

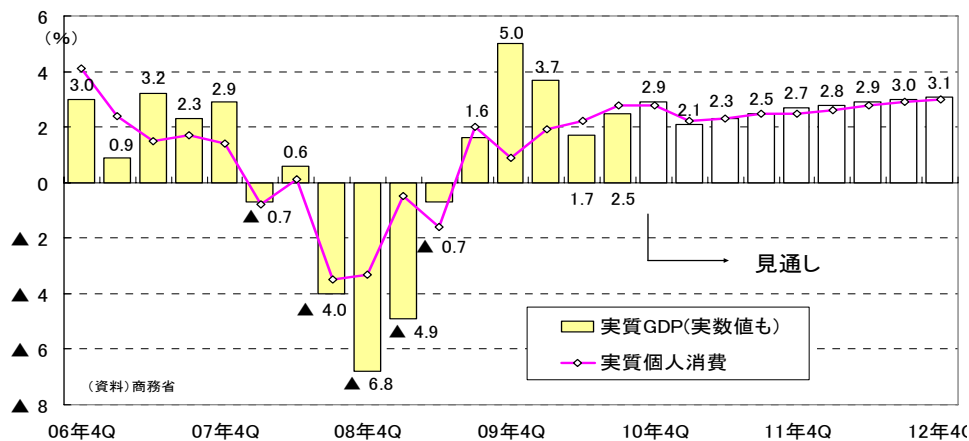
Weekly  
エコノミスト・  
レター米国経済見通し  
～緩やかな回復基調が持続

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

## &lt;米国経済の見通し&gt;

1. 米国経済では昨年10-12月期の成長率が前期比年率5.0%、1-3月期は同3.7%と高い成長率を見せたが、ギリシャ危機の影響を受けた4-6月期以降は、同1.7%、同2.5%と急速に伸びを縮小した。
2. 一時は二番底への懸念が高まり、株価が急落、長期金利が低下、ドル安が進展するなどリスク回避の動きが強まったこともあり、F R Bが追加的な金融緩和策を実施、米政府も追加の景気対策を発表、12月にはブッシュ減税の2年間延長を発表した。
3. 相次ぐ景気対策もあって株価が上昇、足元では消費回復を中心とした高成長も期待されている。もっとも、消費を取り巻く環境が大きく改善されたわけではなく、大規模な雇用減少の影響や、家計のバランスシート調整の進行、資産価格目減りの影響等が消費に抑制的に作用する状況が続いており、本格回復には時間を要しよう。
4. そのほか、高成長を見せる設備投資は構築物投資の重しを抱えており、住宅投資の冷え込みは続くと思込まれる。一時的な高成長が見られても、基調としては、雇用の回復に見合った緩やかな成長が進行していくものと思われる。
5. 以上により、2011年の成長率は2.4%、2012年は2.8%の成長率が見込まれる。

(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

(景気の概況)

## ●現状はギリシャ・ショックを経て立ち直りの局面

春先まで金融危機から立ち直りの動きを見せていた米国経済が変調をきたしたのは、ギリシャ危機等による欧州の財政・信用不安によるところが大きい。5月の欧州を中心とする財政懸念によりユーロが急落すると、米国の金融市場でもリスク回避の動きが高まり、米株価（ニューヨークダウ30種）は4月下旬の高値から5月下旬に掛けて1000ドル強の下落、原油価格は4月末の1バレル86ドルから一時68ドルまで急落した。金融市場の波乱が景気に波及、夏場にかけて二番底への懸念が強まると、FRBは再び金融緩和策へと舵をきった。

現在の米国経済はこうした波乱の動きが収まり、再び景気回復に向けての歩みを辿り始めた状況と言えよう。景気を取り巻く状況で特徴的なのは、一層の金融緩和の実施により、金利低下とドル安が進展したことだろう。こうしたドル安は、輸出倍増を目論むオバマ政権の方針もあって輸出産業を潤し、ギリシャ・ショック後も製造業の景況感は、それほど大きく落ち込むことは無かった。

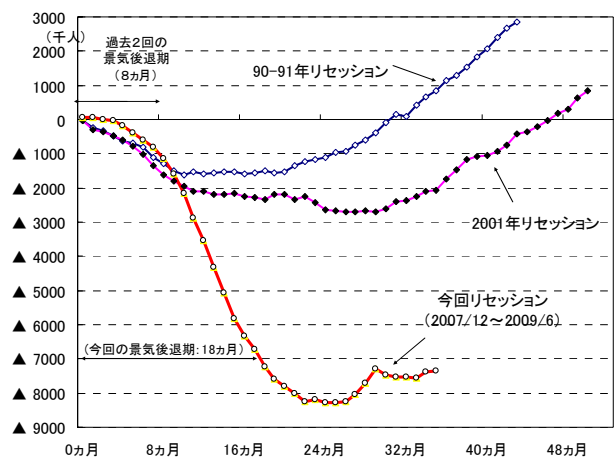
ただし、ギリシャ問題は、IMFやECBの支援等もあって収束に向かうようにも見えたが、秋にはアイルランドに飛び火、ポルトガルやスペインの政府債務懸念等へと影響を見せつつある。米経済への直接的な影響は限定されるが、今後、欧州の緊縮財政の動きが加速すれば米景気回復にもマイナスの要素が加わろう。一方、中国をはじめとする新興国の高成長が世界経済へのウェイトを高め、発言力を強めた年でもあったが、米国は年を通じて元レートの引上げを主張してきたにもかかわらず、G20等を介してもほとんど成果を生むことが出来なかった。

## ●ブッシュ減税の2年間延長を発表も、雇用回復の遅れがリスク要因に

一方、米国内で改善が遅れているのは、雇用者数の回復が鈍く失業率が高止まりしていること、住宅減税の効果が一時的に終わり、住宅市場が深く冷え込んだ状態にあることだろう。

11月雇用統計では、民間部門の雇用者が5万人増と10月16万人増から大幅に縮小、失業率は9.8%に上昇するなど、依然、雇用回復の動きは鈍い。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”と言われたが、今次リセッションでは、雇用減少が最大830万人と過去のリセッションを大きく上回る規模の減少となり、これまで以上に雇用への注目度は高い。実際、雇用者全体の約6%が喪失された勘定となり、雇用者賃金所得は前年比で一時▲6%近くの減少を見せるなど影響も大きく、個人消費抑制の主因ともなった。

(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

現時点の雇用者数をリセッション前と比較すると730万人減となるが、年間2%強の賃金上昇もあって、雇用者賃金所得はリセッション前との比較では▲1.3%の減少にまで縮んでいる。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。雇用回復の遅れが景気のリスク要因となる状況はしばらく持続しよう。

オバマ政権は、雇用を中心に景気回復の遅れを懸念し、金融・財政面で積極的な景気刺激策を取っている。FRBが11月に6000億ドルの国債買い入れ策等を発表、米政府は中間選挙前に追加景気対策を発表したが、選挙での大敗後は共和党との妥協策を模索、12月にはブッシュ減税の2年間延長を発表した。減税打切りによる景気への悪影響がなくなり、株価が上昇、リーマン・ショック以前の水準を回復したが、長期金利は財政赤字増を懸念、急速な上昇を見せている。また、クリスマスセールの中にある消費も堅調が伝えられるなど、景気上向きの動きが見受けられる。

(注：FRBの金融政策については「11/5付経済・金融フラッシュ」を参照下さい)

(GDPの動向・見通し)

### ●7-9月期GDPでは個人消費が持ち直しの動き

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）と大幅な落ち込みを見せた後、昨年6月にはリセッションを脱出、昨年10-12月期には同5.0%、今1-3月期は同3.7%の高成長を見せた。その後、上記のギリシャ・ショックによる影響が加わり、4-6月期は同1.7%、7-9月期も同2.5%に留まるなど、GDPの伸びにはブレーキがかけられた。

ただし、昨年6月のリセッションを脱出して以降、成長率の過半を在庫投資の寄与が占めるなど、リセッション時の在庫圧縮の反動が成長率を押し上げており、景気の実態は成長率の高さほど強いわけではなかった。その点、この間の景気実態はGDPよりも個人消費の低い伸びがよりよく示している。個人消費の伸びは、リセッション明けの4四半期は2010年4-6月期の同2.2%が最高で、平均の伸び率は1%台に留まる。その後、7-9月期は同2.8%と上昇、2006年10-12月期以来の高い伸びとなった。7-9月期個人消費の内訳を見ると自動車を含む耐久消費財が同7.4%と伸長した面はあるものの、個人消費の2/3を占めるサービス消費が同2.5%と持ち直し、3年半ぶりの高成長を見せるなど、消費が回復に向かっていることを示唆している。

その他、7-9月期設備投資は同10.3%と前4-6月期の同17.2%から伸びを縮めたものの2四半期連続で二桁の伸びを見せ、7-9月期政府支出も同4.0%と堅調だった。半面、住宅投資は4月末の減税期限で急伸した前期の同25.7%から同▲27.5%と大幅なマイナスに転じた。輸入の急増で前期から寄与度の大幅なマイナスが続いている純輸出とともにGDPの足を引っ張った。

### ● 緩やかな回復基調の持続で、2011年は2.4%、2012年は2.8%の成長見通し

しかし、今後も上記のような状況が維持されるわけではない。個人消費については、足元のクリスマスセールの好調が伝えられ、10-12月期のGDPを3%台に押し上げるとの見方がある。しかし、リセッション以降、消費を取り巻く環境は依然厳しく（後述）、消費に抑制的に作用する状況が続いており、現下の好調さにはペントアップ的な需要を含んでいる可能性も強い。また、先日発表された雇用統計に見られるように、雇用者数は増加に転じたとはいえ、その足取りは重い。所得面の回復が鈍ければ、個人消費が高い伸びを維持するには無理が生じる。加えて、住宅価格は再

下落の見方も出るほど冷え込んでおり、家計のバランスシート調整にもなお時間を要しよう。現状では株価の回復等が消費者マインドを押し上げているものの、来年は雇用の回復に見合った緩やかな回復に留まる可能性が高い。

**設備投資**については、構築物投資のマイナスが続く一方、設備機器の高い伸びが全体を牽引している。商業用不動産の不振が続いていることや、設備稼働率の歴史的な低水準を勘案すれば能力増投資に繋がるにはなお時間を要するものと思われ、構築物投資が全体の重石となる状況はしばらく続くと思われる。また、設備機器では4四半期連続で高い伸びが続いているが、これは、リセッション時に先送りした更新投資によるものと思われ、そうした需要が一巡すれば伸び率の低下を招くこととなろう。来年はより緩やかな伸びが見込まれる。

**住宅投資**は冷え込んだ状態が続いている。失業率の高止まり等から差し押さえ増が続いており、住宅市場が改善に向うのは、こうした圧迫が収束してからのことと思われる。

**在庫投資**は、これまで積み増しが続きGDPの押し上げに寄与してきたが、今後は積み増し額が縮小に向かおう。半面、**純輸出**では赤字が増加し、寄与度のマイナスが続いてきたが、急激な輸入増加の一服で赤字も頭打ちの状況となろう。寄与度では今年に入って続いていた在庫のプラスと純輸出のマイナスが、それぞれ逆転する状況が持続しよう。

これらの状況を元に成長率を予測すると、2011年は2.4%、2012年は2.8%の見通しとなり、2010年の2.8%と同程度の緩やかな成長が続こう。個人消費、設備投資は今後も回復基調を維持する見通しであり、住宅投資の回復には相当の時間を要しよう。なお、今後のリスク要因としては、雇用回復の遅れや住宅市場の一層の下押し、財政赤字拡大等の米国内の諸課題に加え、EUを起点とした政府債務問題への懸念の広がりや、高成長が期待される新興国を取り巻く諸問題等、多くの課題を抱えている。景気回復はこれらの課題を消化しながら、結局のところは緩やかなペースで進行していくものと思われる。

(図表3) 米国経済の見通し

	単位	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012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)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	0.0	▲2.6	2.8	2.4	2.8	3.7	1.7	2.5	2.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
個人消費	〃、%	▲0.3	▲1.2	1.7	2.4	2.6	1.9	2.2	2.8	2.8	2.2	2.3	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	3.0
設備投資	〃、%	0.3	▲17.1	5.5	6.2	6.6	7.8	17.2	10.3	3.7	4.2	5.0	6.5	6.8	6.1	6.4	7.5	8.0
住宅投資	〃、%	▲24.0	▲22.9	▲3.6	▲0.4	9.5	▲12.3	25.7	▲27.5	▲6.4	3.8	6.1	7.9	8.6	9.4	10.1	11.9	12.6
在庫投資	寄与度	▲0.5	▲0.6	1.5	▲0.2	0.0	2.6	0.8	1.3	▲0.8	▲0.6	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
純輸出	寄与度	1.2	1.1	▲0.6	▲0.1	▲0.1	▲0.3	▲3.5	▲1.8	0.8	0.5	0.1	0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2
消費者物価	前期比年率、%	3.8	▲0.3	1.6	1.4	1.8	1.5	▲0.7	1.5	2.0	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1
失業率	平均、%	5.8	9.3	9.7	9.5	9.1	9.7	9.7	9.6	9.7	9.6	9.5	9.4	9.3	9.3	9.1	9.0	8.8
FFレート誘導目標	期末上限金利、%	0.25	0.25	0.25	0.25	1.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50
国債10年金利	平均、%	3.7	3.2	3.2	3.4	3.9	3.7	3.5	2.8	2.8	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.8	4.0	4.2

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

## 2、需要項目別のポイント・見通し

### (1) リセッション入り後の需要項目別の推移

#### ～個人消費がリセッション前の水準を回復

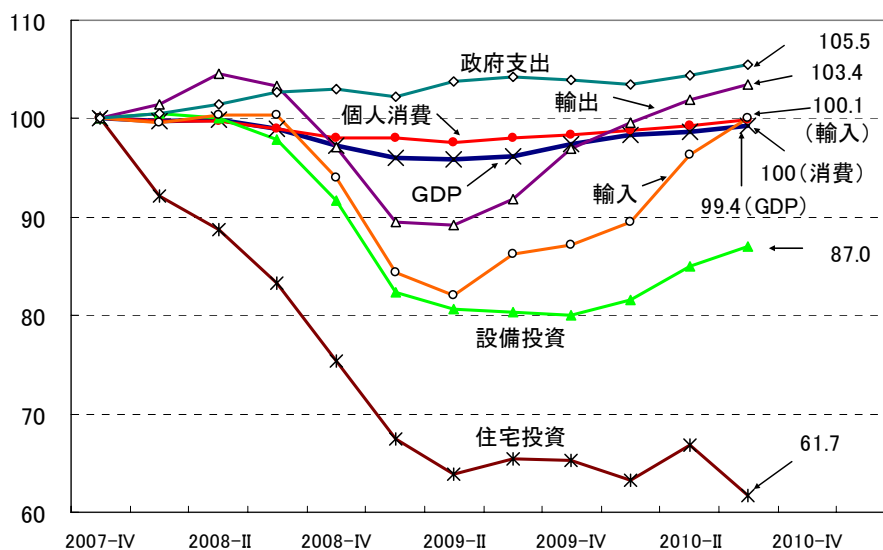
下図(図表4)は、実質GDPと主要な需要項目について、リセッション入り時(2007年10-12月期)を100としてその後の推移を見たものであるが、今次リセッションの特徴がよく窺える。特に落ち込みが大きいのが住宅投資であり、現時点(2010年7-9月期)でも61.7とこれまでの最低水準に留まる。住宅ブームが弾けた後の落ち込みが深く、なお底打ちしたとは言えない状況と言えよう。また、設備投資の落ち込みも大きく、直近の3四半期にわたって回復を見せたが、なお87.0に留まっている。

半面、大型の景気対策もあって政府支出はほぼ一貫して増加、現時点では105.5と主要項目の最上位にある。こうした中、実質GDPは99.4とほぼリセッション時の水準を回復している。GDPの回復には、その7割を占める個人消費が現時点で丁度100となり、GDPに先行して回復したことが大きい。

因みに、今年に入ってから回復が急速な設備投資や輸入は、いずれもこれまでの落ち込みが深かった項目であり、その分、伸びしろを抱えていたとも言える。半面、輸出の回復が輸入に先行している点が注目されるが、ドル安のメリットやオバマ政権の輸出増加への注力等も考慮すれば、今後、輸出が景気回復を促す局面もあり得ない話ではない。

なお、図表4では、今次リセッションの大きな特徴でもある個人消費の落ち込みが小さく見えるが、個人消費が年間でマイナス(2008年▲0.3%、2009年▲1.2%)となったのは、1980年(▲0.4%)以来であり、落ち込み幅は1942年(▲2.4%)以来、また、2年連続のマイナスでは1933年の大恐慌時以来まで遡る。そのため、景気対策として巨額の財政支出、金融緩和を実施、漸くリセッション前の水準を回復した状況にあるのは、前述のとおりである。

(図表4) リセッション入り後の実質GDP需要項目別推移 (2007/4Q=100)



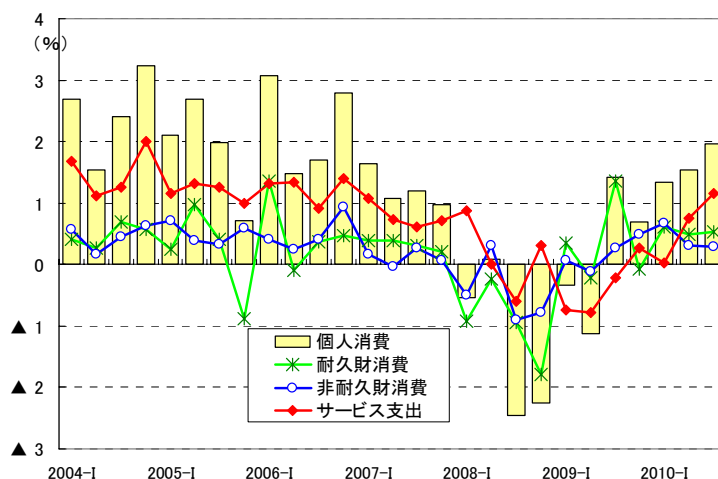
(資料) 商務省

## (2) 個人消費の動向と見通し

2007年12月に始まった今次リセッションの特徴は、住宅バブルの崩壊を原因としているだけに、個人消費へのダメージが大きいものとなった。特に、住宅ブーム時に過剰な借入れにより住宅を取得した世帯にとっては、リセッションの到来と高失業率により、差し押さえにいたるケースも多く、消費者マインドが著しく縮小した。また、持続的な住宅価格の下落が、逆資産効果をもたらし家計消費を抑制した。一方、家計負債は、住宅を売却しない限り急速には縮小せず、資産の目減りが大きい一方で負債の減少は小さく、家計はバランスシート調整を余儀なくされた。

こうした消費の抑制要因はなお持続しているものの、半面、個人消費が緩やかに回復しているのも事実である。足元のクリスマスセール的好調が伝えられ、このまま消費が堅調に推移すれば10-12月期のGDPを3%台に押し上げるとの見方も出ている。リセッション以降の個人消費の伸びは抑制された伸びが長く続いており、このためペントアップ的な需要が生じている可能性が指摘されよう。7-9月期個人消費の内訳を見ると自動車を含む耐久消費財が同7.4%と伸長、今年に入ってからからの消費の回復は財消費が牽引してきた。しかし、個人消費の2/3を占めるサービス消費も同2.5%と持ち直しており、個人消費全体では同2.8%と3年半ぶりの高成長を見せている(図表5)。

(図表5) 個人消費のGDPへの寄与度・内訳推移



(資料) 商務省、実質、前期比年率

個人消費回復の背景は、大きくフロー面とストック面に分けられる。フロー面では、回復が鈍いとされながらも雇用者数は既に増加に転じ、労働時間が増加、賃金上昇率も低下気味ながら前年比2%前後を維持しているため、雇用所得が回復に転じていることが挙げられよう。さらに、オバマ大統領の就任直後から実施されている所得減税等もあり、可処分所得は雇用所得を上回る伸びを見せている。こうしたフロー面の回復が個人消費回復の前提となっていることは言うまでもない(図表6)。

一方、ストック面では、ピークから3割強下げた住宅価格が、なお、底打ちとはいかないものの横ばいに推移している。半面、金融資産では、落ち込みの大きかった株価がリーマン・ショック前の水準を回復している。米国の家計資産を見ると、不動産資産が1/4強を占める一方、金融資産は7割弱を占める。株式は全体の1割強にとどまるが、401Kや投資信託等での間接保有を含めると全体の1/4に接近、不動産資産に匹敵するものとなる。最近の株価の上昇が消費者マインドを改善、個人消費の増加に一役かっているのは事実と思われる。

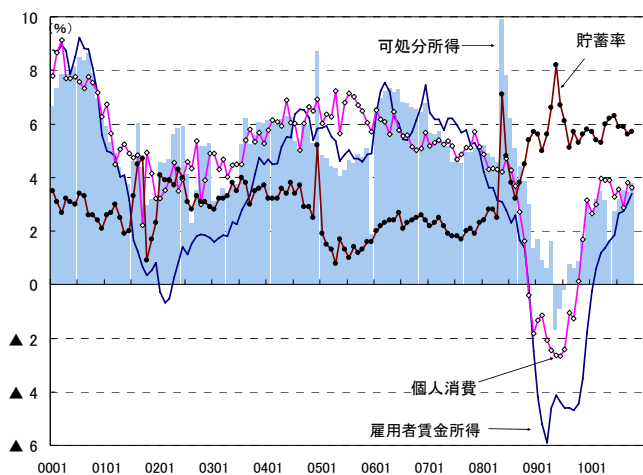
### ●足元堅調も、抑制要因持続で当面は緩やかな回復に留まる見込み

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大きい。雇用の大幅な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、2009年の年間実質個人消費が▲1.2%と2年連続のマイナス成長を記録した。雇用者所得以外にも住宅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には抑制要因が多く残されている。そうした中、政府の減税や社会保険給付等の景気対策もあって可処分所得が上昇、個人消費を下支えしてきた。足元では個人消費は堅調な動きを見せているものの、本格回復には所得面での一層の改善や抑制要因の改善が必要であり、しばらく時間を要しよう。個人消費の年間成長率は、2010年の1.7%から2011年は2.4%、2012年は2.6%と緩やかな回復が見込まれる。

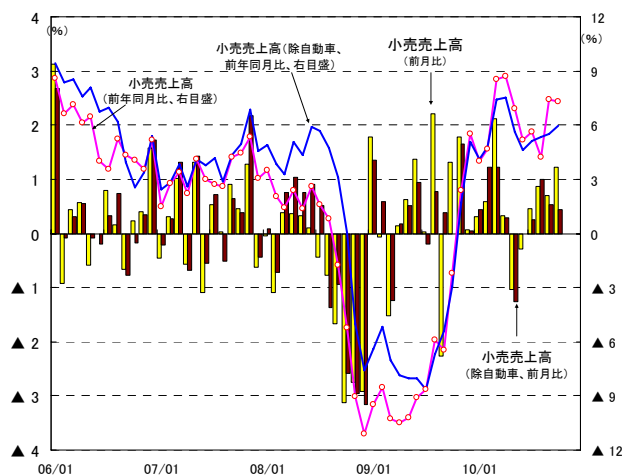
(注：個人消費の動向の詳細については、エコノミストレター11月号「米経済のカギ握る個人消費」を参照ください)

(図表6) 個人消費と所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 米商務省

(図表7) 小売売上高の推移



(資料) 米商務省

## 《参考》直近の個人消費の状況

### ●10月は、個人所得に持ち直しの動き

10月の個人所得は前月比0.5%(9月は同0.0%)となった。賃金所得が同0.6%(9月は同0.1%)、事業者所得は同0.9%(9月同0.5%)となり堅調推移が続いている。その他の所得では、利息・配当収入が前月比0.4%と4ヵ月ぶりにプラスとなり、家賃収入等が同0.5%、移転所得が同0.1%と増加が続いた。一方、税支払い額は前月比0.8%(9月0.5%)と増加、可処分所得は前月比0.4%(9月は同▲0.1%)と4ヵ月ぶりのプラスに転じた。(特に断りのないものは名目ベース)

支出面では、10月個人消費が前月比0.4%(9月は同0.3%)と伸びを高めた。可処分所得比の貯蓄率は5.7%と9月(5.6%)から上昇した。また、実質ベースの可処分所得は前月比0.3%(9月は同▲0.2%)、同個人消費では同0.3%(9月は同0.2%)だった。

前年同月比でみると、個人消費は3.6%(9月同3.8%)と伸びを低めている。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、10月は同3.4%(9月同3.1%)と本年2月にプラスに転じ、その後は毎月伸びを高めている。一方、可処分所得は、既に昨年8月以降プラス

が続いており、10月は同3.8%と9月同3.5%から伸びを高め、2008年10月以来の伸び率となった。これまではオバマ政権の所得減税により可処分所得の伸びが賃金所得に先行していたが、最近では賃金所得、可処分所得、個人消費の伸びが接近している(図表6)。

一方、10月小売売上高は前月比1.2%(9月同0.7%)と本年3月以来の上昇幅となり、市場予想(同0.7%)を上回る堅調推移となった。もっとも、自動車販売が同5.0%と急拡大したことが大きく、自動車販売を除いた小売売上高は同0.4%と市場予想に一致、9月の伸び(同0.5%)を下回っている。また、自動車以外では建築資材(同1.9%)、スポーツ・趣味(同1.0%)、ガソリン(前月比0.8%)、通信販売(同0.8%)等が高い伸びを見せ、家具(同▲0.7%)、電気器具(同▲0.7%)、百貨店(同▲0.7%)等のマイナスが比較的大きかった。

小売売上高全体の推移を見ると、ギリシャ・ショック後の5・6月と連月で減少したが、その後は増加に転じ、現在ではリーマン・ショック前(2008年8月)とほぼ同水準への回復を見せている。なお、小売売上高の前年同月比は7.3%(9月同7.4%)、自動車除きでは6.0%(9月同5.5%)といずれも前月の伸びを上回っている(図表7)。

### (3) 設備投資は更新投資を中心に回復～能力増・構築物投資が伸びを抑制

金融危機直後の昨年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、今年に入るとプラスに転じ、1-3月期同7.8%、4-6月期同17.2%、7-9月期同10.3%とやや急な回復を見せている。7-9月期の内訳を見ると、設備機器投資が同16.8%(前期は同24.8%)と急伸した一方、構築物投資が同▲5.7%(前期は同▲0.5%)と9四半期連続のマイナスとなった。構築物投資の内訳では、鉱業が同57.1%と唯一急伸しているものの、それ以外の項目は揃って大幅な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、7-9月期は同▲15.2%と11四半期連続でマイナスが続いた。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。製造業の構築物投資も7-9月期は同▲37.9%と5四半期連続でマイナスが続いている。製造業の構築物投資は工場社屋等が中心を占めるため能力増投資に関連が深い。10月の製造業の稼働率は72.7%(鉱工業全体では74.8%)と長期的な平均値(79.2%)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、なお相当な時間を要しよう。当面、設備機器投資の堅調な回復と構築物投資の冷え込みによる対照的な二つの動きが持続し、設備投資全体の伸びも抑制されたものとなりそうだ。

もっとも、設備機器投資の急伸には、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。7-9月期設備機器投資の内訳では、輸送機器が同63.9%(前期同74.8%)と急増したが、前期に同45.2%と急増したコンピュータ関連投資は同▲2.3%と一服、情報機器全体の伸び(同11.0%)を低下させた。リセッション時に先送りされた投資が一巡すれば、設備機器投資の伸びもより緩やかなものとなる。

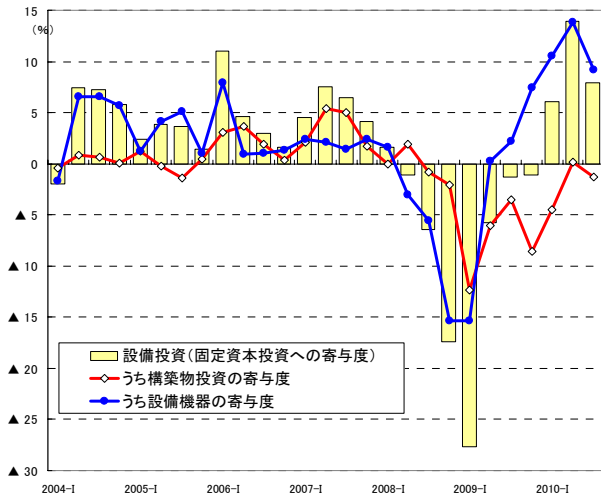
I SM指数等の企業センチメントが回復に向い、企業は十分なキャッシュを抱えているなど設備投資の環境は改善されている。今後、追加景気対策に含まれる投資減税が実現すれば、一時的には設備投資の押し上げ効果も期待されるが、構築物投資や能力増投資に結びつくのは先のことと思われる。年間の設備投資は、2011年は6.2%、2012年は6.6%が見込まれよう。

(注：I SM指数の動向は「12/2付経済・金融フラッシュ」を参照下さい)



(図表 8) 設備投資の内訳

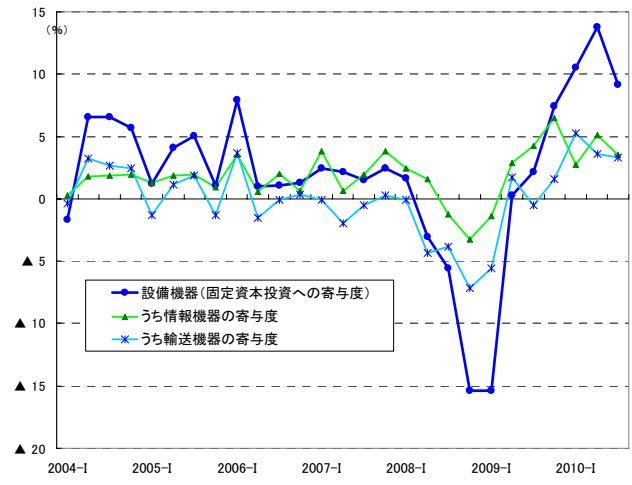
～構築物投資と設備機器投資の推移



(資料) 商務省、四半期、実質、前期比年率、寄与度

(図表 9) 設備機器投資の内訳

～情報機器投資と輸送機器投資の推移

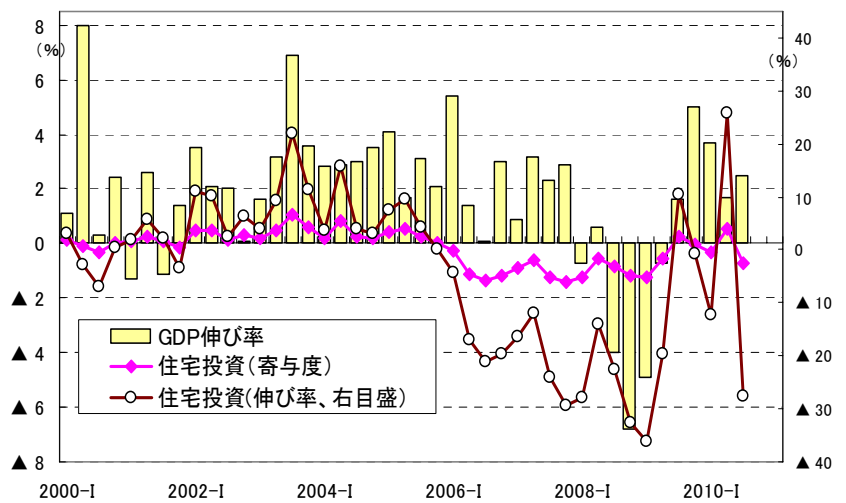


(資料) 商務省、四半期、実質、前期比年率、寄与度

#### (4) 住宅市場は減税終了後の冷え込み持続～差し押さえ物件増や在庫増が圧迫

住宅バブルの崩壊を契機に2007/12に始まったリセッションで、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年半におよび大幅なマイナスを記録した。その後、昨年7-9月期(同10.6%)と本年4-6月期(同25.7%)の2四半期ではプラスを記録したが、その他の3四半期はいずれもマイナスとなり、今7-9月期は同▲27.5%と大幅なマイナスに落ち込んだ(図表10)。

(図表 10) 住宅投資の実質 GDP への寄与度と伸び率の推移



(資料) 商務省、四半期、実質、前期比年率

住宅市場については、歴史的

な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、在庫の対販売月数が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。上記のリセッション以降住宅投資がプラスに転じた2四半期はいずれも住宅減税期限前の駆け込み需要による一時的な需要増に伴うものであり、住宅減税の期限後は反動減によるマイナスもあって、一段と厳しい冷え込みに見舞われてい

る。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、2011年は▲0.4%、2012年は9.5%と見込まれる。

(最近の住宅市場の動向は「11/25付経済・金融フラッシュ(住宅販売)」「12/1付経済・金融フラッシュ(住宅価格)」を参照下さい)

## 《参考》最近の住宅価格の状況

### ●住宅価格はピークから3割強の下落後、底這いの動き

S & P社が11月末に発表した7-9月期ケース・シラー全米住宅価格指数は、前期比で▲3.4% (季節調整前は▲2.0%) と前4-6月期2.6%から再びマイナスに転落した。前年比でも▲1.5% (市場予想は+1.3%) と3四半期ぶりにマイナスに転じた(前年比は季節調整前、以下も同じ)。

同じく11月発表のFHFA(連邦住宅金融局)発表の7-9月期全米住宅価格指数は、前期比で▲1.6% (購入指数、季節調整済) と前期の同0.7%から再びマイナスに転じた。前4-6月期は3年ぶりのプラスとなり、一部では底打ちの観測が見られたものの、結局は住宅減税終了に向けた一時的な市場の反転に終わった形である。また、前年比では▲3.1%と2007年10-12月期以来のマイナスが続いた。

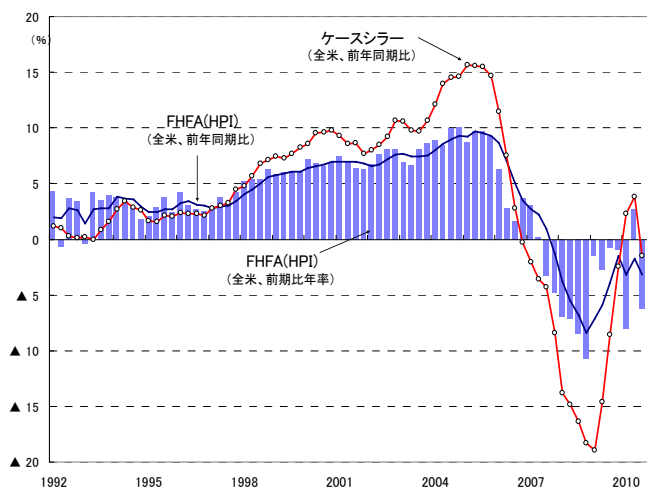
前4-6月期には一時上昇の動きも見られた米住宅価格であるが、7-9月期は再びマイナスに転じ、軟弱な展開が続いている。4月の住宅減税終了と差し押さえ物件の増加や高水準の在庫が市場を圧迫する構図と言える。市場では現状のボトム近辺での推移を予測する向きが多いものの、さらに下落するとの見方も少なからず見られ、先行きの不透明感は拭えない。

### (5) 在庫投資の寄与度は、マイナスに転じる見込み、

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)以降、減少幅を縮小、本年1-3月期には、2007年10-12月期以来2年ぶりの増加に転じ、2年間に渡る長期の在庫調整に終止符を打った。金額ベースでは本年1-3月期に前期比441億ドル増の積み増しに転じたが、その後7-9月期には前期比1115億ドル増と2四半期連続で在庫積み増し額を増加させている。7-9月期の積み増し額は1998年1-3月期(1172億ドル)以来四半期としては12年ぶりの突出した規模であり、今後の積み増し額は縮小に向かうと見込まれる。

在庫の寄与度を見ると、1-3月期に同2.64%を記録、その後、4-6月期同0.82%、7-9月期同1.3%と実質GDP成長率の過半を占めてきたものの、10-12月期以降はマイナスに転じることが見込まれよう。

(図表 11) 全米住宅価格指数の推移 (四半期別)

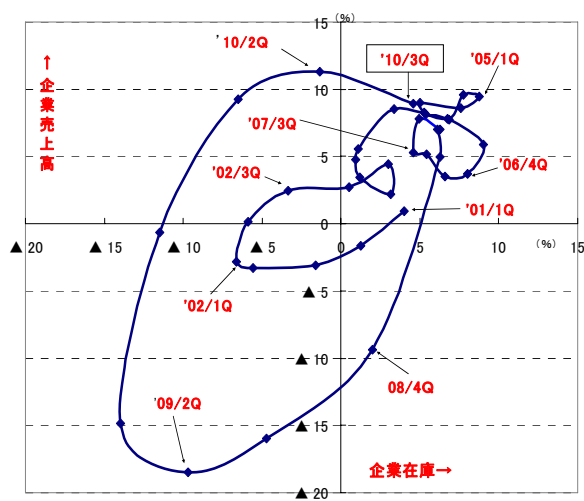


(資料) S&P社、FHFA

企業売上高と在庫により在庫循環の動きを見ると、2007年のリセッション時には、売上高と在庫とも前年同期比で▲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なわれたこととなる。なお、現状は、既に変動幅のより小さい安定的な領域に入った状況にある。

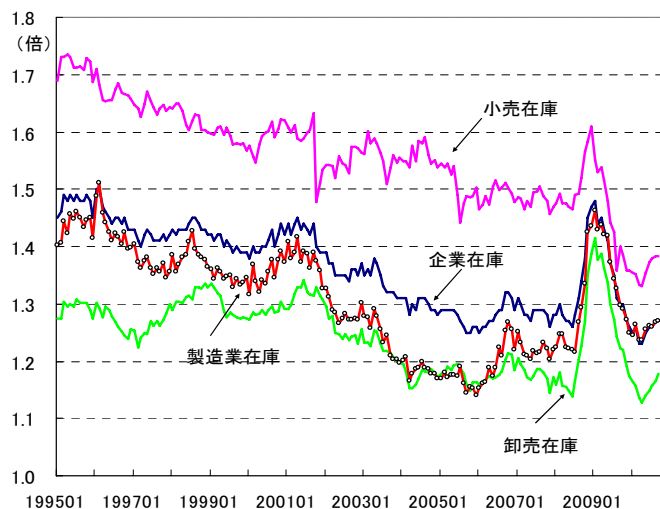
また、業種別の在庫水準を見ると、製造業を除き、小売・卸売業では、リセッション突入以前の水準を下回るまで調整が進んでおり、特に、小売業では、リセッション前の水準を大きく下回っている。全体的にみて積増しに向う余地を残しており、当面、売上高の増加に沿った緩やかな積み増しが続くと思われる。ただし、積み増し額はこれまでよりも縮小するため、寄与度もマイナスに転じよう。

(図表 12) 在庫循環(前年同期比、%)



(資料) 商務省、四半期、

(図表 13) 業種別の在庫/売上高の推移 (月別)



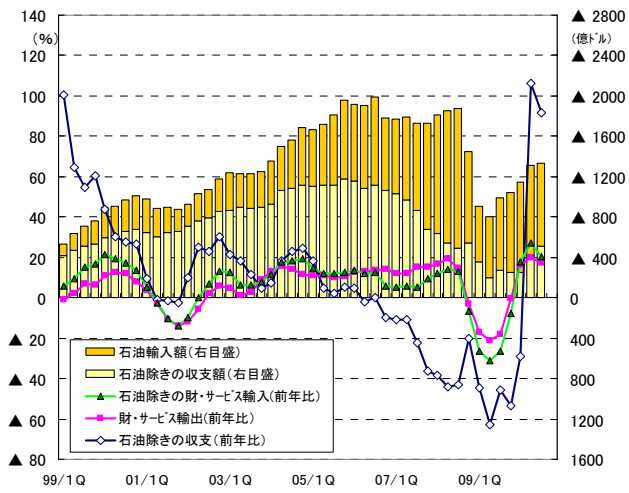
(資料) 商務省

## (6) 純輸出の赤字頭打ちで、寄与度はプラスに転じる見込み

純輸出は、本年1-3月期以降、3四半期連続で赤字が増加しており、寄与度でも1-3月期は同▲0.31%、4-6月期は同▲3.5%、7-9月期は同▲1.76%と大幅なマイナスが続いている。この間の輸出入の伸びをみると、1-3月期以降、輸出の伸びは同11.4%→同9.1%→同6.3%と低下した一方、輸入の伸びは同11.2%→同33.5%→同16.8%と急増、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ている。この輸入増と連動するように在庫増が急拡大しており、在庫の積み増しにも少なからず影響を与えている。ただし、個人消費を中心に国内経済が回復途上にあり、ドル安が進展している状況等を考慮すると、今後の純輸出のマイナスは縮小に向かうと見込まれよう。

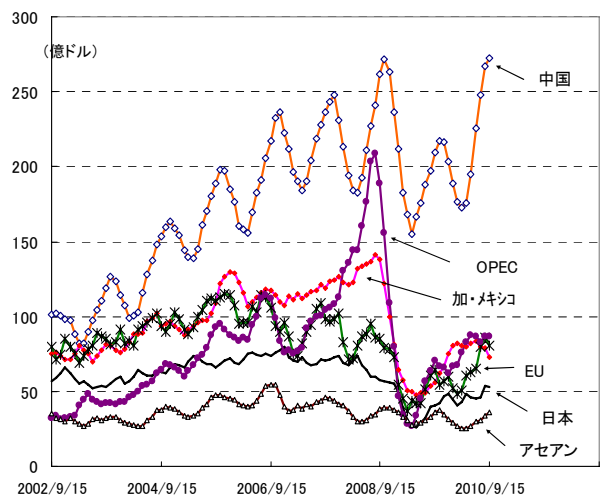
なお、米国の国際収支を見ると石油の輸入が赤字額の過半を占め、好況期には石油以外の赤字増が拡大する傾向が見られる。また主要な貿易赤字国としては、引き続き中国が突出している。オバマ大統領は、輸出倍増計画とグリーン・エネルギー支援策、元レート修正圧力等に注力しており、今後の変化が注目される。

(図表 14) 国際収支の推移(四半期、前年比)



(資料) 商務省

(図表 15) 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。