

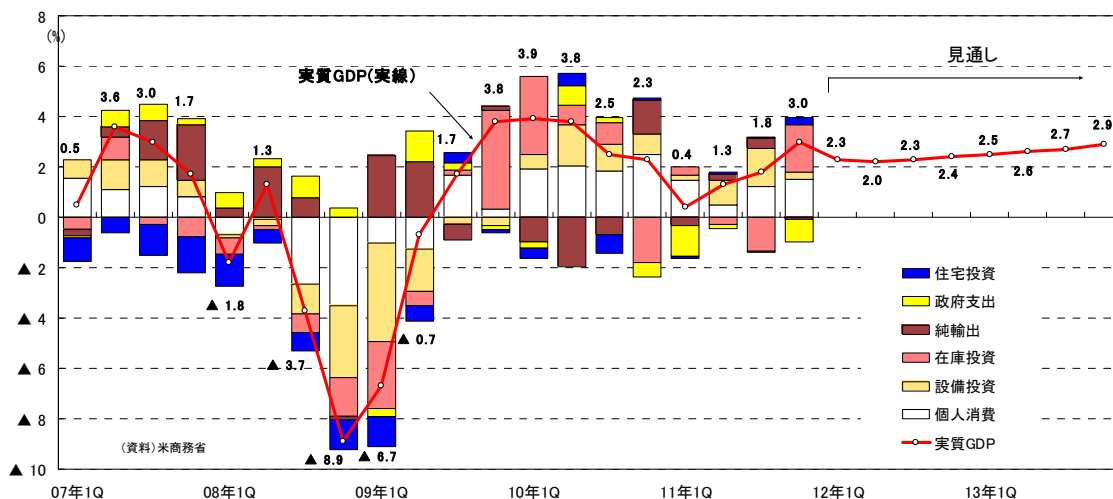
Weekly  
エコノミスト・  
レター米国経済見通し～消費面への抑制  
要因多く、緩やかな成長が持続

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. 昨年 10-12 月期は、クリスマスセールが好調に推移、成長率も年率 3%と回復、堅調に見える米景気であるが、依然、低迷する住宅市場や高止まりの失業率が個人消費等に抑制的に作用するなど、本格回復には遠い状況と言える。
2. 先行きには下振れ要因も多い。米国内では上記の抑制要因に加え、大統領選挙を控えた党派間の対立激化により年末に期限を迎える税制・財政問題の取り扱いの目途が立たない。海外では欧州財政危機やイラン経済制裁に関連した原油価格上昇が懸念される。
3. 財政面の支援が限定されるなか金融政策への依存は強い。FRBは、昨年 8 月以降相次いで追加緩和策を実施、1 月 FOMC でも緩和策を強化した。そうした中で新たな取り組みとして「不胎化 QE」の検討が報道されている。直ぐに実施される状況にはないにしても、FRB が多様な手段を有していることは、市場を安心させ、金融緩和策の浸透に効果を発揮しよう。
4. 今後も消費に抑制的な要因が続き、景気回復は力強さに欠けるが、政策的な下支えもあって緩やかな成長が続こう。2012 年の成長率は 2.3%、2013 年は 2.5%と見込まれる。

(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

## ● 経済指標に改善見られるも、脆弱な側面は残存

昨年 10-12 月期は、クリスマスセールが好調に推移し、成長率が 6 四半期ぶりに年率 3% 台乗せとなった。年明け後も雇用者増が堅調に推移するなど、米景気は次第に足取りを強めているように見える。しかし、3% 台の成長率も過半は在庫の寄与（年率 1.9%）によるものであり、個人消費の寄与度（同 1.5%）上昇もその過半は自動車支出（同 0.8%）による。自動車支出を除けば、個人消費の回復力は脆弱と言えよう。結局のところ、米景気は改善に向いつつあるものの、8% 台の「高止まりの失業率」と「冷え込んだ住宅市場」が、依然として大きな課題となっている。

米経済は 2009 年までのリセッションの影響により 860 万人を超える雇用と住宅資産の 3 割強を失った。その後の雇用者増は 300 万人を超える回復を見せているものの、失われた半分にも届いていない。住宅価格に至っては未だに底値を模索するなど低迷を続ける。こうした状況は、特に**個人消費**に抑制的に作用する。雇用回復の遅れは個人所得の伸びを低めて消費に影響を及ぼし、落ち込んだ住宅価格は資産効果や住宅ローンを抱えた家計のバランスシート調整を通じて個人消費を抑制する。GDP の 7 割を占める個人消費が伸び悩むのであれば、高成長は望めない。

**設備投資**は、10-12 月期に年率 2.8% と 7-9 月期 15.7% から急低下、特に構築物投資は同 ▲2.6%（前期は 14.4%）と 3 四半期ぶりにマイナスに落ち込んだ。企業のセンチメントを示す I S M 指数では、製造業指数が伸び悩んでいるものの、製造業、非製造業とも拡大基調は維持している。ただし、設備稼働率は長期的な過去の平均値を下回っており、当面は、リセッション中に見送られた更新投資を中心とした回復が進行しよう。企業収益の改善や金融緩和の進展等、設備投資環境の改善を背景に安定した伸びが見込まれる。

**住宅投資**の改善には時間がかかりそうだ。実質住宅投資の伸び率は、リセッション後も増減を交互に繰り返すなど、一進一退の状態にある。10-12 月期は年率 11.5% と二桁の伸びを見せたものの、長期にわたる減少で GDP の構成比は 2.5% にまで縮小し、寄与度は 0.25% に留まる。もっとも、住宅市場の個人消費への影響は大きい。住宅資産の減少が、資産効果やバランスシート調整を通じて個人消費に影響するだけでなく、住宅関連消費の回復を遅らせている。すでに、2006 年以降、長期に渡る不振が続いていることから回復期待は強く、2 月ページブックで報告されたように足元での改善の動きが注目される。長らく景気の足かせとされた住宅市場が回復の動きを強めるのであれば、景気全体への影響は大きい。

## ● 先行きには抑制要因多い米国経済～原油価格も警戒水域入り

先行きを見ると今後の成長を抑制しかねない懸念材料は少なくない。2 月に期限の給与税減税は年末まで延長されたが、11 月に大統領・議会選挙を控え、選挙を前にした二大政党の対立は激化している。選挙後には昨夏に金融市場を混乱させた政府債務上限問題が控え、年末にはブッシュ減税の期限を迎え、新年には財政統制法により歳出の自動的削減が開始されるが、こうした減税や赤字削減策がどのように取り扱われるのか全く目途が立っていない。バーナンキ議長は 2 月の議会証言で「財政問題の取り扱いに議会が明白な方針を示さなければ、間違いなく消費支出に影響する」と警鐘を鳴らした。選挙時の争点としても注目されるが、ぎりぎりまで混乱が続く

のであれば、昨年の債務上限引上げ時の金融市場の大混乱を再来しかねず、景気面への影響も大きい。

海外要因では、ギリシャ問題をはじめとする欧州財政問題の行方が注目される。今後の課題はセーフティネットの構築となろうが、それで財政問題が解決するわけではなく、各国の長期的な財政改善への取り組みが必要とされる。だが、長期に渡り緊縮財政が実施されれば、すでにリセッションに入りつつある欧州経済には負担が大きく、米経済への影響も小さくない。また、中国をはじめとする新興国の成長にも陰りが窺える。リセッション後の米国の成長は、後述のように輸出と政府支出に支えられてきたが、輸出と政府支出は頼れる存在ではなくなりつつある。

原油価格の上昇も気懸かりである。1バレル=100ドル(WTI)を回復した原油価格はその後もジリジリと上昇、110ドルを窺う動きを見せている。原油価格は、昨年も新年入りとともに上昇を早めた。中東民主化の動きが上昇を招いたが、今年はイランへの経済制裁問題が警戒される。状況次第では一時的な急騰も警戒されよう。加えて世界的な金融緩和が続いているため、原油市場に資金が流入し易い事情もある。すでにガソリン価格は昨年12月から17%上昇した。更なる上昇となれば家計負担を増やしその他の消費の抑制に繋がろう。

### ● 本格回復には遠い米国経済～2012年は2.3%、2013年は2.5%と低めの成長を見込む

財政支援が難しい中で金融政策への期待は依然として強い。バーナンキ議長は、景気低迷が長引く主要因として、景気後退が深刻で世界的規模であったことと、住宅市場の落ち込みが深く金融危機と繋がっていたことを挙げている。景気回復には長期的な取り組みが必要と判断したFRBは、昨年8月に向こう2年間のゼロ金利政策維持を表明したのに続き、9月以降はツイストオペレーションによる長期国債の買入れを実施した。また、1月FOMCではゼロ金利政策維持をさらに1年余延長することを表明した。インフレ安定とともに雇用の最大化を政策目標とするFRBにとっては、景気の加速により高止まりする失業率の改善を図る狙いがある。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013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)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.0	1.7	2.3	2.5	0.4	1.3	1.8	3.0	2.3	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9
個人消費	"、%	2.0	2.2	1.9	2.1	2.1	0.7	1.7	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.4
設備投資	"、%	4.4	8.7	6.2	6.6	2.1	10.3	15.7	2.8	3.8	5.5	6.0	6.7	6.6	6.6	7.3	6.8
住宅投資	"、%	▲4.3	▲1.4	5.3	6.3	▲2.4	4.2	1.2	11.5	4.1	4.6	3.6	7.0	6.5	7.0	5.9	9.4
在庫投資	寄与度	1.6	▲0.2	0.0	▲0.0	0.3	▲0.3	▲1.4	1.9	▲0.3	▲0.2	0.1	0.0	0.0	▲0.1	▲0.1	0.1
純輸出	寄与度	▲0.5	0.1	▲0.0	0.1	▲0.3	0.2	0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.6	3.1	2.1	1.8	4.5	4.4	3.1	1.3	2.3	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
失業率	平均、%	9.6	9.0	8.2	7.9	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.2	8.1	8.0	8.0	7.9	7.8
FFレト誘導目標	期末上限金利、%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
国債10年金利	平均、%	3.2	2.8	2.2	2.7	3.4	3.2	2.4	2.0	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6	2.8	2.9

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB

以上のように、米国経済はなお「雇用と住宅を巡る足かせ」が取れない状況にあり、選挙を控えた政治面の混乱、減税期限や赤字削減策を巡る不透明な先行きといった多くの懸念材料を有している。また、海外にも、ユーロ圏の財政・信用問題を筆頭に、中国や新興国を取り巻く諸問題、中東情勢・原油価格の動向、等が多くのリスク要因を抱える。景気の脆弱さに加えて多くの下振れリスクを抱える中では、今後も政策的支援を必要としよう。

成長率については、2012年は2.3%、2013年は2.5%と見込んだ。2011年の1.7%からはやや上昇するものの、潜在成長率には届かず、失業率の急速な回復も進行しにくい。住宅市場の正常化にも時間を要するため、個人消費も緩やかな回復に留まるだろう。

### （金融政策・金利の見通し）

#### ● 金融緩和策は当面持続～1月FOMCでは緩和策を強化

前回1月24・25日開催のFOMCでは、大方の見方に反し、ゼロ金利政策の2014年後半までの延長を決定、それまでの2013年半ばから1年余延長した。同時に発表されたFOMCの見通しでは、向こう2年の成長率・失業率をやや引下げるなど、最近の経済指標に改善を示すものが多い中で、FRBの景気への慎重な見方を示した。

一方、2014年の成長率は3.3%-4.0%のレンジに引き上げた。同年の失業率見通しは6.7%-7.6%と高水準にあるとしているが、実際にはGDPが3%台後半で推移する中、ゼロ金利政策を維持するのはやや無理も生じそうだ。

また、インフレ目標（inflation goalとしておりtargetではない）を2%とする発表も行われた。個人消費価格指数は昨年4-6月期に年率3.3%、コア指数では同2.3%に上昇した。物価が目標の2%を超えたときに一時的かどうかの判断は難しく、ゼロ金利政策を表明した2014年までには幾度となくそうした判断を迫られよう。さらに、新たな試みとしてFOMCメンバーの金利見通しを発表したが、FRBでは「こうした開示により金融政策に関する不透明感を薄めて市場の混乱を防ぐとともに、家計や企業の意思決定を容易にし政策効果を高める」としている。

ただし、声明文における景気の現状認識は概ね前回と変わっていない。失業率は依然「高止まりしている」とし、「大幅な下ぶれリスク」を抱えるとした文言も維持、景気下振れ時の追加緩和策の余地を残した。上記以外の政策では、ツイストオペレーションの実施（長期国債を買い入れと同時に同額の短期残存期間国債を売却）や、MBS（住宅ローン担保証券）償還金等のMBSへの再投資策の維持を再度表明した。

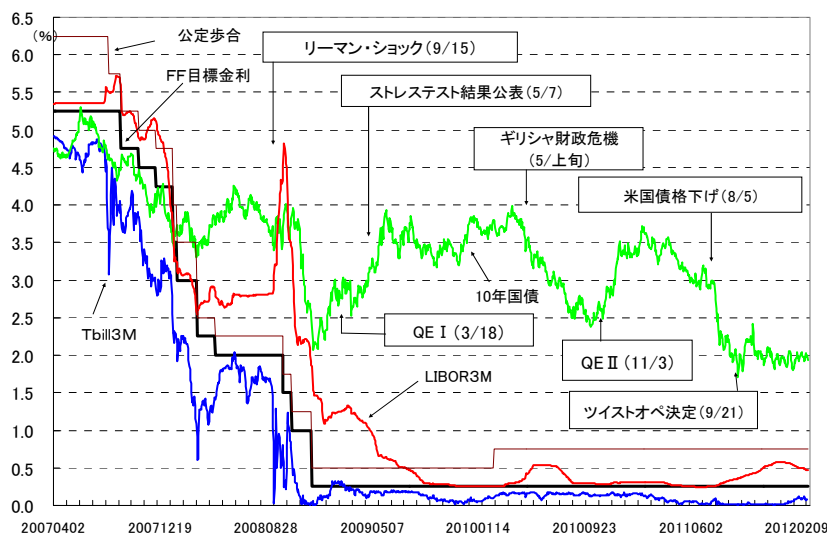
#### ● 「不胎化QE策」を検討か？

3月13日にはFOMC（連邦公開市場委員会）が開催される。今回FOMCの資料となるページブック（地区連銀報告）では、製造業を中心に緩やかながら景気が強まったと評価した。注目されるのは、1月報告時には非常に低レベルでの動きとしていた住宅市場について、多くの地区での改善の動きを報告している点だ。米景気の足かせとなってきた住宅市場で改善の動きが広がれば、金融政策にも影響しよう。

なお、2月末のバーナンキ議長の議会証言では、「雇用市場の改善は進んでいるものの失業率の高止まりなど正常な状況には程遠い。最終需要は強いとは言えず、雇用市場改善の持続性を見極

める必要がある」としていた。FRBでは景気が回復への動きを見せる中、その強さと持続性を検証している状況にあり、3月FOMCでは現行緩和策を維持すると思われる。

(図表3) 政策金利と長短期金利の推移(日別)



一方、市場の注目度の高い量的緩和策(QE3)に関しては、下ぶれリスクが強まった時の対応策として温存している。そうした危機時のために追加手段を保持することは市場を安心させる効果を持ち、無用な混乱を避けるためには必要な手段と言えよう。

また、QEに関しては「不胎化QE策(sterilized QE)」を検討しているとの報道(3/7付WSJ)が注目される。それによると「FRBが新規に長期債を購入する一方、これによって供給された資金については借り入れやFRBへの預金等、何らかの手段を通じて回収する」と言うものだ。この政策により、インフレへの懸念を招くことなく長期債の金利を低下させ、企業や家計の投資や消費を刺激する効果を狙う。現在実施中のツイストオペレーションと同様の効果が期待されるが、ツイストオペレーションのように保有短期債の枠内に限定されることなく実施が可能となる。この点、6月に終了予定のツイストオペレーション後に備える意味合いも窺える。

また、かねてよりFRBの幹部から住宅市場の冷え込み改善に向け、MBS(住宅ローン担保証券)の買入れの有効性を示唆する発言が続いていることを考慮すると、『QEの手段としてMBSを買入れて住宅ローン金利を一層引下げ、政府のリファイナンス強化策と併せて住宅市場のテコ入れを狙う』とするケースも考えられる。経済指標が改善に向うなかでは、量的緩和策はとりこいいため、不胎化QE策を用いることにより、住宅市場をターゲットにした挺入れが可能となる。今後も、長期に渡る住宅市場の冷え込みが持続するようであれば、そうした可能性も浮上してこよう。

いずれにせよ、米政府、FRBとも、景気の加速には雇用と住宅市場の回復が必要との認識を共有している。雇用回復は進行中ながら失業率は高止まりし、住宅市場は水面下の改善に過ぎない。当面、FRBは金融緩和策を維持、景気の回復を支援することとなろう。長期金利の上昇も上記(図表2)の通り緩やかなものと予測している。

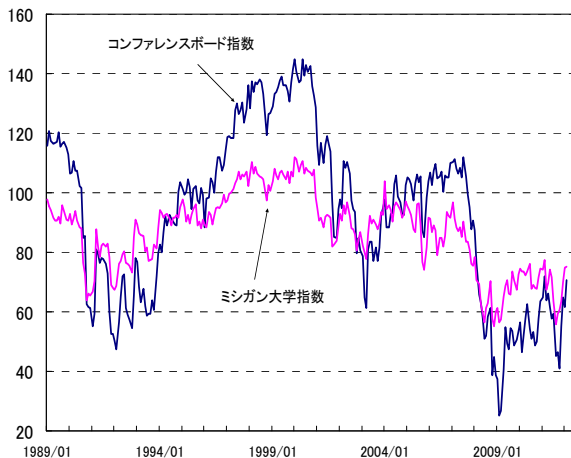
## 2、 需要項目別のポイント～抑制要因多い個人消費がネックに

### (1) 景況感調査は回復方向～消費者マインド指数は金融危機前を大きく下回る水準

消費者信頼感指数でみる消費者の購買意欲は回復を見せている。2月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数は70.8と昨年2月(72.0)以来となる70台を回復した。昨年10月には40.9まで落ち込んだものの、その後は上昇に転じた。また、2月のミシガン大学指数も75.3と昨年8月の55.8をボトムに6ヵ月連続の上昇を見せた。特に先行きを示す期待指数は70.3と昨年2月(71.6)以来となる70台を回復した。ただし、両指数とも金融危機後の低下が大きいため、危機前との比較では一段低い水準に留まる。今後、危機前の水準に復帰するには、景気のさらなる改善を待つことになる(図表4)。

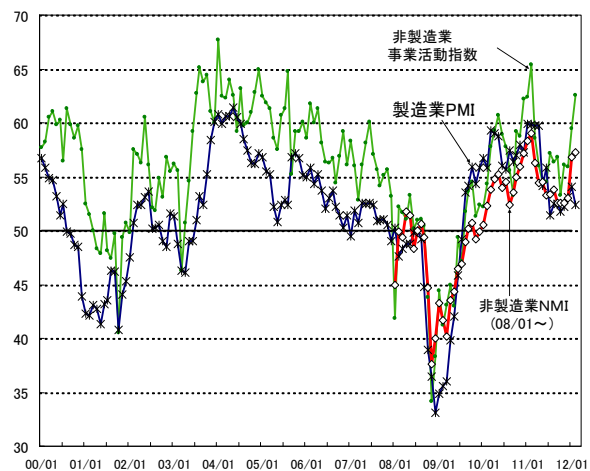
企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)指数は、2月製造業指数(PMI)が52.4と前月(54.1)から1.7ポイント低下したが、今回で31ヵ月連続での50越えとなった。PMIの構成指数では、新規受注指数が54.9(前月比▲2.7)、生産指数が55.3(前月比▲0.4)、雇用指数が53.2(前月比▲1.1)と主要指数が低下している。一方、非製造業指数(NMI)は57.3と前月(56.8)から上昇、3ヵ月連続の上昇となった。内訳では事業活動指数が62.6(前月比+3.1)、受注指数が61.2(前月比+1.8)と続伸した。金融危機以降では製造業が先行回復していたものの、昨年のギリシャ危機からの立ち直りの局面では非製造業部門の上昇が先行する形となっている(図表5)。

(図表4) 消費者信頼感指数の推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

(図表5) ISM指数の推移(月別)



(資料) Institute for Supply Management

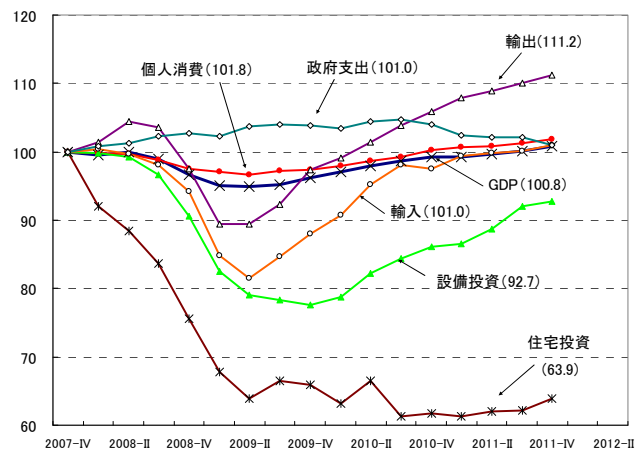
### (需要項目別の回復度)

### (2) 主要需要項目の回復状況～金融危機後の牽引役は政府支出から輸出へ

金融危機後の米成長率は、2008年10-12月期に▲8.9%(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した。その後はプラス成長を続けていたが、2010年のギリシャ・ショック後は、3%を下回る低成長を続けていた。2011年10-12月期の3.0%は6四半期ぶりの3%台となる(表紙、図表1参照)。

図表6は、実質GDPと各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ものであるが、リセッション時は大型の景気対策による政府支出が成長率を引上げ、2010年以降はドル安の進展もあって輸出の牽引が目立つ。直近期は個人消費が浮上、GDPも100.8とリセッション前の状態を回復した。依然、落ち込みが大きいのが設備投資と住宅投資であるが、設備投資は投資減税など政策的なてこ入れもあり、最近の回復（昨年10-12月期92.7）が顕著である。半面、住宅投資では同63.9とほとんど回復の動きが見られない。住宅投資の冷え込みは、資産効果や住宅関連消費の抑制等により、個人消費回復の動きを抑制し、景気全体の足かせとなっている。

（図表6）リセッション後の需要項目別回復度



（資料） 商務省、（注） 2007/4Q=100、（）は2011/4Qの値。

## （個人消費の見通し）

### （3）個人消費の動向と見通し

10-12月期実質GDPは、3.0%（前期比年率：以下も同じ）と3%台を回復、個人消費は同2.1%と低率ながら3四半期ぶりの伸びを見せた。寄与度でも同1.52%とGDPの過半を占める。

しかし、個人消費の内訳を見ると、自動車牽引した耐久消費財が同15.3%と突出しており、非耐久財消費は同0.4%、個人消費の2/3を占めるサービス消費は同0.7%に留まる。好調な自動車販売を除くと、その他の消費は停滞している状況にある。

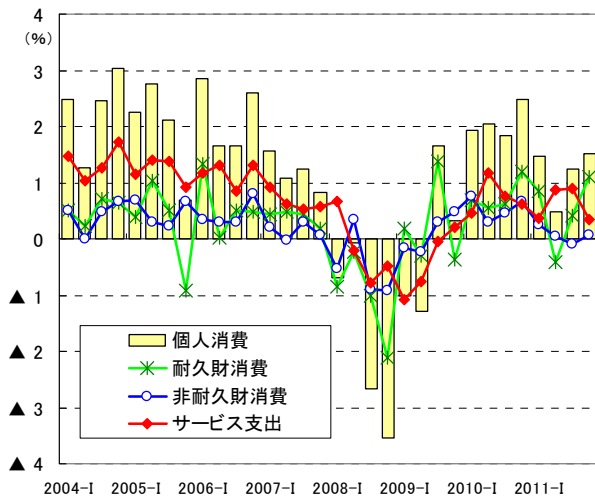
このように今回のリセッションでは個人消費へのダメージが大きかった。背景には、持続的な住宅価格の下落が、資産効果を通じて家計消費を抑制するとともに、資産が目減りが大きい一方で住宅ローン等家計負債の減少が小さく、バランスシート調整を余儀なくされたこと等が挙げられる。

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は2年連続のマイナス成長（2008年▲0.6%、2009年▲1.9%）を記録した。2年連続のマイナス成長は1933年の大恐慌時以来まで遡る。消費回復の持続には雇用者増の回復が重要であるが、雇用者増は最近までスローペースを続けていた。

一方、所得の伸び悩みにもかかわらず、自動車販売は好調に推移し個人消費を牽引している。自動車販売は、ローンで購入するケースが多いため、消費者マインドの改善がプラスに作用している。また、金融危機や日本の震災等で見送られた買換え需要も影響している。2月自動車販売は年率1500万台に乘せるなど回復が急であり、消費全般の回復が鈍い中での牽引役が期待される。

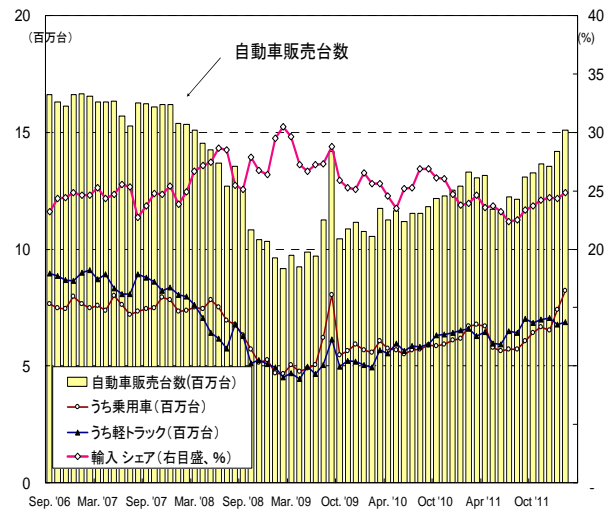
今後も、個人消費を取り巻く環境には、住宅等の資産価格が目減りや雇用回復の遅れに加え、過剰債務を抱えた家計のバランスシート調整、信用引き締めを持続等、多くの抑制要因が残される。足元では給与税の引下げ等による景気テコ入れ策が下支え要因となっているものの、抑制要因の改善が急がれる。個人消費の成長率は、2012年は1.9%、2013年は2.1%と緩やかな伸びを見込んだ。

(図表7) 個人消費のGDPへの寄与度推移



(資料) 商務省、実質、前期比年率

(図表8) 月間自動車販売台数の推移



(資料) オートデータ社、季節調整済み年率

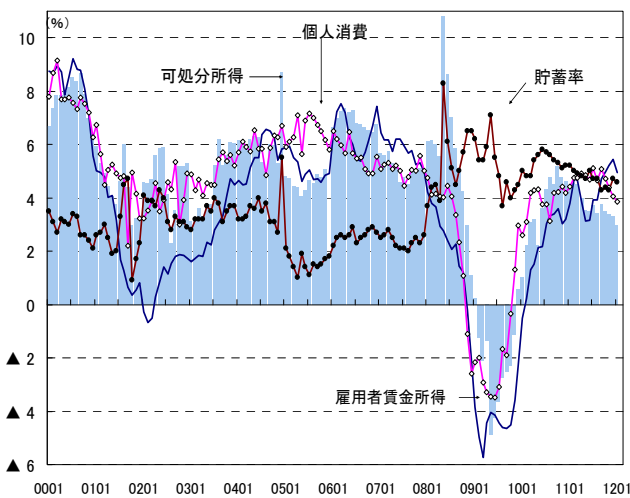
(個人所得の動向)

●低下する個人所得の伸び

雇用回復の遅れは、個人所得の伸び悩みに繋がる。月別の個人所得（以下、断りのないものは名目）を見ると、1月は同0.3%と12月（同0.5%）から伸びを低下させた。内訳では、賃金所得が同0.4%、事業者所得も同0.4%となったが、移転所得が同▲0.2%と減少に転じた。もっとも、税支払い額が同1.6%と急増したため、可処分所得は同0.1%に留まった。

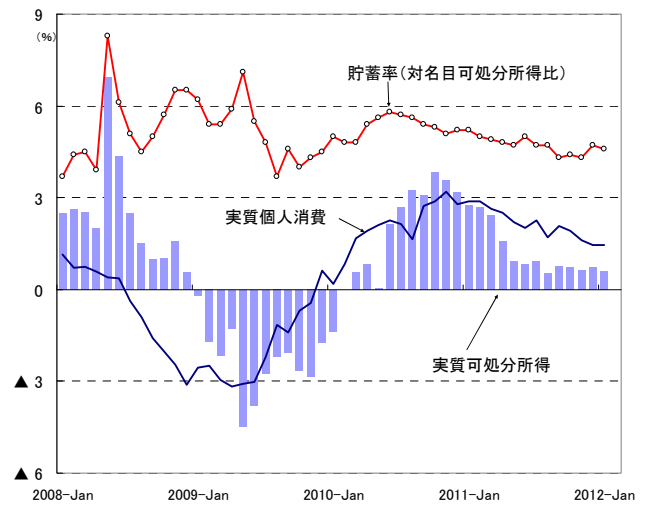
一方、1月個人消費は前月比0.2%と前月（0.0%）から上昇した。内訳では耐久財が同0.9%、非耐久財が同0.4%と増加したが、サービス消費は横ばいに留まった。年明け後も自動車購入を中心とした個人消費の伸びが続いている。

(図表9) 個人消費と所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 米商務省

(図表10) 実質個人消費と所得推移(前年同月比、%)



(資料) 米商務省



前年同月比では、1月賃金所得は同 5.0%（12月同 5.4%）、可処分所得は同 3.0%（12月同 3.3%）と低下、個人消費も同 3.8%（12月は同 4.0%）と低下した。一方、実質ベースの前年同月比では、昨年5月以降、1%を下回る所得の伸びが続いている。実質消費でも 1.4%と低下傾向が続くなど、昨年10月以降は2%を下回る伸びに留まる。低水準とはいえ、所得が消費を下回る伸びが続いており、今後、所得面の伸びが回復しなければ、消費を維持していくことは困難となろう。なお、今般の改定により前年同月比の実質所得のマイナスは解消されたが、上記のように低い伸びが続くなど所得の停滞が懸念される（図表9・10）。

## （雇用の動向）

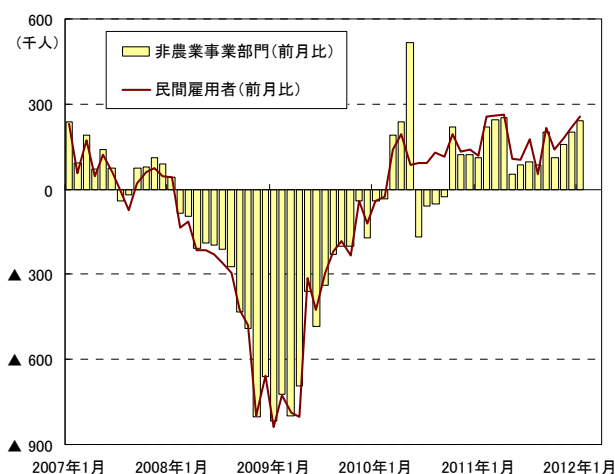
### ● 1月は24万人増と雇用者増が回復

これまで所得を停滞させてきた雇用であるが、1月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比24.3万人増と市場予想（14万人増）を大きく上回り、昨年4月以来の増加幅となった。

非農業事業部門のうち民間雇用者は、前月比25.7万人増と前月（22.0万人増）、市場予想（同16.0万人増）をともに上回った。昨年4月（26.4万人増）以来の増加幅となる。一方、1月政府部門は▲1.4万人と5ヵ月連続の減少となった。1月の民間部門の内訳を見ると、財生産部門は前月比8.1万人増、そのうち製造業では5.0万人増（前月3.2万人）、建設業は2.1万人増（前月3.1万人）となった。民間サービス部門の雇用者は17.6万人（前月14.9万人）と増加幅を拡大した。また、政府部門の内訳では州政府が0.3万人と増加したが、連邦政府が▲0.6万人、その他の地方自治体が▲1.1万人と減少した。

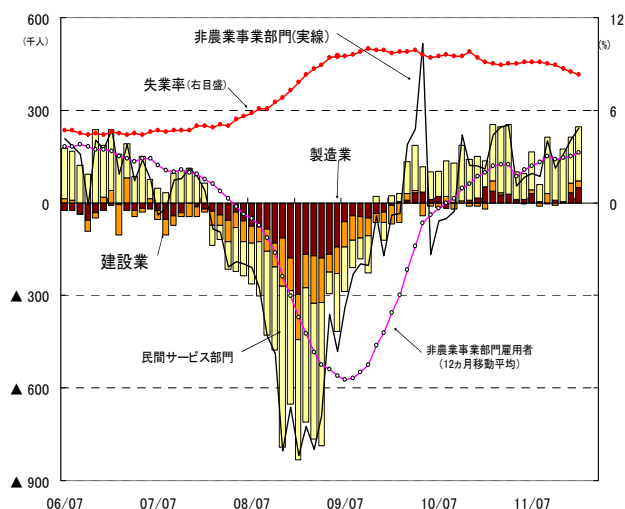
雇用統計は予想以上の改善を見せたが、問題は持続性にある。昨年はこの時期3ヵ月連続で20万人を越える増加を見せた後、急速に増加幅を縮めており、今年も欧州問題等による下ぶれリスクへの警戒感は根強い。なお、リセッション以降に失われた雇用の大きさや、高止まりの失業率を考慮すると、さらなる雇用増の加速が求められる状況に変わりはない。下ぶれリスクを抱えながらも米景気は緩やかながら回復方向への歩みを進めていると言えそうだ。

（図表11）民間部門の雇用者増減(前月比)



（資料）米労働省

（図表12）雇用者増減の内訳と失業率(前月比,%)



（資料）米労働省

## ●失業率は8.3%と5ヵ月連続の低下

1月の失業率は8.3%と5ヵ月連続で低下、市場予想(8.5%)を下回った。失業率は、リセッション入り直前の2007年11月は4.7%、金融危機時(2008年9月)は6.1%だったが、1年後の2009年10月には10.0%と1983年6月(10.1%)以来26年ぶりの高水準に上昇した。昨年9月までは9%程度での高止まりを見せていたが、その後は低下の動きを強めている。しかし、上記の通りリセッション前との比較では大幅な高水準にあるなど、回復の遅れが懸念される状況が続いている。

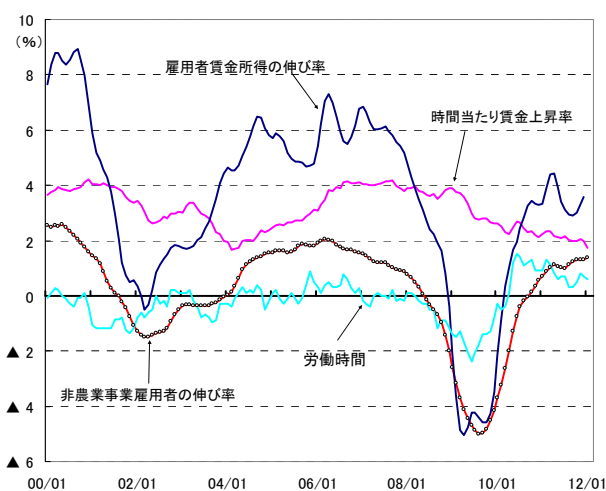
失業者数はリセッション入り後に急増、2009年10月には1542万人を数えたが、今回発表では1276万人と2009年2月以来初めて1300万人を下回った。しかし、失業者の43%に当たる552万人が6ヵ月以上の失業状態にあり、1月就業者比率(employment-population ratio)も3ヵ月連続で58.5%と低水準に留まるなど、厳しい情勢が続いていることに変わりはない。経済的理由によるパートタイム雇用者や、就職活動が今回の雇用統計の対象期間とならなかった求職者を加味した広義の失業率(U-6)は15.1%と高く、約7人に1人が該当する。

一方、1月の民間平均労働時間は34.5時間/週と前月(34.5時間)から横ばい、前年(34.3時間)からも若干増に留まり、時間当たり平均賃金は23.29ドル、前年比+1.9%と伸び悩んだ。12月の雇用人賃金所得は前年比が+3.6%と11月(+3.3%)から伸びを高めたものの、今後も個人所得への影響が気懸かりな状況が続く(図表13)。

リセッション入り後の雇用減少規模が最大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300万人強の雇用が回復したに過ぎない(図表14)。

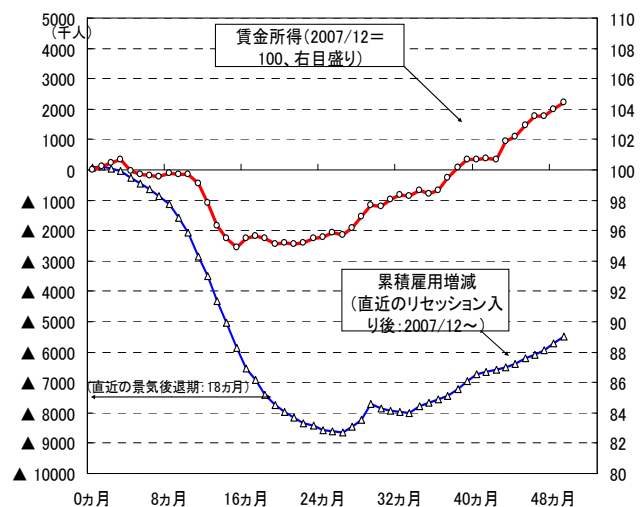
雇用の喪失分はその分個人所得に影響を及ぼすため、所得面の支えを失った個人消費は、リセッション時の2008年以降、2年連続のマイナス成長を記録した。リセッション入り時の雇用人賃金所得を100とすると、1月は104.4とすでにその所得水準を回復しているが、4年間で4.4%の伸びでは個人消費を加速する勢いはない。賃金上昇率が伸び悩む中、一層の雇用人増に期待せざるを得ない。

(図表13) 雇用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、

(図表14) リセッション入り後の累積雇用と雇用所得



(資料)米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

## (設備投資の見通し)

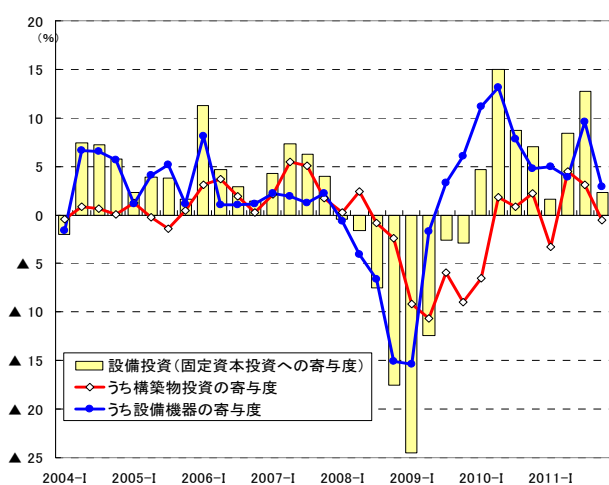
### (4) 更新投資中心の安定的な伸びを見込む

設備投資は、金融危機後の2009年に前年比▲17.8%の急減少を見せた後、2010年は同4.4%、2011年は8.7%へと回復した。ただし、昨年10-12月期は前期比年率2.8%と前7-9月期の同15.7%から急低下している。10-12月期の内訳を見ると、設備機器投資が同4.8%（前期は16.2%）、構築物投資が同▲2.6%（前期は14.4%）といずれも伸びが急減した。設備機器では運送機器や産業機械が続伸した一方、ソフトウェアやその他機器が減少に転じた。構築物投資では、製造業や電力・通信が伸びた一方、商業用不動産や7四半期にわたり増加を見せていた鉱業が減少に転じた。

なお、能力増投資は、1月稼働率が78.5%と長期的な平均値(1972年～2011年)である80.3%を下回っていることから、全体的には手控え状況が続いていると思われる。また、能力増投資を刺激するのは、稼働率の上昇以上に景気の先行きの明るさであろう。現状のように景気下振れリスクを抱え、先行きへの不透明感が残る中では能力増を意図した投資意欲は抑制されよう。

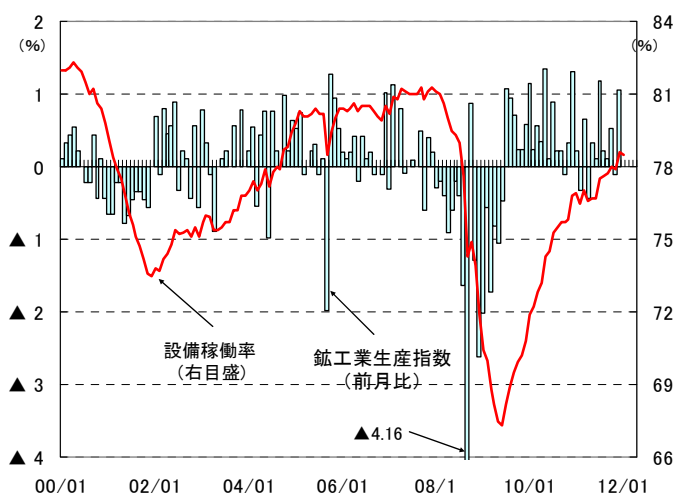
もっとも、リセッション以降のリストラの進行で生産性や企業利益は向上しており、また、投資減税や金融緩和もあって設備投資を巡る環境は改善されている。リセッション時に先送りされた更新投資はまだ残されていると見られ、設備投資は更新投資を中心に比較的堅調な推移を見せよう。年間の設備投資は、2012年は6.2%、2013年は6.6%を見込んだ。

(図表 15) 設備投資とその内訳



(資料) 米商務省、四半期、実質前期比年率、寄与度

(図表 16) 鉱工業生産・稼働率の推移



(資料) FRB、月別

## (住宅投資の見通し)

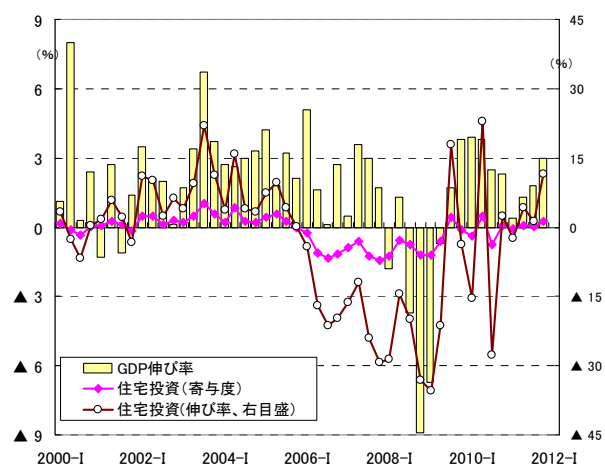
### (5) 底這い続く住宅市場～差し押さえ物件による価格下落圧力が続く

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(図表 17)。その後も、前期比での増減を繰り返すなど一進一退の動きを続けている。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一方、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。こうした差し押さえ物件は市場価格を大きく下回る価格で売却されるため、住宅価格はなお底値を模索する状況にある。また、住宅着工や新築

販売市場の回復には流通市場の価格安定が前提となるため、住宅投資の回復には時間を要しよう。

人口増が続く米国では、潜在的な住宅需要の積みあがりが見込まれるため、住宅価格に値ごろ感が生じれば、回復に転ずるとの見方が根強い。地域毎の相違が大きいのも米国の特徴である。最近では、持家の見送りによる借家需要の増加も窺える。地域別の部分的な回復等を考慮すれば、一定の住宅需要は見込めそうだ。年間の住宅投資は、2012年は5.3%、2013年は6.3%と緩やかな回復を見込んだ。

(図表 17) 住宅投資の実質 GDP への寄与度推移



(資料) 米商務省、四半期、実質、前期比年率

### ● 「全米」住宅価格指数は、前年比での下落が続く

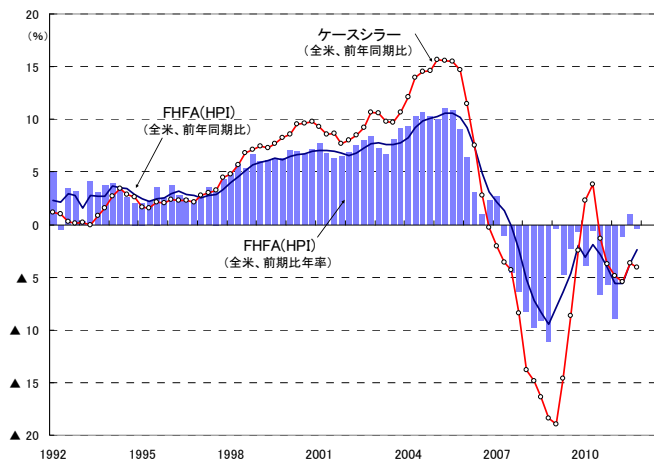
S & P社発表の10-12月期ケース・シラー全米住宅価格指数は、前期比で▲1.7% (季節調整前は▲3.8%)と2四半期連続のマイナスとなった。前7-9月期は前期比で▲1.4% (季節調整前は▲0.1%)だった。一方、前年比 (季節調整前、以下同様) では▲4.0%と前期 (▲3.7%) からマイナス幅を拡大、6四半期連続のマイナスとなった。全米指数は2002年7-9月期以来の低水準となっている。

また、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▲0.1% (購入指数、季節調整済、年率では▲0.4%)となった。前7-9月期には同0.2% (年率0.9%)と2007年1-3月期以来となる上昇を見せたが、再びマイナスに転じた。なお、ピークとなった2007年1-3月期からの下落率は20%となる。一方、前年比では▲2.4%と、ケース・シラー指数と同様にマイナスが続いている。今回で前年比のマイナスは2007年7-9月期以降、18四半期連続となった。

7-9月期は住宅需要期でもあり下落が弱まる動きを見せていたが、10-12月期は再び下落を強める動きとなった。住宅価格下落の持続で買い手が様子見を強める一方、住宅ローンの貸出し基準の強化が続いており、そうした動きが住宅市場の回復をさらに遅らせている。住宅市場が回復に向うのはしばらく先のことと思われる。

抵当貸付銀行協会 (MBA) 発表の差し押さえ率を見ると昨年10-12月期には4.38%と2009年4-6月期 (4.30%) 以来の低水準に低下した。2010年10-12月期 (4.64%) をピークに徐々に低下しているものの改善スピードは極めて遅い。一方、延滞率については昨年10-12月期7.58%とピークとなった2010年1-3月期 (10.06%) から低下を見せ、金融危機時の2008年7-9月期 (6.99%) 以来の低水準となっている。ただし、リセッション前の5%を下回る水準との比較では依然高水準にある。差し押さえ物件が住宅市場を圧迫する構図が変化するには、失業率の低下等が必要であり、雇用市場の一層の改善が待たれる。

(図表 18) 全米住宅価格指数の推移 (四半期別)



(資料) S&P 社、FHFA

(図表 19) 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

(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。