

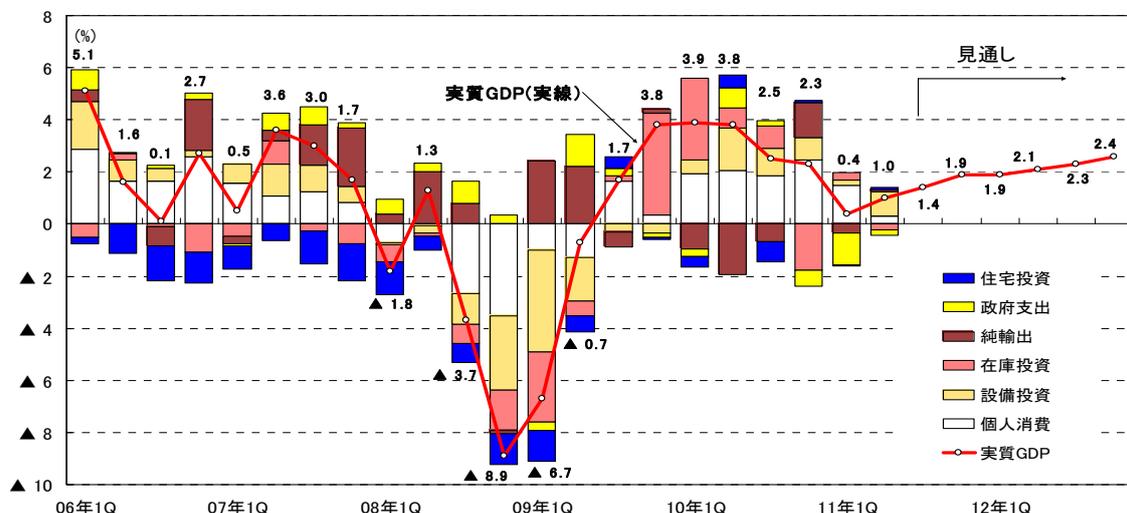
Weekly  
エコノミスト・  
レター米国経済見通し～失速懸念を  
抱えながらも低成長持続か

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

## &lt;米国経済の見通し&gt;

1. 上半期の米GDPは、1-3月期 0.4%（前期比年率、以下も同じ）、4-6月期 1.0%と低成長が続いた。上半期の停滞には、欧州の信用不安、ガソリン価格の上昇、日本の震災等、様々な景気抑制要因が重なった。
2. こうした要因が緩和に向くと見られた下半期入り後も、米景気は回復よりも失速の懸念を強める展開となっている。米国の財政・格下げ問題や欧州の信用不安等による金融市場の混乱に加え、依然低迷する住宅市場や雇用回復の遅れが主要因と言えよう。
3. このため、オバマ大統領は9/8に4470億ドル規模の景気・雇用対策を発表、FRBは、8月FOMCで2013年半ばまでのゼロ金利据え置きを表明後、9月FOMCでも追加の金融緩和策が期待されている。
4. しかし、景気対策の成否についてはなお曲折も想定され、また、追加の金融政策もすでに低水準にある長短金利の維持が主目的といえ、景気の下支え効果に留まると見られる。雇用・住宅の回復が弱く、景気回復への推進力に欠ける中では、成長率も低水準に留まろう。2011年の成長率は1.6%、2012年は1.9%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

## ●米景気に失速懸念～リセッションの確率を高める展開

上半期の米GDPは、1-3月期 0.4%（前期比年率、以下も同じ）、4-6月期 1.0%と低成長が続いた。上半期の停滞は、中東情勢の不透明感の強まりで原油・ガソリン価格が高騰したこと、日本の震災の影響による自動車産業を中心とした米国のサプライチェーンへの波及、ギリシャ問題をはじめとする欧州の信用不安等、様々な景気抑制要因が重なったことによる。このため、ガソリン価格上昇や日本の震災の影響等が薄れる下半期には景気の持ち直しが見込まれていた。しかし、下半期入り後の経済指標はむしろ悪化を見せるなど、景気失速への懸念を高める状況となっている。

最近の景況感の悪化には金融市場混乱の影響が大きいですが、これには、8月にかけてデフォルト直前までもつれた議会の財政赤字削減交渉からのダメージが大きい。財政赤字削減交渉は、一旦決着後、11月まで持ち越されたが、米国債の格下げといった前例のない事態を引き起こすとともに、財政赤字削減が景気には抑制的に作用するなど景気見通しを悪化させたこともあって、株価はその後乱調下にある。

株価の急落自体も企業や消費者のマインドに影響している。ミシガン大学の消費者マインド指数は金融危機時とほぼ同水準に低下、4月まで60台で推移していたISM製造業指数は、景況感の分かれ目となる50に急接近した。現状はこうした景況感の悪化が実体経済に反映される途上にある。7月の個人消費や鉱工業生産は堅調だったものの、今後の推移が懸念される。8月指標は今後順次発表されるが、既発表の8月雇用者は増減ゼロと、昨年10月以来続いた増加の歩みを止めた。今後、雇用がマイナスに落ち込めばリセッション入りの可能性を一気に高めることも想定されるなど、リセッションへの瀬戸際に一段と近づいた状況となっている。

## ●二番底回避に向け、政策テコ入れを要する局面に

また、上記要因のみが米経済に抑制的に作用しているわけではない。2009年までのリセッションの影響により、米経済は860万人を超える雇用と住宅資産の3割を失った。半面、雇用の回復は190万人に留まり、住宅価格はいまだに底値を模索するなど、失われたものは回復しておらず、景気を推進する原動力に欠ける状態に留まっている。

8/26の講演会で、バーナンキ議長は、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、住宅市場の落ち込みが深く、金融危機がつながっていたことをあげていた。このため市場の緊張が続いており、ともすればリスク回避の動きが強まる。また、多くの景気回復期にその原動力となった住宅投資が、今回はむしろ足かせとなり、金融緩和にも反応が薄い状態にある。さらに、住宅価格の持続的な下落は個人消費の回復にも抑制的に作用している。下半期の回復見通しをあきらめた8月FOMCでは、景気見通しを引き下げ、2013年半ばまでのゼロ金利据え置きを表明、米政府も見通しを引き下げた（2011年2.7%→1.7%、2012年3.6%→2.6%）。

今後もさらに経済指標が悪化するとリセッションが現実化しかねず、追加の景気対策が注目されている。オバマ大統領は8日に雇用を中心に景気対策を発表した。減税規模を拡大するなど意欲的なものとなっているが、歳出増を伴う政策については、共和党が多数を占める議会下院等の議決を要するため、成案は不透明である。

また、9月下旬に開催のFOMCも注目度が高い。8月FOMCでは、QE3を含めた金融緩和策を検討、9月は会期を1日延長して金融政策を検討するとしている。8月FOMC議事録によると、QE3のほか、保有債券の入れ替えによる償還期間の長期化、超過準備金への金利低下等が検討された。中でも、保有債券の入れ替えはFRBバランスシートを膨らますことなくの長期金利を低下させる効果があると好意的に評価しており、実施の可能性が強いと見られる。バーナンキ議長は、金融政策はさまざまな経済問題に対処する完全な方策ではないと限界を指摘しながらも、雇用とインフレの安定というFRBの責務に関連して重要な貢献ができると発言している。

なお、市場の注目の高いQE3は、昨年11月以降、デフレ抑制効果があったとされながらも上半期の成長率引き上げに失敗、原油価格等商品価格上昇を促したとされるなど、限定的な効果と弊害が指摘されており、デフレ警戒の高まる局面でない、実施へのハードルは高そうである。

いずれにしても、財政政策を含め、これらの政策効果は限定的と思われ、また、バーナンキ議長が指摘する景気の足かせとなっている諸要因を改善するわけでもない。しかし、実施されなければ、景況感の悪化が進行、金融市場の混乱を招き、リセッションの可能性を高めかねない。景気の下支え効果に留まるとはいえ、これ以上の悪化を防ぐためにも政策対応は欠かせない。

以上の状況から、景気停滞長期化の可能性は強まっており、2011年の成長率は1.6%、2012年は1.9%と見込んだ。2010年の3.0%からは大きく鈍化する。個人消費は緩やかながら成長を維持する見通しであるが、住宅市場の正常化にはなお時間を要しよう。また、外部のリスク要因としては、ユーロ圏の財政・信用問題、インフレ懸念が強まっている中国や新興国を取り巻く諸問題、中東情勢の動向、等が注目される。米国内にも雇用回復の遅れや住宅価格の一層の下押し、財政赤字削減交渉の行方等、多くのリスク要因を有している。政策運営を間違えるとリセッション突入の可能性を高めかねないなど、米経済は様々な課題を抱えながらしばらく低空飛行が続きそうである。

(図表2) 米国経済の見通し

|           | 単位       | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2010年 |      |       |       | 2011年 |      |      |       | 2012年 |      |      |       |
|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
|           |          | (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)   | (実)   | (実)  | (予)  | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   |
| 実質GDP     | 前期比年率、%  | 3.0   | 1.6   | 1.9   | 3.9   | 3.8  | 2.5   | 2.3   | 0.4   | 1.0  | 1.4  | 1.9   | 1.9   | 2.1  | 2.3  | 2.4   |
| 個人消費      | "、%      | 2.0   | 2.0   | 1.7   | 2.7   | 2.9  | 2.6   | 3.6   | 2.1   | 0.4  | 1.1  | 1.6   | 1.9   | 2.0  | 2.1  | 2.3   |
| 設備投資      | "、%      | 4.4   | 7.4   | 5.3   | 6.0   | 18.7 | 11.4  | 8.7   | 2.1   | 9.9  | 3.6  | 7.7   | 3.1   | 4.8  | 5.5  | 7.2   |
| 住宅投資      | "、%      | ▲4.3  | ▲1.7  | 4.7   | ▲15.3 | 22.9 | ▲27.7 | 2.5   | ▲2.5  | 3.4  | 3.0  | 4.1   | 4.6   | 5.0  | 6.7  | 5.7   |
| 在庫投資      | 寄与度      | 1.6   | ▲0.1  | 0.0   | 3.1   | 0.8  | 0.9   | ▲1.8  | 0.3   | ▲0.2 | 0.2  | 0.2   | 0.1   | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.0  |
| 純輸出       | 寄与度      | ▲0.5  | 0.0   | 0.2   | ▲1.0  | ▲1.9 | ▲0.7  | 1.4   | ▲0.3  | 0.1  | 0.2  | 0.2   | 0.3   | 0.2  | 0.1  | 0.1   |
| 消費者物価     | 前期比年率、%  | 1.6   | 3.0   | 1.8   | 1.3   | ▲0.5 | 1.4   | 2.6   | 5.2   | 4.1  | 1.9  | 1.2   | 1.6   | 1.7  | 1.9  | 1.9   |
| 失業率       | 平均、%     | 9.6   | 9.0   | 8.9   | 9.7   | 9.6  | 9.6   | 9.6   | 8.9   | 9.0  | 9.1  | 9.0   | 9.0   | 8.9  | 8.9  | 8.8   |
| FFレート誘導目標 | 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  |
| 国債10年金利   | 平均、%     | 3.2   | 2.8   | 2.7   | 3.7   | 3.5  | 2.8   | 2.8   | 3.4   | 3.2  | 2.4  | 2.3   | 2.5   | 2.6  | 2.7  | 2.8   |

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

## 2、悪化を見せる経済指標

### (1) 個人・企業ともマインド指標の冷え込みが先行

#### ●消費者マインドが急落

8月コンファレンスボードの消費者信頼感指数は44.5と前月59.2から▲14.7ポイントの急落となった。下落幅はリーマン・ショック直後の急落(2008/10、▲22.6)以来の大幅なものとなる。一方、8月ミシガン大学消費者マインド指数は、55.7と前月63.7から下落、3ヵ月連続で下落し、下落幅も計▲18.6と、リーマン・ショック後の落ち込み(2ヵ月で▲15.0)を上回っている。

両指数の水準を見ると、ミシガン大学指数は55.7とリーマン・ショック後のボトム(2008/11、55.3)とほぼ同水準にまで低下、コンファレンスボード指数も44.5と、リーマン・ショック直後の水準(2008/11、44.7)

にまで低下(その後も同指数は一段の落ち込み(2009/2、25.3)を見せた)するなど、両指数とも既にリセッション中に記録された低水準にまで下落している。

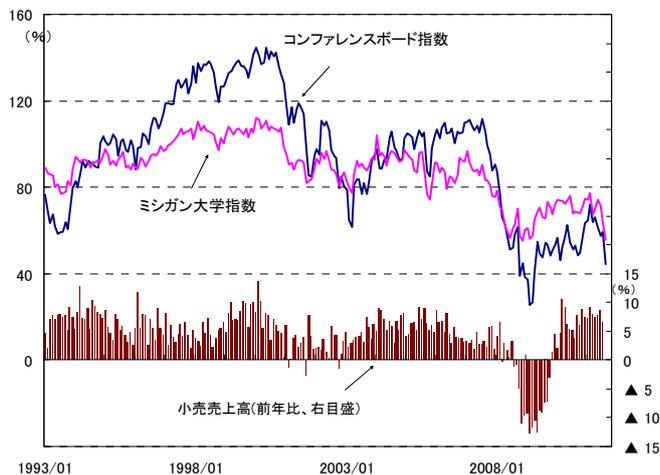
こうした消費者マインドの低下の背景には9%を越える失業率や賃金上昇率の低下、住宅価格の下落に加え、最近の株価下落が影響している。コンファレンスボード指数の回答では、半年後の雇用増予想は11.4%(前月は16.9%)、所得増予想は14.3%(前月は15.9%)、株価下落予想は50.3%(前月は37.4%)と悪化、消費者の悲観的な見方を示すなど、今後の小売売上等への影響が警戒されている。

#### ●ISM製造業指数は2年ぶりの低水準ながら、かろうじて50台を維持

企業サイドの景況感の急低下も気掛かりである。企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)製造業指数は、金融危機後の2008年12月に33.3と近年の最低水準を記録後、2009年8月に51.4と50台を回復、本年2月には61.4と6年半ぶりとなる高水準をつけたが、一転、5月以降は下落を強めている。

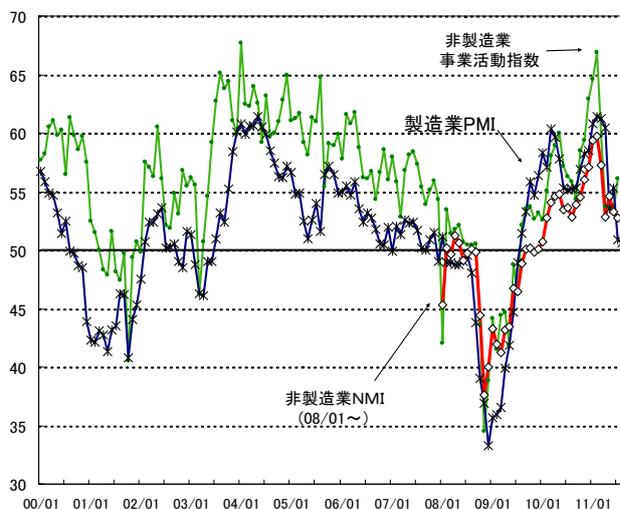
8月製造業指数(PMI)では50.6と前月(50.9)から▲0.3ポイント下落、製造業の景況感の分かれ目となる50をわずかに上回り、

(図表3) 消費者マインドと小売売上高の推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学、商務省、月別

(図表4) ISM指数の推移(月別)



(資料) Institute for Supply Management、以下も同じ。

50割れを予想していた市場を安堵させた。しかし、8月の水準はリセッション直後にあたる2009年7月以来の低水準であり、また、受注・生産といった主要構成指数が50を割り込み、雇用指数が前月から低下して50に接近するなど、安心できる内容とは言えない。

米国では、昨夏もギリシャ・ショックの影響を受け、受注指数は昨年9月までに51.6と低下した。このときは、生産指数が底堅さを保ち、PMIの昨年の最低値も55.1に留まったが、今回は、原油価格上昇や日本の震災の影響もあって、受注・生産等の主要指数が既に50を割り込むなど、昨年のギリシャ・ショック後の景気鈍化時期の水準を下回り、先行きの警戒感を高めるものとなっている。(注：ISM製造業指数の詳細は「9/2付経済・金融フラッシュ」を参照下さい)

一方、8月非製造業指数(NMI)は53.3(7月52.7)とやや上昇、NMIを構成する主要指数(事業活動、新規受注、雇用、入荷遅延)はいずれも50台を保った。

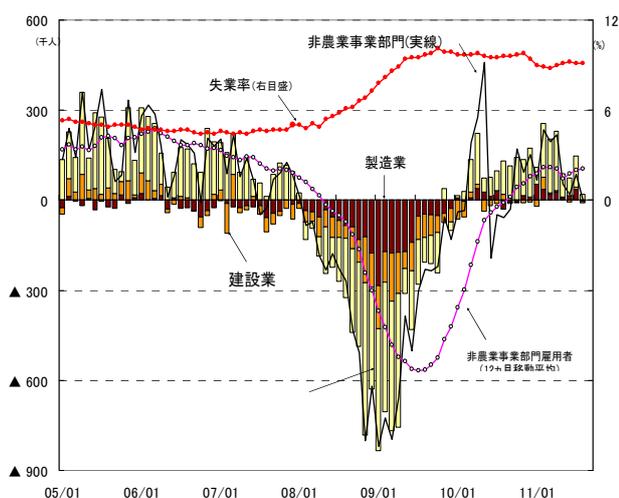
## (2) 実体経済指標も鈍化

### ● 雇用の悪化が景気失速を示唆～先行き不透明感を高め政策対応を急がせる

1-3月期のGDPは前期比年率0.4%、4-6月期も同1.0%と低迷が続き、米経済の停滞局面が持続、下半期は、当初、回復期待が強かったものの、8月にかけての株価急落後、消費者マインドやISM指数等、景気に先行する指標が低下を見せ、実体経済への波及が懸念されていた。

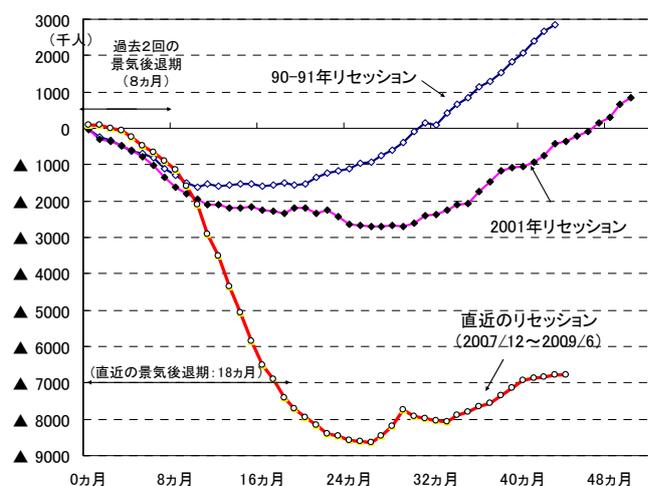
そうした中で8月雇用統計は前月比の増加がゼロとなり、昨年10月以来続いた増加が止まった。大手企業のストの影響等もあったが、最近3ヵ月平均の雇用増は3.5万人に過ぎず、景気失速懸念を強めている。既発表分についても計▲5.8万人の下方改定となり、6月が同2.0万人増(前回4.6万人)、7月が同8.5万人増(前回11.7万人)となった。また、政府部門は▲1.7万人、同部門を除く民間雇用は同1.7万人増と7月15.6万人から急減、市場予想(同9.5万人増)を大きく下回った。官・民別の最近3ヵ月の月平均増は、民間が8.3万人増となる半面、政府は▲4.8万人と減少、政府部門は引き続き雇用のマイナス要因となっている(図表5)。

(図表5) 雇用者増減と失業率(前月比,%)



(資料)米労働省

(図表6) リセッション入り後の累積雇用減



(資料)米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

家計調査による8月の失業率は9.1%と横ばいだった。失業率は、リセッション入り直前の2007年11月は4.7%、金融危機時(2008年9月)は6.2%だったが、1年後の2009年10月には10.1%と1983年6月(10.1%)以来26年ぶりの高水準に上昇、その後、本年3月には8.8%に低下していた。しかし、再び9%台での推移が持続、リセッション前との比較ではなお倍近い高水準にあるなど、回復の遅れが懸念される状況に変わりはない。

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は極めて大きかったのに対し、未だに190万人の雇用が回復したに過ぎない(図表6)。雇用の大幅減少はその分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、2年連続のマイナス成長を記録している。[\(注：雇用統計の詳細は「9/5付経済・金融フラッシュ」を参照下さい\)](#)

### (3) 個人消費・設備投資等、主要な需要項目も減速見通し

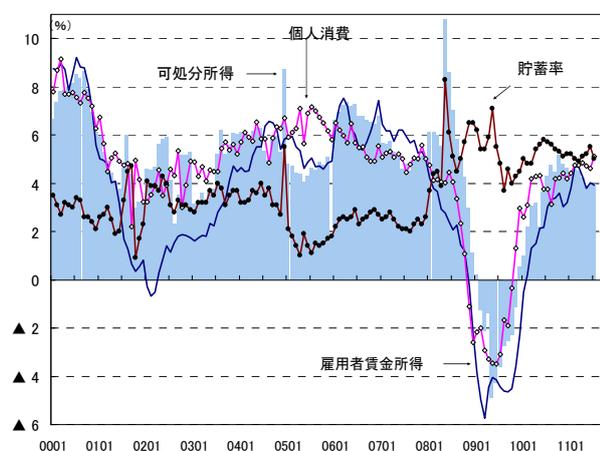
#### ● 8月以降の個人消費の伸びは低下へ

7月の個人所得(以下、断りのないものは名目)は前月比0.3%(6月は同0.2%)となった。内訳では、賃金所得が同0.4%、事業者所得は同0.3%となった。その他の所得では、利息・配当収入が前月比0.4%(6月同0.6%)、家賃収入等は同1.3%(6月同▲0.3%)と4ヵ月ぶりにプラスに転じ、移転所得は同0.1%(6月同0.3%)と伸びを縮めた。税支払い額は前月比0.7%の増加、結局、可処分所得は前月比0.3%と安定的な伸びを保った。

一方、7月個人消費は前月比0.8%(6月は同▲0.1%)と急伸した。内訳では耐久財が同1.9%と5ヵ月ぶりにプラスに転じ、非耐久財が同0.7%、サービス消費が同0.7%と伸びを高めた。7月は、所得・消費とも伸びを高めたものの、8月以降は、株価の乱調やそれに伴う先行き景気への懸念等から消費者マインドが低下、雇用統計も悪化するなど、消費も減速に向ったと思われる。

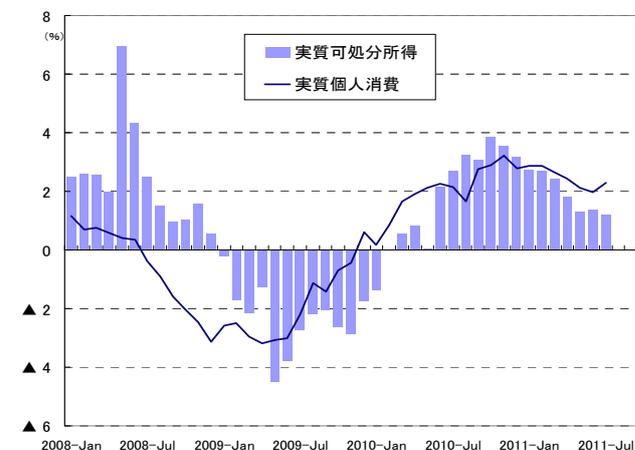
前年同月比では、7月賃金所得は同3.9%(6月同4.0%)、可処分所得は同4.0%(6月同4.0%)と安定的な伸びを保ち、個人消費は同5.1%(6月は同4.6%)と上伸した(図表7)。

(図表7) 個人消費と所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 米商務省

(図表8) 実質個人消費と所得推移(前年同月比、%)

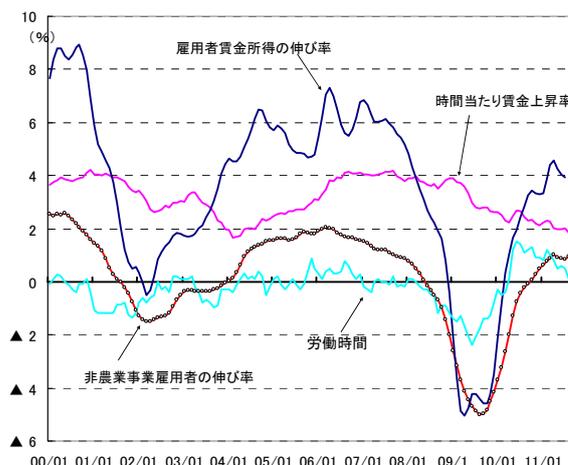


(資料) 米商務省

ただし、原油価格高騰もあって、個人消費の価格指数は昨年末以降ほぼ毎月上昇しており、7月の前年比は2.8%（6月は同2.6%）となった。このため、実質ベースでの可処分所得は同1.2%と昨年10月の同3.8%から伸びを急速に低下させており、個人消費でも昨年11月の同3.2%をピークに6月の同2.0%まで低下傾向を続け、7月は同2.3%の伸びに留まっている（図表8）。

なお、雇用者賃金所得に関連の深い雇用面の動きを見ると、8月の民間平均労働時間は34.2時間/週と前月から減少、前年と同水準に留まった。8月の時間当たり平均賃金は23.09ドルと前年比+1.9%の伸びだった。いずれも伸び率の低下傾向が続いており、雇用者賃金所得は7月の前年比が+3.9%と伸び悩むなど、今後の個人消費への影響が気懸かりとなっている（図表9）。

（図表9）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

### ●個人消費を抑制する構図は不変～低成長持続～

今回のリセッションで個人消費へのダメージが大きかったのは、持続的な住宅価格の下落が、逆資産効果をもたらして家計消費を抑制するとともに、資産の目減りの一方で家計負債の減少は小さく、家計はバランスシート調整を余儀なくされたからだ。住宅価格はなお軟調な推移を見せており、消費への抑制要因となっている。さらに、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の3倍に昇るなど、雇用の大幅減少により所得面での支えを失った個人消費は2年連続のマイナス成長（2008年▲0.6%、2009年▲1.9%）を記録した。2年連続のマイナス成長は1933年の大恐慌時以来まで遡る。その後、2010年は前年比2.0%の伸びを見せたが、2011年4-6月期は前期比年率0.4%と失速している。

こうした消費回復の持続には雇用者増の回復が重要であるが、8月雇用者増はゼロとなり期待はずれの展開を見せた。個人消費を取り巻く環境には、住宅等の資産価格の目減りや雇用回復の遅れに加え、過剰債務を抱えた家計のバランスシート調整、信用引き締め持続等、多くの抑制要因が残されている。半面、社会保険料の引下げ等による景気テコ入れ策が下支え要因となっているものの、失速気味の現状を考慮すれば、上記の諸抑制要因の改善が急がれるところである。

個人消費の年間成長率は、2011年は2.0%、2012年は1.7%の緩やかな伸びが見込まれよう。

### ●設備投資は投資減税には期待しつつも、更新投資を中心に限定的な伸び

金融危機後の2009年に前年比▲17.8%の急減を見せた設備投資は、2010年は同4.4%とプラスに転じ、本年4-6月期は前期比年率9.9%と伸びを回復した。4-6月期の設備投資の内訳を見ると、設備機器投資が同7.9%(前期は同8.7%)の伸びとなる一方、構築物投資が同15.7%(前期は同▲14.3%)と急伸したことが大きい（図表10）。

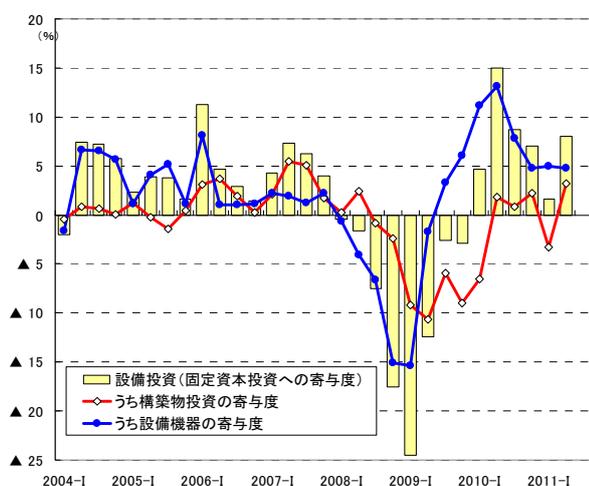
しかし、構築物投資は、1-3月期の急減からの反動を考慮すると、今後の伸びは低下しよう。

4-6 月期は、長らく減少を続けた商業用不動産等や製造業のプラス転換が注目されるものの、ISM 指数等景況感が低下するなかでは、増加推移の持続は難しそうだ。

一方、景況感の低下は設備機器投資にも影響が大きい、こちらには更新投資の多くが含まれる。2011 年はオバマ政権の追加景気対策として 100%の投資減税が実施されていることを考慮すると、一定の伸びを確保すると思われる。当面、設備機器投資が一定の伸びを保つ中、構築物投資の停滞の動きが持続し、設備投資全体の伸びは抑制されたものとなろう。年間の設備投資は、2011 年は 7.4%、2012 年は 5.3%を見込んだ。

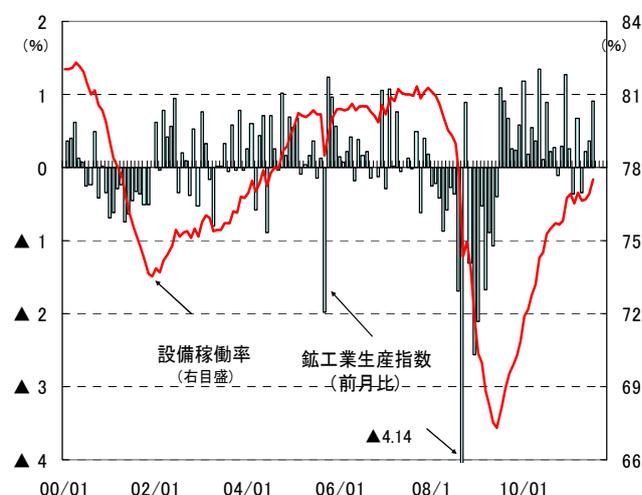
(図表 10) 設備投資の内訳

～明暗を分ける構築物投資と設備機器投資



(資料) 商務省、四半期、実質前期比年率、寄与度

(図表 11) 鉱工業生産・稼働率の推移



(資料) FRB、月別

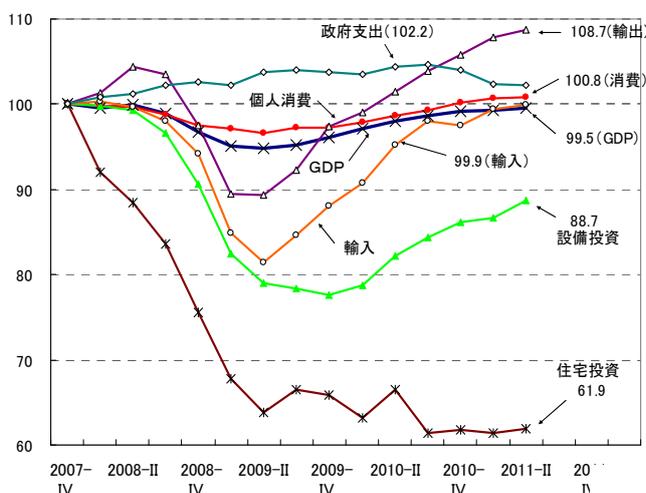
### 3、なぜ景気は成長軌道に乗らないのか

#### (1) 遅れる住宅市場の回復

金融危機後の米成長率は、2008 年 10-12 月期に▲8.9% (前期比年率：以下も同じ) と大幅な下落を見せた後、2009 年 6 月にリセッションを脱出、その後回復歩調を辿ったが、2010 年下半期以降、ギリシャ・ショックの影響やガソリン価格上昇、日本の震災等の影響も加わり、成長率を低めた (表紙、図表1参照)。

図表 12 で、実質 GDP と主要な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、大型の景気対策による政府支出が成長を支え、2010 年以降はドル安もあって輸出の牽引が目立つ。

(図表 12) リセッション後の GDP 需要項目別推移



(資料) 商務省、(注) 実質、2007/4Q=100

直近期は個人消費も緩やかながら浮上、GDPは99.5とリセッション前の状態を回復しつつある。設備投資は回復の動きを見せているものの、落ち込みが大きかったために88.7に留まるが、本年は投資減税など政策的なテコ入れによる効果が期待されている。

半面、リセッション時の落ち込みが大きい上に、未だに回復の動きが見えないのが住宅投資である。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。しかし、その後も、一進一退の動きを続け、未だに底這い圏の動きを続けている。

元来、住宅投資はリセッション後の成長率回復の原動力とされていた。これは、リセッション入りとともに金融緩和が進み、金利低下に敏感な住宅投資の回復が先行することと、リセッション中に手控えられていた住宅投資のペントアップ（溜まりの）需要が景気回復時に盛り上がることによる。今回は何が異なるのか？

バーナンキ議長は8/26開催のジャクソンホールでの講演会で、以下の点を挙げていた。『住宅市場では、①延滞・差押え物件が滞留、②金融機関の貸し渋り、③一段の住宅価格下落、等の状況により、住宅着工が落ち込んだまま回復していない。そのため、裾野の広い住宅関連産業が落ち込んだままの状態が持続。また、住宅価格下落が家計のバランスシートを圧迫、資産効果を通じて消費にも抑制的に作用するとともに、差し押さえ増を招き金融機関にダメージを与えた。』

今後も住宅価格下落が持続する間は、こうした悪循環が続くこととなる。しかし、以下のように住宅価格を圧迫している差し押さえ物件増の背景には、失業率の高止まりがあり、結局のところ、住宅市場自体のテコ入れ以上に、失業率を改善する景気対策が求められている。

## （2）高水準の延滞・差し押さえ率も住宅価格に下落圧力

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・差し押さえ物件増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。特に、政府の住宅減税策が昨年4月末に期限を迎えると再び市場が冷え込み、現在もその延長上にある。

抵当貸付銀行協会（MBA）発表の4-6月期の住宅ローン延滞率（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）は8.44%となり、ピークとなった2010年1-3月期（10.06%）から2010年10-12月期（8.25%）にかけて低下した後、ジリ高の動きを見せている。また、上記の延滞ローンのうち30日までの延滞率が2四半期連続で増加を見せており、延滞ローンがなお増加する可能性を窺わせている点も気懸かりである（図表13）。

## （3）「全米」住宅価格指数は前年比での下落が続く

住宅価格も4-6月期ケース・シラー全米指数が、前期比で0.1%（季節調整前は3.6%）と4四半期ぶりに前期比プラスとなったものの、前年比（季節調整前、以下同様）では▲5.9%（市場予想は▲8.3%）と前期（▲5.0%）からマイナス幅を広げており、この結果、全米指数は2002年10-12月期以来の低水準へと回帰している（図表14）。

一方、FHFA（連邦住宅金融局）発表の4-6月期全米住宅価格指数では、前期比で▲0.62%（購入指数、季節調整済、年率では▲2.49%）と前期の同▲2.58%（年率▲10.31%）からマイナス幅を縮めたものの、2007年4-6月期以降、4年間にわたってマイナスが続いており、この間の下落

率は▲20.0%となる。また、前年比でも▲5.9%と前期の▲5.6%からマイナス幅を広げ、2007年7-9月期以来連続のマイナスが続いている。

4-6月期は住宅需要期入りで下落休止の動きも見られたが、反発力は弱く、住宅価格の底打ちとはならず再び下落傾向を続ける可能性が強そうだ。今後、住宅価格が一段の下落となれば、買い手が様子見を強め、貸出し基準が一層強化されること等も予想され、そうした動きがさらに住宅市場の回復を遅らせることとなろう。(注：住宅価格の詳細は「9/1付経済・金融フラッシュ」を参照下さい)

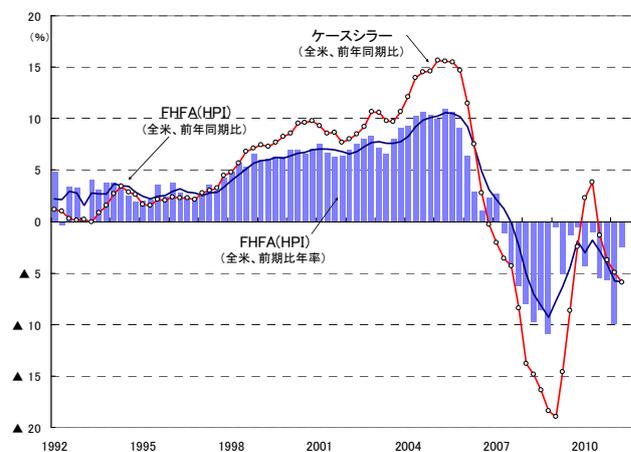
住宅価格下落の背景にある差し押さえ物件の増加等が住宅市場を圧迫する構図が変化するには、失業率等、雇用状況の改善等が前提となるため、住宅市場が回復に向うのはしばらく先のことと思われ、年間の住宅投資は、2011年は▲1.7%、2012年は4.7%を見込んだ。

(図表 13) 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

(図表 14) 全米住宅価格指数の推移



(資料) S&P社、FHFA、四半期別

## 4、急がれる政策対応

上半期の低成長や失業率の高止まりは、追加の景気対策の必要性を高め、オバマ大統領は、9/8、4470億ドル規模の景気・雇用対策を発表した。ただし、赤字削減を探る議会にとって、追加の支出増は受け入れにくい側面を持つ。また、市場は金融政策への期待を高めている。下旬開催のFOMCでは追加金融緩和策実施の可能性が高い。一方、バーナンキ議長は、米経済の成長には金融政策以外の対応も必要であり、金融政策の限界を指摘している。

### (1) 財政政策の動向

#### ● オバマ大統領が4470億ドル規模の雇用創出計画を提案

9/8 オバマ大統領は議会で演説、4470億ドル規模の雇用創出計画を提案、低迷する米経済底上げに向け、即時通過を要請した。その骨子は以下の通り。

① 給与税減税の拡大・延長(年末で期限の切れる社会保険料減税幅を現行2%から3.1%に拡大して延長、雇用主支払い分も500万ドルを限度に同率引き下げる。財政規模は2400億ドルのうち650億ドルが企業負担の軽減分)

- ② 道路・橋への投資、学校の近代化等のインフラ投資  
(財政規模は 1050 億ドル。100 万人の建設失業者を中心に 6 ヶ月以上の失業者救済を図る)
- ③ 失業保険給付期間の延長 (財政規模は 490 億ドル)
- ④ 雇用促進のため税額控除を提案 (含む、退役軍人や長期失業者の雇用支援や職業訓練)
- ⑤ 教職員等レイオフ抑止のため、州・地方政府を支援

さらに、住宅市場テコ入れ策として、住宅ローンのリファイナンス促進による支払い軽減を提案している。  
 なお、オバマ大統領は「9/19 までにより野心的な赤字削減策を発表する」とした。こちらには、社会保障政策に修正を加えるとともに、富裕層・法人への増税も含むなど、今回措置の財源の手当てが含まれるとされる。

今回の提案では、当初 3000 億ドルと報道されていた計画規模を 4500 億ドル近くまで引上げ、インパクトを持たせた。その中心は、給与税の減税措置の拡大・延長にある。当案は共和党の反対が少ないとされ、また、単純に現行減税措置 (2%) を延長してもマイナスを埋める経済効果に留まるため、大幅に拡大したと見られる。全体でも過半の規模を占め、今回対策の目玉といえよう。

しかし、共和党が多数を占める議会下院を含め、両党の議員による特別委員会が赤字削減策を練っている最中である。今後のオバマ大統領の財源の手当てを含めた赤字削減策次第とも言えるが、歳出増に繋がるその他の提案については成否が疑問である。特に、共和党は富裕層向け増税には強い反対の立場をとっている。

景気回復の遅れにより、オバマ大統領の支持率はこれまでの最低を記録、大統領選挙では共和党候補に投票するとの回答が 44 : 40 と上回る (9/6、WSJ・NBC 調査) など、再選にも影が差しつつある。オバマ大統領としては、劣勢挽回に向け、タイミング的には最後ともなる景気対策の提案となろう。また、来年 11 月に選挙を迎えるのは議会・共和党も同様であり、雇用創出・対策は選挙のメインテーマとなっている。議会は債務上限を巡る党派対立が国民の批判を招いていることも承知しており、今回の景気対策における対応が注目されよう。

(図表 15) 景気・雇用対策の内容と規模

|                |        |
|----------------|--------|
| 給与税の半額カット      | (2400) |
| 勤労者向け          | 1750   |
| 企業(中小)等向け      | 650    |
| 中小企業等向け投資減税の延長 | (50)   |
| インフラ関連         | (1050) |
| 学校の近代化         | 300    |
| 交通インフラ         | 500    |
| インフラ銀行創設       | 100    |
| 使用していない不動産の活用  | 150    |
| 通信インフラ         | -      |
| 失業者対策          | (970)  |
| 失業保険の延長        | 490    |
| 教職員の再雇用等       | 350    |
| 長期失業者雇用減税      | 80     |
| 雇用促進ファンド       | 50     |
| 合計             | (4470) |

(資料) 米政府、単位：億ドル

## (2) 金融政策の動向と見通し

### ● 8月FOMCでは、向こう2年間のゼロ金利据え置きを表明

8月開催の FOMC (連邦公開市場委員会) では、景気が予想以上に減速、ダウンサイドリスクが増大するとともに失業率も高水準とし、2013 年半ばまでの異例の低金利 (0% - 0.25%) 据え置きを表明した。これまでは「長期にわたり据え置く」とし、「長期」の意味を「少なくとも 2 ~ 3 回の会合後」としていたため、向こう 2 年間の据え置き表明は意外感を持って受け止められ、株式市場は急上昇 (+429 ドル)、前日の急落 (▲634 ドル) の 7 割弱を回復した。

FOMC 直後に発表された声明文では、上記に加えて保有証券償還金の再投資策の維持を決定、市場が注目していた追加の量的緩和策 (QE3 = quantitative easing) やその他の政策手段につい

でも議論を行い、準備を進めるとするなど今後の追加緩和策への可能性を残した。この点、後述の8/26日のバーナンキ議長の講演へと焦点が先送りされた。また、今回の決定では、異例の3委員の反対票が出ており、更なる反対票が出るような追加緩和策は難しい情勢にある。なお、8月FOMCでは、現在の物価が高い（7月CPIは前年比3.6%）ことがQE3の早期導入には最大の障害と見られていた。[（8月FOMCの詳細は、8/10付「経済・金融フラッシュ No.11-073」を参照下さい。）](#)

## ● バーナンキ議長の講演(8/26)ではQE3に言及せず、注目は9月FOMCに

8/26開催のジャクソンホールでのバーナンキ議長の講演会では、今後の金融政策についての言及が注目されていたが、「9/20開催予定のFOMCを1日延長して検討する」と述べるに留めた。講演直後の株価はダウ30種で一時200ドル以上急落したが、その後、追加の金融緩和期待が浮上、終値は134ドル高となった。

米景気停滞の長期化が懸念される中、当講演では、長期的な景気回復への展望を示したものの、具体的な追加緩和策には触れず、昨年当講演で政策を並べて検討して見せたのとは大きく異なっていた。[（昨年の講演内容等については8/19付「エコノミストレター」を参照下さい）](#)

結局のところ、バーナンキ議長は、「景気は大きく減速しているものの、リセッションに再突入するほど弱いかどうかについては、強弱指標の混在する現状では未だ材料不足であり、そうした状況で金融政策（特にQE3の有無等）に触れて市場に影響を及ぼすのは適切ではない」と考え、今後1ヵ月余の追加経済指標を見た上で、FOMC期間を拡大した十分な議論を経て、景気の先行きとその対応策を検討すべきとの判断が働いたものと思われる。当講演の要旨は以下の通り。

### ジャクソンホール（8/26）でのバーナンキ議長の講演会の要旨

景気認識としては、金融危機以降の米国経済が回復途上にあるものの、予想以上に回復が緩慢であり、成長の弱さが雇用の回復を鈍くしている。景気が弱い一因として、商品価格の高騰や日本の震災の影響があげられるが、持続的な要因の影響も大きい。伝統的な回復パターンの原動力となっていた住宅市場は、深刻な低迷により現在も景気回復の足かせとなっている。今回のリセッションが深刻かつ世界的規模だったこともあって、市場の緊張はなお持続しており、欧州の債務問題や米国の財政赤字等の影響でリスク回避の動きが強まるなど経済活動にマイナスの要因を与えている。上半期の景気回復はFOMCの予測以上に鈍いが、一時的な景気抑制要因はその一部を説明しているに過ぎないことが判明、FOMCでは今後の見通しを下方修正した。

資源稼働率とインフレの中期的な見通しの下に、FOMCは先頃、現行の超低金利を少なくとも13年半ばまで続けると表明した。さらにFRBは一連の追加緩和策を保持している。9/20開催予定のFOMCでは、こうした対策を検討するため従来の1日から2日間に延長する予定だ。

困難に直面しているとはいえ、長期的には、米国経済は成長路線に復帰するだろう。FRBは長期的な成長を促進する役割を担っている。最も重要なのはインフレの安定化であり、市場機能を改善させることに繋がる。しかし、長期的な経済成長に必要な政策決定の多くは中央銀行の範囲外にある。財政では債務の増大には断固とした措置が必要だが、政策決定者は景気回復の脆弱さを忘れてはならない。景気への悪影響を回避しつつ、長期的な債務削減に取り組むことが必要となろう。

## ● 9月FOMCでは、「保有債券の償還期間長期化策」が有力

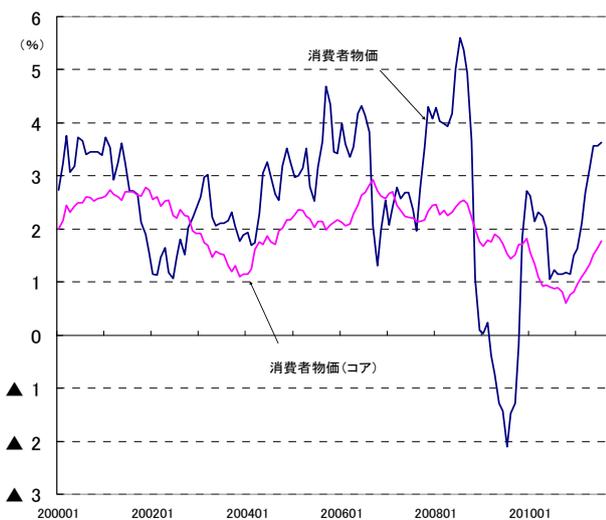
8月FOMCでは「短期金利の長期据え置き表明」が決定されたが、その後発表された議事録によると、それ以外に検討された金融政策として、①追加の資産購入（いわゆるQE3）、②保有債券の入れ替えによるポートフォリオ期間の長期化、③超過準備への付利金利の引下げ、等を例示しており、9月FOMCでもこうした政策を中心に検討されると思われる。

もっとも、QE3に関しては、昨年QE2が実施された時にはデフレや米景気後退への懸念が強まっていたことを考慮すると、現在の物価上昇が障害になっていると思われる。また、供給資金が商品市場に影響を与えたとの批判もあるなど、現状ではQE3実施への機は熟していないとの見方が根強い。前回、FOMCで反対票を投じたコチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁は、今後、同内容の決定には反対票を投じないとしているが、追加の緩和策となると話は別であり、3委員の他にも反対が出る可能性もある。

半面、債券の入れ替えによるポートフォリオの期間長期化は、QE3のようにFRBのバランスシートを拡大させることなくQE3同様に長期金利低下を促す効果を持つ、とするなど8月FOMCでの評価は高い。QE3反対論者にも受け入れやすく、現状では、ハードルの高いQE3よりも、債券の入れ替えによるポートフォリオ長期化策実施の可能性が高そうである。

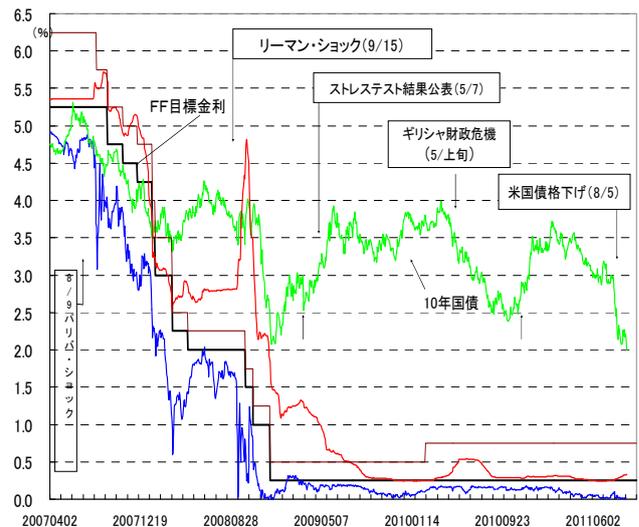
なお、雇用統計の発表後、景気停滞の鮮明化と追加金融政策期待の高まりもあって、長期金利は終値でも2%を割り込んだ。追加金融政策により、すでに歴史的な低水準にある長期金利を更に低下させることによる景気への効果は限定されようが、低位に安定させることの意味合いは小さくない。定説からは財政面の刺激策が求められるところであるが、前記の通り制約が大きい。結局、大胆な政策対応が難しい中では、限定された景気テコ入れ策により景気底割れが回避できたとしても、成長を押し上げるまでには至らず、この面からも、低成長持続の可能性が強まりそうである。

(図表 16) 消費者物価の推移 (前年同月比、%)



(資料) 米労働省

(図表 17) FF目標金利と市場金利の推移



(資料) FRB、他

(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。