

Weekly エコノミスト レター

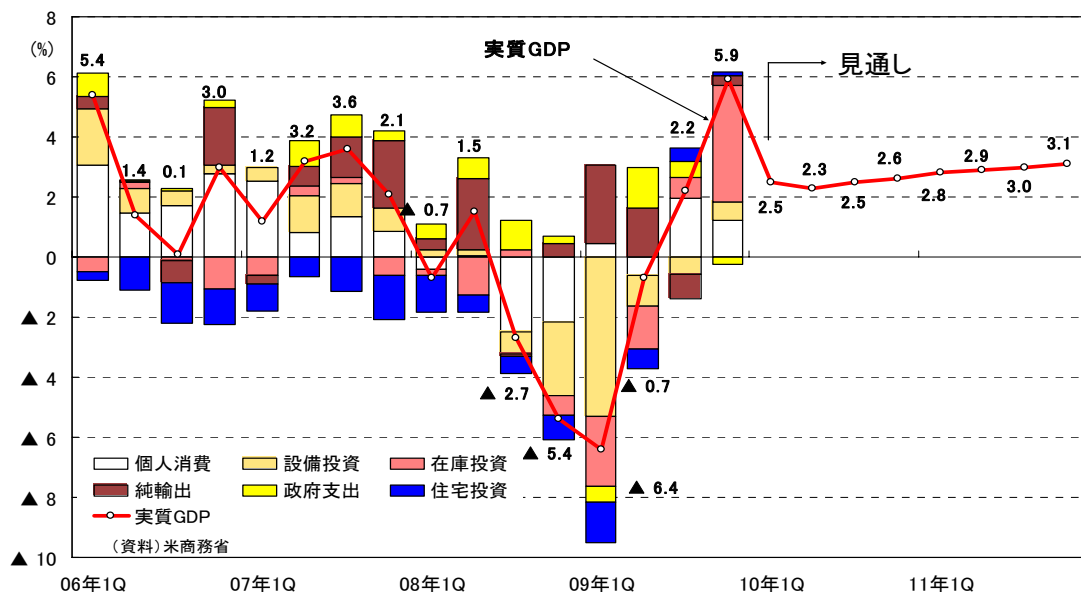
米国経済見通し～改善持続も、雇用回復の遅れもあり力強さに欠ける展開

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. 米国経済では10-12月期の成長率が前期比年率5.9%と2四半期連続のプラス成長なり、戦後最長のリセッションを抜け出し、改善方向への歩みを進めた。
2. ただし、10-12月期成長率の過半は在庫投資によるもので、最終需要が低下するなど経済の実態は強いわけではない。GDPの7割を占める消費の本格回復には、雇用の改善や家計のバランスシート調整進行等が必要であり、なお、時間を要すると思われる。
3. 設備投資は堅調な伸び（同6.5%）を見せたものの、建設需要の不振や低水準の設備稼働率からみて、当面、これまで手控えられていた更新投資が中心となろう。消費や設備投資主導による力強く持続的な成長への復帰は、来年にずれ込む可能性が強い。
4. 米政府は雇用重視の姿勢を強め、景気対策に注力しよう。FRBも当面は現行金利政策を維持すると見られ、現状では出口戦略の議論が注目を集めている。
5. 以上により、2010年の成長率は2.8%、2011年も2.8%の成長率が見込まれる。

(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

(1) 米経済の改善進むも、雇用回復の遅れもあって力強さには欠ける展開

〔見通しのポイント〕

① 10-12 月期 GDP 上振れも実態は緩やかな回復～在庫寄与度が大きく、最終需要は低下

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た後、7-9 月期は同 2.2%へと 5 四半期ぶりにプラス成長へと転換、続く 10-12 月期（改定値）は同 5.9%と 2003 年 7-9 月期（同 6.9%）以来の高成長となるなど、戦後最長のリセッション（2007 年 12 月～）からの脱出を果たしたと見られる。なお、2009 年の年間実質 GDP は▲2.4%と 1946 年（▲10.9%）以来の低水準となった。

ただし、10-12 月期の成長率押上げの過半は在庫投資の寄与（同 3.88%）にあり、景気の実態がそれほど強いわけではない。在庫投資は、昨年 4-6 月期に過去最大の減少を記録した後、7-9 月期には減少幅が縮小、寄与度はプラス（同 0.69%）に転じたが、10-12 月期もこの延長上で在庫の減少幅が大幅に縮小、寄与度は急拡大した。一方、GDP から在庫と純輸出を除いた最終需要は、成長率の急伸とは反対に、前期の同 2.3%から同 1.6%へと低下した。今後もしばらくは、個人消費や設備投資等の急速な拡大は難しく、緩やかな回復局面が持続すると思われる。

② 個人消費は緩やかな回復続くも、本格回復には時間を要する見込み

リセッション入り後の雇用減少は計 830 万人超（うち 2009 年は 474 万人）と、前回リセッション時（270 万人）の 3 倍に昇るなど、今回リセッションによる雇用へのダメージは大きい。雇用の大幅減少は個人所得に影響を及ぼし、所得面の支えを失った個人消費では、2009 年年間の実質個人消費が▲0.6%と 2 年連続のマイナス成長を記録した。本年は、そうした落ち込みからの回復途上にあり、消費の改善は続くが、なおしばらくは、雇用減によって失われた雇用者所得が個人消費回復の重石となるだろう。

また、雇用以外にも、住宅や株式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、信用引き締めを持続等、個人消費を取り巻く環境が大きく改善されたとは言いがたい。もっとも、政府の減税や社会保険給付等の景気対策により、可処分所得は前年同月比でプラスに転じ、追従して個人消費もプラスに転じている。個人消費の伸び率は徐々に回復するものの、所得面での改善が進むまでは、抑制された伸びに留まり、本格的な回復には時間を要しよう。

③ 設備投資は、当面設備機器の更新投資が中心

10-12 月期設備投資は、前期比年率 6.5%と 6 四半期ぶりにプラスに転じた。内訳を見ると、7-9 月期よりプラスに転じた設備機器投資が 10-12 月期は同 18.2%と急回復を見せ、伸び率が 9 年ぶりの高水準となったことが大きい。ただし、設備機器投資の急伸については、1 月の稼働率が 72.6%と長期的な平均値(80.6%)を大きく下回っていることから、手控えられていた更新投資が反映されたのが実態と見られ、能力増投資へと繋がるまでには相当時間を要しよう。

一方、構築物投資では同▲13.9%と 4 四半期連続で二桁のマイナスが続いている。特に調整が遅れているのが商業用不動産に関連する建設投資である。不況のダメージに加え、信用市場引き締

めの影響も大きく、商業用不動産市場の調整には時間がかかりそうだ。少なくとも、2010 年中は構築物投資のマイナスが設備投資全体の伸びを抑制する構図が続こう。伸び率が加速に向かうのは、稼働率の上昇と構築物投資のプラス転換が期待される 2011 年に入ってからと思われる。

④「景気対策法」の執行額は1/3に留まるが、追加の雇用対策法案を可決

米国景気が改善を続ける中、個人消費と設備投資は、上記の要因を抱えているため回復力が鈍く、成長率の牽引役としては力不足の局面が続くと見られ、2010 年成長率の伸びは限定的とならざるを得ない。なお、2009 年初に成立・施行した向こう 2 年間を中心とした 7870 億ドルに昇る景気対策法は、減税や公共投資を含むなど総花的で、その効果を疑問視する見方もあるが、CEA の試算では 2009 年の GDP を約 2%押し上げたとしている（民間調査では 1%弱の見方も有り）。また、執行が遅々としていることも事実で、施行 1 年後の今年 2 月末までの執行額は 2877 億ドルと 37%に留まる。ただし、今年 9 月までに 7 割までの執行を見込むなど、そうした効果は次第に顕在化して来る。少なくとも、景気腰折れへの懸念を薄めていることは間違いない。加えて、予想外の雇用の悪化もあり、米政府はなお景気対策に注力する方針だ。一次取得者向けの住宅減税は 4 月まで延長されたが、さらに、住宅価格が 20%超下落した地域の住宅所有者向け住宅ローン負担軽減策を発表、12 月に発表した追加の雇用対策（国内雇用を創出した中小企業への減税等を含む）では、3/10 までに 1500 億ドル規模の雇用対策法案が上下両院で可決（現在調整中）されている。

⑤2010 年は 2.8%、2011 年も 2.8%の成長見通し

これらの状況を元に成長率を予測すると、2010 年は 2.8%と 2009 年の▲2.4%から成長率を高めよう。前述のように牽引役には力不足としても、個人消費・設備投資は今後も改善を続ける見通しであり、在庫投資や住宅投資、景気対策法による政府支出等もプラス成長への寄与が期待される。今後、個人消費や設備投資の回復が強まる 2011 年後半には 3%台の成長も期待できよう。2011 年の年間成長率は 2.8%の見通しとした。

(図表 2) 米国経済の見通し

| | 単位 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2009年 | | | | 2010年 | | | | 2011年 | | | |
|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|
| | | (実) | (実) | (予) | (予) | 1-3 (実) | 4-6 (実) | 7-9 (実) | 10-12 (実) | 1-3 (予) | 4-6 (予) | 7-9 (予) | 10-12 (予) | 1-3 (予) | 4-6 (予) | 7-9 (予) | 10-12 (予) |
| 実質GDP | 前期比年率、% | 0.4 | ▲2.4 | 2.8 | 2.8 | ▲6.4 | ▲0.7 | 2.2 | 5.9 | 2.5 | 2.3 | 2.5 | 2.6 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 3.1 |
| 個人消費 | "、% | ▲0.2 | ▲0.6 | 2.0 | 2.6 | 0.6 | ▲0.9 | 2.8 | 1.7 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 |
| 設備投資 | "、% | 1.6 | ▲17.7 | 2.4 | 5.2 | ▲39.2 | ▲9.6 | ▲5.9 | 6.5 | 3.8 | 4.3 | 4.4 | 4.5 | 4.7 | 5.8 | 6.0 | 8.2 |
| 住宅投資 | "、% | ▲22.9 | ▲20.4 | 4.3 | 9.8 | ▲38.2 | ▲23.3 | 18.9 | 5.0 | 1.1 | 5.9 | 7.4 | 9.0 | 11.4 | 9.9 | 10.9 | 11.8 |
| 在庫投資 | 寄与度 | ▲0.4 | ▲0.6 | 1.0 | 0.2 | ▲2.4 | ▲1.4 | 0.7 | 3.9 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 純輸出 | 寄与度 | 1.2 | 1.0 | ▲0.2 | ▲0.3 | 2.6 | 1.7 | ▲0.8 | 0.3 | ▲0.4 | ▲0.4 | ▲0.4 | ▲0.4 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.3 |
| 消費者物価 | 前期比年率、% | 3.8 | ▲0.3 | 1.9 | 1.8 | ▲2.2 | 1.9 | 3.7 | 2.6 | 1.7 | 0.8 | 1.4 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.1 |
| 失業率 | 平均、% | 5.8 | 9.3 | 9.7 | 9.3 | 8.2 | 9.3 | 9.6 | 10.0 | 9.7 | 9.7 | 9.6 | 9.6 | 9.5 | 9.4 | 9.2 | 9.1 |
| FFレート誘導目標 | 期末上限金利、% | 0.25 | 0.25 | 0.75 | 2.75 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.75 | 1.25 | 1.75 | 2.25 | 2.75 |
| 国債10年金利 | 平均、% | 3.7 | 3.2 | 3.9 | 4.4 | 2.7 | 3.3 | 3.5 | 3.4 | 3.7 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 4.6 |

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

(2) 金融緩和策は当面持続へ

〔金融政策の見通し〕

● 出口戦略の議論は進める方向ながら、金融緩和策は当面維持される見込み

FRB は1月下旬に開催した FOMC（連邦公開市場委員会）で、市場の予想通り金融政策の維持を決定、「異例の低金利をしばらく据え置く」とした。前回同様、その条件として「①経済資源の活用度の低さ、②インフレ傾向が抑制されていること、③インフレ期待が安定的であること」の3点を提示、「これらの経済条件が異例の低金利を“しばらくの間”正当化するだろう」とした。FRB の緩和策は当面、維持されよう。

もっとも、出口戦略の議論は進行させる。FRB は3月末に向け多くの緊急的な市場安定化策を収束させるため、今月16日開催の FOMC では、それらに続く出口戦略の動きが注目される。2/19の公定歩合を引き上げについても、FRB では正常化策の一環であり引き締めではないと説明しているが、引き上げ幅を0.25%と小幅に抑えており、更なる引上げの余地を残している。FOMC の資料となるページブック（地区連銀報告）では、大雪が経済活動を妨げたとしながらも、全般的な改善傾向の持続を指摘しており、公定歩合引き上げを含め、正常化への動きは今後も進められることとなりそうだ。

なお、2月の議会証言でバーナンキ議長が説明した出口戦略（詳細は下記を参照）によると、リバースレポや定期性預金ファシリティ（FRB へのやや長めの預金）を用いた流動性の吸収や、準備金への利率引上げ実施等によって、銀行の資金吸収を行い短期金利の引上げ効果を狙い、FF目標金利の引き上げはこれらの準備を整えて以降のこととしている。なお、こうした手順は未だ決定されていないと説明した。このような状況を踏まえると、政策金利の引上げにはまだ時間がありそうだ。高失業率が持続、景気回復が緩やかであり、インフレ圧力も薄れている状況から、FF目標金利の引上げに至るのは、中間選挙後11月以降と思われる。

〔金融政策の近況〕

① バーナンキ議長が出口戦略を説明

2/24 バーナンキ議長は下院金融委員会で半期に一度の議会証言を行った。既に、原稿が公表されており、その再確認となるが、“FRBの出口戦略はゆっくりとしたペースで、注意深く実施され、それに当たっては市場に十分なシグナルを送る”とした。

今回の議会証言は、当初、予定されていた2/10が大雪のため延期されたものである。FRBはこの間、2/19に公定歩合の引上げ（0.5%→0.75%）を実施、政策金利であるFF目標金利の引上げ時期が早まるのではないかとの見方が浮上していたものの、バーナンキ議長は、「米景気回復は初期の段階にあり、弱い労働市場は民間経済が脆弱であることを示しており、FOMCでの決定どおり、しばらくの間、FF目標金利の異例の低金利を維持する」とした。また、公定歩合の引上げも、貸し出し制度の正常化のためであり、「現在、収束させている様々な緊急対策としてとった流動性支援策と同様、金融市場の機能改善に対応したものであり、引き締め策を先導するものではなく、金融政策変更のサインでもなく、1月FOMCからの変更でもない」とした一方、「インフレ圧力の高まりを抑制するために、ある時点で金融政策を引き締めに転ずるだろう」と説明した。

なお、バーナンキ議長は、金融引き締めにあたり、最も重要なポイントとして、『FRBが2008年10月に預金準備金への付利を認められたこと』を挙げていた。「準備金への金利引き上げによって、短期金利全般に重要な影響を与えるとともに、長期金利にも間接的に影響を及ぼすことが可能となる」と説明している。

その他、金融規制改革については、金融政策の独立性が堅持され、中長期的な経済利益にかなう決定が行われる事が極めて重要と主張、FRBは銀行監督機能強化に向け、様々な規制の見直しを行っていると訴えた。

② 公定歩合引き上げは出口戦略の端緒

～今後、準備金への利率が金融調節手段となる可能性

FRBでは、FRBのバランスシートが膨れ上がっているため、当面は、FF目標金利への信頼性が薄れているとした。そのため、さしあたって必要なのは、「金融システムに注入した大量の流動性の吸収」や、「異例の融資プログラムの段階的な縮小」であり、こうした準備が整ってからでないと、FF目標金利の引き上げ効果が生まれないとしている。

今回の公定歩合の引き上げは、貸出制度の正常化としており、様々な融資プログラムの正常化への端緒とも言える。一方、前者の流動性の吸収については、“FF目標金利に代わり準備預金への付利を預金量目標と組み合わせて政策スタンスの指針とする”可能性があるとしている。

今回の議会証言でも、上記のように“最も重要なこと”として、FRBが2008年10月に預金準備金への付利を認められたことを挙げている。当面の金融引き締め的手段としては、FF目標金利ではなく準備金への利率調整となることを示唆したとも受け取れる。なお、2/10 発表の議会証言原稿では、「そうした対応を取ることにについては何の決定もしていないが、最終的にバランスシート等が正常化した後は、FF目標金利に戻ると考えている」としていた。

また、議会証言原稿ではこうした出口戦略を解説しているが、それによると「現状では米経済は高度に刺激的な金融政策によって支えられる必要があるが、いずれFRBは短期金利の引き上げ、準備金残高の減少等で金融引き締めが必要となる」とし、その場合、

- 第一段階として流動性の吸収が必要であり、手段としてはリバースレポやターム物預金ファシリティ（FRB へのやや長めの預金）を用いる。金融引き締めが近づけば、そうした動きを加速させる。
- 第二段階として超過準備金への利率引き上げを行う。これによって銀行の資金吸収を行い、短期金利の引き上げ効果を狙う。

としている。（注：2/10 発表の議会証言原稿の詳細については、2/19 日付エコノミスト・レターを参照下さい。）

③ 3月 FOMC でも金融政策維持か～ページブックでは大雪の影響を指摘

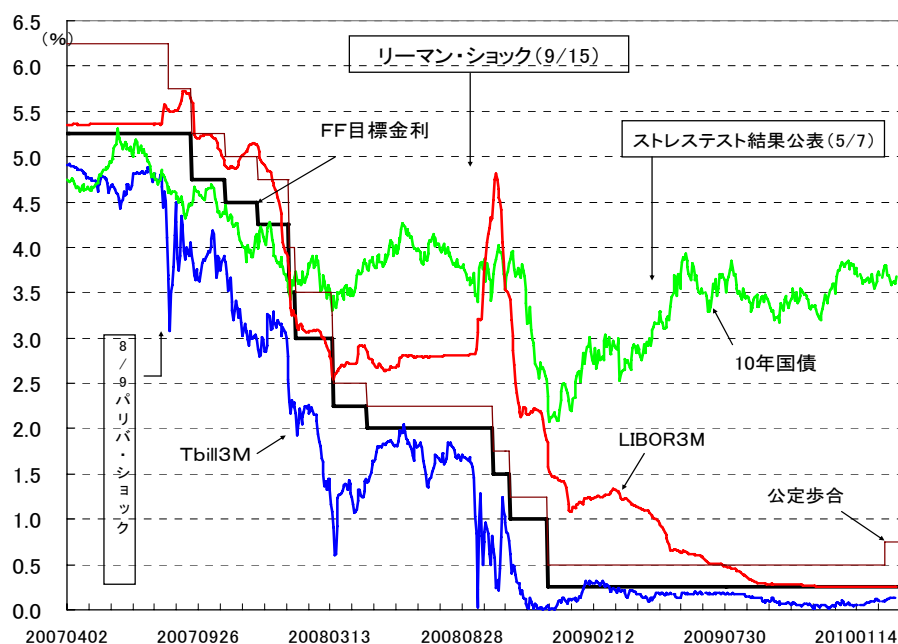
3月のFOMCは16日に開催予定であるが、注目点は上記の出口戦略の議論だろう。FRBでは3月末までに多くの緊急的な市場安定化策が収束するため、それらに続く出口戦略の動きを議論することとなろう。なお、FOMCの資料となるページブック（12地区連銀が2/22までに聞き取り調査したものを3/3に公表）では、「前回の調査時から、改善しているものの、幾つかの地区

では厳しい大雪が経済活動を妨げた。」とし、「12の地区連銀うち9地区が改善を示したのに対し、残りの2地区（セントルイス、アトランタ）はまだら模様、リッチモンド地区は大雪の影響が大きく軟調」とした。この点、1月に改善を報告した10地区からの減少が注目される。いずれにしても、景気は改善しているが、前回までのFOMCで提示された上記の3条件には大きな変化は見られず、金融政策は維持されそうだ。なお、前回FOMCでは、ホーニグ総裁が「しばらくの間」政策金利を据え置く」との声明文の文言緩和を求めて反対票を投じたが、これらの点も踏まえて、今回のFOMCの直後に発表される声明文にどのように反映されるのかも注目されよう。

（ページブック：主要項目別要旨は以下の通り）

- 個人消費は、前回以降、多くの地区で僅かながら改善した。サービス部門への需要は全般的に改善しており、特に顕著なのは、ヘルスケアと情報テクノロジーに関してのものだった。製造業の活動は殆んどの地区で改善され、特に、ハイテク機器、自動車、金属等が強まった。
- 住宅産業も多くの地区で改善したが、幾つかの地区は軟調ないし、大雪により弱まった。一方、商業用不動産と建設事業は殆んどの地区で弱いかさらに落ち込んだものの、僅かに安定化ないし改善の兆しが見られた地区もあった。また、資金需要は引き続き弱く、全米的に信用基準の引き締めが続いた。厳しい天候は農業にも影響を与えたが、エネルギー産業については天然ガスの掘削を中心に強かった。
- 物価上昇圧力は、例外的な原材料価格の上昇を除けば、ほとんど限定的だ。仮に投入コストが上昇しても競争上、売価への跳ね返りは限定されよう。雇用は、レイオフのペースダウンや改善の動きも見られるが、全般的には、最低賃金引き上げの結果もあって引き続き弱い。

（図表3） 米政策金利と長短市場金利の推移（日別）



2、主な需要項目（消費、設備・住宅投資）の動向と見通し

〔個人消費の動向〕

（1）個人消費は緩やかに回復へ

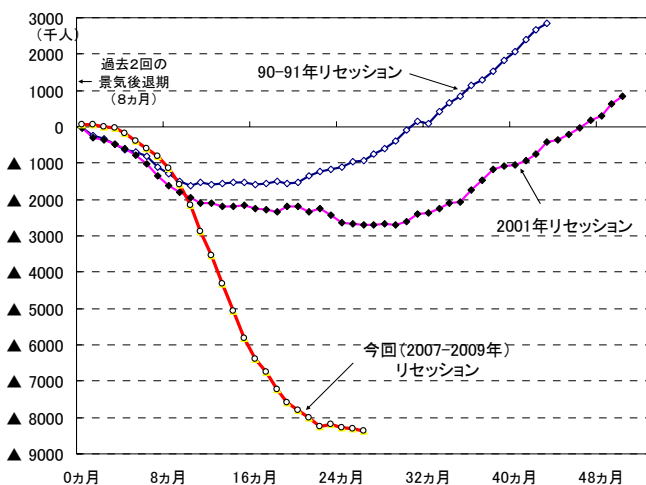
個人消費回復に力強さが見られないのは、大規模な雇用減少に伴う雇用所得減少によるところが大きい。政府が実施中の減税効果もあって前年比の可処分所得はプラスに転じ、個人消費も追随して回復を見せている。もっとも、雇用者数は減少が止まりつつあるものの、なお増加に転じたわけではない。今後、リセッション入り後に喪失した雇用減を回復するには相当な期間を要すると思われる。雇用減によって失われた雇用者所得への影響は大きく、当面の個人消費回復の重石となろう。また、雇用以外にも、住宅や株式等の資産価格の目減り、過剰債務を抱えた家計のバランスシート調整、信用引き締めを持続等、個人消費を取り巻く環境は大きく改善されたとは言いがたい。個人消費は回復を続けながら、並行してそうした調整を進行させよう。個人消費の年間成長率は、2009年の▲0.6%から、2010年は2.0%と回復、2011年は2.6%を見込む。雇用と個人消費を巡る最近の状況は以下の通り。

（雇用の動向）

①大規模な雇用者減が消費抑制的に作用

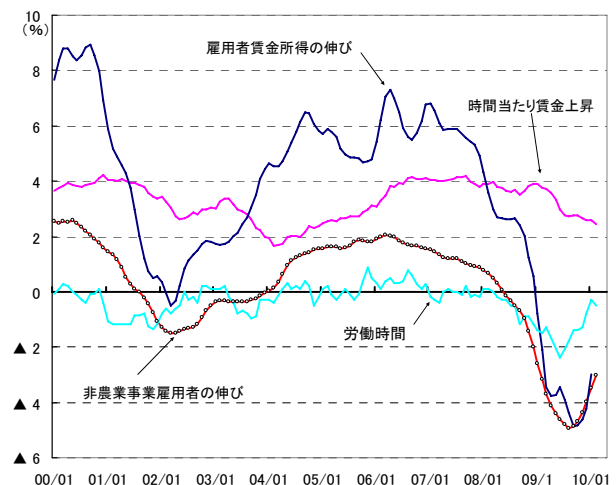
個人消費低迷の主要因としては、雇用者所得の減少があげられる。雇用所得は、個人所得の65%を占める中核であるが、雇用者数が減少すれば対応して減少する。今回の景気後退局面に入った2007年12月以降、雇用減は急拡大、二次大戦後の不況時の雇用減としては最大級となった。減少規模を直近二回のリセッション（90-91年と2001年に生じ、両者とも8ヵ月間で終了）と比較すると、その相違は歴然とする。リセッション以降の雇用減は830万人に昇り、リセッション前の雇用規模を回復するには相当な期間を要すると見られ、その間、雇用所得の減少が消費に抑制的な影響を及ぼすこととなろう(図表4)。

（図表4） 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5） 雇用統計と雇用所得(前年同月比、%)



（資料）米労働省、商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均

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。前年比の現状は、雇用者数の減少が大きい、労働時間の減少傾向、賃金上昇率低下等の影響も懸念される。2月の労働時間は33.1時間/週と依然過去最低水準近傍にあり、時間当たり賃金上昇率も前年比での低下傾向が続いている。こうした状況下で2月の雇用者賃金所得は前年比▲1.0%（1月▲3.7%）とマイナスが続いているが、前年比では、すでに金融危機後の急減少を経た後との比較に入っており、マイナス幅は縮小方向への推移を見せている(図表5)。

② 2月の雇用者は前月比▲3.6万人の減少～失業率は9.7%で横ばい

2月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比▲3.6万人と、前月(▲2.6万人)から減少幅をやや拡大したが、市場予想の同▲6.5万人の減少よりは小幅に留まった。雇用減はなお持続しているものの、昨年2月には同▲72.6万人と70万人台の大幅な減少が続いていた時期との比較では、少なくとも減少は収まりつつあると言えるだろう(図表6)。

2月の部門別の雇用者増減を見ると、建設業で前月比▲6.4万人(前月▲7.7万人)と減少が大きかったものの、サービス部門では前月比4.2万人、製造業は同0.1万人、鉱業は同0.3万人といずれも前月に続いて増加している。建設不況により建設業の減少はしばらく

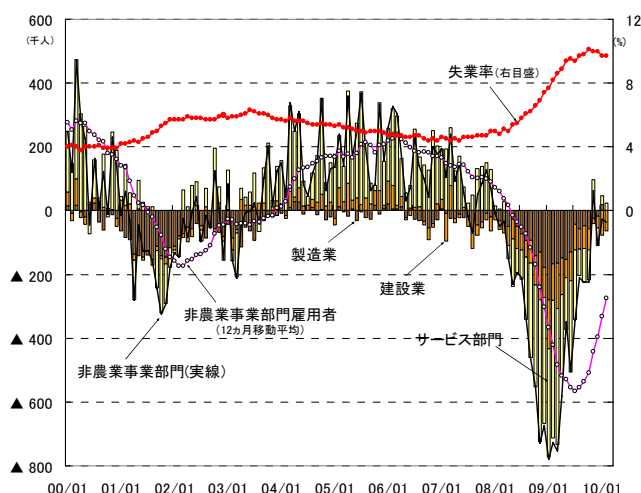
持続する可能性があるものの、全般的に雇用者数はプラス転換への途上にあることが窺われる。

なお、労働省では、2月統計について、大雪の影響で統計調査期間中に賃金を受け取れず、また労働できなかった人がおり、今後の修正の可能性を指摘している。上記の部門別では建設業の減少が全体を押し下げた形であるが、建設業は他産業に比し天候の影響を受けやすい業種であり、今後の修正が注目されよう(このほか、除雪作業要員の増加も指摘されている)。

一方、失業率は9.7%と前月(9.7%)から横ばい、市場予想の9.8%を下回った。金融危機突入時(2008年9月)は6.2%だったが、昨年10月には10.1%へと上昇、今年に入って10%を割り込んできた。ただし、雇用増への転換が遅れていることから、今後しばらくは、失業率の高止まりが予想されている。労働省では、失業者(2月1487万人)の4割に当たる613万人が6ヵ月以上の失業状態にあり、2月の就業者比率(employment-population ratio)が58.5%に留まるなど、厳しい雇用情勢が続いていることを指摘している。また、パートタイム雇用者のうち、928万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していること、さらに仕事を欲しているが求職活動が今回の雇用統計集計期間に含まれなかった人が253万人いるなど、これらの求職者を加味した広義の失業率(U-6)は16.8%に昇る(1月は16.5%)。

なお、2月の労働時間は33.1時間/週と前月(同33.3)から減少、賃金については、2月の時間当たり平均賃金(民間)は18.93ドルと前月(18.90ドル)から上昇した。

(図表6) 雇用者増減の推移(前月比)



(資料)米労働省

(個人消費の動向)

③可処分所得の回復により消費は緩やかに回復

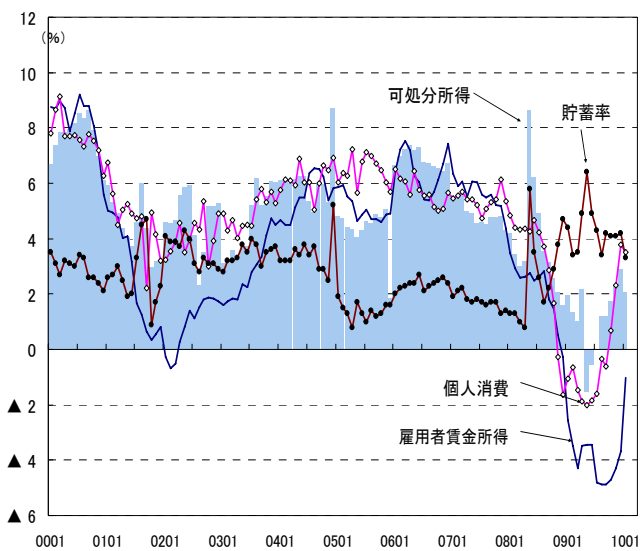
1月の個人所得は前月比0.1%（12月同0.3%）に留まった。内訳を見ると、賃金所得が前月比0.4%（12月同0.1%）と伸びを高め、移転所得も同0.7%と堅調だったが、家賃収入等（前月比▲0.3%）、配当収入（同▲3.0%）等それ以外の所得がマイナスに転じ、雇用保険税率引き上げ等による社会保険控除増加（同1.7%）の影響が大きかった。さらに、税支払い額が前月比で5.5%増となったため、可処分所得は前月比▲0.4%（12月同0.4%）と6ヵ月ぶりに減少に転じた。

前年同月比では、賃金所得が同▲1.0%（12月▲3.7%）と14ヵ月連続のマイナスが続いたがマイナス幅は縮小、個人所得全体では同1.1%（12月同▲0.3%）と13ヵ月ぶりにプラスに転じた。また、可処分所得の伸びは同2.1%（12月同2.9%）と6ヵ月連続の増加となった（図表7）。

支出面では、1月個人消費が前月比0.5%（12月は同0.3%）と増加を見せた。内訳では、耐久財消費が前月比0.1%、サービス消費が同0.2%に留まったものの、非耐久財が同1.8%と伸長した。前年同月比では、個人消費が3.5%（12月3.8%）と4ヵ月連続で増加しており、内訳では、耐久財が同3.1%、サービス消費は同2.1%に留まったものの、非耐久財が同8.2%と伸長したのが目立った（図表8）。

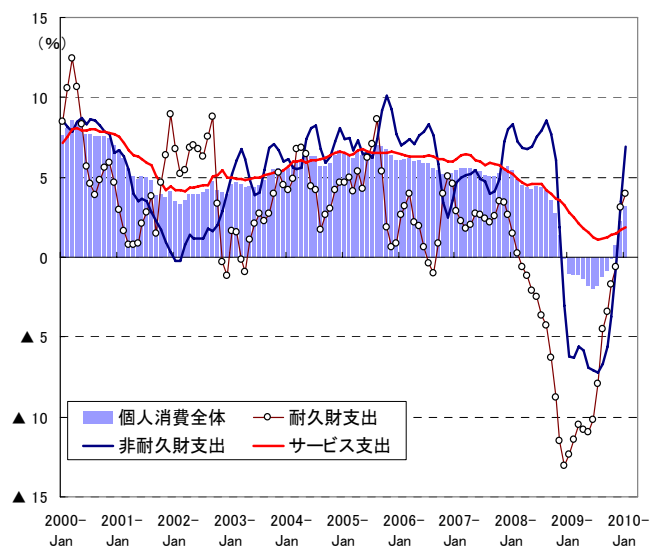
上記のように、前年比では、賃金所得が依然として前年の水準を下回るなど、個人消費への所得減の影響は依然として大きいと思われるものの、減税・移転所得増等による恩恵を受け、可処分所得は既に増加を続けている。また、前月比では、中核となる賃金所得が伸びを回復しつつあり、今後、個人消費の回復の足取りを次第に確実なものとする事が期待される。

(図表7) 個人所得・消費の推移(前年同月比、%)



(資料) 米商務省、(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(%)



(資料) 米商務省、前年同月比（3ヵ月移動平均）

〔設備投資の動向、見通し〕

（２）設備投資は、更新投資中心の回復に

2008年9月の金融危機後、企業のセンチメントが急低下、生産は大幅に減少、設備投資は、昨年1-3月期には、前期比年率同▲39.2%と戦後最大の落ち込み幅となった。その後、10-12月期には同6.5%と6四半期ぶりにプラスに転じた。ISM製造業指数では7ヵ月連続で50台を保ち、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前年比ではプラスを回復するなど、設備投資全体として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を受けた建設需要の不振が続いており、マイナス成長の持続が2011年にかけて見込まれ、設備投資全体の伸びを抑制しよう。また、設備稼働率が低水準にあることから能力増投資は手控えられ、更新投資中心となろう。設備投資の本格回復には、能力増投資や構築物投資の回復が必要であり、2011年後半までずれ込む可能性がある。年間の設備投資は、2009年に▲17.7%と大きく落ち込んだ後、2010年は2.4%、2011年は5.2%の伸びを見込んでいる。設備投資を巡る最近の状況は以下の通り。

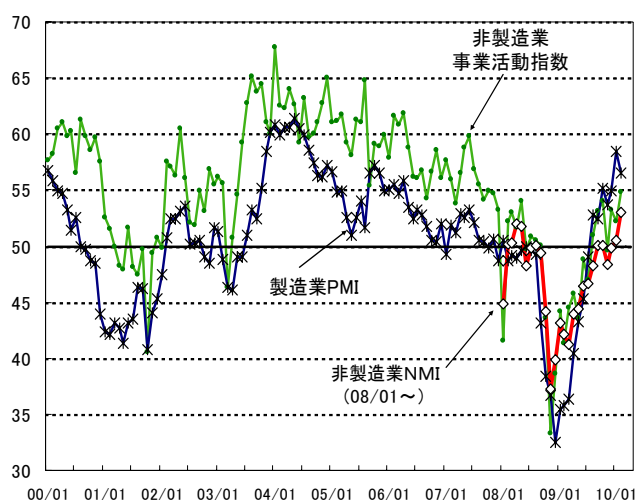
①2月ISM指数は、製造業・非製造業指数とも50台を維持

企業のセンチメントを示すISM（米供給管理協会）指数は、2月製造業指数（PMI）が56.5となった。市場予想値（57.9）には届かず、2004年8月以来の高水準を記録した前月（58.4）から低下した。同指数は、2008年12月に32.5と1980年6月（30.3）以来28年ぶりの低水準を記録したが、昨年8月に製造業の拡大・縮小の分かれ目となる50台を回復して以来、7ヵ月連続で50越えを記録した。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42であり、2月PMIは実質GDP年率4.9%に該当するとしている。

一方、2月の非製造業指数（NMI：注）は53.0と前月（50.5）から上昇、市場予想（51.0）を上回り、2ヵ月連続で非製造業の業況の分かれ目となる50を上回った。NMIは金融危機後の2008年11月に37.2まで急低下、その後は持ち直しに転じ、昨年9月には50.1と50台を回復、50を挟んだ推移を見せていた。なお、今回の水準は、2007年10月以来の高水準（試算ベース：注）となる。

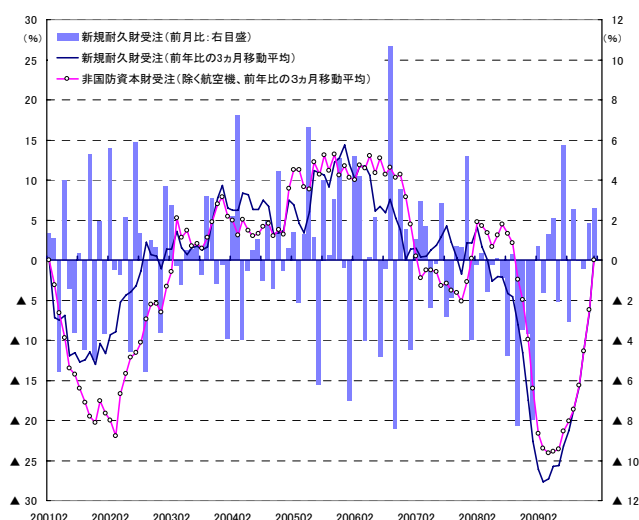
ISM両指数の推移を比較すると、金融危機以降の落ち込みは製造業の方が大きかったものの、昨年10月以降は、5ヵ月連続で製造業が非製造業指数を上回るなど、製造業の改善が先行した形となっている。特に、回復の遅れが懸念される雇用指数でも、製造業では昨年12月以降連続で50台を回復する中、非製造業では48.6に留まる。こうした非製造業指数回復の遅行は、個人消費の停滞や住宅バブル崩壊、金融危機等の影響が、サービス業や不動産・建設等を含む非製造業にダメージが大きかったことを窺わせるものであり、なおしばらくは、こうした状況が持続するものと想定される。（注：NMI(=Non-Manufacturing Index) 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ので暫定的な試算は可能。）

(図表9) ISM指数の推移(月別)



(資料) Institute for Supply Management

(図表10) 新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 米商務省

②設備投資先行指標の非国防資本財が、前年比でプラスに

1月の新規耐久財受注は前月比2.6%(12月1.8%)と連月の増加となった。新規の「非耐久財」受注も同0.9%(12月1.3%)とプラスが続き、新規製造業受注は前月比1.7%(12月1.5%)と5ヵ月連続の増加を見せた(図表10)。

業種別の動きで目立ったのは、民間航空機の大幅な伸び(前月比118.6%)であるが、船舶等(同61.0%)や軍用機(同11.6%)等の急増もあって、輸送機器部門は前月比15.0%(12月1.6%)と急増し、全体を押し上げた。このため、同部門を除くと、製造業受注は前月比0.1%に留まる。その他の業種別では、機械(同▲9.2%)の落ち込みが目立ったが、コンピュータ・電子機器(同1.8%)等、1~2%程度の伸びを見せるものが多かった。

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▲4.1%と3ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、前年同月比では7.4%と、14ヵ月連続のマイナスの後、連月でプラスとなった。

受注各指数は、2008年9月金融危機後に急速な落ち込みを見せた後、昨年1-3月期には底入れの動きとなった。このため、1月の前年比では、耐久財受注、非国防資本財受注(除く航空機)ともプラスに転じている。もっとも、金融危機以前との比較では、大幅に下回っており、受注が回復に向かってはいるものの、設備投資の回復に結びつくにはなお時間を要すると思われる。

③1月鉱工業生産指数・設備稼働率は、回復続くも依然低水準

1月の鉱工業生産指数は前月比0.9%(12月同0.7%)と7ヵ月連続のプラスとなり、市場予想(0.7%)を上回った。なお、1月指数は、リセッション入り時の2007年12月を10.1%下回る。部門別では、製造業が前月比1.0%、鉱業が同0.7%、公益(電力・ガス)が同0.7%、といずれもプラスとなった(図表11)。

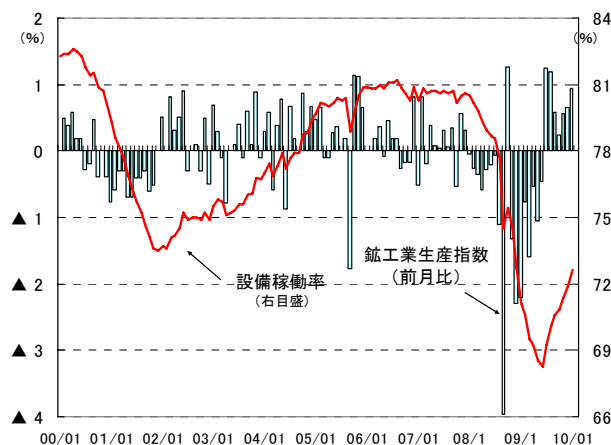
製造業の内訳では、自動車（前月比 4.9%）の伸びが最も高く、アパレル（同 3.2%）、電気機器（同 2.9%）等が堅調だった。一方、石油製品等（同▲2.2%）では4ヵ月連続でマイナスが続いた。なお、ハイテク産業は前月比 1.9%と4ヵ月連続でプラスとなった。通信機器の回復（同 2.9%）に加え、半導体（同 1.3%）、コンピュータ（同 1.2%）ともに堅調に推移した。

また、12月に寒波の影響で前月比 6.3%と突出した動きを見せた公益部門は同 0.7%と続伸した。前年同月比では、前年の落ち込みが大きかった自動車（同 40.2%）や金属素材（同 21.8%）等での回復が急となっている。

一方、設備稼働率は 72.6%（前月 71.4%）と8ヵ月連続で上昇した。ただし、鉱業（86.2%）や公益（83.1%）等が高く、製造業は 69.2%に留まる。製造業の業種別では、食品（78.4%）、

化学（75.5%）等の非耐久財で高いところが多く、耐久財製造業では、自動車（55.0%）、木材製品（52.6%）等、50%台の低稼働率の業種も多い。このため、耐久財全体では 62.9%と非耐久財製造業の 76.5%から一段低い水準に留まる。また、ハイテク産業では半導体（58.8%）が低水準にあり、64.0%の全体水準を大きく下回る。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2009年の平均）は 80.6%で、2008年1月（80.5%）以降これを下回る推移が続いている。稼働率の低さを考慮すれば、設備投資は、当面、更新投資中心に限定されたものとなる。

（図表 11） 鉱工業生産と稼働率の推移（月別）



（資料）FRB

〔住宅投資の動向・見通し〕

（3）住宅市場は回復持続も、春先の減税終了後の腰折れ懸念は残存

住宅バブルの崩壊を契機とした今次リセッションで、住宅投資の受けた影響は大きく、GDPベースの住宅投資のマイナスは、2006年1-3月期に始まり、昨年4-6月期まで実に3年半、14四半期連続のマイナスを記録した。その後、昨年7-9月期には、前期比年率 18.9%とプラスに転じ、回復の動きを強めたが、10-12月期には同 5.0%と伸び率を急速に縮小した。

特に、当初11月一杯を期限としていた新規住宅購入者向け減税は、期限に向けた駆け込みの需要も多かったものの、その後は需要の一段落の強い展開となっている。住宅減税は、来年4月までの延長（契約ベース）が11月上旬に成立したが、12月以降の天候不順もあって、その効果が表れにくくなっている。

昨年12月以降、中古・新築販売件数ともやや急な減少が続いているが、特に1月新築販売件数は過去最低を再び更新した。新築販売の不振が著しいのは、建築コストの低下には一定の限度があり、販売価格が取引実績ベースで2割強中古住宅より高くなっていることだろう。こうしたことが、市場価格より安い差し押さえ処分物件中心に、減税を享受する一時取得層が受け手となっている中古住宅市場との差に表れている。

今後については、足元では12月の寒波に続き、2月の大雪の影響もあって更なる下押しが懸

念されるが、歴史的に見ても低水準にある住宅ローン金利や価格下落の進展で住宅購入余裕度が高水準にある中、住宅一次取得層への住宅減税が延長されたこと等を考慮すれば、販売については、春先に向けての回復が期待できよう。しかし、販売在庫が厚く、住宅減税終了後への懸念が払拭できないなど懸念材料が残る。また、個人所得の低迷や信用基準の厳格化等が持続する中、失業率の高止まりなども住宅購入には障害となろう。住宅投資が本来の状態へと回復するには、なお時間を要すると思われる。

年間の住宅投資では、2009年は前年比▲20.4%と大幅なマイナスとなったが、2010年は4.3%、2011年は9.8%と次第に伸びを高めよう。最近の住宅関連指標の動向は以下の通り。

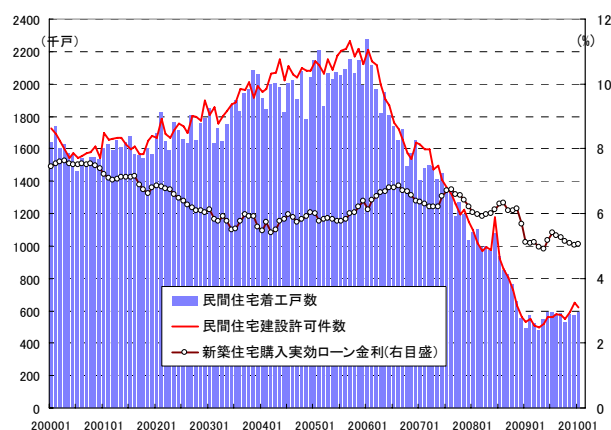
①住宅着工は、底打ち後も力強さに欠ける展開

1月新規住宅着工戸数は年率 59.1 万戸、前月比 2.8%の上昇となり、市場予想(同 58 万戸)を上回った。住宅着工件数は昨年 4 月の同 47.9 万戸をボトムに概ね 50 万戸台後半での推移が続いている。

内訳では、毎月の変動が大きい集合住宅（5世帯以上）が増加（前月比 17.6%、12 月同 8.5 万戸→1 月同 10.0 万戸）、太宗を占める一戸建て住宅も前月比 1.5%（同 48.4 万戸）の増加となった。寒波の影響が大きかった 12 月より天候が回復したことが大きい。今後発表される 2 月統計では、大雪の影響が懸念されている。

また、先行指標となる 1 月住宅着工許可件数では、年率 62.1 万戸（前月比▲4.9%）と減少したが、前月の伸び（同 10.9%）が大きかった反動も一因と思われる。内訳では、一戸建て住宅の前月比 0.4%の増加に対し、集合住宅（5世帯以上）の急減（同▲26.2%）が目立った。

(図表 12) 新規住宅着工の推移 (月別)



(資料) 米国商務省

② 1 月中古住宅販売戸数は年率 505 万戸と予想外の急低下

全米不動産協会 (NAR) が発表した 1 月中古住宅販売戸数は、年率 505 万戸（前月比▲7.2%）と減少、昨年 6 月（同 489 万戸）以来の低水準となり、市場予想の同 550 万戸を大きく下回った。ただし、前年比では 11.5%の増加となる。

内訳では、中古販売の太宗を占める一戸建て販売は年率 443 万戸（前月比▲6.9%、前年比 8.6%）、集合住宅は同 62 万戸（前月比▲8.1%、前年比 38.1%）といずれも前月から減少した。中古住宅販売は、昨年 1 月に現行ベースの統計開始以来の最低値（年率 453 万戸）を付けた後、政府の住宅減税の当初の期限だった 11 月に同 649 万戸に急増したが、その反動もあって急減したと見られる。

なお、1 月の中古住宅販売価格（中央値）は、16.47 万ドル（前年比 0.0%）と前月 17.05 万ドルから下落した。同価格は、昨年 1 月に 16.47 万ドルと最近のボトムをつけた後、6 月（18.18

万ドル) まで上昇、その後は下落が続き昨年1月と同水準となった。なお、ピーク(2006年7月)の23.03万ドルからは▲28.5%の下落となる。

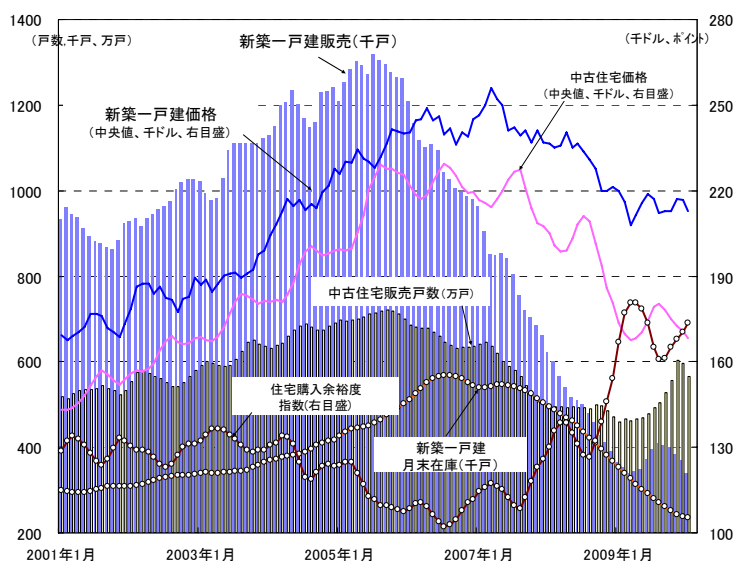
販売在庫は326.5万戸(前月比▲0.5%)と2009年のピークの7月(406.2万戸)以降、▲20%の減少を見せた。ただし、月間販売比でみた月数は7.8ヵ月分と前月(7.2ヵ月分)から増加、2009年のボトムである11月(6.5ヵ月分)以降は連月で増加した。住宅ブームだった2005年(平均同4.5ヵ月分)との比較では、なお高水準にあり、更なる減少が必要と思われる。

③ 1月新築住宅販売は、過去最低値を更新

商務省発表の1月新築一戸建て住宅販売戸数は、年率30.9万戸(前月比▲11.2%)と急減、市場予想(同35.4万戸)を大きく下回るとともに、昨年1月(同32.9万戸)の1963年から続く現統計の最低値を更新した。前年比では▲6.1%となる。

新築一戸建て販売価格(中央値)は20.35万ドルで、前月比▲5.6%、前年比▲2.4%だった。また、1月末の在庫は23.4万戸と33ヵ月連続で減少したが、販売の急減で販売比では9.1ヵ月分と昨年10月(7.3ヵ月分)以降3ヵ月連続の増加が続いている。

(図表 13) 住宅販売・価格の推移



(資料) 米商務省、NAR。(注) 月別、3ヵ月移動平均

(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。