

先行きの米国の住宅市場底入れと景気持ち直しに期待

渡部 喜智

要旨

連邦公開市場委員会・議事録のインフレ懸念を高めた内容から、金融市場には利下げ打止め観測が強まった。景気の下振れリスクが再び高まらない限り、FRBの利下げ打止め姿勢が変わることは予想しにくく長期金利の再低下も期待しにくい。一方、住宅市場の調整圧力は依然大きく、明るい材料は少ない。住宅市場の底入れや景気を持ち直しを示す指標が出てくることは信用不安の払拭や株価の本格反転に必要であり、政策支援強化の動きにも注目したい。

インフレ懸念から利下げ打止め観測強まる

米国FRBは08年4月30日に、連邦公開市場委員会(FOMC)において政策金利であるフェデラルファンド・レート(以下、FF金利)の誘導目標を0.25%引下げ、2.00%とすることを決定した。票決は賛成8:反対2であった。

そのFOMCの議事録が5月21日に公表されたが、その際の利下げを「ぎりぎりの判断(close call)」と表現し、苦渋の決断だったことが随所うかがわれる内容となっている。昨年9月以来7回、累計3.25%の利下げ等の金融政策が景気の下振れリスクを緩和したことを評価し、依然景気の下振れリスクが残るとしつつも、インフレ(物価)の上振れリスクの高まりに懸念を表明している。また、金融政策の観点からは、「成長(景気)リスクとインフレ・リスクが一段と均衡化」したとの判断を示し、「成長の下振れリスクを強調することは適当でない」と述べている。このような判断から、FOMC直後の声明文から「成長の下振れリスク」の

文言が削除されたと思われる。

FF金利先物やオーバーナイト・インデックス・スワップなどの動きから見ても、市場参加者の利下げ打止め観測が強まっていることは確かであり、09年年明け以降は利上げさえも織り込まれてきている(第1図)。

FOMCの成長見通しは慎重だが、「年後半持ち直し」シナリオ

ただし、前述の議事録と同時に発表されたFOMCの経済見通しでは、今年1月時点に比べコアPCEデフレーターなどのインフレ予想が引き上げられる一方、実質GDPの成長見通しは引き下げられた(第1表^注)。

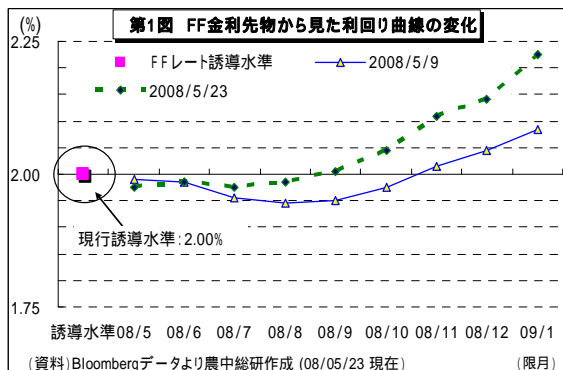
実質GDPの成長率見通しでは、08年が中心帯で1.3~2.0%から0.3~1.2%へ、09年が同じく2.1~2.7%から2.0~2.8%への下方修正

第1表 FRB理事・地区連銀総裁による改訂経済見通し
(各項目の上段:08年1月時点 下段:08年4月FOMC時点) (%)

項目	2008 (見通し)		2009 (見通し)	
	範囲	中心帯	範囲	中心帯
実質GDP	1.0~2.2 0.0~1.5	1.3~2.0 0.3~1.2	1.8~3.2 1.8~3.0	2.1~2.7 2.0~2.8
コアPCE デフレーター	1.9~2.3 1.9~2.5	2.0~2.2 2.2~2.4	1.7~2.2 1.7~2.2	1.7~2.0 1.9~2.1
失業率	5.0~5.5 5.3~6.0	5.2~5.3 5.5~5.7	4.9~5.7 5.2~6.3	5.0~5.3 5.2~5.7

FRB「08年4月FOMCの経済見通し概要」より作成
数字は各年第4四半期の前年同期比

注 年末の第4四半期同士の比較。年平均の比較でないことに注意。



となった。08年のGDP成長率の見通しを捉えようと、景気停滞という印象が強くなるかもしれないが、FOMCメンバーは「年後半に景気は持ち直す」というシナリオであり、決して景気後退に入っていくという想定ではないことを認識しておくべきだろう。

景気の下振れ＝景気後退リスクが再び高まらない限り、FRBの利下げ打止め姿勢が変わることは予想しにくく、長期金利の再低下も期待しにくい。ちなみに本誌掲載・当総研の米国経済見通しにおいて、第1表の第4四半期同士の比較ベースでの08年GDP成長率は1.7%の予測であり、第1表のFOMC見通しを上回る。

住宅市場の調整、金融機関の損失はなお注意

物価上昇や雇用者の減少などに伴う消費者心理の低迷は懸念されるところだが、08年景気対策法に基づく所得税の還付（戻し税）は個人消費の下支え役を果たすことが期待される。

1億3,000万人以上の個人・家計に対し、総額11.8兆円（内国歳入庁試算：1,120億ドル）の小切手送付等による還付が4月末から始まった。送付は5、6月を中心に7月に終わる予定である。減税還付のうち、どの程度が消費に回されるかは不透明だが、仮に還付額の6割が消費に回るとすれば、年間個人消費を0.7%程度持ち上げる。夏休みシーズンに集中的に支出に回れば、年央の景気を相当支えるはずだ。

これに対し、景気の低迷・下振れにおいて注意すべきなのは、住宅市場の調整である。

4月の建築許可件数が5ヵ月ぶりに前月比増加となったことは、直近での多少明るい側面である。しかし、住宅価格の落ち着きどころは見えていない。米国の住宅価格の先行き予想をシカゴ商品取引所のS&Pケース・シラー住宅価格指数・先物取引から見てみよう。極めて取引が薄く値付けの信頼性は低い、半年後の09年2月に決済（限月）を迎える同先物価格は5月から約1割低い。全米抵当銀行協会の今年3

月末の延滞率調査の結果が6月中旬に発表されるが、07年末に17%台だった延滞率がさらに上昇するのは間違いなく、差押さえ物件の増加が先安感を生じさせる可能性は大きい。

また、住宅業者に業況を聞く全米住宅建設業協会（NAHB）の「住宅市場指数」の先行き見通しや客足動向も再び低下しており、底が固まったとはいえない。カンファレンス・ボードの住宅購入意向調査も一進一退である。

これらの指標に底入れの兆しが表れて来ないと、住宅ローン証券化商品の価格も安定せず、金融機関の損失懸念に伴う信用不安がじくじくと残ることになる。これに対し、上下両院・委員会は、連邦住宅局の保証ローン枠を拡大し借換え対象の救済者を50万世帯に拡充する法案を審議しているが、両院の合意を経てブッシュ政権が早期に法案に同意することが求められる。

株価の本格反転には業績下方修正が足かせ

米国の株価は、信用不安の後退に伴って08年3月下旬から底打ちした形となっている。ダウ平均株価は12,000ドル割れから13,000ドル前後の水準に戻ってきた。しかし、業績の下方修正が止まっていない状況は、ここからの上昇ペースを抑える足かせとなろう（第2図）。

海外部門の好収益や資源価格の上昇の恩恵に与える企業を除けば、業績の不透明感は根強い。住宅市場の底入れ感や景気の持ち直し傾向を示す指標が出て来るとともに、政策支援の強化策が打ち出されることは、株価の本格反転を後押しするうえでも必要である。（08.05.26現在）

