

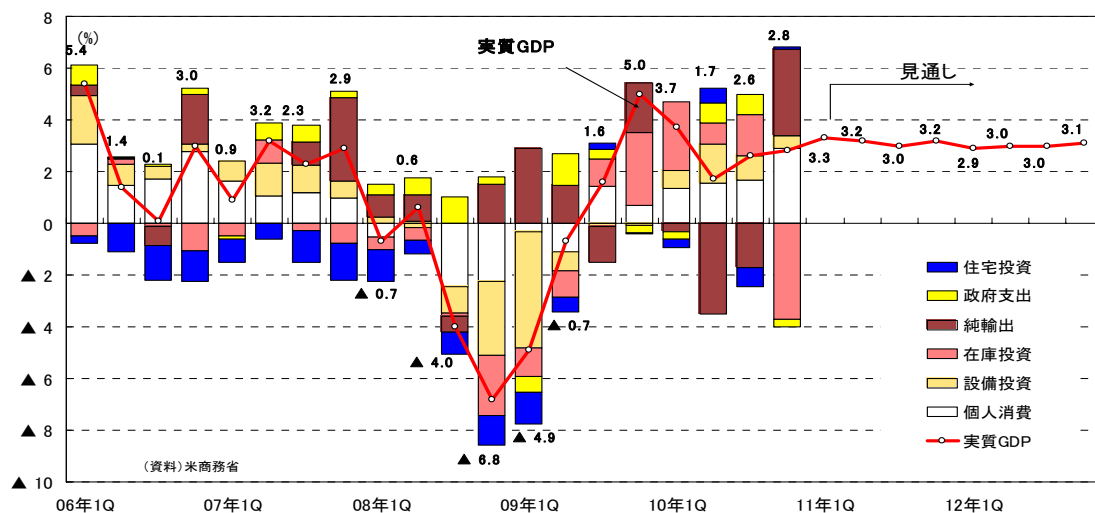
Weekly
エコノミスト・
レター米国経済見通し～回復維持も、
中東情勢が波乱要因に浮上

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. 中東情勢・原油価格急騰が波乱要因として浮上、株価が乱高下するなどリスク回避の動きも見られる。昨年ギリシャ・ショック時には株価が急落、実体経済にも影響が及んだ。今後、中東等での民主化の動きが広がりを見せ、原油価格上昇やリスク回避の動きがさらに強まればその影響も拡大しよう。
2. 米国では昨年10-12月期の成長率が前期比年率2.8%と2四半期連続で上昇、個人消費が4年ぶりの伸びとなるなど回復の動きが進行している。また、2月民間雇用が10ヵ月ぶりに20万人台に乗せるなど、経済指標も全般的に堅調な推移を見せている。
3. 政策的には、昨年暮れに成立した景気対策法により社会保険料の引き下げや投資減税が実施され、個人消費や設備投資へのテコ入れが期待される。一方、原油価格が高騰を見せる中、賃金上昇率は低下傾向にある。コア物価の上昇には時間を要すると見られ、FRBは現行の金融緩和策をしばらく維持しよう。
4. 今後、中東情勢ではサウジアラビア等主要産油国の供給混乱が避け得るのであれば、米国経済は不透明要因を抱えながらも回復の動きを持続すると見られ、2011年、2012年ともに3.0%の成長率の見通しとした。

(図表1) 米国の実質GDP・寄与度の推移と見通し(前期比年率)



1、米国経済見通しの概要

(景気の概況)

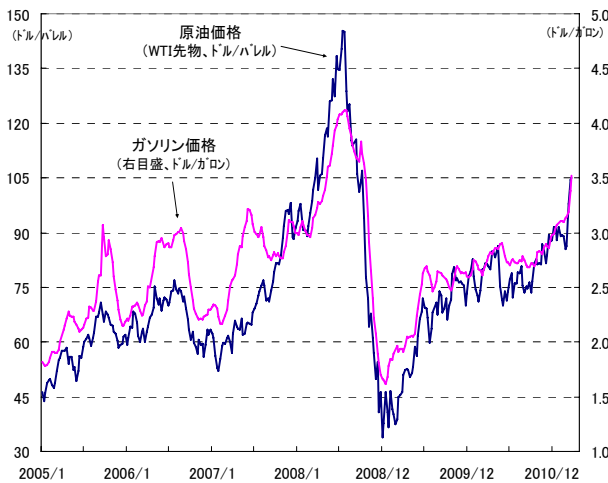
●米景気の回復局面下、中東情勢が波乱要因に浮上

米国経済では、これまで多くの抑制要因を抱え最大の懸念材料でもあった個人消費が10-12月期には力強い回復を見せ、今後の継続的な回復への筋道をより確かなものとしつつあった。半面、にわかに波乱要因として浮上してきたのが中東情勢である。チュニジアに端を発した民主化の動きは、エジプトの政権を倒し、リビアは内戦状態にある。産油国であるリビアの原油生産や出荷の停滞が伝えられ、欧州の原油価格の目安となる北海ブレントは116.7ドル/バレル(3/2終値)と急騰、世界的な指標であるWTI期近物も一時105ドル台へと急騰を見せた。原油価格に関しては、今後のリビアの生産設備へのダメージや他の中東諸国の混乱等が警戒される局面にある。

米国経済にとっても、更なる原油価格の上昇が生じれば、多方面に影響が出てこよう。日常的に自動車を使用する家計にとっては、ガソリン価格に直結する原油価格の上昇は、その分、他の消費を抑制することに繋がるため“ガソリン税”とも言われている。実質ベースのGDPにはガソリンも含めた消費の抑制要因となる一方、国際収支では赤字拡大が進行しよう。

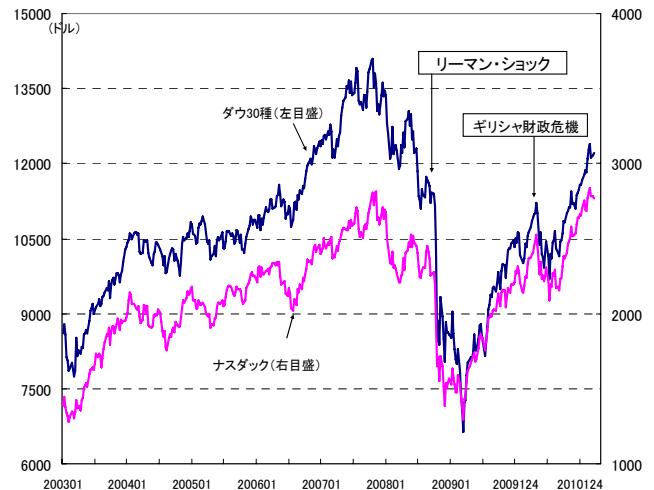
先行き不透明な地政学的なリスクは市場のリスク回避の動きを強めるため、株価等の波乱要因ともなることも懸念される。昨年春には、ギリシャ・ショックに伴う世界的なリスク回避の動きの強まりが、米国でも株価急落をもたらした先例もあり、市場では警戒感の強い状況となっている。

(図表2) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) 米エネルギー省、他

(図表3) 株価の動向(週別)



(金融政策の動向)

● コア物価重視のFRBは、当面、現行政策を維持する見込み

～2008年の原油価格高騰時も利上げには至らず

原油価格の高騰は、エネルギー価格の上昇を通じて物価を引き上げる。ECB(欧州中央銀行)は、

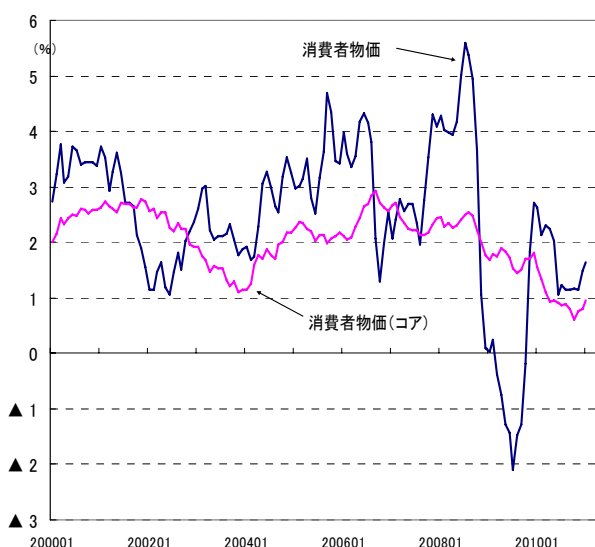
4月の利上げ実施を示唆しているが、FRBではエネルギー・食品を除いたコア物価の上昇を重視する。エネルギー価格の上昇が、コア物価に波及するには一定の時間を要するため、直ぐに現行金融緩和策を変更することはないだろう。このため、為替市場では、将来的なドル・ユーロ間の金利差拡大を見越して、ユーロの対ドルレート上昇の動きが見られる。

直近の原油価格の上昇については、2008年の急騰がある。この時は、新興国の石油需要の拡大を背景に、イランの核保有問題、米国の季節的要因、等を材料とした投機的な動きが強まり、7月には147ドル/バレル(WTI期近物)を記録した。新興国の石油需要拡大を背景としているため、しばらく100ドルを割り込まないとも言われたが、直後の金融危機により急速に値を下げている。当時のFRBの対応を見ると、消費者物価が前年比5%を超え、コアの消費者物価が2%半ばとFRBの居心地のよいとする2%を上回って推移、長短金利も急上昇を見せていたが、FRBは一時的に利下げを見送ったに過ぎなかった。また、金利据え置き背景も、原油価格高騰というよりは景気下ブレリスクの縮小を理由としていた。

最近の物価の動きを見ると、コア物価は前年比で1%を下回るなど2008年とは逆に居心地のよいレベルを下回って推移している。コア物価は賃金上昇率(後頁、図表11)との連動性も強く、賃金上昇率が低下傾向の動きを見せる間は、エネルギー価格上昇の影響も限定的と思われる。

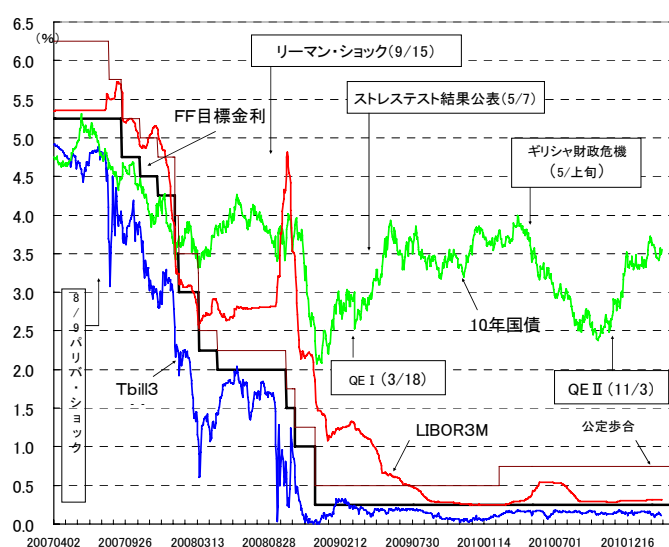
また、FRBは、FOMCの声明文で「①経済資源の活用度の低さ、②インフレ傾向が抑制されていること、③インフレ期待が安定的であることの3点を含む経済状況により、長期にわたる異例の低金利据え置きが正当化される」と繰り返し表明している。今後のFRBのスタンスを注視する必要はあるものの、原油の高騰自体が景気には抑制要因として作用するとともに、コア物価に波及するには時間を要すること等を勘案すると、近々、ECBのように利上げに向けた動きとなる可能性は低い。

(図表4) 消費者物価の推移 (前年同月比、%)



(資料) 米労働省

(図表5) FF目標金利と市場金利の推移



(資料) FRB、他

(GDPの動向・見通し)

●米景気は緩やかな回復を維持～2011年、2012年とも3.0%の成長見通し

株式・債券市場では、中東情勢という不透明感の強まりで一時的な波乱が生じているものの、これまでのトレンドを大きく崩すような動きには至っていない。今後、市場への影響が一時的な原油価格の高騰に留まるのであれば、2008年の高騰時のように実体経済への影響も限定されよう。また、昨年ギリシャ・ショック時のようにリスク回避の動きが一段と強まれば、米景気への影響が拡大しようが、その場合、現行の財政・金融両面からの政策的な支援の期限が延期される可能性が高まり、再度のリセッションは回避され得るのが、可能性の高いシナリオと思われる。原油高騰を反映した経済指標の発表はこれからであり、今後の状況を注視する必要があるが、現状では、中東情勢では同地域最大の産油国であるサウジアラビア等で原油供給に支障をきたす事態には至らないと想定、不透明要因を抱えながらも回復の動きが維持されることをメインのシナリオとした。

需要項目別の動向と見通しの詳細は次章で見るが、ポイントは以下の通り。

個人消費の回復は景気回復持続の拠り所ともなっている。個人消費を巡る環境を見ると、リセッション以降の9百万人弱の大規模な雇用者減による雇用者所得の逸失、住宅等の資産価格の目減り、過剰な債務を有する家計のバランスシート調整、信用引き締めを持続等、様々な抑制要因を抱えて回復の遅れが懸念され、このため、昨年12月にはブッシュ減税の延長とともに社会保険料の引下げ等の景気対策が加わり、既に実施に移されている。10-12月期の個人消費増にはこうした動きを先取りした株価や消費者マインドの上昇も貢献したと思われる。

2月雇用統計では、民間雇用が22万人増と遅ればせながら回復の動きを加速しつつある。雇用者数の回復の遅れはこれまで消費抑制要因となっていたが、今後の回復が持続すれば、最大の消費支援要因に転じよう。また、失業率も直近3ヵ月で0.9%ポイントの急低下を見せている。未だ水準が高く、この間労働市場への参加者が減少していること等、好ましい状況とは言えないものの、雇用増と並んで消費者マインド回復に向けての効果は大きい。

設備投資については、構築物投資の不振が続く一方、設備機器の伸びが全体を牽引しており、2010年4-6月期同17.2%、7-9月期同10.0%と高い伸びが続いたものの、10-12月期は同5.3%と急速に伸びを縮めた。設備機器では2009年10-12月期以降4四半期連続で二桁の高い伸びが続いたが、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、そうした需要にも一巡感が窺われる。一方、構築物投資では、足元では10四半期ぶりにプラスに転じたものの、商業用不動産の不振に加え設備稼働率が低水準にあるため、能力増投資を含んだ回復は期待しにくい。中東情勢等の不透明感も積極投資を躊躇する要因となろう。ただし、投資減税による政策的な効果も期待され、年末にかけて次第に伸びを高める展開が想定される。

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、住宅市場が本格的な回復に向うのは、こうした圧迫が収束してからのことと思われる。

上記の状況等から、2011年・2012年の成長率はともに3.0%を見込んでおり、2010年の2.8%から緩やかな上昇を見せよう。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るが、住宅投資の回復には相当の時間を要しよう。なお、中東情勢以外のリスク要因としては、引き続き燻りを見せるEUを中心とした政府債務問題、高成長が期待される中国や新興国を取り巻く諸問題

があり、また米国内でも雇用回復の遅れや住宅価格の一層の下押し、財政赤字拡大の影響等、多くのリスク要因を有している。現状では、雇用が増加を見せるなど回復への動きが広がりつつあり、米経済は様々な課題を抱えながらも緩やかなペースで成長していくものと思われる。

(図表6) 米国経済の見通し

	単位	2009年	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	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)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	▲2.6	2.8	3.0	3.0	3.7	1.7	2.6	2.8	3.3	3.2	3.0	3.2	2.9	3.0	3.0	3.1
個人消費	〃、%	▲1.2	1.8	3.1	2.9	1.9	2.2	2.4	4.1	2.9	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8
設備投資	〃、%	▲17.1	5.6	7.1	7.6	7.8	17.2	10.0	5.3	4.3	6.4	7.4	10.8	5.1	7.0	7.7	11.8
住宅投資	〃、%	▲22.9	▲3.0	0.2	6.9	▲12.3	25.7	▲27.3	2.7	2.3	3.8	5.1	5.6	6.3	7.0	11.2	11.6
在庫投資	寄与度	▲0.6	1.4	▲0.2	0.0	2.6	0.8	1.6	▲3.7	0.4	0.4	0.3	0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.1
純輸出	寄与度	1.1	▲0.5	0.2	▲0.2	▲0.3	▲3.5	▲1.7	3.4	0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1
消費者物価	前期比年率、%	▲0.3	1.6	2.3	1.6	1.3	▲0.5	1.4	2.6	3.4	3.4	0.8	1.2	1.5	1.6	1.8	2.0
失業率	平均、%	9.3	9.6	8.8	8.4	9.7	9.7	9.6	9.4	8.9	8.9	8.8	8.6	8.5	8.4	8.3	8.3
FFレート誘導目標	期末上限金利、%	0.25	0.25	0.25	2.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50	2.00
国債10年金利	平均、%	3.2	3.2	3.7	4.2	3.7	3.5	2.8	2.8	3.5	3.6	3.7	3.9	4.0	4.2	4.3	4.4

(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

(需要項目別の回復度)

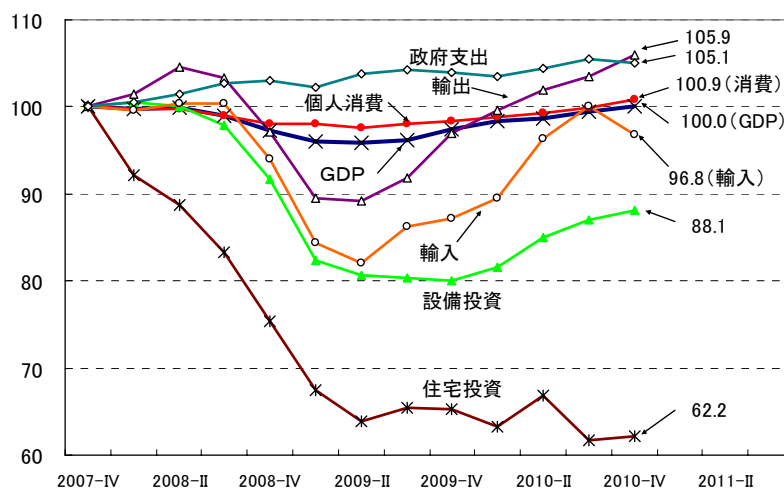
(1) 実質 GDP がリセッション入り前の水準を回復

～需要項目別では住宅投資の回復の遅れが顕著

金融危機後の米国の成長率は、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、2009年6月にリセッションを脱出、10-12月期に同5.0%、翌1-3月期は同3.7%の高成長を見せた。その後、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%と2%割り込む低下後、10-12月期には同2.8%と2四半期連続で上昇するなど回復への動きを強めた（表紙、図表1参照）。

図表7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。直近期はGDPがリセッション前の状態を丁度取り戻し、

(図表7) リセッション入り後の実質GDP需要項目別推移



(資料) 商務省、(注) 2007/4Q = 100

個人消費は100.9とGDPにやや先行する形で回復を見せている。また、大型の景気・金融対策もあって政府支出はほぼ一貫して増加、105.1と上位にある。最上位は輸出だが、世界経済の持ち直しや最近のドル安に加え、オバマ政権の輸出倍増計画もプラスに作用していると見られる。

半面、落ち込みが大きいのが住宅投資であり、直近でも62.2とほぼ最低水準に留まる。依然、底打ちしたとは言えない状況が続いており、住宅バブル崩壊を主因とした今次リセッションの特徴が窺える。設備投資も直近4四半期にわたる急回復にもかかわらず88.1に留まるなど、住宅投資に次いで回復が遅れている。今年は投資減税やインフラ整備投資など、政策的なてこ入れもあり回復が期待されよう。

なお、図表7では、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%）を記録したのは、1980年（▲0.4%）以来であり、落ち込み幅は1942年（▲2.4%）以来、また、2年連続のマイナスは1933年の大恐慌時以来まで遡る。個人消費によるリセッション前の水準回復は、関連業界の実質的な販売回復を示唆するなど景気正常化に向けての意味合いが大きい。

（2）個人消費の動向と見通し

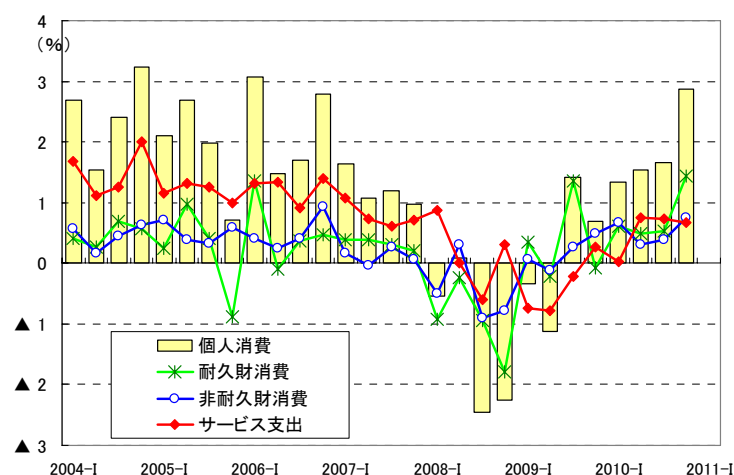
10-12月期実質GDP（改定値）は、2.8%（前期比年率：以下も同じ）と、速報値（同3.2%）から下方修正、個人消費も同4.1%と速報値の同4.4%からは低下したが、7-9月期の同2.4%を大きく上回り4四半期連続で伸びを高めた。伸び率では2006年10-12月期（同4.1%）以来ほぼ4年ぶりの高水準、寄与度では同2.88%とGDPの押上げを主導した形となった。

個人消費回復は、米景気が回復の動きを見せる中で、雇用と住宅市場の回復の遅れが消費抑制要因として懸念

され、オバマ政権が議会とブッシュ減税の延長や景気対策で合意、FRBも国債買い入れの再開（QE2）に踏み切るなど、幅広い景気対策の実施によるところが大きい。こうした政策的なテコ入れ策が株価の上昇や消費者マインドの持ち直しにつながり、クリスマスセールが好調に推移、自動車販売も回復するなど個人消費の伸びを押し上げた。今後はこうした消費の回復を支える雇用者増が加速するかがポイントとなる。

10-12月期個人消費の内訳では、自動車が牽引した耐久消費財が同21.0%と突出したが、非耐久財も同4.8%と4年ぶりの伸び率、個人消費の2/3を占めるサービス消費は同1.4%と、総じて消費全般が回復に向かいつつあることを示した。変動の大きい耐久消費財以外の回復は、個人消費の伸びをより安定的なものとしよう（図表8）。

（図表8）個人消費のGDPへの寄与度の推移



（資料） 商務省、実質、前期比年率

●個人消費は、雇用増の期待が大きい半面、その他の抑制要因も多い状況

2007年12月に始まったリセッションは住宅バブルの崩壊を原因としており、個人消費へのダメージが大きかった。持続的な住宅価格の下落が、逆資産効果をもたらした家計消費を抑制するとともに、資産の目減りが大きい一方で家計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。後述の通り、ピークから3割強下げた住宅価格はなお軟調な推移を見せており、依然、こうした消費の抑制要因が続いている。

また、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影響は極めて大きい。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、2010年も前年比1.8%の伸びに留まる。

雇用者所得以外にも上記のように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が、政府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。回復は鈍いながらも雇用者数が増加に転じ、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、雇用所得は回復に転じている。今年は社会保険料の引下げ等による可処分所得の伸び率回復も期待される。住宅価格が軟調な中、こうしたフロー面の回復が個人消費の回復を推進していくものと思われる。足元の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回復や上記の抑制要因の改善が必要となろう。個人消費の年間成長率は、2010年の1.8%から2011年は3.1%、2012年は2.9%と緩やかな回復を見込んだ。

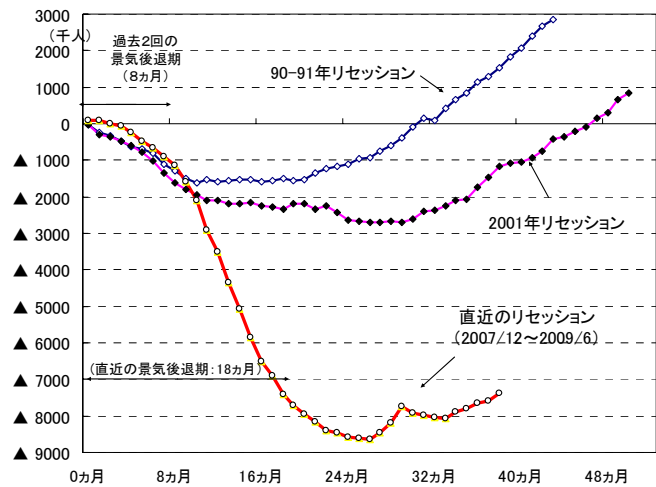
（最近の個人所得の状況）

●改善見せる個人所得～1月は社会保険料減額効果で伸長

1月の個人所得（以下、断りのないものは名目）は前月比1.0%（12月は同0.4%）と、2009年5月（同1.7%）以来の伸びとなった。賃金所得が同0.4%（12月は同0.3%）、事業者所得は同0.4%（12月同0.8%）となり堅調推移を維持した。その他の所得では、利息・配当収入が前月比0.5%（12月同1.1%）と伸びを縮小したが、家賃収入等が同2.1%（12月同0.6%）と伸長、半面、移転所得は同▲0.5%（12月同0.1%）と4ヵ月ぶりのマイナスとなった。一方、税支払い額は前月比4.5%（12月0.7%）と急増、結局、可処分所得は前月比0.7%（12月は同0.4%）と2010年4月（同0.7%）以来の伸びとなった。

1月所得面には2つの特徴的な動きがある。一つは昨年12月に成立したオバマ政権の景気対策により社会保険料が前月比▲9.3%の減少され、金額では前月比▲949億ドル（年率）と1月の所

（図表9）リセッション入り後の累積雇用減



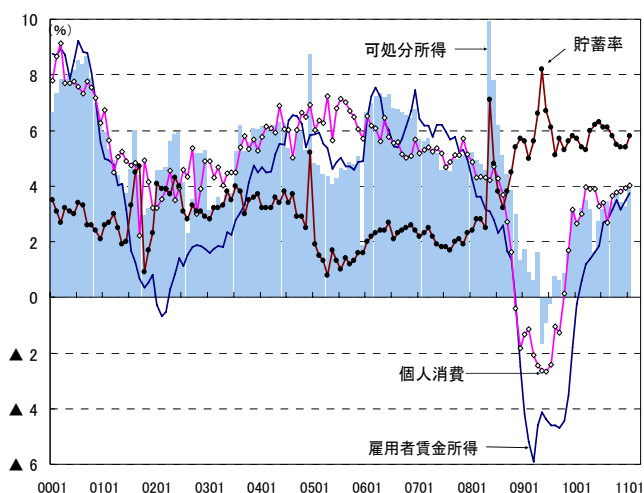
（資料）米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

得増の過半を占める。一方、2009年より続いた所得税額控除が期限切れとなり、1月の税支払いを急増（金額では前月比+550億ドル：年率）させ、両者の差額が可処分所得の増加となって表れた形である。なお、社会保険料の減額により、年間では1054億ドルの個人所得増が見込まれている。

前年同月比では、1月賃金所得は同3.8%（12月同3.5%）と昨年2月にプラスに転じた後も上昇傾向にある。一方、可処分所得は、既に2009年8月以降プラスが続いており、1月は同3.9%（12月同3.3%）と伸びを高め、2008年9月以来の伸びとなった。これまではオバマ政権の所得減税等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10）。

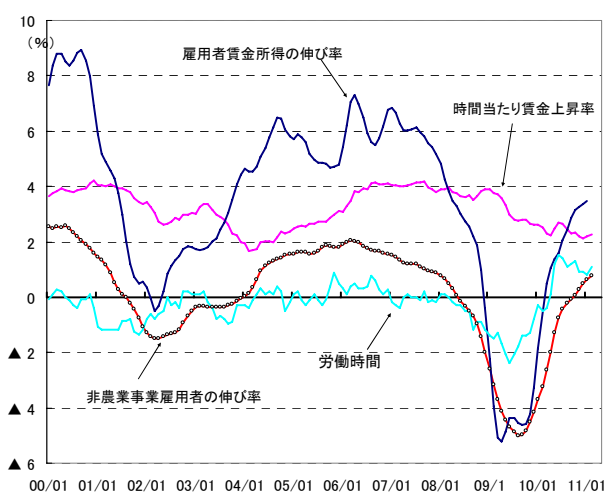
一方、雇用面の動きを見ると、2月の民間平均労働時間は34.2時間/週と前月から横ばいだったが、前年比では+0.9%と増加した。時間当たり賃金は22.87ドル（前月22.86ドル）と微増、前年比では+2.1%、非農業事業部門の雇用者では前年比+1.0%となった。こうした雇用所得要素の改善により、雇用者賃金所得は、1月までに前年比+3.8%と12ヵ月連続のプラス、2008年1月以来の伸びとなるなど回復の動きを見せている（図表11）。

（図表10）個人消費と所得の推移（前年同月比、%）



（資料）米商務省

（図表11）賃金所得と雇用状況の推移（%）



（資料）米労働省、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に一巡感も、投資減税に期待

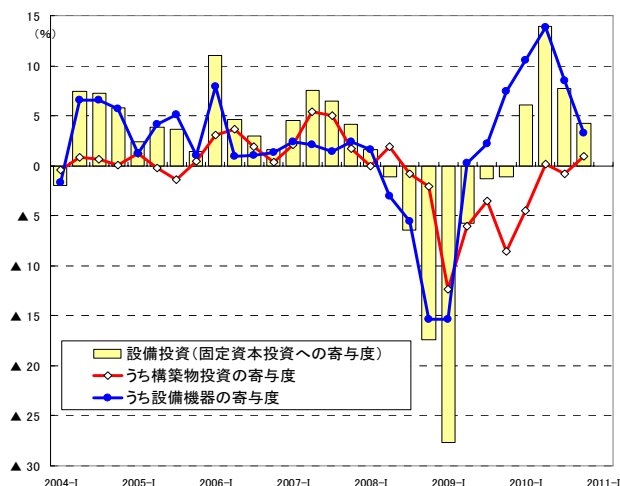
金融危機後の2009年1-3月期に前期比年率▲35.2%と戦後最大の落ち込みを見せた設備投資は、2010年に入るとプラスに転じ、4-6月期は同17.2%と急伸したが、その後、7-9月期同10.0%、10-12月期同5.3%と2四半期連続で伸びを縮めた。10-12月期設備投資の内訳を見ると、設備機器投資が同5.5%（前期は同15.4%）と伸びを急低下させた一方、構築物投資が同4.5%（前期は同▲3.5%）と10四半期ぶりのプラスに転じた（図表12）。

構築物投資の内訳では、電力・通信が同81.9%と急伸（前期は同▲26.6%）、半面、前期同64.4%と急伸した鉱業は5.0%と伸びを縮小、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リセッションや信用引き締めの影響が大きい商業用不動産関連投資で、10-12月期は同▲14.4%と12四半期連続でマイナスが続いた。

製造業の構築物投資も10-12月期は同▲29.8%と6四半期連続で大幅な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を含み能力増投資に関連が深い、1月製造業の稼働率は73.7%（鉱工業全体では76.1%）と長期的な平均値(79.1%)を大きく下回っていることから、能力増投資の回復には時間がかかりそうだ。当面、設備機器投資の堅調な回復と構築物投資の不振による対照的な動きが併行し、設備投資全体の伸びも抑制されたものとなる。

(図表 12) 設備投資の内訳

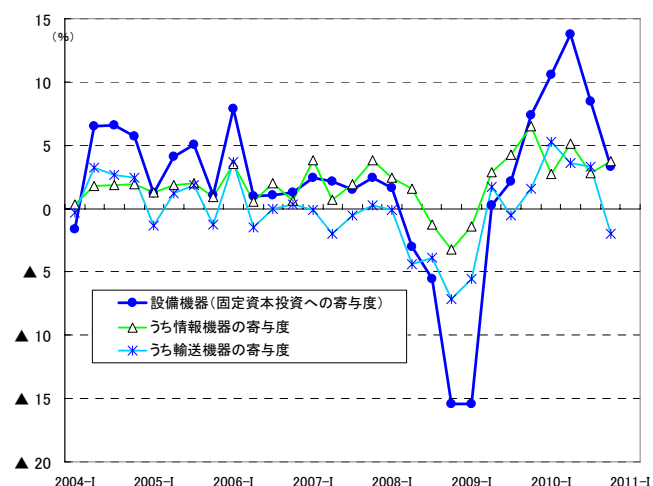
～構築物投資と設備機器投資の推移



(資料) 商務省、四半期、実質前期比年率、寄与度

(図表 13) 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

一方、設備機器投資の伸びの低下は、リセッション中に見送られていた更新投資が一巡したことが主要因と思われる。10-12月期設備機器投資の内訳では、輸送機器が同▲25.4%(前期同64.4%)と急減したが、前期に同8.8%と伸びを縮めた情報機器投資は同11.5%と回復、産業機械も前期の同6.9%から10.9%へと回復している(図表13)。

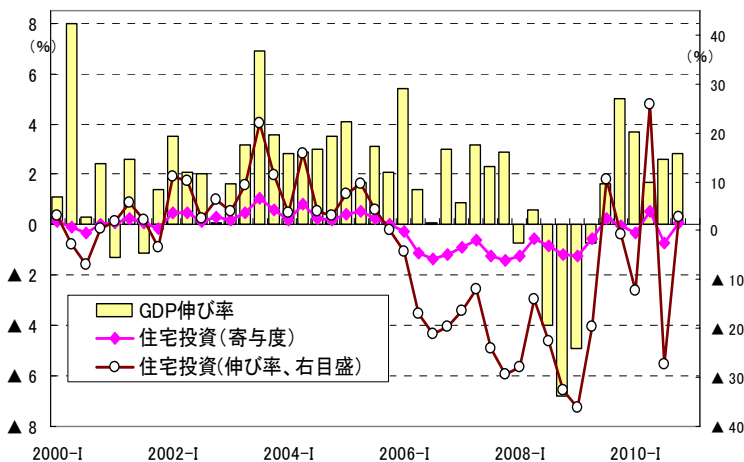
I S M指数等の企業センチメントが高水準を回復、企業は十分なキャッシュを抱え、さらに、2011年はオバマ政権の追加景気対策として、100%の投資減税が実施されるなど設備投資環境は改善されつつあり、今後は個人消費と並んで景気の牽引役が期待されよう。中東情勢等で景気の先行き不透明感が強まれば設備投資のタイミングに影響しよう。年間の設備投資は、2011年は7.1%、2012年は7.6%を見込んだ。(注：I S M指数の動向は「3/2付経済・金融フラッシュ」を参照下さい)

(4) 時間を要する住宅市場の回復～差し押さえ物件増や在庫増が圧迫

住宅投資の減少は2006年に始まり、昨年4-6月期まで3年半に及ぶ。この間、2006年4-6月期以降は2桁のマイナスが続くなど急速な冷え込みが続いた。昨年7-9月期(前期比年率10.6%)にはプラスに転じたものの、その後も、一進一退の動きが続いている。直近の昨年10-12月期は前期比年率2.8%のプラスとなったが、7-9月期に同▲27.3%と大幅なマイナスを記録した後であることを考慮すると、冷え込みが続いている状況に変わりはない(図表14)。

住宅市場では、歴史的には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き、在庫の対販売月数が高水準に留まるなど改善が遅れている。政府は景気対策として住宅取得に関する減税策を実施、こうした在庫増を吸収してきたが、住宅減税が昨年4月末に期限を迎えると再び市場が冷え込み、現在もその延長上にある。一方、失業率は最近の改善にもかかわらず、なお、高水準にあり、差し押さえの改善も芳しくない。この点、住宅取得意欲の向上には失業率等、雇用状況の一層の改善等が前提となろう。

(図表 14) 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

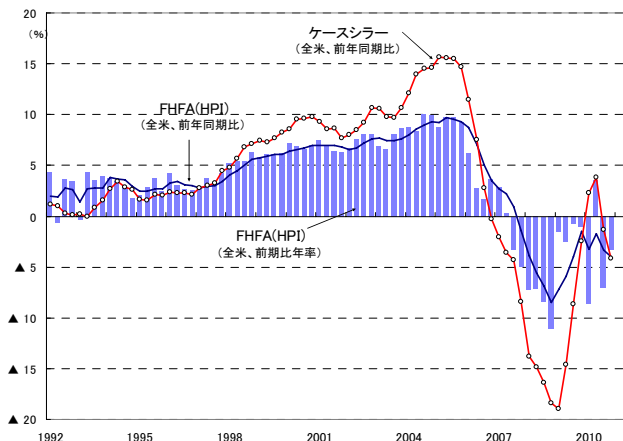
● 住宅価格はピークから3割強の下落後も、軟調な動きが持続

S & P社が2月下旬に発表した10-12月期ケース・シラー全米住宅価格指数は、前期比で▲2.1% (季節調整前は▲3.9%) と前7-9月期▲3.3%から2四半期連続でマイナスが続いた。前年比でも▲4.1%と2四半期連続でマイナスに転じた(前年比は季節調整前、以下も同じ)。

同じく FHFA(連邦住宅金融局)発表の10-12月期全米住宅価格指数は、前期比で▲0.8% (購入指数、季節調整済) と前期の同▲1.8%から連続でマイナスとなった。昨年4-6月期は3年ぶりに前期比でプラスとなったものの、結局は住宅減税に伴う一時的な反転に終わった。また、前年比では▲4.0%と2007年10-12月期以来のマイナスが続いた。

昨年4-6月期には前期比で一時上昇の動きも見られた米住宅価格であるが、その後は再びマイナスに転じている。昨年4月の住宅減税終了と、雇用回復の遅れもあって、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が続いている。米経済が回復を見せる中、住宅市場の立ち直りを見込む見方もあるが、前述のような在庫増等の需給面に加え、軟調な住宅価格の状況を考慮すると、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0.2%、2012年は6.9%と見込まれる。

(図表 15) 全米住宅価格指数の推移 (四半期別)



(資料) S&P社、FHFA

(5) 在庫投資は緩やかな積み増し持続～原油高騰等による企業マインド変化には留意

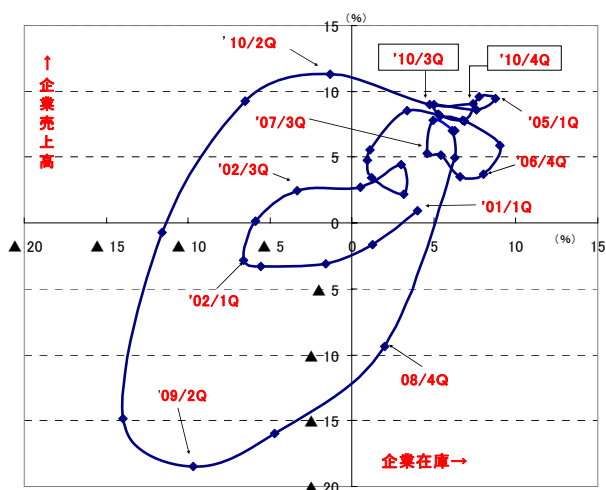
実質 GDP の在庫投資は、過去最大の減少となった昨年 4-6 月期の在庫減（年率▲1618 億ドル）以降、減少幅を縮小、本年 1-3 月期には、2007 年 10-12 月期以来 2 年ぶりの増加に転じ、2 年間に渡る長期の在庫調整に終止符を打った。金額ベースでは本年 1-3 月期に前期比年率 441 億ドル増の積み増しに転じた後も増加を維持、7-9 月期には同 1214 億ドル増と急増後、10-12 月期は同 71 億ドル増と在庫積み増し額を急減させている。

在庫の寄与度を見ると、2009 年 10-12 月期に同 2.83%を記録した後は縮小したが、7-9 月期は同 1.6%と実質 GDP 成長率の過半を占めた。10-12 月期は増加額が急減したため、寄与度も▲3.7%と大幅なマイナスに転じた。7-9 月期の積み増し額は過去最大の 1998 年 1-3 月期（1172 億ドル）を上回り四半期としては突出した規模となったが、今後の積み増し額は売上高に見合った増加が見込まれよう。ただし、原油価格高騰等による企業マインドの急激な悪化が生じれば、一転、再度の在庫減の動きもありうる点には留意すべきと思われる。

一方、名目ベースで企業売上高と在庫による在庫循環の動きを見ると、2007 年以降のリセッション時には、一時、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。現状では、前年比での売上高（9.1%）、在庫（7.4%）とも近年では最も右上の範疇に位置するなどバランスの取れた伸びを見せている(図表 16)。

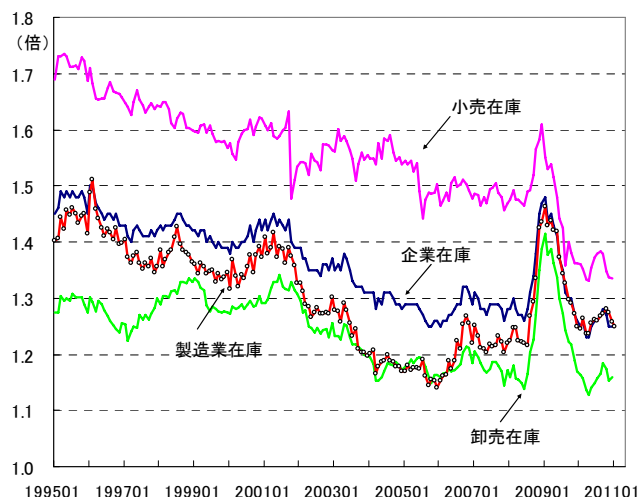
また、業種別の在庫水準を見ると、製造業を除き、小売・卸売業では、リセッション突入以前の水準を下回るところまで調整が進行、特に、小売業では、リセッション前の水準を大きく下回っている。今後は、全体的にみて積み増しに向う余地が大きく、上記のように売上高の増加に沿った緩やかな積み増しが続くと思込まれる(図表 17)。

(図表 16) 在庫循環(前年同期比、%)



(資料) 商務省、四半期、

(図表 17) 業種別の在庫/売上高の推移 (月別)



(資料) 商務省

(6) 原油価格高騰が国際収支に大きく影響も、実質純輸出は小幅の寄与度減が持続

GDPに於ける実質輸出入の伸びをみると、昨年1-3月期以降、輸出の伸びは前期比年率11.4%→同9.1%→同6.8%と低下したのち10-12月期は同9.6%と一年ぶりに伸び率を高めた。一方、輸入の伸びは1-3月期以降、同11.2%→同33.5%→同16.8%と急増したが、10-12月期は同▲12.4%と一年半ぶりに減少に転じた。昨年は輸入増と連動するように在庫増が急拡大しており、この在庫増が10-12月期の輸入減に繋がったと思われる輸入の伸びが減少、一方輸出が伸長したため、純輸出の赤字額は1年ぶりに縮小した。寄与度では昨年1-3月期の同▲0.31%以降→同▲3.5%→同▲1.7%と大幅マイナスが続いたが、10-12月期は同3.35%と一転大幅なプラス寄与となった。

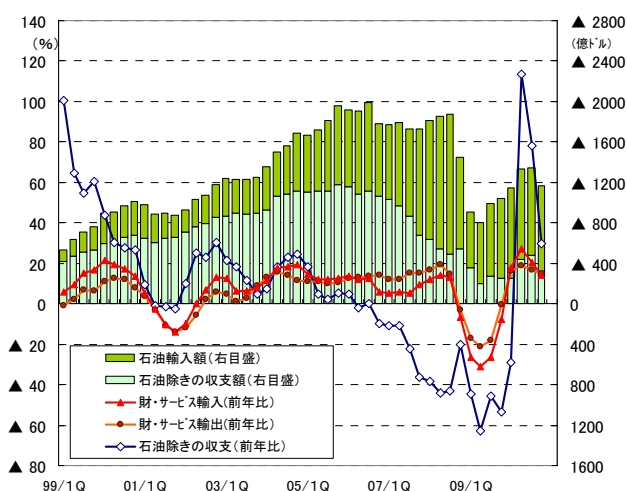
今後の実質ベースの純輸出については、原油量の輸入抑制の動きも想定されるが、景気の緩やかな回復に伴い小幅の寄与度マイナスの動きを見込んだ。

一方、名目ベースの国際収支面では、既に石油輸入が赤字額の過半を占める状況が続いている。昨年12月の原油輸入価格は79.8ドル/バレルと前年比9.1%の上昇となっているが、今後、足元の価格急騰が輸入価格に反映されると、赤字額も急増しよう。前回原油価格が高騰した2008年7月には輸入価格も124.7ドル/バレルまで急騰しており、今後の動向が注目される(当時は7月に日別の最高値(147.27ドル:WTI期近物)を付けたが、終値の月間平均では6月134.01ドルが最高値だった)。

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。もっとも、対中貿易赤字額は2008年までの急増後は一進一退の状況にあるなど、2008年までの急増トレンドには、一旦、歯止めがかかったように思われる。

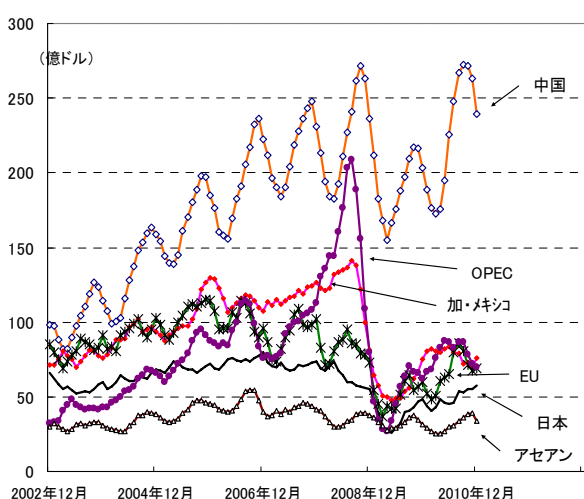
なお、今年の一般教書演説でも、オバマ大統領は輸出倍増計画とグリーン・エネルギー支援策、等を強調していた。将来的に貿易赤字の行方に影響してくる可能性もあり、原油輸入、対中赤字額といった貿易を巡る主要課題が、今後どのように変化していくのかが注目されよう。

(図表 18) 国際収支の推移(四半期、前年比)



(資料) 商務省

(図表 19) 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。