

### 底堅く推移するが住宅市場が陰る米国経済

永井 敏彦

#### 要旨

- ・ 米国経済は過熱感を回避しつつ程よい拡大を続けているが、その原動力は雇用である。但し、住宅販売件数の減少が目立つようになった。
- ・ エネルギーや各種原材料の価格高騰が続いておりインフレ圧力は安心できる状態ではないが、コア消費者物価は安定した状態を維持している。
- ・ FRBは3月28日のFOMCで、FFレート誘導目標水準を0.25%引き上げ4.75%とした。先々の利上げの可能性が言及されていたが、利上げの着地点は近い。

#### 雇用が景気拡大をリードするが個人消費には天候要因の反動も

米国経済は堅調な拡大を続けているが、その原動力は雇用の強さである。06年2月の非農業雇用者数は季調済前月比で+24万3千人増加となり、10万人を上回る増加幅が4ヵ月連続した。3月15日に発表されたBeige Book(地区連銀経済報告)によれば、雇用はほとんどの地区と産業セクターで増加した。

一方企業の景況感を示すISM指数をみると、製造業は1月:54.8 2月:56.7、非製造業は1月:56.8 2月:60.1といずれも上昇した(景気拡大・減速の分岐点は50.0)。昨年大型ハリケーン襲来後、納期遅延指数(原材料等の需給逼迫度合いを示す)や支払価格指数が急上昇したが、いずれの指数も昨年11月頃をピークに低下しており、需給の過熱感は和らいでいる。

また、鉱工業生産指数も順調に拡大している。2月の指数は季調済前月比で+0.7%の上昇となり、0.3%となった1月を除き、昨年10月以降比較的高い生産の伸びが続いている。

これらの指標を見る限り、景気は過熱感がさほど感じられない程よい拡大を続けてい

る。但し2月の景気拡大テンポは、比較的温暖な気候で経済活動が押し上げられた1月ほどではなかった。2月の小売売上高は季調済前月比で1.3%と、1月の増加(+2.9%)の反動がみられた。2月第2週の週末に大雪となり、寒冷気候により春物季節商品の販売が低調であった。

また、昨年秋以降顕著な回復をみせた消費者心理指数の動きは、まちまちである。ミシガン大学の消費者センチメント指数は12月の91.5をピークに低下を続け、3月には86.7となった。一方カンファレンスボードの消費者信頼感指数は、2月:102.7 3月:107.2と上昇した。

#### 住宅市場では価格高騰が続くが販売件数が減少

米国住宅公社監督局(OFHEO)によれば、05年10-12月期の住宅価格指数は前年同期比で+13.0%となった。04年7-9月期以降6四半期連続で、+12.0%を上回る上昇が続いている。

最近の住宅価格の特徴は、以前にも増して特定地域の上昇率が際立っていることである。太平洋沿岸部(Pacific)が+18.8%、山間部(Mountain)が+18.8%、大西洋南部(South

Atlantic)が+17.8%となったが、この三地方が全米平均の水準を引っ張る形になっており、その他地方の多くでは上昇率が6~7%になっている。

しかし、中古住宅販売件数は昨年6月(727万戸：季調済年率換算値、以下同じ)をピークに、新築住宅販売件数は昨年7月(137万1千戸)をピークに減少を続けている(図2)。直近数値をみると、中古は2月に前月比+5.2%増加の691万戸となったが、新築は2月に前月比10.5%減少の108万戸となった。

この結果、住宅販売業者が抱える在庫数の対月商比率が高まっている。中古は昨年3月の4.0をボトムに上昇を続け、今年2月には5.3となった。新築は昨年6月の4.1をボトムに上昇を続け、今年2月には5.2となった。

ここ半年ほどの間住宅販売が減少している原因は、金利上昇効果である。住宅ローン金利の代表的指標である30年固定金利は緩やかな上昇を続け、2月の平均で6.25%となった。前述のとおり、多くの地方では住宅価格上昇率(前年比)は6~7%であり、今後は採算面からも住宅投資が抑制気味になることが考えられる。

また05年12月に通貨監督庁(OCC)等

金融当局が、全米の金融機関を対象に住宅ローンの与信審査厳格化やリスク管理体制強化を求めた通達を出しており(詳細については「金融市場」06年3月号で説明)その効果について今後注目していく必要がある。

## インフレ圧力への注意が必要だが比較的安定した状態が続く物価

依然としてインフレ圧力への警戒を緩める状態ではないが、物価は比較的安定した状態にある。2月の消費者物価上昇率(前年同月比)は、+3.6%と1月の+4.0%より鈍化した。また2月のコアインフレ率は+2.1%であったが、昨年4月より+2.0~2.2%の落ち着いた水準の上昇率が続いている。

昨年秋には、ハリケーン被害の影響でエネルギー価格を中心にインフレ圧力が急速に高まり、FRB高官によるインフレ警戒発言が相次いだ。こうした動きにより、マーケットではFRBの連続的な利上げを織り込むようになった。さらにFRBは、05年12月13日のFOMC以降、「資源利用度」の上昇に着目している。資源とは具体的には、労働力や設備のことを指しているとみられる。つまり、労働需給や製品需給の引き締まりが続いているということである。

最近のインフレ圧力は、昨年秋ほどの勢いで



はないが、それでも安心できる状態までは弱まっていない。エネルギー価格やその他原材料価格(非鉄金属・アスファルト・セメント・木材・紙等)が高止まっており、時間当たり賃金上昇率もジリジリと高まっている。特に不足感が強い熟練労働者(特に金融業・建設業・製造業の分野)の賃金上昇率が高まっている。

企業による投入価格上昇分の販売価格への転嫁は、産業セクターによっては実現している。運輸関連を中心とした幾つかの企業では、エネルギー価格の高止まりと先行き不透明感を背景に、販売価格やサービス価格にサーチャージ(追加料金)を上乗せしている。ホテル業界では、各種割引プログラムを縮小しているようである。

それでも、消費者物価全体の落ち着きは崩れていない。その理由は、国内外での競争が激しい新車・衣料分野で、最近価格下落幅が拡大しているためである。両分野とも 05 年前半に一時価格が上昇に転じたものの、その後再び下落を続けている。

## バーナンキ議長講演での問題提起: 何故長期金利は上昇しにくいのか

バーナンキ議長は、3月20日に「イールドカーブと金融政策」というタイトルの講演を行った。議長の問題意識は、「米国だけでなく多くの国々でイールドカーブがフラット化している、あるいは緩やかな逆イールドになっているのは何故か」、というものである。

議長は、長期金利の代表である10年国債金利を、現時点の1年スポットレートと9つの1年フォワードレートの加重平均とみなせる、としている。そしてフォワードレートを、1年毎の予想されるスポットレートと、投資家が長期間保有することに対する期間プレミアムに分解して

いる。そして、経済見通しが安定的であるほど、長期債の需給動向が期間プレミアムに大きな影響を及ぼすと言っている。

経済見通しがより安定的になったのは、80年代中旬以降、実質GDP成長率やインフレ率のボラティリティーが大幅に低下したためである。議長はその理由として、金融政策が有効に機能してきたこと、規制緩和の進展、在庫管理技術や金融業界でのリスクシェアリング(ローンの証券化等)の発達をあげている。

そして議長は、長期債需給が改善する理由として以下の要因をあげている。第一に、前述の経済活動のボラティリティー低下である。第二に、アジアを中心とした外国の為替介入による、米国債等への需要の高まりである。第三に、年金基金の会計原則による、負債期間にマッチした長期債への需要増加である。第四に、こうした長期債への需要増加に対し、供給が追いついていなかったことである。

このような長期債の需給改善が期間プレミアムを低下させたわけであるが、これが金融政策にどのような影響を及ぼすのであろうか。まず議長は、「長期金利の低下(あるいは低水準状態)が先々の景気の弱さを示唆するとの見方もあるが、自分はそうは思わない」、という考え方を示した。その理由としては、長短金利ともに歴史的な水準と比較して低い、長期金利の低下は期間プレミアムの低下を反映したもので、これは経済にとってはむしろプラスである、クレジット・スプレッド(社債と国債の利回り格差)が拡大していない、の三点をあげた。

そして議長は、期間プレミアム低下と金融政策の関連について、次の二つの立場を示した。第一に、期間プレミアムが低下する場合、持続的雇用増加と物価安定のためには、(長期金利が低いからバランス上)より高い政策金利が

必要である。第二に、世界的に貯蓄が投資を上回っており、これは金利水準が自然利子率（貯蓄と投資がバランスする利子率）よりも高いことを意味しており、この観点からは政策金利は低くなる必要がある。

議長の講演からは、期間プレミアム低下が今後の利上げの度合いにどの程度影響を及ぼすのかは、明らかではなかった。しかし、長期金利が上昇しにくい理由の解明に真正面から取り組んだという意味で、興味深い。

### 利上げを継続したFRB

FRBは3月28日のFOMCで、FFレート of 誘導目標水準を0.25%引き上げ、4.75%とすることを決定した(図2)。04年6月30日以降、累計3.75%の利上げが実施された。今回FOMC声明の特徴は、次の二点である。

第一に、リスク判断と今後の金融政策の方向性について、1月31日に開催された前回FOMCの考え方を基本的に踏襲していることである。即ち今回声明文は、持続的経済成長及び物価安定について、上振れリスクと下振れリス

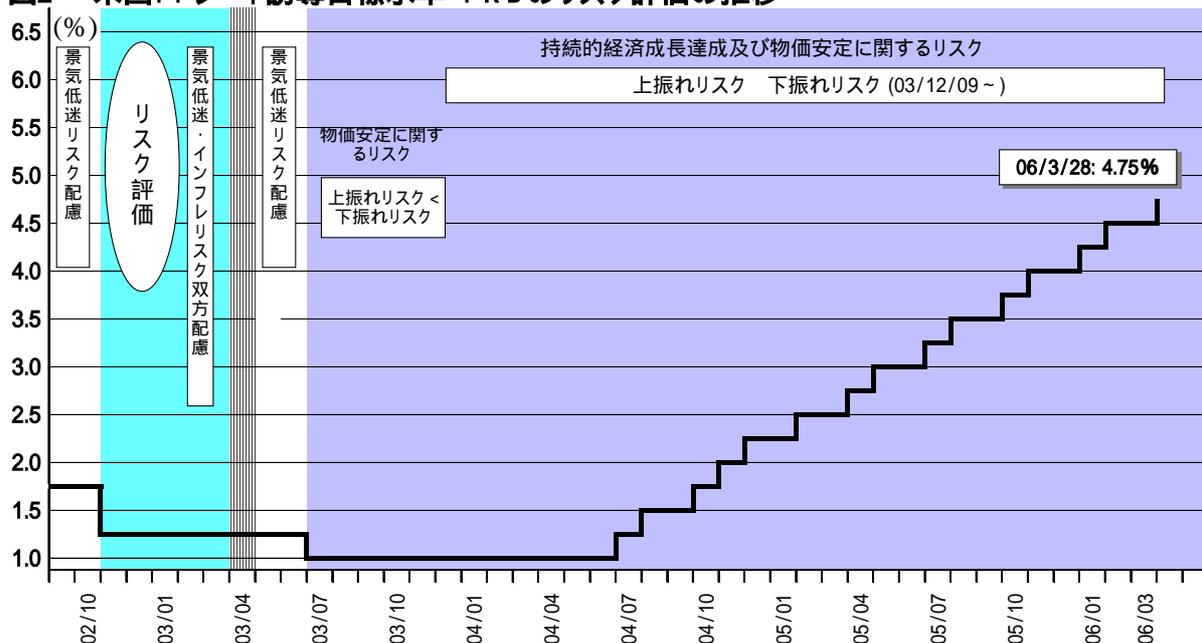
クはほぼ等しいとしたうえで、今後利上げが必要になるかもしれない、という見解を示した。

第二に、経済情勢判断が以下のとおり、やや慎重かつ丁寧な言い回しになったことである。05年10-12月期の低い実質GDP成長率(前期比年率で1.6%)は、一時的かつ特殊要因によるもので、06年1-3月期には回復の動きがある。但し景気拡大は、より緩やかかつ持続可能なテンポになっている。エネルギーやその他商品価格高騰のコアインフレへの影響は限定的で、労働生産性の向上が単位労働コスト上昇を抑制しており、インフレ期待も落ち着いている。

もちろんFRBは、資源利用度上昇やエネルギー等商品価格高騰が潜在的インフレ圧力につながる可能性への警戒を緩めていない。

今回のFOMC声明文は、先々の利上げの可能性について言及しているものの、「その時々々の景気・物価情勢によって、利上げはあるかもしれないし、ないかもしれない」と解釈すべきであろう。利上げの着地点が近づいているように思われる。(2006.3.28 現在)

図2 米国FFレート誘導目標水準・FRBのリスク評価の推移



資料: FRB Press Releaseより農中総研作成

(注) 縦線は地政学上の不透明さを背景に評価を留保した時期