

Weekly エコノミスト・ レター

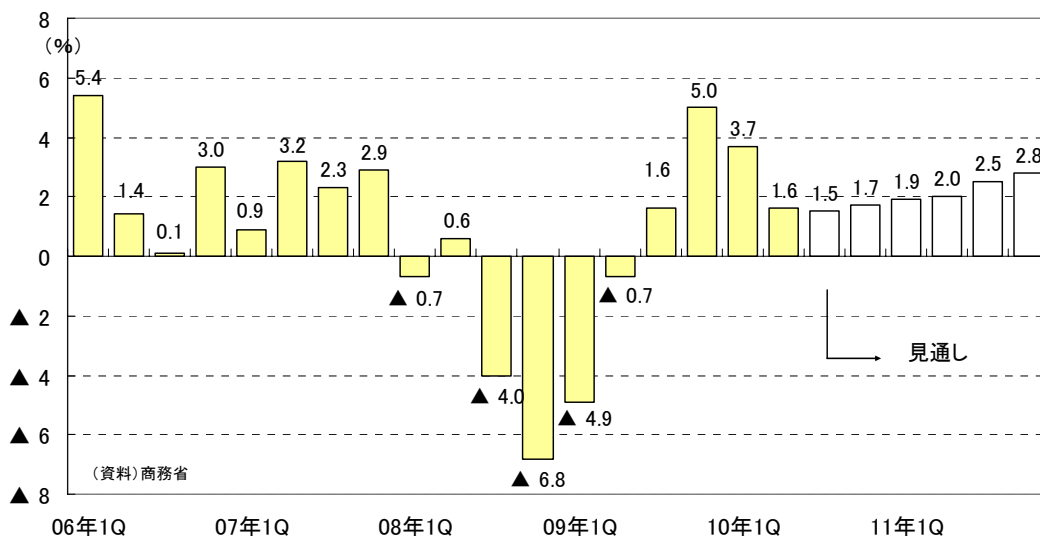
米国経済見通し～追加景気対策の発表が下支え要因に

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. 米国経済は昨年10-12月期の成長率が前期比年率5.0%、1-3月期は同3.7%と堅調な成長を見せた後、ギリシャ危機の影響を受けた4-6月期は同1.6%と伸びを縮小した。
2. 市場では二番底への懸念が高まり、株価が急落、金利が低下、ドル安が進展するなどリスク回避の動きを強めたが、その後、8月雇用統計が予想を上回るなど、景気への懸念はやや落ち着きを見せている。
3. 1-3月期までの高成長は在庫投資の寄与が大きく、半面、4-6月期は輸入増が成長率を押し下げたが国内最終需要は急伸するなど、景気の実体には底堅さも窺われる。ただし、雇用の回復が緩慢であり、今後も個人消費の伸びが抑制されるため、当面、2%を下回る低成長が続こう。
4. オバマ大統領は追加景気対策を発表した。即効性には乏しいものの、ブッシュ減税期限切れ後の懸念を薄めるものと言え、成立すれば景気の下支え要因となろう。
5. 2010年の成長率は2.6%、2011年は1.9%が見込まれる。

(図表1) 米国の実質GDP成長率の推移と見通し(前期比年率)



1、米国経済見通しの概要

〔追加景気対策の要旨〕

(1) オバマ大統領が追加景気対策を発表

景気・雇用回復の遅れを懸念、オバマ大統領は一連の景気対策を明らかにしつつある。第一弾として、レーバーデー休暇の9月6日インフラ整備に関する追加景気対策を発表。その後、8日には一連の企業減税策を発表した。遊説先の演説での発表に加え、このほかに今後発表予定とされている対策もあるなど、全容及び詳細は不明である。オバマ大統領は10日にもホワイトハウスで会見を開き、全容を明らかにする予定。なお、これまでに発表された景気対策は以下の通り。

(インフラ整備)

- ① 15万マイルに及ぶ道路改修、4000マイルの鉄道整備、150マイルの空港滑走路の建設・整備、交通制御システムの刷新、等を含むインフラ整備に6年間で500億ドルを支出する。輸送関連投資10億ドル毎に35千人の雇用増の試算も。また、民間や州・地方の資本活用に向けインフラバンク設立を構想（インフラ投資への政府保証増額も）。なお、財源は石油・ガス会社への税控除の廃止分を充足か。

(企業向け減税策)

- ② 投資促進に向けた法人税の一時減税。2011年まで、不動産を除く、ほとんどの新規設備投資について「全額」を償却可とする。減税規模は2000億ドル（数年間で分割償却する現行との比較で翌年以降の税支払い増を勘案すると300億ドル程度に縮小）。手元資金を溜め込んだ企業の新規投資を促進。即効性を重視し、発表時の9/8に遡って適用を求める。
- ③ 企業の研究開発向け税額控除措置の拡大・恒久化。失効していた同措置の復活・恒久化を狙う。10年間で1000億ドル規模（法人税制の抜穴を塞ぎ財源を捻出）。

(所得税の取り扱い)

- ④ 中間層向け減税の恒久化。年間所得25万ドル超の高額所得世帯層についての減税を廃止、最高税率は35%から39.6%に戻される。現状の延長と比し10年間で6780億ドルの赤字削減効果。従来の主張の繰り返しであるが、共和党の反対が強く、他の財源にも影響するため、帰結が注目される。（うち350億ドルを中小企業・勤労者向け減税に充足することを目論む）。

(その他、発表予定とされる諸対策)

- ・クリーンエネルギー投資の拡大。
- ・失業者雇用の企業向けに社会保障関連の税負担免除適用対象の拡充。
- ・株式譲渡益課税減免を25万ドル以下の中低所得層を対象として延長。

中間選挙での劣勢が伝えられる民主党では、今年の景気対策（2年間で約8000億ドル）は規模が小さかったとの見方が浮上、特に雇用回復の遅れについては国民の批判が強く、追加の対策の発表となった。もっとも、大統領が即時の雇用対策効果を強調する中、政策当局者は、雇用の回復は2011年以降とし、緊急雇用対策ではないとするなど雇用創出規模は明らかにしていない。

上記の中で最も注目されるのは、即効性の高い投資減税だろう。投資減税は、レーガン大統領からブッシュ前大統領へと引き継がれた共和党の“伝統的な景気対策”でもあるため、中間選挙で

議席増が予想される共和党への配慮も窺え、新規投資の促進による雇用増を狙う。

半面、共和党サイドからの批判が強いのがインフラ整備等の財政支出だ。投資減税などとの抱き合わせで、賛意を得られるかは不透明。早くも共和党ベイナード下院院内総務は、「民主党の景気対策は信頼できない。これ以上の支出は必要ない」と反対を表明している（9/6）。

なお、議会が夏休み明けとなる9/13以降中間選挙前までの会期は4週間程度と短く、優先審議される小企業向け融資支援策やインフラ整備に関する公聴会の開催等を考慮すれば、選挙前の成立は難しいとされる。また、選挙後となると、選挙の結果次第で仕切り直しの必要が出て来よう。

●追加景気対策の財源が、ブッシュ減税等、既存減税との置き換えなら効果もより薄く

インフラ投資による経済効果には時間がかかることは今年の景気対策を見ても明らかと言える。研究開発投資の恒久化は、米企業の競争力強化に資するものとなろうが、景気刺激効果は疑問である。投資減税は最も注目されるが、これまで企業側に冷淡との批判が強いオバマ政権が、選挙対策として打ち出した政策とも言える。その効果についても、既に設備投資は回復に向っているし、そもそも低稼働率の中では更新投資以外の設備投資は行われたいとする否定的な見方も多い。

また、今回の景気対策により、これまで立場を明らかにしてこなかったブッシュ減税への取り組み方針が次第に明らかになりつつある。今回の景気対策では、オバマ大統領は長期的に財政赤字を増やさないとしていることから、今回支出増の財源としては、その多くは、ブッシュ減税の期限切れで増収となる項目や現行優遇策の廃止等を充当するものと思われる。

そうであるならば、ネットの支出増が抑制されるため、景気刺激効果も抑制されたものとなろう。もっとも、今回の米景気の二番底懸念が高まりを見せた背景には、一連の政府の刺激策が収束に向かい、年末にはブッシュ減税が期限切れを迎えることも懸念要因となっていた。今回の追加対策が、景気対策の形を取りながらブッシュ減税廃止後の置き換えを狙ったものであるとしても、先行きの景気不透明感を薄める意味合いを持つこととなろう。

半面、今年度1.3兆ドル程度（CBO見通し）が見込まれる財政赤字については、ブッシュ減税の収束で見込まれていた赤字縮小が先送りされる可能性が高まったと言え、長期金利の先行きに影響を与える可能性がある点には留意しておきたい。

（2）景気の現状と見通し

●景気回復の浮沈を握る雇用、回復の遅れは下ブレリスクを増幅

オバマ政権が中間選挙の間際になって、急遽、追加の景気対策を発表したのは、現下の経済状況が今年の景気対策時に見込んだ状況とは大きくかけ離れており、市場には二番底への懸念が色濃く漂っているからだ。

米国では、ギリシャ危機前までは、FRBが出口戦略を検討するなど、雇用回復の遅れを除けば、景気回復が緩やかながら進展していくと見られていた。しかし、5月以降、ギリシャ危機を契機とした金融市場の波乱が实体经济に及ぶと、夏場にかけて二番底への懸念が強まった。その後、8月雇用統計では、民間部門の雇用者が6.7万人増と抑制気味ながらも増加が維持され、一時的に景気失速への懸念は薄らいだ形となっている。

もっとも、中間選挙を間近に控え、雇用回復の遅れへの批判は強い。景気回復時に雇用が注目

を集めるのは今回に限ったことではなく、過去 2 回のリセッションでも雇用回復が遅れ、“ジョブレスリカバリー”と言われた。しかし、今次リセッションでは、雇用減少が最大 830 万人と過去 2 回を大きく上回る規模の減少となったこともあって、これまで以上に雇用への注目度は高い。実際、雇用者全体の 6% 強に及ぶ喪失による影響は大きく、雇用者賃金所得は前年比で一時▲6% 近くの減少を見せ、個人消費抑制の主な原因ともなっている。

現時点の雇用者数をリセッション前と比較すると 760 万人減となるが、年間 2% 強の賃金上昇もあり、雇用者賃金所得はリセッション前との比較では▲2.5% に留まる。しかし、未だにリセッション前の水準を下回る所得水準では、個人消費の回復は覚束ない。

一方、企業の利益は 2009 年 1-3 月期以降、前期比での増加が続き、配当も昨年 10-12 月期以降増加が続いている。ISM 指数による企業のセンチメントは持ち直しており、今後、景気対策等で先行きの景気見通しが改善するのであれば、雇用回復が期待できないわけではない。

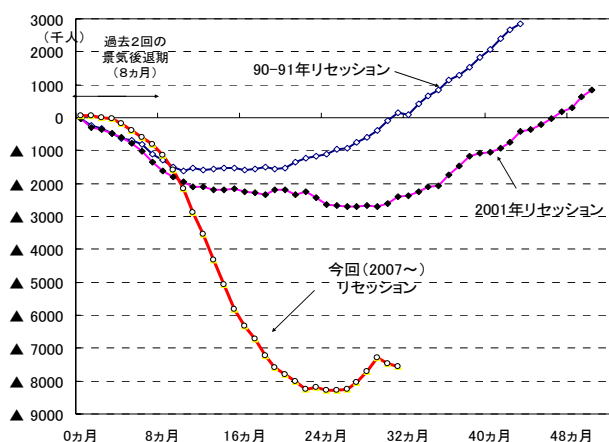
●在庫投資・政府支出に一巡感が見られる中、追加景気対策に期待も

次に GDP の推移を振り返ると、今次リセッション以降の米国経済では、リーマン・ショック後の成長率が最大▲6.8%（2008 年 10-12 月期実質 GDP、前期比年率、以下も同様）にまで落ち込むなど、4 四半期連続のマイナス成長を記録した。その後、2009 年 10-12 月期には同 5.0% と高成長を見せ、翌 1-3 月期も同 3.7% と堅調に推移、順調な回復への動きを見せていた。ギリシャ危機が生じた 5 月には世界的に金融市場の波乱を招き、米国の金融市場でもリスク回避の動きが強まり、株価が急落、ユーロ安が進み、企業センチメントが悪化、実体経済への波及が進行した。

こうした中、4-6 月期の実質 GDP 改定値は前期比年率 1.6% と GDP としては 3 四半期ぶりの低水準となった。4-6 月期 GDP を大きく低下させたのは、輸入の急増で純輸出の寄与度が▲3.37% と大幅なマイナスを記録したことが大きい。一方、昨年 10-12 月期 GDP が同 5.0%、1-3 月期は同 3.7% と高成長だったのは在庫投資の寄与度がそれぞれ 2.83%、2.64% と過半を占めていたからであるが、4-6 月期は同 0.63% に縮小した。在庫循環を考慮すれば、今後の在庫投資に大きく期待はできないだろう（GDP 改定値の詳細は後述）。

一方、内需の強さを測る国内最終需要は、昨年 10-12 月期以降、前期比年率で其々 0.2%、1.3%、4.3% と急速な回復を見せている。ただし、4-6 月期 GDP にはこれまで GDP が大きく低下した反動的な上昇等が含まれる。設備投資は同 17.6% と急伸したが、一時は同▲35.2%（2009 年 1-3 月期）まで落ち込むなど、景気冷え込み時に先送りされた更新投資が中心である。住宅投資の急増（4-6 月期同 27.2%）も、4 月末を期限とした住宅減税による駆け込み需要を含んだものであり、一時的な急増と言えよう。また、住宅減税に限らず、昨年 2 月に成立した景気対策による支出が、次第に

（図表 2）リセッション入り後の累積雇用減



（資料）米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

縮小に向かいつつあり、先行きの景気下支え要因の剥落が、二番底への懸念を高めていた。今回発表の追加景気対策は、その成否は不明ながら、財政支援の剥落による景気失速の可能性を低下させるものとしては期待されよう。

●個人消費の回復鈍く、2010年の成長率は2.6%、2011年は1.9%の見通し

GDPの構成比で7割を占める個人消費の伸びは、4-6月期に同2.0%と3四半期ぶりの水準を回復したものの低水準に留まった。その後、7月個人所得・消費は持ち直しの動きを見せるなど腰折れする状況にはないものの、個人消費には住宅バブル崩壊の影響が強く残されている。また、リセッションによる雇用減のダメージも大きい。現状では雇用回復の遅れが目立つなど、当面、雇用所得の伸びも抑制されると見られ、個人消費は低成長が持続しよう。

ただし、上記のように実体経済のデータは、金融市場が二番底を強く懸念するほど落ち込んでいるわけではない。また、最近の米国のエコノミストの見通し平均も2010年2.7、2011年2.5%と大きく落ち込んではいない。もっとも、先行き不透明感の強い状況においては、リスクシナリオの比率が高まっていると見られ、そうした状況下では、上記の見通しも割り引いて見ざるを得ない。

F R Bの金融政策でも、先行きに関してのリスクを重視、緩和スタンスに転じている。バーナンキ議長の推進するこうした政策には、F O M C内部でも意見が分かれているようだ。カンザスシティ連銀のホーニグ総裁は、金融緩和策には一貫して反対票を投じている一方、8月F O M C議事録では、M B Sや国債の買入再開等、現状以上の緩和を推進する意見も見られた。いずれにしても、当面、金融緩和策が維持されると見込まれるため、長期金利は低水準に留まり、ドル安が持続する可能性が高い。

なお、オバマ政権の追加景気対策は、全容・詳細が未発表であり見通しに織り込むことは出来ないが、ブッシュ減税期限切れ後の二番底への懸念を薄める動きとしては評価したい。

これらの状況をもとに成長率を予測すると、2010年は2.6%、2011年は1.9%の見通しであり、2009年の▲2.6%から成長率を高めよう。引き続き、雇用と個人消費の動向に注目したい。

(図表3) 米国経済の見通し

	単位	2008年	2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	0.0	▲2.6	2.6	1.9	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	1.6	1.5	1.7	1.9	2.0	2.5	2.8
個人消費	"、%	▲0.3	▲1.2	1.5	1.8	▲0.5	▲1.6	2.0	0.9	1.9	2.0	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2
設備投資	"、%	0.3	▲17.1	5.0	6.2	▲35.2	▲7.5	▲1.7	▲1.4	7.8	17.6	5.1	4.7	5.1	5.8	6.6	7.0
住宅投資	"、%	▲24.0	▲22.9	▲1.0	4.8	▲36.2	▲19.7	10.6	▲0.8	▲12.3	27.2	▲14.9	1.2	6.8	8.6	9.5	11.1
在庫投資	寄与度	▲0.5	▲0.6	1.4	0.0	▲1.1	▲1.0	1.1	2.8	2.6	0.6	0.5	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.1	0.1
純輸出	寄与度	1.2	1.1	▲0.5	▲0.4	2.9	1.5	▲1.4	1.9	▲0.3	▲3.4	▲0.5	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.2
消費者物価	前期比年率、%	3.8	▲0.3	1.6	1.6	▲2.2	1.9	3.7	2.6	1.5	▲0.7	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1
失業率	平均、%	5.8	9.3	9.6	9.4	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.6	9.5	9.5	9.4	9.3	9.2
FFレート誘導目標	期末上限金利、%	0.25	0.25	0.25	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50
国債10年金利	平均、%	3.7	3.2	3.2	3.1	2.7	3.3	3.5	3.4	3.7	3.5	2.8	2.7	2.8	3.0	3.2	3.4

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

2、GDP改定値と需要項目別のポイント・見通し

(1) 4-6月期 GDP 改定値の概要

～成長率は1.6%に下方修正も国内最終需要は4.3%に上昇

米国の成長率は、金融危機後の2008年10-12月期に▲6.8%（前期比年率：以下も同じ）と50年ぶり（1958年1-3月期同▲10.4%）の大幅な落ち込みを見せた後、昨年10-12月期には同5.0%に回復、戦後最長のリセッション（2007年12月～）からの立ち直りを印象付けた。その後、1-3月期は同3.7%と伸長したものの、4-6月期に入るとギリシャ危機を景気とする世界的な金融波乱により、二番底への懸念が強まるなど株価の急落を招き、GDPも伸び率を急低下させた。

4-6月期実質GDP（改定値）は、同1.6%となり、速報値2.4%から0.8%ポイント下方修正された。需要項目別の要因を見ると、輸入の上方修正で純輸出の寄与度のマイナスが拡大（▲0.59%ポイント低下し▲3.37%）、在庫投資の寄与度が縮小（▲0.42%ポイント低下し0.63%）したこと等が大きい。なお、個人消費の伸び率は同1.6%から2.0%へ、設備投資は同17.0%から17.6%へと上方修正、国内最終需要も、同4.1%から4.3%へと上方修正された。

一方、前1-3月期とGDP改定値を比較すると、1-3月期同3.7%から4-6月期同1.6%と2四半期連続の低下となった。低下要因を見ると、純輸出の寄与度が前期の同▲0.31%から同▲3.37%と大幅なマイナスとなり、在庫投資の寄与度は大幅に縮小（寄与度同2.64%→0.63%）した。半面、設備投資の伸び率は前期の同7.8%から同17.6%へ、住宅投資は同▲12.3%から同27.2%と、それぞれ急伸した。もっとも、中核の個人消費は同1.9%から同2.0%と抑制された伸びが続いた。ただし、主要な需要項目の伸び率はいずれも上昇したため、国内最終需要は前期の同1.3%から同4.3%へと急速な回復を見せた。成長率は半減したものの、成長の中心が前期までの在庫投資から設備投資や個人消費に移行するなど、内容的には持続的な成長軌道に向け前進した形となった。

(図表4) 大幅な下方修正となった4-6月期の実質GDP改定値

(前期比年率) 〈実質〉	伸び率(%)				寄与度(%)			
	10/1-3月期 実績	2010/4-6月期			10/1-3月期 実績	2010/4-6月期		
		速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)		速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)
GDP	3.7	2.4	1.6	▲0.8	3.7	2.4	1.6	▲0.8
個人消費	1.9	1.6	2.0	0.4	1.33	1.15	1.38	0.23
設備投資	7.8	17.0	17.6	0.6	0.71	1.50	1.54	0.04
住宅投資	▲12.3	27.9	27.2	▲0.7	▲0.32	0.59	0.58	▲0.01
在庫投資	-	-	-	-	2.64	1.05	0.63	▲0.42
純輸出	-	-	-	-	▲0.31	▲2.78	▲3.37	▲0.59
輸出	11.4	10.3	9.1	▲1.2	1.30	1.22	1.08	▲0.14
輸入	11.2	28.8	32.4	3.6	▲1.61	▲4.00	▲4.45	▲0.45
政府支出	▲1.6	4.4	4.3	▲0.1	▲0.32	0.88	0.86	▲0.02
国内最終需要	1.3	4.1	4.3	0.2	-	-	-	-

(2) 個人消費の動向と見通し

●抑制要因多く低成長持続へ

昨年10-12月期から1-3月期にかけての回復には在庫投資の影響が大きく、半面、個人消費は低成長が続いている。持続的な回復には、GDPの7割を占める個人消費の回復が不可欠であるが、それには、前述のように落ち込んだ雇用の回復が必要である。

4-6月期のGDPを振り返ってみると、個人消費が前期比年率2.0%と低水準の伸びが続いている。寄与度で見ると、昨年10-12月期以降、同0.69%→1.33%→1.38%と改善に向っているものの、弱々しい限りの足取りである。GDPの7割の構成を占める個人消費の回復が芳しくなければ、企業の生産は抑制され、設備投資や在庫投資も抑制的とならざるを得ない。4-6月期の設備投資は前期比年率17.6%と急伸、在庫投資の寄与度は同0.63%と堅調だが、これまでの景気落ち込みの反動的な上昇とも言え、今後は個人消費の回復が持続的な成長へのポイントとなろう。

個人消費回復の遅れには、消費環境が芳しい改善を見せていないことが原因となっている。FRBは、高失業率、緩慢な所得増、住宅資産の目減り、過剰債務を抱えた家計のバランスシート調整の進行、信用基準の引き締め等が個人消費に抑制的に作用していることを指摘している。

中でも、雇用回復の遅れは深刻な課題と言えよう。リセッション入り後の雇用減少規模が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特に大きかった。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は、2008年以降、大恐慌以来となる2年連続のマイナス成長を記録した。

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、信用引き締めの持続等、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。そうした中、政府の減税や社会保険給付等の景気対策により、可処分所得が前年比でプラスに転じるなど、個人消費を下支えしてきた。しかし、ギリシャ危機以降、株価が急落、住宅価格が再下落することも想定され、個人消費の抑制要因はなお持続しそうだ。

個人消費の年間成長率は、2010年は1.5%、2011年は1.8%と見込まれよう。

(最近の個人消費の状況)

●7月は、個人所得・消費とも持ち直しの動き

7月の個人所得は前月比0.2%(6月は同0.0%)となった。賃金所得が同0.3%(6月は同▲0.1%)、事業者所得は同0.2%(6月同▲0.5%)となり、それぞれ6月のマイナスからプラスに転換した。その他の所得では、利息・配当収入が前月比▲0.2%と連月のマイナスとなったものの、家賃収入等が同0.9%、移転所得が同0.3%と増加が続いた。一方、税支払い額は前月比1.1%(6月▲0.2%)と増加、可処分所得は前月比0.2%(6月は同0.0%)となった。(特に断りのないものは名目ベース)

支出面では、7月個人消費は前月比0.4%(6月は同0.0%)と4ヵ月ぶりの伸びを回復した。可処分所得比の貯蓄率は5.9%と6月(6.2%)から低下、4月と同水準となった。実質ベースの可処分所得は前月比▲0.1%(6月は同0.1%)、同個人消費では同0.2%(6月は同0.1%)だった。

前年同月比で見ると、個人消費は3.4%(6月同3.2%)と伸びを高めている。また、リセッション開始以来の雇用者減の影響が大きい賃金所得は、8月は同1.7%(6月同1.0%)と6ヵ月連続

でプラスを維持した。一方、可処分所得は、昨年8月以降プラスに転じており、7月は同 3.0%と6月同 2.4%から伸び率を高めた。賃金所得が低迷する中、可処分所得の伸びが先行する形となっており、オバマ政権の所得減税が可処分所得を下支えした形と言えよう（図表5）。

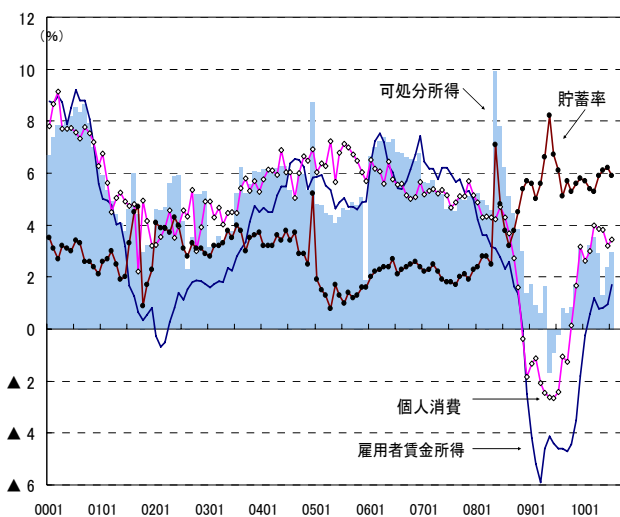
●サービス消費が伸び率を回復へ～自動車販売も低位ながら安定水準を維持

7月個人消費（前月比 0.4%）の内訳を、耐久財、非耐久財、サービスに分けて見ると、耐久財が同 0.9%（6月は同▲0.4%）、非耐久財が同 0.9%（6月は同▲0.4%）と、いずれも4ヵ月ぶりのプラス、サービス消費は同 0.4%（6月は同 0.1%）と6ヵ月連続のプラスとなった。

前年比の伸び率では、7月耐久財は同 4.9%と6月（同 5.5%）から低下したが、非耐久財は同 4.5%（6月は同 4.2%）、変動のより小さいサービスは同 2.9%（6月は同 2.5%）といずれも伸びを高めた。消費全体の約7割を占めるサービス消費の安定的に伸び率を回復しており、消費全体の伸びにも安定感が増している（図表6）。

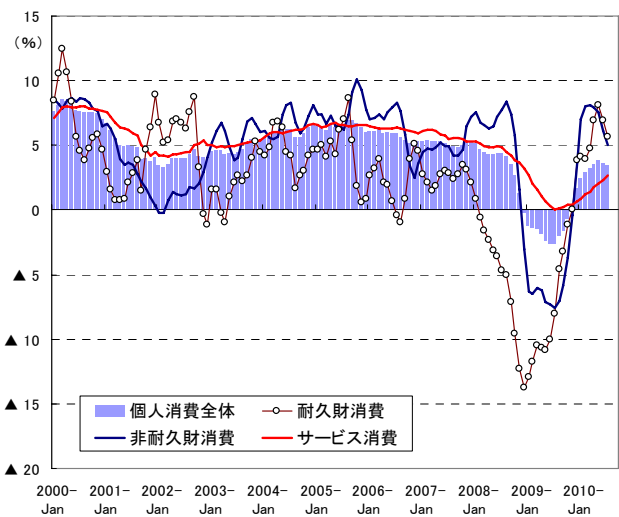
自動車販売を台数ベースで見ると、8月は1147万台（オートデータ社、年率換算、以下同じ）と前月（同1154万台）から▲0.6%と若干減少したものの、3月以降6ヵ月連続で年率1100万台を保った。前年比では▲19.1%の大幅減となるが、これは昨年のこの時期に政府の自動車買い替え助成金による一時的な特需で同1417万台に急増した時との比較となるためである。昨年上半期には同900万台での推移にあったことを考慮すると、最近の動きは安定的とも言えるが、リセッション前の年率1600万台での推移と比較すると大きく見劣りしており、このため、自動車産業の設備稼働率は65.5%（7月）と全体の稼働率74.8%を大きく下回っている。

（図表5）個人消費と所得の推移（前年同月比、%）



（資料） 商務省

（図表6）個人消費の内訳推移



（資料）米商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均

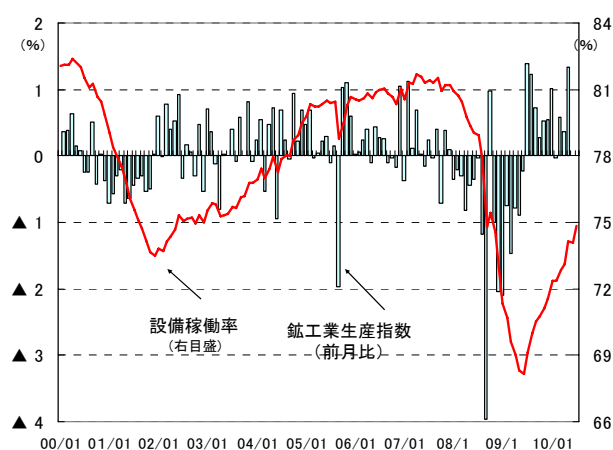
(3) 設備投資は、更新投資を中心に回復～投資減税の成立には期待も

金融危機後の昨年1-3月期には、前期比年率▲35.2%と戦後最大の落ち込みを見せた設備投資も、1-3月期は同7.8%、4-6月期は同17.6%と急伸、2四半期連続のプラスを回復した。4-6月期の内訳を見ると、設備機器投資が同24.9%と急伸したのに加え、7四半期連続でマイナスだった構築物投資が同0.4%と小幅ながらプラスに転じた。構築物投資の内訳では、鉱業が同44.6%と急伸しているものの、それ以外の項目はいずれも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関連投資で、4-6月期は同▲15.6%と8四半期連続で2桁のマイナスが続いている。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なお時間がかかりそうである。構築物投資が、今後安定的にプラスの伸びを維持には疑問が残り、当面、設備機器投資の堅調な回復と構築物投資の低水準の伸びによる対照的な二つの動きが持続しよう。

なお、設備機器投資が急伸しているが、これまで手控えられていた更新投資が中心となっているのが実態と言えよう。企業センチメントが改善、企業は十分なキャッシュを抱えている半面、7月の稼働率が74.8%と長期的な平均値(80.6%)を大きく下回っていることから、能力増投資へと繋がるまでには相当な時間を要しよう。年間の設備投資は、2009年の▲17.1%から、2010年は5.0%、2011年は6.2%と改善しよう。

なお、今後、追加景気対策による投資減税が実現すれば、一時的に設備投資の押し上げ効果が期待されるものの、構築物投資や能力増投資に結びつくのは先のことと思われる。

(図表7) 鉱工業生産と設備稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(4) 住宅市場は、減税終了後の腰折れを懸念

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が大きいことは言うまでもない。住宅投資の減少は2006年に始まり、昨年4-6月期まで3年半におよぶマイナスを記録した。その後、昨年7-9月期にはプラスとなったが、その後、2四半期はマイナスに落ち込み、本年4-6月期は前期比年率27.2%と急伸した。

最近の住宅市場については、歴史的に低水準にある住宅ローン金利や住宅価格下落の進展等で住宅購入余裕度が高水準にある中、高失業率の影響を受けた延滞・差し押さえ物件増が需給面の悪化を招いており、在庫の対販売月数は高水準に留まっている。政府は景気対策として住宅取得に関して減税策を実施、こうした在庫増を吸収してきたが、その住宅減税は4月末で期限を迎えた。期限前の駆け込み需要により、4-6月期の住宅投資は急伸したが、今後は反動減によるマイナスが見込まれよう。差し押さえの減少・住宅取得意欲の向上には失業率の改善等が前提とも言え、住宅市場・住宅投資の回復にはしばらく時間がかかりそうである。年間の住宅投資は、2009年の▲22.9%から、2010年は▲1.0%、2011年は4.8%が見込まれる。

(最近の住宅価格、差し押えの状況)

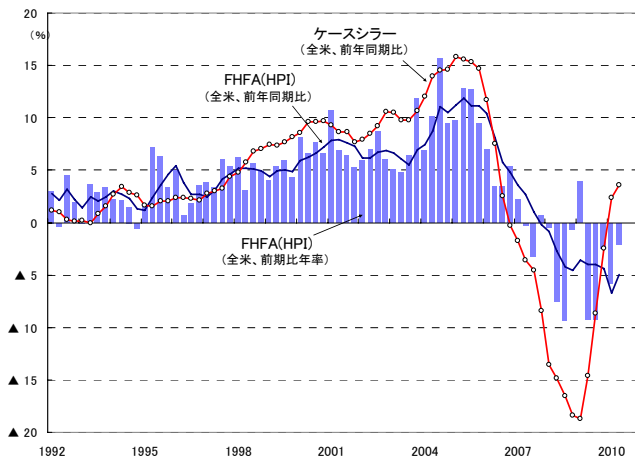
●住宅価格はピークから3割強の下落

住宅ブームにより押し上げられた住宅価格はピークから3割強下落(ケース・シラー指数)したが、S&P社発表の4-6月期ケース・シラー全米住宅価格指数(季節調整済)では、前年比3.6%と2四半期連続のプラスとなった。

一方、FHFA(連邦住宅金融局)発表の4-6月期全米住宅価格指数(全取引指数、季節調整前)は、前年比▲4.9%と2007年10-12月期以来のマイナスが続いた。また、前期比でも▲2.2%と2007年10-12月期以来のマイナスが続いている。落ち込みの大きかった都市部を中心に反転を見せてはいるものの、全米を網羅した指数では、なお底を探る動きが続いている。7-9月期以降の住宅減税終了の需要減を考慮すると、住宅価格底打ちにはなお懸念が残る。

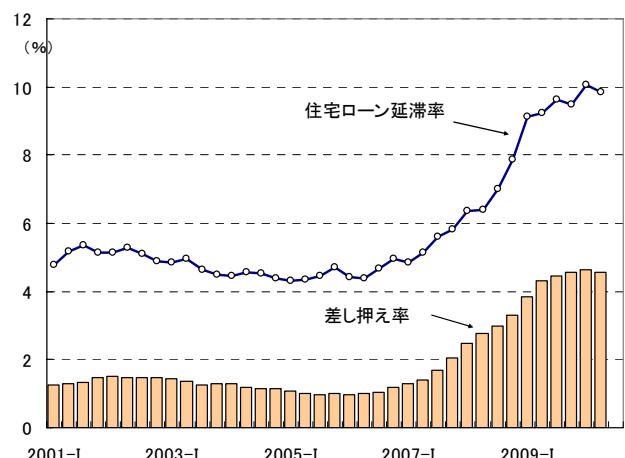
住宅価格や株価等の資産価格下落による影響は、消費意欲の減退と言った消費マインド面への影響が大きい。また、価格が上昇していた住宅ブーム時には、余裕の生じた担保枠を利用したホームエクイティローンを用いた消費が個人消費を押し上げていたが、2008年以降、他のモーゲージローン同様にホームエクイティローンも純減に転じている。消費回復の遅れには、住宅価格の下落も大きく影響している。

(図表8)全米住宅指数の推移(四半期別)



(資料) S&P社、FHFA

(図表9)住宅ローン延滞率と差し押さえ率の推移



(資料) 抵当貸付銀行協会、四半期別

●高水準の延滞・差し押さえ率も住宅価格に下落圧力

延滞・差し押さえ率が高水準にあることも、住宅価格下落の圧力となっている。抵当貸付銀行協会(MBA)発表の4-6月期の住宅ローン延滞率(差し押さえに移行したものを除く30日以上の全延滞ローン)は9.85%と1-3月期(10.06%)から低下、前期からの低下は2006年以降初めてとなる。ただし、前年4-6月期9.24%からは0.61%ポイントの上昇であり、依然高水準にあることは変わらない。また、上記の延滞ローンのうち30日までの延滞分が2四半期連続で増加を見せており、延滞ローンがなお増加する可能性を窺わせている。

一方、4-6月期に延滞物件から差し押さえに移行した物件の占率は1.11%(1-3月期1.23%)

と低下、4-6月期末における差し押さえ在庫比率（以下差し押さえ率という）は4.57%と1-3月期4.63%から低下した。こちらも2006年以降初めての低下となるが、前年4-6月期4.30%からは0.27%ポイントの上昇と、高水準にあることは同様である。また、差し押さえ物件も含めた90日以上 of 深刻な延滞率は9.11%（1-3月期9.54%）だった。種別では、プライムローンの差し押さえ率3.49%に対し、サブプライムローンの差し押さえ率は14.38%に昇る。

延滞率、差し押さえ率とも4-6月期は前期から低下、住宅減税による需要増の影響が窺われる。ただし、依然過去最高水準にあり、住宅ローンの1/7がトラブルアセットとされる事態に陥っていることに変わりはない。失業率の高止まりが見込まれる中、今後、再び差し押さえ増に転じることも警戒されよう。

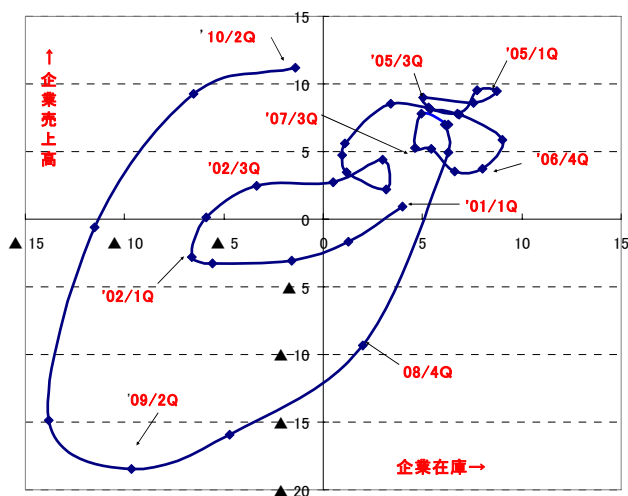
（5）在庫投資の寄与度は縮小へ、純輸出のマイナス寄与も縮小の見込み

在庫投資は、1-3月期以降積み増しに転じている。在庫投資は、過去最大の減少となった昨年4-6月期の在庫減（年率▲1618億ドル）をボトムに減少幅を縮小してきたが、1-3月期は、2007年10-12月期以来2年ぶりの増加となり、2年間に渡る長期の在庫調整に終止符を打った形となっている。なお、4-6月期の寄与度は同0.63%と1-3月期の同2.64%から急減、今後は緩やかな在庫積み増しの動きを想定している。

なお、企業売上高と在庫により在庫循環の動きを見ると、今回のリセッション時には、いずれも前年同期比で▲15%前後のマイナスを記録、前回2001年リセッション時に▲5%前後のマイナスに留まったことと比較するとかなり大幅な調整が行われていたことがわかる。

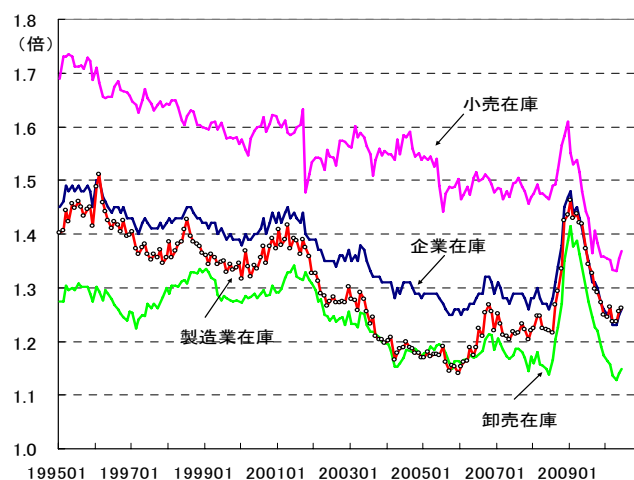
また、業種別の在庫水準を見ると、製造業を除き、小売・卸売業では、リセッション突入以前の水準を下回るどころまで調整しており、特に、小売業では、リセッション前の水準を大きく下回っている。全体的には、上記のように既に積増しに向っており、当面、売上高の増加に沿った緩やかな積み増しが続くと思われる。

（図表 10）在庫循環（前年同期比、%）



（資料） 商務省

（図表 11）業種別の在庫/売上高の推移（月別）

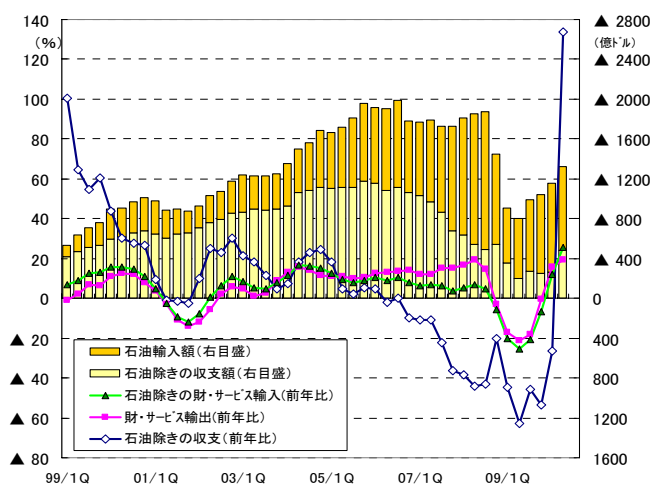


（資料） 商務省

純輸出は、1-3 月期以降、2 四半期連続で赤字が増加、寄与度では昨年 10-12 月期の前期比年率 1.90%から 1-3 月期は同▲0.31%、4-6 月期は同▲3.37%と大幅なマイナスを記録した。4-6 月期の輸出の伸びは同 9.1%と前期 (同 11.4%) から低下したものの 4 四半期連続のプラス、一方、輸入の伸びは同 32.4%と前期 (同 11.2%) から急増、4 四半期連続のプラスとなったが、輸入の伸びが輸出を大きく上回り純輸出の赤字増をもたらした。ただし、国内経済の低成長、ドル安の動き等を考慮すると、今後、純輸出のマイナス寄与は縮小に向かうと思われる。

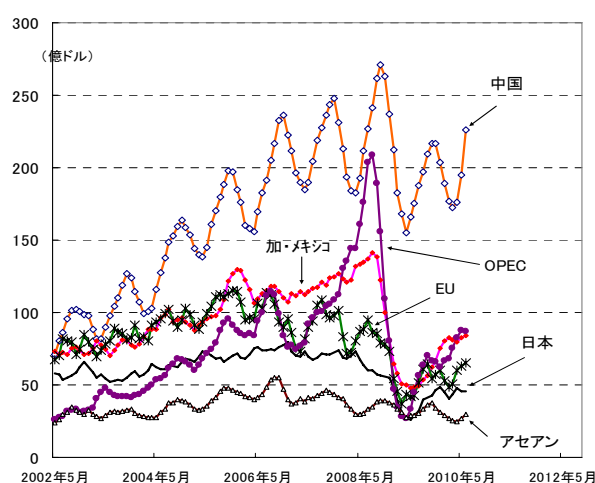
なお、4-6 月期の国際収支を見ると石油以外の収支の赤字増が目立つ。また主要な貿易赤字国としては、引き続き中国が突出している。

(図表 12) 国際収支の推移(四半期、前年比)



(資料) 商務省

(図表 13) 国・地域別の貿易赤字額の推移(月別)



(資料) 商務省

(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。