

Weekly エコノミスト・ レター

米経済回復持続も波乱の金融市場 /懸念残る減税期限後の住宅市場

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

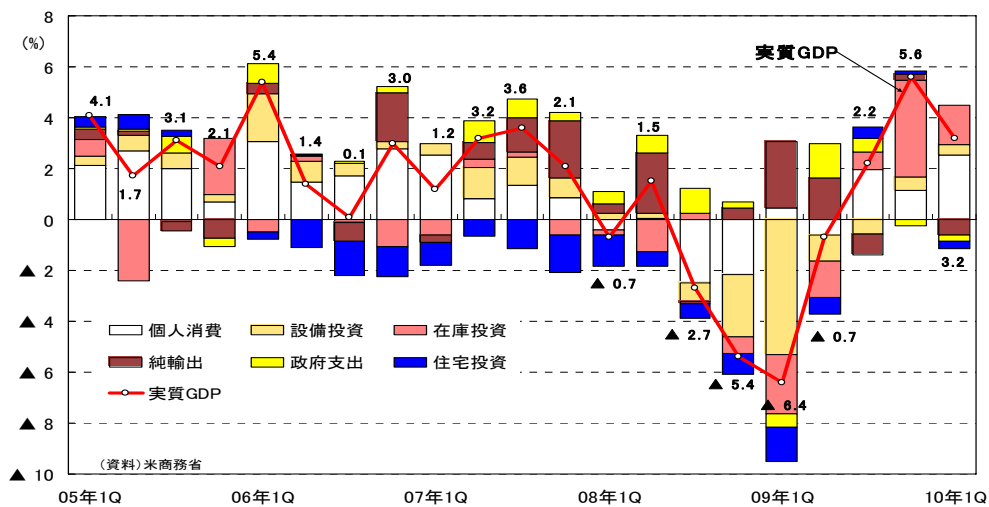
<米国経済・金融の概況>

- 5月に入ってから金融市場はギリシャの財政危機を発端にユーロが急落、リスク回避の動きを強め世界的に株式市場が急落、米国債金利が低下するなど、波乱の展開となった。輸出先の2割を占めるEU経済が冷え込めば、その影響は無視できるものではなく、ユーロ及びユーロ圏の動向が注目されよう。
- また、ユーロ圏を睨んだ米国の株価の落ち込みが進めば、住宅価格の下落と相乗して、立ち直りを見せつつある個人消費に影響を及ぼそう。もっとも、金融市場が波乱を続ける中、最近発表された経済指標は、雇用統計を始め米景気の加速を示唆するものが多く、4月下旬のFOMCでは、本年の経済見通しを上方修正したことが公表されている。

<懸念残る減税後の住宅市場>

- オバマ政権の経済対策にもかかわらず、米国の住宅市場は、差し押さえの増加が止まらず、価格下落の動きが続いている。足元の発表指標は、住宅減税の期限前の駆け込み需要増を反映したものとなるだろうが、失業率の高止まりが続く中、その後の回復には、なお懸念が強い状況と言えよう。

(図表1) 1-3月期GDPは+3.2%と堅調に推移したが…



(四半期別、前期比年率、棒グラフは寄与度内訳)

〔米金融市場の概況〕

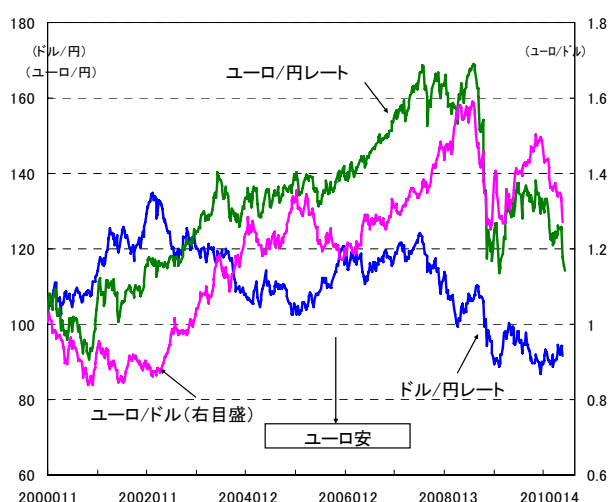
1. ギリシャ財政危機に揺れる金融市場～ユーロ安がリスク回避の動きを拡大

5月に入ってから金融市場はギリシャの財政危機を発端に、ユーロが急落、世界的に株式市場が急落、米債券金利が急低下するなど、波乱の展開となっている。特に、ユーロは昨年10月に対ドルレートで1.5ドル超への上昇を見せていたが、直近では一時1.21ドル台と2006年4月以来の水準に低下、1.2ドルをも割り込みそうな動きを見せた。

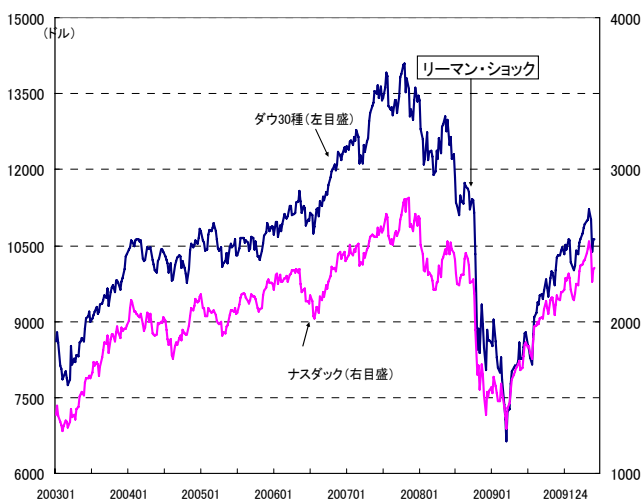
もっとも、ギリシャ危機については、EU（ユーロ導入国）・IMFによる200億ユーロの融資実施で5/19の国債償還をはじめ年内の資金繰りに目途をつけており、今後はギリシャの緊縮財政の実施度合いが注視される。また、ECB（欧州中央銀行）はユーロ圏の債券を中心とする市場機能の回復に向け、国債買い入れを実施、実施後1週間の買入額は165億ユーロに昇る。ただ、経済面での強弱国が同一通貨を共有するという、かねてから指摘されていた制度的な弱点が露呈したユーロへの信認が直ぐに回復するのは難しいと見られ、こうした措置後も、ユーロレートは反転の動きを見せていない。

米国の株式市場では、欧州圏の緊縮財政による景気の冷え込みとユーロの急落や金融規制の動きを懸念し、これまでの景気回復を受けた上昇から一転、下落の動きを強めている。また、リスク資産からの逃避の動きが強まり、米国債価格や金価格が上昇、長期国債利回りは4月初めの4%台への上昇から3%台前半へと急低下した。一方、景気の冷え込みを懸念、原油価格は1バレル80ドル台後半（WTI先物）への上昇から一転、70ドル割れへと急低下している。

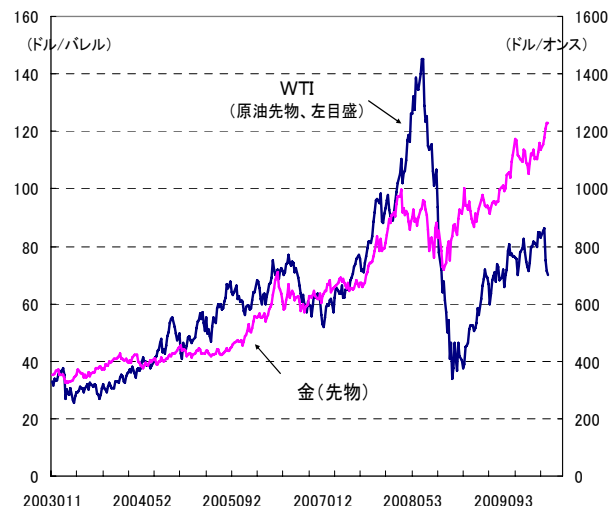
（図表2）ドル・ユーロレートの推移(週別)



（図表3）米国株式市場の推移(週別)



（図表4）原油・金価格の推移(週別)



また、米株式市場の懸念はユーロ下落による欧州企業の競争力上昇にも向けられている。経済面における強弱の混合した国々の中で、弱小国に注目したユーロの下落が進めば、ドイツ企業等では競争力が過大になる恐れが生じる。仮に欧州域内の経済が冷え込む事態となれば、そうした競争力向上を背景に新興国や米国へと進出を強めてくる可能性も高まろう。最近の米国の株価は、米国経済以上にユーロ及びユーロ圏の動向を一段と注視しているようである。（ギリシャ危機及びユーロ圏の動向は、一連の「[欧州経済エコノミストレター](#)」を参照ください）

〔金融政策の動向〕

●4月FOMCでは、“長期間のFF目標金利据え置き”を再表明

4/27・28開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、市場の予想通り政策金利の維持（0-0.25%）が決定された。FOMC後に発表された声明文では、景気認識については、雇用も含めて回復への動きを一層明確にした一方、金融政策決定にあたっては、注目された“異例の低金利を長期間据え置く”との文言の再表明を決定した。また、前回同様、金利据え置きの条件として「①経済資源の活用度の低さ、②インフレ傾向の抑制、③インフレ期待の安定」の3点を提示した。一方、その他の緊急対策として行ってきた諸政策は、3月までに殆んどを収束させ、唯一、新規発行のターム物資産担保証券貸付策のみ6月末までに収束させることを再確認した。

4月FOMCの資料となったベージュブック（地区連銀報告、4/14公表）では、セントルイス連銀を除く全ての地区連銀が経済活動の改善を報告していた。全般的に小売と自動車販売が改善していることを指摘、旅行支出も多くの地区で増加した。また、ほとんどの地区で製造業の活発化が報告された半面、商業用不動産の不振が続き、金融部門を始めサービス部門はまちまちだったと報告、雇用に関しては一時雇用を中心に採用増が見受けられたとしていた。

市場では、景気改善が進む中、政策金利の据え置きを見込むとともに、声明文中の据え置き期間の文言修正の有無に注目していた。なお、もう一つの注目点とされた緊急措置により買い入れた資産の売却については、声明文では触れられなかった。

F目標金利はしばらく現状の緩和スタンスが維持されるものの、景気回復が進展する中、FRBがいつ出口戦略に向けた動きを打ち出すのかが、引き続き今後の注目点となろう。

●4月FOMC議事録では、長期の緩やかな資産売却が多数意見と記録

声明文では触れられなかった緊急措置により買い入れた資産（政府機関債とMBS）の売却について、5/19公表のFOMC議事録では、殆んどの参加者が資産売却をしばらく延期することに同意、時期については、多数の参加者が利上げ開始後の適当な時期に売却を始めるのが好ましいとしていた。もっとも、政策目標金利の利上げとリンクさせる必要は必ずしもあるわけではなく、売却のスケジュールの概要について直ぐにも発表すべきとする意見や、少数ながら、バランスシート正常化のため早目の売却開始が好ましいとの意見もあった。なお、売却のペースについても様々な意見がある中、多くの意見は、5年ぐらい掛けて緩やかなペースで行うのが好ましいとしていた。議事録では、資産売却について今回のFOMCでは何の決定も行われなかった明記している。

また、同議事録では、経済見通しの改定が公表された。本年1月時点との比較では、2010年についての変更が大きく、成長率は3.2%~3.7%とレンジ下限を0.4%上方修正、10-12月期の失業率を9.1%~9.5%と低下、個人消費価格指数を0.2%引き下げた。成長の改善が加速する一方、失業率・物価を下方修正するなど望ましい方向での修正となった。2011年・2012年は、成長率を据え置き、失業率・個人消費価格指数を若干下方へと修正、長期見通しは前回と同じとしている。(注)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。図表も同じ。

(図表5) FRBの改定経済見通し(中央レンジ、%)

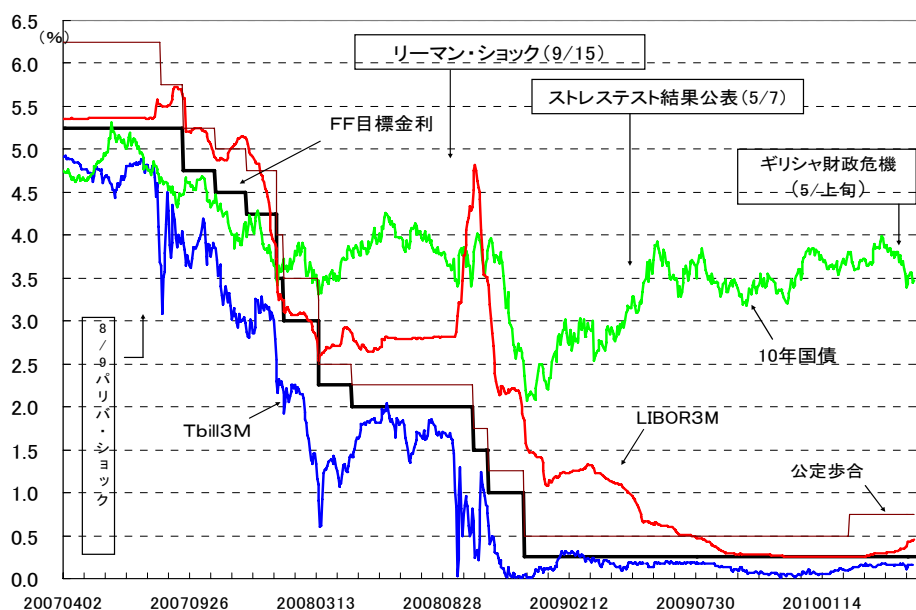
	2010	2011	2012	長期見通し
実質GDP	3.2 to 3.7	3.4 to 4.5	3.5 to 4.5	2.5 to 2.8
10/01見通し	2.8 to 3.5	3.4 to 4.5	3.5 to 4.5	2.5 to 2.8
09/11見通し	2.5 to 3.5	3.4 to 4.5	3.5 to 4.8	2.5 to 2.8
09/06見通し	2.1 to 3.3	3.8 to 4.6	-	2.5 to 2.7
失業率	9.1 to 9.5	8.1 to 8.5	6.6 to 7.5	5.0 to 5.3
10/01見通し	9.5 to 9.7	8.2 to 8.5	6.6 to 7.5	5.0 to 5.2
09/11見通し	9.3 to 9.7	8.2 to 8.6	6.8 to 7.5	5.0 to 5.2
09/06見通し	9.5 to 9.8	8.4 to 8.8	-	4.8 to 5.0
個人消費価格指数	1.2 to 1.5	1.1 to 1.9	1.2 to 2.0	1.7 to 2.0
10/01見通し	1.4 to 1.7	1.1 to 2.0	1.3 to 2.0	1.7 to 2.0
09/11見通し	1.3 to 1.6	1.0 to 1.9	1.2 to 1.9	1.7 to 2.0
09/06見通し	1.2 to 1.8	1.1 to 2.0	-	1.7 to 2.0
コア個人消費価格指数	0.9 to 1.2	1.0 to 1.5	1.2 to 1.6	-
10/01見通し	1.1 to 1.7	1.0 to 1.9	1.2 to 1.9	-
09/01見通し	1.0 to 1.5	1.0 to 1.6	1.0 to 1.7	-
09/06見通し	1.0 to 1.5	0.9 to 1.7	-	-

●オバマ大統領はFRB 3理事を指名～FOMCでのハト派色強まるとの観測も

(資料) FRB、

4/29、オバマ大統領はFRB理事の空席人事で3人を指名した。これにより同理事会は4年ぶりに定員を満たすこととなる。指名されたイエレン・サンフランシスコ連銀総裁は、6/23付で退任予定のコーン副議長の後任となる。また、2つの空席理事には、サラ・ブルーム・ラスキン氏(メリーランド州金融規制委員長)とピーター・ダイヤモンド氏(MIT教授)が指名された。今後、上院の承認を経て就任となる。FOMCは、FRBの理事(議長・副議長を含め定員7名)と5地区連銀総裁(12地区連銀の中から持ち回り、ただしニューヨーク連銀総裁は常任でFOMC副議長に選任)により構成される。指名された3理事候補はいずれもハト派と見られており、市場では、景気重視により政策金利の低利据え置きが長引く可能性が指摘されている。

(図表6) 米国長短期金利の推移(日別)



2. 米経済は、改善方向への足取りを強める展開

金融市場の波乱にもかかわらず、今の所、実体経済の状況は回復の足取りを強めている。1-3月期GDPでは3.2%と前期に続き堅調を維持、特に個人消費の回復が注目された。企業のセンチメントを測るISM指数は上伸しており、懸念されていた雇用も増加に転じつつある。

〔米国経済の概況：ギリシャ危機の影響〕

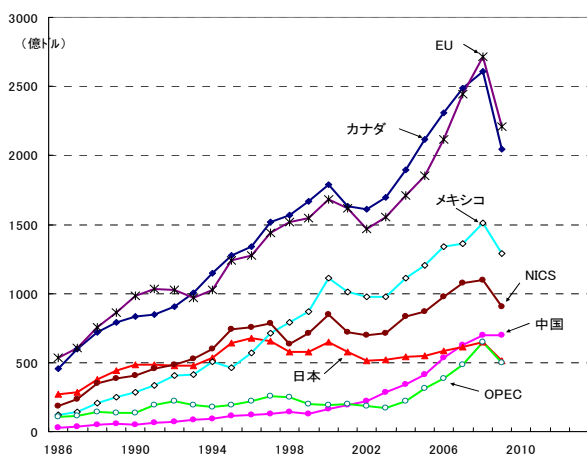
●ギリシャ危機を契機に、ユーロ売り、リスク回避の動きが拡大

ギリシャ危機は、ユーロの制度面における脆弱性を露呈した。しかし、制度の崩壊に追い込まれるような極端なケースを別にすれば、国・企業によってはユーロ安が有利に作用する側面もあり、リスク回避の動きが一段落すれば、遠からず均衡点を見出すこととなろう。構造的な問題ではあるが、経済の弱体を背景にした持続的な為替安とは一線を画すものと思われる。

ギリシャ危機からの米国の実体経済面への影響としては、欧州経済の回復の遅れによる輸出へのダメージ、ユーロ安による企業収益の低下があげられる。ただし、リスク回避の動きが強まり、米株価が一層下落するようだと、住宅価格が下げ止まったとは言えない状況のなか、資産効果の面から個人消費への影響が強まる可能性がある。一方、金融政策の観点からも、ユーロ安が進展する中で米国の利上げが先行すれば、ユーロ安を加速することにもなりかねず、FRBの出口戦略に影響を与える可能性がある。

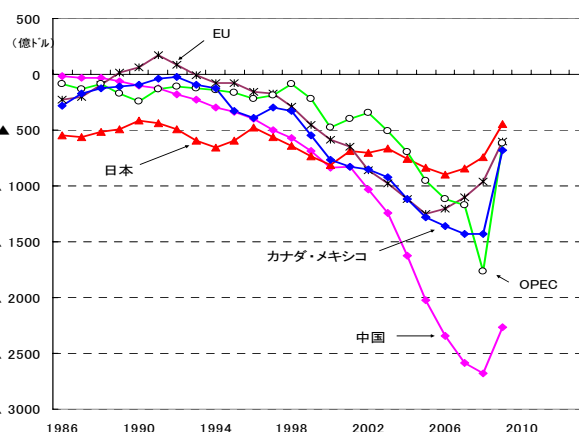
なお、米国の欧州向け輸出については、EU全体では輸出全体の21%（2009年）と、米国の輸出先国の筆頭であるカナダとほぼ同水準にあり、最大の輸出先の経済の冷え込み如何によっては、ある程度の影響は受けざるを得ない。オバマ大統領は、今年になって5年間での輸出倍増計画を表明しているが、そうした計画にも影響しよう。また、輸出振興のターゲットとも目される中国のEU向けの輸出は米国向けを上回る。グローバル化が進む中、EUと貿易関係の深い地域への影響等も考慮すると、EU経済の動向には注意を払わざるを得ない。（“輸出倍増計画”については[4/16付「エコノミストレター」](#)を参照ください）

（図表7） 国別貿易財の輸出推移（年別、億ドル）



（資料） 商務省、通関ベース、

（図表8） 国別貿易財収支の推移（年別、億ドル）



（資料） 商務省、通関ベース、

〔雇用統計〕

●米4月雇用者、4年ぶりの29万人増～失業率は9.9%に上昇

金融市場の波乱の一方、最近発表された経済指標は、米国経済が回復度合いを強めていることを示すものが多い。特に、4月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比+29.0万人となり、前月の増加数（同+23.0万人に上方修正）、市場予想（同+19.0万人）をともに上回り、2006年3月（同+30.4万人）以来4年ぶりの大幅増となった。過去2ヵ月に遡っての改定も、2月分が+5.3万人、3月分が+6.8万人と計+12.1万人のやや大幅な増加修正となった。なお、国勢調査に向けた一時雇用者は6.6万人増に留まり、こうした政府部門の雇用増を除いた民間部門の雇用増は+23.1万人となるなど、景気回復の全般的な広がりを見せるものとなっている（図表9）。

部門別では、民間生産部門が同+6.5万人の増加、内訳では製造業が同+4.4万人、建設業が同+1.4万人、鉱業が同+0.68万人と増加した。特に建設業は2月まで32ヵ月連続で減少した後、2ヵ月連続の増加となった。また、製造業の内訳では、耐久財が同+3.0万人、非耐久財が同+1.4万人と耐久財中心の回復が続いている。

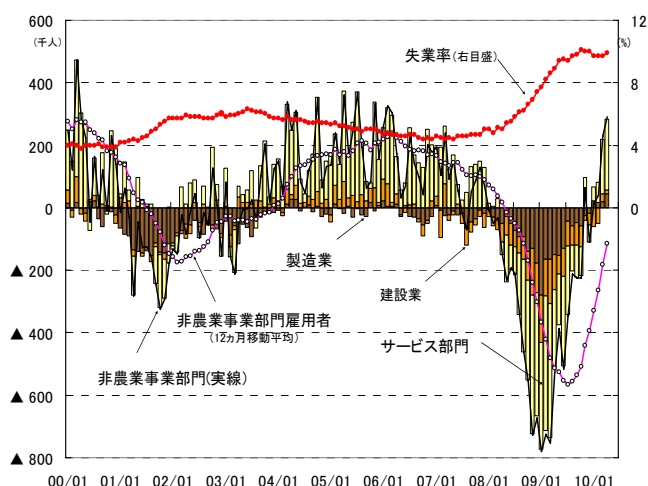
一方、民間サービス部門では同+16.6万人の増加となった。専門・事業サービスが同+8.0万人と増加が大きく、同部門に含まれ、雇用の先行指標として注目される人材派遣（Temporary help services）は同+2.62万人と増加が続いた。また、政府部門では連邦政府が同+6.5万人と増加した一方、州・地方政府は同▲0.6万人と減少した。連邦政府の増加は国勢調査に伴う一時的な雇用増によるが、今4-6月期に急増すると見られている。

雇用統計では、2009年1月に▲77.9万人と1949年以来の大幅な減少を記録、その後は縮小傾向を見せ、3・4月と連月で20万人を越える大幅な増加となった。なお、今回リセッション入り後、2008年1月以降の雇用減は累計▲779万人（最大は昨年末の▲836万人）となる。

●4月失業率は9.9%に上昇～所得面への悪影響は次第に緩和へ

家計調査による4月の失業率は9.9%と前月（9.7%）から上昇、市場予想（9.7%）を上回った。失業率は、昨年10月には10.1%と26年ぶりの高水準を記録、その後もあまり改善を見せていない。4月家計調査では雇用者が55万人増（前月比+0.4%）に対し失業者が25.5万人増（同+1.7%）となった。景気の回復を受けた求職者の増加等により失業者は3ヵ月連続で増加しており、当面は高水準の失業率が続くと思われる。

（図表9）雇用者増減の推移(前月比)

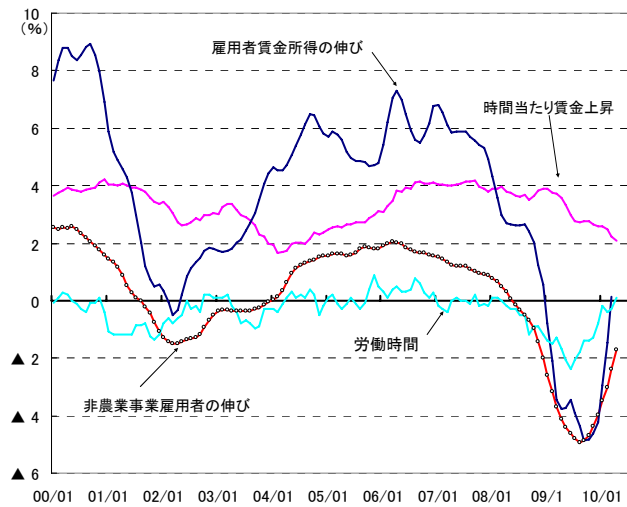


（資料）米労働省

米国の失業者数は、2008年10月に1000万人の大台を突破、4月は1526万人となった。また、こうした失業者の44%に当たる671万人が6ヵ月以上の失業状態にあるなど、厳しい雇用情勢が続いている。また、パートタイム雇用のうち、1/3に当たる915万人が経済的理由によるものであり（本来はフルタイムを希望）、リセッション開始後倍増、さらに仕事を欲し就職活動をしていたものの今回の雇用統計には含まれなかった人も243万人いるなど、これらの求職者を加味した広義の失業率（U-6）は17.1%（3月は16.9%）に上昇している。

なお、4月の民間労働時間は34.1時間/週と前月（同34.0）から若干増加、前年比では+0.6%となった。賃金については、4月の時間当たり平均賃金が22.47ドル（前月22.46ドル）と若干上昇したものの、前年比では伸び率の低下傾向は否めない。こうした状況下で、3月の雇用者賃金所得は、前月比では6ヵ月連続で増加、前年比でも+1.1%（2月0.2%）と2ヵ月連続で上昇しており、雇用減少の影響が大きかった雇用所得へのマイナスの影響もやや緩和されつつある（図表10、雇用統計の詳細は5/10付「[経済金融フラッシュ](#)」を参照下さい）。

（図表10）賃金所得と雇用状況の推移（%）



（資料）米労働省、商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均

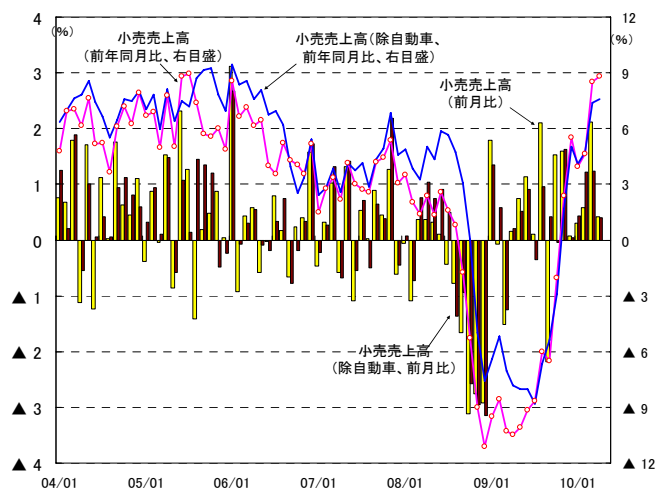
〔個人消費・小売売上高〕

●小売売上高が続伸、個人消費に明るさも

個人消費を巡る環境は、FRBが常々指摘しているように、大幅な雇用減少による雇用所得の抑制、住宅等の資産価格の目減り、過剰債務を抱えた家計のバランスシート調整、信用引き締め等が、依然、持続する状況に置かれている。ただし、政府の減税や社会保険給付等の景気対策もあって、可処分所得は既に前年比でプラスに転じ、雇用所得も追隨してプラスに転じた。個人消費の環境には次第に改善の動きが見えつつある。

4月小売売上高を見ると、前月比0.4%と3月同2.1%から伸びを縮めたが、市場予想（同0.2%）は上回った。自動車販売が同0.5%と前月（同6.7%）から急低下、自動車販売を除いた小売売上高も同0.4%と3月（同1.2%）から低下した。半面、建築資材が同6.9%と前月（同7.8%）と並び連月で高い伸びを見せた。その他の項目では、ヘルスケア等が堅調（前月

（図表11）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

比 0.9%) だった半面、スポーツ・趣味 (前月比▲1.9%)、衣料品 (前月比▲1.0%) 等の伸びが低下した。

前年同月比では 8.8% (3月同 8.5%)、自動車除きでは 7.6% (3月同 8.5%) と、いずれも前月を上回った。前年同月比の伸び率は 2005 年 7 月 (9.0%) 以来ほぼ 5 年ぶりの高い伸びとなる。小売売上高全般では、前月の急伸後も堅調な伸びを維持しており、個人消費にも明るさが戻りつつあることが窺われる。

〔企業部門の動向〕

●製造業 I S M 指数は 6 年ぶりの 60 台回復～非製造業も堅調水準を維持

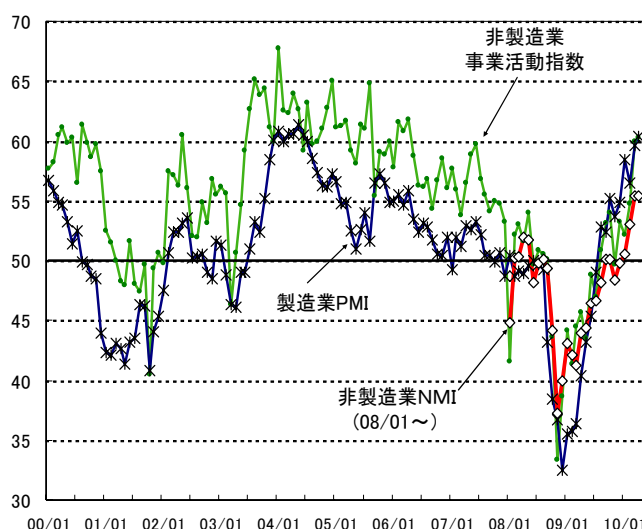
企業のセンチメントを示す I S M (米供給管理協会) 指数は、4 月製造業指数 (P M I) が 60.4 と 3 月 (59.6) から 0.8 ポイントの上昇、市場予想値 (60.0) を若干上回り、2004 年 6 月 (60.5) 以来約 6 年ぶりの高水準となった。4 月指数の内訳では、生産指数が 66.9 と前月より 5.8 ポイントの上昇となり、PMI 上昇に寄与が大きかった半面、在庫指数が 49.4 と前月より▲5.9 ポイントの下落を見せて 50 を割り込み PMI を押し下げた。

PMI は、2008 年 12 月に 32.5 と近年の低水準を記録したが、その後、昨年 8 月には製造業の拡大・縮小の分かれ目となる 50 台を回復、今回で 50 越えは 9 ヶ月連続となった。発表元の I S M では、過去のデータから見た PMI が示す経済全体の分かれ目 (GDP のゼロ成長) は 42.0 であり、4 月 PMI は実質 GDP 年率 6.2% に該当する高水準としている。

一方、4 月の非製造業指数 (N M I : 注) は 55.4 と 3 月と同値となり、市場予想の 56.0 を下回った。ただし、4 ヶ月連続で非製造業業況の分かれ目となる 50 を上回り、N M I 発表以来の最高値である 3 月水準を維持した。N M I は金融危機直後の 2008 年 11 月に 37.2 まで急低下後、昨年 9 月には 50 台を回復、その後は一進一退の動きを見せていたが、本年 2 月以降、上昇を鮮明化していた。

I S M 両指数 (PMI と N M I) の比較では、金融危機後の落ち込みは PMI が大きかったものの、昨年 7 月以降は 10 ヶ月連続で PMI が上回るなど、製造業の改善が先行した形となっている。非製造業の回復の遅れには、個人消費の抑制や住宅バブル崩壊、金融危機等の影響が、サービス業や金融、不動産・建設等に重石となったことを窺わせる。しかし、4 月 N M I は前月と同水準ながら、事業活動指数が 4 年ぶりの高水準を回復するなど、企業の業況は、製造業を非製造業が追随する形で、全般的な改善を見せつつあると言えよう。(詳細は [5/7 付「経済金融フラッシュ」](#) を参照下さい)

(図表 12) ISM 指数の推移 (月別)



(資料) Institute for Supply Management

〔1-3 月期 GDP 速報値〕

●米 1-3 月期 GDP は年率 3.2%～個人消費が同 3.6%と成長を牽引

1-3 月期実質 GDP（速報値）は、3.2%（前期比年率：以下も同じ）と前 10-12 月期の成長率同 5.6%から低下、直前の市場予想（同 3.3%）を若干下回った。米国の成長率は、昨年 1-3 月期に前期比年率▲6.4%と 27 年ぶりの大幅な落ち込みを見せ、4-6 月期も同▲0.7%とマイナスを持続、1947 年以来の現行統計では初めての 4 四半期連続のマイナス成長を記録したが、その後、7-9 月期にプラスに転じると、以降は急速な回復を見せ、今 1-3 月期で 3 四半期連続のプラス成長となった。

GDP 押上げの要因としては、個人消費が同 3.6%と 2007 年 1-3 月期（同 3.7%）以来 3 年ぶりの高成長を見せたことが大きく、成長の牽引役は前 10-12 月期の在庫投資から個人消費へと移行、持続的な成長路線への復帰に一步前進を見せた。寄与度を見ると、個人消費が 2.55%と成長率の 8 割を占める一方、前 10-12 月期に寄与度 3.79%と成長率の過半を占めた在庫投資は、1-3 月期は同 1.57%と半減している。なお、需要項目別の動向は以下の通りである。

個人消費は、家具等の耐久財消費が同 11.3%（前期は同 0.4%）と二桁の伸びを見せたほか、非耐久財消費が同 3.9%（前期は同 4.0%）と堅調に推移し、サービス消費が同 2.4%（前期は同 1.0%）と伸び率を高めた。サービス消費伸び率は、3 年ぶりの高水準となり、個人消費が財・サービスを含め、全般的に回復を見せつつあることを示した。

設備投資は、前期比年率 4.1%と前期の同 5.3%から低下したものの、2 四半期連続のプラスとなった。内訳では、設備機器・ソフトウェアが同 13.4%（前期は同 19.0%）と 3 四半期連続のプラス成長を見せた一方、構築物投資は同▲14.0%（前期は同▲18.0%）と二桁のマイナスが続き、設備投資全体の伸びを押し下げた。構築物投資では、商業用不動産関連の不振が長引くと見られ、当面、設備機器投資の回復と構築物投資の冷え込みによる伸び率抑制という設備投資に於ける対照的な二つの動きが併行すると思われる。

住宅投資は、政策効果の大きかった前年下半期には 2 四半期連続でプラスを回復したものの、今 1-3 月期には、住宅販売の不振や悪天候の影響もあり、前期比年率▲10.9%と 3 四半期ぶりにマイナスに転じた。今後は、現在の一次取得者への減税措置が本年 4 月まで延長されたため、それに向けた駆け込み増が期待される半面、その後の回復持続が懸念される（詳細は後述）。

純輸出は、2 四半期ぶりに赤字が増加、寄与度は 10-12 月期同 0.27%から同▲0.61%とマイナスに転じた。内外需要の回復で、輸出の伸びは前期比年率 5.8%と前期（同 22.8%）から低下したものの 3 四半期連続の増加、輸入の伸び率も同 8.9%と前期（同 15.8%）から低下し、3 四半期連続の増加となった。ただし、輸入の伸びは、輸出を上回り純輸出の赤字増をもたらした。

政府支出の伸びは前期比年率▲1.8%と 2 四半期連続のマイナスとなった。連邦政府の伸びは同 1.4%（10-12 月期は同 0.0%）と 4 四半期連続でプラスを維持したものの、歳入減に苦しむ州・地方政府では前期比年率▲3.8%（10-12 月期は同▲2.2%）と 3 四半期連続でマイナスが続いた。なお、GDP から在庫・純輸出を除いた**国内最終需要**（Final sales to domestic purchasers）は、同 2.2%と前 10-12 月期（同 1.4%）から上昇、3 四半期連続のプラスとなった。

（表紙の図表 1 を参照。詳細は[5/6 付「経済金融フラッシュ」](#)を参照下さい）

3. 減税期限後の懸念が払拭できない住宅市場

米国経済が回復の動きを強める中で、住宅関連指標の回復は鈍く、住宅価格に至っては、なお、底打ちを模索している。今次リセッションがサブプライム問題を契機に、住宅バブル崩壊の様相を呈しただけに、住宅市場へのダメージは大きい。政府が景気対策として行ってきた住宅減税期限の4月末（契約ベース）を迎えたが、その後の自律的回復への懸念が払拭できない状況にある。

(1) “差し押さえ・在庫増による価格下落の構図” が持続

①住宅ローン延滞率、差し押え率が過去最高水準に

抵当貸付銀行協会（MBA）が5/19に発表した1-3月期の住宅ローン延滞率は、10.06%（差し押さえに移行したものを除く30日以上全延滞ローン）となり、前10-12月期9.47%から0.59%ポイント上昇、前年1-3月期9.12%からは1%ポイント弱の上昇となった。上記の延滞ローンのうち、30～60日未満の延滞分は3.45%と10-12月期3.31%から再び増加に転じており、延滞ローンがなお増加する可能性を窺わせている。

一方、1-3月期に延滞物件から差し押さえに移行した物件の占率は1.23%（10-12月期1.20%）と増加、1-3月期末における差し押さえ在庫比率（以下差し押さえ率という）は4.63%と10-12月期4.58%から0.5%ポイントの上昇となった。前年1-3月期3.85%からは0.78%ポイントの上昇となる。また、差し押さえ物件も含めた90日以上延滞率は9.54%（10-12月期9.67%）だった。その他、種別では、プライムローンの差し押さえ率は3.41%、サブプライムローンの差し押さえ率は15.39%に昇る。州別で差し押さえ率の高いのは、フロリダ（13.97%）、ネバダ（10.40%）で、カリフォルニアは5.16%、ニューヨークは4.29%だった。

延滞率、差し押さえ率とも現行統計の過去最高水準にあり、それらの合計は14.7%となり、住宅ローンの1/7がトラブルアセットとされる事態に陥っていることとなる。背景には高失業率があり、失業率の高止まりが今後の差し押さえ増に繋がることが警戒されている。

(図表 13) 住宅ローン延滞率と差し押さえ率の推移

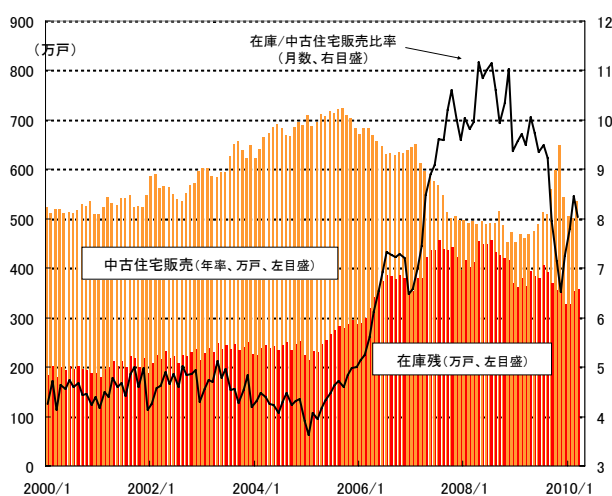


(資料) 抵当貸付銀行協会、四半期別

② 改善遅れる在庫の積み上がり

在庫の積みあがりも販売価格を圧迫している。近年では、住宅不況のあおりを受けた在庫の積み上がりに加え、上記のように雇用情勢の悪化で住宅ローンの延滞が増加、多量の処分物件が住宅市場を圧迫している。在庫の販売比で見た月数は、今次住宅ブームの以前には4～5ヵ月だったが、住宅バブルが弾けた後、一時11ヵ月を上回る上昇を見せた。その後、低下しているものの、販売比で見た在庫月数は、直近3月の中古住宅販売市場で8.0ヵ月と、依然、平常時の水準を大きく上回っている。在庫件数は減少傾向にあるものの、販売の減少が大きく、在庫月数高止まりの大きな要因となっている。

(図表 14) 中古住宅販売と在庫の推移(月別)



(資料) NAR

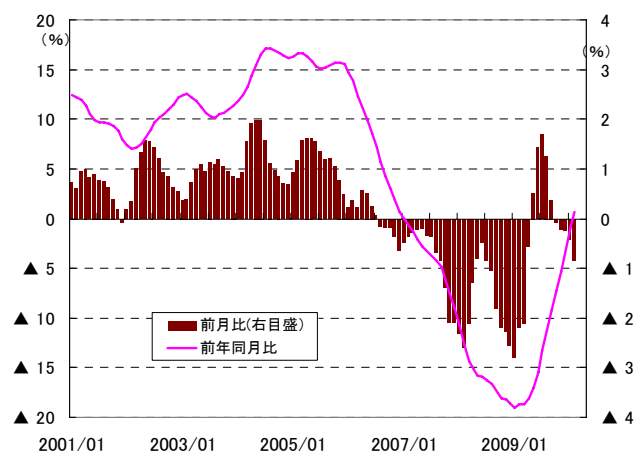
③住宅価格は、依然、下げ止まらず

住宅ブームにより押し上げられた住宅価格は、ピークから3割強下落(ケース・シラー指数)したが、なお下げ止まったとは言えない。S&P社発表の2月ケース・シラー20都市住宅価格指数(季節調整前、以下も同じ)は、前月比▲0.9%(1月▲0.4%)と5ヵ月連続の下落となった。前年比では0.6%(1月▲0.7)と2006年12月以来約3年ぶりにプラスに転じたが、前月比での下落が続いていることから、今後については不安が残る展開である。

なお、2006年央の住宅価格ピーク時から2月までの下落率では▲30.3%(ボトムは昨年4月の▲32.6%)となり、2月指数の水準は、住宅ブームが本格化に向かう前の2003年の秋口頃と同等の水準にある。

S&P社では、「2月は前月比で20都市中の19都市が下落、6都市(シャルロット、ラスベガス、ニューヨーク、ポートランド、シアトル、タンパ)では、2月にピークからの下落幅が最大となるなど依然底を探る状態が続いており、住宅価格が下げ止まったとは言えない」とコメント、今後についても「住宅販売等は、住宅減税の影響で好調であるが、住宅ローンの延滞率が最高水準にあり、延滞による処分物件が売りに出されれば、住宅価格をさらに引き下げるかもしれない」と警戒を見せている。住宅資産の目減りは個人消費に大きな影響を与えるため、景気持続に向けても住宅価格の下げ止まりが必要となろう。

(図表 15) ケース・シラー20都市住宅価格指数の推移



(資料) S&P社

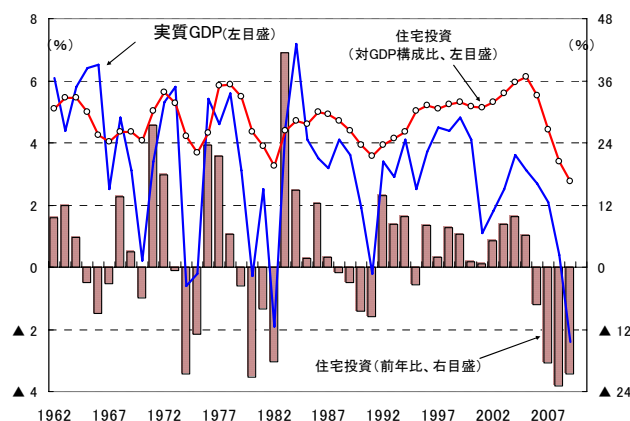
(2) 回復遅れる住宅投資の現状

① 1-3月期住宅投資は3四半期ぶりのマイナス

米国の住宅ブームは、FRBによる政策金利の1%への大幅な金融緩和策（2003年6月から1年間続けられた）に拠る所が大きいとされ、その後FRBは、2004年から2006年半ばまで計17回にわたる小刻みな利上げを続けたが、住宅市場の雲行きが怪しくなってきたのもこの頃からである。2006年後半には住宅市場が減速方向への動きを強め、米国景気の最大のリスクとして警戒され始めた。2007年に入るとサブプライム住宅ローン問題（以下、サブプライム問題）が注目を集め、同年8月には欧州金融機関の巨額損失等で世界的な金融市場の混乱（パリバ・ショック）を引き起こし、その1年後の2008年9月にはリーマン・ショックにより、世界的な金融危機を招くこととなった。

この間、住宅ローンの貸し渋り等から、住宅市場の悪化を一層加速、景気に深刻なダメージを与え、米国のGDP統計における住宅投資のマイナスは、2006年1Q以降3年半にわたり、二次大戦後では最大の住宅不況となった。その後、2009年後半には、2005年以来となるプラスに転じたが、米国経済が回復の動きを強める中、今年1-3月期は前期比年率▲10.9%と3四半期ぶりのマイナスに転落した。なお、長期間に渡るマイナスで、住宅投資のGDPにおける構成比は半減（2005年6.1%→2009年2.8%）しており、住宅投資変動によるGDPへの影響も縮小している。

(図表 16) 住宅投資とGDPの推移(前年比、実質)

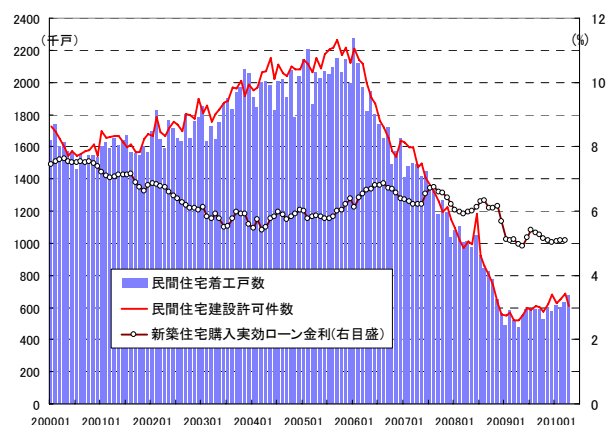


(資料) 米商務省、実質ベース、年別、前年比

② 住宅着工は底打後も力強さに欠ける展開

新規住宅着工件数は2006年1月（年率227万戸）をピークに急減少が続き、昨年4月には年率47.9万戸と1/4以下に下落、ボトムを付けた。しかし、その後、景気が持ち直しているにもかかわらず、住宅着工件数は概ね50~60万戸台での推移が続くなど回復に向けた動きは芳しくない。直近4月の新規住宅着工戸数は年率67.2万戸と前月比5.8%、前年比では40.9%の急伸を見せ、2008年10月（同77.7万戸）以来の水準を回復した。しかし、4月水準は、今回の減少局面を除くと1959年に始まる現行統計の最低値（1991年1月の同79.8万戸）を下回る低水準に留まる。さらに、4月末の減税期限を前に、駆け込み需要を含んでいることを考慮すると、今後の持続的な回復への懸念を払拭するものとは言えない。

(図表 17) 新規住宅着工の推移(月別)



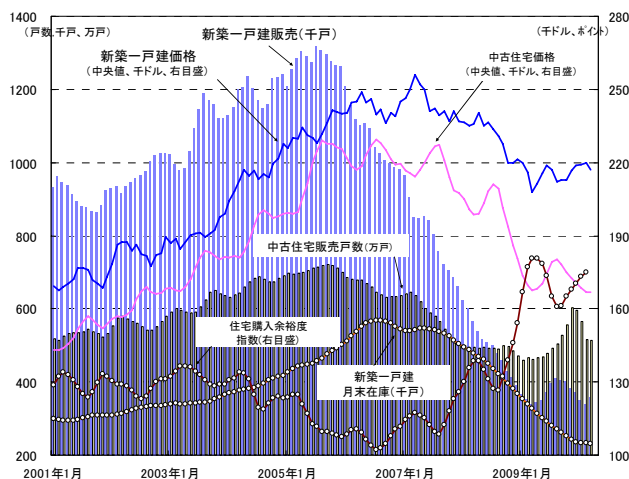
(資料) 米商務省

③ 3月新築住宅販売は、駆け込み需要で急増

新築一戸建住宅販売も住宅着工に並び歴史的な落ち込みを見せている。新築一戸建住宅販売のピークは、2005年7月の年率138.9万戸だが、今年2月には同32.4万戸とやはり1/4以下に落ち込んだ。1963年に始まる現行統計の最低値は、今回の減少局面を除くと、1989年9月の同33.8万戸であり、当水準はこれを下回る最低値を更新している。

その後、商務省が発表した3月新築一戸建て住宅販売戸数は年率41.1万戸（前月比26.9%と1963年以来の伸びに）と急増したものの、昨年8月の水準を回復したに過ぎない。急増の理由も、4月末に住宅減税期限を控え駆け込み需要が大きいと見られている。

(図表 18) 住宅販売・価格の動向 (3カ月移動平均)



(資料) 米商務省、NAR

④ 中古住宅販売戸数は最低値を更新後、回復の動き

全米不動産協会（NAR）発表の中古住宅販売戸数は、2005年9月に年率725万戸とピークをつけた後下降トレンドに入り、昨年1月（453万戸）に現行ベースの統計を開始した99年以来の最低水準となるボトムをつけた。その後、増加に転じているものの、住宅ブーム入り前の水準を大きく下回っている。

直近の3月中古住宅販売戸数は、年率535万戸と前月の同501万戸から増加（前月比6.8%、前年比16.1%）、昨年12月（同544万戸）以来の水準を回復、中古販売の太宗を占める一戸建て販売は年率468万戸（前月比7.3%、前年比13.3%）、集合住宅は同67万戸（前月比3.1%、前年比39.3%）といずれも前月・前年比で増加した。これも再延長された住宅減税期限を意識したものである。

このように、米国の3月住宅販売は、中古・新築一戸建てとともに、低金利や住宅価格の下落傾向に加え、住宅減税期限（4月末）が近づいているため急伸している。2月が大雪等の悪天候の影響を受け、不振だったことも増加を加速した。減税を意識した動きは4-6月期の特徴となろうが、住宅減税の期限を迎えたその後の状況については、失業率の高止まり、FRBの住宅ローン担保証券の買取り終了等のマイナス要因もあり、不透明感が拭えない状況にあると言えよう。

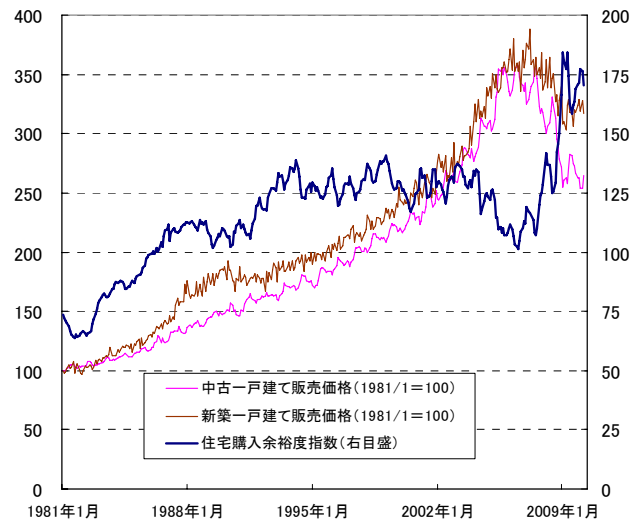
(3) 住宅減税後の動向が注目される局面に

①購入余裕度指数は高水準を持続

全米不動産協会（NAR）発表の住宅購入環境を示す購入余裕度指数は、3月は170.6と前月（176.5）から低下した。これまでの最高値は昨年4月の184.0となるが、同指数の170台は歴史的な高水準といえる。同指数は、住宅価格、ローン金利、個人所得等から、支払負担を考慮した買い易さを示すものであるが、現状は、所得が伸び悩む一方で、住宅価格はそれ以上の下落を見せ、ローン金利が歴史的な低水準にあることから、高水準に位置している。

しかし、上記のように最近の住宅関連指標の動きを見ると、こうした外部環境の好転が住宅市場に反映しているとは言い難い。もっとも、実際の借り入れに際しては、貸し出し基準の厳格化もあり、指数が示すほどには借りやすい状況ではない点も指摘されよう。

(図表 19)住宅購入余裕度指数と販売価格



②4-6月期経過後の状況次第では、住宅減税の再延長が検討課題に

政府は、住宅市場テコ入れのため、昨年11月を期限としていた住宅減税を延長（4月末契約、6月末入居）した。そのため、今後発表される住宅関連指標は、駆け込み需要の増加もあって好転が期待されている。しかし、こうした要因が剥落すれば、再び販売が減少、価格が再下落する懸念が残る。減税終了後、7-9月期の動向が注目される。

(図表 20) 一次取得者向け住宅控除 (First-time homebuyer credit)の概要

- 1、住宅控除の請求者は4月末までに購入(契約)し、6月末までに入居することを条件に8000ドル(または住宅価格の10%)を限度に控除を受けられる。
- 2、2009年11月6日の期限延長に伴い、以下の対象拡大が行われた。
 - ①11/6以降に主住居を買い換えた長期住宅保有者(長期とは過去8年間のうち連続した5年間同居に居住していたこと)は6500ドルを限度に控除を受けられる。
 - ②年収制限の緩和(単身者12.5万ドル、既婚合算者22.5万ドル以内)
- 3、その他、下記条件を満たしていること
 - ①住宅の購入価格が80万ドル以内であること。
 - ②一次取得者とは過去3年以内に住居を所有していなかった者。
 - ③セカンドハウス等は対象外。

(出所) The Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009

(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もありません。