 月 24 日に各社に通知されていたため、今回の結果公表後、各社では相次ぎ資本増強に着手した。一方、資本が十分とされた金融機関の動きも活発だ。ゴールドマンサックスでは既に株式等で調達の上、公的資金の早期返済の意向を示しており、追従の動きも出ている。

### ③ ストレステストの背景と意義

もともと今回のストレステストは、2/10 にガイトナー財務長官が発表した包括的金融安定化策のうちの資本注入策 (CAP) に関連して行われたものであり、すでに 1000 億ドル余と残額の少なくなった TARP (不良資産救済プログラム) 枠をどうするかを検証する意味合いを持っていた。結果としての 746 億ドルの不足額は、この範囲内に収まるもので、政府は、当面、議会の反対の強い資金枠増加の要請を避け得た。

なお、金融危機以降の市場では、住宅価格下落が加速する中で、今後、金融機関の損失がどこまで拡大するのか計りかねた状況にあり、今年に入ってから、金融機関の損失処理と自動車問題が市場の重荷となっていた。今回、景気下振れ想定の中での損失額が、特別検査によって示されたことは、その多寡にかかわらず意味を持つと言えよう。

(注：ストレステストを巡る問題点については、巻末の《参考》を参照ください。)

## (2) 不良資産対策も始動

### ● 不良資産買取りプログラムは 7 月までに実施～TALF も拡充へ

ガイトナー財務長官は、5/20 上院銀行委員会で金融安定法の運用状況について証言、不良資産買取りプログラムについて、現在 FRB、FDIC と協議中であり、7 月初めまでに開始するとした。これは、財務省の官民投資プログラム (PPIP) の採用によるもので、TARP からの 750～1000 億ド

ルと民間資本に政府機関の貸出しを含めて5000億ドルの不良資産（“Legacy Asset”と呼称）を買い取り、その後、1兆ドルまで拡大する。なお、TARPの残高は、今後返済予定の250億ドルを入れて1240億ドルと説明した（3月下旬には1350億ドル）。

同長官は、FRBとともに実施しているTALF（ターム物資産担保証券貸付制度）につき、拡充することを表明した。これに関連して、5/19にはFRBが買取り対象証券に商業不動産担保証券（CMBS）を加えると発表している。また、「金融システムが落ち着き始めている」として、同法の運用成果を主張した。

一方、ストレステストについては、銀行部門への市場の信頼を高めたと評価し、金融市場の回復には時間がかかるとする一方、今後に向けて、市場や経済の健全性を計る基準を模索しているとの説明を行った。

（参考：ガイトナー財務長官は、2/10に新たな包括的金融安定化策を発表、主な内容は、①新規資本注入、②官民投資ファンドを組成、最大1兆ドルの不良資産を購入、③貸し渋り対策としてFRBの信用収縮緩和策を拡大、④住宅ローンの返済負担を軽減、というものだった。その後、不良資産対策として「官民投資プログラム」による不良資産の買取りを発表した。これにより、オバマ政権の金融安定化策としての4点セットが出揃ったこととなる。なお「官民投資プログラム」の詳細は4/17「エコノミストレター」を参照ください。）

（図表14）包括的金融対策の概要

<p><b>1.資本注入策</b>          ①包括的な資産査定を行い、必要な金融機関向けに新たに資本注入する。→資産1000億ドル以上の金融持ち株会社19社を対象にストレステストを実施。10社に資本増強を求める。          ②追加の資本注入には、貸出し増加の条件を付す。          ③早期に民間資金に置き換えるよう促す。          ④TARPの残枠は1240億ドル(250億ドルの返済を含む、5/20現在)。</p>
<p><b>2.不良資産買取り（詳細はエコノミストレター4/17号参照）</b>          ①不良資産をローンと証券に分け、財務省と民間投資家の折半で投資（PIFs）する。          ②ローンはFDIC（連邦預金保険公社）が、証券は財務省が、それぞれ投資額の6倍、同額までの資金提供を行い、買取り後の資産処理は民間主体で行う。          ③財務省の資金は最大1000億ドル、不良資産買取り規模は、最大1兆ドル。</p>
<p><b>3.貸し渋り対策</b>          ①FRBと協力、個人・企業向け融資を最大1兆円に拡大。          ②資産担保付証券を有する投資家向けの融資を中小企業、学生ローン、自動車ローンに拡大。          ③3/3、財務省とFRBは家計、企業への融資を拡大するため、TALF（ターム物資産担保証券（ABS）ローン制度）を導入、3/25より運用開始。5/19商業用不動産担保証券も対象に。</p>
<p><b>4.住宅ローン対策</b>          ①住宅価格下落で借り換え困難な公社借り手（4-500万人）を対象に、低利ローンへの借り換えを可能にする仕組みを導入。          ②合計750億ドルの公的資金を活用し、300-400万人に昇る危機に瀕した住宅所有者のリファイナンスを図る。          ③公社負担増に配慮し、フレディマック・ファニーメイへの公的資金注入枠を倍増し、各社それぞれ2000億ドルとする。</p>

（出所）財務省、FRB等の発表をベースに作成

### （3）FRBの金融政策の動向

#### ●4月FOMCでは「ゼロ金利」政策と現行量的緩和策の維持を決定

FRBは4月28・29日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）で、前回同様、“0～0.25%”としたFF目標金利水準を据え置くことを決定。また、声明文では前回（3月）同様「しばらくの間、例外的な低金利が維持されるだろう」とし、当面の金利据え置きを示唆した。

景気回復、金融市場安定化策として実施している政府機関債や国債の買取り等による量的緩和策についても、前回発表した金額・期間を維持するとした。ただ、買取り額の規模等については、今後の経済・金融情勢の変化に合わせ見直すとしている。今回のFOMCでは、前回までの景気・金融対策等について引き続き推進するとともに、そうした状況の効果等をウォッチしていく姿勢を示した。なお、最近の景気回復機運や財政赤字拡大を背景とした長期国債金利の上昇等から、一部には国債買入れ額拡大等の期待もあったが、今回の見送りにより同金利はさらに上昇した。

（4月FOMCの詳細については、5/1発行の「経済・金融フラッシュ」を参照ください。）

## ● 長期国債等買い入れ額増加は協議したものの、政策効果検証後に持ち越し

F R Bが 5/20 公表した上記の F O M Cの議事録によると、「FRB の巨額の証券購入は、物価安定化の景気回復に貢献しており、声明文に記載の通りの限度額での購入を持続することで合意した。何人かの委員は、購入額の増額は景気刺激を加速するために正当化されうると主張したが、資産購入の大きさやタイミングの調整は、結局、これまでの政策の継続と効果の検証後とすることで全ての委員が合意した」としている。金利調整が既に下限に達している中、長期金利が上昇していることから、長期国債買い入れ等の量的緩和策が一層拡大されるのかが注目されていたが、見送り決定の中で今後の状況によっては増額もあり得ることが判明している。

## ● FRB は経済予測を下方修正～長期見通しは不変

また、上記の F O M Cの議事録では、3月 F O M C 以降、景気の下降スピードが和らいだとしながらも、最近の状況について「金融市場の状況は全般的に改善し、水準は低いものの家計・企業ともマインドの改善が見られる。経済が安定化に向かう兆候として、個人消費、住宅、製造業受注等が上げられ、半面、在庫の減少は下期の生産に繋がろう。ただし、設備投資後退が続き、世界経済の悪化は輸出を抑制する」と判断していた。今後については、財政支援と株価の持ち直しで緩やかながら回復が期待されるが、消費の回復は雇用の減少や家計資産の減少による影響で抑制されたものとなる。

このため、4月 F O M C 時に提示された経済見通しでは、2009年の成長率が、再下方修正され、2010年、2011年についても下方修正が行われている。半面、失業率は向こう3年間上方修正され、今年10-12月期は9.2%～9.6%と大幅な上方修正が行われた。また、個人消費価格指数等は2009年のコア指数がやや上方シフトしたのを除けば、全般、微修正に留まっている。(図表15)。

なお、前回より加えられた長期見通しは据え置かれた。“長期見通し”とは「FRBの使命である雇用の極大化と物価の安定を達成する上で最も適切な金融政策の運営が行われ、経済的な異変も無い状況の下で、収斂が期待される予測値」としている。FRBでは「これらの予測値中のインフレ予測に関しては、FRBの使命達成に向けたレートとして解釈可能かもしれない」としているため、個人消費価格指数のうち前年同期比1.7%～2.0%とされた長期見通しは今後のインフレ目標導入時の目安となり得ることを示唆している。

(図表 15) FRBの新経済見通し(中央レンジ、%)

	2009	2010	2011	長期見通し
実質GDP	▲2.0 to ▲1.3	2.0 to 3.0	3.5 to 4.8	2.5 to 2.7
09/01見通し	▲1.3 to ▲0.5	2.5 to 3.3	3.8 to 5.0	2.5 to 2.7
08/10見通し	▲0.2 to 1.1	2.3 to 3.2	2.8 to 3.6	-
08/06見通し	2.0 to 2.8	2.5 to 3.0	-	-
失業率	9.2 to 9.6	9.0 to 9.5	7.7 to 8.5	4.8 to 5.0
09/01見通し	8.5 to 8.8	8.0 to 8.3	6.7 to 7.5	4.8 to 5.0
08/10見通し	7.1 to 7.6	6.5 to 7.3	5.5 to 7.6	-
08/06見通し	5.3 to 5.8	5.0 to 5.6	-	-
個人消費価格指数	0.6 to 0.9	1.0 to 1.6	1.0 to 1.9	1.7 to 2.0
09/01見通し	0.3 to 1.0	1.0 to 1.5	0.9 to 1.7	1.7 to 2.0
08/10見通し	1.3 to 2.0	1.4 to 2.8	1.4 to 1.7	-
08/06見通し	2.0 to 2.3	1.8 to 2.0	-	-
コア個人消費価格指数	1.0 to 1.5	0.7 to 1.3	0.8 to 1.6	-
09/01見通し	0.9 to 1.1	0.8 to 1.5	0.7 to 1.5	-
08/10見通し	1.5 to 2.0	1.3 to 1.8	1.3 to 1.7	-
08/06見通し	2.0 to 2.2	1.8 to 2.0	-	-

(資料) FRB、失業率は各年第4四半期、その他は各年第4四半期の前年比。中央レンジは最高・最低値の各3予測を除いたもの。

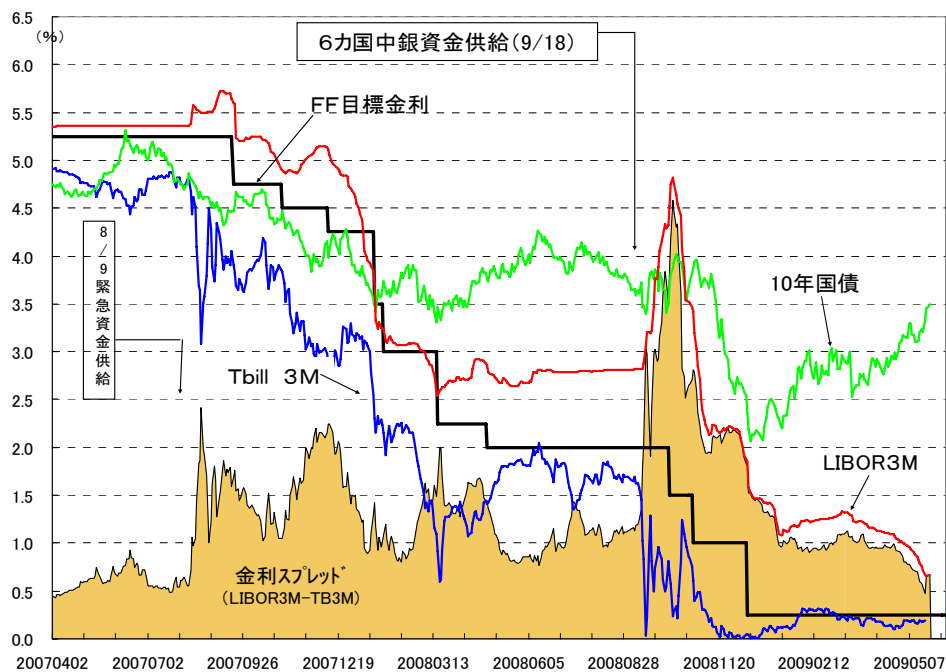


## ●米長期金利が、財政赤字拡大と経済の安定化の進展で上昇

最近の市場金利の動きを見ると、短期金利の代表であるT Bill 3ヵ月物金利が低位で推移している一方、長期国債金利の上昇が急である。背景には、昨年後半に見られた他の資産からの長期国債への逃避先需要が低下する中、FRBの長期国債買取り等の措置に不安を感じた投資家の長期債から短期債への移行が伝えられている（最大の米国債投資家である中国では2月にT Billを56億ドル購入の一方で中長期債9.64億ドルを売却したとされる）。また、最近では景気回復がそれほど遠くないとの見方が浮上する一方、米政府の財政赤字見通しが予想以上に膨れていることも懸念材料となっている。長期金利の上昇は、FRBの住宅ローン債券購入で低下している住宅ローン金利にも影響を与えるため、今後の、金融政策への影響が大きく、その動向が注目される。

なお、短期金利については、ガイトナー財務長官が議会証言の中で、金融システム正常化の兆候として、インターバンクレートのプレミアムの低下を挙げていた。確かに下記の金利スプレッド（=LIBOR-Tbill）で見ると、一時0.47%（5/21）と縮小するなど、パリバ・ショックに始まる一連の信用危機以前との比較でもあまり遜色のないところまで改善を見せている。

（図表 16） 米国長短期金利の推移（日別）





## 《参考》

### ● ストレストテストを巡る問題点

ストレストテストでは、前記のように、2年後の資本不足を推計しているため、その作業には多くの仮定を前提としている。そのため、“恣意的な”動きがあったとして疑問が投げかけられている点には十分留意しておく必要がある。

第一に、2月時点に想定した経済の下振れシナリオ(実質GDPで2009年マイナス3.3%、2010年0.5%等)は、その後の実体経済の急速な悪化で「下振れ」を想定したとは言いがたい。当初のマクロ指標の想定については、2月時点の市場予想を参考に標準シナリオを決定、それを下回る下振れシナリオを想定した。しかし、その後の実体経済の急速な悪化により、5月ブルーチップ誌の2009年の実質GDP予想は▲2.8%と下振れシナリオに急接近、失業率のブルーチップ誌予想は9.1%と下振れシナリオ(2009年の平均失業率で8.9%)を上回っている。ただし、これは、見通しの甘さであって、「下振れ」シナリオ想定下の損失見積もり額の信頼性にかかわるものではない。

(図表 17) マクロ経済シナリオ

	2009年	2010年
<b>実質GDP</b>		
標準シナリオ	▲ 2.1	2.1
下振れシナリオ	▲ 3.3	0.5
<b>失業率</b>		
標準シナリオ	8.4	8.8
下振れシナリオ	8.9	10.3
<b>住宅価格</b>		
標準シナリオ	▲ 14.0	▲ 4.0
下振れシナリオ	▲ 22.0	▲ 7.0

注：失業率は年平均、住宅価格はケースシラ-10都市指数の第4四半期の前年比。

第二は、リスク資産に対する損失比率の問題であるが、FRBでは、これまでの銀行決算の経験値による分析に、計量モデルによるローンパフォーマンスの推計を行ったとしている。損失に影響する個々の貸付先の相違に加え、産業毎の損失比率を考慮、さらに金融機関に詳細なデータの提出を求め、過去のパフォーマンスや貸付先の状況、地域的な状況等を考慮した。

この点、損失額の算出時に今後の収益を過大に見積もったとの疑念が指摘されている。金融機関サイドでは引当金の減額・トレーディング益等で1-3月期の収益増をはかり、それを背景に今後の収益を上乗せ、資本不足を圧縮したとの報道もある。

また、バーナンキ議長は、損失推計にあたって、対象資産からのキャッシュフローを用いて資産評価を行ったため、市場価格や清算価格を用いた推計とは異なることを明らかにし、どんなに注意深く行っても、こうした損失の推計には不確実性が伴うことを知るべきと釘を刺していた。

(図表 18) 資産毎の損失比率(2年間累計、%)

	標準シナリオ	下振れシナリオ
<b>第一順位抵当権貸付</b>	5-6	7-8.5
プライム	1.2-2.5	3-4
Alt-A	7.5-9.5	9.5-13
サブプライム	15-20	21-28
<b>第一順位以外の抵当貸付</b>	9-12	12-16
<b>商業ローン</b>	3-4	5-8
<b>商業用不動産ローン</b>	5-7.5	9-12
建設会社向け	8-12	15-18
集合住宅	3.5-6.5	10-11
非住宅	4-5	7-9
<b>クレジットカード</b>	12-17	18-20
<b>消費者信用</b>	4-6	8-12
<b>その他ローン</b>	2-4	4-10

(資料) FRB

第三は、19社の資本金格差の明示により、資本不足とされた金融機関への市場の目が厳しくなることだ。CDS 保証料や市場調達金利等の格差拡大など、「公的格付け」の意味合いは小さくない。半面、資本が十分とされた金融機関では、ゴールドマンサックスのように公的資金の早期返済に追随の意向を示すところもあり、こうした動きが広がる可能性もある。しかし、貸出し余力を回復する前の無理な公的資金の返済では、貸し渋り状況は改善できない。また、「普通株」発行ラッシュは、すでに株式価値の希薄化や調達額自体が市場の負担となりつつある。

第四は、資本不足の解消に重点が置かれ、不良資産の圧縮促進策とはならない可能性がある。不良資産売却には損失拡大がつきまとう。この点、バーナンキ議長が、損失推計にあたってキャッシュフローを用いた資産評価を行い、市場価格や清算価格を用いなかったとした点も気掛かりである。日本の例を見ても、不良資産売却が先送りされれば、問題の長期化が進もう。

こうした問題点を踏まえてストレステストの結果を振り返ると、「下振れ」シナリオで“前例のない陣容”で検証した結果である5992億ドルの損失については、下振れシナリオの「標準シナリオ化」により、一層、「現実味」を帯びた数値に近づいたと言えそうだ。しかし、2010年までの営業収益等による損失吸収見込み額3629億ドルについては今後下方にブレないかを検証していく必要がある。そして、これら両者の想定値の上に計算された746億ドルの自己資本不足額は、今後の実績トレースの中でかなりのブレを想定しておく必要がある。

特に、この746億ドルは、今回、新たに普通株ベースのTier 1を4%とする基準を元に算出された数値である。いうまでもなく、どのような基準を取るかによって、資本不足額は大きく左右される。バーナンキ議長は「普通株重視の考え方は、これまでも市場にあり、銀行持ち株会社規則でもTier 1の支配的割合（dominant portion）を占めるよう求められている」と説明しているが、そうであるならば基準値の過半（2%以上）であればよいとの解釈もできる（実際、昨年末の決算時のウェルズ・ファーゴは3.1%、シティは2.3%に過ぎない）。さらに、「この“6-4基準”は新たな標準規制となるわけではない」とし、今のところ「今回だけの」ルールであるとしている。しかし、現に大手19社で適用された事実が、米国で活動する外国銀行に与えた影響は大きく、既に外銀の資本調達行動にも普通株重視の動きが出ている。

一方、普通株で4%という基準を採用した結果、資本不足額が746億ドルと金融安定法の資金残額の範囲にうまく収まったことも事実である。こちらの方は、収まりのよさから、普通株ベースのTier 1基準を“恣意的に”採用したとの見方が出てくるのも止むを得ないと言えよう。上記の第二の問題と並んで、ストレステストは、政府・金融機関の双方の妥協による出来レースとの見方が絶えない背景もこうした点にある。

しかし、ストレステストの持つ意味を一概に否定する必要もない。金融危機以降の市場では、住宅価格下落が加速する中で、今後、金融機関の損失がどこまで拡大するのか計りかねた状況にあり、今年に入ってから、金融機関の損失処理と自動車問題が市場の大きな重荷となってきた。そうした中で、今回、景気下振れ想定の中での損失額が、“過去に見られない規模の”特別検査の結果として具体的に示されたことは、それなりの意味を持つと言えよう。

もう一つの意味合いは、特定の金融機関を除けば、多くの金融機関は問題が少なく、“金融業界全体の不安”から特定行へと焦点が絞られたことであろう。今回の発表が個別行の中身に及んだことにより、今後、市場では、今回の結果を今後の経済情勢や銀行決算と見比べながらトレースすることが可能となる。

●IMFは、日米欧の金融機関の損失を約4兆ドル、必要追加資本は8750億ドルと推計

IMFは4/21、不良資産等による日米欧の金融機関の損失が2007年～2010年の合計で4兆540億ドルとの推計結果を発表した。これまでは米国で組成された資産の推計に留まっており、日米欧の三市場での推計は初めてのことである。このため、以前発表された米国について過去と比較すると、米国資産の損失は約2.7兆ドルと全体の過半を占め、1月時の2.2兆ドルから大幅に引き上げられた。

また、業態別に見た銀行の抱える損失は、2.8兆ドルにのぼり、このうち1/3が顕在化している。米銀に限るとこれまでの損失計上額5100億ドルに対し、向こう2年間の評価損発生額を5500億ドルと見込んでいる。これに対する米銀の追加資本見通しは、株式資本比率を金融危機前の4%を回復するためには約2750億ドル、90年代半ばの水準である同6%への回復とした場合は約5000億ドルが必要との試算である。もっとも、同様に欧州の銀行（ユーロ圏+英国）の場合はそれぞれ約6000億ドルと1.2兆ドルに昇ると試算しており、米銀の2倍以上の額と推計している。

(図表 19) IMFの金融機関の損失推計(2007-2010)

(10億ドル)	残高	損失見込額	残高比(%)
米国ローン	13,507	1,068	7.9
住宅ローン	5,117	431	8.4
商業不動産	1,913	187	9.8
消費者向け	1,914	272	14.2
企業貸付	1,895	98	5.2
自治体	2,669	80	3.0
米国証券	13,047	1,644	12.6
住宅ローン	6,940	990	14.3
商業不動産	640	223	34.8
消費者向け	677	96	14.2
企業貸付	4,790	335	7.0
米国合計	26,554	2,712	10.2
欧州合計	23,807	1,193	5.0
日本合計	7,358	149	2.0
総計	57,719	4,054	7.0
うちローン	40,835	2,087	5.1
うち証券	16,884	1,966	11.6

(資料) IMF(0904 発表の“GFSR”)

この点、バーナンキ議長は5/11の講演で、

「ストレステストでは必要とされる資本を相当保守的に見積もった」とし、他の機関との損失見通しの相違については、想定期間、損失推計、環境想定、対象金融機関、など主に4つの違いが挙げられるとした。また、損失推計にあたって、対象資産からのキャッシュフローを用いて資産評価を行ったため、他機関のように市場価格や清算価格を用いた推計とは異なることを明らかにした。また、IMFでも、様々な前提条件や、システム全体を対象にした損失推計と個別行の積上げの差によるところが大きいとしている。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。