

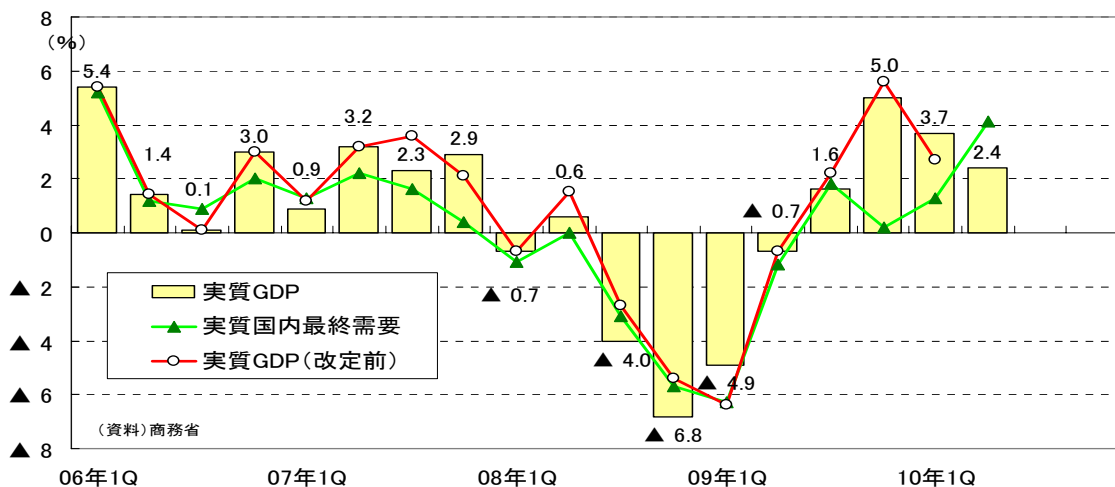
Weekly
エコノミスト・
レター米国経済動向
～ソフトパッチ局面の様相に

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・金融の概況＞

- 欧州の債務問題を懸念して5月以降の金融市場は世界的に波乱の展開となった。春先まで順調な景気回復を見せていた米国経済にもその影響は大きく、4-6月期の成長率は前期比年率2.4%へと低下した。
- 雇用統計では5月以降民間部門の雇用増が大幅に縮小しており、8月FOMCでは金融政策を緩和方向へと舵をきったが、米景気の先行き不透明感を懸念したリスク回避の動きが再燃、株価が再下降するなど、政策当局の意に反した動きを見せている。
- もっとも、FRBのMBS償還金を使った国債の買い入れ発表で長期金利が低下、また、米景気の減速でドルが売られる展開となっており、これら点は景気にプラス要因となっている。内需の回復が遅れる米国にとっては、ドル安は輸出を伸ばす好機とも言え、ドイツを中心としたユーロ経済回復の動きもプラスに働こう。
- 市場では二番底への懸念が再燃しているが、諸経済指標の動きは金融危機時の急激な冷え込みとは異なる。当面、二番底リスクを抱えながらも、ソフトパッチ（軟弱）局面が続くと思われる。

(図表1) 実質GDPの推移～4-6月期改定値の市場予想は1.4%に（前期比年率、%）



1、米国経済の概況

(1) 二番底回避もソフトパッチ局面入りへ

● 8月FOMC後、リスク回避の動きが再燃～米経済の減速見通しが主因でドル安に

米国経済は、4月までは実体経済・金融市場とも順調な回復を見せていたものの、5月になるとギリシャ財政危機を契機に欧州諸国の債務懸念が広がりを見せ、世界的にリスク回避の動きが強まった。米国でも株価・国債金利・ユーロを急落させるなど、金融市場に波乱をもたらしたが、7月下旬のストレステスト結果発表等を受け、市場は落ち着きを取り戻しつつあった。

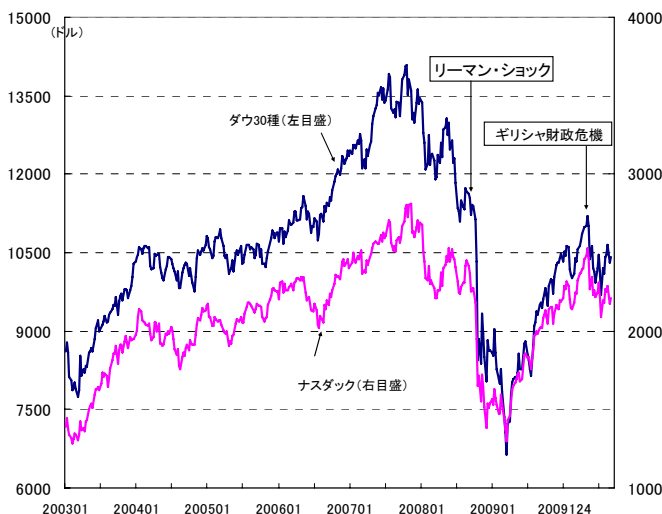
しかし、4-6月期実質GDP速報値が前期比年率2.4%と低下（注：8/27発表予定の改定値の現時点の市場予想は同1.4%）、7月の雇用統計では民間雇用増が予想を下回り、8月FOMC（連邦公開市場委員会）では景気認識を下方修正、金融政策を緩和方向へと一転させた。一連の動きは、米景気への不透明感を強め、特にFOMC後はリスク回避の動きを強めた状況にある。

もっとも、5月と異なるのは、リスク回避の主要因が“米景気への懸念”に転じたことだろう。このため、株価下落の一方、ドル安が進行した。また、FRBが住宅ローン担保証券償還金による国債買い増しを発表したことで、国債金利が一時2.5%台とリーマン・ショック後の株価がボトムをつけた2009年3月以来の水準へと一段の低下を見せた。

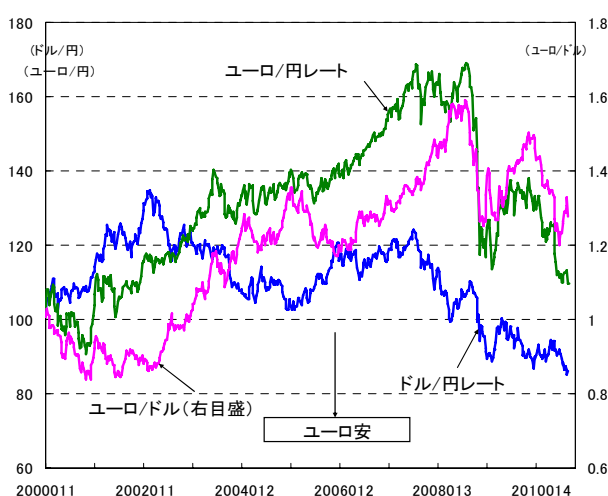
株価下落は消費者マインド等に悪影響を及ぼすが、金利低下やドル安は景気にはプラス要因となる。本来、金利低下の影響が大きいのには金利低下に敏感な耐久財消費や住宅投資であるが、個人消費はバランスシート調整が進行中であり、信用基準の引き締めもあって「借りて消費する」状況にはない。住宅投資は4-6月期実質前期比年率27.9%と急伸したが、4月末の住宅減税期限による駆け込み需要増が大きく、7-9月期はその反動が見込まれるなど、金利低下の効果は限定されよう。

一方、為替については、債務懸念の燦るユーロを買うわけにはいかず、残された主要通貨である円買いの動きとなって現れた。消去法によるドル売り・円買いとも言えるが、その背景には、米国サイドの要因が色濃い。

(図表2) 米国株式市場の推移(週別)



(図表3) ドル・ユーロレートの推移(週別)



● 雇用動向が引き続き注目点に

米国要因による為替の動向を考慮すると、米経済の減速見通しに目途がつくまでドル安の動きが続く可能性がある。米国経済の先行きは、景気が抑制気味に推移する中、財政の下支えが縮小することで、成長率の鈍化が見込まれる。

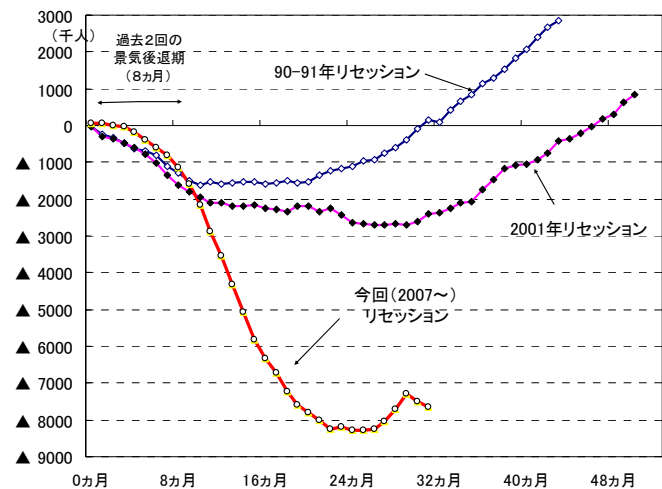
景気の先行きの見通しが改善しないのは、米国経済の中核である個人消費が芳しい回復を見せないからだ。個人消費をとり巻く環境をみると、高い失業率が消費マインドに影響し、800万人を超えた大規模な雇用減少が雇用所得の伸びを低め、過剰債務に苦しむ家計ではバランスシート調整が進行している。資産面では住宅価格下落の影響に加え、株価の戻りも不安定だ。金融危機以来、信用基準が引き上げられ、貸出しが抑制された上にクレジットカード等の制限も厳しい。4-6月期GDP速報値における個人消費は前期比年率1.6%に留まった。

半面、設備投資は同21.9%と急伸し、企業業績の改善も進展している。ただし、先行きの不透明感が強い間は、こうした回復が雇用には繋がらない。7月の民間雇用は前月比7.1万人増と予想を下回った。今回の金融危機は、一時は大恐慌の再来とも言われるなど冷え込みが急速だったために雇用の減少規模が極めて大きい(図表4)。急激に減らした企業では比較的早く元に戻す動きが出てくるとの見方もあったが、現状では雇用回復の遅れが目立つ。4-6月期の労働生産性統計では、前年比の生産指数が3.9%伸び、労働時間指数も追隨して回復を見せてはいるものの、4-6月期は横ばいに留まった。当面、今後の雇用動向が、米景気動向を左右する最大の要因として注目されよう。

(7月雇用統計については8/10付「経済金融フラッシュ」を参照ください)

上記のように金融危機からの回復途上にある米国経済はなお多くの脆弱性を抱えており、欧州の債務問題での金融市場波乱による米国への影響が明らかとなるにつれて、二番底への懸念が浮上している。個人消費は、消費環境改善の遅れで抑制され、住宅市場ではなお大幅な不振が続いている。回復途上にある雇用増も停滞気味である。年末には、10年間続いたブッシュ減税の期限を迎えるなど、政策面に於ける抑制要因が重なることも先行きの懸念材料となっている。

(図表4) 各リセッション入り後の累積雇用減比較



(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5) 5月以降下落の主要指標には下げ渋りの動きも

		3月	4月	5月	6月	7月	(備考)
消費関連指標	コンファレンスボード 消費者信頼感指数	5.9	5.4	5.0	▲ 8.4	▲ 3.9	前月差、%ポイント
	民間雇用者増	158	241	51	31	71	前月差、万人
	雇用者賃金所得	0.2	0.4	0.4	▲ 0.1	—	前月比、%
	個人消費	0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	—	前月比、%
	小売売上高	2.1	0.3	▲ 1.0	▲ 0.3	0.4	前月比、%
製造業指標	ISM指数	3.1	0.8	▲ 0.7	▲ 3.5	▲ 0.7	前月差、%ポイント
	耐久財受注	0.1	2.9	▲ 0.7	▲ 1.2	—	前月比、%
	鉱工業生産	0.6	0.4	1.3	▲ 0.1	1.0	前月比、%

(資料) 商務省他

もっとも、金融危機時のように悪化が急加速しているわけではない。5・6月と悪化を見せた経済指標にも下げ渋りの状況が見られつつある。特に、製造業については増加に転じる指標も見られ、底堅さが見られる。また、不振が指摘される雇用についても、民間雇用の増加自体は維持されており、雇用所得も大きく落ち込んだわけではない。二番底へのリスクを抱えながらも、当面、ソフトパッチ局面が続く可能性が高いと思われる(図表5)。

(2) ユーロ圏経済の持ち直しは米景気にも刺激効果

米国経済が減速を強める中、4-6月期ユーロ圏GDPは前期比1.0%（前期比年率3.9%）と急伸した。ユーロ安を追い風にした輸出の伸長でドイツが90年の統一以来最大の伸び（前期比2.2%）を記録し、全体を押し上げた。ユーロ安の恩恵を受けたドイツ以外の国でも輸出を中心に回復を見せている。4-6月期にユーロ圏GDPの伸び率を下回ったフランス（前期比0.6%）やイタリア（前期比0.4%）が一層の回復を見せれば、通貨反転も期待されよう。

なお、4-6月期の米国GDPでは、対照的に輸入が前期比年率28.8%と急増し、純輸出の寄与度が▲2.78%と大幅なマイナスを記録した。その後発表された6月貿易赤字の拡大により、寄与度のマイナスはさらに拡大が見込まれている。しかし、現在はユーロ安を追いかけるようにしてドル安が進んでいる。貿易赤字が恒常化している米国では輸出主導で景気が回復した例は少ないが、今回の景気回復過程では、輸出の落ち込みが輸入よりも小さく、輸出回復が先行している（後述、図表8）。今後、ユーロ安が是正されれば、EUは米国の最大の貿易相手でもあり、輸出回復の追い風となろう。

オバマ政権の“輸出倍増計画”では、貯蓄・投資を増やし、5年間で輸出を倍増させることを目指している。6月の個人所得統計では、貯蓄率の上昇（6月6.4%）が注目された。年次改定によって押し上げられた側面は否めないが、6%台は1年ぶりの高水準となる。

オバマ政権が輸出倍増計画を打ち出した時から、為替（ドル安）への警戒は指摘されていた。現状のドル安は米国経済の減速であり、これは政権の意図に反するものであるが、ドル安を利用して景気回復を図るのは、財政政策が手詰まりを見せる中、最も手っ取り早い政策とも言える。中間選挙を11月に控え、劣勢の伝えられるオバマ政権にとっては、景気・雇用の回復は至上命題であり、雇用の回復なくしては、医療改革や金融改革と言った成果も影の薄いものとなりかねない。

現行のドル安が効果を発揮し、輸出回復による景気刺激効果が表れるまでには、しばらく時間がかかると見られるが、当面は、ユーロ経済の動向にも注目したい。ユーロレートの反転が強まれば、リスク回避で待機状態にあるマネーの動きも回復に向う。緩められた金融政策の効果も加わり、信用市場も正常化を早めよう。内需回復が遅れ気味な米国経済にとって、4-6月期経済の停滞要因となった欧州経済やユーロ安が持ち直しに向えば、大きな支援要因となろう。（輸出倍増計画の詳細は[エコノミストレター4月号、「オバマ政権“輸出倍増計画”の現実味](#)を参照下さい）

（金融政策の動向）

（3）金融政策は緩和方向へと急転回

● 8月FOMCでは景気認識を下方修正し、償還資金の再投資を表明

8月10日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、ギリシャ危機等による影響が見られた4-6月期GDPや7月雇用統計発表直後にあたり、6月FOMC以降についての景気判断とそれに向けての追加金融緩和策の有無が注目されていた。

結果としては、景気認識を下方修正し、市場の予想通り政策金利の維持（0-0.25%）を決定、FOMC後に発表された声明文では、“異例の低金利を長期間据え置く”との文言が再表明された。注目された追加金融緩和策ではモーゲージ担保証券等（約1.25兆ドルを保有）の償還資金を中・長期国債（2～10年債が中心）に再投資（毎月100～200億ドル、年間1000億ドル超と想定される）することを表明、FRB保有債（公開市場システム勘定分を対象、8/4現在約2兆540億ドル）のバランスシートは当面、維持されることとなった。現状以上の緩和を進めるわけではないが、これまで出口戦略を議論するなど、緩和から引き締めへのタイミングを探っていたFRBの金融政策は、再び緩和方向へと舵をきり、方向転換したこととなる。

これにより、さらに景気が悪化した時に備え、量的緩和再開の準備を整えたと言えよう。なお、景気冷え込みが明確化した場合のFRBの政策としては、債券等の買入プログラムの再開、準備金金利の引下げ等が観測されている。

ただし、FOMC後の金融市場では、景気減速への懸念を強め、金利低下・株価下落に加え、ドル安の動きが進行するなど、8月FOMCがリスク回避の動き再燃の引き金を引いた形となっている。

（8月OMC声明文の概要）

● 景気と雇用の減速を明記し、MBS償還資金の国債投資により債券保有残高を維持

現状の景気認識については、「景気と雇用が減速している」とした。前回6月の景気が「進行している」、前々回4月の「強まっている」から、回を増す毎に判断を弱めている。（注：下線部分は主要な変更点）

また、景気の見通しに関しては、前回同様「物価が安定した状況の中、資源利用度が次第により高い水準に回復していくものと期待している」としながらも、「景気回復ペースは、期待していたより、一段と緩やかに留まる」とするなど、前回と異なり、現状が“予想以上の減速下にある”ことを強調した。

物価についても、前回の「エネルギーや商品価格がここ数ヵ月下落を見せ、インフレ傾向がより押し下げられた」から、エネルギーや商品価格の下落を取り去り、「かなりの生産活動資源の弛み（resource slack）がコスト上昇圧力を抑え、長期的なインフレ期待も安定しており、当面インフレは抑制されるだろう」とした。エネルギーや商品価格の下落が無い中でのインフレ傾向の低下を示唆、デフレへの警戒を強めている節が感じられる。

金融政策決定にあたっては、FF目標金利を0～0.25%に据え置くことを決定し、前回同様「①経済資源の活用度の低さ、②インフレ傾向が抑制されていること、③インフレ期待が安定的である

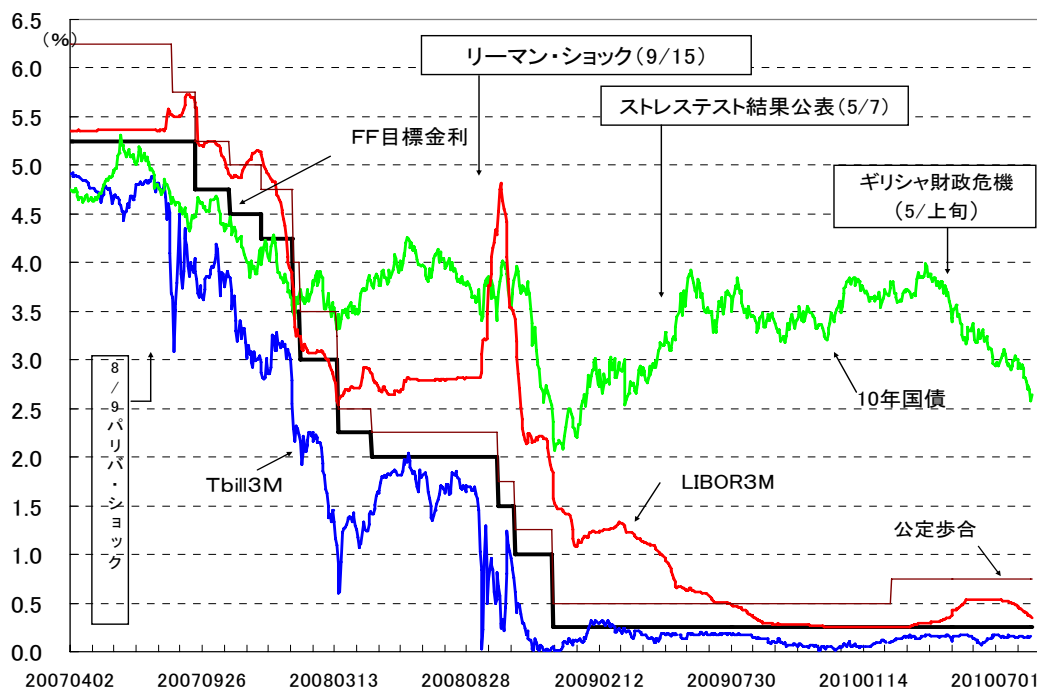
ことの3点を含む経済状況により、長期にわたる異例の低金利据え置きが正当化される」とした文言を維持した。

また、新たに景気回復をサポートするためとして、「政府機関債とモーゲージ担保証券（MBS）からの元本償還資金を長期国債に投資することによって現状の保有債券残高を一定に保つ」ことを表明した。

今後のスタンスについては、これまで同様に「委員会は、経済の概況と金融市場の状況の変化に合わせ、景気回復や物価安定の状況に応じて必要とされる政策手段を用いるつもりである。」とした。

今回の金融政策の決定に際し、ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁は、「景気は緩やかながら回復しており“長期にわたる”超低金利の据え置きを継続することはもはや正当化されない。また、新たに決定された保有長期債券残高の維持についても、FOMCの目的達成のために必要なことだとは思わない」とし、5回連続の反対票を投じた。

(図表6) 米国長短期金利の推移 (日別)



2、GDP速報値と関連指標の動向

注目を集めた4-6月期GDP速報値はほぼ市場予想に近い2.4%（前期比年率）に低下した。内容的には、純輸出のマイナス寄与度が突出した半面、国内最終需要が急上昇するなど、変化の激しいものとなった。その後発表された6月貿易収支の赤字拡大で、4-6月期のGDP改定値は、現時点での市場予想では1.4%と速報値から大幅な下方修正が見込まれている。なお、関連指標としては、GDP同様に年次改定された個人消費、予想外の赤字増となった貿易収支を取り上げた。（雇用、ISM指数、住宅関連の指標等については、「経済・金融フラッシュ」を参照下さい）

（1）GDP速報値の概要

●4-6月期GDPは、前期比年率2.4%と2四半期連続の減速

商務省発表の4-6月期実質GDP（速報値）は、2.4%（前期比年率：以下も同じ）と前1-3月期の成長率同3.7%（2.7%を上方修正）から低下、直前の市場予想（同2.5%）を若干下回った。需要項目別では、個人消費は同1.6%と伸び悩む一方、設備投資が同17.0%、住宅投資が同27.9%と急伸した。

GDPの寄与度では、個人消費が同1.15%に留まった半面、設備投資が同1.50%と需要項目の中では最大となり、成長率の牽引役に躍り出た。また、在庫投資も寄与度1.05%と1-3月期同2.64%からは半減したものの、個人消費に次ぐ寄与度の大きさを見せた。半面、純輸出は輸入の急増で寄与度▲2.78%と4-6月期の成長率を大きく押し下げた。

なお、年次改定により2007年以降のデータが改定されたが、実質GDPでは、2007年が2.1%→1.9%へ、2008年が0.4%→0.0%へ、2009年が▲2.4%→▲2.6%へといずれも下方修正された。もっとも、前1-3月期は2.7%から3.7%へと大幅に上方修正され、4-6月期の減速方向が明確化された形となった。（表紙、(図表1)を参照）

（4-6月期GDP：需要項目別の動向）

●個人消費低迷の半面、企業活動の活発化が目玉の内容

個人消費は、前期比年率1.6%（前期は同1.9%）と伸び悩んだが、耐久財消費は同7.5%（前期は同8.8%）の伸びを見せた。半面、非耐久財消費が同1.6%（前期は同4.2%）、サービス消費が同0.8%（前期は同0.1%）と低い伸び率となった。個人消費の2/3を占めるサービス消費ではこれまでも低い伸びが続いており、4-6月期の低い伸び率でも、2008年1-3月期の同1.9%以来約2年ぶりの高水準となる。個人消費は、高失業率、所得の伸び悩み、バランスシート調整、信用基準の引き締め、等多くの抑制要因を抱えており、所得減税などに下支えされて伸びを維持している。雇用増の回復が遅れる中では、個人消費の伸び悩みも持続しよう。

設備投資は、前期比年率17.0%と前期の同7.8%から急伸、昨年10-12月期までの7四半期連続のマイナスの後、2四半期連続のプラスとなった。内訳では、設備機器・ソフトウェアが同21.9%（前期は同20.4%）と5四半期連続のプラス成長を見せたのに加え、これまで7四半期連続のマイナスを続けていた構築物投資が同5.2%（前期は同▲17.8%）とプラス成長に転じた。

構築物投資では商業用不動産向け等の厳しい冷え込みが続く一方、鉱業と電力・通信向けの増

加が著しい。オバマ政権の景気刺激策が奏功してきた可能性も指摘されよう。なお、大幅な減少を続けていた製造業向けについても若干のマイナスに留まった。

4-6 月期は、これまで続いていた「設備機器投資の回復の一方、構築物投資のマイナスが伸び率を抑制する」という設備投資に於ける対照的な構図が変化を見せたことが注目される。もっとも、設備稼働率が歴史的な低水準にあるため、設備機器投資についても、当面は手控えられていた更新投資が中心となるなど、限定された回復が中心となろう。

(図表 7) 需要項目別の内訳 (前期比年率、%)

<実質GDP>	2006	2007	2008	2009	2008:Q3	2008:Q4	2009:Q1	2009:Q2	2009:Q3	2009:Q4	2010:Q1	2010:Q2	同寄与度
実質GDP	2.7	1.9	0.0	▲ 2.6	▲ 4.0	▲ 6.8	▲ 4.9	▲ 0.7	1.6	5.0	3.7	2.4	2.4
個人消費	2.9	2.4	▲ 0.3	▲ 1.2	▲ 3.5	▲ 3.3	▲ 0.5	▲ 1.6	2.0	0.9	1.9	1.6	1.15
耐久財消費	4.1	4.2	▲ 5.2	▲ 3.7	▲ 12.0	▲ 22.3	4.8	▲ 3.1	20.1	▲ 1.1	8.8	7.5	0.53
非耐久財消費	2.8	2.0	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 5.5	▲ 4.9	0.4	▲ 0.7	1.7	3.1	4.2	1.6	0.25
サービス消費	2.7	2.2	0.9	▲ 0.8	▲ 1.3	0.6	▲ 1.6	▲ 1.7	▲ 0.5	0.5	0.1	0.8	0.36
設備投資	7.9	6.7	0.3	▲ 17.1	▲ 8.6	▲ 22.7	▲ 35.2	▲ 7.5	▲ 1.7	▲ 1.4	7.8	17.0	1.50
構築物投資	9.2	14.1	5.9	▲ 20.4	▲ 3.6	▲ 8.9	▲ 41.0	▲ 20.2	▲ 12.4	▲ 29.2	▲ 17.8	5.2	0.14
機器・ソフトウェア	7.4	3.7	▲ 2.4	▲ 15.3	▲ 11.1	▲ 29.5	▲ 31.6	0.2	4.2	14.6	20.4	21.9	1.36
住宅投資	▲ 7.3	▲ 18.7	▲ 24.0	▲ 22.9	▲ 22.6	▲ 32.6	▲ 36.2	▲ 19.7	10.6	▲ 0.8	▲ 12.3	27.9	0.59
在庫投資(寄与度)	0.07	▲ 0.23	▲ 0.51	▲ 0.55	▲ 0.12	▲ 2.31	▲ 1.09	▲ 1.03	1.10	2.83	2.64	1.05	1.05
純輸出(寄与度)	▲ 0.05	0.57	1.18	1.13	▲ 0.63	1.50	2.88	1.47	▲ 1.37	1.90	▲ 0.31	▲ 2.78	▲ 2.78
輸出	9.0	9.3	6.0	▲ 9.5	▲ 5.0	▲ 21.9	▲ 27.8	▲ 1.0	12.2	24.4	11.4	10.3	1.22
輸入	6.1	2.7	▲ 2.6	▲ 13.8	▲ 0.1	▲ 22.9	▲ 35.3	▲ 10.6	21.9	4.9	11.2	28.8	▲ 4.00
政府支出	1.4	1.3	2.8	1.6	5.3	1.5	▲ 3.0	6.1	1.6	▲ 1.4	▲ 1.6	4.4	0.88
連邦政府	2.1	1.2	7.3	5.7	14.2	8.1	▲ 5.0	14.9	5.7	0.0	1.8	9.2	0.72
州・地方政府	0.9	1.4	0.3	▲ 0.9	0.3	▲ 2.4	▲ 1.7	1.0	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 3.8	1.3	0.16
<参考>													
実質国内最終需要	2.5	1.5	▲ 0.6	▲ 3.1	▲ 3.1	▲ 5.7	▲ 6.3	▲ 1.2	1.8	0.2	1.3	4.1	-
名目GDP	6.0	4.9	2.2	▲ 1.7	0.4	▲ 7.9	▲ 3.9	▲ 0.4	2.3	4.7	4.8	4.3	-
個人消費	2.7	2.7	3.3	0.2	4.4	▲ 5.8	▲ 1.6	1.9	2.9	2.7	2.1	0.1	-
個人消費(除く食料・エネルギー)	2.3	2.4	2.3	1.5	2.2	0.6	0.9	2.3	1.5	2.1	1.2	1.1	-

(資料) 商務省

住宅投資は前期比年率 27.9%と急伸。これは、1-3 月期に悪天候の影響もあり同 ▲12.3%と大幅なマイナスとなったこと、住宅減税が本年 4 月までとされ、4-6 月期は駆け込み需要が生じたこと、等によるもので、今後の反動減が懸念される。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一方、高失業率を背景に差し押さえ物件が増加しており、需給面の悪化が懸念されている。

純輸出は、寄与度が同 ▲2.78% (1-3 月期は ▲0.31%) と大幅マイナスを記録、4-6 月期 GDP を大きく押し下げた。内外需要の回復で、輸出の伸びが前期比年率 10.3%と 4 四半期連続の増加となり堅調を維持したものの、輸入の伸び率が同 28.8%と急伸 (前期は同 11.2%)、輸入の寄与度は同 ▲4.0%となった。輸入商品では、石油製品や自動車、半導体・機械等の産業用資材から、消費

財まで幅広く増加を見せている。

在庫投資は、前期比 757 億ドルの増加と、8 四半期連続の在庫減の後、2 四半期連続の積み増しとなり、2 年間にわたる長期の在庫調整に終止符を打つ形となった。寄与度では、昨年 7-9 月期以降 4 四半期連続のプラスとなる。4-6 月期の寄与度は同 1.05%と 1-3 月期の同 2.64%から半減したものの、個人消費とほぼ同規模の寄与度を維持した。振れの大きい項目であるが、既に、一定の積み増し額に達しており、今後、寄与度による貢献は縮小しよう。

なお、GDP から在庫・純輸出を除いた**国内最終需要** (Final sales to domestic purchasers) は、同 4.1%と前期 (同 1.3%) から大幅に上昇、2006 年 1-3 月期 (同 5.2%) 以来の高い伸びを記録した (表紙 : (図表 1)参照)。

物価については、GDP の価格指数は前期比年率で 1.8% (1-3 月期同 1.0%)、食品・エネルギーを除くコアベースでは同 1.0% (1-3 月期同 1.7%) となり、安定的水準を持続した。一方、個人消費支出 (PCE) の価格指数では前期比年率 0.1% (1-3 月期同 2.1%) と大きく低下したが、食品・エネルギーを除くコア PCE では同 1.1% (1-3 月期同 1.2%) と若干の低下に留まった。また、前年比のコア指数では、GDP が 1.2% (1-3 月期同 1.1%)、コア PCE は 1.5% (1-3 月期同 1.8%) と安定的な水準で推移している。ただし、低位での安定が続いており、将来的なデフレを懸念する見方も出ている。

(80 年/81 年リセッション時との比較)

●依然として二番底への懸念を払拭できず

2007 年 12 月のリセッション入りからの需要項目別の推移を見ると、今回のリセッションの特徴がよく出ている。特に目を引くのが住宅市場の落ち込みであるが、住宅ブームが弾けた後の落ち込みが深く、2009 年 4-6 月期に底打ちした形であるが、その後も 1 年近く底這いを続け、4-6 月期速報値では前期比年率 27.9%と急伸したものの、なお、リセッション前の水準の 7 割にも達していない(図表 8)。

因みに、今回速報値で急伸した設備投資 (同 21.9%)、輸入 (同 28.8%) 等は、いずれも落ち込みの深かった項目であり、その分、伸びしろを残していたと言える。半面、輸出の回復が先行している点が注目され、今後の展開次第では、輸出が景気回復を促す局面もあり得よう。

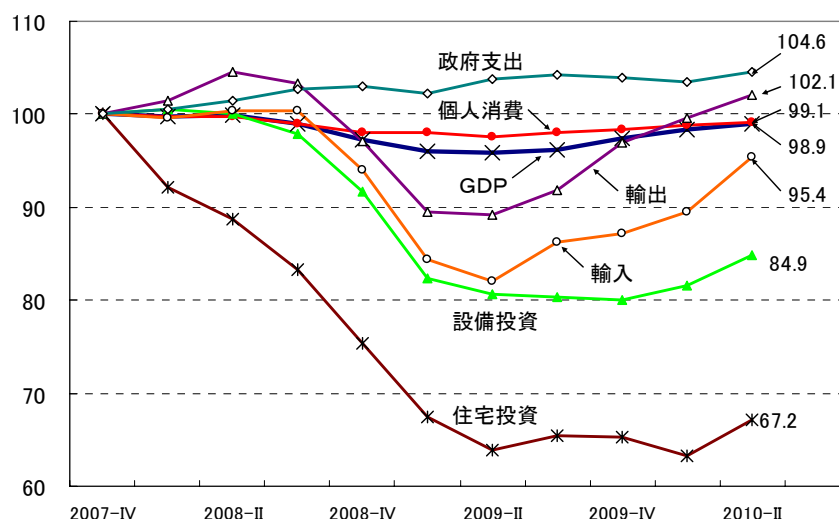
なお、図表 8 では、今次リセッションの最大の特徴である個人消費の落ち込みが小さく見えるが、個人消費が年間でマイナス (2008 年▲0.3%、2009 年▲1.2%) となったのは、1980 年 (▲0.4%) 以来であり、落ち込み幅は 1942 年 (▲2.4%) 以来、また、2 年連続のマイナスは 1933 年の大恐慌時以来まで遡る。もう一つの特徴は政府支出の大きさだろう。リーマン・ショックという金融危機を前にして、巨額の財政支出、金融緩和を行ったのであるが、なお、GDP、個人消費ともリセッション前の水準を回復できず、今後の政府支出縮小を考慮すると二番底への懸念は払拭できない。

次に、年間の個人消費がマイナスとなった 80 年のリセッションと比較してみると、類似点としては、個人消費のマイナスに加え、住宅投資が大幅に悪化を見せ、設備投資、輸入の落ち込みが大きかったことである。ただし、当時は、70 年代後半からの高いインフレへの対処として、ボルカー一元 FRB 議長による厳しい金融引き締めが続いていた時期にあたり、高利回りにより、住宅投資

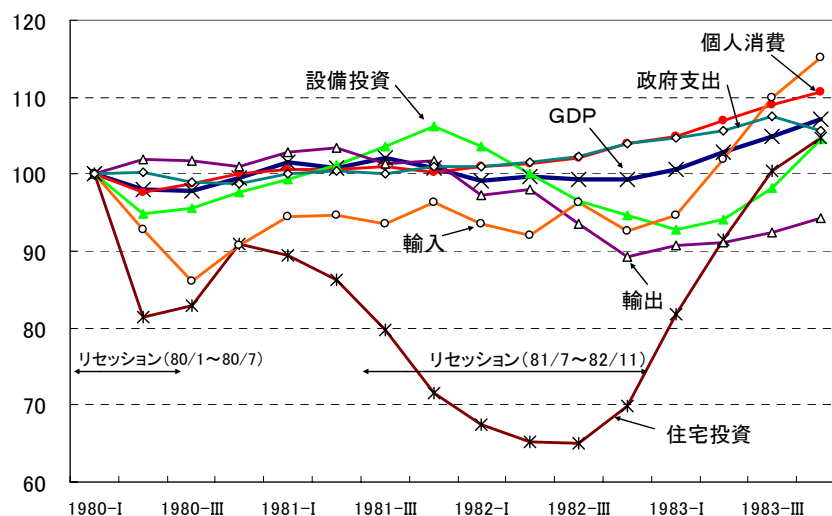
が大きく落ち込むなど、不況の背景が今回とは大きく異なる。景気対策としては、81年のレーガン減税実施により、次第にその効果が表れ、個人消費が力強い回復を見せたのであるが、その後、高金利がドル高を招いて輸出が落ち込み、減税による財政赤字の拡大と共に「双子の赤字」が顕著になったのも特徴と言えよう。

なお、80年のリセッションが、上記のようにリセッション入りの背景が大きく異なるにも関わらず、最近、注目されることが多いのは、80年からのリセッションが短期（7ヵ月）で終了したあと、僅か、12ヵ月後に再びリセッションに突入するなど、大恐慌以来、唯一とも言える二番底の実例となっているからである。もっとも、住宅の落ち込みを除くと、当時の引き締めと、現在の大幅な金融緩和の相違は大きく、政策的な類似点は少ない。

(図表8) 今次リセッション入り後のGDP需要項目別推移 (2007/4Q=100)



(図表9) 80年リセッション入り後のGDP需要項目別推移 (1980/1Q=100)



(資料) 商務省

(2) 弱い個人消費

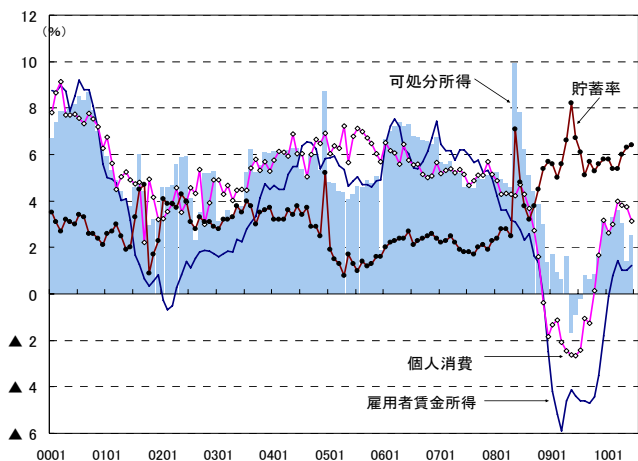
● 6月は可処分所得、個人消費とも前月比横ばい～貯蓄率は6.4%と1年ぶりの高水準に

個人所得・消費を取り巻く環境は、前述の通り抑制要因が多い状況にある。6月の個人所得は前月比横ばい（5月同 0.3%）となった。賃金所得が同▲0.1%と昨年9月（同▲0.3%）以来のマイナスを記録、事業者所得も同▲0.4%と昨年5月（同▲0.1%）以来のマイナスとなった。その他の所得では、利息・配当収入が 0.1%、家賃等収入同 0.6%、移転所得同 0.3%等、増加が続いた。

半面、税支払い額は前月比▲0.2%のマイナスとなり、可処分所得は前月比横ばい（5月同 0.3%）に留まった。可処分所得が横ばいとなるのは昨年9月（同 0.0%）以来となる。

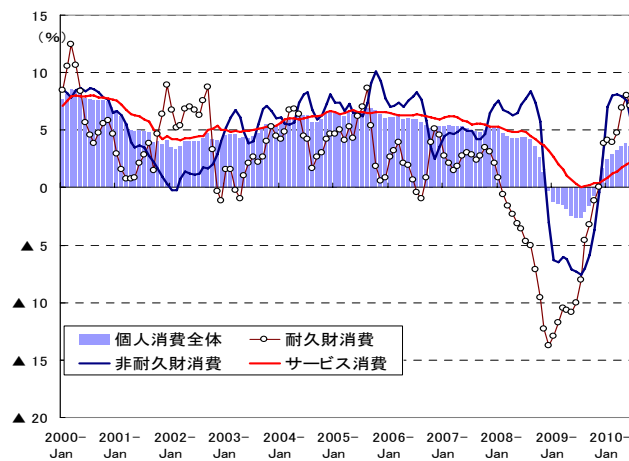
支出面では、6月個人消費は前月比横ばい（5月は同 0.3%）となった。内訳では、耐久財が同 0.1%（5月は同▲0.3%）と3ヵ月ぶりのプラス、非耐久財は同▲0.4%（5月は同▲0.9%）と3ヵ月連続のマイナス、サービス消費は同 0.1%（5月は同 0.5%）に留まった。

(図表 10)個人所得・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

(図表 11)個人消費内訳の伸び率(前年同月比、%)

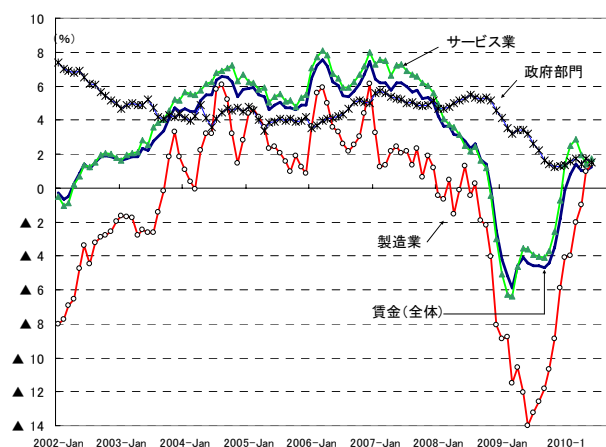


(資料) 米国商務省、(注)3ヵ月移動平均

前年同月比では、賃金所得が同 1.2%（5月 1.0%）と伸びを高め、個人所得全体でも同 2.6%（5月同 1.5%）と昨年 12 月以来のプラスが続いた。なお、減税等の影響もあって、可処分所得の伸びは同 3.1%と個人所得の伸びを上回るが、5月同 3.7%から伸びを縮めた(図表 10)。

支出面を前年同月比で見ると、個人消費は同 3.1%（5月 3.7%）と9ヵ月連続のプラスとなった。内訳では、耐久財が同 6.0%（5月 6.7%）、非耐久財が 4.0%（5月 6.3%）、サービス消費は同 2.4%（5月 2.5%）といずれも前月から伸びを低下させた(図表 11)。

(図表 12)業種別賃金所得の伸び率(前年比、%)



(資料) 米国商務省

賃金所得について、業種別に6月の前年比の動きを見ると、製造業の賃金所得伸び率が1.4%と連月のプラスに、賃金所得全体の6割超を占める民間サービス業の伸び率も同1.7%と6ヵ月連続でプラスを記録した。これは、商業・運輸等の伸び率が4ヵ月連続のプラスとなったことに加え、ヘルスケア等を含むその他サービス業の伸びも1.9%と7ヵ月連続でプラスが続いたことによる(図表12)。

なお、可処分所得比の貯蓄率は6.4%と5月(6.3%)を上回って3ヵ月連続で上昇し、昨年6月(6.7%)以来の高水準となった。

また、FRBの注目する個人消費の価格指数は、前月比は▲0.1%と5月(同▲0.1%)に続き下落した。同コア指数では横ばいとなり、5月(同0.1%)から低下した。6月エネルギー価格は前月比▲3.0%(5月は▲3.2%)と5ヵ月連続で低下しており、全体の価格指数を引き下げている一方、コア指数は低水準で安定的な伸びが続いている。前年同月比では個人消費の価格指数が1.4%と5月(同2.1%)から低下、同コア指数も1.4%となり、5月(同1.5%)から低下した。

今回、年次改定により2007年以降のデータが修正されたが、全体的には、所得面では上方修正が、個人消費面では下方修正が行われ、結果として、5月の貯蓄率が改定前の4.0%から6.3%へと上方修正されるなど、貯蓄率の上方修正が大きくなっている。

(3) 貿易収支の動向

● 6月貿易赤字は499億ドルに急増

6月財・サービスの貿易赤字額は、▲499億ドル(国際収支ベース、季節調整済)と前月比18.8%の赤字急増となり、市場予想(▲421億ドル)を大きく上回った。赤字額としては、2008年10月以来の大幅なものとなるなど、貿易赤字は、昨年5月(▲249億ドル)のボトムから倍増の動きを見せている(図表13)。

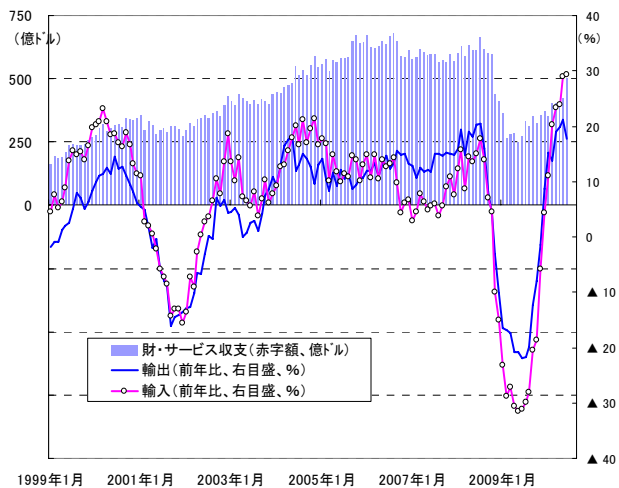
一方、輸出入の動きを見ると、輸出は前月比▲1.3%と減少、輸入は同3.0%と連月の増加となった。なお、前年同月比では輸出が17.7%、輸入が29.2%といずれも7ヵ月連続の増加が続いている(図表14)。

貿易赤字(財ベース、▲620億ドル)の内訳は、大きくは、石油収支の赤字(▲212億ドル)と、石油以外の財収支の赤字(▲400億ドル)に二分されるが、前年比では石油収支の赤字の24%増に対し、石油以外の財収支の赤字は89.7%と急増しており、貿易赤字(財ベース)に対する石油・石油製品の赤字のシェアも34.6%と昨年1月(32.0%)以来の低水準となった。なお、6月の原油輸入価格は1バレルあたり72.44ドルと前年比22%高く、量的には前年比10.6%増の水準にある。なお、輸入価格のピークは2008年7月の124.58ドルだった(図表15)。

一方、輸出(財ベースでは前年比22.9%)について品目別の内訳を見ると、いずれも増加を見せる中、自動車等が同65.8%、石油・石油製品を含む工業用原材料が同31.4%、資本財が同16.7%と増加が大きかった。輸入(財ベースでは前年比33.1%)の内訳では、自動車等が同82.0%、工業用原材料が同30.3%、資本財が同30.3%と増加した。

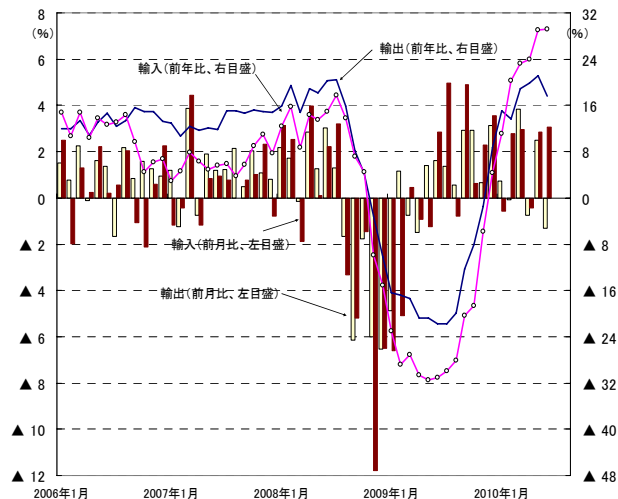
また、国別の6月貿易収支(サービス除き、季節調整前)では、対中赤字額が▲262億ドルと前年6月▲184億ドルから拡大、二位以下を大きく引き離れた。赤字額の第二位はメキシコ▲61億ドル、以下、日本の▲52億ドル、ドイツ▲31億ドルと続いている(図表16)。

(図表 13) 貿易赤字と輸出入(前年比)の推移



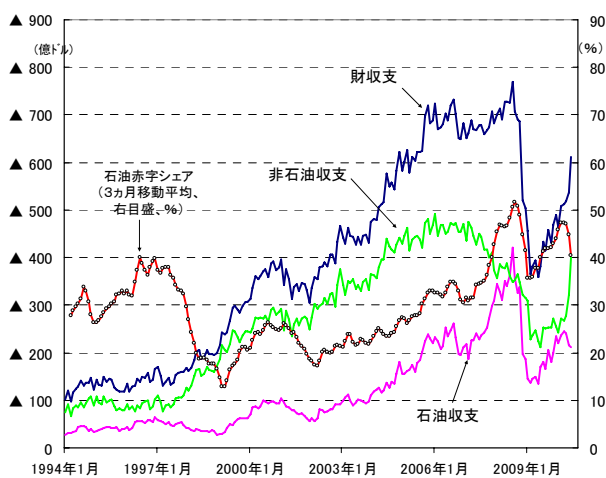
(資料) 米商務省、(注)国際収支ベース、季節調整済

(図表 14) 輸出入の推移(月別)



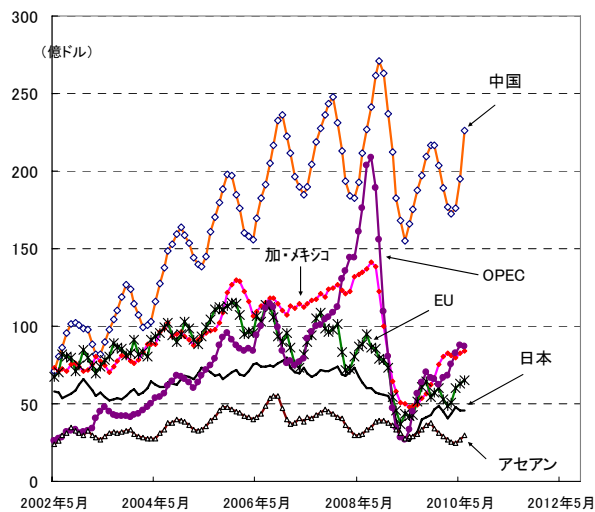
(資料) 米商務省、(注)国際収支ベース、季節調整済

(図表 15) 貿易財収支の内訳と推移



(資料) 米商務省、(注)季節調整済

(図表 16) 各国別貿易財赤字額の推移



(資料) 米商務省、(注)季節調整前、3ヵ月移動平均

(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证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。