

Weekly エコノミスト・ レター

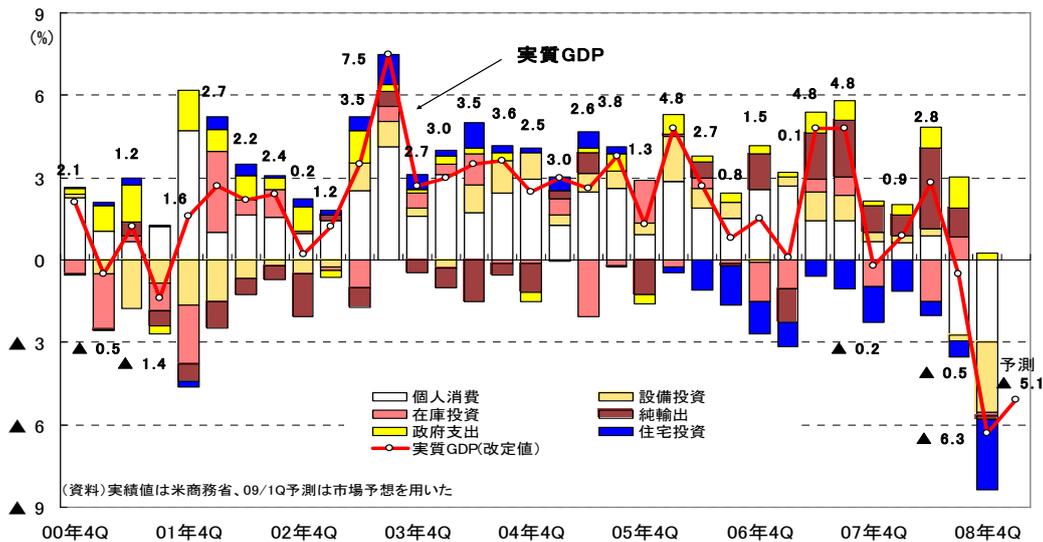
米国経済動向 ～景気後退速度にブレーキ

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月期の実質GDP（確報値）は、前期比年率▲6.3%のマイナスと発表され、1-3月期も▲5%前後のマイナスが予想されるなど、米経済は深刻な景気後退の只中にある。
- こうした中で、金融危機以降、急速な悪化を見せてきた米経済指標の中にも下げ渋りの動きが窺える。また、2月成立の景気対策法や、金融安定化に向けた包括的金融政策等が次々と実施され、経済の安定化に向けプラスの効果をもたらしている。
- ただし、景気回復が早まったとするのは早計と思われる。雇用統計のように記録的な悪化を続けている指標もあり、何より、金融危機によるダメージの大きい家計資産のバランスシート調整は始まったばかりであり、当面、個人消費の急速な回復は難しいだろう。
- オバマ政権も過剰消費を中核にしたこれまでの経済からの脱却を図っている。貯蓄率の回復を目指せばその分、消費は抑制される。GDPの7割を構成する個人消費が緩やかな成長となれば、全体の成長率も緩やかなものに留まろう。

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



1、米景気の下降にブレーキ

(経済の概況)

●一部経済指標に下げ止まりの動き～オバマ政権からは回復の兆しを強調する発言も

1-3 月期の米成長率も前期比年率 5%減程度の大幅な景気後退が予想される中、いくつかの経済指標では下降速度にブレーキがかかりつつあり、株式市場回復の一因ともなっている。こうした指標下げ止まりの動きに加え、2月に成立した景気対策法や、金融安定化を狙った包括的金融政策等が、次々と実施に移されており、今後はそうした対策の効果を測る段階に入りつつあることも、経済の安定化に寄与していると思われる。

オバマ大統領は、4/14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」とコメントしながらも「これで厳しい状況が終わったわけではない。更なる雇用減や差押え等の痛みが続く」とした。4/10の経済会議後の会見でも「経済にはいくつかの光明が見られるが、依然厳しい緊張下にあり、数週間以内に更なる対策を取る」と表明していた。同様の見方は、4/10の会議に同席していた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ており、政権としては、景気が落ち着きを取り戻しつつある中で、経済の安定化を印象づける狙いもありそうだ。

また、オバマ大統領はこれに先立って住宅市場の一部に安定化の兆しが窺われるとしていた。住宅市場は、今回の景気悪化の元凶とも言え、これまでまさにつるべ落としの悪化を見せてきたのであるが、2月は新築住宅販売と住宅着工件数が7ヵ月ぶり、金融危機後では初めての増加となり、2月中古住宅販売も前月比 5.1%増と予想以上の増加を見せた。注目されるのは住宅価格の下落とローン金利の低下による住宅購入余裕度指数の急上昇だろう。雇用不安と貸し渋りがネックとなっているものの、金融安定化策が奏功し、住宅価格や景気に底打ちの目処が付けば、住宅市場が回復に転じてもおかしくは無い。

バーナンキ FRB 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が、このほかにも、2月耐久財受注では、予想外の前月比 3.4%増となり、その後発表の製造業受注でも予想を上回った。3月ISM製造業指数では受注指数の回復が顕著だった。また、2月貿易赤字の大幅な縮小(260億ドルの赤字と1999年以来の低水準に)も予想外と言えよう。景気後退による輸入減の影響が大きかったためであるが、輸出もプラスに転じており、1-3月期GDPのマイナス予想が縮小する可能性も出ている。もっとも、今週発表の3月小売売上高や鉱工業生産では予想外の悪化を示し、楽観的見通しに冷や水を掛けた形だ。

●解釈が分かれる米経済の見通し

これまでの経済指標の急落にブレーキがかけられたことは事実であるが、これをどう解釈するかについては二分している。バーナンキ議長は、経済活動が横ばいになるのは景気回復の第一歩としたのに対し、プリンストン大学のクルーグマン教授は、現状は急激な悪化のペースが遅くなっただけで回復の兆しとは言えないと否定的だ。昨年まで景気判定を行うNBERの所長だったハーバード大学のフェルドシュタイン教授も米経済によい兆候は見当たらないとしていた。このため、市場の見方も及び腰であり、小売売上高等の悪い指標が出ると、株価はあっさり 8000 ドルを割り込

んだ。

また、金融安定化対策が進むなど金融環境の改善が見られる一方、不良資産を抱えた金融機関では住宅価格下落が続く間は損失の拡大を免れず、シティ、AIG、GM等のビッグビジネスが、四半期決算のたびに市場が警戒を強めている状況に変わりはない。特に、自動車会社の問題については、破綻後の再建をも視野に入れた動きとなっており、クライスラー、GMともそれぞれのデッドラインに向けた警戒が高まっている。

● 急回復は望めない個人消費

～オバマ政権の目標は、米経済を過剰消費から“岩盤に築いた家”に

さらに、経済全般の状況を最も端的に示す雇用統計では、3月雇用者は66.3万人減と4ヵ月連月で65万人減を超える記録的な悪化が続いている。特に1月の74.1万人減は単月としては1949年以來の記録的な減少となる。こうした雇用の悪化が個人所得・消費に与える影響は大きく、4月開始のオバマ政権の減税策でカバーできる状況にはない。

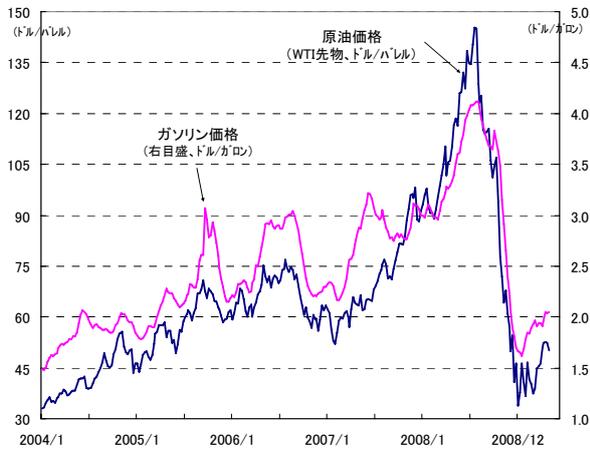
また、個人消費については、株価と住宅価格の下落による家計資産目減りの影響も大きい。家計資産は、それぞれのピーク時から金融危機後の昨年末までに金融資産では19%減（うち株式は44%減）、住宅資産では16%減の減少となるが、その後3月末に掛けての株価・住宅価格の下落進行により、資産の目減りはさらに膨らんだと見られる。一方、家計負債については昨年7-9月期をピークに10-12月期に初めて減少を見せるなど、家計のバランスシート調整は始まったばかりである。上記の資産減で失われた家計の資産減は13兆ドルとなり、以前よく行われた住宅を担保にした借入れの余地は急速に縮小している。また、失業不安は消費意欲を低下させ、2月コンファレンスボード消費者信頼感指数は25.3と統計開始以來の最低値をつけた。このため、特にファイナンスを伴った消費の代表格である自動車販売のダメージは大きく、2月には年率912万台と81年以來の最低値に落ち込んだ。

こうしたバランスシート調整や過剰消費等の“構造的”とも言える消費を巡る状況が急速に改善するのは困難と見られ、余程の大規模な政策テコ入れでもない限り、個人消費の急速な回復は難しいだろう。米経済の7割を占める個人消費に活気が見込めないのであれば、景気が回復に向かっても成長率は抑制されよう。景気回復を示唆する中、サマーズ国家経済会議委員長が「米経済は世界景気回復の原動力にはなれない」として、回復のペースが緩慢なものとなることを示唆した背景にはこうした事情がある。

さらに、オバマ大統領は4/14の講演で「これまでの借金に頼った消費経済は砂上の楼閣であり、岩盤に建つ家を構築するため、今後は貯蓄して投資を行い、消費減により輸出を増加させる経済に移行しなければならない」と表明、オバマ政権の目標は、過剰消費で世界経済を牽引してきたこれまでの米国ではなく、新たな米国経済の再建であることを強調した。米国民向けの講演であったものの、米国の過剰消費経済に依存した国々への警鐘とも受け止められよう。

こうした個人消費を巡る環境の変化を踏まえるのであれば、当面、米景気の回復は、落ち込み過ぎた反動にとどまる可能性が強く、好転が見られたとしても一時的なものに留まると考えておいたほうがよいだろう。

(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、金融安定化への政策対応急ぐオバマ政権

～懸案の不良資産対策を発表、今後は金融規制問題、住宅・自動車問題にも注力へ

オバマ大統領就任から約3ヵ月となる。景気が大きく後退を見せるなか、予断を許さない状況が続いているが、最優先課題であった景気対策法が実施に移され、待たれていた不良資産対策が発表されるなど金融安定化策が出揃い、さまざまな対策が始動した。当面、これらの政策遂行とその実効性が検証されるとともに、金融規制問題や住宅・自動車問題が注目されよう。以下では不良資産対策を中心に整理した。(金融安定化策については4/24発行予定の基礎研レポート5月号、検証「オバマノミクス」を参照下さい。)

(金融安定化策)

●不良資産処理策の発表で、金融安定化策が出揃った形に

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。

しかし、最も注目されていた不良資産の買取りについては、民間資金を活用するファンドを組成し、買取り価格設定等について民間の参加を求めるとしながらも、具体策の提示は先送りされていた。それから一ヵ月半後の3/23に、財務省はFDIC、FRBとともに、金融機関のバランスシート修復のために、「官民投資プログラム」を発表した。今回の発表で、オバマ政権の金融安定化策としての上記の4点セットが出揃ったこととなる。3/23に発表の要旨は以下の通りとなる。

●不良資産をローンと証券に区分、民間主導の形に

官民投資プログラムはTARPからの750～1000億ドルと民間資本により5000億ドルの不良資産(今回より“Legacy Asset”と呼称)を買い取り、その後、1兆ドルまで拡大する。買い取り方法としては、まず金融機関の抱える不良資産をローンと証券に分け、それぞれで異なった方法を取る。

<ローンの場合>

- ① 処理したい不良資産を抱えた銀行がFDICに申し込む。
- ② FDICは入札にかけ、民間の買い手が応札する。最高額の入札者が買い取り、FDICは買い取り価格の6/7を提供(損失保証つき貸出し)する。
- ③ 残りの1/7は投資部分とし、財務省と買い手が折半する。
- ④ 買い取り資産の管理・処分は、買い手が、FDICの監視下で、承認されたアセット管理者を使用の上で行う。

<証券の場合>

- ① 財務省は実績のある機関投資家5社を選別。選別された5社は、官民投資プログラムに参加して投資を行う。政府は、投資家と折半で投資を行い、また、政府の投資額と同額のローンを提供するが、必要に応じて全体の投資額(政府+投資家)までのローンを提供する。
- ② その後の投資に関する決定は、投資家が行う。また、当該資産を担保にFRBのTALF(資産担保証券貸付制度)に参加できる。
- ③ なお、買い取り証券は、昨年までに発行され、発行時トリプルA格だった住宅・資産担保証券に限定される。

(図表4) 包括的金融対策の概要

<p>1.資本注入(CCP)</p> <p>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1000億ドル以上の大手銀行を対象に実施中。</p> <p>②追加の資本注入には、貸出し増加の条件を付す。</p> <p>③早期に民間資金に置き換えるよう促す。</p> <p>④TARPの残額は1096億ドル(3月末)。</p>
<p>2.不良資産買い取り</p> <p>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(PPIFs)する。</p> <p>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、買い取り後の資産処理は民間主体で行う。</p> <p>③財務省の資金は最大1000億ドル、不良資産買い取り規模は、最大1兆ドル。</p>
<p>3.貸し渋り対策</p> <p>①FRBと協力、個人・企業向け融資を最大1兆円に拡大。</p> <p>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。</p> <p>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より運用開始すると発表。</p>
<p>4.住宅ローン対策</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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

財務省では、今回の買い取り策では、特に以下の三点に配慮したと説明している。①税の効率的な利用を最大限に発揮すること、②投資が失敗した時の投資家のリスクを限定する半面、うまくいけば政府にも利益が生じる、③買い取り価格に民間の競争を導入し、政府が高すぎる買い物をしない仕組みとした。また、このようなプログラムの採用事由は、「銀行に不良資産処理を任せると日本のように金融危機を長引かせ、また、政府が購入の場合、高額買い取りを含む全てのリスクを負うため」としている。

2月発表時に失望感から株価急落を招いたのに反し、今回は株価の急騰となったが、半面、以下のような批判も見られる。

- ① 最大1兆ドルとする金額は、不良資産全体(現在、政府・FRBが資産査定を実施中)か

ら見て不足。②投資家の損失リスクは、買取りサイドに手厚く、売りサイド（銀行）では買取り価格次第で損失が拡大するため、実際の応募がどの程度あるか疑問。③投資家の買取りリスクが低い分、政府の負担が大きく“無駄金”との批判も。

今回、金融安定策が出揃ったことで、当面、それらが実施に移されることによる効果を待つこととなる。今後は、金融危機の防止に向けた金融規制改革が注目されることとなりそうだ。

3、実体経済の状況 ～経済指標に下げ止まりの動きも

前述のように、最近発表された経済指標には、景気の後退が続く中、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、今後の回復の可能性を示唆するものも散見される。住宅関連では、持ち直しの動きを見せる中、購入環境の改善が注目される。製造業関係で回復が目立ったのは、2月耐久財受注の増加であるが、3月ISM製造業指数でも受注指数の上昇が急であり、持続的な改善となるかが注目されよう。

(個人消費の動向)

●3月小売売上高は、前月比▲1.1%と予想外の減少

3月小売売上高は、前月比▲1.1%（2月同0.3%）となり、3ヵ月ぶりにマイナスに転落し、市場予想の同0.3%を大きく下回った。前年同月比では▲9.4%と昨年12月（同▲10.5%と1968年の統計開始以来最大の下落）以来の大幅マイナスとなる（図表5）。

自動車を除いた小売売上高では前月比▲0.9%（前年同月比▲6.0%）、自動車とガソリン販売を除いた小売売上高では同▲0.8%（同▲1.6%）となった。

項目別では、自動車販売が前月比▲2.3%（2月同▲3.0%）と連月の減少、ガソリン販売が同▲1.6%（同3.1%）となったのに加え、電気機器が同▲5.9%（同0.7%）の減少が大きく、衣料品等が同▲1.8%（同2.8%）、家具等同▲1.7%（同0.5%）、など多くの項目で減少に転じた。半面、前月比で増加したものは、食料品店の同0.5%（同▲0.1%）、ヘルスケアの同0.4%（同0.6%）に留まった。

なお、前年同月比では、ガソリン（同▲34.0%）、自動車販売（同▲23.5%）、家具等（同▲13.1%）、電気機器（同▲9.5%）、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4.4%）、飲食店（同2.2%）、食料品（同1.6%）、総合商店（同1.3%）等に限られ、増加率も低い。

イースターの4月へのずれ込み等の要因はあるものの、雇用統計の悪化等が消費者マインドを冷え込ませたと見られ、1月・2月の小売売上高増で楽観視していた市場に冷や水を浴びせた形となった。

●3月自動車販売は、前月比で回復するも、年率1000万台割れが持続

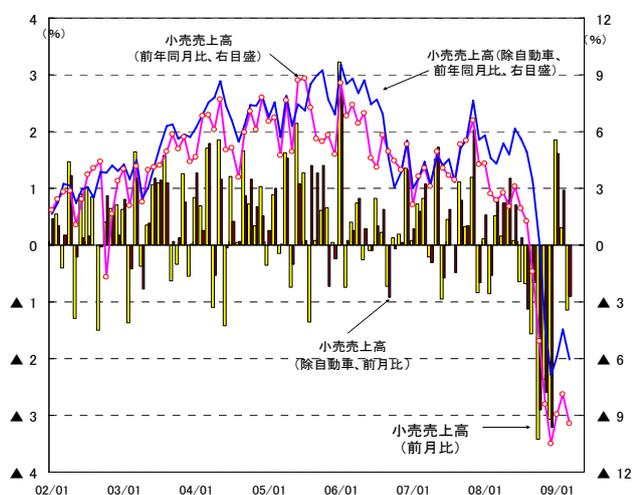
3月自動車販売を台数ベースで見ると、986万台（オートデータ社、年率換算）と前月（同912万台）から8.1%の増加となった。市場予想の年率920万台を上回ったが、前年比では▲34.7%の大幅減少と水準は低く、82年以来26年ぶりの年率1000万台を下回る推移が続いている。もっとも、

前月比での増加は3ヵ月ぶりであり、底打ちとの見方も一部に見られる。

車種別では、乗用車が同509万台(前年同月比▲32.1%)、軽トラックが同478万台(同▲37.2%)だった。国産・輸入別では、国産車が692万台(同▲37.5%)と落ち込みが大きい一方、輸入車は294万台(同▲26.9%)への減少に留まり、輸入車の販売シェアは29.8%となった(図表6)。

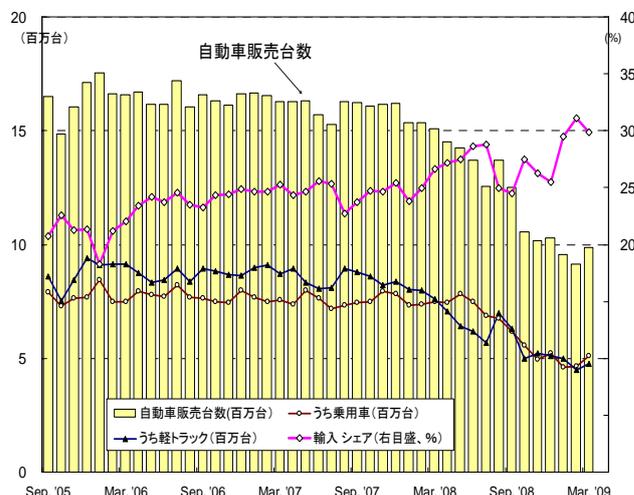
メーカー別では、GMが前年同月比▲44.7%、フォードが同▲40.8%と減少が目立ったほか、米国トヨタが同▲39.0%、米ホンダが▲36.3%と続いた。なお、自動車購入者が失職した場合に、自動車返却によりそれ以降のローン支払いを停止するオプションを付けた現代自動車では同▲4.8%と減少が小さく、ユニークな販売方法が注目された。このため、GMでは、新車購入後2年以内に失業した場合、毎月の返済額から最大500ドルを最長9ヵ月間免除、フォードでは最長1年間毎月700ドルを減免する等の販売促進策を発表(3/31)している。

(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

● 2月個人消費は、統計開始以来の4ヵ月連続の前年同月比マイナスに

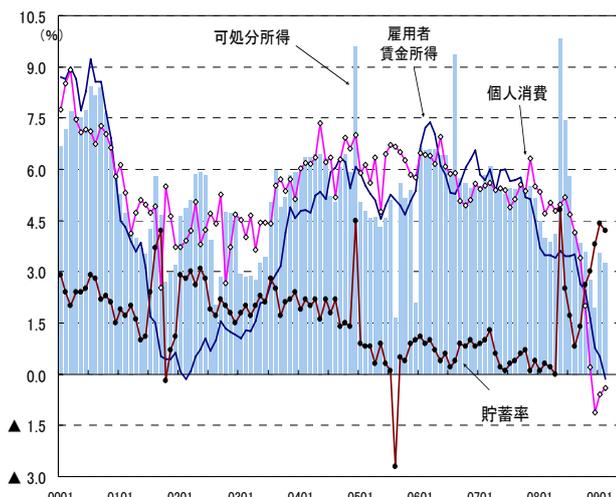
2月の個人所得は前月比▲0.2% (1月0.2%)、賃金所得は前月比▲0.4% (1月▲0.2%)となった。雇用減による賃金所得の低下と、金利、配当低下による利息、配当収入の減少(それぞれ前月比▲1.2%、同▲1.5%)が目立っており、個人所得の低下を招いている。ただし、税支払額は前月比▲1.4% (1月▲9.7%)と6ヵ月連続で減少したため、可処分所得は同▲0.1%のマイナス(1月は同1.6%)に留まった。

一方、個人消費は前月比0.2% (1月1.0%)と2ヵ月連続でプラスとなった。内訳では、耐久財のマイナスが同▲1.3%と減少したが、非耐久財が同0.8%となり、金額ベースで耐久財のマイナスを上回った。

前年同月比で見ると、賃金所得が同▲0.2% (1月0.5%)と7年ぶりのマイナスに落ち込み、個人所得全体では同1.0% (1月1.4%)となった。可処分所得は同3.2% (1月3.5%)と伸びを低下させながらも個人所得を上回る伸びを維持したが、個人消費は同▲0.4% (1月▲0.6%)と3ヵ月連続でマイナスに落ち込んだ(図表7)。

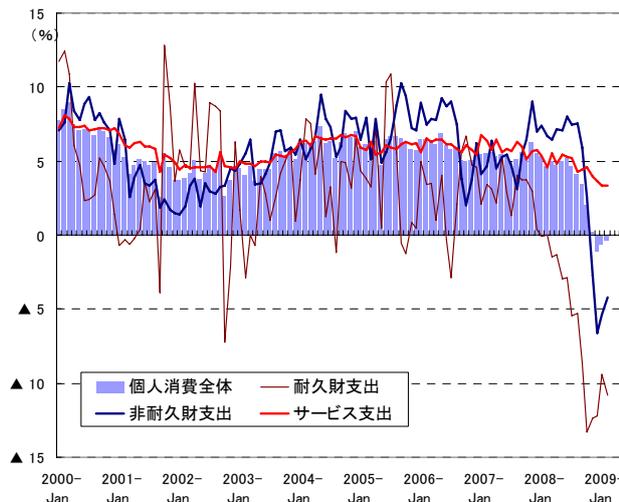
個人消費が前年同月比でマイナスとなったのは、今回リセッションを除くと1959年の統計開始以来はじめてのこととなる。個人消費を耐久財、非耐久財、サービス支出に分けて前年比の伸び率を見ると、変動の激しい耐久財が二桁のマイナスに落ち込んだのに加え、1961年4月(同▲0.1%)を除くとマイナスとなったことがなかった非耐久財が、今回は同▲4.2%と4ヵ月連続でマイナスに下落したことが大きい。10-12月期の名目GDPではエネルギー、食費、衣料費が落ち込んでおり、そうした影響を受けたものと思われる(図表8)。

(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

(図表8)個人消費内訳の伸び率(前年同月比、%)



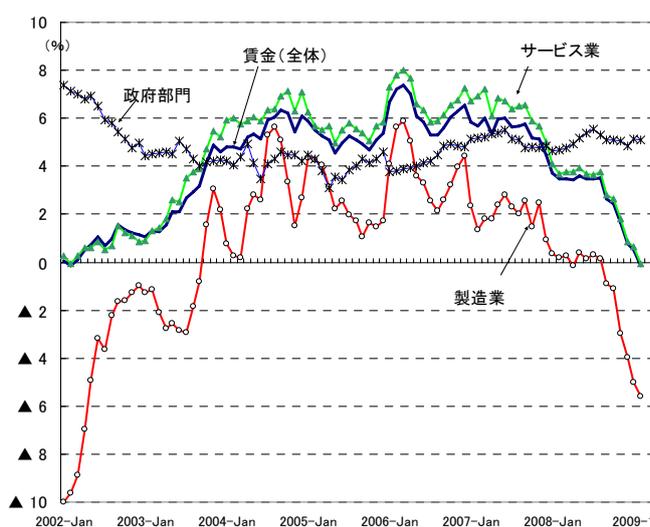
(資料) 米国商務省

● 2月雇用者賃金所得は、7年ぶりの前年同月比マイナスに

賃金所得について、業種別に2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▲5.6%(1月同▲5.0%)と低下する一方、賃金所得全体の6割超を占め、賃金所得のトレンドを左右する民間サービス業の伸び率も同▲0.1%(1月同0.7%)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4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のその他サービス業の伸びが低下(2月は同0.5%)したことが大きい(図表9)。

こうした所得を下回る消費の動きを受け、可処分所得比の貯蓄率は4.2%と2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ている。なお、FRBの注目する個人消費のコア価格指数は、前月比は2ヵ月連続で0.2%、前年同月比では1.8%(1月同1.7%)とFRBの好ま

(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

しいとしていた上限の 2.0%を下回って推移している。

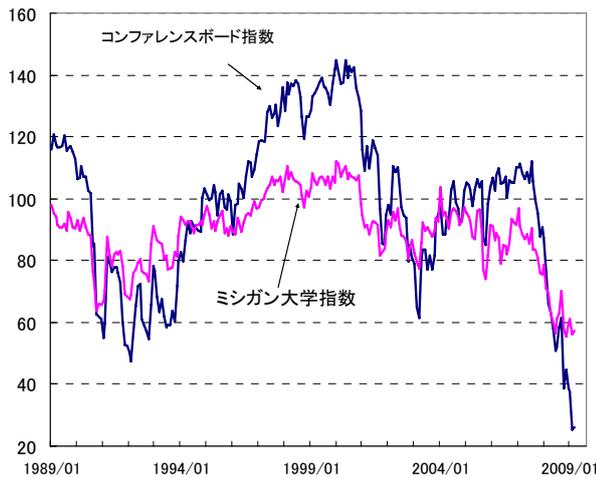
(景況感)

●コンファレンスボード消費者信頼感指数は、過去最低の前月を若干上回る

3月コンファレンスボード消費者信頼感指数は 26.0 (2月 25.3) と、市場予想 28 を下回り、前月の 1967 年の統計開始以来の過去最低値を若干上回る水準に留まった。期待指数が 27.3→28.9 と上昇したが、現況指数が 22.3→21.9 と低下した。コンファレンスボードでは、「消費者は当面の先行きに極めて悲観的であり、向こう 6 ヶ月に景気が改善するとは見ていない」としており、消費者の景気、特に雇用面への悲観的な見方を示すものとなった。

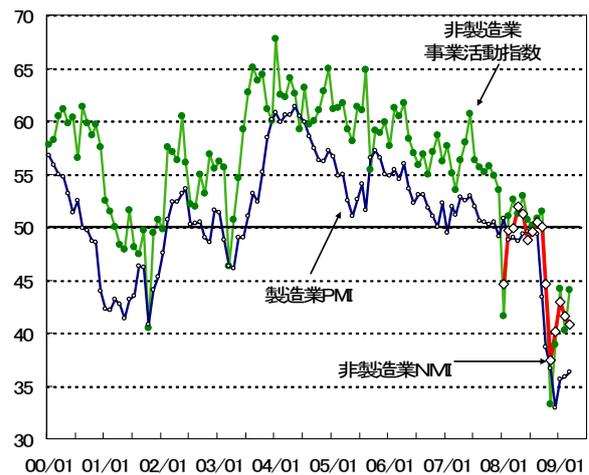
一方、3月ミシガン大学消費者マインド(確報値)は 57.3 (前月 56.3) と上昇、市場予想 (56.8) を上回った。期待指数が上昇 (50.5→53.5) したのに対し、現況指数は低下 (前月 65.5→63.3) した。コンファレンスボード指数同様、先行きの景気への不透明感の高まりと、雇用等の落ち込みを懸念したものとなった(図表 10)。

(図表 10) 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

(図表 11) ISM 指数の推移



(資料)Institute for Supply Management

●ISM製造業指数は 36.3 とやや上昇回復するも、非製造業指数は 40.8 に低下

企業のセンチメントを示す ISM (米供給管理協会) 指数は、3月製造業指数 (PMI) が 36.3 と、前月 (35.8)、市場予想値 (36.0) を若干上回り、3ヵ月連続の上昇となった。しかし、指数の水準は低く、最近のボトムで、1980年6月 (30.3) 以来 28年ぶりの低水準だった 12月 (32.9) を 3.4ポイント上回るに過ぎない。また、製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる 50についても、14ヵ月連続で大きく下回った水準にある。発表元の ISMでは、PMI が示す経済全体の分かれ目 (GDP のゼロ成長) は 41.2 であり、3月 PMI (36.3) は、実質 GDP の年率▲1.6%に対応している。

また、2月の非製造業指数 (NMI : 注) は 40.8 と 2月 (41.6) から▲0.8ポイント低下し、市場予想 (42.0) を下回った。NMI は 9月金融危機以降 50 を大きく割り込み、50割れは今回を

含め6ヵ月連続となる。なお、事業活動指数は44.1と前月(40.2)から3.9ポイント上昇、NMIが雇用指数下落の影響を受けて低下したものの、事業活動指数で見た景況感は改善している。

今年に入ってからISM指数は、“フリーフォール”の状態を呈した昨年末から落ち着きを取り戻しつつあり、模様眺めの展開を見せている。中でも、製造業指数を構成する中核的な指数である新規受注・生産指数の大幅な持ち直し(12月との比較ではそれぞれ+10.1、+18.1ポイント上昇)は、水準は低いとは言え、12月が指数としては底であった可能性を示唆する動きとして注目される。今後は、受注改善が生産増に繋がるかが注目されよう。

ただし、製造業、非製造業とも全般的な指数の水準は低く、依然として厳しい状況におかれているのが実体である。特に、雇用指数は製造業、非製造業とも全体の指数の中で最低水準にあり、最近の最低値を付けた12月をも下回るなど、雇用の厳しい冷え込みを示している。

(注:NMI(=Non-Manufacturing Index)は、2008年1月より非製造業指数の総合指数として発表を開始。事業活動、新規受注、雇用、入荷遅延の各指数の均等ウェイトで構成されている。なお、ISM指数の詳細は、経済・金融フラッシュ4月6日号を参照下さい)

(住宅市場の動向)

● 3月新規住宅着工は、前月比10.8%減に

3月新規住宅着工戸数は、年率51.0万戸と前月比▲10.8%(2月は同57.2万戸)となり、市場予想(同54.0万戸)も上回った。同指数は1月まで1959年の統計開始以来の最低値の更新を続けた後、2月に8ヵ月ぶりの増加を見せていたが、再び減少の動きとなった。もっとも、2月の増加は変動の大きい集合住宅の倍増(1月年率11.9万戸→2月同20.2万戸→3月同11.6万戸)によるところが大きく、太宗を占める一戸建て住宅は、年率35.8万戸(前月35.8万戸)とほぼ横ばいだった。

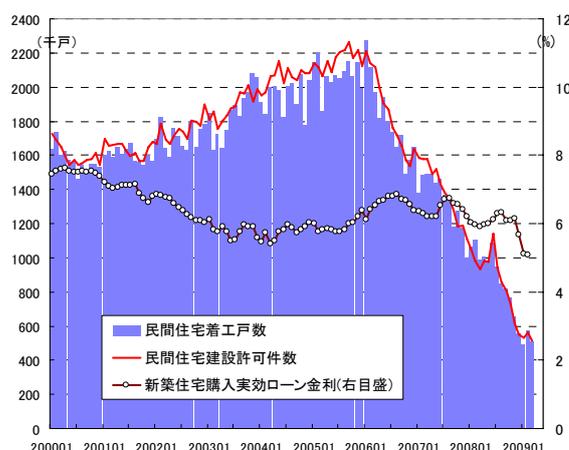
一方、先行指標となる3月住宅着工許可件数も、年率51.3万戸(前月比▲9.0%)と減少、こちらも2月の8ヵ月ぶりの上昇から反落した。また、一戸建て住宅は、年率36.1万戸(前月同39.0万戸)と前月比▲7.4%の減少を見せた。

これまで、住宅着工は、販売不振と販売在庫負担を事由に悪化を続けてきた。販売不振の背景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続いていることも大きい。住宅着工件数の回復には販売市場の回復が前提となることは言うまでもないが、3月住宅着工の前年比は▲45.0%と、これまでの落ち込みが大きい半面、1月水準(年率48.8万戸)を上回っていることから、現状近辺での底打ちを探る動きとなる可能性も出てきたと言えよう。

● 2月中古住宅販売は、前月比5.1%と2ヵ月ぶりの上昇

全米不動産協会(NAR)が発表した2月中古住宅販売戸数は年率472万戸となり、前月の現

(図表12) 新規住宅着工の推移(月別)



(資料) 米国商務省

行ベースの統計開始以来の最低値（同 449 万戸）から 5.1%増加、市場予想（同 445 万戸）を上回った。前年比では▲4.6%の減少となる。このうち、一戸建て販売は年率 423 万戸（前月比 4.4%、前年比▲3.6%）、集合住宅は同 49 万戸（前月比 11.4%、前年比▲13.1%）だった。

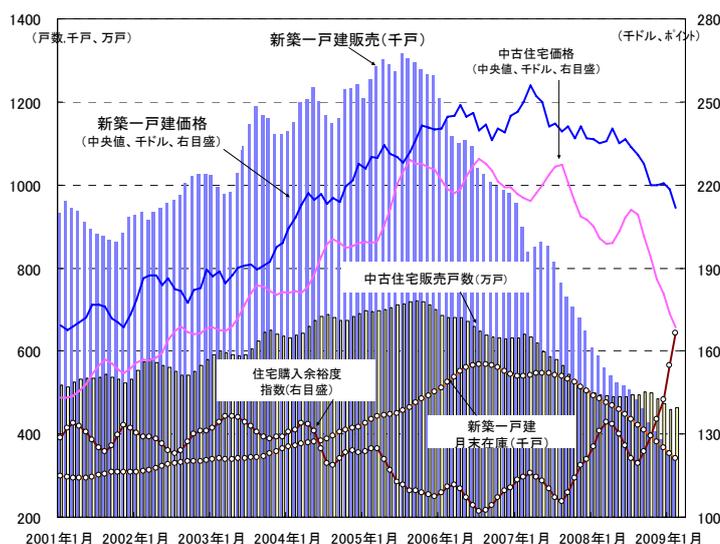
一方、2月の中古住宅販売価格（中央値）は 16.54 万ドル（前年比▲15.5%）、前月比では 0.4%と僅かではあるが8ヵ月ぶりの上昇となった。ピークの 23.02 万ドル(2006年7月)からは▲28.1%の下落となる。

地域別に前年比の動きを見ると、販売状況では、西部が 30.4%と急速な増加を見せたが、それ以外の地域ではいずれも前年比▲11%以上の減少を続けている。半面、販売価格の前年比では、西部が▲30.3%と急速な下落となったが、それ以外の地域ではいずれも前年比▲10%以下の下落に留まる。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 379.8 万戸（1月 361.1 万戸）と7ヵ月ぶりの増加となった。ただし、販売も増加したことから、月間販売比でみた月数では 9.7 ヵ月分と前月から横ばいに留まった。依然、住宅ブーム時の 2005 年（平均同 4.5 ヵ月分）の倍を超える高水準にある。

NARでは、「住宅の一次取得者が全体の4～5割を占める投げ売り物件を中心に取引を活発化している。特に、西部の販売回復は予想以上だ。」「購入余裕度指数は記録的な高水準にあり、2月の住宅購入希望者は5%ほど増加している。一次取得者への優遇税制、住宅ローン申し込みの増加、金利の低下、春の住宅購入シーズン入り等からシーズンの終わりにかけての販売増を期待している」とコメントしている。現状では、信用不安による住宅ローン貸付基準の引き締めが続き、価格調整もしばらく持続すると見られるが、上記のように住宅投資を取り巻く環境の改善が進んでおり、政府・FRBが注力している金融安定化策が進展し、資金が回り始めれば、販売回復の動きも期待できる状況となりつつある。

(図表 13) 新築・中古住宅販売の推移(3ヵ月移動平均)



(資料) 商務省、NAR

● 2月新築住宅販売は、前月比 4.7%と7ヵ月ぶりの上昇

商務省発表の2月新築一戸建住宅販売戸数は、年率 33.7 万戸（前月比 4.7%）と市場予想（同 30.0 万戸）を上回り、7ヵ月ぶりの上昇となった。前年同月との比較では▲41.1%の大幅減少ながら、前月（▲46.1%）から減少幅を縮小した。なお、1月販売数（32.2 万戸）は、1963 年から続く現統計の最低値（81 年 9 月同 33.8 万戸）を下回り、過去最低を更新していた。

地域別の販売状況はまちまちで、中古販売と対照的に西部（前年同月比▲54.2%）の落ち込み

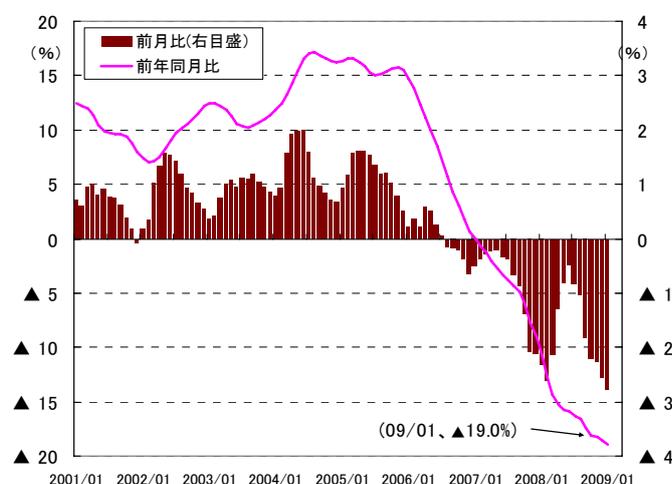
が大きい半面、北東部は同▲25.6%に留まる。また構成比で過半を占める南部は同▲38.5%の減少だった。新築一戸建て販売価格（中央値）は 20.09 万ドルで、前月比▲2.9%、前年比▲18.1%となった。また、2月末の在庫は 33.0 万戸（1月 34.0 万戸）と 22 ヶ月連続で減少し、販売比でも 12.2 ヶ月分と 2 ヶ月ぶりに減少したものの、依然、過去最高水準に近い高水準にある。

新築住宅販売では、中古販売同様に在庫負担が重く、また、中古住宅価格の値下がりの影響を受ける一方、新築住宅の値下げにはおのずから限界もあり、当面、新築住宅の調整は持続すると思われる。

● 1月ケース・シラー20 都市住宅価格指数は、前年比▲19.0%と過去最大の下落率

S & P 社が 3 月末に発表した 1 月ケース・シラー20 都市住宅価格指数は、前月比▲2.8%（12 月▲2.6%）と下落幅を拡大、前年比では▲19.0%（12 月は同▲18.6%）となり、市場予想の下落幅（同▲18.6%）を上回った。また 10 都市指数は、前月比▲2.5%（1 月は同▲2.3%）、前年比▲19.4%（1 月は同▲19.2%）の下落となった。両指数とも前年比では、其々の公表開始以来（20 都市指数は 2000 年、10 都市指数は 1987 年）の最大の下落率となった。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▲29.1%、10 都市指数が▲30.2%となった。

（図表 14） ケース・シラー20 都市住宅価格指数の推移



（資料） S&P 社

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、月を追う毎にマイナス幅を拡大している。また、前月比の下落率は、昨年 7 月以降 7 ヶ月連続で拡大、特に 9 月金融危機後の下落速度の加速が急である。

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。最大の下落となったのはフェニックス（前年比▲35.0%）で、以下ラスベガス（同▲32.5%）、サンフランシスコ（同▲32.4%）、マイアミ（同▲29.4%）、ロスアンゼルス（同▲25.8%）と続く。半面、小幅なのは、ダラス（同▲4.9%）、デンバー（同▲5.1%）等で、ボストン（同▲7.3%）、ニューヨーク（同▲9.6%）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（▲48.5%）で、もっとも小さいのはシャーロット（▲10.8%）だった。

（生産部門・雇用の動向）

● 3月鉱工業生産指数・設備稼働率では、5 ヶ月連続の下落

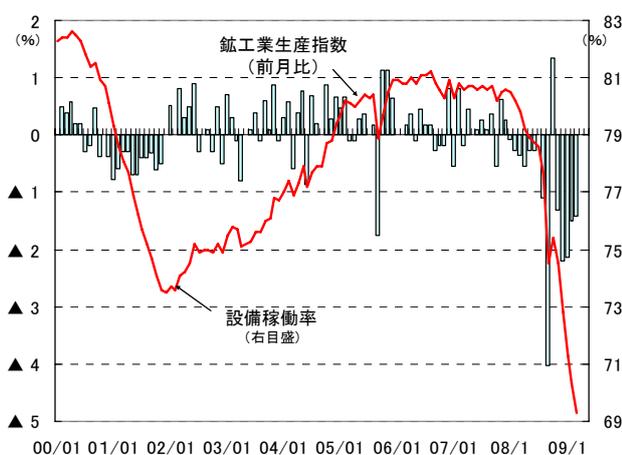
3 月の鉱工業生産指数は前月比▲1.4%（2 月同▲1.5%）と 5 ヶ月連続の大幅下落、市場予想（同▲0.9%）を上回る低下幅となった（図表 15）。ほとんどの業種が前月比で減少する中、自動車産業が

同 1.5%、電力・ガス同 1.8%と数少ない増加業種となった。一方、ハイテク産業では同▲3.1%と大幅マイナスを続けた。なお、自動車業界を除くと、全体のマイナス幅は前月比▲1.6%となる。

3月の設備稼働率は69.3%と2月(70.3%)から5ヵ月連続で低下した。市場予想(69.6%)を下回り、1967年の本統計開始以来の最低稼働率となる。

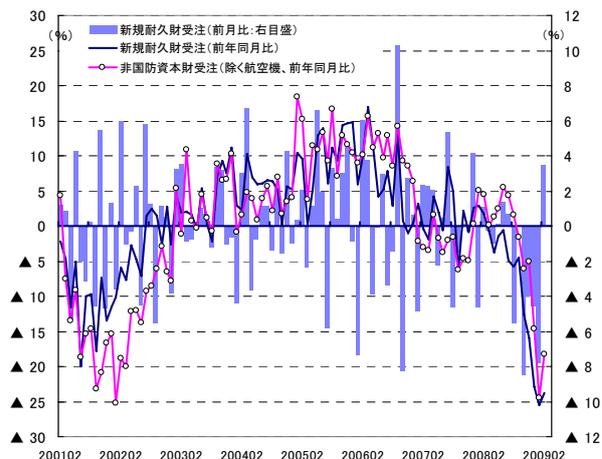
業種別では、前月を上回ったものの自動車が42.8%(2月42.0%)と主要業種中で最低値にあり、ハイテク産業も60.8%(2月63.1%)と水準を切り下げている。なお、長期的な平均稼働率水準(1972～2008年の平均)は80.9%で、2007年1月以降27ヵ月連続で下回っている。

(図表 15) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表 16) 新規耐久財受注の推移(月別)



(資料) 米国商務省

● 2月新規製造業受注は、7ヵ月ぶりに前月比でプラス転換

2月新規製造業受注は前月比1.8%(1月同▲3.5%)、新規耐久財受注は同3.5%(1月▲7.8%)といずれも7ヵ月ぶりのプラス転換となった。もっとも、6ヵ月連続のマイナスが続いた後であり、前年同月比では、新規製造業受注は▲18.3%(1月▲24.5%)、新規耐久財受注は▲23.8%(1月▲25.5%)と大きく落ち込んだ状況が続いている。なお、非耐久財では前月比0.3%(1月0.5%)と連月のプラスとなった。-

製造業受注を業種別にみると、好転が目立ったのは機械部門で、建設機械(1月の前月比▲31.4%→182.2%)、一般機械(同▲31.9%→53.3%)等の反転により、前月比12.7%と伸張した。そのほかコンピュータが増加(1月の前月比▲4.3%→16.0%)したコンピュータ・電子機器部門は同7.3%となった。

また、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は同7.1%(1月▲12.3%)と3ヵ月ぶりにプラスに転じ、伸び率としては4年半ぶりの大幅なものとなった。一方、前年同月比では、非国防資本財受注(除く航空機)は▲18.3%(1月同▲24.5%)と6ヵ月連続のマイナスを続けた(図表 16)。

なお、2月の製造業在庫は前月比▲1.2%(1月は同▲1.1%)と減少したが、出荷が前月比▲0.1%(1月は同▲2.6%)と微減に留まり、製造業の在庫/出荷倍率は1.45(1月1.46)と7ヵ月ぶりに減少した。

● 3月雇用統計は66.3万人減、失業率は8.5%に急上昇

米労働省発表の3月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲66.3万人と、市場予想の66万人減とほぼ同値となった。また、過去2ヵ月に遡っての改定は、1月分が▲65.5万人→▲74.1万人へと拡大したものの、2月分の減少幅は変わらず合計▲8.6万人の下方修正となった。なお、1月の減少数は1949年10月(▲83.4万人)以来の記録となる。昨年9月金融危機以降の月平均雇用者減は▲57.6万人、累計では▲403万人と、雇用減少は、依然急増した状態が続いている。今年の年初からの雇用減は月平均▲68.5万人、累計では▲205.5万人となった(図表17)。

部門別の動きでは、サービス部門が前月比▲35.8万人と5ヵ月連続で30万人を超える減少幅となった。金融危機以前は、サービス業の減少幅がこんなに大幅なものとなることは極めて珍しく、20万人を超えるサービス部門の減少は1983年8月(▲41.2万人)以来25年ぶりのこととなる。

また、製造業は前月比▲16.1万人となり、昨年10月以降、▲10万人台の減少が続いている。なお、1月分が▲26.2万人と下方修正されたが、減少幅では1975年2月(▲34.0万人)以来34年ぶりの減少幅となる。建設業でも同▲12.6万人と▲10万人台の減少が3ヵ月続き、21ヵ月連続の減少となった。

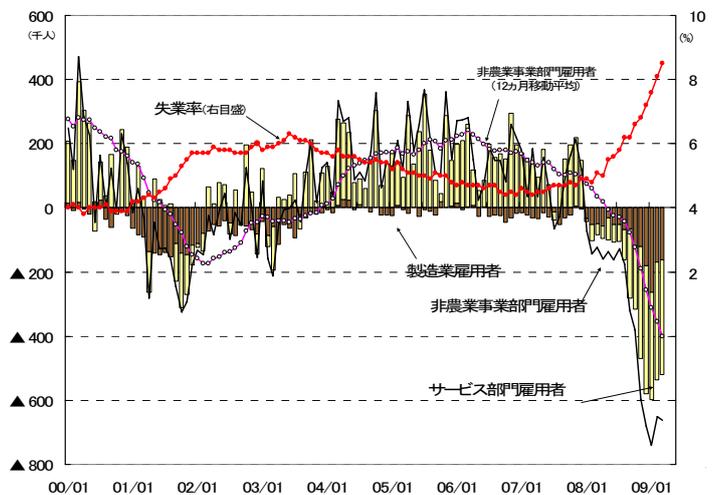
製造業の雇用を業種別に見ると、金属加工が同▲2.8万人、機械が同▲2.7万人、自動車と同▲1.8万人等の減少が大きかった。民間サービス業では、人材派遣(Employment services)の減少(同▲8.8万人)が大きく、小売業(同▲4.8万人)、金融(同▲4.3万人)、レジャー関連(同▲4.0万人)、卸売業(同▲3.1万人)、運輸・倉庫(同▲3.4万人)等の減少も目立った。なお、増加したのはヘルスケア(同1.4万人増)など一部の業種に限られた。

一方、3月の失業率は8.5%と前月(8.1%)を大きく上回り、一段の上昇を見せたが、市場予想とは一致した。失業率は、金融危機時には6.2%だったが、半年の短期間で2.3%ポイントの急上昇となる。また、現在の水準は1983年11月(8.5%)以来、25年半ぶりの高水準となる。

● 3月賃金上昇率は前年比3.4%～急速な雇用悪化が個人消費を抑制

3月の時間当たり平均賃金(民間)は18.50ドル(前月比0.2%)と前月(同0.2%)並み、前年同月比では3.4%と前月(同3.6%)から低下した。また、前年同月比で業種別の賃金上昇率を比較すると、専門・事業サービス7.5%、建設4.8%、鉱業4.6%等が高いものの、これらの業種を除くと、全般2%台以内に収まるものが多く、小売(1.2%)、公益(1.6%)、その他サービス(1.9%)等では1%台に留まる。

(図表17) 雇用者増減の推移(前月比)

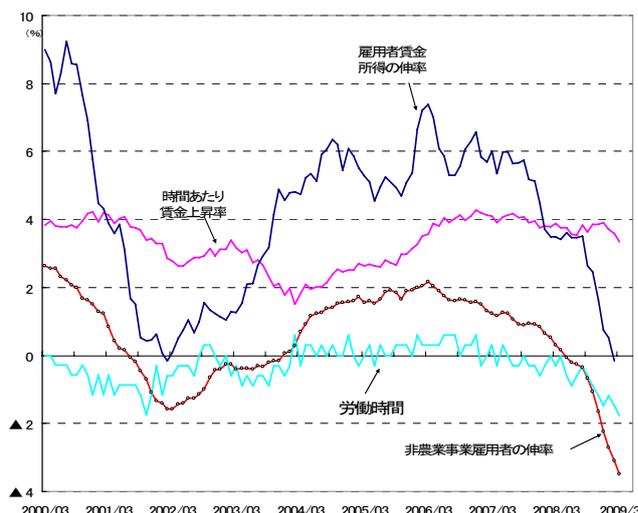


(資料)米労働省

米国経済は2007年12月以降リセッション入りとなっており、2008年は、年初より雇用者数の減少が続いていたが、9月金融危機以降は減少者数が急増を見せ、前記のように9月以降の雇用減は403万人と400万台を超えている。また、10月に1000万人の大台を突破した失業者数は、3月には1316万人に達し、失業率も8.5%に急上昇した。

こうした雇用者数の急速な悪化に加え、3月の労働時間は33.2時間/週と短縮が進み、前年比の伸び率は▲1.8%と1996年1月(同▲2.0%)以来の減少幅を記録した。労働時間の減少はさらなる雇用者減を示唆している。また、雇用者数、労働時間の減少により、3月週当たり民間総労働時間(週労働投入量指数)は、前年比▲6.1%と下落、1975年6月(▲6.5%)以来の減少率となっている。これらの減少は、雇用者全体の所得の伸びを減じる。既に、2月の雇用者賃金所得は前年比▲0.2%と2002年以来のマイナスに転じており、今後もさらに下落する可能性が強い。雇用者所得の伸びの下落は、個人消費支出を抑制し、さらに雇用の悪化へと繋がる悪循環を懸念させる(図表18)。(雇用統計の詳細は、経済・金融フラッシュ4月6日号を参照下さい)

(図表18) 雇用状況の推移(前年同月比、%)



(資料)米労働省、商務省

(貿易赤字)

●大幅減続く米貿易赤字～2月は▲260億ドルと前年比▲58%の減少

米商務省発表の2月財・サービスの貿易赤字額は、▲259.7億ドル(国際収支ベース、季節調整済)と1999年11月(▲257.5億ドル)以来の低水準となり、市場予想(▲360億ドル)、前月(▲362億ドル)をともに大きく下回った。前月比では▲28.3%と7ヵ月連続の縮小、前年比では▲58.0%と4ヵ月連続の縮小となった。

輸出入の動きを見ると、輸出は前月比1.6%と7ヵ月ぶりに増加したが、輸入は同▲5.1%と7ヵ月連続で減少した。一方、前年同月比では輸出が▲16.9%、輸入が▲28.8%と、両方とも減少したが、輸入の減少率が大きく、また、輸入の方が金額ベースの規模が大きいこともあり、赤字額の減少が急速に進んだ(図表19)。

●輸入減の主因は石油の減少～自動車も大幅な減少に

輸入減少の最大の要因は、石油・石油製品の輸入減にある。原油価格の下落もあって、石油輸入は前年同月比▲56.0%と半減しており、石油以外の財輸入(同▲26.0%)との比較では減少幅が倍以上となる。なお、石油に次いで減少幅が大きいのは自動車で前年比▲53.5%だった。

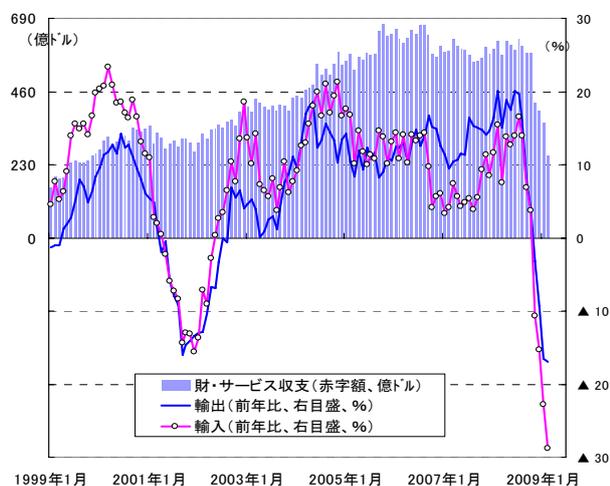
一方、輸出の減少について前年比で見ると、自動車が同▲44.4%と大幅な減少となったことが大きい、そのほか工業用原材料が同▲30.3%、食料が同▲19.2%、等の減少率が大きかった。

なお、石油・石油製品の輸入については、景気要因に加えて価格下落要因が大きいため、金額ベースの縮小が加速している。このため、貿易赤字（財ベース）に対する石油・石油製品の赤字のシェアは、原油価格が高騰した2008年7月の57.9%をピークに、2月には37.1%へと急速な縮小を見せている(図表20)。なお、2月の原油輸入価格は39.22ドル、昨年2月は84.76ドル、ピークは2008年7月の124.66ドルだった。

貿易赤字全体の縮小に伴い、2月の地域・国別貿易収支（サービス除き、季節調整前）も、押しなべて急速な縮小を見せた。米国の最大の貿易赤字国は依然中国であることに変わりはないが、2月の対中赤字額は▲142億ドルと前月（▲206億ドル）から急減した。国別赤字額の第二位はメキシコの▲31億ドルで、以下、日本▲22億ドル、ドイツ▲19億ドル、▲カナダ18億ドルと続いている。

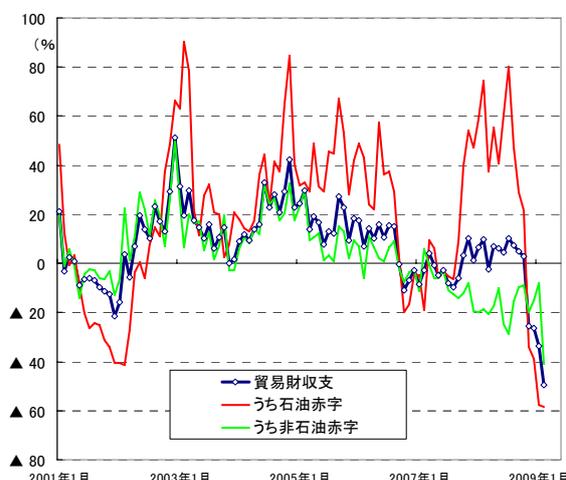
（貿易収支の詳細は、経済・金融フラッシュ 4月10日号を参照下さい）

（図表19）貿易赤字と輸出入(前年比)の推移



（資料）米商務省、国際収支ベース、季節調整済

（図表20）石油赤字が一転大幅減に(前年比)



（資料）米商務省、(季節調整済、サービス除き)

（金融政策の動向）

● 3月FOMCでは「ゼロ金利」政策を維持し、1965年以来の長期国債買い入れを表明

FRBは3月17・18日に開催のFOMCで、前回同様、「0～0.25%」にあるFF目標金利水準を据え置くことを決定、声明文に前回（1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」と記載、当面の金利据え置きを示唆した。

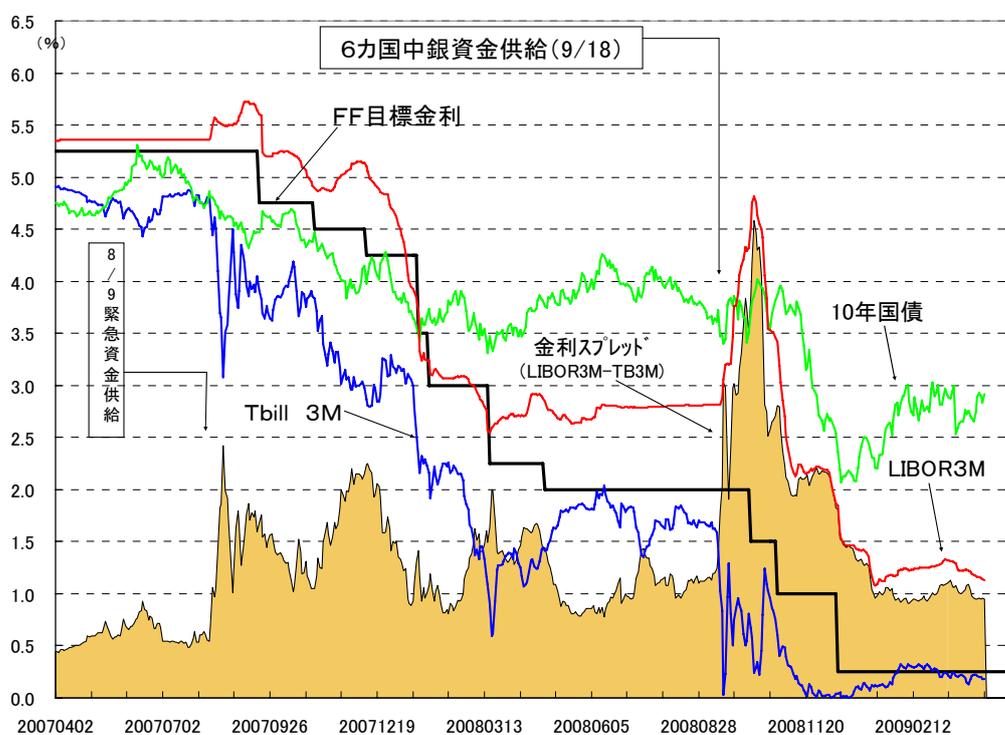
今回のFOMC声明文では、「経済が引き続き後退している」とし、「雇用減、株価と住宅価格の下落、信用状況の逼迫が消費者マインドに影響し、消費を抑制している。販売見通しの弱さと借り入れの困難が在庫と設備投資を減少させている。海外の多くの主要輸出先もリセッションに陥り、輸出はスランプである。当面の経済は弱いものの、財政・金融の刺激策が相まって、緩やかで持続的な成長に寄与しよう。」と景気への懸念が強い状況を指摘した。

また、インフレ面では、「インフレ圧力が抑制される」ことを見込む一方、「今後の物価が、長期で安定的な成長を維持する物価水準を下回って推移するリスクがある」と前回同様、デフレへの警戒を示した。

このため、政策面では「FRB は利用可能なあらゆる手段を用いる。住宅市場を支えるため、追加の政府機関MBS（モーゲージ担保証券）を 7500 億ドル買い入れ、年内の買い入れ限度を 1.25 兆ドルとする。さらに政府機関の負債買い上げ額を 1000 億ドル追加し、2000 億ドルを限度とする。また、信用市場の状況の改善のため、向こう 6 ヶ月間、3000 億ドルを限度に長期国債を買い入れる。家計や中小企業信用の拡大にむけ、FRB はターム物資産担保証券を担保とした貸付制度（TALF）に着手した。FOMC は FRB のバランスシートの規模を注意深く監視する」とした。長期国債の買い入れ発表後の 10 年国債金利は 0.47%低下、21 年ぶりの大幅な低下を見せた。

なお、「民間信用市場にターゲットを絞った現行の信用緩和策よりも、国債の買い入れによるマネタリーベースの拡大が、現時点では好ましい」と主張して前回反対したラッカー委員（リッチモンド連銀総裁）も賛成に回り、11 人全員の賛成となった。

(図表 21) 米国長短期金利の推移 (日別)



(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。