

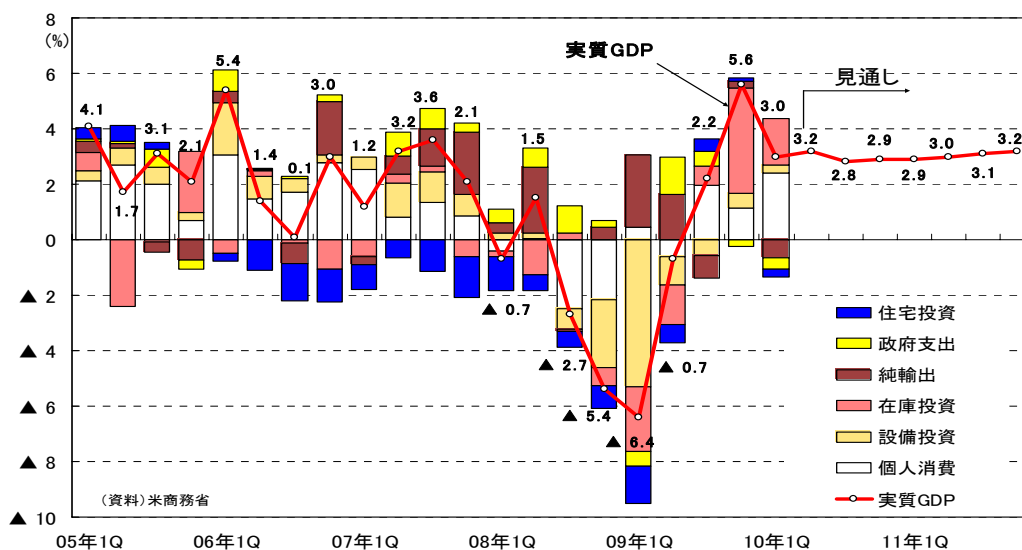
Weekly
エコノミスト・
レター米国経済見通し～金融市場波
乱も、回復基調を維持

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. 米国経済では昨年10-12月期の成長率が前期比年率5.6%、1-3月期は同3.0%と3四半期連続のプラス成長となり、戦後最長のリセッション脱出を確かなものとした。
2. 10-12月期成長率の過半は在庫投資によるもので、国内最終需要が低下するなど経済の実態は強いわけではなかったが、1-3月期は個人消費が同3.5%と伸長、GDPの7割を占める消費の回復により、改善方向への歩みを強めた。
3. もっとも、消費を取り巻く環境を見ると、大規模な雇用減少の影響、家計のバランスシート調整の進行、資産価格目減りの影響、等が消費に抑制的に作用しており、個人消費の本格回復には、なお時間を要すると思われる。
4. ギリシャ財政危機等による金融市場波乱の影響は、現時点では限定的と見られるが、更なる拡大が続けば、景気回復への悪影響を強める可能性が警戒されよう。
5. 2010年の成長率は3.2%、2011年は3.0%の成長率が見込まれる。

(図表1) 米国の成長率の見通し(棒グラフは寄与度内訳、前期比年率)



1、米国経済見通しの概要

(景気の概況)

●金融市場の波乱、長引けば米景気回復ペースに影響も

4月までの金融市場では、景気回復を背景に概ね株価が上昇する等の動きを見せていたが、5月は、ギリシャ財政危機を契機にユーロが急落（4月中旬 1.367 ドルをピークに 5月中旬までに 1割強下落）、世界的に大荒れの動きとなった。米株式市場でもリスク回避の動きが強まり、4月下旬の高値から 5月下旬に掛けて 1000 ドル強の下落（ニューヨークダウ 30 種）を見せ、原油価格は 4月末の 1 バレル 86 ドルから一時 68 ドルまで急落、半面、4月上旬に 4%に接近した 10 年米国債は一時 3.2%へと急低下した。

欧州を中心とする財政懸念は 6 月に入っても収まらず、むしろスペインの格下げ、ポルトガルやハンガリーの政府債務懸念等へと広がりを見せている。ギリシャ危機等による米経済への直接的な影響は限定されようが、欧州の緊縮財政の動きが加速すれば米景気回復にもマイナスの要素が加わる。また、現状では、金融市場の変化はリスク回避の動きの高まりとして一時的とする見方が根強いが、6 月入り後もドル高・株安・長期金利安の状況が続くなど金融・為替市場の変化は意外に大きく、修復に手間取ればその影響は拡大しよう。特に、株式や債券等の米国内の金融市場と異なり、米国経済以上に欧州の事情が優先されているユーロ市場では、ドル高ユーロ安の方向性が直ぐに転換する状況ではなく、持続的な変化として捕らえておくべきと思われる。

こうしたユーロの急落では、米国の輸出産業を中心に今後の新規受注や企業収益面への影響が懸念される。さらにユーロ下落の影響は、中国等のドルにリンクした新興国でも同様であり、新興国経済へのダメージ拡大は、輸出倍増を旗印に経済改革を狙うオバマ政権にとっても無視できない。

一方、株価下落についても、一層の下落ないし下落後の回復が遅れるのであれば、消費への影響が懸念されよう。資産効果の観点では、住宅価格がなお下げ止まったとは言えない中、4月までの株価上昇は住宅価格下落の悪影響を緩和する役回りを担っていた。

月例経済指標の発表が続いているが、5月雇用統計では、10 年ぶりの国勢調査による一時的な増加で雇用者が前月比 43.1 万人と急増した一方、国勢調査要員を除いた民間部門の雇用増は 4月の同 23.1 万人から 4.1 万人へと急減少した。金融危機の影響が大きい金融・建設・小売等では再び減少に転じるなど、景気回復のペースダウンを懸念し新規の雇用を手控えたとも受取れる。

もっとも、ISM 指数では企業のセンチメントが堅調であることが示された。製造業 PMI は 59.7 と前月から若干の低下、非製造業 NMI は 55.4 と横ばい、それぞれ堅調水準を維持した。製造業では、拡大・縮小の分かれ目となる 50 台を 10 ヶ月連続上回り、非製造業業況では 5 ヶ月連続で上回るなど、今のところ金融市場波乱の影響は小さい。

6 月も金融市場波乱の動きが続いているため、当面、経済指標の変化には注意が必要となる。予想外の悪化等が見られると、回復軌道に乗りつつあった米経済の見通しや金融政策に変化をもたらし、金融市場に新たな波紋を投げかける可能性も出て来よう。ユーロや株価の下落が一層深まれば、景気のリcoveryペースが鈍化する可能性が指摘されようが、現状では、景気の腰折れや二番底といった深刻な打撃を与える事態に陥る状況にはないと思われる。

（GDP の動向）

●1-3 月期 GDP は個人消費の回復が牽引

米国の成長率は、金融危機後の昨年 1-3 月期に▲6.4%（前期比年率：以下も同じ）と 27 年ぶりの大幅な落ち込みを見せた後、10-12 月期には同 5.6%と 2003 年以来の高成長を回復、戦後最長のリセッション（2007 年 12 月～）からの立ち直りを印象付けた。ただし、10-12 月期の成長率押し上げの過半は在庫投資の寄与（同 3.79%）にあり、景気の実態がそれほど強いわけではなかった。10-12 月期の国内最終需要（GDP から在庫と純輸出を除く）は、成長率の急伸に反し、前期の同 2.3%から同 1.4%へと低下した。

1-3 月期実質 GDP（改定値）は、同 3.0%となり、速報値 3.2%から 0.2%ポイント下方修正、需要項目別では、個人消費が同 3.6%から 3.5%へ、設備投資が同 4.1%から 3.1%へと縮小、輸入の上方修正で純輸出の寄与度マイナスが拡大したこと等が挙げられる。

一方、前 10-12 月期との比較で GDP 改定値の低下（10-12 月期同 5.6%→1-3 月期同 3.0%）要因を見ると、在庫投資の寄与が大幅に縮小（寄与度同 3.79%→1.65%）したほか、設備投資が前期の同 5.3%から同 3.1%と低下、住宅投資が同 3.8%から同▲10.7%と 3 四半期ぶりのマイナスに、純輸出の寄与度も前期の同 0.27%から同▲0.66%とマイナスに転じた。半面、個人消費が同 3.5%（前期は同 1.6%）と急速な回復を見せ、国内最終需要は同 2.0%と前期（同 1.4%）から改善した。成長率が半減近くにまで低下したものの、成長の中心が前期の在庫投資から個人消費に移行するなど、持続的な成長軌道に向けて一歩前進した形となった。もっとも、純輸出の寄与度や住宅投資はマイナスに転じている中、個人消費や設備投資の回復にはなお抑制要因（後述）も多く、在庫投資の寄与は次第に低下が見込まれる。前記の金融市場波乱の影響も考慮すると、下半期は再び 3%を下回る緩やかな成長に留まるのではないかと見込まれる。（詳細は[5/28 付経済・金融フラッシュ](#)を参照ください）

（需要項目別のポイント・見通し）

●個人消費は回復続くも、本格回復には時間を要する見込み

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（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ダメージは大きかった。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▲0.6%と 2 年連続のマイナス成長を記録した。本年 1-3 月期は上記のように前期比年率 3.5%と、消費の回復が目立った。1-3 月期個人消費の内訳を見ると、耐久財消費の回復（前期の同 0.4%→同 12.2%）が大きいですが、非耐久財消費は横ばいながら高い伸び率を維持（前期の同 4.0%→同 4.0%）、サービス消費も伸びを高めた（前期の同 1.0%→同 2.0%）。非耐久財消費の同 4.0%は前期を除けば 2006 年 10-12 月期以来、サービス消費の同 2.0%は 2007 年 1-3 月期以来の高い伸び率となる。

しかし、雇用減によって失われた雇用者所得は大きく、雇用以外にも住宅や株式等の資産価格の目減り、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、個人消費を取り巻く環境が大きく改善されたとは言いがたい。そうした中、政府の減税や社会保険給付等の景気対策により、可処分所得が前年比でプラスに転じ、個人消費を下支えしている。1-3 月期の消費を押し上げた耐久財消費の回復には、これまでの買い控えの反動も含まれている。こうした需要もあつて、個人消費は回復に向かっているものの、本格回復には所得面での一層の改善が必要であり、し

ばらく時間を要しよう。個人消費の年間成長率は、2010 年は 2.5%、2011 年は 2.8%が見込まれる。

●設備投資は、当面、設備機器の更新投資を中心に回復

金融危機後の昨年 1-3 月期には、前期比年率▲39.2%と戦後最大の落ち込みを見せた設備投資も、10-12 月期は同 5.3%、1-3 月期は同 3.1%と 2 四半期連続のプラスを回復した。内訳を見ると、7-9 月期よりプラスに転じた設備機器投資が 10-12 月期は同 19.0%、1-3 月期は同 12.7%と急回復を見せているのとは対照的に、構築物投資は 10-12 月期同▲18.0%、1-3 月期は同▲15.3%と 5 四半期連続で二桁のマイナスが続くなど冷え込みを強めている。特に調整が遅れているのが商業用不動産に関連する建設投資である。不況のダメージに加え、信用市場引き締めの影響も大きく、商業用不動産市場の調整には時間がかかりそうだ。当面、設備機器投資の回復と構築物投資の冷え込みによる伸び率抑制という対照的な二つの動きが持続しよう。

また、急伸している設備機器投資についても、堅調な I S M指数に見られるように企業センチメントが改善、十分なキャッシュを抱えている半面、4 月の稼働率が 73.6%と長期的な平均値(80.6%)を大きく下回っていることから、手控えられていた更新投資が反映されたのが実態と言え、能力増投資へと繋がるまでには相当な時間を要しよう。年間の設備投資は、2009 年の▲17.8%から、2010 年は 2.5%、2011 年は 6.2%が見込まれる。

●住宅市場は、減税終了後の腰折れ懸念が残存

住宅バブルの崩壊を契機とした今次リセッションで、住宅投資の受けた影響は大きい。住宅投資の減少は 2006 年に始まり、昨年 4-6 月期まで 3 年半におよぶマイナスを記録した。その後、昨年下半年期にはプラスが続いたが、本年 1-3 月期は前期比年率▲10.7%と再びマイナスに転じた。

最近の住宅市場については、歴史的に見て低水準にある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続いており、在庫の対販売月数は高水準に留まっている。政府は景気対策として住宅取得に向けた減税策を実施、こうした在庫増を吸収してきた。住宅減税は 4 月末で期限を迎えており、それに向けた駆け込み需要が見られる半面、今後の回復持続には懸念が残る状況が続いている。差し押さえの減少・住宅取得意欲の向上には失業率の改善等が前提とも言え、住宅市場・住宅投資の回復にはしばらく時間がかかりそうな状況にある。年間の住宅投資は、2009 年の▲20.5%から、2010 年は 1.4%、2011 年は 7.3%が見込まれる。(最近の住宅市場の動向は「[5/21 付エコノミストレター](#)」「[5/27 付経済・金融フラッシュ](#)」を参照下さい)

●在庫投資の寄与度は縮小、純輸出はマイナス寄与が持続の見込み

在庫投資は、1-3 月期に前期比 339 億ドル増と積み増しに転じた。在庫投資は、過去最大の減少となった昨年 4-6 月期の在庫減(年率▲1602 億ドル)以降、減少幅を縮小してきたが、1-3 月期は、2008 年 1-3 月期以来 2 年ぶりの増加となり、2 年間に渡る長期の在庫調整に一旦終止符を打った。なお、1-3 月期の寄与度は同 1.65%と 10-12 月期の同 3.79%から半減したものの、個人消費に次ぐ高い寄与度となったが、今後は景気回復に応じた緩やかな在庫積み増しの動きが想定される。

純輸出は、1-3 月期は 2 四半期ぶりに赤字が増加、寄与度では前 10-12 月期前期比年率 0.27% から同▲0.66%とマイナスに転じた。輸出の伸びは同 7.2%と前期（同 22.8%）から低下したものの 3 四半期連続のプラス、輸入の伸び率も同 10.4%と前期（同 15.8%）から低下し 3 四半期連続のプラスとなったが、輸入の伸びが輸出を上回り純輸出の赤字増をもたらした。国内経済の回復、ユーロ下落等の影響を考慮すると、純輸出のマイナスの寄与が持続するものと思われる。

●2010 年は 3.2%、2011 年は 3.0%の成長見通し

これらの状況を元に成長率を予測すると、2010 年は 3.2%、2011 年は 3.0%の見通しであり、2009 年の▲2.4%から成長率を高めよう。後述のように牽引役には力不足の面を持つが、個人消費、設備投資は今後も改善基調を維持する見通しであり、在庫投資や住宅投資等も成長への寄与が期待される。なお、ユーロを起点とした政府債務問題への懸念がさらに広がりを見せるようだと、金融市場の波乱や、世界的に緊縮財政の強まりが進み、景気回復のペースダウンの可能性も出て来よう。

（図表 2） 米国経済の見通し

	単位	2008年	2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011年			
						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、%	0.4	▲2.4	3.2	3.0	▲6.4	▲0.7	2.2	5.6	3.0	3.2	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	3.2
個人消費	〃、%	▲0.2	▲0.6	2.5	2.8	0.6	▲0.9	2.8	1.6	3.5	3.1	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
設備投資	〃、%	1.6	▲17.8	2.5	6.2	▲39.2	▲9.6	▲5.9	5.3	3.1	6.1	5.0	5.8	6.5	6.2	6.7	6.8
住宅投資	〃、%	▲22.9	▲20.5	1.4	7.3	▲38.2	▲23.3	18.9	3.7	▲10.7	11.6	4.6	6.2	7.2	7.1	8.2	10.2
在庫投資	寄与度	▲0.4	▲0.6	1.2	0.1	▲2.4	▲1.4	0.7	3.8	1.7	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	1.2	1.0	▲0.2	▲0.2	2.6	1.7	▲0.8	0.3	▲0.6	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2
消費者物価	前期比年率、%	3.8	▲0.3	1.8	1.6	▲2.2	1.9	3.7	2.6	1.7	0.3	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1
失業率	平均、%	5.8	9.3	9.6	9.3	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.6	9.5	9.4	9.3	9.2	9.1
FFレート誘導目標	期末上限金利、%	0.25	0.25	0.25	2.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75	1.25	1.75	2.25
国債10年金利	平均、%	3.7	3.2	3.7	4.3	2.7	3.3	3.5	3.4	3.7	3.5	3.6	3.8	4.0	4.2	4.4	4.5

（資料）実績は米国商務省、労働省、FRB。

（金融政策の見通し）

●金融緩和策は当面持続へ～ 6 月FOMCでも“長期間のFF目標金利据え置き”を表明か

4/27・28開催のFOMC(連邦公開市場委員会)では、市場の予想通り政策金利の維持(0-0.25%)が決定された。FOMC 後に発表された声明文では、景気認識については、雇用も含めて回復への動きを一層明確にした一方、金融政策決定にあたっては、注目された“異例の低金利を長期間据え置く”との文言の再表明を決定した。また、前回同様、金利据え置きの条件として「①経済資源の活用度の低さ、②インフレ傾向の抑制、③インフレ期待の安定」の3点を提示した。一方、その他の緊急対策として行ってきた諸政策は、3月までにほとんどを収束させ、唯一、新規発行のターム物資産担保証券貸付策のみ6月末までに収束させることを再確認した。

なお、注目とされた緊急措置により買い入れた資産(政府機関債とMBS)の売却については、声明文では触れられなかったが、5/19公表のFOMC議事録では、ほとんどの参加者が資産売却をしばらく延期することに同意、時期については、多数の参加者が利上げ開始後の適当な時期に売却

を始めるのが好ましいとしていた。売却のペースについても様々な意見がある中、多くの意見は、5年ぐらい掛けて緩やかなペースで行うのが好ましいとしていた。議事録では、資産売却について今回のFOMCでは何の決定も行われなかったとしている。

また、同議事録では、経済見通しの改定が公表された。本年1月時点との比較では、2010年についての変更が大きく、成長率は3.2%～3.7%とレンジ下限を0.4%上方修正、10-12月期の失業率を9.1%～9.5%と低下、個人消費価格指数を0.2%引き下げた。成長の改善が加速する一方、失業率・物価を下方修正するなど望ましい方向での修正となった。2011年・2012年は、成長率を据え置き、失業率・個人消費価格指数を若干下方へと修正、長期見通しは前回と同じとしている。(注)失業率は各年第4四半期、その他は各年第4四半期の前年比。図表も同じ。

上記のFRBの経済見通しでは、失業率の高止まり以外は利上げの障害とはなっていない。

そのため、物価を重視する地区連銀総裁からは、利上げの時期が近づいている趣旨の発言が相次いでいた。一方、バーナンキ議長を始めとする連銀エコノミストは、高い失業率を重視、当面、利上げを見送る方針とされる。4月FOMC後の状況変化を見ると、ギリシャ危機を契機にした欧州の債務懸念の高まり、予想外の雇用統計の不振等、むしろ、利上げに関しては据え置き方向での材料が追加された形であり、利上げのタイミングをさらに後ずれさせた可能性がある。次回6月FOMC(6/22・23開催予定)では、4月FOMCのスタンスが踏襲されるだろう。

もっとも、出口戦略の議論は進行させよう。バーナンキ議長は、2月の議会証言で出口戦略(詳細は下記を参照)について説明したが、それによると、FF目標金利

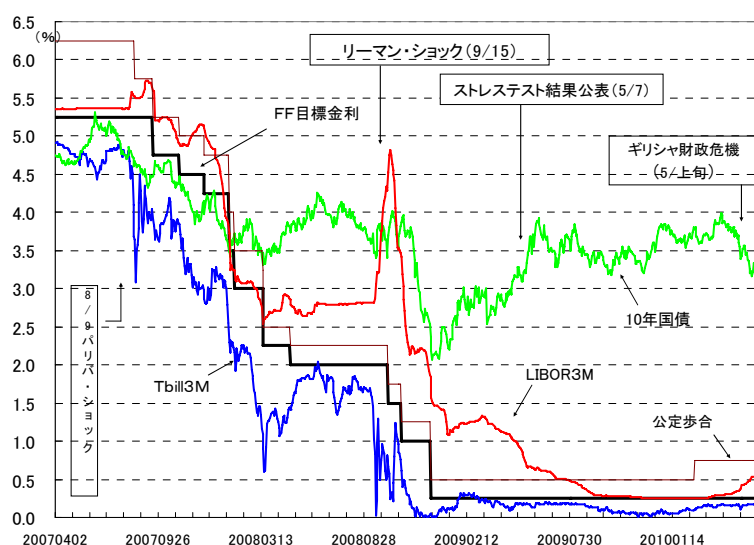
の利上げに向けた準備として、まず、リバースレポや定期性預金ファシリティ(FRBへのやや長めの預金)を用いた流動性の吸収や、準備金への利率引上げ実施等によって銀行の資金吸収を行い、利上げはこれらの準備を整えて以降のこととしていた。こうした手順は未決定としていたが、今後、このような準備を踏まえて政策金利の引上げの実施を行うのであれば、当面、時間的な余裕がありそうだ。

(図表3) FRBの改定経済見通し(中央レンジ、%)

	2010	2011	2012	長期見通し
実質GDP	3.2 to 3.7	3.4 to 4.5	3.5 to 4.5	2.5 to 2.8
10/01見通し	2.8 to 3.5	3.4 to 4.5	3.5 to 4.5	2.5 to 2.8
09/11見通し	2.5 to 3.5	3.4 to 4.5	3.5 to 4.8	2.5 to 2.8
09/06見通し	2.1 to 3.3	3.8 to 4.6	—	2.5 to 2.7
失業率	9.1 to 9.5	8.1 to 8.5	6.6 to 7.5	5.0 to 5.3
10/01見通し	9.5 to 9.7	8.2 to 8.5	6.6 to 7.5	5.0 to 5.2
09/11見通し	9.3 to 9.7	8.2 to 8.6	6.8 to 7.5	5.0 to 5.2
09/06見通し	9.5 to 9.8	8.4 to 8.8	—	4.8 to 5.0
個人消費価格指数	1.2 to 1.5	1.1 to 1.9	1.2 to 2.0	1.7 to 2.0
10/01見通し	1.4 to 1.7	1.1 to 2.0	1.3 to 2.0	1.7 to 2.0
09/11見通し	1.3 to 1.6	1.0 to 1.9	1.2 to 1.9	1.7 to 2.0
09/06見通し	1.2 to 1.8	1.1 to 2.0	—	1.7 to 2.0
コア個人消費価格指数	0.9 to 1.2	1.0 to 1.5	1.2 to 1.6	—
10/01見通し	1.1 to 1.7	1.0 to 1.9	1.2 to 1.9	—
09/011見通し	1.0 to 1.5	1.0 to 1.6	1.0 to 1.7	—
09/06見通し	1.0 to 1.5	0.9 to 1.7	—	—

(資料) FRB、

(図表4) 政策金利と長短期金利の推移(日別)



高失業率が持続、景気回復が緩やかであり、インフレ圧力も薄れている状況から、F F 目標金利の引上げに至るのは、来年前半のことと想定される。

（個人消費の見通しのポイント）

2、成長軌道へのカギを握る個人消費の回復

F R Bは、F O M C 声明文やベージュブック等で個人消費環境の厳しさを再三指摘している。特に、高失業率、緩慢な所得増、住宅資産の目減り、過剰債務を抱えた家計のバランスシート調整の進行、信用基準の引き締め等が個人消費に抑制的に作用しており、景気が持続的な成長軌道に乗ったとするのは時期尚早としている。こうした判断を元に金融政策の舵取りを行っているため、利上げについても、その時期ではないとしている。

一方、1-3 月期の GDP では、個人消費が 3 年ぶりの高成長を見せ 3 %の成長率を確保した。前 10-12 月期のように、在庫投資に頼った成長から、個人消費中心の本来の成長パターンに復帰したようにも見受けられる。以下では、F R Bの指摘等を中心に個人消費を取り巻く最近の環境変化について検証を行なった。

（1）持続する消費抑制要因の存在

①住宅価格下落で懸念される資産価格の目減り

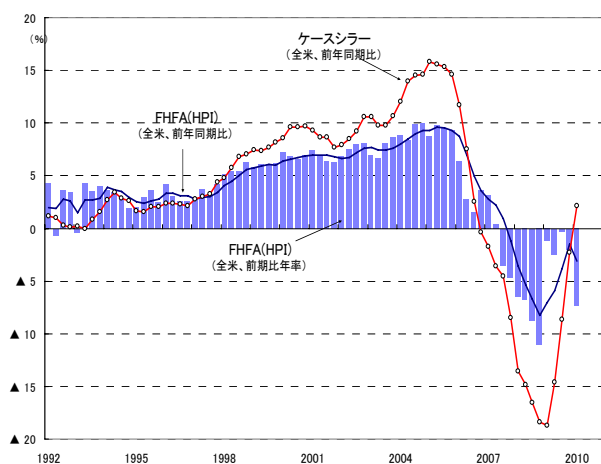
消費支出の抑制要因としては、雇用状況や所得等による影響と並び、住宅価格や株価等の資産価格下落による影響が挙げられる。資産価格下落の影響は、売却益減少や損失拡大による直接的なものに加え、評価額の目減りによる消費意欲の減退と言ったマインド面への影響等が考えられる。

住宅ブームにより押し上げられた住宅価格は、ピークから 3 割強下落（ケース・シラー指数）したが、なお下げ止まったとは言えない。S & P 社発表の 1-3 月期ケース・シラー全米住宅価格指数（季節調整済）は、前年比 2.1%と 2006 年 7-9 月期（同 2.5%）以来のプラスに転じたが、前期比では▲1.3%（季節調整前は▲3.2%）と 4 四半期ぶりにマイナスに転落した。

FHFA(連邦住宅金融局)発表の 1-3 月期全米住宅価格指数（購入指数、季節調整済）は、前年比▲3.1%と 2007 年 10-12 月期以来のマイナスが続いた。また、前期比でも▲1.9%と 2007 年 7-9 月期以来のマイナスが続いている。両指数とも 2008 年をボトムに前年比の数値が改善傾向にある一方、前期比の数値は悪化を見せており、住宅価格底打ちにはなお懸念が強い。

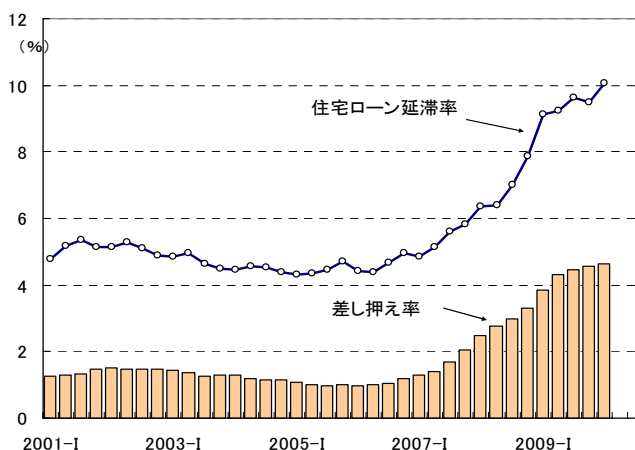
こうした動きは月例指数ではより顕著である。3 月ケース・シラー 20 都市住宅価格指数（季節調整前、以下も同じ）は、前月比▲0.5%（2 月は同▲0.9%）と 6 ヶ月連続の下落となった一方、前年比では 2.3%（2 月 0.7%）と前月に続き約 3 年ぶりのプラスを保った。昨年は 4 月のボトムに向けた急落が続いたため、目先は前年比のプラスが維持されようが、今後も前月比の下落が続くと、前年比のマイナス転落は時間の問題となる。なお、2006 年央の住宅価格ピーク時から 3 月までの下落率は、▲30.6%となった（ボトムは昨年 4 月の▲32.6%）。また、3 月指数の水準は、住宅ブームが本格化に向かう前の 2003 年の夏頃と同等の水準にある。

(図表5) 全米住宅指数の推移(四半期、季節調整済)



(資料) S&P 社、FHFA

(図表6) 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

●過去最高水準の延滞・差し押さえ率が住宅価格に下落圧力

延滞・差し押さえ率の上昇が止まらないことも、住宅価格下落の圧力となっている。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は10.06%（差し押さえに移行したものを除く30日以上全延滞ローン）となり、前10-12月期9.47%から0.59%ポイント上昇、前年1-3月期9.12%からは1%ポイント弱の上昇となった。さらに、上記の延滞ローンのうち30～60日未満の延滞分が増加に転じており、延滞ローンが今後も増加する可能性を窺わせている。

一方、1-3月期に延滞物件から差し押さえに移行した物件の占率は1.23%（10-12月期1.20%）と増加、1-3月期末における差し押さえ在庫比率（以下差し押さえ率という）は4.63%と10-12月期4.58%から0.5%ポイントの上昇となった。前年1-3月期3.85%からは0.78%ポイントの上昇となる。また、差し押さえ物件も含めた90日以上延滞率は9.54%（10-12月期9.67%）だった。その他、種別では、プライムローンの差し押さえ率は3.41%、サブプライムローンの差し押さえ率は15.39%に昇る。

延滞率、差し押さえ率とも現行統計ベースでは過去最高水準にあり、それらの合計は14.7%となり、住宅ローンの1/7がトラブルアセットとされる事態に陥っていることとなる。こうした背景には高失業率があり、失業率の高止まりが今後の差し押さえ増に繋がることが警戒されている。

②時間を要する「バランスシート調整」

資産価格の目減りを見ると、住宅価格下落の場合は、住宅資産価値の減少の一方住宅ローンなどの負債面では減少ペースが遅く、家計の（負債）／（時価資産）比率が上昇、家計では消費を抑制、負債の返済を増やす意欲を高め、家計の「バランスシート調整」が進行することとなる。

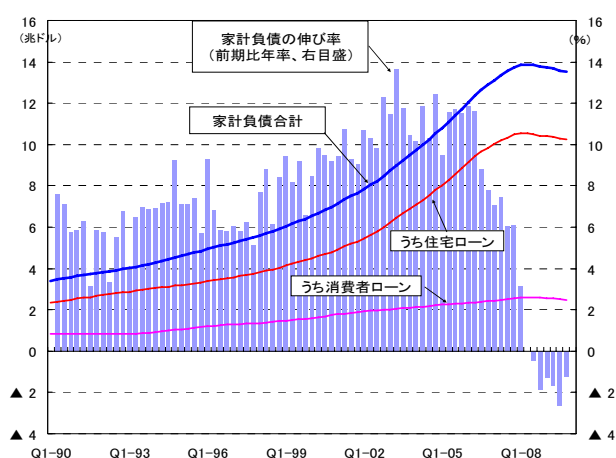
また、価格下落が進むと、住宅担保の余裕枠がなくなりホームエクイティローン等の借り入れ手段が閉ざされるため、負債、消費支出がともに抑制され、貯蓄率が上昇することとなる。元々、家計の過剰な債務が指摘されていたところに、今回の金融危機が訪れ、金融機関が貸し出し基準を厳格にし、借り入れが困難となったことも、こうした状況を加速した。

このため、2008年に入ると住宅ローンを中心に家計の負債はデータの取れる範囲では前例の

ない減少に転じている。もっとも、住宅ローンの減少については、住居の売却を伴わないのであれば家計にとって急速に減らすことは難しく、四半期ごとに年率 0～2%弱程度のマイナスが続くに留まる。このため、最近 2 年間の負債の減少も 2 %強に留まっており、3 割を超える住宅資産の目減りとバランスをとるには、相当な時間を要することとなる(図表 7)。

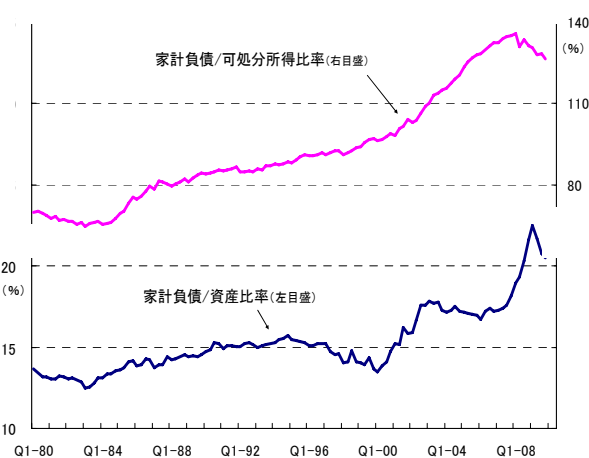
なお、可処分所得比でみた家計負債の比率は 2008 年 1-3 月期にピークをうち低下推移を辿っているが、下落の大きい資産との対比でみた家計負債の比率がピークを打ったのは昨年初のことである。調整下にはあるものの、今次景気拡大の起点である 2001 年 10-12 月期の水準との比較では相当な乖離が残されており、家計のバランスシート調整はしばらく消費の重石となりそうだ。

(図表 7) 家計負債の推移と伸び率



(資料) FRB

(図表 8) 家計の負債比率の推移(四半期)



(資料) FRB

(2) 何が個人消費の回復を加速したのか

①雇用減少の影響は大きいものの、労働時間・賃金上昇率の反転で雇用所得が回復へ

雇用統計は、米国経済全体の状況の縮図であり、景気の温度差を示すものとして景気判定の際でも最重要視される。また、個人所得を通じて米経済の 7 割を占める個人消費に影響するのに加え、失業者の増加等が消費者マインドに影響、さらに住宅の差し押さえ増加の主因ともされ、その動向は無視できない。

今回のリセッションでは、景気後退(2007 年 12 月)とともに雇用減が急速に拡大、戦後の不況時の雇用減としては最大級となった。前 2 回のリセッション(90-91 年と 2001 年に生じ、両者とも 8 ヶ月間で終了)時の雇用者減少数と比較するとその違いは大きい(図表 9)。

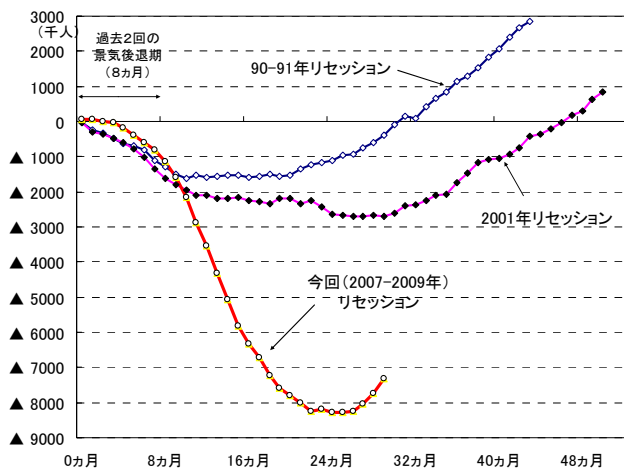
また、雇用回復は、景気回復に遅れる傾向がある。これは、経営者が景気の先行きに自信を持ってからでないと雇用増加に踏み切らない事情にもよる。過去 2 回のリセッション時には、景気回復後も雇用の減少が長引き「ジョブレスリカバリー」と称された。その点、今回は回復の動きが急であり、前期比等での比較では回復が顕著に見受けられる。ただし、これには 10 年ぶりの国勢調査による一時的な雇用(今年に入ってから 55 万人)が含まれ、7-9 月期には減少要因となるため、持続的な回復となるかは不透明感が残る。いずれにしても、リセッション前の雇用水準との比較では大幅に下回る状況が相当な期間持続することとなり、その間、失われた雇用所得が消費にダメー

ジを与えることとなる。

一方、雇用者所得には、雇用者数以外にも、労働時間、賃金上昇率等の要素が加わるが、5月雇用統計では、前年比では雇用者数の減少が続いているものの、労働時間や賃金上昇率はすでに上昇に転じている。このため、4月雇用所得は3月に続き前年比でも上昇の動きとなっている。

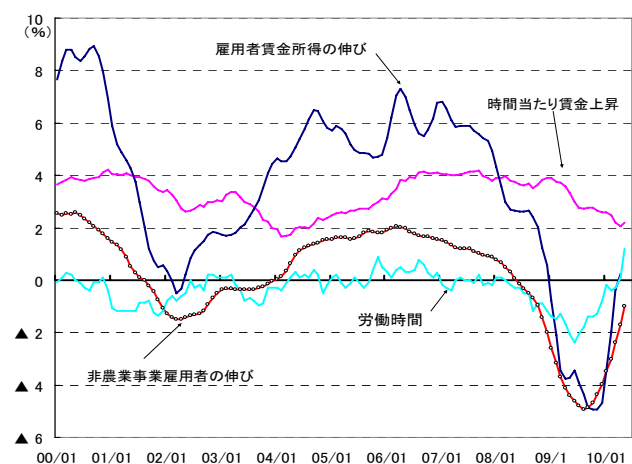
つまり、一時的な雇用増と労働時間、賃金上昇率の回復で雇用所得回復は加速された形となっているのである。

(図表 9) リセッション開始後の累積雇用者減



(資料) 米労働省、注：横軸はリセッション入り後の経過月数

(図表 10) 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

②減税が次第に効果を発揮～可処分所得回復が個人消費を下支え～

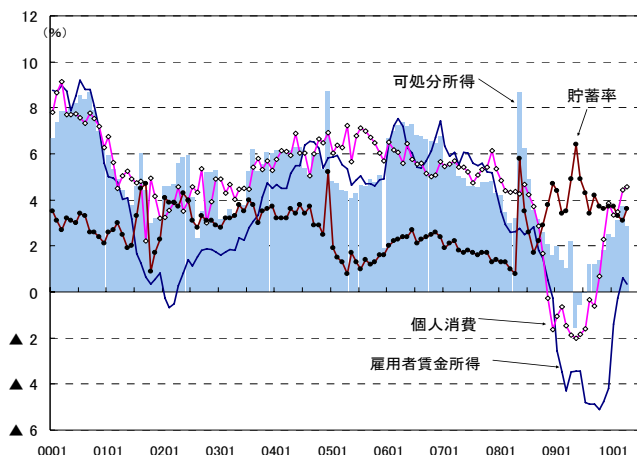
前年同月比でみると、個人消費は4.6%（3月同4.4%）と伸びを高め、2008年6月以来の水準を回復した。また、リセッション開始以来の雇用者減の影響が大きい賃金所得は、これまで大幅なマイナスを続けていたが、4月は同0.3%（3月同0.6%）と2ヵ月連続でプラスを維持した。

一方、可処分所得は、賃金所得がマイナスを続ける中、昨年8月にはプラスに転じ、4月は同2.8%と3月同3.7%から伸び率を下げたものの、消費を下支えしている。賃金所得が低迷する中、可処分所得の伸びが先行する形となっており、オバマ政権の所得減税が効果を見せつつあると言えるだろう。なお、4月は、消費が横ばいに留まったことから対可処分所得比の貯蓄率は3.6%と3月の3.1%から上昇、1月以来の水準を回復した(図表 11)。

③不振を極めた自動車販売の反動増が耐久財消費を加速

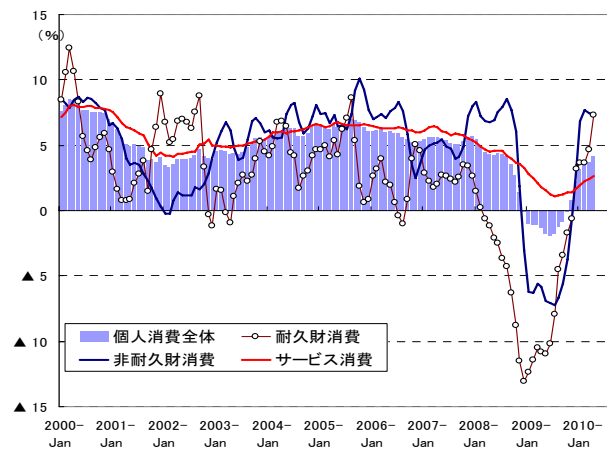
個人消費の内訳を、耐久財、非耐久財、サービスに分けて前年比の伸び率を見ると、4月耐久財は同10.2%と2005年7月以来の水準を見せ、非耐久財は同7.6%と昨年12月以降7%近辺での伸びを続けるなど最近の回復が大きく、個人消費の伸びを押し上げている。一方、変動のより小さいサービスは同2.8%とプラスの伸びを維持したものの、消費全体の伸びを下回る。消費全体が落ち込んだときは、落ち込みを緩和していたが、現状では、消費全体の伸びを抑制する役回りとなっている(図表 12)。

(図表 11) 個人消費と所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 商務省

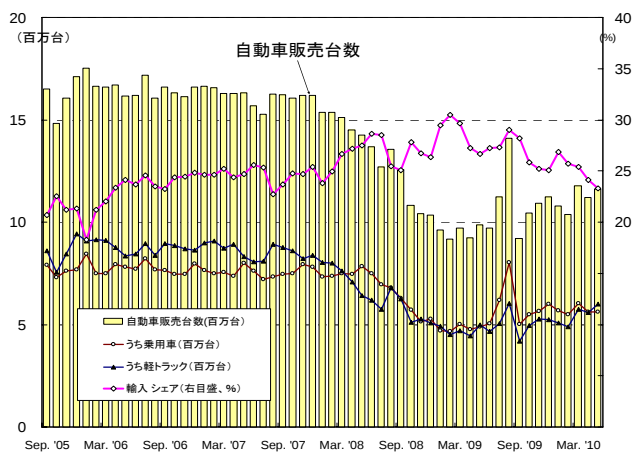
(図表 12) 個人消費の内訳推移



(資料) 米商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均

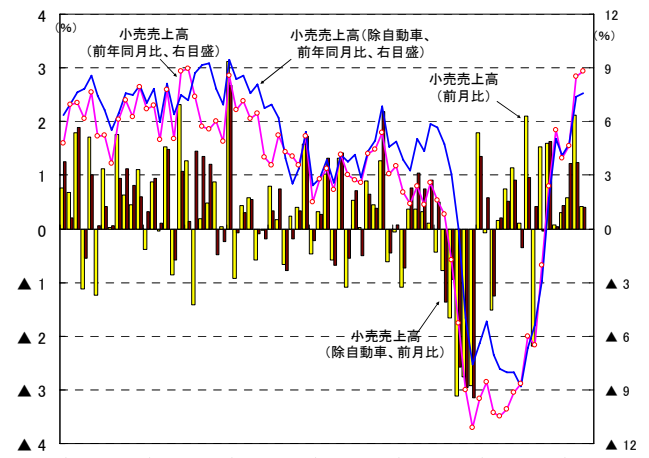
自動車販売について台数ベースで見ると、5月は1163万台（オートデータ社、年率換算、以下同じ）と3ヵ月連続で年率1100万台を保ち、前月比3.8%増、前年比17.9%の増加となった。昨年前半の販売台数が同900万台に落ち込んだ時と比較すると回復は著しく、昨年下半期以降の消費持ち直しの動きを先導してきたと言えよう。もっとも、リセッション前の時期に年率1600万台で推移してきた状況とは落差が大きく、自動車産業の生産稼働率も53.2%（4月）と全体の稼働率73.7%を大きく下回っている（図表13）。

(図表 13) 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

(図表 14) 小売売上高の推移



(資料) 米商務省

こうした自動車販売先行の回復も最近では広がりを見せている。4月小売売上高を見ると、前月比0.4%と3月同2.1%から伸びを縮めたが、市場予想（同0.2%）は上回った。自動車販売が同0.5%と前月（同6.7%）から急低下、自動車販売を除いた小売売上高も同0.4%と3月（同1.2%）から低下した。半面、建築資材が同6.9%と前月（同7.8%）と並び連月で高い伸びを見せた。その

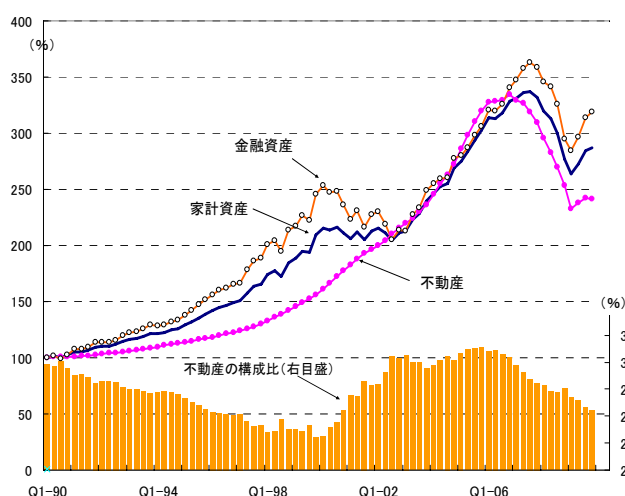
他の項目では、ヘルスケア等が堅調（前月比 0.9%）だった半面、スポーツ・趣味（前月比▲1.9%）、衣料品（前月比▲1.0%）等の伸びが低下した。

小売売上高の前年同月比は 8.8%（3 月同 8.5%）、自動車除きでは 7.6%（3 月同 8.5%）と、やはり自動車販売の影響が大きい、いずれも前月を上回った。また、前年同月比の伸び率は 2005 年 7 月（9.0%）以来ほぼ 5 年ぶりの高い伸びとなる。小売売上高全般では、前月の急伸後も堅調な伸びを維持しており、個人消費にも明るさが戻りつつあることが窺われる。

④ 金融資産先導の資産回復には、金融市場の波乱が打撃に

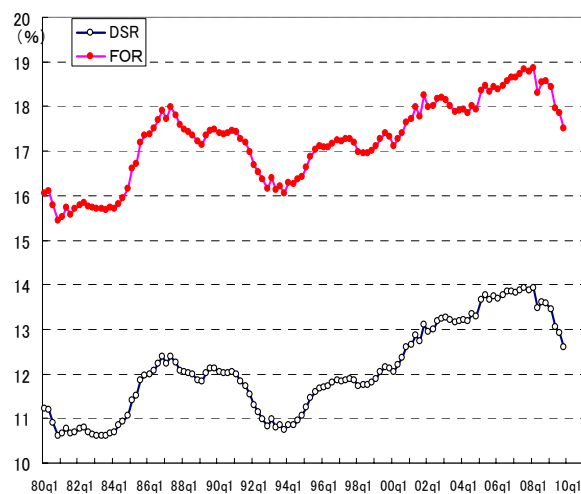
住宅価格の下落により、家計資産における住宅比率は一時ピークから 3 割強の減少となったが、昨年末ではまだ 28%減と減少した状態が続いている。一方、金融資産については、一時ピークから 2 割強の減少となったが、昨年末には 12%減にまで減少額を縮めている。特に、株式については一時ピークから 5 割程度の減少となったが、昨年末までに 24%減までに縮小していた。その後、4 月までは市場の上昇により順調な回復を見せていたが、5 月以降の急落でかなりの部分を帳消しにした。家計資産の中では、住宅資産の減少を金融資産の回復で緩和する構図となっており、1-3 月期の消費回復の一因とも言えようが、最近では、住宅資産・株式資産ともに下落した可能性が強く、今後の消費への影響についての懸念を強めている。

（図表 15）金融資産の回復が先行していたが…



（資料）FRB

（図表 16）家計の金融支払い負担（対可処分所得比）



（資料）FRB

⑤ 家計の返済負担軽減がバランスシート調整に先行

前記のように負債の減少速度は遅く、資産価格の下落もあって対資産比の改善が進まない中、可処分所得比で見た返済負担 (DSR) は、一足先に調整が進んでいる。これまで恒常的に増加してきた負債が減少している中、政府の所得減税策の実施もあって可処分所得が増加していることが大きい。さらに、住宅ローン金利も歴史的な低水準を維持している。DSRは、昨年末には既に景気拡大の起点である 2001 年 10-12 月期の水準を下回っている。（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（%））

(3) 戻りの鈍い消費者マインド～なお時間を要する個人消費の本格回復

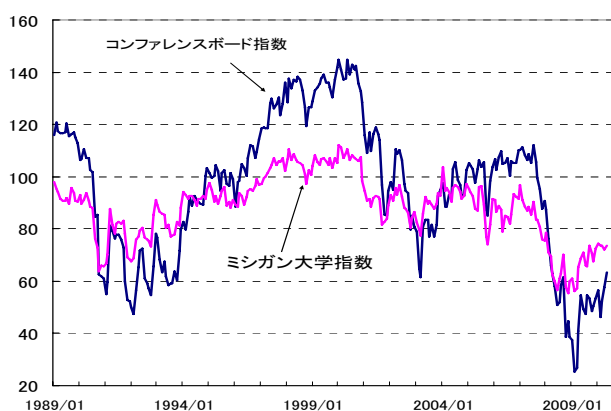
以上のように、個人消費を巡る環境は、依然として、FRB が常々指摘しているように、大幅な雇用減少による長期的に見た雇用所得の抑制、住宅等の資産価格の目減り、過剰債務を抱えた家計のバランスシート調整等が持続する状況にある。こうしたリセッション以降の大幅な雇用減少により「失われた雇用を回復するにはあと数年は要する(6/9 バーナンキ議長)」のが実情と言えよう。

一方、最近の個人消費の状況を見ると、回復方向への動きを鮮明化しているが、これには、最近の雇用状況の改善により雇用所得が前年比でプラスに転じるなど明るい材料もあるが、一時的な雇用に押し上げられるなど不透明な要素を含む。政府の所得減税や社会保険給付等の景気対策もあって可処分所得が押し上げられた側面も指摘されよう。また、自動車販売落ち込みの反動増が耐久財消費を押し上げ、資産面では住宅価格が下げ止まらない中、株価上昇がその影響を緩和していた。さらに、前年比では個人消費がボトムをつけた昨年上半期との比較となるため、回復がやや誇張されている点も否めない。留意すべきは、こうしたプラス材料が、必ずしも持続的とは言えない要素を抱えていることだろう。

いずれにせよ、リセッション以前(2007年10-12月期)との比較では、個人消費はようやくその水準を回復した所であり、いわば失われていた消費水準を回復し出発点に戻ったに状況に過ぎない。実際、消費の伸び率が回復している一方、消費者マインドは依然低水準にある。個人消費を巡る環境は上記のように改善したとは言えないし、何よりも失業率の高止まり等から、雇用面における家計の警戒は続いている。特に、住宅価格下落が続く中、過剰な債務を抱えた家計の不安はことさらである。また、最近の株価下落によるマインド面への影響も気掛かりだ。401K等を通じて間接的に株式を保有する家計は増加しており、将来の年金への不安が高まれば財布の紐は一層引き締められる。株価の下落は以外に侮れない要素と言えよう。

1-3月期の個人消費は実質前期比年率3.5%と高水準に上昇したが、上記の諸要因を考慮すると、4-6月期はともかく、下半期はこうした高成長の持続は難しそうである。持続的な消費の回復には、本来の雇用者増を伴った雇用所得の増加や消費環境の更なる改善が必要であり、なお、時間を要するものと思われる。

(図表 17) 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 18) 米国株式市場の推移(週別)

