

Weekly
エコノミスト・
レター

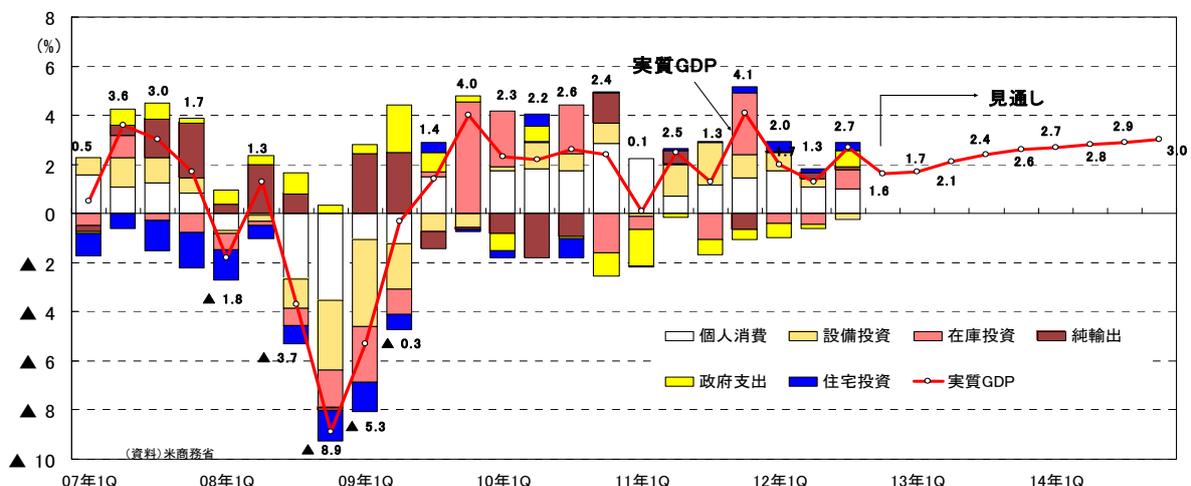
米国経済見通し～「財政の崖」を回避できれば、緩やかな成長が持続

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

<米国経済の見通し>

1. 大統領選挙後も政権・議会との勢力図に変化は無く、年末・年始に期限の迫る「財政の崖」の回避に向けた交渉が注目される。その対応次第では、個人消費、設備投資等への影響は大きく、また、景気の先行きを極めて不透明にしているため、速やかな決着が望まれる。現状では先送りの可能性が高いと見られるが、その場合にはこの問題のリスクも先送りされるため、持続的な下振れリスクとして位置づけられよう。
2. なお、足元では、先行きの不透明感の強まりから、設備投資が手控えられ雇用の回復も緩慢である。そのため、所得が伸び悩んでおり、消費の伸びも芳しくは無い。ただ、住宅市場は回復の動きを強めており、これまで景気や個人消費に抑制的な影響を及ぼしていたこともあって今後の改善への期待は大きい。
3. 政策面では、高止まりする失業率の改善に向け、F R Bが追加緩和策を講じる可能性が強まっており、引き続き金融政策の動向が注目される。今後も政策的な下支えにより緩やかな成長が続こう。2013年の成長率は2.0%、2014年は2.6%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) 最大の懸念材料は期限の迫る「財政の崖」

11月の大統領・議会選挙の結果、オバマ大統領が再選される一方、議会上院を民主党、下院を共和党が制すなど選挙前と勢力図は変わらず、大統領と下院共和党とのネジレも維持されることとなった。11月13日より議会が再開し、オバマ政権と議会両党とで「財政の崖」を巡る交渉が始まっている。これまでブッシュ減税における富裕層の取り扱いを巡り激しく対立した両党であるが、選挙後もこの点を巡る主張に変化は見られず、今後の行方が注目される。

ただし、両党とも「財政の崖」を回避すべきとの考えでは一致しており、一定の合意の下に現状を維持・先送りし、新議会に改革を委ねると思われる。当面、そうした合意が出来るかが注目されるが、仮に先送り出来たとしても、その後は新たな期限に向けて再び混乱を招く可能性もあり、「財政の崖」の交渉は、新年も景気の下振れリスクとして留意しておく必要がある。

●7-9月期GDPは2.7%に上方修正も、先行きには不透明感強く推進力に欠ける状況

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4.1%とリセッション後では最大となる成長率を記録した後は、1-3月期同2.0%、4-6月期同1.3%と低下、7-9月期は同2.0%から2.7%へと上方修正された。ただ、7-9月期の伸びは1年ぶりの高率ながら、内訳を見ると在庫や政府支出の寄与が大きく、個人消費は同1.4%と1年半ぶりの低水準、設備投資に至っては同▲2.2%と減少し3年ぶりの低水準に落ち込むなど主要な需要項目の不振が目立つ。

7-9月期は「財政の崖」などで景気の先行きに不透明感が強まり、設備投資の減少を招いた。こうした状況は10-12月期に入っても変わらず、「財政の崖」への警戒とハリケーンの影響等から再び低成長に留まる可能性が強い。

(図表2) 7-9月期GDPの上方修正の主因は在庫投資

(前期比年率) 〈実質〉	伸び率(%)				寄与度(%)			
	12/4-6月期	2012/7-9月期			12/4-6月期	2012/7-9月期		
	実績	速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)	実績	速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)
GDP	1.3	2.0	2.7	0.7	1.3	2.0	2.7	0.7
個人消費	1.5	2.0	1.4	▲0.6	1.06	1.42	0.99	▲0.43
設備投資	3.6	▲1.3	▲2.2	▲0.9	0.36	▲0.13	▲0.23	▲0.10
住宅投資	8.5	14.4	14.2	▲0.2	0.19	0.33	0.32	▲0.01
在庫投資	-	-	-	-	▲0.46	▲0.12	0.77	0.89
純輸出	-	-	-	-	0.23	▲0.18	0.14	0.32
輸出	5.3	▲1.6	1.1	2.7	0.72	▲0.23	0.16	0.39
輸入	2.8	▲0.2	0.1	0.3	▲0.49	0.04	▲0.02	▲0.06
政府支出	▲0.7	3.7	3.5	▲0.2	▲0.14	0.71	0.67	▲0.04
国内最終需要	1.4	2.3	1.7	▲0.6	-	-	-	-
名目GDP	2.8	5.0	5.5	0.5	-	-	-	-

(資料) 米国商務省

(各需要項目別の動向と見通し)

(2) 不透明感強く、消費・設備投資とも低めの成長

11月雇用者増は、ハリケーンや「財政の崖」の影響が懸念され、市場予想の前月比8.5万人の減速見込みにもかかわらず、同14.6万人と増加を見せた。ただし、生産部門では同▲2.2万人と2年半ぶりの減少幅となった。「財政の崖」が景気の先行き不透明感を強める中で生産部門の経営者は設備投資や新規の雇用を手控えたと思われる。なお、最近3ヵ月の月平均(13.9万人増)は、堅調だった1-3月期(同22.6万人増)から大きく鈍化、個人所得への寄与は十分とは言えない。

一方、11月の自動車販売台数は年率1554万台（オートデータ社）、前年比14.7%増と今年最大だった9月（同1494万台）を大きく上回り5年ぶりの高水準となった。ハリケーンの影響もあって10月の前月比が▲4.4%と減少、その反動と新車への買い替え需要が伸びを高めた。また、クリスマスセールでは、感謝祭後の週末等での好調な出だしが伝えられている。消費への好影響も期待されるが、全体的には緩慢な成長下で個人所得の伸びは芳しくなく、**個人消費**の伸びも抑制され、2013年は1.8%、2014年は2.6%を見込んだ。

企業部門では、企業のセンチメントを示すISM（米供給管理協会）指数のうち、11月製造業指数（PMI）が49.5と3ヵ月ぶりに50を割り込んだ。同指数の50は製造業の拡大・縮小の分かれ目とされ、製造業の減速が示された形となった。11月水準はリセッション脱出直後の2009年7月以来の低水準となる。特に、先行きの景気見通しの影響を受け易い受注指数や雇用指数の低下が大きかった。企業からの回答でも「財政の崖」の影響が色濃く受け取れる。7-9月期は3年ぶりに減少となった**設備投資**であるが、先行きの景気不透明感が改善するまで強い伸びは望みにくい。2013年の設備投資は3.3%、2014年は6.3%の伸びを見込んだ。

個人消費、設備投資が低めの伸びに留まる中、**住宅投資**の回復に期待したい。一戸建て住宅着工の先行指標とされる住宅市場指数は、11月に46（前月は41）と7ヵ月続伸、2006年5月以来の水準を回復した。9月ケース・シラー20都市住宅価格指数では、前月比0.4%（季節調整済）と8ヵ月連続の上昇、前年比でも2010年7月以来の上昇率となるなど、住宅市場は回復の動きを強めている。今後も回復が続けば、個人消費や雇用市場の回復に好影響を及ぼすことも期待されよう。住宅投資は、2013年11.1%、2014年11.8%の伸びを見込んだ。

そのほか、輸出に関しては、特に主たる輸出先である欧州をはじめ、海外経済の景気動向が思わしくないため、当面、多くは期待できない。また、政府支出は、財政赤字削減策が目下の最大の課題でもあり、縮小傾向が続くと思われる。

（GDPの見通し）

（3）緩やかな成長が持続～2013年2.0%、2014年2.6%を見込む

米経済の現状は、GDPではリセッション前の水準を回復したものの、雇用者は失われた半分程度の回復、住宅価格に至っては下落幅の2割程度を回復したに過ぎない。上記のように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するなど、いずれも個人消費に影響が大きい。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だろう。

また、大統領選後も政権と議会の勢力図には変化がなく、引き続き「財政の崖」問題に決着が見出せない。足元で不透明感を強めている「財政の崖」と、過去数次に渡り米景気に減速をもたらした「欧州問題」が下振れリスクとなる状況は、今後も持続しそうだ。欧州の問題は、主要な課題がギリシャからスペイン等へと移行、ユーロ圏全体の取り組み方に注目が集まるが、いずれにしても短期的に解決できる問題ではない。また「財政の崖」の先送りでは、その懸念も先送りすることとなる。先行きの景気に不透明感が続く中では、個人消費や設備投資が抑制され、景気は緩慢な回復に留まるだろう。

緩やかな成長が続く米経済では、異例の金融緩和策による下支えも続くだろう。財政赤字削減を進める中では財政政策に期待できず、金融政策に注目が集まる。12月はツイストオペレーションの終了に伴い、追加緩和策が期待されている。「財政の崖」を回避できれば、下振れ懸念はそれほど強まっているわけではなく、金融緩和策等に下支えされた緩やかな回復が続くと思われる。

以上により、米国経済の成長率は2013年2.0%、2014年2.6%と見込まれる。大統領・議会選挙を通過後も議会勢力図に変化はなく、景気見通し面でも基調的な変化はない。

(図表3) 米国経済の見通し

	単位	2011年	2012年	2013年	2014年	2012年				2013年				2014年				
		(実績・予測)	(実績)	(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	
実質GDP	前期比年率、%		1.8	2.2	2.0	2.6	2.0	1.3	2.7	1.6	1.7	2.1	2.4	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
個人消費	"、%		2.5	1.8	1.8	2.6	2.4	1.5	1.4	1.5	1.7	2.1	2.3	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9
設備投資	"、%		8.6	7.3	3.3	6.3	7.5	3.6	▲2.2	3.0	3.8	5.3	4.0	6.2	6.7	6.8	7.3	7.5
住宅投資	"、%		▲1.4	11.7	11.1	11.8	20.5	8.4	14.3	11.0	11.5	10.8	9.5	10.0	11.7	14.9	12.2	13.2
在庫投資	寄与度		▲0.1	0.2	▲0.1	0.1	▲0.4	▲0.4	0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
純輸出	寄与度		0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.1	0.2	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.1
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%		3.1	2.2	2.0	1.9	2.5	0.8	2.3	1.8	1.4	1.5	1.7	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1
失業率	平均、%		9.0	8.1	7.6	7.3	8.3	8.2	8.1	7.8	7.7	7.7	7.6	7.5	7.4	7.3	7.2	7.2
FFレートの誘導目標	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、%		2.8	1.8	2.2	2.5	2.0	1.8	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

2、見通しのポイント

米経済では緩やかな成長ながらも改善の動きが徐々に進行している。目先、「財政の崖」が立ち上がるのに加え、雇用回復の遅れによる所得の伸び悩みが続き、これまでの住宅価格下落に伴う資産効果等により個人消費が抑制される。それらを異例の金融政策が下支えする構造に、直ぐには大きな変化は見られないだろう。以下では、当面の注目点である「財政の崖」、個人消費の動向、住宅市場の改善、追加金融政策、等の動きに注目した。

(1) 「財政の崖」回避が喫緊の課題

① 大統領選後も政権・議会勢力図は不変

4年ぶりの大統領選挙は、オバマ大統領が再選を果たす一方、議会は上院を民主党、下院を共和党が制し、選挙前からの勢力図に変化は無かった。支持率での拮抗が伝えられたように得票率はオバマ大統領50%、ロムニー候補48%となったが、激戦州の多くをオバマ大統領が確保したため、獲得

(図表4) 選挙後の議席状況

《上院》				
	民主党	共和党	他	選挙年
改選後	53	45	2	2012年大統領選挙
改選前	51	47	2	—
今回改選結果	23	8	2	2012年大統領選挙
今回改選数	21	10	2	2006年中間選挙
次回改選数	20	13	0	2008年大統領選挙
次々回改選数	10	24	0	2010年中間選挙

《下院》				
	民主党	共和党	欠員	選挙年
改選後(2012年選挙)	200	234	1	2012年大統領選挙
改選前(2010年選挙)	190	240	5	2010年中間選挙
2008年選挙	233	202	0	2008年大統領選挙

した選挙人数ではオバマ大統領 332 人、ロムニー候補 206 人と大きく開いた。一方、議会選では、上院は民主党 53 人、共和党 45 人、下院では民主党 200 人、共和党 234 人となり、多数党に変化はない中、民主党が両院で議席数を増加させた。

2010 年の中間選挙で雇用回復の遅れにより民主党が大敗した後も、雇用・景気回復が芳しくなかったため、オバマ大統領の支持率が伸びず、当初は共和党の優勢も伝えられた。結局、大統領側が景気回復の遅れに危機意識を高め、若者、女性、マイノリティといった従前の支持基盤の強化に成功したことが大きい。一方、共和党は、高失業率・緩慢な景気回復といった状況を有利に生かすことが出来ず、マイノリティ票の獲得増などが今後の課題となっている。

いずれにしても大統領が再選され、下院を共和党が占める現体制が確定したため、政権と議会とのネジレも持続する。2010 年の中間選挙で共和党が下院を支配してからは多くの法案が成立せず、廃案、又は先送りされており、こうした法案の累積が「財政の崖」となって対応を迫られている。二期目の政権運営では、議会共和党とどのように折り合い、これまでの硬直状態から脱していくかが、オバマ大統領にとって、法案の内容と同等に重要な課題となりそうだ。

②影響大きい「財政の崖」

選挙後も来年初までは現職議員の任期が続くが、年末・年始に期限を迎える「財政の崖」にとって、現議会での議決がなければ、①ブッシュ減税の期限切れ、②予算管理法の発動による強制歳出減、③給与税減税等の景気対策の失効、などが重なり、前年度比で合計約 5 千億ドルに昇る増税・歳出減が実施される。

実際にこうした急激な財政赤字圧縮が生じると経済への影響は大きく、CBO(議会予算局)では、「財政の崖」の実現により、2013 年の実質 GDP 成長率は年率で上半期▲2.9%、下半期 1.9%、年間で▲0.3%とリセッションに陥り、約 200 万人の雇用を失い、2013 年 4Q の失業率は 9.1%に上昇するとしている。

(図表 5) 2013 年度赤字削減額内訳 (対前年度比)

(総 計)		487
歳入面		393
	ブッシュ減税等の失効	225
	給与税減税の終了	85
	その他の減税等の終了	65
	医療保険料等の増額	18
歳出面		98
	予算管理法による削減措置	54
	失業保険期間延長措置の失効	34
	診療報酬削減措置の失効	10
その他(注)		-4

(資料)CBO8月修正見通し、単位:10 億ドル、(注)上記内訳に分類不可のもの、フィードバック効果の差し引き等

③「財政の崖」問題への対応状況

オバマ大統領は、再選直後に共和党のペイナー下院議長を始め、両党の議会幹部と協議を行い、12 月下旬までに合意を目指すことで一致した。また、12 月上旬には、オバマ大統領、下院共和党が赤字削減策を提案、オバマ大統領は 2013 年度予算案をベースに今後 10 年間で 4.4 兆ドルに昇る財政赤字削減を行うとし、下院共和党案では、所得控除と歳出面の見直しで、今後 10 年間で 4.6 兆ドルに昇る財政赤字削減を行うとしている。しかし、両案とも従来の主張を基に作成されており、双方とも受け入れられるものではないと批判している。

「財政の崖」の中でも、最大の懸案である**ブッシュ減税**における富裕層の取り扱いについては、オバマ大統領が「米国民98%の所得税を維持する一方、2%の富裕層向け(25万ドル以上の世帯収入層)の減税は延長しない」と選挙中の主張を繰り返し、ベイナード院議長も「富裕層向けの増税に反対」と主張、交渉の進展は見られていない。ブッシュ減税が期限切れとなると、現在35%の所得税最高税率が39.6%に戻され、キャピタルゲイン税、配当税等でも引き上げが実施される。

ただ、オバマ大統領は「富裕層の増税は不可欠」とする一方、非公式ながら「クリントン政権下のピークまでは引き上げるつもりは無い」との発言をするなど、共和党との妥協点を探っている。一方、共和党では所得税率引き上げに反対する一方、諸控除の制限・撤廃等による富裕層の実効税率引き上げの可能性は否定していない。今後は、富裕層の範囲、その税率の引き上げ幅や税控除額の抑制、等で双方の合意できる条件を詰めることとなりそうだ。

そのほか、予算管理法の発動による**強制削減**等の問題については、オバマ大統領がメディケア（高齢者向け医療保険制度）やメディケイド（低所得者向け医療保険制度）などの削減に反対する一方、共和党では国防費を含めた一律削減に反対の立場を取っている。この交渉では、一律削減では、予算執行に際しての支障が大きいことから、削減の規模や対象を縮小する一方、増税策を併用した赤字削減策の協議が報じられている。

景気対策では、オバマ政権の給与税減税や失業保険期間の特別延長措置、企業向け設備投資減税等が期限を迎える。オバマ大統領は給与税減税の拡充、恒久化を狙っていたが実現できず、設備投資減税では研究開発投資等すでに期限切れとなったものもある。企業向けの様々な税優遇措置の削減も絡んでくるため、バランスの取れた解決策には時間がかかりそうである。

いずれにしても、当初は恒久的な税制改革を目指したブッシュ減税の内容は個人税制全般に渡り、改正には時間を要する。景気対策法案も景気回復が半ばの状態打ち切れれば、金融緩和策とのバランスに齟齬が生じよう。オバマ大統領は「年内に包括的な税制・社会保障改革に取り組む時間はない。2013年終盤にかけ税制の控除制限や税率の引き下げを検討することになる」としており、「財政の崖」を

(図表6) 12月上旬に公表のオバマ大統領と共和党の赤字削減策

	オバマ大統領の案	共和党の案(ベイナード議長ほか)
ベースとなった案	・2013年予算教書	・超党派の赤字削減委員会策定案
赤字削減総額	・10年間で4.36兆ドルの赤字削減	・10年間で4.6兆ドル(新たな赤字削減は2.2兆ドル)
歳入面	・富裕層の減税打ち切り(所得税で6千億ドル、配当・売却益税で2千億ドル等、10年間で9.6千億ドルの歳入増) ・各種控除の見直し(10年間で6千億ドル)	・所得税以外の各種控除の見直しで8千億ドルの増収(10年間で)
歳出面	・社会保障などの削減(10年間で4千億ドル) ・うちヘルスケア支出を3.5千億ドル圧縮(10年間で) ・戦費圧縮のほか、すでに決められている歳出削減 ・インフラ整備(950~4250億ドルの歳出増)	●歳出削減総額で1.4兆ドル(10年間計) ①ヘルスケア支出を6千億ドル圧縮(10年間計) ②義務的支出プログラムの変更で3千億ドル(10年間) ③物価上昇率減速による社会保障費の削減(10年間で2千億ドル) ④すでに決められている国内支出節減で3千億ドル(10年間計)
想定される妥協案	・世帯収入40万ドル超(又は100万ドル超)の最高税率を39.6%→37.0%へ	
相手案への評価	・共和党が増税に応じなければ、公的給付削減には応じない。	・これまで共和党が拒否してきた案に過ぎず、政府が歳出削減案を提示しなければ増税交渉に応じない。

巡る交渉は、一定の条件・方向付けで合意できれば、各法律の期限を1年程度先送りし新議会に対応を委ねることになりそうである。ただし、そうした合意できる条件を見出せるのか、目処は立っておらず、「財政の崖」が部分的に実施される可能性は消えていない。

(2) 底堅さを見せる個人消費～所得の裏づけには不安も

① 出だし好調なクリスマスセール

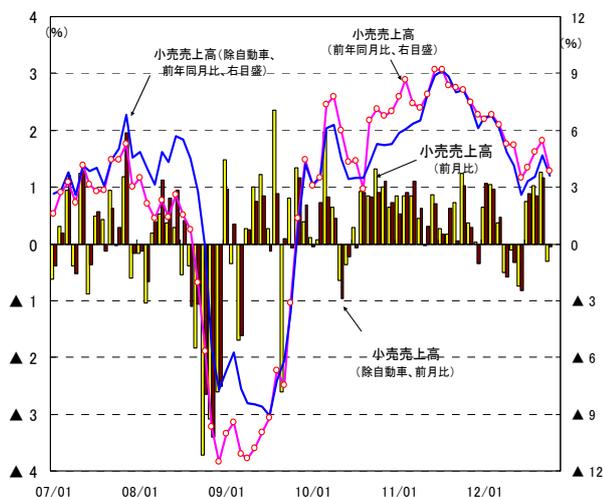
クリスマスセールは景気の強さを見る上で重要な指標であり、その成否は来年の景気にも影響を及ぼすが、セールの出だしは好調に推移している。全米小売協会（NRF）の集計では、感謝祭直後の金曜日（ブラックフライデー）の買い物客数は0.89億人（ネットを含む）と前年比3.5%増、ブラックフライデーを含む週末3日間の買い物客数では2.47億人と前年比9.3%増（去年は同6.6%）、一人当たりの平均支出額も423ドルと前年比6.3%増（去年は同9.1%）となった。好調にスタートしたクリスマスセールであるが、今後の行方は「財政の崖」の影響が大きい。ブッシュ減税や給与減税の行方は、消費者全体の税率に直結するため、消費動向に大きく影響する。「崖」を回避できなければセールの失速もあり得る半面、前向きな合意に至れば後半のセールを盛り上げよう。

なお、クリスマスセールの当初予想では、セール期間中の売り上げを前年比4.1%（全米小売連盟による11～12月合算の予想）とし、昨年の実績（5.6%）は下回るが過去10年の平均伸び率3.5%を上回るとしている。

② 好調な自動車販売～11月小売売上高では回復を期待

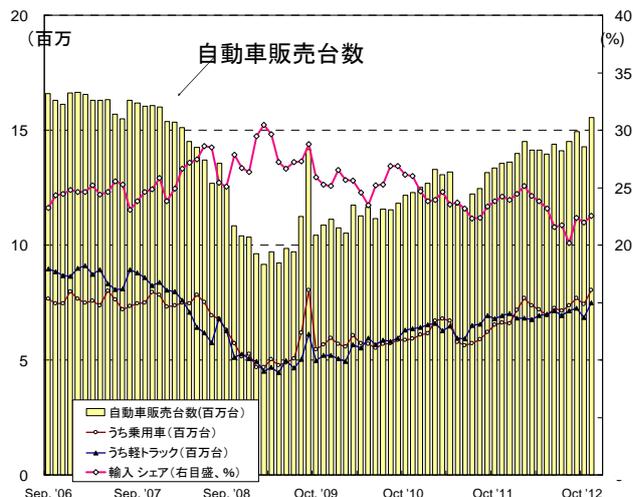
小売売上高は10月までの発表となるが、10月は前月比▲0.3%（9月同1.3%）と4ヵ月ぶりに減少、市場予想（同▲0.2%）を下回った。自動車販売が同▲1.5%（9月同1.7%）と昨年8月（同▲2.0%）以来のマイナス幅に落ち込んだことが大きい。自動車販売を除いた小売売上高は横ばいとなるが、こちらも市場予想（同0.2%）や9月の伸び（同1.2%）を下回った。ただ、10月はハリケーン・サンディの襲来が東海岸地域を中心に影響を及ぼしたとされる（注）。

(図表7) 小売売上高の推移



(資料) 米商務省

(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

このため、ハリケーン襲来に備えて購入を増やしたガソリン（同 1.4%）、食品店（同 0.8%）等の伸びが高く、半面、建築資材（同▲1.9%）、通信販売等（同▲1.8%）、電気器具（同▲1.0%）、等の減少が大きかった。ただ、上記のようにクリスマスセールの出だしは好調であり、11月の自動車販売が反動増を見せるなど、ハリケーンの影響は一時的と思われる（図表7）。

一方、自動車販売を台数ベースで見ると、11月は1554万台（オートデータ社、年率換算）と今年最大だった9月（同1494万台）を大きく上回り、2007年12月（同1600万台）以来5年ぶりの高水準となった。前年比では14.7%の増加、前月比では8.7%と高い伸びを見せたが、10月がハリケーンの影響もあって前月比▲4.4%と減少しており、その反動と新車への買い替え需要を背景に伸びを高めたと思われる。なお、11月はリセッション突入時以来の高水準を回復したが、今後も低燃費モデルへの買換え需要等が続くと見られている。2012年年間では1450万台程度と2007年以降での最高水準に、2013年は1550万台程度の堅調な推移が予想されている（図表8）。

（注：ハリケーン・サンディは10/29に東海岸に上陸、大消費地であるニューヨーク、ニュージャージー州に大きなダメージを与え、その他計24州に影響を及ぼした）

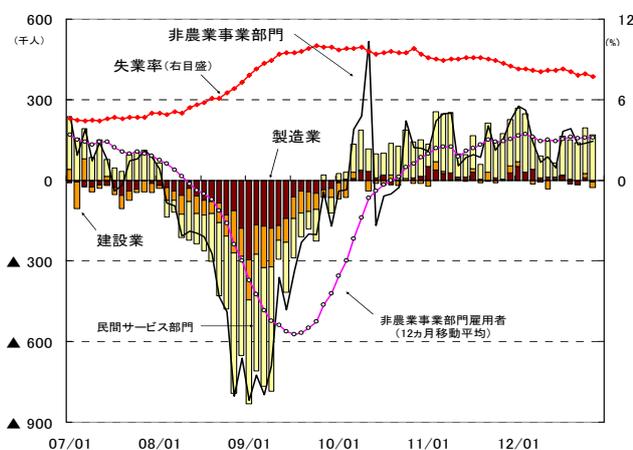
③個人所得を左右する雇用動向～11月の雇用者増は14.6万人

リセッション脱出(2009年6月)後も長らく「雇用市場」と「住宅」の回復の遅れが景気回復の妨げとされてきた。いずれも、GDPの7割を占める個人消費に影響が大きく、7-9月期の個人消費が年率1.4%と低率に留まっている背景とも言えよう。

11月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比14.6万人増と予想外の増加を見せ、前月(13.8万人)を上回った。ただ、1-3月期の月平均22.6万人増や7-9月期の同16.8万人増を下回るなど強い改善ではなく、緩やかな伸びを維持した形に留まる（図表9）。

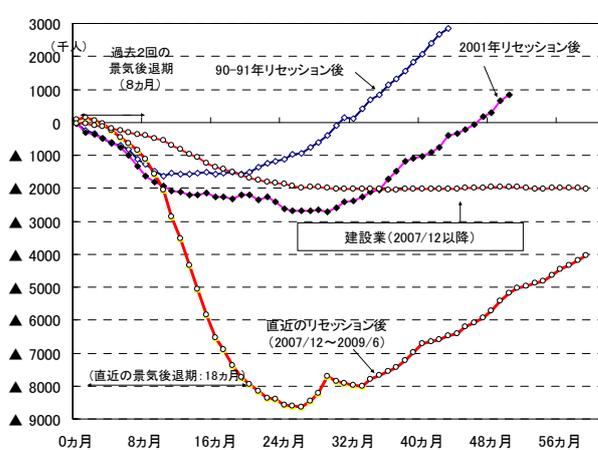
雇用者は26ヵ月連続での増加が続いているが、課題は回復速度にあり、現状程度の増加では失業率の大幅な改善は難しい。また、リセッション入り後の雇用減少規模が最大860万人超と前回リセッション時(270万人)の3倍に昇るなど、今回リセッションによる雇用への影響が極めて大きかったのに対し、現状は漸く減少分の過半を回復したに過ぎない。失業率(11月7.7%)もリセ

（図表9）雇用者増減の推移(前月比、千人)



（資料）米労働省

（図表10）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

セッション突入時（2007年12月5.0%）を大きく上回るなど雇用回復の動きは鈍い。これには、累積減少数200万人を数える建設部門の雇用が未だに底這いを続けていることもその一因と言え、今後の住宅市場回復への期待は大きい（図表10）。

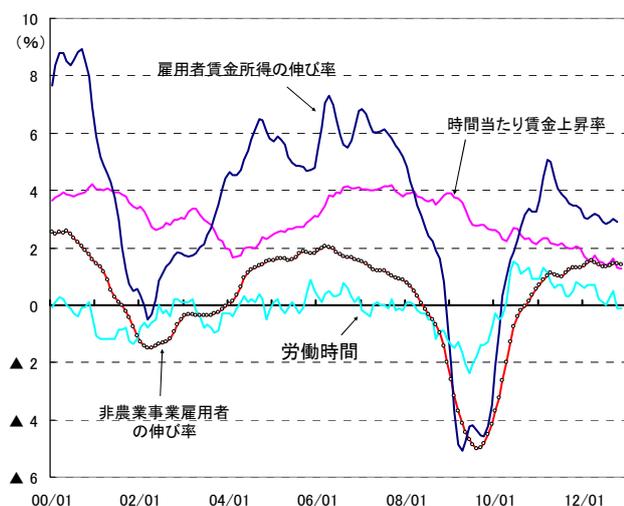
④10月個人所得・消費低迷にはハリケーンの影響

前年比で雇用状況を見ると、雇用者増が横這う中、賃金上昇率や労働時間が低下傾向にある。このため、賃金所得も2011年2月の5.4%をピークに低下傾向を続け、10月は2.5%と2年半振りの低水準となった。これでは個人所得の押し上げには力不足である。10月の個人所得全体では前年比3.1%、可処分所得は同3.0%、個人消費も同3.1%と伸び悩んだ。実質ベースでは可処分所得が1.2%、個人消費が1.3%と低率に留まる（図表11・12）。

ただし、10月は他の統計同様にハリケーンの影響を受けており、前月比の個人所得は横這い（9月同0.4%）、個人消費は▲0.2%（9月は同0.8%）と3月（同▲0.2%）以来の減少を見せた。半面、貯蓄率（名目可処分所得比）は3.4%と6月以来の上昇を見せた。

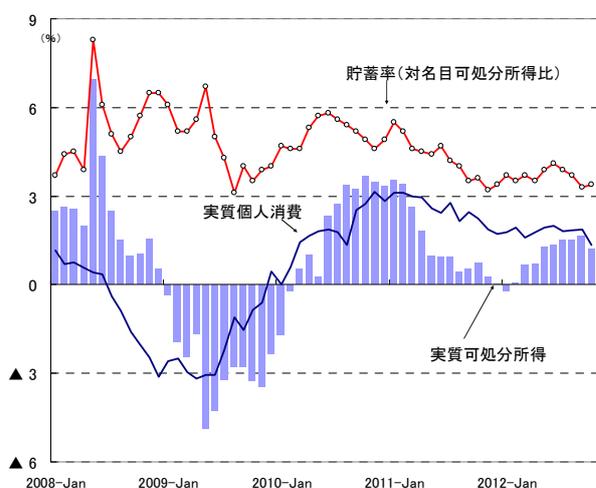
なお、10月エネルギー価格は前月比▲0.2%と8月（同5.8%）、9月（同4.8%）の高騰から減少に転じ、FRBの注目する10月個人消費の価格指数（PCE）は前月比0.1%、コア指数は同0.1%と9月と同率で安定した推移を見せている。

（図表11）雇用状況と賃金所得の推移（%）



（資料）米国労働省、（注）前年同月比の3ヵ月移動平均

（図表12）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

⑤金利低下で家計の返済負担が改善

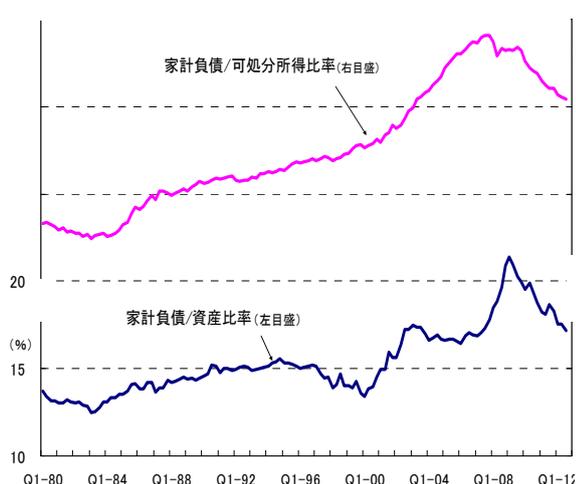
家計の負債を資産との対比で見ると、2012年3Qの負債/資産比率は17.2%となり、ピークだった2009年1Qの21.4%から低下、リセッション入り前の2007年2Q（17.1%）とほぼ同水準となった。また、可処分所得で見た負債比率は112.7%とピークの134.4%（2007年3Q）から低下、2003年2Q（112.4%）とほぼ同水準に低下したが、前々回リセッション終了後の2001年4Q（103.8%）との比較ではなお高水準にある（図表13）。

一方、可処分所得比で家計の返済負担率を見ると、DSR（デット・サービス・レシオ）は10.69%（2012/2

Q) と 1993 年以來の低水準に、FOR (金融支払い負担) では 15.78% (2012/2Q) と 1984 年以來の低水準に低下している。ゼロ金利政策やツイストオペレーションの実施等、異例の金融緩和策が実施される中、長期金利も歴史的な低水準で推移しており、返済負担の軽減は負債の減少以上に進展している (図表 14)。〔注、DSR : デット・サービス・レシオ=住宅ローンと消費者信用の返済負担、FOR : 金融支払い負担=DSR+自動車リース料・家賃・保険料等、いずれも可処分所得比 (%)、出所 : F R B〕

(図表 13) 家計の負債比率の推移(四半期)

(図表 14) 家計の金融支払い負担(対可処分所得比)



(3) 注目される住宅市場の回復～本格回復への期待も

最近の経済動向で注目されるのは、住宅市場が回復への動きを強めていることだろう。住宅市場指数が 6 年来の水準を回復し、住宅着工件数も回復傾向を辿る。住宅販売の回復から在庫調整が進み、住宅価格の上昇も持続的である。現状の住宅市場の回復水準は過去の平均的水準を大きく下回るなど回復の余地が大きい半面、未だに資産効果等で消費に抑制的に作用している世帯も多いと思われる。回復の遅れが顕著な住宅市場が本格回復に向かえば、資産効果面の影響や、関連消費・建設需要などの需要増に加え、建設部門等の雇用面への影響も大きい。

① 6 年ぶりの高水準を回復した住宅市場指数

一戸建て住宅着工の先行指標とされる**住宅市場指数**(HMI / WF (Housing Market Index))は、11月に46(前月は41)と7ヵ月続伸、2006年5月以來の水準を回復した。同指数はNAHB(全米ホームビルダー協会)が一戸建て住宅販売業者に「現況」「6ヵ月後」「引き合い状況」等を調査、発表している。HMIは、2006年5月以降6年以上に渡り住宅販売コンディションの良し悪しの分かれ目とされる50を割り込んで推移しているが、本年4月に24を付けて以降、11月には50に急接近するなど、住宅市場の急速な改善を示唆している。

一方、商務省発表の10月**住宅着工**は年率89.4万戸(前月比3.6%)と続伸、2008年7月以來の高水準となった。前年比では41.9%の急増となる。一戸建て住宅が前年比35.3%、集合住宅は同62.9%と増加した。地域別では西部が前年比73.1%増加した一方、北東部は同10.8%とバラつきが見られた。

住宅着工は2009年4月に年率47.8万戸と記録的な低水準をつけた後、50~60万戸台の推移を続け

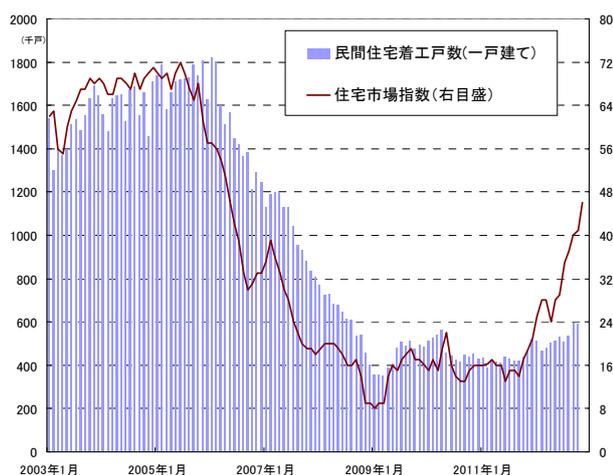
ていたが、今年に入ってから増加傾向を強めている。現状水準は2006年ピーク時（同227.3万戸）の4割にも届かないが、回復への期待は強まっている。

②ケース・シラー指数は8ヵ月連続の上昇

住宅価格の上昇持続も住宅市場の回復を勢いづけている。9月**ケース・シラー20 都市住宅価格指数**は、前月比 0.4%(SA:季節調整済)と8ヵ月連続の上昇となった。前年比では 3.0%と 2010年7月以来の上昇率となる。ただし、2006年中央の住宅価格ピーク時から9月までの下落率は▲29.2%と、これまで最大の下落率(本年3月の▲35.1%)から2割程度改善したに過ぎない。なお、9月の20都市指数の水準は、住宅ブーム以前との比較では2003年9月と同程度となる。

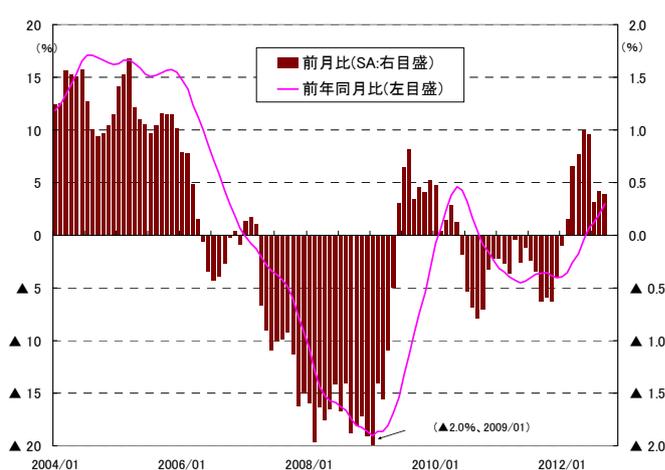
今後も価格改善の動きが強まれば、これまで様子見にあった買い手が住宅取得のために参入、価格回復の動きを加速しよう。また、価格回復の動きが進展すれば、住宅の建設コスト面からの制約が緩和され、建設の促進も期待できる。住宅投資は2006年以降、長期間冷え込んでおり、住宅価格の下落が資産効果やバランスシート調整等を通じて景気の足かせとなっていただけに回復への期待は大きい。

(図表 15) 住宅市場指数と着工件数の推移



(資料) 商務省、NAHB、月別

(図表 16) ケース・シラー20 都市指数の推移



(資料) S&P 社、月別、SA:季節調整済

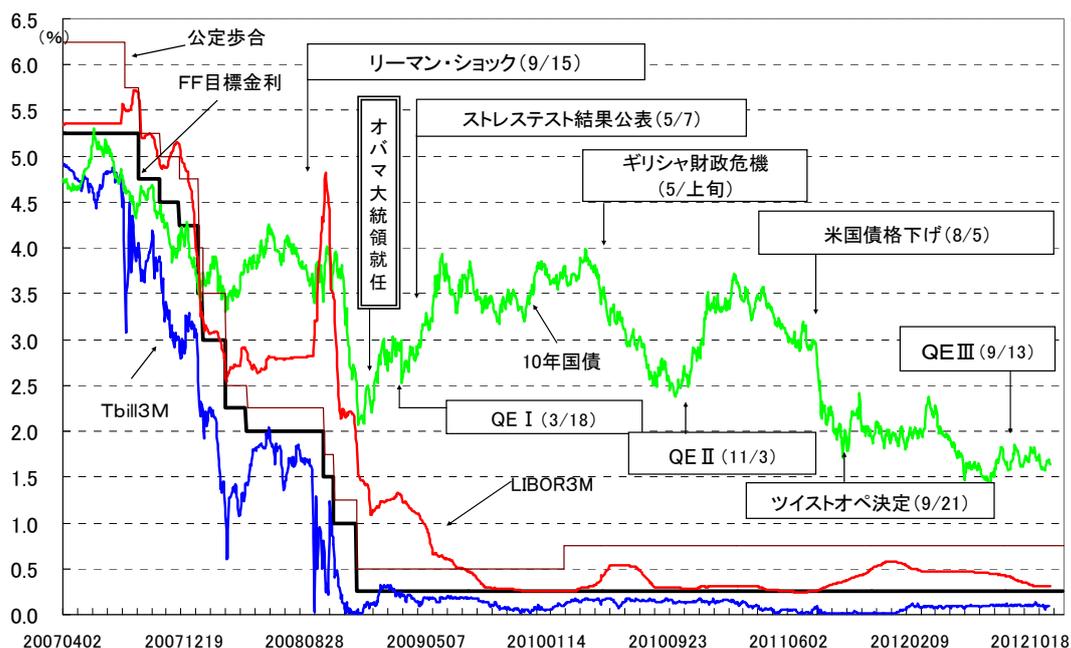
(4) 12月FOMCでは、追加緩和策への期待も

米国の景気回復は、異例の金融緩和策によって支えられている。今般、「財政の崖」が先送りされたとしても、現行より景気刺激的となるわけではなく、仮に「財政の崖」が一部でも実施されれば、その分景気には抑制的に作用する。景気の下支え役としての金融政策の役割は大きい。FRBは、雇用の最大化とインフレの安定を目標としているため、高止まりしている失業率の引き下げのために、三次に渡る証券購入等(LSAP、一般的には量的緩和:QE3と呼称)を実施中である。特に、9月FOMCでは、『追加緩和策として毎月400億ドルのMBS(住宅ローン担保証券)を、期限を決めずに購入し、ゼロ金利政策を2014年遅くから2015年半ばへと延長することを決定した。併せて、6月発表のツイストオペレーション(期間6年以上の国債を購入する一方、同額の期間3年以内の国債売却を年末まで実施)を持続、保有する政府機関債やMBSの償還金のMBSへの再投資を維持する』とした。

これにより長期債の保有額は年末まで毎月 850 億ドルのペースで拡大するため、長期金利に引き下げ圧力をもたらす。ゼロ金利政策も 2015 年半ばまで実施されるため、米経済は超金融緩和による下支えが続く。さらに、声明文で「労働市場の見通しが十分に改善しなければ、MBS の追加的な購入を図るとともに、その他の政策手段を用いて物価安定下で改善が達成されるまで適切な措置を行う」と雇用の状況次第では更なる追加緩和策を実施するとしている。12 月 11・12 日開催の FOMC では年末にツイストオペレーションの期限を控え、期限後の取り扱いを判断する必要がある。市場は、現行 QE 3 の購入額の拡大を期待している。

なお、最近のバーナンキ議長の講演から、労働市場の十分な改善とは失業率 6% 以下の状態を指すと推察されており、インフレ安定を前提に、雇用がこうした水準に改善するまで金融緩和が続けられる可能性が高い。さらに、ハト派のエバンスシカゴ連銀総裁が提唱した“失業率が一定水準に低下するまでゼロ金利政策を維持する”といった金融政策を経済指標にリンクさせる手法の検討も報道されている。失業率の低下には景気の加速が必要であり、それには時間を要する。すでに、FRB は 2015 年半ばまでの長期に渡るゼロ金利政策を表明している。異例の金融緩和策は、当面、持続しそうである。

(図表 17) FRB 政策金利と長短期金利の推移 (日別)



(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。