

# Weekly エコノミスト レター

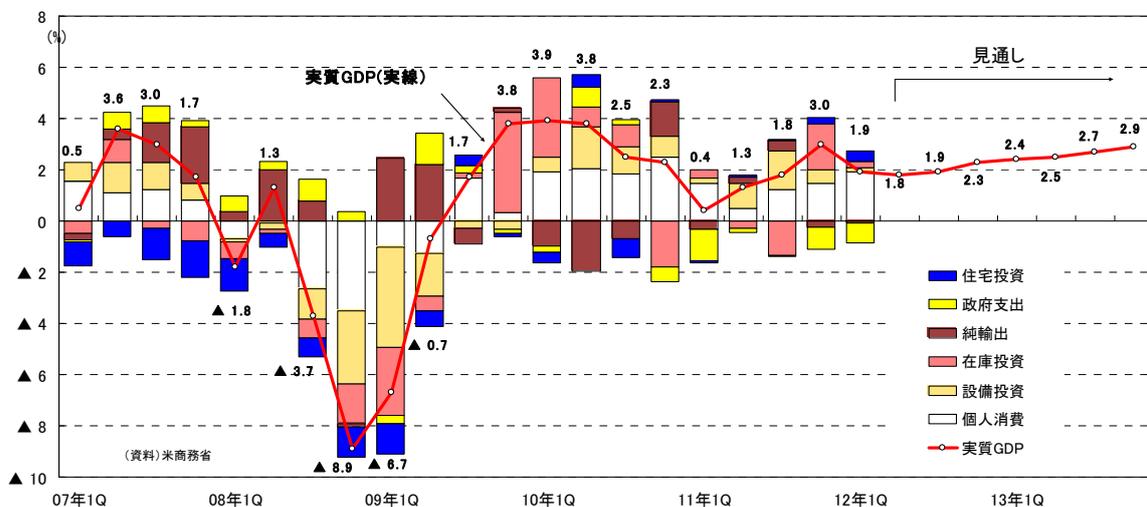
## 米国経済見通し～欧州問題で下ぶれ リスク強まるも、緩やかな成長持続

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

### <米国経済の見通し>

1. 緩やかながら回復基調を見せていた米国経済だが、欧州債務問題の台頭でリスク回避の動きが強まり、不透明感を強めている。欧州問題で下ぶれリスクが高まるのは今回で3度目とも言えるが、ギリシャの再選挙も絡むなど予測困難な問題も多く、今後の動向次第では、昨年のように米景気への影響を強める可能性も出て来よう。
2. そのほか懸念材料には事欠かない。「住宅価格の底割れ懸念」や年末にかけての「財政の崖」等の問題も成り行き次第では下ぶれ懸念を高めよう。加えて、雇用や住宅市場の回復の遅れが、様々な要因を通じて景気や個人消費に抑制的に作用する状況が続いており、米経済は当面、低めの成長が見込まれる。
3. 政策面では財政支援が難しいこともあり、FRBの追加緩和策に注目が集まっている。次回FOMCは6/19・20の開催となるが、下ぶれリスクが強まる中、5月雇用が鈍化するなど、QE3を含めた追加緩和策検討の可能性を強めている。
4. 以上のように米景気には推進力に乏しい状況が続くが、下ぶれリスクには政策的な下支えも期待できることから緩やかな回復は維持されよう。2012年の成長率は2.1%、2013年は2.4%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

## (1) 欧州問題が下ぶれリスクとして台頭～昨年状況に類似

米経済の成長率の推移を見ると昨年10-12月期に前期比年率3.0%と3四半期連続で成長率を高めた後、1-3月期は同1.9%(改定値)へと低下した。しかし、10-12月期の成長率も過半は在庫の寄与(年率1.81%)によるものであり、内需の強さを示す国内最終需要は、10-12月期同1.3%から1-3月期は同1.7%と伸びを高めるなど景気の回復基調は維持されていた。

4-6月期に入ると、ギリシャを始めとする欧州債務問題が下ぶれリスクとして台頭する。米経済が欧州問題への警戒を強めたのは3回目となるが、今回はギリシャを巡る支援体制は整いつつある一方、同国の再選挙の結果次第ではユーロから離脱の可能性が高まることが警戒されている。加えてスペインの信用問題も浮上、金融市場ではリスク回避の動きを強め、ユーロが売られるとともに、一時、米10年国債は1.46%(6/1)と過去最低を更新、株価も急落を見せた。

もともと、米経済はリセッション脱出後3年を経過しており、2010年の最初のギリシャ・ショック時と比べ体力面での回復が進行、金融面でも異例の緩和策が実施されている。昨年・一昨年とも欧州危機に際して政府・FRBが一体となり金融・財政の両面から景気刺激策を発表したが、今回は財政赤字削減を進める米政府には多くを期待できず、FRBの対応が注目されている。下ぶれリスクが一層強まれば、6月にもFOMC等で追加緩和策が実施されることとなろう。

なお、イランへの経済制裁問題を懸念し、1バレル=110ドル(WTI)を窺う動きを見せるなど上半期の景気抑制要因として警戒されていた原油価格上昇は、欧州問題の再燃により一転80ドル台前半へと急低下、インフレ懸念の剥落もあり追加金融緩和策の足かせからも外れている。

## ● 「3つの下ぶれリスク」に加え、多様な景気抑制要因が持続

欧州要因のほかにも下ぶれリスクが存在する。現下の住宅価格は底這いの状況を続けており、底割れ等一段の下落が生じると、資産効果やバランスシート調整の影響を拡大・長期化させる。長期延滞物件を多く抱える金融機関等では住宅市場への影響を避けるべく処分を進めているが、市場の底割れが鮮明化するケースでは放出を早める動きも想定されるなど、一段の価格下落リスクが指摘されよう。

また、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が、選挙後の年末にはブッシュ減税やオバマ政権の主要な景気対策である給与税減税等が期限を迎える。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のに加え、昨夏に金融市場を混乱させた政府債務上限問題も控えている。こうした減税期限や赤字削減策が同時期に重なるため、バーナンキ議長は「財政の崖」と呼び、「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、間違いなく景気や消費支出に大きく影響する」と議会に警鐘を鳴らしている。税制改革は選挙時の争点としても注目されるが、取り扱いについては目途が立っておらず、瀬戸際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ないリスクを抱える(以上の「3つの下ぶれリスク」については第2章に詳述)。

こうした下ぶれリスクに加え、米景気は「雇用回復の遅れ」と「住宅市場の不振」等から影響を受けた様々な要因により成長を抑制されている。米経済は、リセッションの影響により860万人

を超える雇用者と住宅資産の3割強を失った。その後の回復にも係わらず、雇用増は失われた半分  
に届かず、住宅価格に至っては未だに底値を模索している。こうした状況は、特に個人消費に影響  
が大きい。雇用回復の遅れは個人所得の伸びを低めて消費を抑制し、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している。GDPの7  
割を占める個人消費が伸び悩む中では景気の本格回復は望めない。

政策面では財政支援の困難さもあって金融政策への依存が強まっている。FRBは、現行の緩  
和策として2014年後半までのゼロ金利政策維持、ツイストオペレーションによる長期国債の買入  
れを実施しているが、6月にはツイストオペレーションが収束するため追加緩和策の実施が注目さ  
れている。景気の下ぶれリスクの高まりに加え、5月雇用統計が鈍化、「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、追加策の素地が整いつつある。

以上のように、米国経済は「雇用と住宅を巡る足かせ」が続く中、「欧州問題」「財政の崖」等、  
多くのリスク要因が浮上、そのほか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、  
等のリスク要因も控えている。今後も、政策支援に下支えされながらの低めの成長率が続くと思わ  
れ、2012年成長率は2.1%、2013年は2.4%と見込まれる。2011年の1.7%からは次第に上昇する  
ものの、潜在成長率には届かず、失業率の改善も緩慢である。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ろう。

(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)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.0	1.7	2.1	2.4	0.4	1.3	1.8	3.0	1.9	1.8	1.9	2.3	2.4	2.5	2.7	2.9
個人消費	"、%	2.0	2.2	2.1	2.2	2.1	0.7	1.7	2.1	2.7	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.4
設備投資	"、%	4.4	8.8	6.1	6.5	2.1	10.3	15.7	5.2	1.9	4.3	6.3	9.1	5.1	4.7	8.3	9.2
住宅投資	"、%	▲4.3	▲1.3	9.0	7.0	▲2.4	4.2	1.3	11.6	19.4	4.7	4.2	6.5	7.5	7.5	8.6	9.3
在庫投資	寄与度	1.6	▲0.2	0.2	0.0	0.3	▲0.3	▲1.4	1.8	0.2	0.1	▲0.1	0.0	0.1	0.1	▲0.1	0.1
純輸出	寄与度	▲0.5	0.1	0.0	0.0	▲0.3	0.2	0.4	▲0.3	▲0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	▲0.0	▲0.1
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.6	3.1	2.2	1.9	4.5	4.4	3.1	1.3	2.5	1.8	1.9	2.0	1.8	1.9	2.0	2.0
失業率	平均、%	9.6	9.0	8.1	7.8	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.1	8.1	8.0	7.9	7.8	7.7	7.6
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	2.0	2.5	3.5	3.2	2.4	2.1	2.0	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4	2.5	2.7

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

### (需要項目別の見通し概要)

#### (2) 個人消費を中心に概ね緩やかな回復へ

1-3月期の特徴は、個人消費の回復(10-12月期同2.1%→同2.7%)にある。10-12月期は  
自動車販売の回復を受けて耐久財消費が同16.1%と急伸したが、1-3月期も同14.3%と高い伸びと  
なった。さらに、1-3月期はこれまで停滞していた非耐久財消費(10-12月期同0.8%→同2.3%)  
や個人消費の2/3を占めるサービス消費(10-12月期同0.4%→同1.0%)等も伸びを高めている。

伸び率の回復には暖冬の影響もあったと思われるが、今後も、後述の通り様々な抑制要因を抱えながらも緩やかな回復を続けよう。

**設備投資**は、7-9月期同15.7%から10-12月期同5.2%、1-3月期は同1.9%と2年ぶりの低い伸びに低下、特に**構築物投資**は同▲3.3%（前期は同▲0.9%）と連続でマイナスに落ち込んだ。**設備機器・ソフトウェア投資**も同3.9%（前期は同7.5%）と伸びが半減した。設備投資は、リセッション中に先送りされた更新投資に加え、設備投資減税等オバマ政権の景気刺激策に喚起されて好調に推移してきた。年末の減税期限の影響もあり一段落した形となるが、企業収益の回復や内部留保の増加、金融緩和の進展等、設備投資環境の改善を背景に今後は安定した伸びが見込まれよう。

**住宅投資**は前期比年率19.4%と前期（同11.6%）に続き高い伸びを見せた。住宅投資のGDP構成比は2.6%に留まるが、全体への寄与度は0.41%と成長に貢献した。天候要因の大きい住宅投資には暖冬の影響が大きかったと思われる。住宅投資に関しては、ローン金利低下や住宅価格下落等で購入環境は改善しているものの、高失業率を背景とした差し押さえ物件や滞留する長期延滞物件等が住宅価格回復の重石となっており、本格回復にはなお時間を要するものと思われる。

そのほか、**純輸出**では寄与度が同▲0.08%（前期は同▲0.26%）と減少が続いた。1-3月期は、輸出の伸びは同7.2%と輸入の伸び同6.1%を上回ったが、欧州を中心とした海外経済の落ち込みを考慮すると輸出面の伸びには期待しにくい。**在庫投資**は、577億ドル増となったが、寄与度では同0.21%と前期（同1.81%）の1/9に縮小した。一定の積み増しが続こうが、寄与度では安定的な推移を見込んだ。

#### （成長抑制要因）

### （3）持続する多様な成長抑制要因

リセッション脱出(2009年6月)後、3年が経過するが、引き続き「雇用回復の遅れ」と「住宅市場の不振」が足かせとなるなど、米経済はその後遺症に悩まされている。以下では主要な成長抑制要因を取り上げたが、いずれも雇用または住宅に関連するものと言えよう。

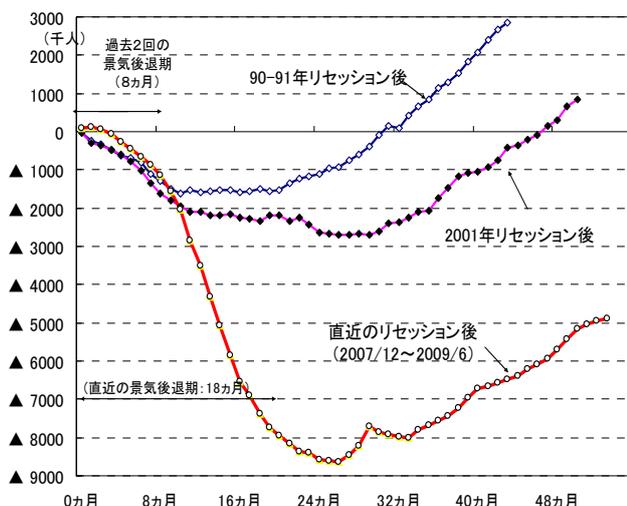
#### ① 不十分な雇用の回復

5月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比6.9万人増と1年ぶりの低い増加数となった。1月には27.5万人増を記録したものの、その後は4ヵ月連続で増加数を縮めた。2010年10月以降は前月比の雇用増が続いているが、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が極めて大きかったのに対し、未だに380万人程度が回復したに過ぎず、減少数の半分にも届かない。リセッション以降に失われた雇用の大きさや、高水準にある失業率(5月8.2%)の状況を考慮すると雇用回復の動きは鈍く、成長の最大の抑制要因ともなっている(図表3)。

#### ② 低い個人所得の伸び

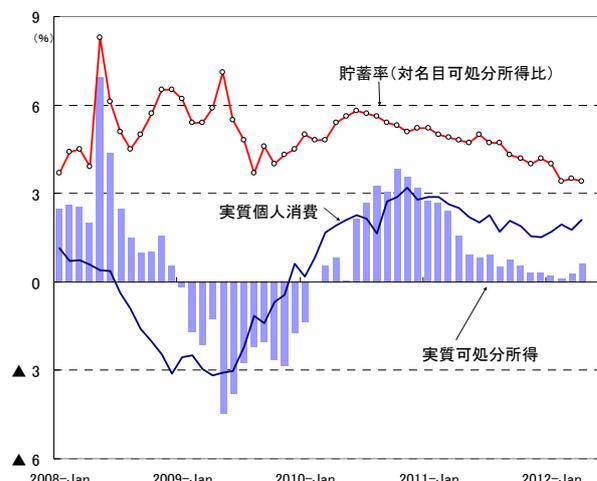
雇用回復の遅れにより個人所得が伸び悩んでいる。実質可処分所得の伸びを見ると4月は前年比0.6%と過去1年間にわたり1%を下回る低い伸びが続く。実質消費は低めの伸びながらも前年比2%前後で推移するなど所得の伸びを大きく上回っており、このため貯蓄率は低下傾向にある。今後も所得の伸びが回復しなければ、GDPの7割を占める個人消費は低めの推移を余儀なくされ、成長率を抑制しよう。特に、下ぶれリスクの強まる局面では、消費失速も懸念される(図表4)。

(図表3) リセッション入り後の累積雇用者増減



(資料)米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

(図表4) 実質所得・消費の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

### ③長引く住宅価格下落が消費を抑制

住宅市場では、低水準の住宅ローン金利や住宅価格の下落等で住宅購入余裕度が歴史的な高水準にある一方、高水準の失業率を背景とした差し押さえ物件増が需給面の悪化を招き、住宅価格を押し下げている。3月ケース・シラー<sup>20</sup>都市住宅価格指数は、前月比0.1%(季節調整済)と連月の上昇となったが、前年比では▲2.6%と18ヵ月連続の下落となり、2006年央の住宅価格ピーク時から3月までの下落率は▲35.1%とこれまでの最大となった。3月指数は住宅ブーム以前との比較では2002年10月以来の低水準となる。

住宅価格下落は資産効果を通じて消費を抑制する。リセッション後の家計資産は、金融・住宅資産がともに減少したが、その後、金融資産が戻り局面にある中、住宅資産は冷え込んだままの状態にあり、消費への影響が懸念される。

### ④住宅ローンを抱える家計ではバランスシート調整が進行

家計部門の資産はピークだった2007年3Qから2009年1Qには20%減少した。株式の下落率が51%と大きかったが、回復局面では株式・投信等金融資産の戻りが大きく、2012年1Qの家計資産全体ではピーク比で6.4%減にまで縮小した。半面、住宅価格下落の持続で住宅資産の減少が続いており、金融資産頼りの回復と言える。一方、負債面では2008年3Qまで負債の増加が続き、現在のピーク比は7%減となる。住宅ローン等の負債を短期間に減らすことは難しく、家計全体としてのバランスシート改善は、結局、金融資産の回復を中心に進行している(図表5)。

しかし実際には、住宅ローンを抱える世帯では、多くの金融資産を保有するケースは少なく、住宅価格が下落する中で、住宅ローンの減少に伴ったバランスシートの改善を図ることとなる。そうした世帯にとっては住宅資産減(ピーク比▲27.8%)に対し住宅ローン負債の減少(ピーク比▲8.3%)は十分とはいえず、バランスシート調整が重荷となっている状況は改善されたとはいえない。

(図表5) 家計バランスシート調整の内訳と進行状況

	ピーク比(%)			ピーク時	構成比(%)		ピーク比(%)			ピーク時	構成比(%)
	2009/1Q	2010/1Q	2012/1Q				2009/1Q	2010/1Q	2012/1Q		
家計資産	▲ 20.0	▲ 13.6	▲ 6.4	2007/3Q	100	家計負債	▲ 3.3	▲ 4.6	▲ 6.6	2008/3Q	18
住宅資産	▲ 26.4	▲ 24.2	▲ 27.8	2006/4Q	22	住宅ローン	▲ 1.1	▲ 3.7	▲ 8.3	2008/1Q	13
金融資産	▲ 21.5	▲ 11.7	▲ 0.4	2007/3Q	69	純資産	▲ 24.0	▲ 16.0	▲ 6.8	2007/3Q	82
株式	▲ 51.3	▲ 26.1	▲ 10.1	2007/2Q	12						
投資信託	▲ 33.3	▲ 8.3	10.0	2007/3Q	7						
年金積立金	▲ 27.2	▲ 9.5	2.7	2007/3Q	18						

(資料)FRB、注:比率は各四半期末資産のピーク時との単純比較

## (金融政策の動向)

## (4) 注目集める6月FOMC～追加緩和策の可能性を強める

財政赤字削減を進める中、財政面からの刺激策は難しく金融政策への依存が高まっている。バーナンキ議長は、以前、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た。景気回復には長期的な取り組みが必要と判断したFRBは、欧州問題等により景気下ぶれリスクが強まった昨年8月に、向こう2年間のゼロ金利政策維持を表明した。さらに、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、今年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ている。

そのツイストオペレーションが6月末までとされており、その後の追加緩和策の有無に注目が集まっている。現下の情勢は、欧州債務問題の再浮上が米景気の下ぶれリスクを高め、5月雇用統計がやや急な鈍化の動きを見せる一方、原油価格が下落に転じてインフレ懸念を減じるなど、「インフレ安定と雇用の最大化」を政策目標とするFRBにとって追加の金融緩和策実施の条件は整えられつつある。加えて、大統領選を控えて金融政策の自由度にタイムリミットが近づいている状況も勘案されよう。

もっとも米景気は、今の所、昨年ほどには二番底への懸念を強めているわけではない。6/6公表のFOMCの討議資料となるベージュブックでは「5月遅くまでの米経済活動は緩やかなペースで拡大しているものの、調査先は先行きの慎重さを若干強めた」との認識だ。だが、同日の講演でイエレンFRB副議長は「経済は緩やかに回復しているものの見通しは弱まる方向に傾いており、米経済が下方スパイラルに陥る衝撃に備えて保険としての追加措置をとることは十分適切である」として追加策の可能性を示唆、その方策としてゼロ金利政策やツイストオペレーションの延長、バランスシートの拡大等を挙げた。6日にはFOMC投票委員であるロックハート・アトランタ連銀総裁・ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁から「景気見通しへのリスクが強まっており、追加措置の“検討”が必要」とのハト派的発言が相次いだ。また、翌7日の議会証言でバーナンキ議

長は「米経済は欧州債務危機等の重大なリスクに直面しており、金融市場の緊張が高まれば、米国の金融システムを守るべく追加措置をとる用意がある」と証言した。

追加策実施の場合、QE 3等の強力な緩和策には賛否が分かれ、さらに最近のリスク回避の動きで長期金利が過去最低を更新するなど、国債購入による金利低下余地は限定的となりつつある。このため、債券購入等にあたってはMBS（住宅ローン担保証券）等を用いることや、ゼロ金利政策やツイストオペレーションの再延長等、様々な策が検討されそうだ。

6月FOMCの開催が予定されている19・20日は、17日のギリシャの選挙の直後にあたり、それを受けた市場動向を睨んだ対応が可能となる。追加策の有無や内容も米景気への影響を勘案したものとなりそうであるが、これまでの政策スタンスと同様、景気を下支えする方向での対応がとられる点については異論の無い所と言えよう。

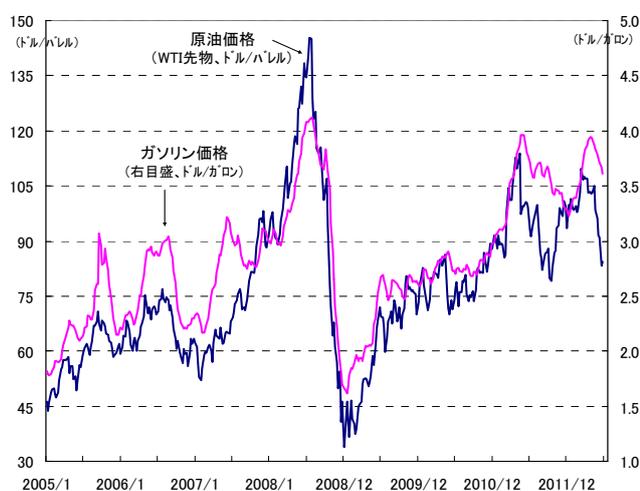
## 2、景気回復に立ちはだかる「3つの下ぶれリスク」

### (1) 欧州問題が先行き最大の警戒材料に浮上～リスク要因だった原油価格は反転

上半期のリスク要因として警戒された原油価格は、一時は109.8ドル/バレル（2/24、WTI期近物）と110ドルを窺う上昇を見せたが、足元では欧州問題を懸念する動きの中で下落に転じ、80ドル/バレル台前半へと急落。昨年もギリシャ危機の混乱等で下落が進行、一時80ドルを割り込んでいるが、この点でも昨年同様の展開となった。地政学的な動きに左右されるため今後の再上昇の可能性は残るが、当面のリスク要因からは外れた形である。

半面、欧州の債務問題は、最大の下振れリスク要因に浮上した。米経済は、リセッションからの回復過程において前述のように多くの成長抑制要因を抱えているため、依然、外的要因等のダメージには脆弱である。当面、実体経済への影響は、リスク回避の動きを強めることに伴う金融市場の波乱によるものが先行するが、株価の急落等、変動幅が大きくなれば、家計のバランスシート調整や資産効果を通じて長期間に渡り個人消費等に影響を及ぼす可能性も出て来よう。

(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)



## ● 混迷するギリシャ問題と先行きの悪化が警戒されるスペイン

### ～短期的な米国への影響はリスク回避の動きが中心に

ギリシャを巡る欧州の債務問題は今年で3年目を迎える。一昨年はギリシャの財政危機がユーロ周辺国のアイルランド・ポルトガル等のPIIGS諸国に広がった。昨年はドイツ・フランス等、トリプルAの格付けを持つ、単独の国家としてみれば問題の少ない国にまで影響が及び、S&P社はドイツ、フランスなどユーロ圏15カ国の長期債務格付けについて引き下げ方向で見直すとしてクレジットウォッチを“ネガティブ”にした。この間、金融市場ではリスク回避の動きが強まり、ユーロ安・ドル高を招くと共に、主要先進国の債券高、株安の動きを強めた。このため、日米を含む先進国中央銀行の資金供給策等が発表されたほか、緊縮策を前提としたギリシャへの資金供与・債務再編の動きが進められ、今年3月には民間関与分を含む合意に達した。一段落と思われたギリシャ問題であるが、5月の選挙で連立政権党が大敗、緊縮策に反対しユーロ脱退も辞さないとする急進派が票を伸ばした結果、政権を樹立できず6/17に再選挙を行うこととなった。ギリシャの無秩序なデフォルトの可能性が高まったとしてリスク回避の動きが強まっている。

(図表8) 繰返されるギリシャ危機：今回で3度目に

	今回(2012年)	昨年(2011年)	一昨年(2010年)
欧州問題の状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ギリシャの支援合意後、連立与党敗戦で再選挙へ→ユーロ危機の様相を強める</li> <li>・スペインで大手銀行の一部国有化等、信用問題</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ギリシャ支援やセーフティネット構築(規模拡大)、民間負担の合意に腐心</li> <li>・域内周辺国→中核諸国の財政問題にも波及</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ギリシャ危機(5月)がアイルランド等の諸国(PIIGS)に飛び火→ユーロ急落、セーフティネットを創設へ</li> <li>・スペイン・ポルトガル等でも格下げの動き(6月)</li> </ul>
株価(NYダウの下記変動幅と率)	-1177(▲8.9%)	-2105(▲16.5%)	-1458(▲13.1%)
同年ピーク(ドル)	13279(5/1)	12760(5/10)	11144(4/15)
ピーク後のボトム(ドル)	12101(6/4)	10655(10/3)	9686(7/2)
米経済の状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>・緩やかな回復持続</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・上半期は中東の春を契機とした原油価格上昇に日本の震災の影響</li> <li>・7月にダウは12719(7/7)まで戻すも、米債務上限問題等の混乱が加わり再下落</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融緩和推進でドル安へ</li> <li>・雇用の回復鈍く、中間選挙で民主党大敗。</li> </ul>
政策対応等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ツイストオペ6月終了後の対応に注目</li> <li>・「財政の崖」への対応が不透明</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・FRBが追加緩和策(8月：向こう2年間のゼロ金利据置、9月：ツイストオペ)</li> <li>・オバマ政権の追加刺激策発表(9月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オバマ政権が追加景気対策発表(9月)</li> <li>・FRBがQE2(11月に国債6千億ドル購入を決定)</li> <li>・ブッシュ減税の2年間延長を発表(12月)</li> </ul>

一方、もう一つのターゲットとされるのがスペインである。スペインでは不動産バブルの崩壊で民間債務が積み上がり、バブルの処理と不況の進行で更なる財政赤字の拡大が見込まれる。こうした中、大手銀行の一部国有化の動きが表面化するなど、懸念された状況が現実となり、スペイン国債の利回りは危険ラインへと接近している。スペインの問題が懸念されるのは、その規模の大きさにあり、仮に同国が支援を必要とする場合、大きすぎて支援が出来ないか、支援金が枯渇し他国への支援が不安定化するリスクを擁する。いずれにしても不動産バブルの崩壊による影響を考慮すると、スペインの抱える問題の早期沈静化には悲観的な見方が多く、今後も折りに触れターゲットとされかねない状況と言えよう。

米国にとって欧州の債務危機が憂慮されるのは、リスク回避の動きによる金融市場の波乱に加え、欧州の景気失速の米国への波及にある。欧州での株式市場の急落は昨年までの例を見ても米国の市場に直結しており、回復途上にある米景気への影響は大きい。特に、ユーロ圏で無秩序なデフォルトが生じれば、これまで以上に金融市場の波乱を来さそう。半面、リセッション脱出後、米経済は3年を経過し昨年以上に体力的に回復している。また、年末の「財政の崖」問題を別にすれば、昨年の債務上限問題のような波乱要因を抱えているわけではない。さらに、これまでも金融市場が混乱に陥る局面では、政策当局が追加緩和策や景気刺激策等を繰り出して景気を下支えしている。今回の見通し改定では若干の下方修正に留め、二番底等、景気的大幅な落ち込みは見込んでいない。

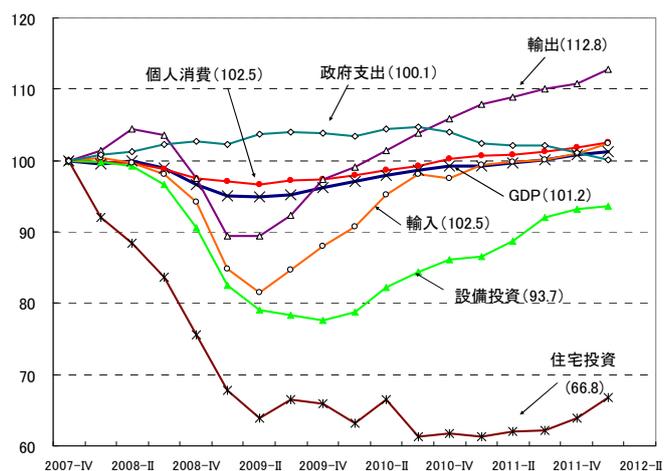
## (2) 住宅価格底割れなら低迷長期化も

### ●底這い続ける住宅投資～巨大な差押予備群が住宅市場の重荷

米景気が回復に向かう中、回復の遅れが顕著なのが住宅部門である。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。その後も一進一退の動きを続けたが、昨年10-12月期は前期比年率11.6%、今年1-3月期は同19.4%と2四半期連続で二桁の伸びが続くなど回復への期待を高めた。

しかし、実質GDP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ると、住宅投資は最近の伸びを考慮しても66.8と他主要項目からの落ち込みが目立つ。住宅投資の冷え込みは、単に一需要項目の停滞に留まらず、資産効果やバランスシート調整、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る。景気の本格回復に向け住宅市場の回復は欠かすことの出来ない要素と言えよう。

(図表9) 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 2012/1Q の値。

## (底這い続く住宅価格)

### ●ケース・シラー指数はほぼ10年前の水準に下落

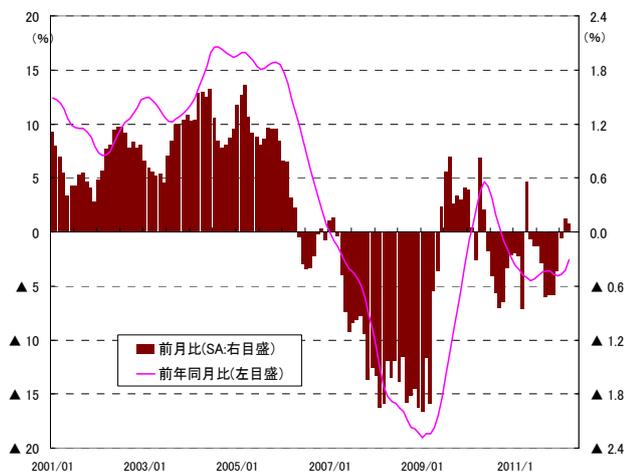
3月ケース・シラー<sup>20</sup>都市住宅価格指数は、前記のように、前月比0.1%(季節調整済)と連月の上昇となったが、前年比では▲2.6%と18ヵ月連続の下落を続けた。このため、2006年央の住宅価格ピーク時から3月までの下落率は▲35.1%となり、ピーク後の最低水準にある。また、3月指数は、住宅ブーム以前との比較では2002年10月以来の低水準に留まる。価格下落が始まってから6年が経過しようという中、なお底値を模索する状況は、資産効果やバランスシート調整等を通じて景気の足かせとなっている。

### ●高水準の差し押さえ物件が価格回復の重石に

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歴史的な高水準にある一方、高水準の延滞・差し押さえ物件が需給面の悪化を招くとともに、住宅価格の下落圧力となっている。抵当貸付銀行協会(MBA)発表の1-3月期の住宅ローン延滞率(差し押さえに移したものを除く30日以上延滞ローン)は7.40%となり、ピークとなった2010年1-3月期(10.06%)から3%ポイント弱の低下となっている。

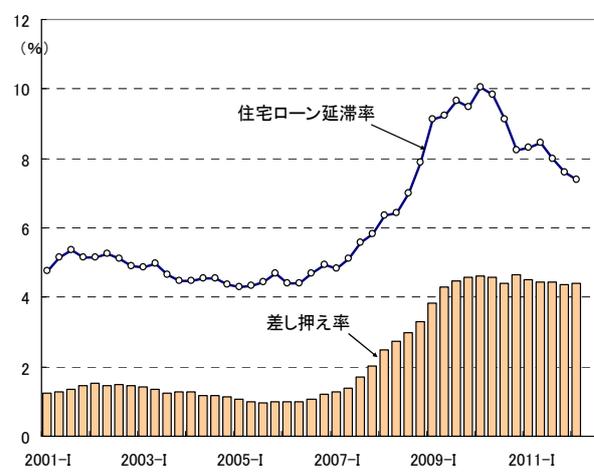
一方、差し押さえ物件の在庫率は4.39%と前期(4.38%)から若干の増加となった。ピークとなった2010年10-12月期(4.64%)から0.25%ポイントの低下に留まるなど高止まりの状況が続く。差し押さえ率の高止まりが続いている背景には、90日以上延滞と差し押さえに移行中の物件の比率が7.44%と高率にあることが大きい。同比率は前期(7.73%)から0.29%ポイントの低下、ピークとなった2009年10-12月期(9.67%)からは2.23%ポイントの低下に留まる。こうした長期延滞物件は差し押さえの予備群を構成しており、住宅市場全体の重石となる一方、住宅市場に一斉に流入すれば価格を一段押し下げ、景気に一層のダメージを与えるリスクがある。ただし、メインの見通しでは、そうしたリスクを擁しながらも住宅価格は、当面、現状からプラスマイナス5%程度のレンジで推移、緩やかな回復を持続する中で差し押さえ物件等の処理が時間をかけて進行していくものと想定している。

(図表10) ケース・シラー<sup>20</sup>都市価格指数の推移



(資料) S&P社、月別

(図表11) 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

### (3) 迫り来る「財政の崖」問題

年末・年始にかけては、ブッシュ減税、オバマ政権の景気刺激策（給与税減税ほか）等の主要な景気対策が期限切れとなるのに加えて、財政赤字削減の一環として財政統制法が発動される。こうした期限切れ等により、財政赤字の対 GDP 比は、2012 年 7.0%から、2013 年は同 3.7%にほぼ半減が見込まれる（CBO 見通し：2012/1）。財政赤字削減自体は好ましいものの、一時期に緊縮策が集中することで景気にとっては強い引き締め効果をもたらす、金融緩和策の効果を削ぐこととなる。こうした年末を境とした財政支出の段差をバーナンキ議長は「財政の崖：a massive fiscal cliff」と呼び議会にたびたび警告を発している。

これらの問題は、“年内”に新たな議決を行わなければ、自動的に期限ないし発動されてしまう所にリスクが生じる。本来、ブッシュ減税等は税制改革も絡んだ大きな課題であり、すでに選挙戦に入りつつある中では、選挙で争点とした後、来年の新体制で議論されるのが適切な対応と言える。そのため、現状のまま半年程度延長を行うとの議決案も検討されているようであるが、年内は現行の議会体制が維持されるため、市場では昨年債務上限引き上げ時の大混乱の再現を警戒している。見通しの改定では、多少の混乱は生じても先送りされる想定とした。

#### 《年末期限となる主要な景気・財政政策》

- ①ブッシュ減税の期限切れ（ARRA:The American Recovery and Reinvestment Act of 2009）
- ②給与減税の停止（The Temporary Payroll Tax Cut Continuation Act）
- ③財政統制法の発動（The Budget Control Act）

### ●予算教書とCBO(現行法規を想定)の経済効果の差異

「財政の崖」による経済面への影響については、CBO（議会予算局）の試算を参考にしたい。CBOの試算では現法規通りの期限で実施されると想定する一方、オバマ政権の予算教書では、統制法による向こう10年間で1兆ドルの赤字削減、富裕層のブッシュ減税停止を取り込むものの、その他のブッシュ減税や給与税減税等は延長される。この結果、予算教書の財政赤字額は2012年度の赤字額は1.3兆ドル（GDP比8.1%）、2013年度は1.0兆ドル（GDP比6.1%）へと低下する。その後2017年度には同2.5%にまで低下した後反転し、2022年度には3.0%に到達する。

予算教書の見通しは、現行法規を前提（この場合、財政の崖が実施される）としたCBOのベースラインとは大きく異なる。2013年度の予算教書の赤字額は、3650億ドル（GDP比2.2%）CBOのベースラインを上回り、その後も2022年度まで、対GDP比で1.4%~1.9%上回った状況が続き、この間の累積赤字増では3.5兆ドルとなる。

CBOでは、こうした赤字見通しの相違についてどの程度の経済効果が生じるのかを分析している。結果として、予算教書はCBOのベースラインに比べ、当初のGNP(注)を上昇させるが、その後は、政府債務増が雇用所得税率維持の効果を相殺して上回ることにより、CBOのベースラインよりもGNPを下回ることとなる。2013年から2017年までのGNPを平均すると、予算教書とCBOのベースラインとの差異は▲0.2~+1.4%、2018年から2022年までは▲0.5~▲2.2%としている。（注：CBOでは、短中期と長期にそれぞれ2モデル、計4モデルを用い、また、それぞれの前提の下にシミ

ュレーションを行ったこともあって、相当幅を持たせたレンジでの推計結果となっている。なお、労働と資本の居場所に縛られないよう GNP を用いたとしている)

(図表 12) 予算教書と CBO の赤字見通し (年度、10 億ドル)

(10億ドル)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Total	
												2013-	2013-
												2017	2022
CBO のベースライン	-1,171	-612	-385	-257	-259	-201	-175	-224	-234	-237	-303	-1,713	-2,887
予算教書 (CBO 比の赤字増)	-82	-365	-317	-282	-270	-287	-335	-377	-404	-440	-425	-1,522	-3,504
歳入増 (CBO 比)	-61	-228	-178	-176	-181	-198	-229	-256	-274	-301	-333	-961	-2,354
歳出増 (CBO 比)	20	137	139	106	90	89	106	121	131	139	92	561	1,150
予算教書 (赤字計上額計)	-1,253	-977	-702	-539	-529	-488	-510	-602	-638	-678	-728	-3,235	-6,390
うち統制法による自動削減額	0	65	92	101	103	105	105	105	105	104	94	466	980

(資料) CBO

(図表 13) 予算教書と CBO ベースライン (現行法規を前提) との経済効果の相違

(暦年)	2013	2013-2017	2018-2022
実質 GNP 伸び率の差異 (平均、%)	0.6~3.2	▲0.2~1.4	▲0.5~▲2.2
(= 予算教書 - CBO)			

出所: CBO, 2012/4

(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。