

Weekly エコノミスト・ レター

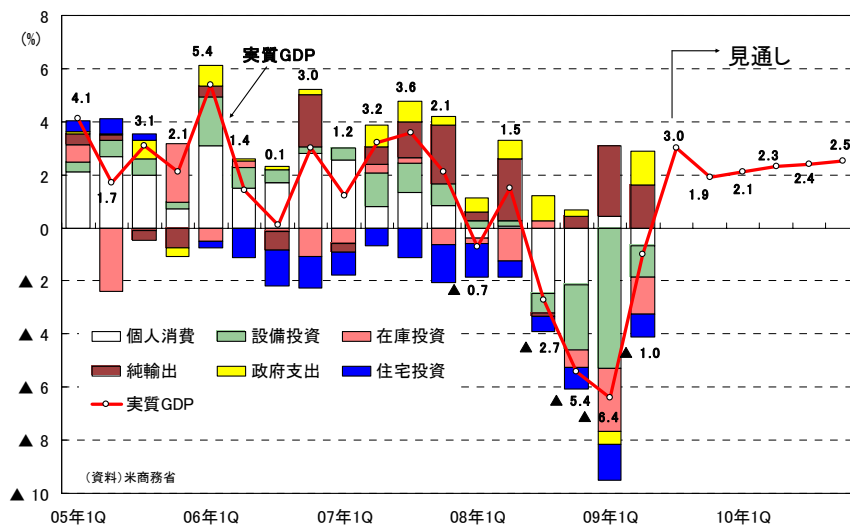
米国経済見通し～持続的成長への鍵を握る個人消費の動向

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

<米国経済の見通し>

1. 米国経済は、4-6月期をボトムに成長率を高め、7-9月期は5四半期ぶりのプラス転換が見込まれる。戦後最長のリセッションも収束に向かおう。
2. 下半期の成長率上昇は、在庫循環に、自動車買い替え政策や住宅減税等の政策要因が加わったものであり、自動車を除く個人消費は依然弱いままである。また、自動車買い替え支援策には、需要の先食いの面があり、政策終了後の成長率を引き下げる可能性が指摘される。
3. 設備投資、住宅投資等についても、下半期には底入れから回復への過程を辿ろう。このため、景気は全般として、回復の動きを強めると見られるが、消費主導による持続的な成長軌道への復帰は来年下半期にずれ込む見通しである。
4. FRBも景気重視のスタンスを維持し、当面はゼロ金利政策を維持、出口戦略は量的緩和策の収束等に限定されよう。
5. 以上により、2009年の成長率はマイナス2.6%、2010年は2.1%が見込まれる。

(図表1) 米国の成長率の見通し(棒グラフは寄与度内訳、前期比年率)



1、米国経済見通しの概要

●下半期の成長加速も、消費回復の遅れで来年前半は低成長に

米国の GDP を見ると、直近の 4-6 月期改定値では前期比年率▲1.0%と 1-3 月期の同▲6.4%から大幅にマイナス幅を縮小、景気底入れ気運を高めた。4-6 月期のマイナス幅圧縮に寄与したのは、輸入の大幅縮小が続いた純輸出（寄与度 1.6%）、景気対策による政府支出増（同 1.27%）等であるが、設備投資や住宅投資のマイナス幅の縮小や、在庫投資寄与度のマイナス幅縮小、等の要因も大きかった。しかし、個人消費の成長率は、1-3 月期の同 0.6%から 4-6 月期は同▲1.0%と再びマイナスに落ち込んでおり、成長率を引き下げる結果となった。

今後、米国経済は、4-6 月期をボトムに成長率を高めると見られる。7-9 月期の成長率は、市場予想では同 3.0%と高く、5 四半期ぶりにプラス転換が見込まれる。米経済は、戦後最長と見られるリセッションを脱け出すこととなりそうだ。

下半期の成長率押し上げ要因としては、在庫循環によるところが大きい。在庫投資は、リセッション入り後の景気の急激な冷え込みに追従し、4-6 月期には“在庫減少幅”が過去最大の落ち込みを見せた。しかし、今後は一転、在庫減少幅が急速に縮小すると見られ、成長率へのプラス寄与度が上振れしよう。さらに、在庫調整の終了後は、在庫積み増しへの動きが想定され、来年上半年までは、在庫投資のプラス寄与が比較的大きなものとなりそうである。

第二の押し上げ要因としては、政府の自動車買い替え支援策、一次取得者への住宅減税等の政策要因が挙げられる。7/24 から開始された自動車買い替え支援策（省エネ自動車への買い替えにより最大 4500 ドルの助成）は、自動車販売の急増を招いて 30 億ドルの予算枠を枯渇させ、わずか 1 ヶ月で打ち切られたが、GM 等の大手メーカーの破綻で冷え込んでいた自動車販売のテコ入れに貢献した。また、販売急増は 7-9 月期の消費を上振れさせただけでなく、下落が続いていた鉱工業生産の底入れの切掛けともなった。

一方、住宅減税は、対象となる取引が一時は中古住宅販売の 5 割近くを占めるなど、割安な抵当処分物件を対象に、政策減税が一次取得者需要を喚起した形となり、住宅バブル崩壊で落ち込んでいた住宅投資の底入れに寄与した。12/1 の打ち切りに向け、駆け込み増も期待されよう。ただし、政策要因による増加は、需要の先食いの側面を持つため、政策終了後にある程度の反動は避けられない。その後の持続的な需要増に結び付けられるかがポイントと言えよう。

いずれにしても、こうした全般的な景気底入れの動きの強まりで、下半期の各需要項目の動向は、上半期とは対照的な動きになると見込まれる。在庫投資寄与度の大幅マイナスから大幅プラスへの転換は上記の通りであるが、住宅投資や設備投資も下半期中には底入れからプラス転換が期待される状況にある。なお、純輸出については、景気回復の進展で輸入増による貿易赤字の増加が見込まれ、成長率には抑制要因となりそうだ。

●持続的成長の鍵を握る個人消費の動向

米国 GDP の 7 割を占める個人消費については、自動車買い替え促進策後の消費不振の再燃が懸念される。米国の成長率が軌道に乗るには、個人消費の持続的な回復が必要であることは言うまでもないが、それには、個人所得の回復が前提となろう。

ところが、現状は、これまでの急速な雇用減の影響で、雇用者所得は前年比で大幅なマイナスを続けており、個人消費の回復を難しいものとしている。米政府は自動車買い替え支援策に先行して4月以降所得減税を実施しているが、年間に渡って徴税額を僅かに減ずる減税策では効果に乏しく、6・7月の可処分所得は前年比、前月比ともマイナス、個人消費は昨年11月以降9ヵ月連続の前年比マイナスを記録している。このため、個人消費の伸び率は所得面での改善が進むまでは、抑制された伸びが続き、当面の成長率も、在庫循環や政府の景気刺激策で上振れた後は、再低下すると可能性が高い。

こうした状況を踏まえ、当面の経済見通しについては、下半期のプラス転換後は低めの成長が持続すると思われる。2009年通年では、個人消費、設備投資、住宅投資等の主要な内需項目がいずれも大きく落ち込み、年間成長率は▲2.6%と第二次大戦直後の1946年(▲10.9%)以来の大幅なマイナス成長となる可能性が高い。2010年に入ってから、GDPの中核である個人消費の抑制が続くため、年間の成長率は2.1%が見込まれる。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2010年	2008年				2009年				2010年			
						1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(改)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.1	0.4	▲2.6	2.1	▲0.7	1.5	▲2.7	▲5.4	▲6.4	▲1.0	3.0	1.9	2.1	2.3	2.4	2.5
個人消費	"、%	2.6	▲0.2	▲0.7	1.5	▲0.6	0.1	▲3.5	▲3.1	0.6	▲1.0	2.2	0.9	1.4	1.9	2.3	2.4
設備投資	"、%	6.2	1.6	▲17.9	1.1	1.9	1.4	▲6.1	▲19.4	▲39.2	▲10.9	▲3.9	2.1	2.7	3.2	3.4	4.3
住宅投資	"、%	▲18.5	▲22.9	▲21.6	5.0	▲28.2	▲15.8	▲15.9	▲23.2	▲38.2	▲22.8	3.2	8.6	5.7	7.7	9.2	11.5
在庫投資	寄与度	▲0.3	▲0.4	▲0.5	0.9	▲0.2	▲1.3	0.3	▲0.6	▲2.4	▲1.4	2.2	1.7	0.9	0.4	0.4	0.3
純輸出	寄与度	0.6	1.2	1.0	▲0.2	0.4	2.4	▲0.1	0.4	2.6	1.6	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.1	▲0.1
消費者物価	前期比年率、%	2.9	3.8	▲0.5	1.9	4.5	4.5	6.2	▲8.3	▲2.4	1.3	3.1	1.6	1.8	1.8	1.7	1.7
失業率	平均、%	4.6	5.8	9.3	10.2	4.9	5.4	6.1	6.9	8.1	9.3	9.7	10.0	10.1	10.2	10.2	10.2
FFレート誘導目標	期末上限金利、%	4.25	0.25	0.25	1.00	2.25	2.00	2.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00
国債10年金利	平均、%	4.6	3.7	3.3	4.1	3.7	3.9	3.8	3.2	2.7	3.3	3.6	3.8	3.9	4.1	4.2	4.3

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

[金融政策・金融市場の動向]

●金融政策では、出口戦略を模索も、金融緩和策は維持

FRBは、直近の8月開催のFOMC(連邦公開市場委員会)で、国債の買取り期限の延長(9月期限を10月末まで)を決定した。3000億ドルとした買取り限度額は据え置いており、現行の国債買取りペースを徐々に緩和、買取り終了後のスムーズな市場移行を図る。一方、政策目標金利については、前回同様、0~0.25%の目標金利水準の据え置きを決定した。

8月の声明文では、経済活動が横ばいになったと評価、前回6月FOMCから景気判断を前進させ、金融市場についても前回より改善方向への見方を強めた。もともと、消費の抑制により、当面の経済活動が弱いとの認識は変えていない。インフレについても生産活動資源の弛み(resource slack)がコスト上昇圧力を弱めるとした。こうした景気認識の下にFRBは引き続き「景気回復

と価格安定のため、全ての可能な施策を行う」とし、「異例の低金利の当面の維持と、すでに発表（注）した景気回復、金融市場安定化策としてのMBS（住宅ローン担保証券）の買取り、政府機関の負債買取り等の金額・期間の維持」を決定した。

（注：具体的には、3月の声明文で示された「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7500億ドル買取り、年内の買取り限度を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ヵ月間、3000億ドルを限度に長期国債を買取る」等の施策を指す。）

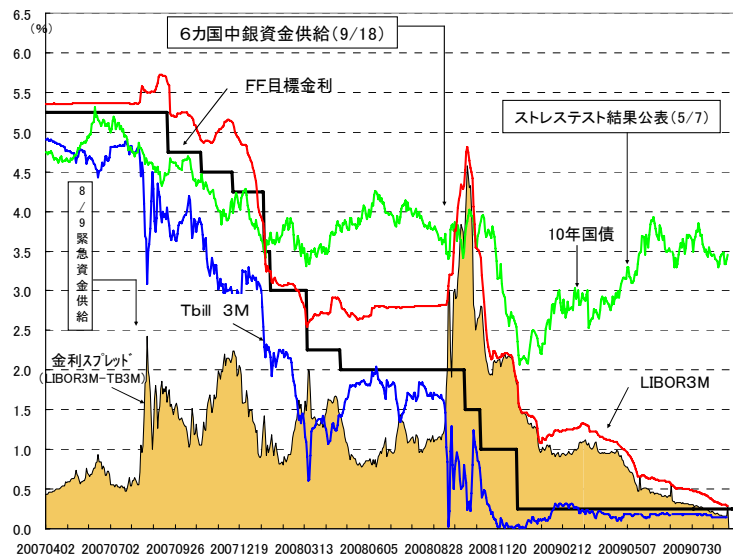
なお、0～0.25%としたFF目標金利水準は昨年12月FOMC以降、国債買取りを含めた量的緩和策については3月FOMC以降、同様の決定が続いている。

次回FOMCは、来週、22～23日に開催される。FOMCの資料となる9月発表のベージュブックでは、「経済活動は、安定を続けている」とし、前回7月の「下降ペースが緩和した」から景気認識を改善、景気の底入れを示唆するものとなった。しかし、調査対象者の経済活動への認識は、「前向きながら用心深い（cautiously positive）」状態に留まっている。特に、自動車買い替え策の押し上げを除けば、小売不振の持続が報告されており、大半の地区で個人消費は低調である。不動産取引については、住宅では一定の改善が見られるのに対して、商業用不動産の不振が報告されている。信用状況についても、全般的に貸出しへの需要が弱く、貸出し基準もタイトに留まっているとされ、クレジットクォリティの一層の悪化が数地区で報告されている。

こうした状況下、FRBは、当面、景気に対し慎重な姿勢を続けると見られる。FRBは消費の回復が成長持続の鍵と見ており、インフレの可能性が薄い中では景気を優先させ、金融緩和策を維持することとなる。しかし、8月FOMCで決定したように、10月までに国債買い入れを終了するなど、一方では出口戦略の動きも模索している。流動性の増加と商品価格に上昇の動きが見られるため、今後もこうした動きが持続するのであれば、量的緩和策の行方等に関して、新たな動きが出てくる可能性を高めよう。

雇用市場の落ち込みにより、個人消費という主役を欠いた景気実体に加え、伸び率が低下傾向にある賃金上昇率やコア物価の落ち着き等を考慮すれば、FRBが利上げに進むのは、来年後半に入ってからと思われる。

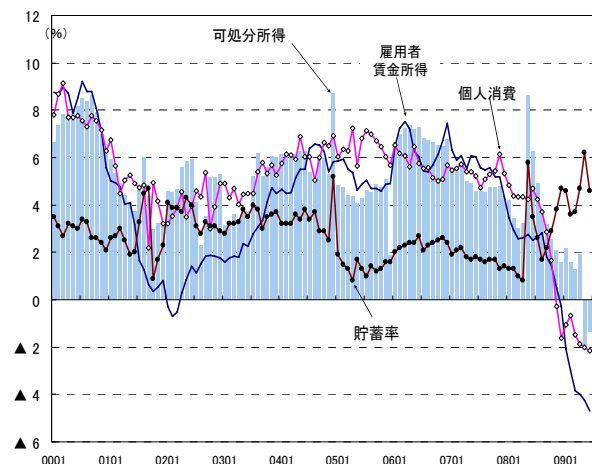
（図表3） 米国長短期金利の推移（日別）



2、個人消費低迷の背景と見通し

前記のように下半期の成長率は、在庫や政策要因によって押し上げられるものの、自動車を除く消費は弱い。これは、所得がマイナスに落ち込んでいることに加え、「家計のバランスシート調整」が進行中であることによる。政府の減税策も、可処分所得を押し上げるには力不足である。個人消費は、所得の落ち込みに追随して、前年比マイナスに落ち込んでいる。ただし、所得の回復には、雇用面での改善が前提となるため、直ぐに回復に向かうのは困難と言える。当面、個人消費は低成長が続くと見られ、年間では、2009年は▲0.7%とマイナスが続き、2010年は1.5%の伸びが見込まれる。

(図表4) 個人消費と所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 商務省

(1) 深刻な雇用減少

～「ジョブレスリカバリー」の再現も

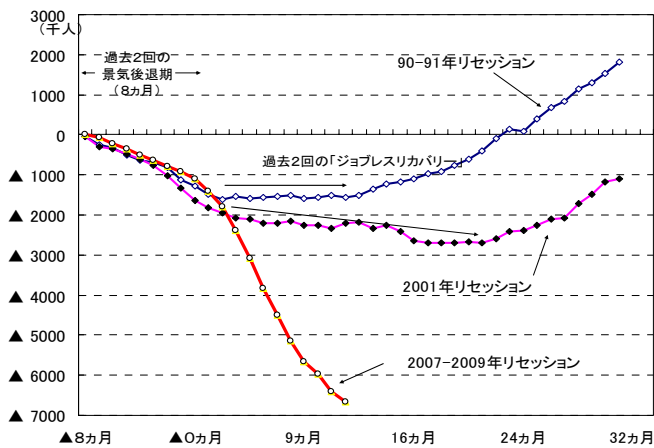
雇用統計は、米国経済全体の状況の縮図であり、景気の温度差を示すものとして景気判定の際でも最重要視される。前記のように、個人所得を通じて米経済の7割を占める個人消費に大きく影響するのに加え、失業者の増加等が消費者マインドに影響を及ぼすため、その動向は無視できない。

今回のリセッションでは、景気後退入り(2007年12月)以降、急速に雇用減が拡大、戦後の不況時の雇用減としては最大級のものとなった。前2回のリセッション(90-91年と2001年に生じ、両者とも8ヵ月間で終了)時の雇用者減少数と比較すると、その違いは大きい(図表5)。

また、雇用回復は、景気回復に遅れる傾向がある。これは、経営者が景気の先行きに自信を持ってからでないと雇用増加に踏み切らない事情にもよる。過去2回のリセッション時には、景気回復後も雇用の減少が長引き「ジョブレスリカバリー」と称されたが、今回は個人消費の弱さに加え、製造業の改善度合いが緩慢であることから、同様の展開となる可能性が強い。当面、雇用が増加に転ずるのは難しく、さらに、リセッション前の雇用水準を回復するには相当な期間を要することとなりそうである。また、景気に遅行する失業率では8月は9.7%へと26年ぶりの高水準を記録したものの、上昇傾向が終わったとの見方は少なく、今後10%を超える可能性が強い。

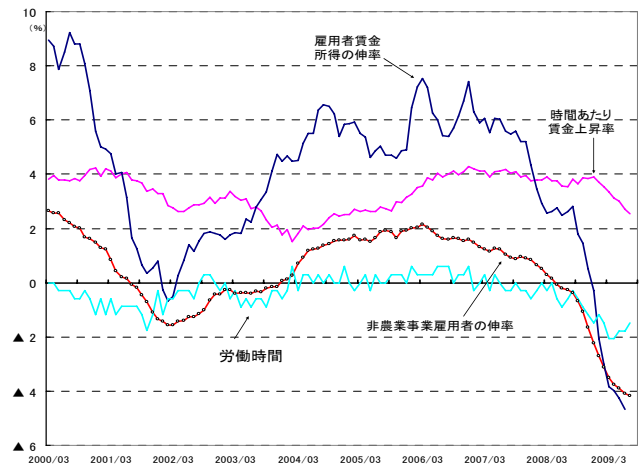
なお、雇用者所得には、雇用者数以外にも、労働時間、賃金上昇率等の要素が加わる。現状は、雇用者数の減少が持続しているのに加え、労働時間の減少傾向、賃金上昇率の低下も懸念されている。6月の労働時間は33.0時間/週と1964年調査開始以来の最低値を更新、7月以降は33.1時間/週とやや持ち直したが、8月前年比の伸び率は▲1.8%と低下を続けている。時間当たり賃金上昇率も8月は前年比2.6%と昨年末の3.9%から急速に低下している。雇用者数、労働時間等の減少により、8月週当たり民間総労働時間(週労働投入量指数)は、前年比▲7.0%と低下、現行統計による最大級の落ち込みが続いている。

(図表5) リセッション開始以降の累積雇用者減



(資料) 米労働省、横軸は過去2回のリセッション入り後の経過月数。

(図表6) 雇用統計と雇用所得(前年同月比、%)



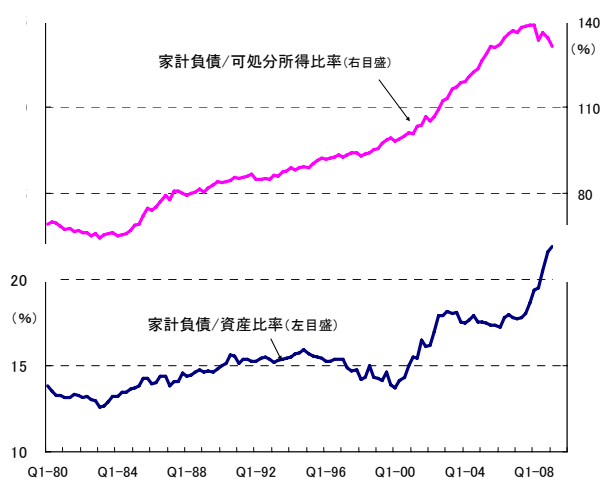
(資料) 米労働省

(2) 進行中の家計の「バランスシート調整」

消費支出の抑制要因としては、雇用や所得等による影響以外にも、住宅価格や株価等の資産価格下落による影響が挙げられる。資産価格下落の影響としては、株式等では売却益減少や損失拡大による直接的なものに加え、評価額の目減りによる消費意欲の減退と言ったマインド面への影響等が考えられる。また、住宅価格下落の場合は、住宅資産価値の減少の一方、住宅ローンなどの負債は減らないため、家計の(負債)/(時価資産)比率が上昇する。この場合、家計は消費を抑制し、負債の返済を増やすなど、家計の「バランスシート調整」が進行することとなる。

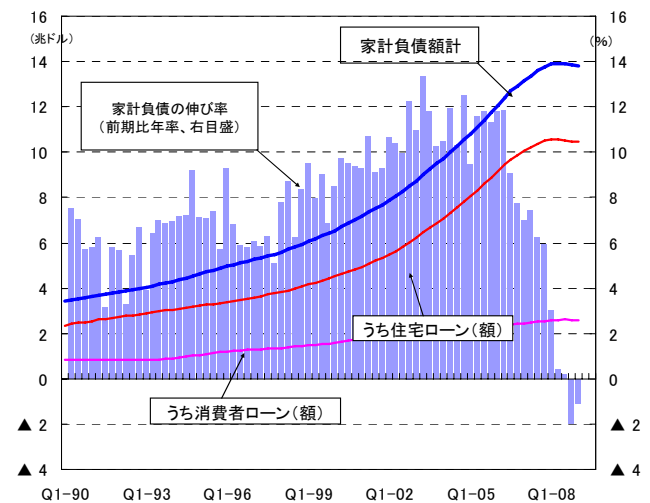
また、価格下落により住宅担保の余裕枠がなくなり、ホームエクイティローン等の借り入れ手段が閉ざされるため、負債増加、消費支出がともに抑制され、貯蓄率が上昇する。今回の金融危機時には、金融機関が貸し出し基準を厳格にし、借り入れが困難となったことも、こうした状況を加速した。

(図表7) 家計の負債比率の推移(四半期)



(資料) FRB

(図表8) 家計負債の推移と伸び率



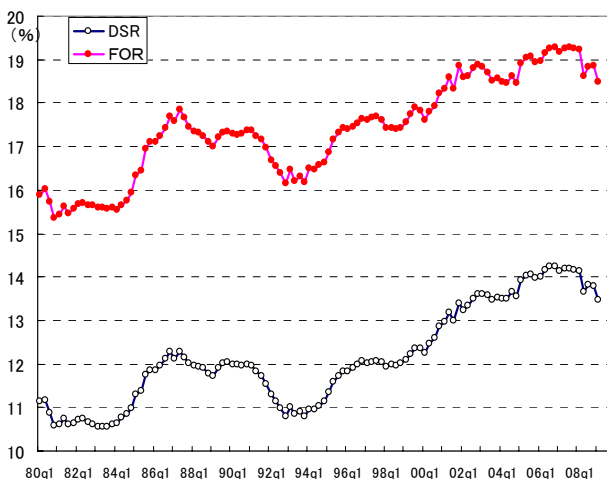
(資料) FRB

実際の動向をみると、資産面では住宅資産・株価の下落が大きく、家計資産全体ではピークだった 2007 年 3 Q から本年 1 Q までに 17.6% の減少となる。このため家計の(負債)/(時価資産)比率は急速に上昇、また、所得の伸び悩みにより、可処分所得で見た負債比率も高止まりしている(図表 7)。

長期的に増加傾向を続けていた家計負債では、2004~6 年の住宅ブーム時は住宅ローンの純増が急速だったが、その後の住宅バブルの崩壊により負債の伸びが縮小、金融危機後は住宅ローンが純減を見せるに至った。このため、家計負債も純減となったものの、ピークをつけた 2008 年 3 Q から本年 1 Q までに 2.9% の減少に留まる(図表 8)。

一方、家計の可処分所得比で返済負担率を見ると、足元ではピークアウトの動きとなっているものの、長期的に見ると高止まりの水準に位置していることは否めず、今後の調整が必要と思われる。今後しばらくは、家計が負債の増加を抑制する方向に動くと思われるが、このことは、消費の抑制と貯蓄率の上昇を意味しており、一時、貯蓄率は 6.0% と約 14 年ぶりの高水準に急上昇、「バランスシート調整」の進展を窺わせるものとなっている。個人消費は米国の GDP の 7 割を占める中核部門であり、個人消費の回復が緩慢なものとなれば、今後の景気全体の回復スピードも緩やかなものになるとと思われる(図表 9・10)。

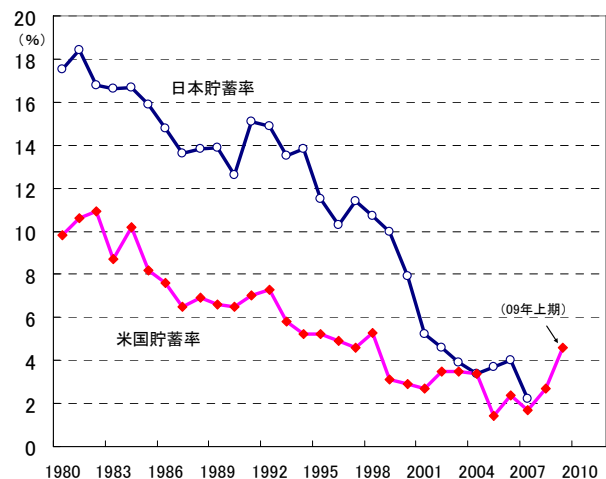
(図表9)家計の金融支払い負担(対可処分所得比)



(資料) FRB、

(DSR: デット・サービス・レノ=住宅ローンと消費者信用の返済負担、FOR: 金融支払い負担=DSR+自動車リース料・家賃・保険料等、いずれも可処分所得比(%)、最終 2009 年 1Q)

(図表 10) 日米貯蓄率は逆転へ



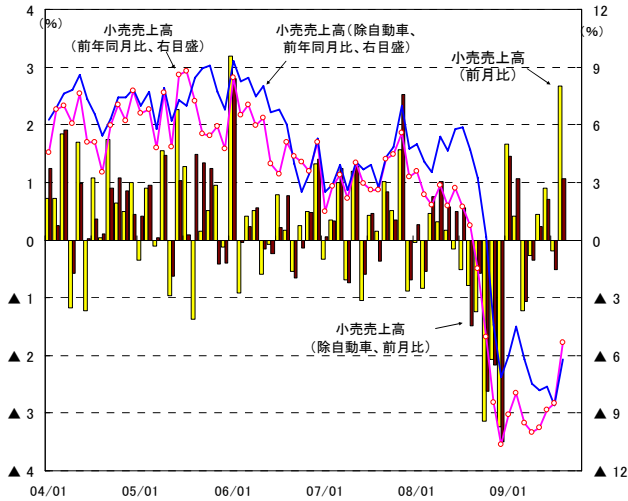
(資料) 日本は内閣府、米国は商務省

(3) 直近の小売売上高には回復の動きも

8 月小売売上高は、前月比 2.7% (7 月同▲0.2%) と 2006 年 1 月 (同 3.2%) 以来となる大幅増となった。自動車販売が前月比 10.6% (7 月同 1.5%) と急伸、ガソリン販売も同 5.1% (7 月同▲1.5%) と伸びが大きかったことによる。急増した自動車販売を除いた小売売上高では前月比 1.1% なる。さらに自動車とガソリン販売を除くと同 0.6% に留まるが、それでも本年 2 月以来の高水準であり、8 月の小売売上高は全般好調だったと言えよう(図表 11)。

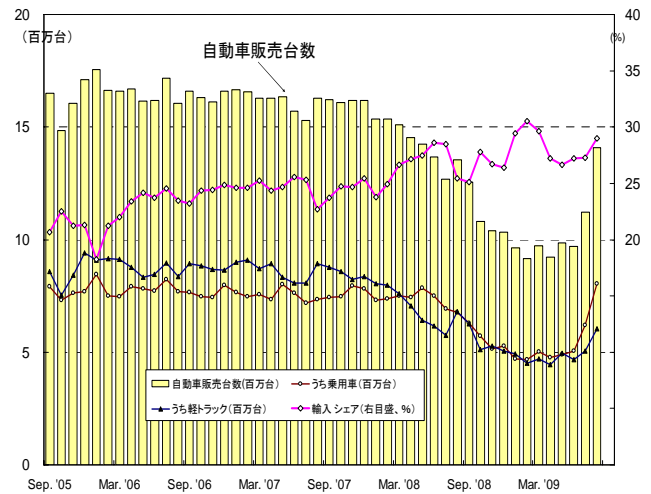
項目別では、自動車・ガソリン販売を除くと、衣料品（同 2.4%）、百貨店（同 2.4%）等が高く、住宅不況の影響を受けた家具等（同▲1.6%）、建築資材等（同▲1.2%）では、マイナスが続いている。なお、8月小売売上高の前年同月比は▲5.3%、自動車販売を除くと▲6.2%、自動車とガソリン販売を除くと▲2.9%といずれも前年を下回る水準にある。

(図表 11) 小売売上高の推移



(資料)米国商務省

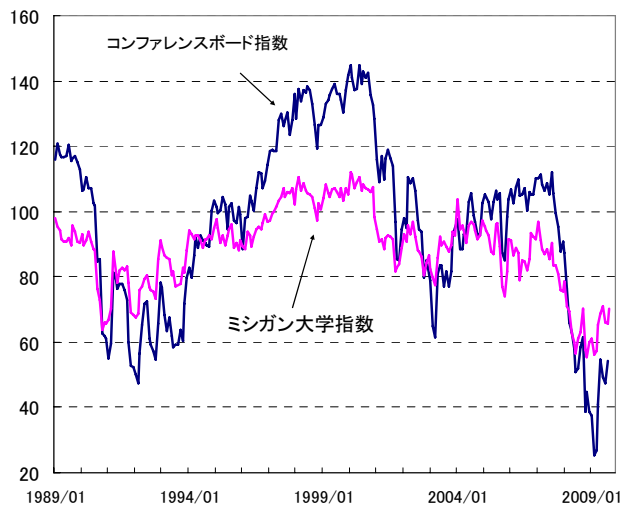
(図表 12) 月間自動車販売台数の推移



(資料)オートデータ社、季節調整済み年率

小売売上高等が堅調に転じた背景には、景気が底打ちから回復に転じ、雇用減少幅が縮小に向かっていること、株価が反転の動きを見せ、住宅価格が連月で上昇するなど資産面での回復の動きが出てきたこと等から消費者マインドが改善していることが挙げられる。もっとも、足元では、政策要因に刺激された自動車販売増による影響が大きく、今後、雇用者所得が改善するまでは、消費の回復は限定的と見られ、景気全体の回復を主導するには力不足の状態が続くと思われる。

(図表 13) 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 14) 米国株式市場の推移(週別)



3、その他の需要項目の動向と見通し

〔設備投資の動向、見通し〕

(1) 生産面の底入れが進行、稼働率は低いものの更新投資から回復へ

9月金融危機後、先行きの不透明感の高まりから、企業のセンチメントが急速に悪化、受注が急減し、生産は大幅に縮小した。しかし、4-6月期の実質設備投資は前期比年率▲10.9%と二桁のマイナスながら、戦後最大の落ち込みとなった1-3月期(同▲39.2%)からは緩和を見せた。7-9月期に入ると、センチメントや生産が持ち直しの動きとなり、設備投資の先行指標である航空機除きの非国防資本財受注も下げ止まりを見せるなど、設備投資は大規模な調整を終えつつある。

ただし、構築物投資では、商業用不動産の落ち込みが大きく、当面、マイナス成長が持続するため、設備投資全体の伸びを抑制しよう。設備投資の伸び率は、下半期中にはプラスへの転換が見込まれるものの、年間の設備投資では、2009年に▲17.9%と大きく落ち込んだ後、2010年は1.6%の伸びが見込まれよう。設備投資を巡る最近の状況は以下の通りである。

①8月ISM製造業指数は52.9と19ヵ月ぶりに50超を回復

企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)指数は、8月製造業指数(PMI)が52.9と前月(48.9)から大幅上昇、市場予想(50.5)を上回った。同水準は2007年6月(52.9)以来約2年ぶりの高水準。また、昨年12月には32.9と1980年6月(30.3)以来28年ぶりの低水準となったが、その後、8ヵ月連続の上昇で50台を回復、製造業の拡大・縮小の分かれ目となる50超は、2008年1月(50.8)以来19ヵ月ぶりのこととなる。発表元のISM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41.2であり、8月PMIは実質GDP年率3.7%に対応するとしている。

8月ISM製造業の各指数を見ると、顧客在庫・輸入指数以外の全ての指数が前月比での改善を見せた。特に、PMIを構成する主要5指数(新規受注、生産、雇用、入荷遅延、在庫)は、いずれも上昇したが、上昇幅が最も大きかったのは、新規受注指数で前月から9.6ポイント(55.3→64.9)の上昇、以下、入荷遅延が5.1ポイント(52.0→57.1)、生産指数が4.0ポイント(57.9→61.9)と急伸した。なお、新規受注指数は前月も6.1ポイントと急伸しており、水準としても2004年12月(66.3)以来の高水準となる。

一方、8月の非製造業指数(NMI:注)は48.4と前月(46.4)から上昇、市場予想(48.0)を上回った。NMIは昨年9月金融危機後に37.4(11月)まで急低下、その後持ち直し、8月48.4は昨年9月(50.0)以来の水準となる。なお、50割れは今回を含め11ヵ月連続となった。

ISM発表の両指数は、昨年9月金融危機以降に急落したあと、回復傾向を見せていたが、製造業指数の改善が先行しており、8月は上記のように2年ぶりの水準を回復した。特に、製造業指数の主要な構成指数である新規受注・生産指数が、いずれも60台へと上昇しており、事業の活発化が窺われる。

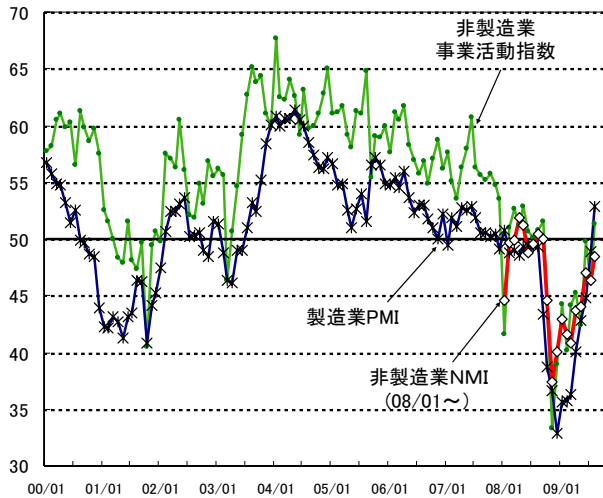
半面、非製造業指数は、消費の不振が重荷となる中、製造業ほど急速ではないものの、金融危機前の水準にあと一步の所まで回復、既に8月事業活動指数は50台を回復した。

なお、8月は、製造業のPMIを除く10指数のうち8指数が上昇、非製造業では、NMI以外

の 10 指数のうち 7 指数が上昇するなど全般的な回復傾向を強める動きとなった。

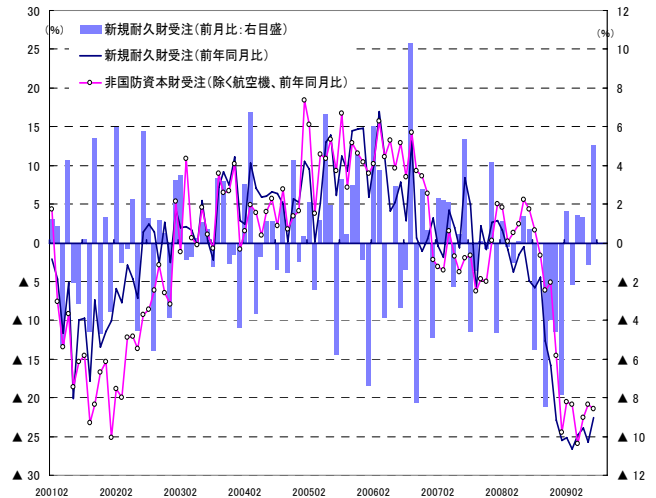
(注: NMI(=Non-Manufacturing Index) は、2008 年 1 月より非製造業指数の総合指数として発表開始。事業活動、新規受注、雇用、入荷遅延の各指数の均等ウェイトで構成される。)

(図表 15) ISM 指数の推移(月別)



(資料) Institute for Supply Management

(図表 16) 新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 商務省

② 7 月耐久財受注が急伸～設備投資先行指標の非国防資本財は 3 ヶ月ぶりの低下

7 月の新規耐久財受注は前月比 5.1% (6 月 ▲1.1%) と 2 年ぶりの急伸を見せたが、新規の「非耐久財」受注は同▲1.9% (6 月 2.8%) とマイナスに転じ、新規製造業受注は前月比 1.3% (6 月 0.9%) と 4 ヶ月連続の増加を見せた(図表 16)。

業種別の動きで目立つのは、民間航空機の急伸 (前月比 105.1%) で、同業種を含む輸送機器部門は前月比 18.5% (6 月 ▲30.5%) と大幅増となり全体を押し上げた。輸送機器を除くと製造業受注は前月比 ▲0.7% とマイナスに落ち込む。

なお、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、前月比 ▲0.3% と 3 ヶ月ぶりのマイナス、また、前年同月比では、▲21.4% と大幅に落ち込んでおり、11 ヶ月連続のマイナスとなった。

受注各指数は、昨年 9 月金融危機後に急速な落ち込みを見せたが、漸く、底入れの動きを見せつつある。7 月の耐久財受注の急伸は民間航空機の伸びによる所が大きかったが、8 月 ISM 指数では、新規受注指数が 4 年半ぶりの高水準に伸長しており、今後の持ち直しがどのように現れてくるのか注目されよう。

③ 8 月鉱工業生産指数・設備稼働率は、連月の回復

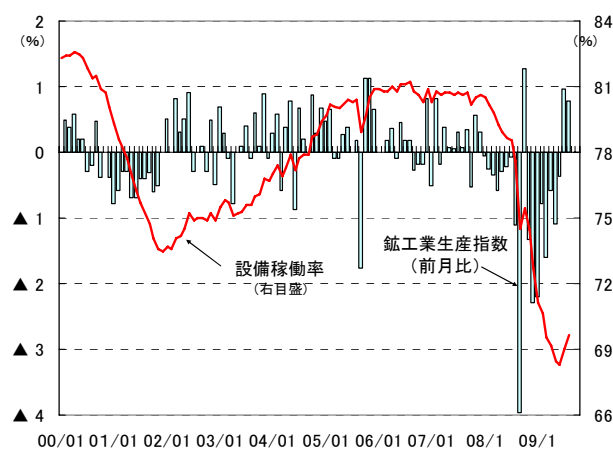
8 月の鉱工業生産指数は前月比 0.8% (7 月同 1.0%) と 2 ヶ月連続の上昇を見せた(図表 17)。業種別では自動車は前月比 5.5% と 7 月 (同 20.1%) ほどではないが、他業種に比べると突出が目立つ。なお、ハイテク産業は同 ▲0.5% と 3 ヶ月ぶりにマイナスに転じた。

8 月は前月比で 2 ヶ月連続のプラスとなったことから、底入れ反転の見方が強まっている。も

つとも、最近のピークである 2007 年 12 月を 13.3% 下回っており、水準が低い中での持ち直しに留まる。また、政府の時限的な自動車買い替え政策による自動車生産増の影響が強く、今後については、慎重な見方も必要と思われる。

一方、8 月設備稼働率も 69.6% と連月の上昇となった。ただし、本年 3 月以降、1967 年の本統計開始以来初の 70% 割れが続いており、鉱工業生産指数同様、水準が低い中での持ち直しに留まる。業種別では、自動車が 47.4% と際立って低い。ハイテク産業も 62.6% と低下、全体の水準を下回る。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2008 年の平均）は 80.9% で、2006 年 12 月（80.9%）を最後に、以降これを下回る推移を続けている。

（図表 17） 鉱工業生産と稼働率の推移（月別）



（資料） FRB

〔在庫投資の動向、見通し〕

（2） 在庫調整は引き続き進行～減少幅縮小により、当面は成長率押し上げ要因に

在庫変動については、リセッション入りとともに減少幅を拡大、4-6 月期には過去最大のマイナスを見せるに至ったが、今後は、在庫減少幅を急速に縮小し、来年前半にも在庫積増しの動きを見せよう。当面、成長率へのプラス寄与が続きそうだ。

●在庫循環の動きは、下半期の成長率牽引の主役に

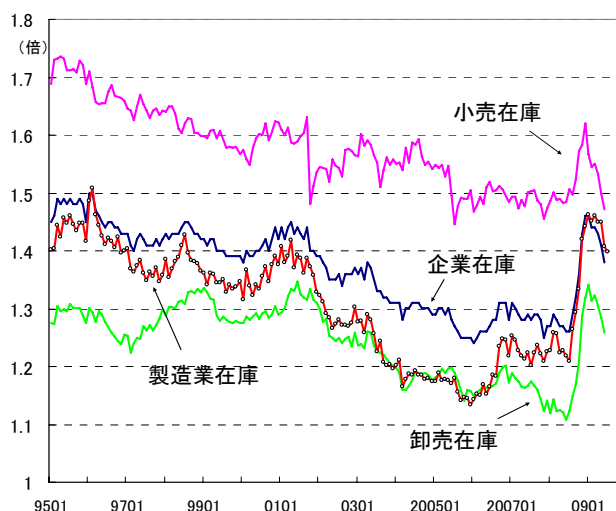
実質 GDP ベースの在庫投資は、リセッション入り直後の 2008 年 1-3 月期以降マイナスを続けており、4-6 月期には▲1592 億ドルと過去最大の落込みを見せた。GDP への寄与度は▲1.39% と 1-3 月期▲2.36% からマイナスが縮小したが、4-6 月期 GDP マイナス成長の主因の一つに挙げられる。

最近の状況を見ると、出荷の底入れにより在庫/出荷比率はピークアウトしており、在庫投資の減少はしばらく持続すると思われるが、景気底入れ反転の動きを受け、減少幅が急速に縮小に向かうと見込まれる。このため、これまでとは一転、成長率を押し上げる主要因の一つとして注目されよう。ただし、変動の激しい需要項目であり、成長率振幅のかく乱要因としても留意しておきたい。

月例の在庫/出荷比率の動きを見ると、小売在庫率は既に調整が進んでいるものの、卸売り、製造業段階の調整が未了となっている。さらに、製造業の内訳を見ると、特に耐久財の在庫比率上昇が目立っており、製造業全体の在庫を押し上げた。当面、こうした業種を中心に今後は在庫比率の低下が進行する局面への転換が見込まれよう（図表 18、19）。

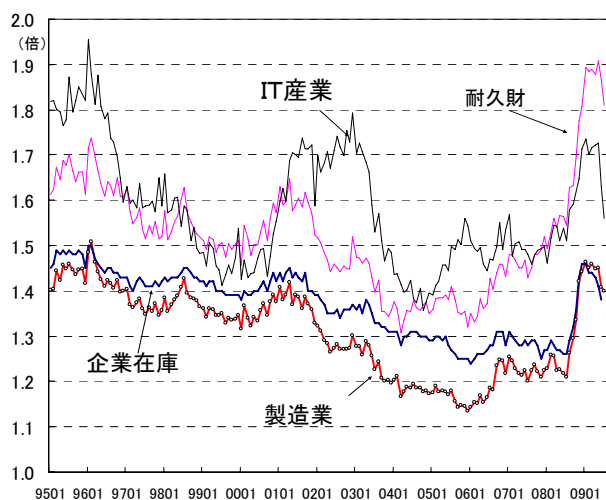
なお、製造業の在庫/出荷比率の上昇では、在庫が昨年 8 月をピークに減少する中、出荷がそれを上回る急減少となったことによって引き起こされたが、最近では、出荷が回復に転じる一方、在庫減少が持続し、在庫率ピークアウトの動きが明確になっている。製造業の 7 月在庫は前月比▲0.7%（6 月は同▲1.1%）と減少が続いた一方、出荷が横ばいとなり、在庫/出荷比率は 1.40 倍と低下した。同比率は本年 1 月の 1.46 倍をピークに減少の動きを続けている。

(図表 18)業種別在庫/出荷比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

(図表 19) 製造業の在庫/出荷比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

[住宅投資の動向・見通し]

(3) 住宅市場は回復持続～下半期の住宅投資は、プラス転換へ

上半期に、底無しの下落から底入れの動きを見せていた住宅市場は、下半期に入り、回復の動きを強めている。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策が購入需要を刺激するなど、政策面での支援効果も大きい。住宅価格も連月の上昇を見せており、地域ごとの相違は大きいですが、価格調整に目処が付いた地域から回復の動きを強めよう。新規住宅着工件数も増加に転じており、GDPベースの住宅投資は、早ければ7-9月期にも前期比でのプラス転換が期待される。今後、一次取得者以外への需要の広がり、信用基準の厳格化の緩和等の動向が注目されるが、本来の状態への回復には時間を要すると思われる。

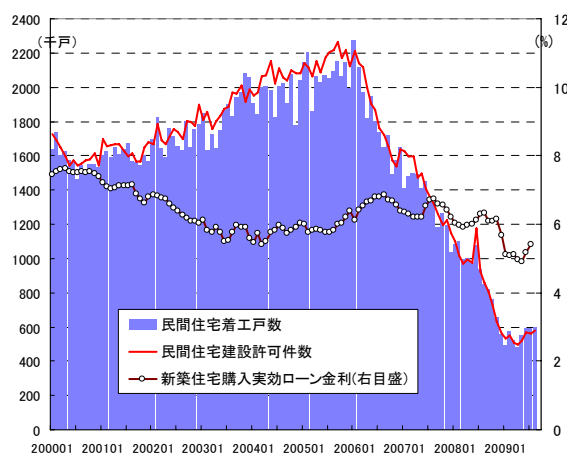
年間の住宅投資は、2009年は前年比▲21.6%と大幅なマイナス、2010年は同4.3%と回復に向かおう。最近の住宅関連指標の動向については以下の通りである。

① 8月住宅着工は、昨年11月以来の水準を回復

8月新規住宅着工戸数は、年率59.8万戸と前月比1.5%と2ヵ月ぶりにプラスに転じ、昨年11月以来の水準を回復した。ただし、変動の大きい集合住宅の増加によるところが大きく、太宗を占める一戸建て住宅は、同47.9万戸と8ヵ月ぶりに減少した。

一方、先行指標となる8月住宅着工許可件数も、年率57.9万戸(前月比2.7%)と2ヵ月ぶりにプラスに転じた。ここでも太宗を占める一戸建て住宅は同46.2万戸と前月より僅かに減少した。住宅着工のトレンドは、底打ちを経て緩やかな回復過程に入っている。

(図表 20) 新規住宅着工の推移(月別)



(資料) 米国商務省

② 7月中古住宅販売戸数は年率 524 万戸と増加、約 2 年ぶりの高水準に

全米不動産協会（NAR）発表の7月中古住宅販売戸数は、年率 524 万戸（前月比 7.2%）と4ヵ月連続で増加、2007年8月（同 550 万戸）以来の水準となった。前年比では 5.0% の増加で、前年比でのプラスは 2005年12月以来、約3年半ぶりのこととなる。

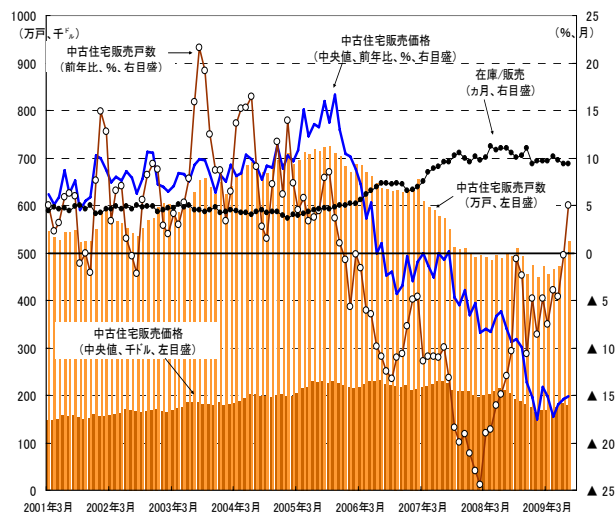
中古販売の太宗を占める一戸建て販売は年率 461 万戸（前月比 6.5%、前年比 5.0%）、集合住宅は同 63 万戸（前月比 12.5%、前年比 5.9%）といずれも4ヵ月連続の増加となった。

7月の中古住宅販売価格（中央値）は、17.84 万ドル（前年比▲15.1%）となった。同価格は、1月に 16.48 万ドルのボトムをつけた後、2月以降は回復傾向にあったが、6月に 18.2 万ドルと急上昇した反動で、足踏みを見せた形である。なお、ピークの 23.03 万ドル（2006年7月）からは▲22.5% の下落となる。

販売在庫は 409.1 万戸（前月比 7.3%）と3ヵ月ぶりに増加した。ただし、販売増により、月間販売比でみた月数では 9.4 ヵ月分と前月と同値。在庫月数は、住宅ブームだった 2005年（平均同 4.5 ヵ月分）との比較では倍を超える高水準にあり、依然、販売の重荷となっている。

発表元の NAR では、「一時取得者への税控除のインセンティブと、購入余裕度の改善により、中古住宅販売は、改善方向が決定付けられた」とコメント、「サンディエゴやロスアンゼルス等回復に向かっている市場では、特に差押え物件や低価格物件に需要が集中しており、“在庫不足”への不満が出ている」としている。なお、NAR では、7月販売の 30% が一時取得者、取引の 31% が抵当処分物件だとしている。

（図表 21）中古住宅販売・価格の推移（月別）



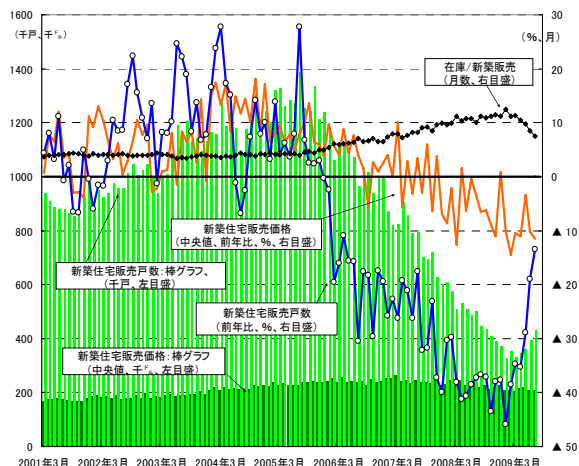
（資料）NAR

③ 7月新築住宅販売は前月比 9.6% と急回復

7月新築一戸建て住宅販売戸数は、年率 43.3 万戸（前月比 9.6%）と急回復した。新築一戸建て住宅販売戸数は、1月に同 32.9 万戸と、1963年から続く現統計の最低値（81年9月同 33.8 万戸）を下回った後、回復傾向を見せていたが、7月は昨年9月（同 43.6 万戸）以来の水準を回復した。

新築一戸建て販売価格（中央値）は 21.01 万ドルで、前月比▲0.1%、前年比▲11.5%だった。また、7月末の在庫は 27.1 万戸と 27 ヵ月連続で減少、販売比でも 7.5 ヵ月分と 5月（11.3 ヵ月分）以来4ヵ月連続で改善した。新築住宅販売でも、中古販売同様に回復方向への動きを強めている。

（図表 22）新築一戸建住宅販売の推移（月別）



（資料）商務省

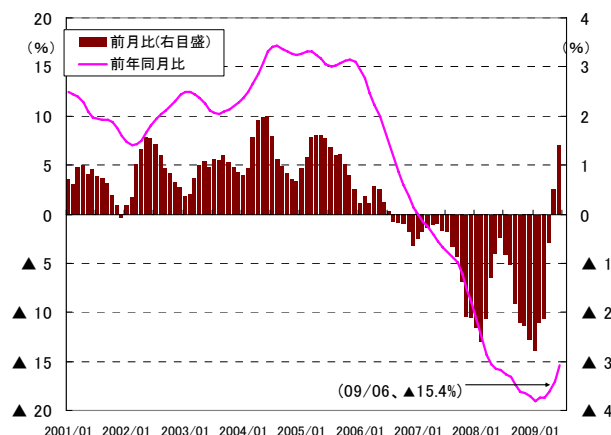
④ 6月ケース・シラー20都市住宅価格指数は、前月比1.4%と連月の改善

S & P社発表の6月ケース・シラー20都市住宅価格指数は、前月比1.4%（5月0.5%）と連月のプラス、前年比では▲15.4%（5月同▲17.0%）と市場予想の下落幅（同▲16.5%）より縮小した。前年比では、1月が2000年の公表開始以来の最大の下落率（19.0%）となった後、回復傾向を辿っている。なお、2006年央の住宅価格ピーク時からの下落率は▲31.3%となる。

都市別では、前月比で下落したのは2都市（ラスベガスとデトロイト）で前月の5都市から減少したが、前年比では全20都市でマイナスを記録した。前年比で最大の下落となったのはラスベガス（同▲32.4%）で、以下フェニックス

（同▲31.4%）、マイアミ（同▲23.4%）と続く。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、ピークとの比較では、最も下落率が大きいのはラスベガス（▲54.3%）、最も小さいのはダラス（▲5.4%）だった。

（図表 23） ケース・シラー20都市住宅価格指数の推移



（資料） S&P 社

〔貿易の動向・見通し〕

（4）純輸出の赤字は拡大へ～在庫減が輸入を誘引、在来型回復パターンの再現に

輸出は、海外経済の持ち直しにより回復するが、輸入も米景気回復で増加しよう。また、輸入には急速な在庫調整の進展や原油価格の上昇が増加要因となるため、貿易赤字は再び増加に転じよう。GDP ベースでも純輸出のマイナスの寄与度への転換が見込まれる。

● 7月は輸入急伸で、貿易赤字額が予想以上に拡大

7月財・サービスの貿易赤字額は、▲320億ドル（国際収支ベース、季節調整済）と前月比16.3%の赤字増となった。輸出は前月比2.2%と3ヵ月連続の増加、一方、輸入は同4.7%と2ヵ月連続の増加、単月の伸びでは93年3月以来となる急伸を見せ、赤字拡大の主因となった。なお、前年同月比では輸出が▲22.4%、輸入が▲30.4%、赤字額は▲50.7%とほぼ半減している（図表24）。

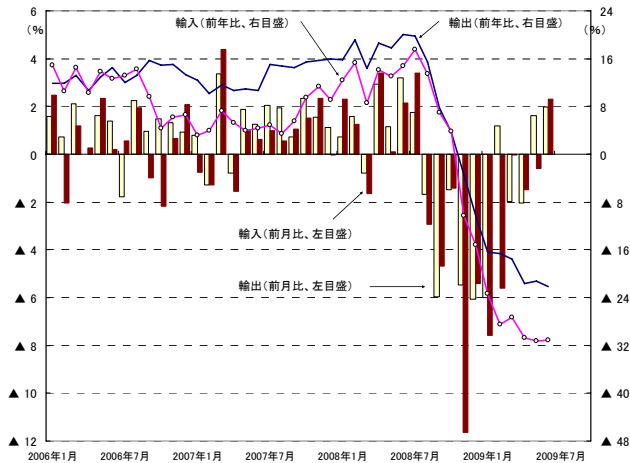
輸出の減少（財ベースでは前年比▲26.0%）について品目別内訳を見ると、自動車等が同▲40.7%と減少が大きく、以下、工業用原材料が同▲34.5%、食料が同▲22.1%と続く。輸入減少（財ベースでは前年比▲33.5%）の内訳では、石油・石油製品を含む工業用原材料が同▲51.9%と減少が大きく、自動車等が同▲33.6%、資本財が同▲22.2%と続く。

前年比で見た貿易赤字（財ベースでは▲45.0%）の減少では、原油価格の下落による石油収支の赤字減（前年同月比▲57.3%）が、石油以外の財収支の減少（同▲29.6%）を上回る。しかし、昨年の金融危機以降、急激に落ち込んだ石油赤字は、足元では再び増加に転じている（図表25）。

特に、最近の原油価格上昇の影響で石油・石油製品の赤字額は▲179億ドルと急増、7ヵ月ぶりの高水準となった。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も、41.9%へ

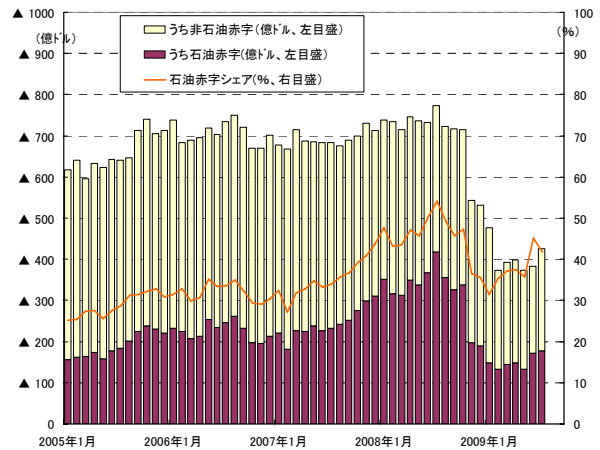
と拡大を見せている（ピークは原油価格が高騰した2008年7月の54.2%）。なお、7月の原油輸入価格は1バレルあたり62.48ドルと2月（39.22ドル）をボトムに5ヵ月連続で上昇したが、ピークだった2008年7月の124.58ドルとの比較ではほぼ半額となる。

（図表 24） 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 25） 貿易収支の内訳と推移



（資料）米商務省、(季節調整済、サービス除き)

（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证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。