

# Weekly エコノミスト レター

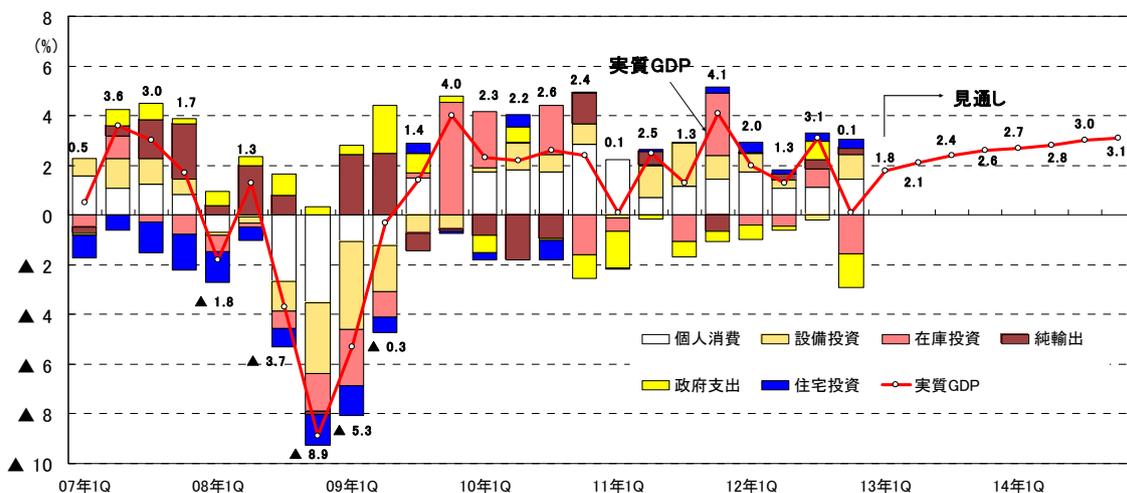
## 米国経済見通し～減税失効等の影響後は、徐々に成長加速へ

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. 米経済では改善の動きが徐々に強まりつつある中、上半期は「財政の崖」合意に伴う影響（給与税減税と高所得層の所得減税の失効、予算管理法の発動等）が重石となるのに加え、欧州問題への懸念も下ぶれリスクとして燻る。
2. しかし、雇用が回復の動きを強め、住宅価格の上昇も持続的なものとなりつつある。これまで、個人消費に抑制的に作用していた雇用と住宅が、今後は、雇用者増による所得効果や住宅価格上昇に伴う資産効果等で、次第に消費を強める方向に転じよう。
3. 加えて、景気の加速を狙った異例の金融緩和策も、当面は持続される見込みである。そうであれば、既に市場最高値を更新した株価による資産効果も期待できるだろう。
4. 今後の米経済は、上半期は減税失効の影響等が重石となるものの、下半期以降は、上記のプラス効果が徐々に強まり、2014年に掛けて次第に成長率を高めていくものと思われる。
5. 2013年の成長率は1.8%、2014年は2.7%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(商務省、前期比年率)



# 1、米国経済見通しの概要

米経済では改善の動きが徐々に進行している。当面は「財政の崖」合意（給与税減税と高所得層の所得減税の失効、予算管理法の発動等）に伴う影響が重石となるのに加え、行き詰まった財政協議も懸念材料となる。雇用回復の遅れによる個人所得への影響や、落ち込んだ住宅価格による資産効果、住宅ローンを抱えた家計のバランスシート調整等も残存しており、個人消費にこうした抑制効果が働く間は景気の本格回復は望めない。しかし、雇用が回復の動きを強め、住宅価格の上昇も持続的なものとなりつつあり、これまでの抑制的な効果は、次第にプラスの効果に転じていくものと期待される。当面、金融緩和策も維持され、株式の資産効果も期待できよう。減税失効等の抑制効果が薄れていく中、米景気は次第に成長を高めていくと思われる。

## (1) 10-12月期GDPは0.1%と落ち込んだものの、主要な需要項目は堅調

米経済の成長率の推移を見ると2011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、その後7-9月期は同3.1%へと上ぶれを見せた。ただ、7-9月期の内訳を見ると在庫や国防支出の寄与が大きく、個人消費は同1.6%、設備投資に至っては同

(図表2) 10-12月期実質GDP(改定値)の内容(%)

〈前期比年率〉 〈実質〉	伸び率(%)				寄与度(%)			
	12/7-9月期 実績	2012/10-12月期			12/7-9月期 実績	2012/10-12月期		
		速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)		速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)
GDP	3.1	▲0.1	0.1	0.2	3.1	▲0.1	0.1	0.2
個人消費	1.6	2.2	2.1	▲0.1	1.12	1.52	1.47	▲0.1
設備投資	▲1.8	8.4	9.7	1.3	▲0.19	0.83	0.96	0.1
住宅投資	13.5	15.3	17.5	2.2	0.31	0.36	0.40	0.0
在庫投資	-	-	-	-	0.73	▲1.27	▲1.55	▲0.3
純輸出	-	-	-	-	0.38	▲0.25	0.24	0.5
輸出	1.9	▲5.7	▲3.9	1.8	0.27	▲0.81	▲0.55	0.3
輸入	▲0.6	▲3.2	▲4.5	▲1.3	0.11	0.56	0.79	0.2
政府支出	3.9	▲6.6	▲6.9	▲0.3	0.75	▲1.33	▲1.38	▲0.0
国内最終需要	1.9	1.3	1.4	0.1	-	-	-	-
名目GDP	5.9	0.5	1.0	0.5	-	-	-	-

(資料) 米商務省

▲1.8%と減少、約3年ぶりの落ち込みを見せた。半面、10-12月期のGDPは、前期の在庫や国防支出増が剥落し同0.1%へと急低下したものの、個人消費は同2.1%、設備投資は同9.7%、住宅投資では同17.5%と上伸するなど、主要な需要項目の堅調が目立つものとなった。こうした回復傾向は1-3月期に入っても変わらないと思われるが、上記のように、「財政の崖」の結果による増税の影響と、今後の財政問題への警戒が成長の抑制要因として懸念される。

## (2) 「財政の崖」合意後も依然くすぶる財政問題

4年ぶりの大統領選挙は、オバマ大統領が再選を果たしたものの、議会選挙では上院を民主党、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ため、政権と議会下院とのネジレが維持、オバマ政権二期目も議会に配慮した政権運営が必要となった。実際、ネジレがもたらす対立構造により、「財政の崖」回避後も、財政問題を巡る状況には一向に進展が見られない。

年初に合意し法案の成立を見た「財政の崖」では、最も対立の激しかったブッシュ減税の富裕層の取り扱いでは年収45万ドル超の高所得世帯の減税失効で合意、オバマ政権の主たる景気対策のうち給与税減税が失効、半面、失業保険の特別延長措置は延長された。ただ、予算管理法に

よる強制歳出削減は2ヵ月の延長後、3/1に発動された。さらに3月下旬には、補正予算の期限により政府支出が停止されるため、下院では暫定予算の半年延長を可決し、上院との合意を目指している。その後も5月には3ヵ月程度先送りされた政府債務の上限引き上げ問題が期限を迎える。

オバマ大統領は、議会に対し、こうしたことの繰り返しは経済を傷つけると警告、財政赤字削減に向けた包括的な合意を目指すとしているが、下院共和党では、「財政の崖で富裕層の増税を受け入れた以上、今度はオバマ大統領が妥協すべき」として、自らは「歳入増を含まない歳出削減中心の赤字削減」を主張して対立している。こうした財政問題の混乱により、2月4日が期限とされていた予算教書の提出は現在も目処がたたず、4月上旬にずれ込むと見られるなど、異例の事態が生じている。雇用が予想外の改善を見せるなど、景気回復が軌道に乗りつつあると見られるなか、このままでは、『目処が立たない財政協議の行方』が、再び、景気回復の最大の警戒要因となる可能性も浮上しかねない状況にある。

(各需要項目別の動向と見通し)

### (3) 住宅市場の回復が景気を牽引か

**個人消費**には「財政の崖」の合意による給与税減税と高所得層の所得税減税の失効が抑制的に作用する。半面、株価や住宅価格の回復ではプラスの資産効果も期待され、雇用情勢も改善傾向にある。特に、2月雇用者増は、前月比23.6万人と予想外の増加を見せ、失業率も7.7%と低下した。建設部門の雇用も回復、住宅市場回復の影響も窺われる。最近6ヵ月の月平均も18.7万人増となり、今後は低水準の推移を見せる**個人所得**への貢献が期待される。

全体的には緩慢な成長下で、個人所得・個人消費とも伸びが抑制されようが、好調な自動車等が個人消費を下支えしよう。2月の自動車販売台数は年率1538万台(オートデータ社)、前年比6.1%増となり、4ヵ月連続で1500万台を維持した。ただ、上半期の減税停止の影響が薄れた後には、上記の資産、所得面の改善により、**個人消費**も回復傾向を強めていくと思われる。2013年は1.8%、2014年は2.3%の伸びを見込んだ。

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、2月製造業指数(PMI)が54.2と3ヵ月連続の上昇で1年半ぶりの高水準へ、非製造業指数も56.0と1年半ぶりの高水準となった。これらの指数では50が業況の拡大・縮小の分かれ目とされる。昨年10-12月期には、景気の先行きに不透明感が強まり、製造業指数では11月に49.9と50を割り込むなど、リセッション脱出直後の2009年7月以来の低水準に落ち込んだが、2月にかけての上昇は、そうした懸念が払拭されつつあることを示唆している。**設備投資**は、7-9月期に3年ぶりの落ち込み(▲1.8%)を見せた後、10-12月期は9.7%に回復したが、今後は景気回復の動きと共に回復方向を維持しよう。2013年の設備投資は4.8%、2014年は6.1%の伸びを見込んだ。

一方、**住宅投資**は回復を強めつつある。後述の通り、一戸建て住宅着工の先行指標とされる住宅市場指数は、12月に47と2006年4月以来の水準に回復、その後高止まりしている。販売面でも1月新築販売が急増、中古販売も、在庫逼迫の中、増加を維持した。また、ケース・シラー20都市住宅価格指数は11ヵ月連続の上昇を記録した。これまでの住宅価格下落と金利の低下で購入余裕度が高まる中、様子見していた買い手の出動で、住宅購入市場は、当面、好調を維持すると見られる。

住宅市場の回復は、個人消費や雇用市場にも好影響を及ぼしつつあり、景気回復の牽引役としての期待を高めている。今後の住宅投資は、2013年、2014年とも12.5%の伸びを見込んだ。

そのほか、純輸出に関しては、米国景気回復が、主たる輸出先である欧州をはじめとする海外経済に先行して回復しつつあると見られ、輸入増の先行から多くは期待できないものの、将来的には、シェールガス・オイル等の開発進行に伴う改善が期待される。なお、政府支出は、財政赤字削減策が目下の最大の課題であり、予算管理法の発動もあって縮小傾向が続くと思われる。

## (GDPの見通し)

### (4) 成長率は徐々に加速か～GDPは2013年1.8%、2014年2.7%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、雇用では失われた雇用の2/3程度の回復、住宅価格では下落幅の2割程度を回復したに過ぎない。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にこうした抑制効果が働く間は景気の本格回復は望めない。

また、「財政の崖」での合意により、富裕層の減税と給与減税が年初より失効し、3月には予算管理法が発動された。上半期はこうした影響を受けることとなろう。さらに、過去数次に渡り米景気に減速をもたらした「欧州問題」は、主要な課題がギリシャからスペイン・イタリア等へと移行、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く、米経済にとって下振れリスクとなる状況は今後も持続しよう。

一方、成長の加速を目指して、FRBでは異例の金融緩和策を続けている。12月のツイストオペレーションの終了に伴い国債購入策を導入、MBSと合わせて毎月850億ドルの債券購入を実施している。現下の雇用回復の動き等から、FOMCでは出口戦略の議論が活発であるが、バーナンキ議長は今後も資産購入策を続けるとしている。以上の状況により、米経済は徐々に成長率を高めていくものと思われ、成長率は2013年1.8%、2014年2.7%を見込んだ。

(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)	(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、%	1.8	2.2	1.8	2.7	2.0	1.3	3.1	0.1	1.8	2.1	2.4	2.6	2.7	2.8	3.0	3.1	
個人消費	"、%	2.5	1.9	1.8	2.3	2.4	1.5	1.6	2.1	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8	
設備投資	"、%	8.6	7.7	4.8	6.1	7.5	3.6	▲1.8	9.7	3.8	5.3	5.7	5.6	6.4	6.2	7.0	6.5	
住宅投資	"、%	▲1.4	12.1	12.5	12.5	20.5	8.4	13.6	17.5	10.4	10.8	12.4	14.5	10.4	11.7	13.8	16.2	
在庫投資	寄与度	▲0.1	0.1	▲0.1	0.1	▲0.4	▲0.5	0.7	▲1.5	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
純輸出	寄与度	0.1	0.0	0.0	▲0.1	0.1	0.2	0.4	0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.0	0.0	
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	3.1	2.1	2.0	1.9	2.5	0.8	2.3	2.1	1.4	1.5	1.7	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1	
失業率	平均、%	8.9	8.1	7.7	7.2	8.3	8.2	8.0	7.8	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	7.3	7.1	6.9	
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、%	2.8	1.8	2.2	2.7	2.0	1.8	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

## 2、見通しのポイント～雇用と住宅市場の回復が、景気・消費を牽引へ

リセッション脱出(2009年6月)後も長らく「雇用」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い。ただ、10-12月期の個人消費が年率2.1%と低水準ながらも2四半期連続での上昇を見せ、「雇用」と「住宅」の回復が次第に個人消費に好影響を及ぼす段階に入りつつある。上半期は、高所得層の減税停止と給与税の失効等の影響を受けるが、その後は、雇用・住宅改善の効果の高まりが期待され、個人消費は、徐々に改善の動きを強めていくと思われる。以下では、個人消費、住宅投資、金融政策の動向に注目した。

### (個人消費の動向)

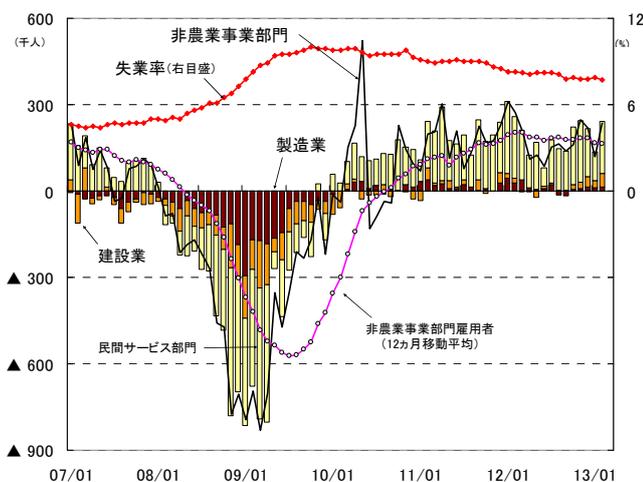
#### (1) 上半期は減税失効の影響残るも、徐々に雇用・住宅改善の効果が表面化

##### ① 2月の雇用者増は23.6万人～雇用回復が個人所得を押し上げる局面に

2月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比23.6万人増と市場予想の16.5万人を大きく上回る増加を見せた。なお、1月は15.7万人から11.9万人へ、12月は19.6万人から21.9万人へと改定、前2ヵ月の修正は計1.5万人の減少となった。1月を除くと11月以降は20万人超の増加となり、過去6ヵ月の平均は18.7万人増と増加傾向も確りとしてきた。雇用者では、増加速度の緩慢さが課題とされていたが、徐々に改善されつつある(図表4)。

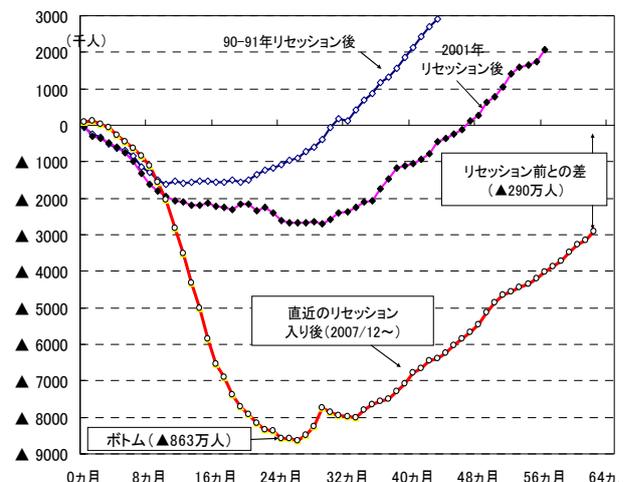
リセッション入り後の雇用減少は最大860万人超と、雇用へのダメージが極めて大きかったが、残す所290万人にまで回復している。ただし、2001年リセッション時のボトム(270万人減少)を下回っており、2月の好調な雇用者増のペースが続いても1年余を要するなど回復には時間を要する。また、失業率も2月7.7%と前月(7.9%)から低下したものの、リセッション突入時(2007年12月5.0%)を依然大きく上回る。FRBでは失業率6.5%を下回るまでゼロ金利政策を維持するとしており、当面、金融緩和策も維持されそう(図表5)。

(図表4) 雇用者増減の推移(前月比、千人)



(資料)米労働省

(図表5) 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

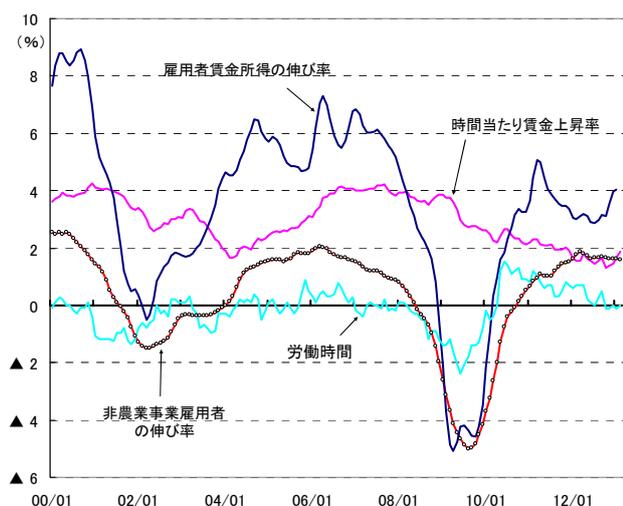
## ② 1月可処分所得は、特殊要因多く大幅減に

1月可処分所得は、前月比で▲4.0%（12月は同2.7%）と20年ぶりの大幅な減少となった。商務省では、「1月は多くの特殊要因があったとし、政府への社会保険料支払いの増加、高所得層への減税停止前の12月にボーナス支払いと配当支払い額が膨れた反動減、等を挙げ、これらの特殊要因を除くと、1月の可処分所得は前月比0.3%と12月（同0.3%）と同率となる」としている。

1月個人所得は、前月比で▲3.6%（12月は同2.6%）と、可処分所得同様に20年ぶりの大幅減少、一方、個人消費は0.2%（12月は同0.1%）と増加した。このため、貯蓄率（名目可処分所得比）は2.4%と12月6.4%から急低下した。また、前年比での個人所得は2.2%（12月は7.0%）、可処分所得は1.8%（12月は6.9%）、個人消費は3.2%（12月は3.6%）だった。実質ベースでは可処分所得が0.6%（12月は5.4%）、個人消費が2.0%（12月は2.1%）、となる。12月の所得の突出要因を除くと、所得、消費とも概ね低水準の推移が続いた。

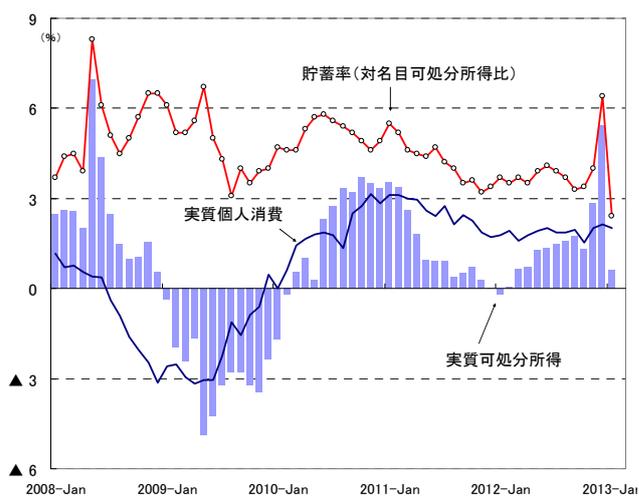
なお、社会保険料給付については、1月より1.7%の物価調整が行われた。また、1月の個人消費のエネルギー価格は前月比▲1.9%と3ヵ月連続の減少が続く、FRBの注目する個人消費の価格指数（PCE）は前月比横ばい、コア指数は同0.1%と低位での安定した推移が続いた。

（図表6）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7）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 金融資産を中心にバランスシート調整が進展～住宅ローン保有世帯でも一定の改善

家計部門の資産全体ではピークだった2007年3Qからボトムの2009年1Qまでに約20%減となり、中でも株式の下落率は52%減と大きかった。しかし、その後は投資信託を中心に金融資産の戻りが大きく、2012年4Qの金融資産はピーク比で3.1%増とプラスに転じ、家計資産全体でもピーク比で4.0%減にまで縮小している。半面、住宅資産では22.2%減と改善が鈍く、家計資産の回復は金融資産に頼ったものとなっている。

負債面では2008年3Qまで増加が続き、負債の大半が住宅ローンで短期間に減少する性質のものではないものの、ピーク比では6.6%減となっている。家計部門全体では、金融資産の減少率と接近、バランスシート調整が進展した形となっている（図表8-①②）

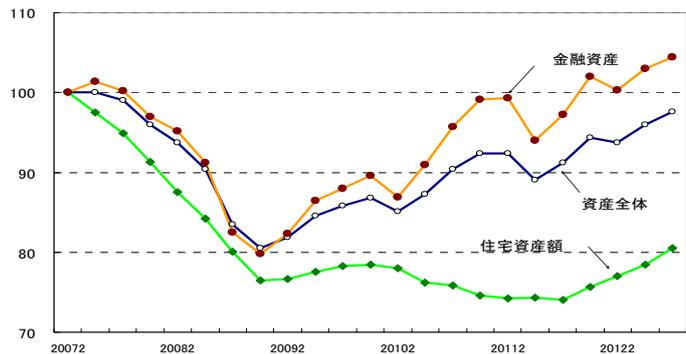
しかし、2012年4Qの住宅資産価額の減少率 22.2%減に対し、住宅ローンの減少率は 11.4%に留まる。住宅ローンを抱える多くの家計は、多額の金融資産を保有しているわけではなく、住宅ローン保有世帯に限ってみれば、バランスシート調整は漸く5割方進展した程度と言えそうだ。ただ、前述のように、最近の住宅価格の回復に加速が見られるなど、住宅市場の回復スピード次第では、バランスシート調整も加速される可能性が出てこよう。

#### ④金融緩和策により返済負担が大幅改善

一方、住宅ローンを抱えた家計では、金利低下による返済負担の軽減効果が大きい。後述のようにFRBが9月に決定したMBS(住宅ローン担保証券)の購入は、住宅ローン金利を一層低下させ、住宅ローンのリファイナンスの効果を高めている。

また、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10.61%(2012/3Q)と1983年以来の低水準に、FOR(金融支払い負担)では15.74%(2012/3Q)と1984年以來の低水準に低下している。FRBがゼロ金利政策や債券購入を実施、異例の金融緩和策により長期金利が極めて低水準で推移し、家計では負債の減少以上に返済負担の軽減が先行している。住宅ローンのバランスシート調整や負債比率の調整は未だ不十分であるものの、返済面での負担は、過去に比して問題のない水準に低下している(図表9)。[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:FRB]

(図表8-①) 家計資産の変化(四半期別、2007/3Q=100)



(図表8-②) 家計バランスシートの内訳

	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	2012/4Q				2009/1Q	2010/1Q	2012/4Q		
家計資産	▲ 19.8	▲ 13.6	▲ 4.0	2007/3Q	100	家計負債	▲ 3.3	▲ 4.7	▲ 6.6	2008/3Q	17
住宅資産	▲ 26.1	▲ 24.1	▲ 22.2	2006/4Q	22	住宅ローン	▲ 1.2	▲ 4.0	▲ 11.4	2008/1Q	12
金融資産	▲ 21.3	▲ 11.6	3.1	2007/3Q	68	純資産					
株式	▲ 52.0	▲ 28.0	▲ 7.0	2007/2Q	12						
投資信託	▲ 33.5	▲ 8.4	13.1	2007/3Q	7						
年金積立金	▲ 27.0	▲ 9.5	2.9	2007/3Q	18						
							▲ 23.7	▲ 15.9	▲ 2.0	2007/3Q	83

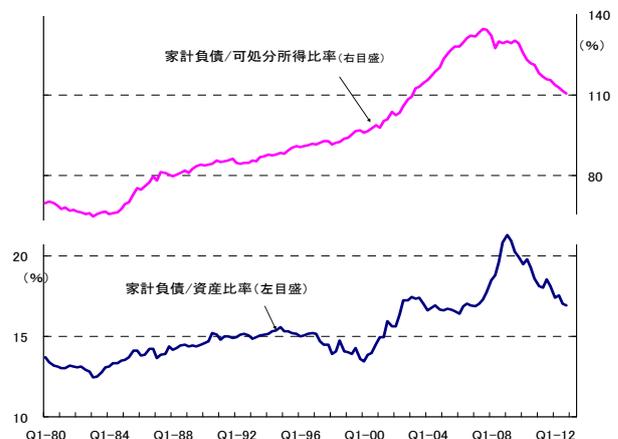
(資料) FRB

(図表9) 家計の金融支払負担(対可処分所得比)



(資料) FRB

(図表10) 家計の負債比率の推移(四半期)



(資料) FRB

なお、家計の負債を資産との対比で見ると、2012年4Qの負債/資産比率は16.9%となり、ピークだった2009年1Qの21.3%から低下、リセッション入り時の2007年4Q(17.8%)を下回り、2007年1Qと同水準となる。また、可処分所得で見た負債比率は110.7%とピークの134.6%(2007年3Q)から低下、2003年1Q(109.5%)以来の低水準となったが、2001年リセッション終了後の2001年4Q(103.8%)との比較では依然高水準にある(図表10)。

## (住宅市場の動向)

### (2) 回復強める住宅市場

住宅市場が回復への動きを強めていることも注目される。10-12月期住宅投資は17.5%と連続で二桁の伸びを見せ、7四半期連続の増加と回復傾向を強めた。住宅市場では、厳しい借り入れ基準が販売を抑制する一方、ローン金利低下や住宅価格の下落で購入環境が改善しており、今後の景気押し上げ要因としても期待を高めている。

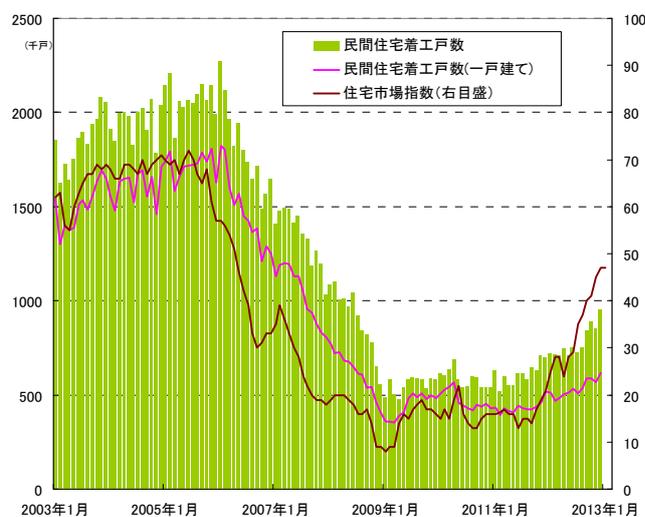
最近の住宅関連指標では、住宅市場指数が6年来の水準を回復し、住宅着工件数も回復傾向を辿る。住宅販売の回復から在庫調整が進み、住宅価格の上昇も持続的である。現状の住宅市場の回復水準は過去の平均的水準を大きく下回るなど、未だに資産効果等で消費に抑制的に作用する世帯も多い半面、回復の遅れが顕著な住宅市場が本格回復に向かえば、景気や雇用面への影響も大きい。

#### ①住宅市場指数6年ぶりの高水準を回復

一戸建て住宅着工に半年程度先行するとされる**住宅市場指数**(HMI/WF(Housing Market Index))は、12月までに47(前月は41)と8ヵ月続伸、2006年4月以来の水準を回復した。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」等を調査の上、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たが、昨年4月に24を付けて以降、12月までにほぼ倍増、50に急接近した。12月までの急上昇もあって、1月47、2月46と高止まりしているが、先行きの住宅市場の急改善を示唆していることには変わりはない。

一方、商務省発表の住宅着工戸数も12月は年率97.3万戸(前月比15.7%)と急伸後、1月は89.0万戸(同▲8.5%)と減少した。ただ、前年比では23.6%の急増と、依然、高水準にある。内訳では、一戸建て住宅が前年比20.0%、集合住宅は同34.7%と集合住宅の増加が大きい。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が、昨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割程度に留まるが、ボトムからはほぼ

(図表11) 住宅市場指数と着工件数の推移(月別)



(資料) 商務省、NAHB

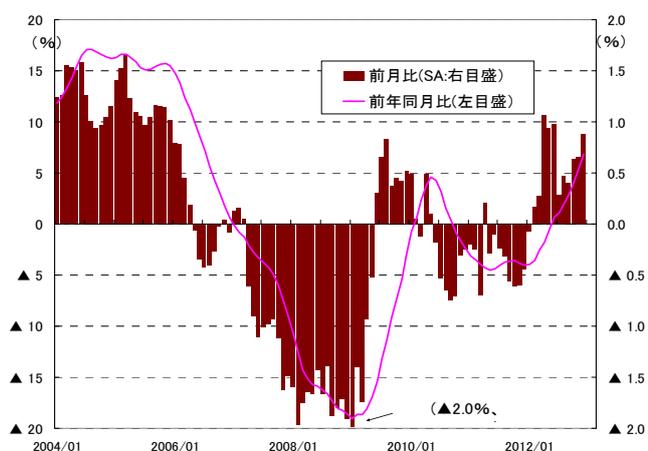
倍増となり、今後の回復への期待を強めている。

## ②ケース・シラー指数が続伸、前月比で11ヵ月、前年比で7ヵ月連続の上昇に

S & P社発表の12月ケース・シラー20都市住宅価格指数(季節調整後:SA)は、前月比0.9%と市場予想(0.7%)を上回った。11ヵ月連続の上昇となり、これは住宅ブーム時の2006年4月以来のこととなる。また“季節調整前(NSA)”値でも同0.2%と3ヵ月ぶりに上昇、季節的な需要期が過ぎた12月前月比の上昇は2005年以来となる。なお、前年比(NSA)では6.8%と前月(5.4%)から伸びを高め、2006年7月(7.2%)以来の伸びとなった。

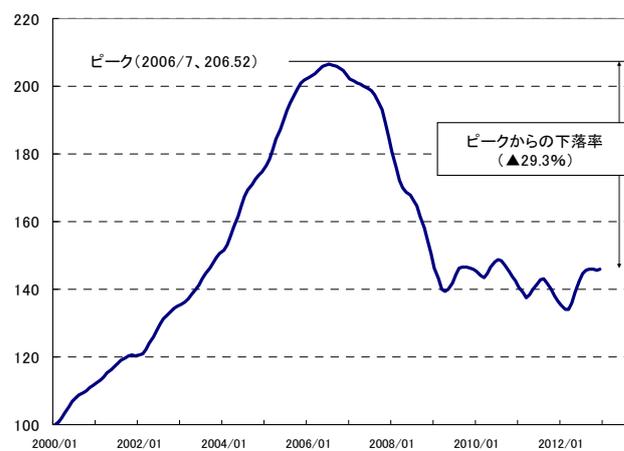
2006年中央の住宅価格ピーク時から12月までの下落率(NSA)は▲29.3%とボトムの2012年3月の下落率(▲35.1%)から縮小、また、12月の水準は、住宅ブーム以前との比較では2003年8月と同程度となる。都市別でピークからの下落率が大きいのはラスベガス(▲56.4%)、マイアミ(▲45.8%)、フェニックス(▲44.9%)等で、ピークからの下落率の最小はデンバー(▲4.4%)だった。発表元のS & P社では「10-12月期は住宅投資が経済を牽引、2012年末の住宅価格は堅調だった。こうした動きは、他の住宅関連指標の動きとも一致しており、過去の強さを取り戻すべく上昇過程にあることを示唆している」とコメントしている。

(図表 12) ケース・シラー20都市指数の推移①



(資料) S&P社

(図表 13) ケース・シラー20都市指数の推移②



(資料) S&P社

## ③住宅販売も急回復へ

1月の米住宅販売は、前月比では新築一戸建てが急増、中古販売も小幅な増加を保った。米商務省発表の1月新築一戸建て住宅販売戸数は年率43.7万戸と市場予想(同38万戸)を大幅に上回り、前月比15.6%の急増を見せた。2008年7月(同47.7万戸)以来の高水準となる。なお、前年比では28.9%となり、16ヵ月連続の増加を見せた(図表 14)。

新築一戸建て住宅販売は、2011年2月(27.3万戸)をボトムに回復に向かい、2012年に入ってから増加傾向を強めていた。もっとも、住宅ブーム時の2005年7月には同138.9万戸を記録、現状はその3割強の低水準に留まっており、今後の回復が期待されている。

また、1月末の**在庫戸数**は15.0万戸と前月から横ばい、前年比では0.7%増となった。在庫戸数は昨年8月の14.3万戸を最近のボトムに緩やかな増加を見せているが、現状の在庫水準は、住宅ブーム以前との比較では、過去最低値（1967年8月の18.1万戸）を下回って推移するなど、歴史的には極めて低水準にあり、1月販売月数比でみた在庫月数では4.1ヵ月分と、前月4.8ヵ月分から急低下し、2005年7月(4.0ヵ月)以来の低水準となっている。

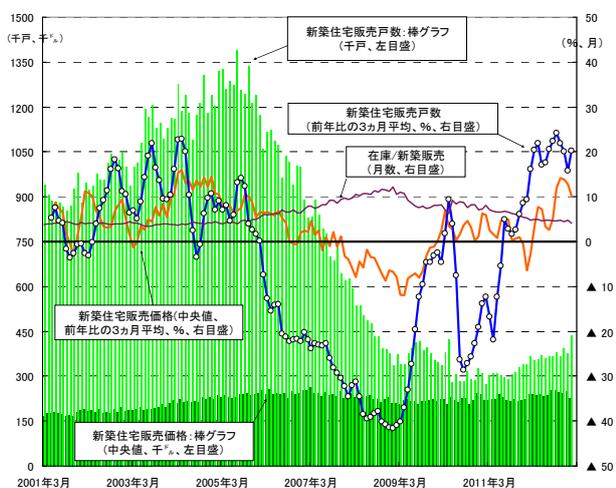
一方、全米不動産協会（NAR）発表の1月**中古住宅販売戸数**は、年率492万戸（前月比0.4%、前年比9.1%）と前月（490万戸）から小幅増に留まった。2009年11月以来の高水準へと急増した昨年11月(同496万戸)以降、高止まりの状況にある。一方、前年比では、2011年7月以降19ヵ月連続の増加となるなど回復傾向を継続している(図表15)。

中古販売の9割弱を占める一戸建て住宅は年率434万戸、前月比0.2%（前年比8.5%）と微増、集合住宅も同58万戸、前月比1.8%（前年比では13.7%）と増加、集合住宅の高い伸びが続いている。1月**販売在庫**は174万戸、前月比▲4.9%、前年比では▲25.3%、2012年の最大値（4月250万戸）からは▲30.4%の大幅減となる。月間販売比でみた在庫月数も4.2ヵ月と一段の低下を見せるなど、住宅ブームだった2005年4月（4.2ヵ月）以来の低水準となっている。

NARでは、「買い手が多い中、売り手が少なく、在庫の逼迫が販売の抑制要因となっている。実際、現在の在庫戸数はデータの取れる1999年以降の最低水準にある。春頃には季節的な在庫増が期待できるが、買い手増や価格上昇を避けうるほどのものではないかもしれない」と在庫が販売のネックとなることを懸念している。

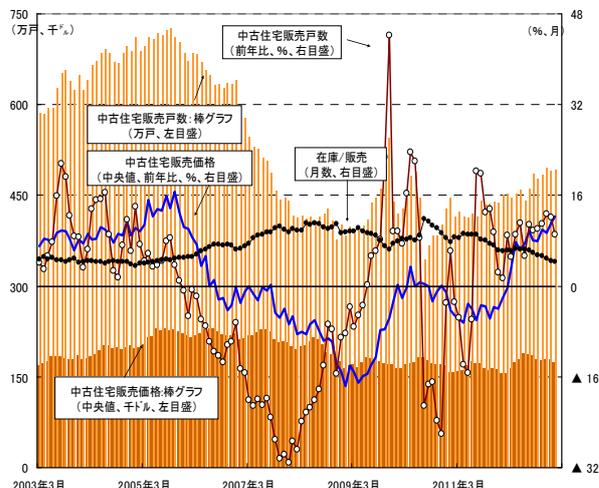
以上のように、住宅市場指数が6年来の水準を回復、住宅着工件数が後を追うように急回復を見せており、住宅販売では在庫調整が進展、住宅価格の上昇も持続的となっている。住宅市場は回復の遅れが顕著だったため、その分回復の余地が大きく、今後、本格的な回復が進行すれば資産効果面の影響や、関連消費、建設需要などの需要増をもたらし、景気回復への貢献は大きいと期待される。[\(住宅価格・住宅販売の詳細は2月27付の「経済・金融フラッシュ」を参照下さい\)](#)

(図表14) 新築一戸建て住宅販売の推移 (月別)



(資料) 米商務省

(図表15) 中古住宅販売の推移 (月別)



(資料) NAR

## （金融政策の見通し）

### （3）金融緩和策は当面維持～目先は資産購入停止の時期に注目

#### ①. 3月FOMCでは現行緩和策を維持～市場の関心は出口戦略の行方に

3月19-20日には今年2度目のFOMC（連邦公開市場委員会）が開催される。米国では、緩慢な景気回復下で失業率高止まりの状況が持続している。FRBは、物価の安定と雇用の最大化が政策目標として定められており、インフレ安定下の現状では、景気を加速して失業率を低下させることに重点が置かれている。

そのために実施中の緩和策は、ゼロ金利政策と資産購入策となるが、ゼロ金利政策は、昨年12月FOMCで、それまで2015年半ばまで維持するとしていたものを、「インフレ見通しが2.5%内に収まることを条件に、失業率が6.5%を下回るまで維持する」と変更した。ただ、FRBでは、その時期を2015年半ばと見ており、実質的な期間の変更を意味するものではないとしている。

一方、資産購入策では、昨年9月FOMCで決定した毎月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）の購入（いわゆるQE3）に加え、12月FOMCでは、年末に期限を迎えたツイストオペレーションに代わり、長期国債を毎月450億ドル購入することを決定した。

前回1月開催のFOMCでも、これらの緩和策の維持が決定され今日に至る。ただ、1月FOMC議事録（要旨）では、後述の通り、12月FOMCに続き出口戦略が議論され、資産購入策の早期縮小観測が浮上、市場の警戒を高めた。議事録で警戒された資産購入の早期の縮小・停止論は、その後のバーナンキ議長の証言で払拭されたかに見えたが、予想外の雇用改善が発表されると再び注目を集める状況となっている。ただ、「財政の崖」回避後、景気は改善方向にあるものの、年初からの減税停止や3月の強制削減の発動、その後の債務上限問題、さらには、イタリアを中心にユーロ情勢が警戒されるなど、リスクファクターも浮上しており、現行緩和策の縮小は、景気にとってリスクが大きく、当面は、緩和策が持続されると思われる。

#### ②. 議事録では“資産購入策縮小論”を議論

上記のように、1月FOMCでは政策内容の変更はなかったものの、その後に発表された議事録（要旨）では、量的緩和策を巡る早期の縮小論等が議論されたとして市場の警戒を高めた。また、議事録発表に先立って、複数の地区連銀総裁（クリーブランド連銀、セントルイス連銀）から、早期の量的緩和縮小の可能性が指摘されていた背景もある。ゼロ金利政策が、失業率が6.5%を下回る目安とされる2015年半ば頃まで続けられる見込みである一方、資産購入はいつまでも続けられるわけではなく、市場の関心はその打ち切り時期に集まっている。

12月FOMCでは「数名の委員が2013年末より相当早い時期に資産購入規模を縮小ないし停止することが、恐らく適切であると考えていた」とされたが、1月の議論では、雇用市場の改善前にとされるなど「早期」の時期が明示されておらず、一般論として議論されたに留まる。ただ、1月議事録では、「多くの意見」が、雇用市場の十分な回復が確認できる前に、購入を縮小ないし終了する可能性を指摘した」点が警戒された。また、資産購入の今後の取り扱いを中心に、出口前略について活発な議論がなされた中で、委員間の意思統一には程遠い状況が窺われ、その点も市場の懸念材料とされている。今後、景気回復が進行していく中でどのように議論が進むのかが注目され

よう。なお、2/20公表のFOMC議事録(要旨)の主要ポイントは以下の通り。

#### 《1月FOMC議事録のポイント～資産購入策を巡る議論が噴出》

- ・ 12月FOMCで決定した資産購入策は、多くの委員が金融緩和に効果的と評価、経済の活性化を支援し、特に、長期金利の低下が住宅ないし耐久消費財の購入を支えている。
- ・ 資産購入策では、経済見通しの変化に従って購入ペースを変化できるように準備すべきとの意見が見られた。特に、債券購入をいつまで続けるかについては、そのコストとリスクの評価次第では、雇用市場の十分な回復が確認できる前に、購入の縮小ないし終了の可能性があるとの意見が多くみられた。
- ・ 一方、拙速な資産購入策の縮小・停止の潜在的コストは大きく、雇用が十分に回復するまで資産購入を持続すべきとの意見や、過去に早期の緩和停止が経済の逆風となった例も指摘された。
- ・ 委員会では、声明文の文言を前回から小幅修正に留めたが、資産購入の効果とコスト等の評価の重要性を十分反映していないとの指摘もあり、次回に変更を持ち越すこととした。

#### ③. バーナンキ議長は緩和策の持続を証言～市場の緩和策の早期転換懸念を払拭

バーナンキ議長は、2月26-27日の2日間に渡り議会証言(上院銀行委員会、下院金融サービス委員会)を行った。近いうちに出口戦略の見直しが必要となるものの、現状では、「資産購入の効果はそれに伴う潜在的なコスト(インフレの加速、資産バブル等)に勝っている」として資産購入策の効果を強調、FOMCの大多数も現行の資産購入策を支持しているとし、議事録公表後に懸念された早期の引き締め観測を払拭した。なお、出口戦略の開始にあたっては、突然の資産売却は想定しておらず、資産保有の長期化、自然償還による資産縮小を挙げた。市場は、少なくともバーナンキ議長の任期中(2014年1月まで)は、インフレ抑制を条件とした雇用重視のスタンスが維持されるとの見方を強めている。また、利上げに関しては、時期尚早な利上げは景気回復を台無しにするとして、非常に低い金利が長期的に続くとの見方を示した。

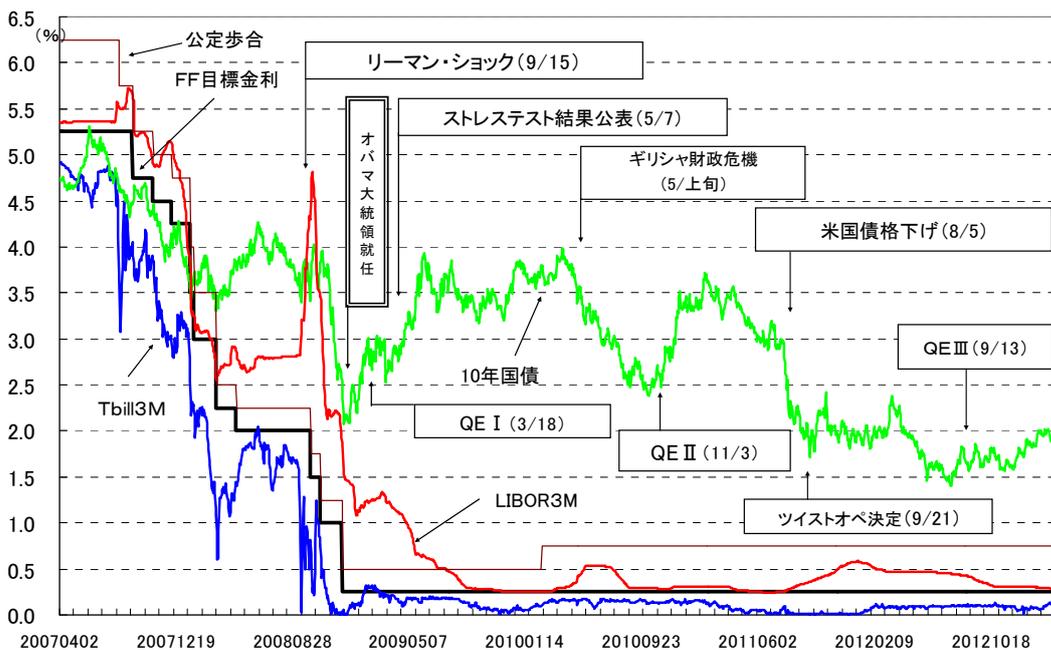
#### 《議会証言のポイント》

- ・ **米国の景気**～10-12月期のGDPの鈍化は一時的で、米景気は緩やかに回復している。雇用市場も回復しているが、失業率は長期的に正常とされる水準を大きく上回っている。物価水準は低めで、中期的に2%の目標ないし、それ以下で推移しよう。失業率が6%程度に低下するのは、2016年近辺となろう。
- ・ **政策効果**～抑制された物価と高止まりの失業率を背景に強めの緩和策をとってきたが、現在の環境下で、資産購入や全般的な金融緩和の効果は明白である。なお、ゼロ金利政策の期間では、失業率目標を設定し、市場が経済情勢を元に一層正確な金融政策の予測が出来るようにした。
- ・ 雇用市場は脆弱であり、声明文に示されている通り、雇用市場の見通しが十分に改善しない限り資産購入を継続する。また、こうした政策にはコストを伴うが、景気回復と雇用創出効果がそうしたコストに勝っている。代表的なコストとして「異例の低金利を長く続けた場合、金融安定を損なう恐れ」が挙げられるが、こうしたシステムリスクを軽減させる最も重要なことは

経済全般の強化にある。現在の所、インフレや資産バブルを引き起こすリスクは殆どなく、インフレおよびインフレ期待ともしっかりと抑制されている。

- 金利面では中長期の金利を低く抑え、住宅市場の回復や、自動車等の耐久財の生産・販売増、商業用不動産の回復等の需要回復にも貢献している。最近、住宅ローン金利を含め一部金利が上昇しているが、経済が力強さを増しているため、これも緩和策の効果を示すものだ。
- **金融・為替市場**～金融当局が資産購入を通じて通貨戦争に関わっている事はない。G7では金融政策を国内目的の達成に用いることは適切との声明を発表した。米国の場合は雇用と物価の安定となるが、米国の金融政策は需要を増やし、他国の企業をも支援している。また、株価については、企業利益や金利と照らし合わせ過大評価されているとは思わない。
- **出口戦略**～出口戦略の新たな見直しはまだ行っていないが、近いうち実施する必要が出て来る。債券を売却しなくてもバランスシートは縮小に向かう。ただ、超過準備金利の引上げにより、バランスシートを縮小せずに金利を引上げることも可能だ。最終的には保有債券の緩やかな売却も有り得よう。いずれにしても、市場に予測可能な手段をとり極端なシフトは避ける。
- 一方、金利の引上げは急がない。金利を低めに据え置けば、景気回復に勢いをつけられ、持続可能な高金利を達成できる。
- **財政問題**～財政赤字削減に向けた取組みは、かなりの部分が短期的な予算の修正に偏っており、こうした修正は景気回復にとって深刻な逆風となる可能性がある。3月の政府支出の強制削減は、CBOの試算では今年の成長率を0.6%押し下げる。
- 議会は、短期的にはより緩やかな、長期的には一段と踏み込んだ財政赤字削減策をとる等、長期的視野に立った削減策に置き換えるべきであり、成長に必要な支出まで削減すべきではない。

(図表 16) 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。