

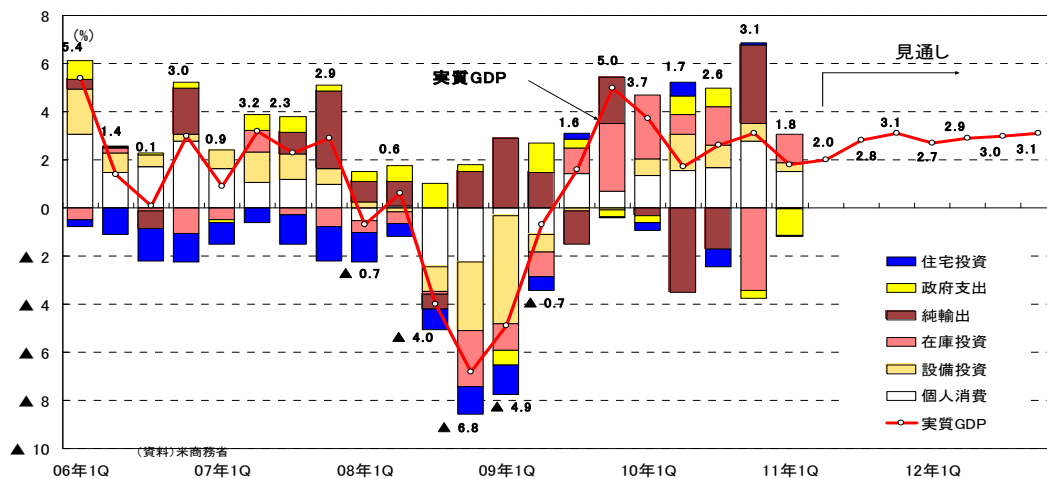
Weekly
エコノミスト・
レター米国経済見通し～スローダウン
も年後半には持ち直し

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>

- 1-3月期は、中東情勢の悪化で原油価格が急騰するなど商品価格が上昇、また、悪天候もあって成長率が鈍化した。4-6月期に入った後も、商品価格高騰の影響や欧州財務問題への懸念が続き、日本の震災の影響が米国の自動車生産や販売へと波及している。米国内では異常気象や洪水等の影響も出ており、1-3月期同様の低成長が続くようである。
- 上半期の成長率を抑制した要因には一時的なものも多く、下半期にはそうした要因の緩和・剥落に加え、投資減税による効果等が期待され、米経済の持ち直しが見込まれる。
- 一方、失業率の高止まりや住宅市場の冷え込み等、米経済は脆弱な側面を抱えている。また、コア物価の水準は低く、賃金上昇率の低下傾向等を考慮すると、FRBはQE2終了後も現行の金融緩和策を維持すると思われる。しかし、下半期の回復期待が根強い間は、更なる緩和策の実施には至らないだろう。
- 今後も中東情勢や欧州財務問題等、外部リスク要因は残るが、米国経済はこうした不透明要因を抱えながらも全体としては緩やかな回復を持続すると思われる。2011年は2.4%、2012年は2.8%の成長率が見込まれよう。

(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

(景気見通しの概況)

●米景気スローダウンも、下半期は持ち直しへ

米GDPの1-3月期の低下(前期比年率1.8%)には、原油価格上昇や悪天候の影響、10-12月期成長率上振れの反動等があった。そのため、4-6月期以降の成長率への影響は少ないものと見られていたが、4-6月期に入ってから更なる減速要因が相次ぎ、経済指標は米経済のソフトパッチ(軟弱局面)入りを裏付けるものとなっている。

米国経済の抑制要因としては、中東情勢の不透明感の強まりで原油価格が高騰したことが大きい。また、昨年のギリシャ・ショック後、欧州の財務問題は周辺国へと拡大を見せており、依然金融市場の波乱要因となっている。さらに、オバマ大統領が雇用の減速要因に日本の震災を挙げるなど、震災の影響は自動車産業を中心に米国のサプライチェーンにも少なからず影響を与えており、自動車の生産や販売減少の主要因ともなっている。加えて、米国内では4-6月期に入ってから悪天候や洪水等の天災が続き、その影響も指摘されている。

もっとも、こうした特定のリスクのみが米経済に抑制的に作用しているわけではない。2009年までのリセッションの影響により、米経済は860万人を超える雇用と住宅資産の3割を失った。半面、雇用の回復は180万人に留まり、住宅価格はいまだに底値を模索するなど、失われたものは回復していない。

今回の景気スローダウンは、上記のような外部要因が景気回復途上にあってなお脆弱な側面を抱えた米経済に影響を及ぼした形である。主要な経済指標では、1-3月期のGDPが急低下し、消費者マインドや企業センチメントが低下、5月雇用統計では、企業が雇用を手控えたことが示された。先行きにも、QE2の打ち切りや政府債務上限問題等、これ以上の政策的なテコ入れが期待しにくい状況がある。GDPは漸くリセッション前の水準を回復したのであるが、これまでの回復を推進したのは度重なる大型の景気対策による政府支出増と、未曾有の金融緩和策によるドル安で競争力を高めた輸出の増加だった(後頁:図表10参照)。こうした刺激策には限界があり、持続的に成長率を高めるには、雇用の回復をはかり、消費を高めることが必要となるが、それにはしばらく時間がかかりそうである。

もっとも、年後半には、自動車を中心としたサプライチェーンの回復、商品価格の落ち着き等、上期の景気を弱めた上記の諸リスク要因の改善に加え、投資減税の効果も期待される。景気はスローダウンしているものの二番底をつけるほど先行きの懸念が高まっているわけではない。このため、QE2後の金融政策では現状規模の緩和策が維持されようが、一層の冷え込みが想定される事態とならない限り、QE3といったさらなる緩和策は期待しにくい。

なお、次章におけるGDPの需要項目別の主要なポイントは以下の通り。

個人消費の環境を見ると、リセッション以降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いる。半面、ブッシュ減税の延長とともに社会保険料引下げ等の景気対策が下支え要因となっている。本格回復には雇用の加速が不可欠であるが、5月雇用が失速するなど雇用改善の動きは鈍く、当面は緩やかな回復に留まろう。なお、日本の震災による供給面の制約に

より自動車販売が減速しており足元の伸びは鈍化しよう。

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いる。今後、天候の影響は緩和されようが、上記の二面性が持続し、設備投資全体の伸びも抑制されよう。また、投資減税による政策的な効果により、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。失業率の高止まりを背景とした差し押さえが市場を圧迫しており、住宅価格も底割れの動きを見せるなど、住宅市場が本格的な回復に向うのはしばらく先のことと思われる。

以上の状況から、2011年の成長率は2.4%、2012年は2.8%を見込んだ。2010年の2.9%からはやや低下する。個人消費、設備投資は緩やかながら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、外部のリスク要因としては、引き続き中東情勢、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等が注目される。また米国内に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おり、米経済は様々な課題を抱えながら緩やかなペースで成長していこう。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012年			
		(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)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.9	2.4	2.8	3.7	1.7	2.6	3.1	1.8	2.0	2.8	3.1	2.7	2.9	3.0	3.1
個人消費	〃、%	1.7	2.5	2.6	1.9	2.2	2.4	4.0	2.2	1.6	2.6	2.8	2.4	2.7	2.8	3.0
設備投資	〃、%	5.7	7.4	7.8	7.8	17.2	10.0	7.7	3.4	4.5	9.8	12.7	5.2	4.8	8.7	10.0
住宅投資	〃、%	▲3.0	▲1.6	7.2	▲12.3	25.7	▲27.3	3.3	▲3.3	1.7	4.9	5.7	7.8	8.0	9.7	11.7
在庫投資	寄与度	1.4	▲0.1	▲0.1	2.6	0.8	1.6	▲3.4	1.2	▲0.3	0.0	0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.1
純輸出	寄与度	▲0.5	0.2	0.0	▲0.3	▲3.5	▲1.7	3.3	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	0.0	0.2	0.2	0.0
消費者物価	前期比年率、%	1.6	2.9	1.9	1.3	▲0.5	1.4	2.6	5.2	3.4	1.8	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2
失業率	平均、%	9.6	8.8	8.3	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	9.0	8.8	8.6	8.5	8.4	8.2	8.1
FFレート誘導目標	期末上限金利、%	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、%	3.2	3.3	3.9	3.7	3.5	2.8	2.8	3.4	3.2	3.2	3.4	3.6	3.8	4.0	4.2

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

(悪化を見せる経済指標)

● 1-3月期成長率の急低下に続く主要指標の悪化が、先行き不透明感を強める

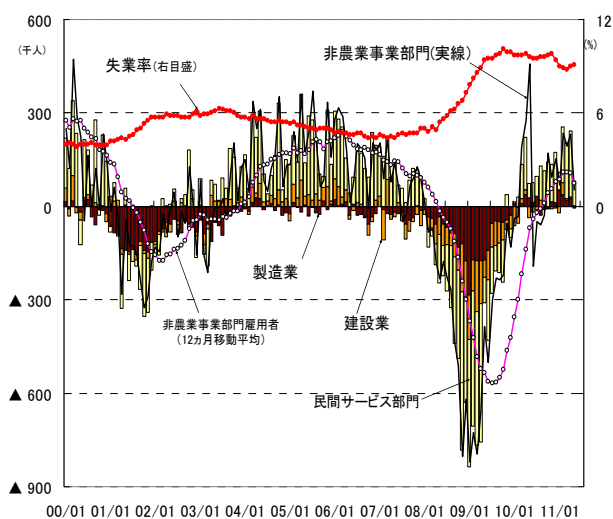
1-3月期のGDPは前期比年率1.8%と10-12月期の同3.1%から低下した。その後、4-6月期に入ってから景気指標は更なる減速を示すものが相次ぎ、米経済のソフトパッチ(軟弱局面)入りを裏付けるものとなった。(注:1-3月期GDP改定値については「[5/27付経済・金融フラッシュ](#)」を参照下さい)

中でも、雇用の減速の影響は大きい。5月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比5.4万人と市場予想(15万人)を大きく下回った。直近3ヵ月の増加平均同22.0万人との比較ではさらに落ち込みが大きい。政府部門を除く民間雇用も同8.3万人増と直近3ヵ月の増加平均24.4万

人から大きく減少した。また、失業率は9.1%と連月の上昇となった。リセッション入り前の2007年11月は4.7%だったが、2009年10月には10.1%と1983年6月(10.1%)以来26年ぶりの高水準に上昇、その後、3月には8.8%と2年ぶりの低水準に低下していた(図表2)。

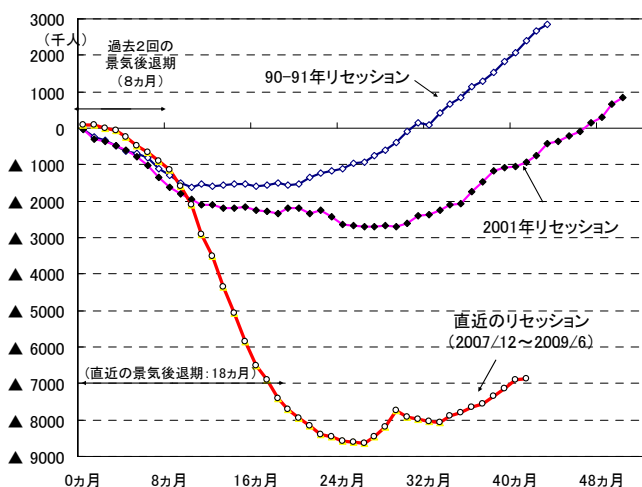
リセッション入り後の雇用減少規模が860万人超と前回リセッション時(270万人)の3倍に昇るなど、今回リセッションによる雇用への影響は極めて大きかったのに対し、未だに180万人の雇用が回復したに過ぎない。雇用の大幅減少は個人所得に影響を及ぼし、所得面の支えを失った個人消費は、2009年の年間実質個人消費が▲1.2%と2年連続のマイナス成長を記録した。2010年は前年比1.7%の伸びに留まり、2011年1-3月期も前期比年率2.2%と回復力に乏しい(図表3)。

(図表2) 非農業事業部門の雇用者増減(前月比)



(資料) 米労働省

(図表3) リセッション入り後の累積雇用減

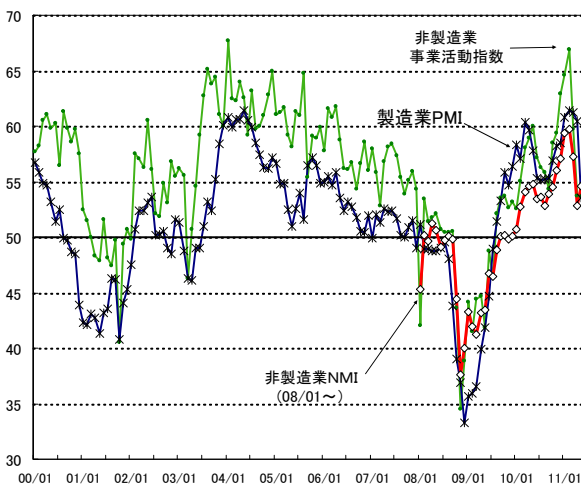


(資料) 米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

● ISM製造業指数は27年ぶりの大幅下落に

企業サイドの景況感の急低下も気掛かりである。企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)指数は、5月製造業指数(PMI)が53.5と前月(60.4)から▲6.9ポイント下落、市場予想(57.1)を大きく下回り、5ヵ月ぶりの60台割れとなった。5月の水準は昨年ギリシャ・ショック後の景気減速期を下回って2009年9月以来の低水準となり、下落幅では1984年1月(▲9.4)以来27年ぶりの大きさとなった。前月までは4ヵ月連続で60台を維持、2月には61.4と6年半ぶりとなる高水準をつけており、一転、冷え込みを見せた形となった。PMIの構成5指数(受注、生産、雇用、入荷遅延、在庫)では、新規受注が51.0、前月比▲10.7ポイントと大幅な下

(図表4) ISM指数の推移(月別)



(資料) Institute for Supply Management

落、2009年6月(48.9)以来の低水準となったのが特徴的である。

また、非製造業指数(NMI)は4月に大幅な下落(3月57.3→4月52.8)を見せた。NMIを構成する主要指数(事業活動、新規受注、雇用、入荷遅延)では、新規受注指数が▲11.4ポイントの急落、事業活動指数も▲6.0ポイントと大きく下落した。新規受注指数の下げ幅は1997年の統計開始以来の大幅だった。その後、5月の非製造業指数は54.6と前月比1.8ポイントの回復を見せた。受注の急落は5月の製造業指数の特徴でもあり、製造業指数が後追いした形となった。

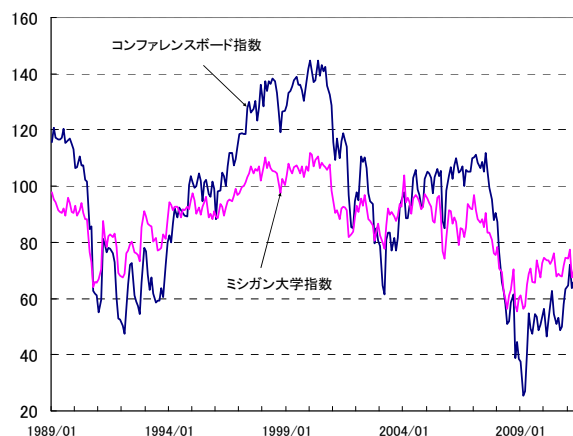
なお、PMIは、金融危機後の2008年12月に33.3と近年の最低水準を記録した後、2009年8月には製造業の拡大・縮小の分かれ目となる50を回復、今回は急落したものの50台を維持しており、50越えは22ヵ月連続となっている。NMIも急低下したが50台を維持しており、今の所は底堅さを保っている。(注：ISM指数の詳細は「6/2付経済・金融フラッシュ」を参照下さい)

●消費者マインドの回復鈍く、リーマン・ショック前には遠く及ばず

5月コンファレンスボードの消費者信頼感指数は60.8(4月66.0)と前月を▲5.2ポイント下回り、昨年11月以来の低水準となった。一方、5月ミシガン大学消費者マインド指数は、74.3と上昇して2月(77.5)以来の水準を回復、コンファレンスボード指数とは対照的な動きとなった。

リセッション入り前の2007年7月を見ると、コンファレンスボード指数は111.9、ミシガン大学指数は90.4と高水準にあったが、リーマン・ショック後の雇用の冷え込みで一段の低下を見せ、ここをボトムに回復に転じている。ギリシャ・ショック後には一時低下したが、リーマン・ショック後の落ち込みに較べると小幅であり、今年2月にはコンファレンスボード指数は72.0、ミシガン大学指数は77.5までの回復を見せていた。消費者マインドを低下させた主因とも言える近年の住宅価格下落や高失業率は回復の動きが鈍いため、消費者マインドに対しては依然抑制的に作用しているものと思われる、リーマン・ショック前の水準とは大きく乖離した状況が続いている。

(図表5) 消費者マインドの動向



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

(山積する外部リスク要因)

● 欧州財務問題、中東情勢には注目

米国経済では、リセッションからの回復過程において多くの抑制要因を抱えているが、そうした病み上がりの経済にとっては、昨年のギリシャ・ショックのような外的要因が当初の想定以上のダメージを与えた。ギリシャ・ショックはその後の欧州財政問題へと広がりを見せており、なお国際金融情勢の波乱要因となっている。

こうした中、次なる波乱要因として浮上し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

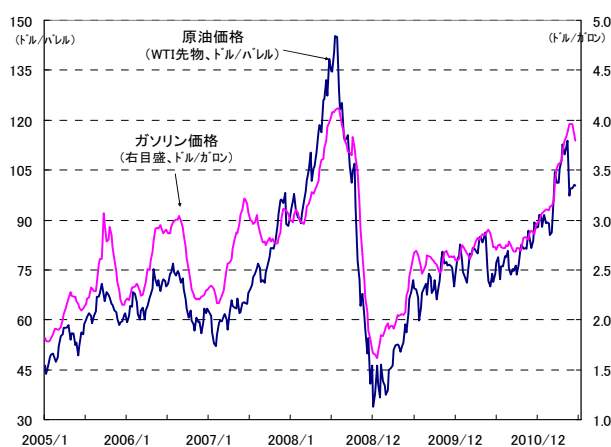
出荷の停滞が伝えられると、欧州の原油価格の目安となる北海ブレントは一時 126 ドル/バレル、世界的な指標である WTI 期近物も 112 ドル台へと急騰を見せた。その後、高騰した国際商品の下落に伴い原油価格も一服の動きを見せているが、今後も中東諸国の混乱等が警戒されよう。

米国経済にとって、ガソリン価格に直結する原油価格上昇は、実質ベースの消費を抑制するマイナス要因となる。また、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株価等の波乱要因ともなる。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、米国の株価急落をもたらした先例もあり、市場では欧州財政問題と並び、警戒感の強い状況が続いている。

なお、3月の日本の震災によるサプライチェーンへの影響も新たな外部リスクとして警戒され、最近のISM指数や雇用減速の要因ともされている。オバマ大統領は雇用減速の背景に震災の影響を挙げていたが、5月の自動車販売が日本車を中心に減少しており、こうした状況が続くと消費を通じて成長率抑制に繋がる可能性がある。

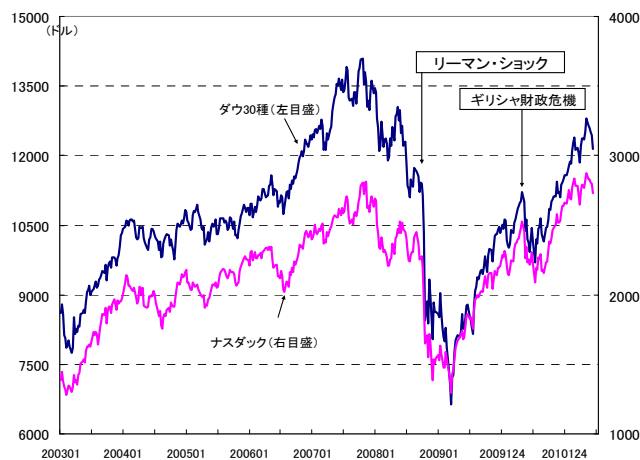
そのほか、新興国リスクも警戒されよう。特に、中国経済は住宅バブルやインフレ懸念、元レート等の問題を抱えており、折りに触れて米国の金融市場に影響を及ぼすなど先行きの動向が注目される。米国経済が内部に脆弱な側面を抱えている間、輸出等海外経済に依存する面は大きく、外部リスク要因には充分留意したい。

(図表6) 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7) 株価の動向(週別)



(金融政策の動向と見通し)

● FRBはQE 2の予定通り6月打切りを表明～終了後も量的緩和規模を維持

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押し上げる。ECB(欧州中央銀行)は、すでに利上げを実施しているが、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にはならない。このため、為替市場では、ドル・ユーロ間の金利差拡大によるユーロの対ドルレート上昇の動きが出ている。

2008年の原油価格急騰時には、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）を記録したが、直後の金融危機により急速に値を下げた。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たがFRBは利下げを見送ったに過ぎず、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。

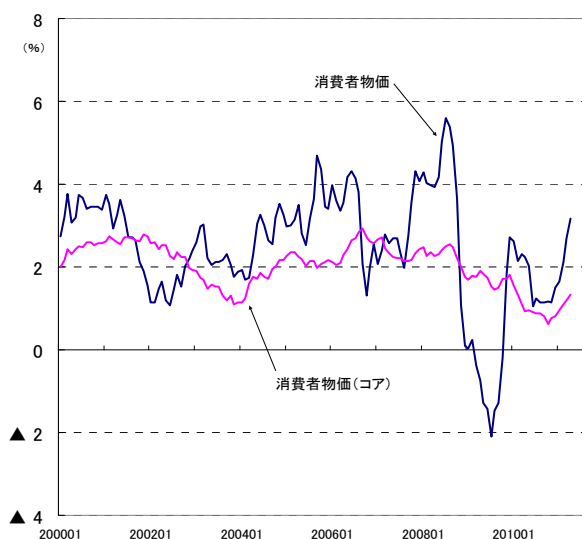
最近の物価の動きを見ると、消費者物価の急上昇にもかかわらず、コア物価は前年比で2%を下回る推移を続けており2008年の状況を大きく下回って推移している。コア物価は賃金上昇率との連動性も強く、賃金の伸びが低下傾向の動きを見せる間は、物価への影響も限定的と思われる。

FRBは、4月27・28日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、成長見通しをやや下方修正しながらも景気回復は持続しているとし、インフレ見通しを上方修正したが、商品価格や原油価格の上昇は一時的とし、長期的なインフレ期待と基調としてのインフレ指標は抑制されているとした。また、FOMC終了後の記者会見で、バーナンキ議長は、QE2終了後も保有証券（MBSを含む）の償還金の再投資を継続、緩和的な量的規模が維持されるとの見方を表明し、直ぐに引き締め的な出口戦略へ移行する可能性は縮小している。

FOMCの声明文では「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。原油の高騰が景気に抑制要因として作用し、景気減速が鮮明化してきたこと等を勘案すると、当面の利上げの可能性は一層低下するとともに、QE3についての観測さえ浮上する状況となりつつある。

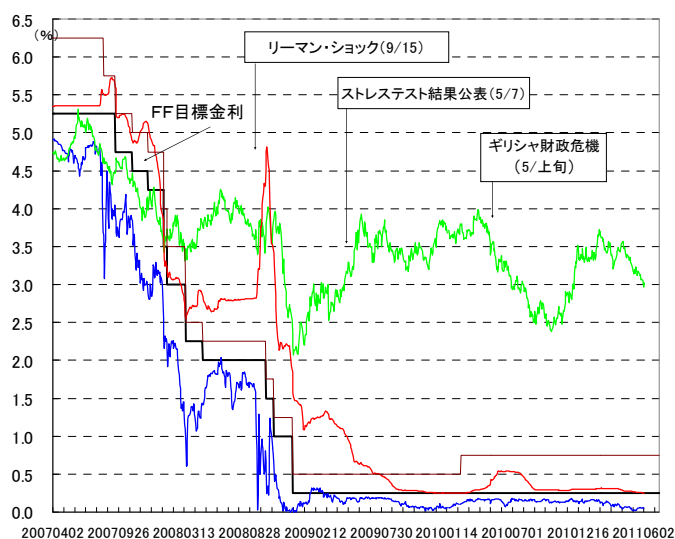
なお、昨年QE2が実施された時にはデフレの進行により、米景気の後退懸念が強まっていたことを考慮すると、今後、QE3を実施するには再びリセッションへの可能性を強めるほど米経済に悪化の兆しが生じる必要がある。FRBは下半期の米経済持ち直しを見込んでおり、そうしたシナリオが崩れない限り、QE3に踏み切る可能性は低いと思われる。

（図表8）消費者物価の推移（前年同月比、%）



（資料）米労働省

（図表9）FF目標金利と市場金利の推移



（資料）FRB、他

2、 需要項目別のポイント・見通し

(需要項目別の回復度)

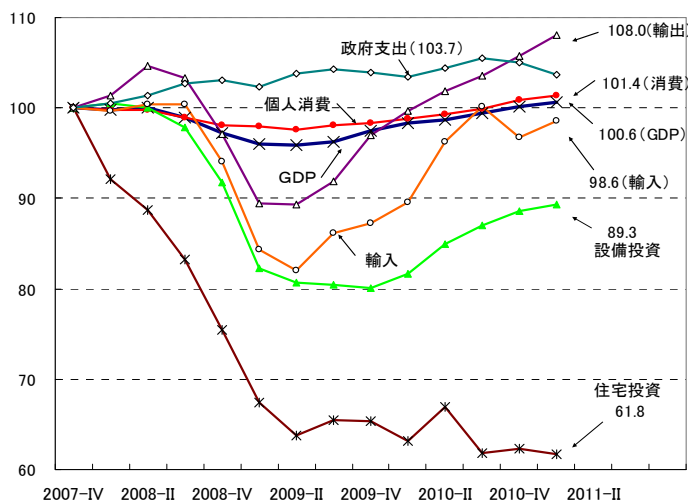
(1) 実質 GDP 回復には、政府支出と輸出が貢献

金融危機後の米成長率は、2008年10-12月期に▲6.8%（前期比年率：以下も同じ）と大幅な下落を見せた後、2009年6月にリセッションを脱出、その後10-12月期に同5.0%、翌1-3月期は同3.7%の高成長を見せたが、2010年はギリシャ・ショックにより、年央の成長率を低めた(表紙、図表1参照)。

図表10では、実質GDPと主要な需要項目の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。大型の景気対策による政府支出が成長を支え、2010年以降は輸出の牽引が目立つ。直近期は個人消費が浮上、GDPも100.6とリセッション前の状態を漸く回復した。

半面、落ち込みが大きいのが住宅投資であり、依然、底打ちしたとは言えない状況が続いている。設備投資も最近の急回復にもかかわらず89.3に留まるなど回復が遅れており、投資減税など政策的なてこ入れによる効果が期待されている。

(図表10) リセッション後の実質GDP需要項目別推移

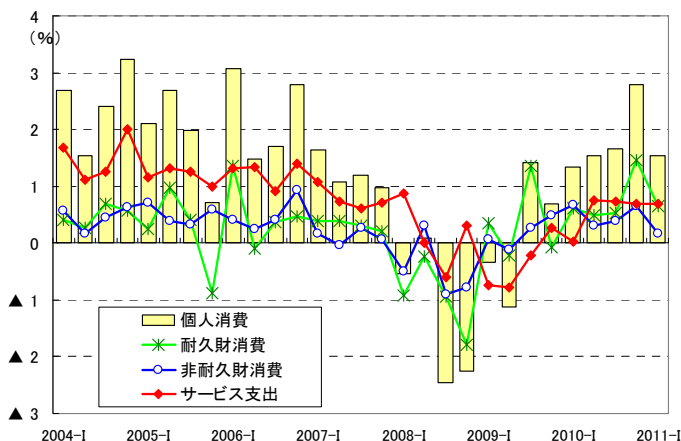


(資料) 商務省、(注) 2007/4Q=100

(2) 個人消費の動向と見通し

今回のリセッションで個人消費へのダメージが大きかったのは、持続的な住宅価格の下落が、逆資産効果をもたらして家計消費を抑制するとともに、資産の目減りの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からだ。住宅価格はなお軟調な推移を見せており、依然、こうした消費への抑制要因が続いている。さらに、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の3倍に昇るなど、雇用の大幅減少により所得面での支えを失った個人消費

(図表11) 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

は2年連続のマイナスを記録した。上記の(図表10)では、個人消費の落ち込みは小さく見えるが、個人消費が年間でマイナス成長(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。

個人消費は、耐久財消費を中心に昨年 10-12 月期に 4.0%（前期比年率：以下も同じ）と伸び率を高めてリセッション前の水準を回復したが、1-3 月期には 2.2%と伸びを縮めた。現下の回復には、オバマ政権の景気対策や、FRB の国債買い入れの再開（QE 2）など、幅広い景気対策の実施によるところが大きく、政策的なテコ入れ策が株価や消費者マインドの持ち直しにつながった。

こうした消費回復を持続させるには一層の雇用者増が重要であるが、5 月雇用者増は期待はずれの展開を見せた。また、前記のように 5 月の自動車販売が日本車を中心に減少しており、消費の成長を減じ GDP を抑制する可能性が出ている。個人消費を取り巻く環境には、上記の住宅等の資産価格の目減りや雇用回復の遅れに加え、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、多くの抑制要因が残されている。半面、社会保険料の引下げ等による景気テコ入れ策が下支え要因となっており、個人消費が大きく崩れる状況にはないものの、回復に向けては所得面での一層の回復を始め上記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、2011 年は 2.5%、2012 年は 2.6%への緩やかな回復を見込んだ。

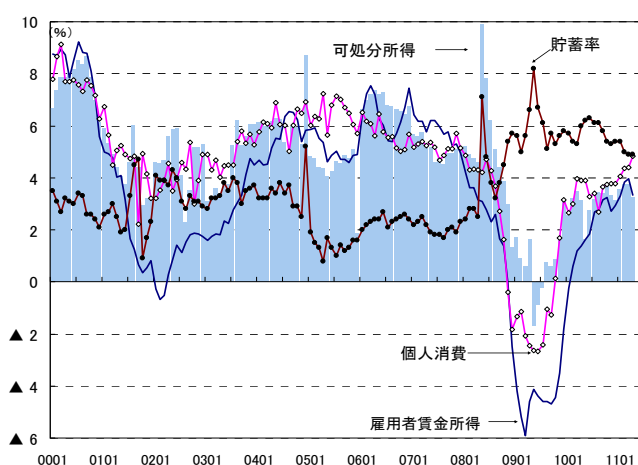
（最近の個人所得の状況）

●エネルギー価格の上昇で実質個人所得の伸びが低下

4 月の個人所得（以下、断りのないものは名目）は前月比 0.4%（3 月は同 0.4%）となった。内訳では、賃金所得が同 0.4%、事業者所得は同 0.4%となった。その他の所得では、利息・配当収入が前月比 0.3%（3 月同 ▲0.1%）と伸びを高めたが、家賃収入等は同 0.9%（3 月同 2.6%）、移転所得は同 0.2%（3 月同 0.9%）と伸びを縮めた。半面、税支払い額は前月比 0.8%の増加、結局、可処分所得は前月比 0.3%と安定的な伸びを保った。

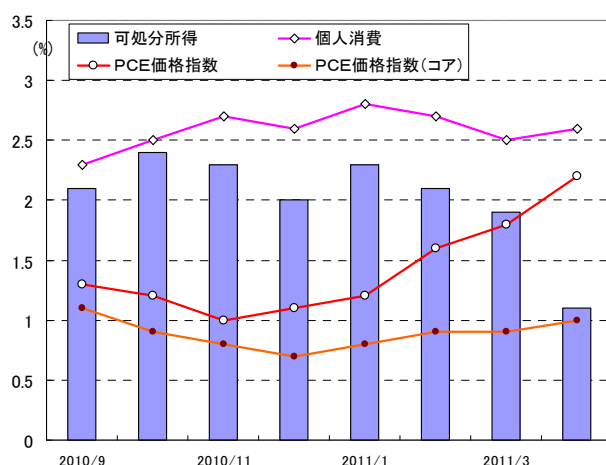
一方、4 月個人消費は前月比 0.4%（3 月は同 0.5%）となった。内訳では耐久財が同 0.3%、非耐久財が同 0.8%、サービス消費が同 0.2%となった。4 月は、所得・消費とも安定的な推移を見せたが、5 月の自動車販売減の影響が気懸かりである。

（図表 12）個人消費と所得の推移（前年同月比、%）



（資料）米商務省

（図表 13）実質消費と所得の推移（前年同月比、%）



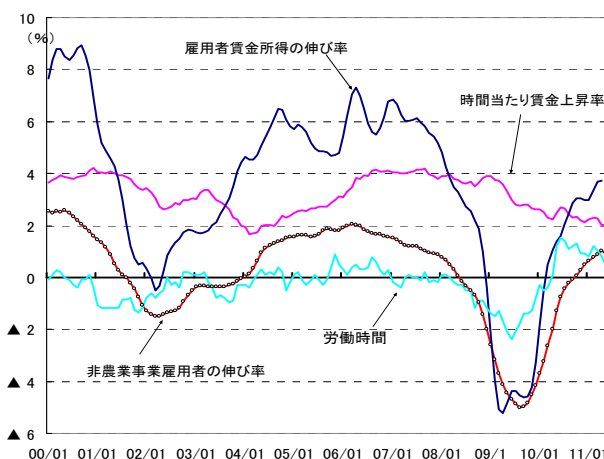
（資料）米商務省

前年同月比では、4月賃金所得は同3.3%（3月同4.0%）、可処分所得は同3.3%（3月同3.7%）と伸びを低下した。一方、4月個人消費は同4.8%（3月は同4.4%）と上伸、2008年1月以来の高い伸びとなった。

もっとも、最近の原油価格高騰により、個人消費の価格指数は昨年11月の前年比1.0%以降、毎月上昇、4月の前年比は2.2%（3月は同1.8%）となった。このため、実質ベースでの可処分所得は同1.1%と1月2.3%から半減、個人消費では同2.6%と昨年10月以降の2.5～2.8%のレンジの伸びを続けている。実質ベースで見た両者のバランスでは、個人消費の伸びがほぼ横ばいに推移する中、所得が伸び悩み、名目ベースの動きとは異なる状況となっている（図表13）。

一方、雇用面の動きを見ると、5月の民間平均労働時間は34.4時間/週と前月から横ばい、前年比では+0.3%の増加と半年振りの低率に留まった。時間当たり平均賃金は22.98ドル（前月22.92ドル）と前年比+2.1%の増加、非農業事業部門の雇用者では前年比+0.7%と4ヵ月振りの低率に留まった。4月の雇用者賃金所得は、前年比+3.3%と3月の+4.0%から伸びを縮めているが、5月賃金所得も雇用時間等の伸びの鈍化により伸び悩みそうだ（図表14）。

（図表14）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

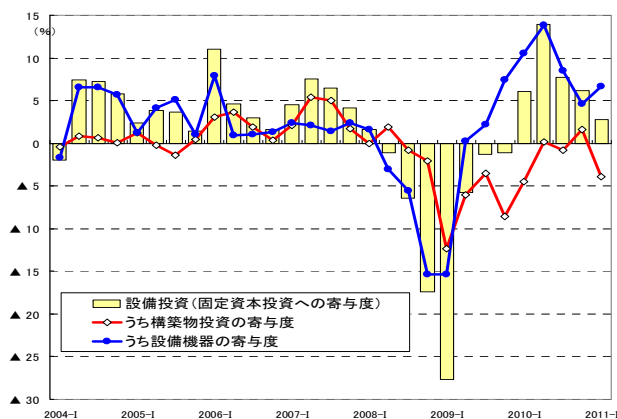
（3）設備投資は投資減税に期待

金融危機後の2009年に前年比▲17.1%の落ち込みを見せた設備投資は、2010年は同5.7%とプラスに転じたが、本年1-3月期は前期比年率3.4%と3四半期連続で伸びを縮めた。1-3月期の設備投資の内訳を見ると、設備機器投資が同11.6%（前期は同7.7%）と二桁の伸びとなる一方、構築物投資が同▲16.8%（前期は同7.6%）と急低下したことが大きい（図表15）。

構築物投資では、前10-12月期に発電・通信投資が一時的に急増しプラスに転じたが、1-3月期は鉱業以外の構築物投資が軒並み二桁のマイナスとなり、昨年7-9月期と同様の状況にもどった感がある。特に商業用不動産等では不振が長引くと見られており、当面、設備機器投資の回復と構築物投資の冷え込みといった対照的な動きが持続し、設備投資全体の伸びは抑制されたものとなろう。なお、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、年後半の景気牽引役が期待されよう。年間の設備投資は、2011年は7.4%、2012年は7.8%を見込んだ。

（図表15）設備投資の内訳

～明暗を分ける構築物投資と設備機器投資



（資料）商務省、四半期、実質前期比年率、寄与度

(4) 遅れる住宅市場の回復

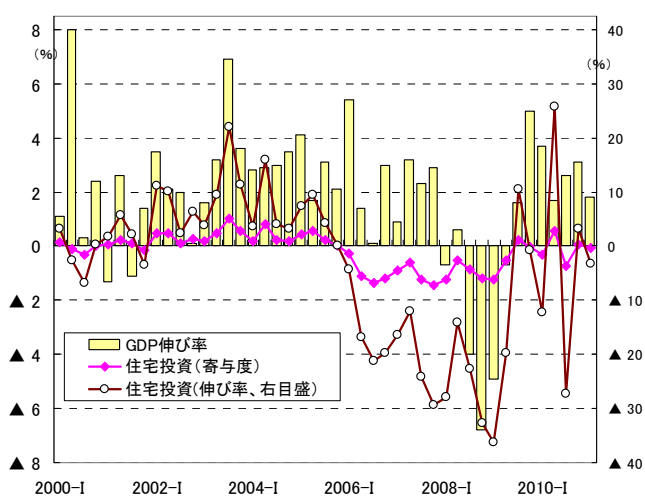
住宅投資の減少は2006年に始まり、2009年4-6月期まで3年半に及んだ。しかし、その後も、一進一退の動きを続け、結局、図表10のように底這い圏での動きを続け、回復への動きが見られない状況にある(図表16)。

住宅市場では、低水準の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いる。特に、政府の減税策が昨年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。

また、住宅価格も1-3月期ケース・シラー全米指数が3四半期連続の前期比マイナス、FHFA指数では16四半期連続のマイナスとなるなど、底が見えない状況にある。月別の指標も一旦つけたボトムをさらに下回るなど、先行きの住宅価格低下への見方を強めた。住宅価格の底割れで、貸出し基準の一段の強化や、買い手が様子見を強める事なども予想され、そうした動きが住宅市場の回復を一層遅らせることが懸念される。(注:住宅販売は「5/25付経済・金融フラッシュ」を、住宅価格は「6/1付経済・金融フラッシュ」を参照下さい)

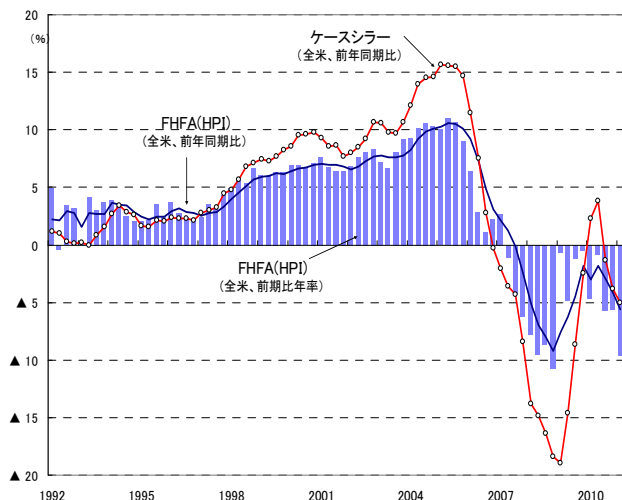
差し押さえ物件の増加や高水準の在庫が住宅市場を圧迫する構図が変化するには、失業率等、雇用状況の改善等が前提となるため、米経済が再び鈍化を見せる中では住宅市場の立ち直りはさらに先送りされそうである。年間の住宅投資は、2011年は▲1.6%、2012年は7.2%と見込まれる。

(図表16) 住宅投資の実質 GDP への寄与度推移



(資料) 商務省、四半期、実質、前期比年率

(図表17) 全米住宅価格指数の推移 (四半期別)



(資料) S&P社、FHFA

(5) 在庫水準は緩やかな減少へ

実質 GDP の在庫投資は、過去最大の減少となった2009年4-6月期の在庫減(年率▲1618億ドル)以降減少幅を縮小、2010年1-3月期には2年ぶりの増加に転じその後も増加を維持している。

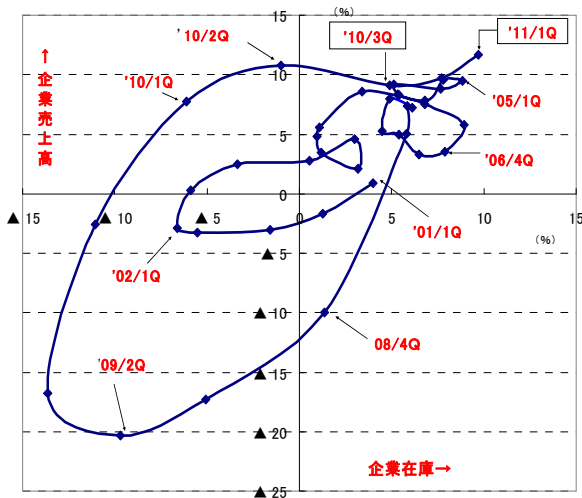
在庫の寄与度を見ると、2009年7-9月期以降、プラスが続いていたが、昨年10-12月期は寄与度も▲3.42%と大幅なマイナスに転じ、1-3月期は1.19%のプラスとなった。企業が景気に慎重であることを考えると、当面、積極的な在庫の積み増しとはならないだろう。

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、在庫が前年同期比で▲15%前後のマイナスを記録、前回2001年リセッション時に▲7%程度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、在庫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18)。

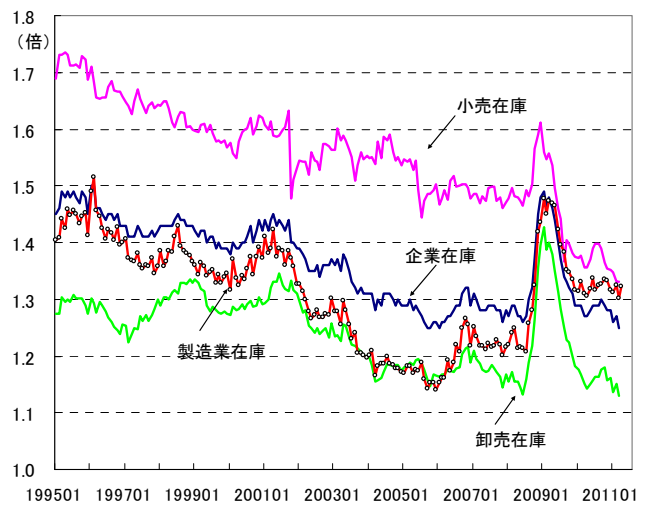
また、業種別の在庫水準では、製造業を除き、小売・卸売業では、リセッション突入以前の水準を下回るところまで調整が進行、特に、小売業では、リセッション前の水準を大きく下回っている。当面、こうした動きが続くと見込まれる(図表19)。

(図表18) 在庫循環(前年同期比、%)



(資料) 商務省、四半期、

(図表19) 業種別の在庫/売上高の推移(月別)



(資料) 商務省

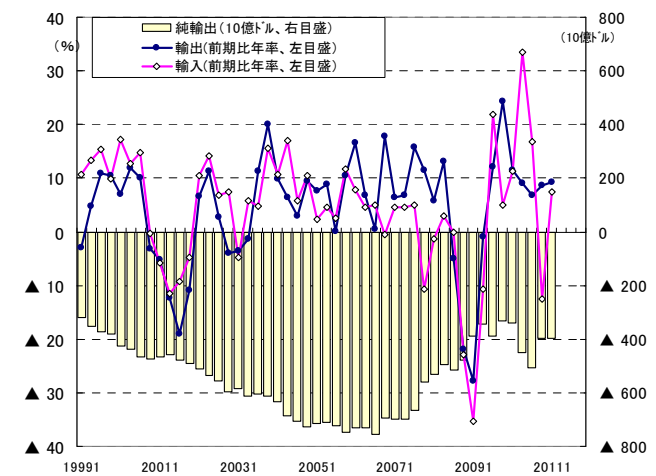
(6) 実質純輸出は、輸出の伸びを映じ横ばいの動きに

GDPに於ける実質輸出入の伸びをみると、金融危機時に大きく落ち込んだ後、一旦、急回復を見せ、1-3月期の実質輸出入の伸びは前期比年率で輸出が9.2%、輸入が7.5%となった。昨年は輸入増と連動するように在庫増が急拡大し、その調整により10-12月期の輸入が減少、その後原油価格上昇が影響するなど、輸入の振れが大きかった。

一方、輸出の伸びは比較的安定的である。前期比年率で10%前後の輸出の伸びは、金融危機以前から続いており、2007年以降は輸出の伸びが概ね輸入の伸びを上回っていた。このため、純輸出の赤字額も2006年をピークに減少、一時は半減するところまで縮小した。

2007年以降の輸入の伸び率低下は、米国の住宅バブルがはじけて、消費が伸び悩みを見せ始

(図表20) 純輸出額と輸出入の伸び率推移



(資料) 商務省、四半期、実質

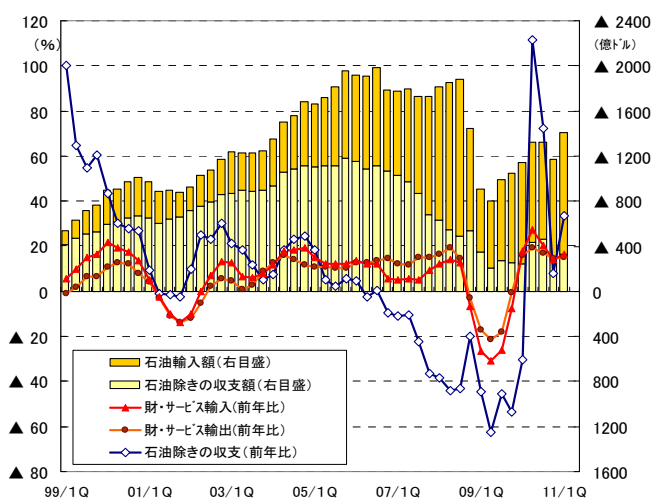
めた時期に一致する。この時期、家計部門は資金不足から余剰へと転換を見せた。一方、輸出の伸長には新興国が台頭してきたことが大きい。加えて、米国が金融緩和策を推進する中でドル安が進行、輸出競争力を高めたことも大きい。金融緩和策の維持が見込まれることから、こうした構図が当面続きそうであり、年間の純輸出は寄与度で横ばい的な動きを見込んだ。

なお、名目ベースの国際収支では、石油輸入が財ベース赤字額の過半を占める状況となっている。3月の原油輸入価格は93.76ドル/バレルと前年比26%の上昇となり、財輸入が急伸（前年比19%）するなど、原油価格に振られる状況となっている（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(7月の日別の最高値は147.27ドル:WTI期近物)まで急騰した)。

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、高水準で一進一退の状況にある。消費財の輸入が多いことから、米消費の回復度合いにも左右されよう。また、原油価格の上昇により対OPECの赤字が増加している。

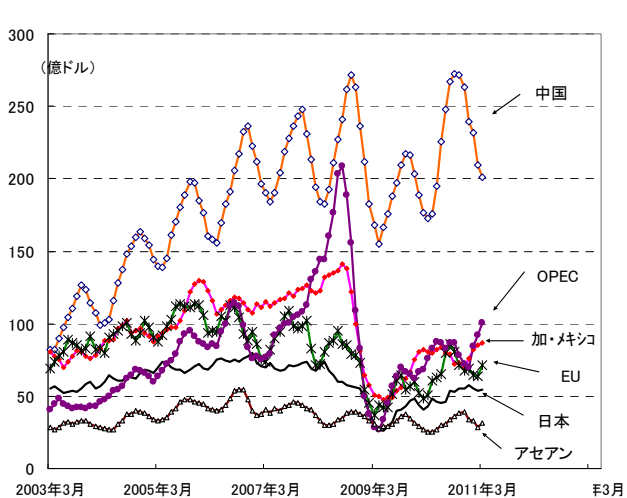
オバマ大統領は輸出倍増計画とクリーン・エネルギー支援策等の推進に意欲を見せており、対外交渉による不均衡改善に努めるとしているが、元レート上昇は緩慢であり、原油依存体質の変化には時間を要するため、貿易赤字の縮小は時間をかけて変化していくものと思われる。

(図表 21) 国際収支の推移(四半期、前年比)



(資料) 商務省、国際収支ベース

(図表 22) 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。