

Weekly エコノミスト・ レター

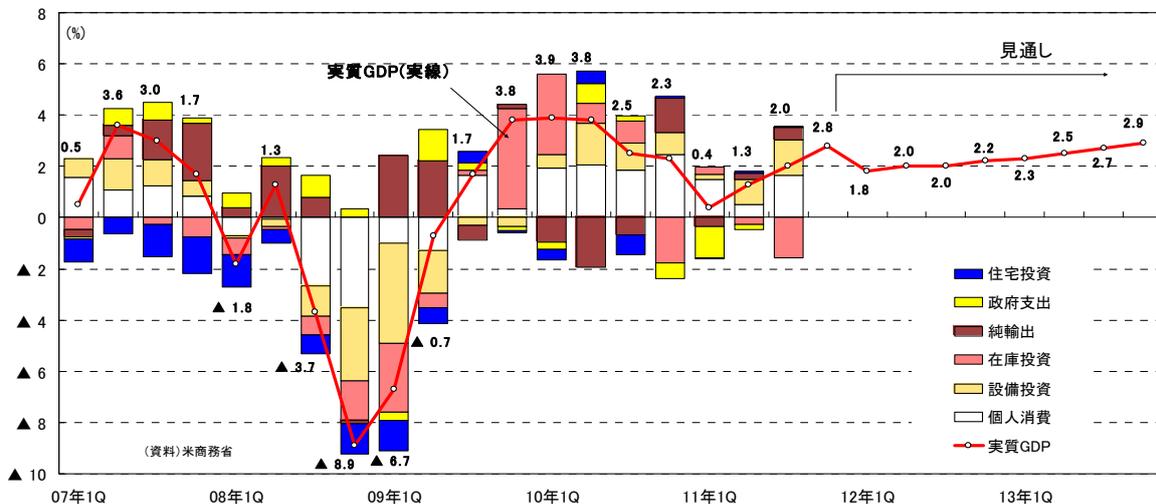
米国経済見通し～緩やかな成長の一方、下振れ懸念も持続

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. クリスマスセールが好調な幕開けとなるなど、10-12月期の米成長率は、前期比年率で3%接近を窺うが、その後は低迷する住宅市場や雇用回復の遅れが、個人消費等に抑制的に作用する状況が続き、低めの成長に留まろう。
2. 懸念材料にも事欠かない状況にある。特に、大統領選挙を控えた民主・共和両党の対立激化と欧州の財政危機が懸念される。すでに選挙の序盤戦に入っており、両党の確執で追加景気対策は成立の目途が立たっていない。一方、欧州財政危機ではセーフティネットの構築に腐心しているが、その後は長期に渡る緊縮財政が控えており、海外経済の見通しにも強気にはなれない。
3. 財政面の支援が限定される中、FRBは、8月以降相次いで追加緩和策を実施している。米経済は上記のような下振れ懸念を抱え、住宅市場の回復にも目途が立たないことから、今後、必要に応じてQE3が実施に踏み切る局面も浮上しよう。
4. 以上、雇用・住宅の回復が弱く景気回復の推進力に欠けるが、政策的な下支えもあって緩やかな成長が続こう。2012年の成長率は2.1%、2013年は2.3%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

● 足元堅調も抑制要因多い米国経済

クリスマスセールが好調に開幕、10-12月期の成長率が年率3%への接近を窺うなど、足元の景気には堅調さが窺える。しかし、米経済の抱える「改善の遅い雇用市場」と「冷え込んだ住宅市場」が改善するまでは、高成長率の持続は難しく、緩やかな成長が続こう。

米経済は、2009年までのリセッションの影響により860万人を超える雇用と住宅資産の3割強を失った。その後の雇用者数の回復は250万人に留まり、住宅価格はいまだに底値を模索するなど低迷を続ける。雇用に関してはスローペースながら回復が進行しているのに対し、住宅市場では回復の動きが見られず、政策的な対応が急がれる。雇用回復の遅れは所得面での推進力を弱め、落ち込んだ住宅価格とともに個人消費に抑制的に作用している。GDPの7割を占める個人消費が伸び悩むのであれば、景気の加速があっても一時的なものとなろう。

半面、設備投資についてはリセッション中に見送られた更新投資に加え、企業収益の改善や金融緩和の進展、投資減税の実施等を背景に好調に推移している。企業収益の改善には、リセッション以降のリストラ効果やその後のドル安・輸出の伸長等も寄与している。また、収益改善は欧州財政危機等によるリスク回避の動きに揺れる株価の下支え要因にもなっている。投資減税の延長策の行方や最近のユーロ安の動きは気懸かりであるが、当面、景気を支える役割を続けよう。

一方、先行きについて、今後の成長を抑制しかねない懸念材料には事欠かない。来年に大統領・議会選挙を控え、選挙を前にした二大政党の対立は激化しており、選挙後の新政権を迎える2013年への不透明感が強いのは言うまでもないが、2012年の米経済にとっても阻害要因となっている。リセッション以降の米経済は、数々の景気対策に下支えされてきたが、景気対策の多くは時限立法であり、年内に期限を迎えるものも多い。このため、オバマ大統領は9月に追加景気対策を発表、給与税減税の延長・拡充等、現行減税策の延長を主張するが、中間選挙後に共和党が下院多数党となった議会の通過の目途は立っていない。オバマ大統領は景気対策の中核である給与税減税と失業保険延長策を先行的に通過させたい意向だ。さらに、選挙後には、今夏に金融市場を混乱させた政府債務上限問題が控え、また、来年一杯で打ち切りとなるブッシュ減税をはじめ税制改革の行方も不透明だ。11月に赤字削減策で合意できなかったことにより2013年には、自動的な財政支出削減が発動される。緊縮財政の動きは次第に強まる方向にある。

海外要因では、欧州の財政問題の拡大が注目される。喫緊の課題はセーフティネットの構築となろうが、それで財政問題が解決するわけではない。今後、長期に渡り緊縮財政が実施されれば、すでにリセッションに入りつつある欧州経済にとっては負担が大きい。リスク回避の動きは米株式市場に大きな影響を与えているが、実体面への影響も小さくない。また、欧州以外の米国の輸出市場として新興国の開拓が指摘されるが、新興国の成長にも陰りが窺える。リセッション後の米国の成長は、輸出と政府支出に支えられてきた。雇用市場や住宅市場の改善が遅れる中では、今後もそうした支援が必要と思われるが、来年以降の輸出と政府支出は、頼れる存在ではなくなりつつある。

● 2012年は2%前後の低めの成長が持続

財政支援が難しいとなれば金融政策への期待は強まろう。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と、住宅市場の落ち込みが深く金融危機と繋がっていたことを挙げている。短期間での景気回復が難しいと判断したFRBは8月に向こう2年間のゼロ金利政策維持を表明したのに続き、9月以降はツイストオペレーションによる長期国債の買入れを実施する一方、市場の注目の高い量的緩和策（QE3）に関しては、デフレ懸念が強まった時の対応策として温存している。しかし、最近ではFRBの幹部から、住宅市場の冷え込み改善に向け、MBS（住宅ローン担保証券）の買入れの有効性を示唆する発言が続いている。現状は検討段階と見られるが、住宅市場の長期に渡る冷え込みを考慮すると、来年前半にもQE3実施の可能性が出てきそうだ。

上記のように、米国内には、雇用や住宅価格の一層の回復の遅れ、選挙を控えた政治面の混乱、財政赤字自動削減の発動と言った多くのリスク要因を有している。また、海外のリスク要因としては、ユーロ圏の財政・信用問題を筆頭に、中国や新興国を取り巻く諸問題、中東情勢・原油価格の動向、等が注目される。米経済については、今後も景気への政策的支援を必要とする状況が続くと見られ、政策の舵取りを間違えると景気下振れの可能性を高めかねないなど、様々な課題を抱えながらの成長持続となりそうである。

以上の状況から、2012年の成長率は2.1%、2013年は2.3%と見込んだ。2011年の1.7%見通しからやや上昇するものの、潜在成長率には届かず、失業率の急速な回復も進行しにくい。住宅市場の正常化にも時間を要し、個人消費は緩やかな成長に留まるだろう。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013年			
		(実)	(予)	(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)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.0	1.7	2.1	2.3	0.4	1.3	2.0	2.8	1.8	2.0	2.0	2.2	2.3	2.5	2.7	2.9
個人消費	"、%	2.0	2.3	2.0	2.3	2.1	0.7	2.3	2.7	1.7	1.8	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	2.6
設備投資	"、%	4.4	9.0	7.0	5.8	2.1	10.3	14.8	10.3	2.9	5.3	3.6	8.4	3.5	6.8	6.3	8.9
住宅投資	"、%	▲4.3	▲1.7	4.0	6.3	▲2.4	4.2	1.6	4.0	4.2	4.6	4.0	6.4	6.6	7.0	6.4	8.8
在庫投資	寄与度	1.6	▲0.3	▲0.1	0.1	0.2	▲0.3	▲1.5	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
純輸出	寄与度	▲0.5	0.1	0.1	0.1	▲0.3	0.2	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価	前期比年率、%	1.6	3.2	1.7	1.8	5.2	4.1	3.1	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1
失業率	平均、%	9.6	9.0	8.5	8.1	8.9	9.1	9.1	8.8	8.6	8.5	8.4	8.3	8.2	8.1	8.1	8.0
FFレト誘導目標	期末上限金利、%	0.25	0.25	0.25	1.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75	1.25
国債10年金利	平均、%	3.2	2.8	2.4	2.9	3.4	3.2	2.4	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	3.0	3.1

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

2、警戒材料山積の米国経済～見通しの前提とポイント

(1) 不透明な景気対策の成立見通し

来年は大統領・議会選挙を迎えるなど、不確定要因の多い年と言える。オバマ政権としては、選挙に向けて景気浮揚策を取り、景気の持ち直しを図りたいところであるが、現状はそうではない。選挙自体はすでに前哨戦に入っており、共和党では、オバマ大統領の対立候補選出向け討論会を重ね、そのたびに首位候補が入れ替わりを見せるなど本命不在と言える中で、安定的に上位を占めているのがロムニー候補だ。一方、オバマ大統領はすでに立候補を表明、資金集めの方は順調とされるものの支持率の低迷に悩む。支持率の低迷の最大の要因は、景気の低迷、特に失業率の高止まりにある。同様の状況下で臨んだ中間選挙では、民主党の大敗で下院の多数党を失い、ねじれ議会となって今日の苦境を招いた。このため、何としても景気を浮上させたい所であり、9月には追加の景気対策を発表した。

その内容は、今年一杯で期限を向える給与減税の拡充・延長や設備投資減税の延長、失業保険延長策の繰り延べ、インフラへの追加投資等、現行の景気対策の延長が中心となる。しかし、選挙を控えて共和党の賛同が得られない状況にある。本来、小さな政府を標榜する共和党は、歳出の削減に熱心であり、景気対策は減税が中心となる。しかし、単に減税すれば財政赤字が増加するため歳出削減が必要となるが、その項目で折り合いがつけられない。さらに、選挙の接近で、強硬派である茶会党の意向が強まっていることも、民主党との妥協を困難にさせている。

景気加速という政策目標は一致するものの、その方策については妥協が見出せない。しかし、このままでは、追加対策どころか多くの減税策が打切りとなり、景気にブレーキをかけかねない。メインの見通しでは、オバマ大統領が最優先としている給与減税は維持される想定とした。

(2) 欧州財政危機の波及の可能性

もう一つの主要な警戒材料は言うまでも無く、欧州の債務危機である。S & P社は12/5、ドイツ、フランスなどユーロ圏15カ国の長期債務格付けについて、引き下げ方向で見直すとしてクレジットウォッチを“ネガティブ”にした。昨年のギリシャ危機に始まったユーロ諸国の財政問題は、ポルトガル・イタリア等のPIIGS諸国のみならず、ドイツ・フランス等、トリプルAの格付けを持つ、単独の国家としてみれば問題の少ない国にまで及ぼうとしている。このため、ユーロからのリスク回避の動きがユーロ安・ドル高を招くなど、輸出振興を狙うオバマ政権の計画にも水を指す形となっている。欧州の首脳部でも「欧州は債務危機の拡大を阻止する手段を欠いており、新たな信用危機に陥るリスクがある。ユーロ圏共同債についても早期実現は困難」（フィンランド銀行リイカネン総裁）との見方もある。このため、日米を含む先進国中央銀行の資金供給策等が発表されたばかり、さらなる対策が検討されている。しかし、緊急時のセーフティネットが必要な一方、ユーロ諸国の財政健全化には時間がかかり、この問題の早期沈静化には悲観的な見方が多い。今後も突発的に危機が浮上することを前提としておくべきと思われる。また、問題国をはじめとして緊縮財政を余儀なくされており、ユーロ圏のリセッション入りの可能性が強まる中、景気の落ち込みをより深める可能性も出ている。

米国にとってこの問題が懸念されるのは、欧州の景気失速とともに信用危機の米国への波及にある。関連して欧州での株式市場の急落等が米国に飛び火すれば、回復途上にある米景気全般への影響も大きい。なお、OECDが11/28に発表した2012年の経済見通しでは、ユーロ諸国がデフォルトに陥らず、金融システムの崩壊も無いケースでは、ユーロ圏の成長率が0.2%、日米が各2.0%とする一方、ユーロ圏で無秩序なデフォルトが生じ、米国が緊縮財政を取る下振れシナリオでは、上記を大きく下回り(ユーロ圏・米国が各▲2.1%、日本▲1.8%)、マイナス成長に陥るとしている。

ここでのメインの見通しでは、欧州のリセッション入りはあっても、金融システムの崩壊等、金融市場の大幅な混乱は見込んでいない。

(3) 2012年には上記以外の警戒材料も山積

その他の主要な警戒要因は以下の通り。

- ① ユーロ圏のみならず、米国債格下げの動きも警戒を要する。議会は11月期限の赤字削減合意に失敗しており、フィッチ社は、11/28、米国債の格付け(AAA)を据え置く一方、見通しについてはネガティブに引き下げた。8月の債務上限引上げ時のムーディーズに追随した形となるが、ネガティブ見通しの場合、今後2年間に格下げをする確率が50%を上回る。すでに夏場にS&P社は格付け自体をAAに引き下げている。大統領戦後には再び債務上限の引上げが必要になると見られ、財政赤字削減策とともに格下げの動きにも留意したい。
- ② 原油価格の動向も注目される。最近の原油価格は、アラブの春と言われる中東情勢の動向と世界的な金融緩和策の進行が上昇要因となっている一方、世界的な景気低迷による需給要因が綱引きしている。しかし、すでに100ドル/バレル水準にあり、さらに上昇が強まれば、ガソリン価格上昇等を通じて個人消費下押しへの影響を強めよう。
- ③ 新興国の状況にも注意が必要だ。特に、中国は住宅価格の下落等不動産の問題を始め、物価、景気、為替等の問題を抱えるなど、舵取りが難しくなりつつある。また、その他の新興国では先進国の景気低迷や欧州信用問題の影響によるダメージにも留意しておきたい。

3、足元堅調推移も持続的成長には疑問

(1) 好調なクリスマスセール

足元を振り返ると、クリスマスセールは好調に推移している。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もあり、その成否は来年の景気にも影響が大きい。

全米小売協会(NRF)の集計では、感謝祭以降の4日間の小売売上高は524億ドル(前年比16%増)と過去最高だった。買い物客数も2.26億人(ネットを含む)と前年比6.6%増、一人当たりの平均支出額も398.62ドルと前年比9.1%増となった。このうち、ネットでの買い物客数は0.287億人(前年比29%増)、ネットでの買い物は平均支出額の38%にあたる150.53ドルだった。なお、別の調査会社ショッパートラックの調査でも感謝祭以降の4日間の小売売上高を前年比16%増としている。

また、感謝祭週末明けの月曜日はサイバーマンデーと呼ばれるネット上の特売日でもあるが、オンライン売上高が前年比22%増(12.51億ドル、コムスコア社発表)と2001年の統計開始以来の

過去最高を更新した。別途、IBM ベンチマーク社の調査では、同 33%増だった。オンライン売上高の増加には、百貨店や小売大手のウェブサイトの充実も大きいとされる。

ただし、NRF が事前に発表した予測では、今年のクリスマスセールの上高を前年比 2.8%と過去 10 年の平均値 2.6%並みとしており、リセッション後の落ち込みの反動もあって急伸した昨年（前年比 5.2%）から半減するとしている。他の調査も同様であり、このため、小売店では、先行セールや感謝祭当日からの売り出し、早期の大幅なディスカウント、等に注力しており、売上高が前倒しとなった状況も考慮しておきたい。

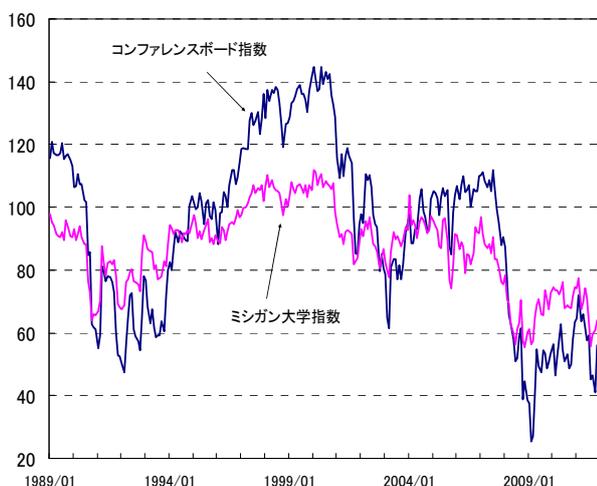
欧州信用危機を懸念してリスク回避の動きを強めていた株価も出直りを見せている。クリスマスセールがディスカウント商品を中心に好調を見せる一方、株価に大きく左右される富裕層の消費の盛り上がり懸念されていた。昨年はQE2の実施を背景に株価の上昇が進行、クリスマスセール急伸の一因となった。また、株式は401K等で一般の世帯にも幅広く保有されており、株価の上昇は消費者マインドの動向とも密接である。住宅価格下落のおり、資産効果を相殺させる役割としても重要である。株価の回復が維持されるのであれば、クリスマスにかけて小売売上高の盛り上がりへの期待を強めよう。なお、例年、クリスマスセールは感謝後の開始時と、クリスマス直前週末の売上げが大きくなる。序盤の勢いとその後の売上高拡大へと繋がるのか注目される場所である。

[\(クリスマスセールの予想については、エコノミストレター11/18号を参考下さい\)](#)

(2) 景況感調査は概ね回復

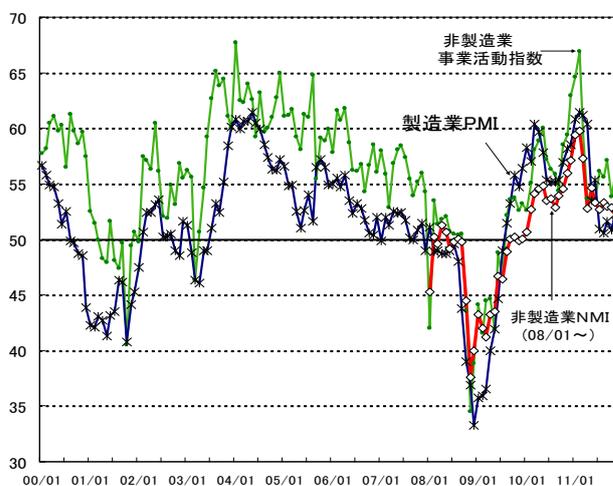
消費者の購買意欲の高まりは消費者信頼感指数にも窺える。11/30 発表のコンファレンスボードの消費者信頼感指数は 56.0 と 10 月の 40.9 から急上昇し、市場予想 (45.0) を大きく上回った。また、今後 6 ヶ月間の先行きを示す期待指数も 67.8 と前月の 50.0 から急上昇した。もともと、これまでの低下が大きく、歴史的にはなお低水準にある。今回の調査では、雇用に関して持ち直しの見方が増加したことが大きかった。また、今後 6 ヶ月間に於ける所得についても、増加予想が 11.1%⇒14.9%、減少予想が 19.3%⇒13.8%と逆転したことも大きい(図表 3)。

(図表 3) 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 4) ISM 指数の推移 (月別)



(資料) Institute for Supply Management

企業のセンチメントを示すISM（米供給管理協会）指数は、11月製造業指数（PMI）が52.7と前月（50.8）から1.9ポイント上昇、市場予想（51.5）を上回った。今回で28ヵ月連続での50越えとなる。PMIの構成指数では、新規受注指数が56.7（前月比+4.3）、生産指数が56.6（前月比+6.5）と急伸するなど主要2指数の上昇が大きく、内容的にも改善を強めた形である。もっともその後発表された非製造業指数（NMI）は52.0と上昇予想に反して前月（52.9）から下落した。内訳では事業活動指数が上昇（53.8⇒56.2）する一方、雇用指数が下落（53.3⇒48.9）、NMIを押し下げた（図表4）。[（11月ISM指数については「12/2付経済・金融フラッシュ」を参照下さい）](#)

（3）高成長持続には、雇用・住宅市場の回復が前提に

12月の動向次第ではあるが、上記の状況等から10-12月期の成長率は年率3%への接近が見込まれる。10-12月期が堅調に推移すれば、GDPの発射台が高まり来年の成長率を押し上げるが、翌1-3月期は当期の反動や景気対策の圧縮も懸念される。また、足元の好調推移が続く中でも、以下のような景気への抑制要因が続いていることには留意したい。結局のところ、本格的な高成長を回復するには、雇用・住宅市場の回復が前提となろう。

- ・消費は一時的に好調に推移しているが、雇用回復の遅れにより所得面の回復が弱い。
- ・住宅価格の低迷は家計にバランスシート調整を迫り、資産効果面からも家計消費を圧迫。
- ・減税維持への不安。給与税減税、失業保険延長策等、年内に期限が訪れる景気対策は多く、そうした減税策の延長を盛りこんだオバマ政権の追加景気対策が議会で成立するかについては未知数。減税の状況次第では、1-3月期に10-12月期の反動で落ち込む可能性も否定できない。

4、緩やかな成長見通しの背景

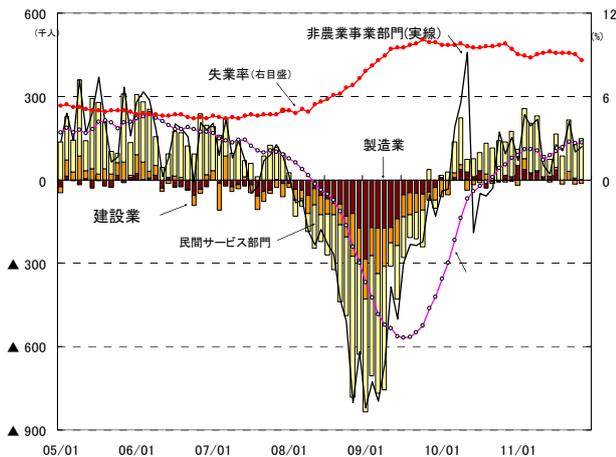
（1）雇用者増続くも、回復スピードの遅れは否めず

雇用増の動きを見ると、夏場にかけては8月雇用統計が当初前月比の増加がゼロ（その後上方修正）と発表されるなど、一時は景気失速への懸念を強めたが、その後は増加歩調にある。11月までの最近3ヵ月の月平均の雇用増は14.3万人に回復、中でも民間サービス業が同15.0万人と全体を押し上げている。一方、政府部門では同▲1.6万人と減少が続いているが、7月までの3ヵ月平均が同▲4.9万人まで拡大していたことを考慮すると、減少数は次第に落ち着きを見せつつある（図表5）。

家計調査による11月失業率は前月の9.0%から8.6%に急低下した。2009年3月以来の低水準となる。失業率は、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、ピークからの低下は1.5%ポイントとなるが、リセッション入り直前の2007年11月は4.7%、金融危機直前（2008年8月）は6.1%だったことを考慮すると、なお相当な高水準にあり、回復の遅れが懸念される状況に変わりはない。

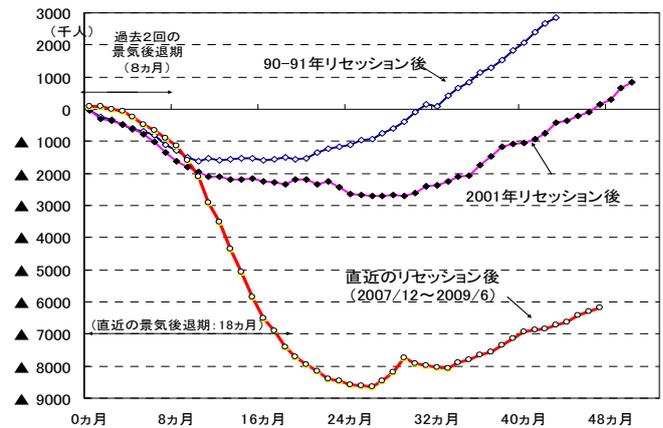
また、リセッション入り後の雇用減少規模が最大860万人超と前回リセッション時（270万人）の3倍に昇るなど、今回リセッションによる雇用への影響は極めて大きかったのに対し、未だに250万人弱の雇用が回復したに過ぎない（図表6）。

(図表5) 雇用者増減と失業率 (前月比,%)



(資料)米労働省

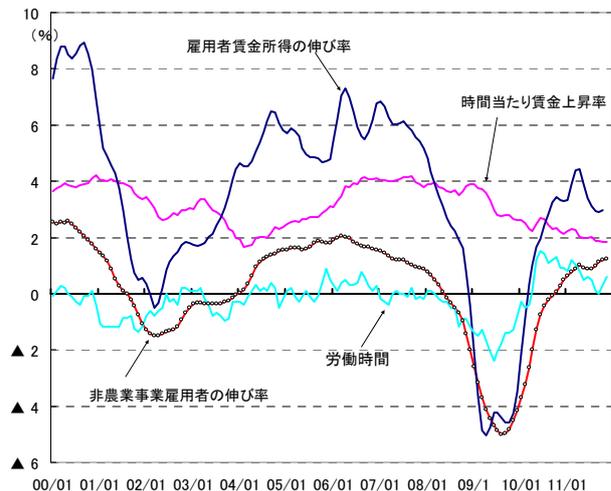
(図表6) リセッション入り後の累積雇用減



(資料)米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

雇用の喪失分はその分、個人所得に影響を及ぼす。所得面の支えを失った個人消費は、リセッション時の2008年以降、2年連続のマイナス成長を記録した。雇用者賃金所得に関連の深い雇用面の動きを見ると、11月の民間平均労働時間は34.3時間/週と前月から横ばい、前年(34.2)とほぼ水準に留まった。11月の時間当たり平均賃金も23.18ドルと前年比+1.8%の伸びに留まり、10月消費者物価の前年比(3.4%)を大きく下回る。いずれも伸び率の鈍化傾向が続いており、雇用者賃金所得は本年3月の前年比4.7%をピークに10月は3.2%へと伸び率を低下させており、今後の個人消費への影響が気懸かりな状況となっている(図表7)。

(図表7) 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か月移動平均

(2) 底這い続く住宅市場～高水準の失業も影響

●差し押さえ物件が価格下落圧力に

住宅市場では、高水準にある失業率を背景に、差し押さえ物件の流入が住宅価格の下落圧力となっている。抵当貸付銀行協会発表の7-9月期の住宅ローン延滞率(差し押さえに移したものを除く30日以上延滞ローン)は7.99%と前期(8.44%)から低下、2008年10-12月期(7.88%)以来の水準に低下した。延滞率はピークアウトの動きを見せているものの、差し押さえ物件率は4.43%と前期から横ばいに推移した。ピークの2010年10-12月期(4.64%)からの改善も小幅に留まるなど改善の遅れが懸念される(図表8)。

●住宅価格指数は、前年比での下落が続く

四半期ごとに発表される全米住宅価格指数では、7-9 月期ケース・シラー全米指数が前期比で▲1.2% (季節調整前は 0.1%) と2四半期ぶりにマイナスに転じた一方、FHFA(連邦住宅金融局)発表の 7-9 月期全米住宅価格指数は、前期比で 0.24% (購入指数、季節調整済、年率では 0.96%) とプラスに転じた。同指数の前期比増加は 2007 年 4-6 月期以降 18 四半期ぶりであり、この間の下落率はほぼ 20%になる(図表 9)。

もともと、前年比では両指数ともマイナスが続いた。7-9 月期ケース・シラー全米住宅価格指数の前年比 (季節調整前、以下同様) では▲3.9%と前期 (▲5.8%) からマイナス幅は縮小したものの、5四半期連続のマイナスとなった。一方、FHFA 指数の前年比でも▲3.6%とマイナスが続いた。同指数の前年比マイナスは 2007 年 7-9 月期以降、17 四半期連続となる。

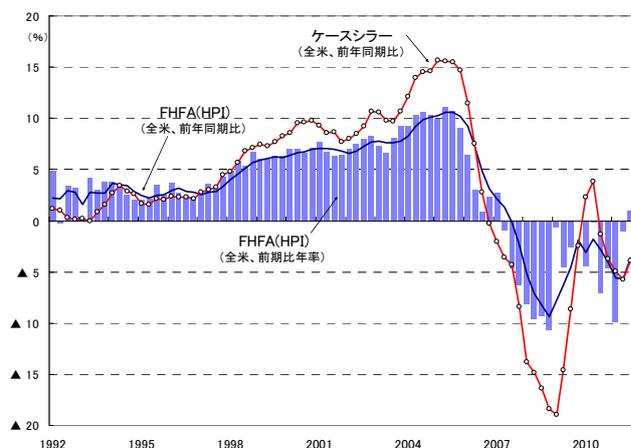
7-9 月期は住宅需要期ながら反発力は弱く、下落が弱まる程度の動きに留まった。住宅価格下落の持続で買い手が様子見を強める一方、住宅ローンの貸出し基準の強化が続いており、そうした動きがさらに住宅市場の回復を遅らせている。住宅市場が回復に向うのはしばらく先のことと思われる。一方、差し押さえ物件の増加等が住宅市場を圧迫する構図が変化するには、失業率等の改善が前提となるため、雇用市場の動向にも注目したい。[\(住宅価格の詳細は、「11/30 付経済・金融フラッシュ」を参照下さい。\)](#)

(図表 8) 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 9) 「全米住宅価格」指数の推移



(資料) S&P 社、四半期別

(3) 住宅価格下落が家計のバランスシート改善を遅らす

家計部門の資産はピークだった 2007 年 3 Q から 2009 年 1 Q の間に 20.2%減となったが、内訳では、株価の下落率が▲51.4%と大きかった。半面、その後の回復局面では株価の戻りが大きく、2011 年 2 Q の家計資産全体ではピーク比で▲9.4%にまで縮小した。この間、住宅資産の減少は持続、金融資産に頼った回復となった(図表 10)。

負債については 2008 年 3 Q まで増加が続いたこともあり、ピーク比での減少は▲4.7%に留まる。結局、家計全体としてのバランスシート調整の改善は株式を中心とした金融資産の回復に依存している。

なお、11年4-6月期では住宅資産の減少▲28.9%に対し、住宅ローンの減少は▲6.4%に留まるなど、住宅資産面の減少持続がバランスシートの改善を遅らせている。また、金融資産の保有が少なく住宅ローンを抱える多くの家計にとっては、バランスシートが改善されたとは言えず、こうした家計に向けた返済負担の軽減(住宅ローンのリファイナンス等)への対応が急がれる。(注:家計の負債状況については「エコノミスト

(図表 10) 家計バランスシート調整の進展・内訳

	ピーク比(%)			ピーク時	資産比(%)		ピーク比(%)			ピーク時	資産比(%)
	2009/1Q	2010/2Q	2011/2Q				2009/1Q	2010/2Q	2011/2Q		
家計資産	▲20.2	▲14.8	▲9.4	2007/3Q	100	家計負債	▲2.8	▲4.3	▲4.7	2008/3Q	19
住宅資産	▲26.5	▲24.5	▲28.9	2006/4Q	22	住宅ローン	▲1.1	▲4.2	▲6.4	2008/1Q	14
金融資産	▲21.6	▲13.9	▲3.9	2007/3Q	68	純資産	▲24.9	▲18.0	▲11.3	2007/2Q	81
株式	▲51.4	▲33.9	▲13.6	2007/2Q	12						
投資信託	▲33.6	▲13.8	8.6	2007/3Q	7						
年金積立金	▲27.2	▲14.5	▲1.2	2007/3Q	19						

(資料)FRB

[レター10/21号](#)を参照ください

(4) 景気下振れ抑止に向け、金融政策への期待は大

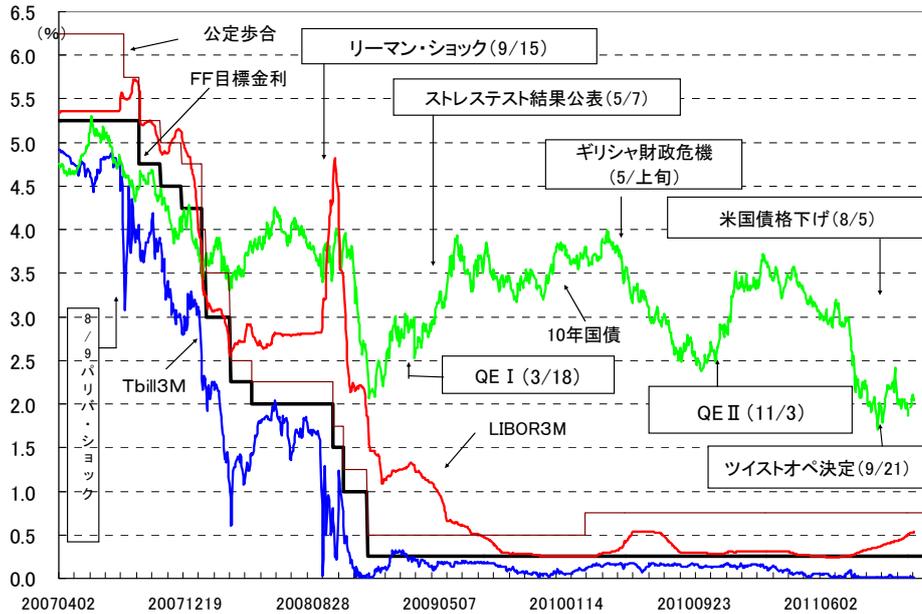
米景気が低空飛行を継続、緩慢な雇用の回復が続けば、「インフレ安定と雇用の最大化」を義務付けられたFRBは、一層の金融緩和の推進を求められることとなる。8月のゼロ金利の向こう2年間据え置きに続き、9月にはツイストオペレーションの実施の表明、長期金利の引下げ意向を示した。その他の政策のオプションとして、量的緩和・長期債購入拡大策や、準備金への付利(IOR=Interest on Required Balances and Excess Balances)の引下げ等も検討されている。

さらに、FRBは量的緩和策(QE3=quantitative easing)の実施についてはデフレ懸念の高まり等のより困難な事態に備える施策との位置づけを示唆するなど、下振れ懸念が高まるタイミングでは再び実施される可能性が高い。ただし、すでに景気にインパクトを与える施策は底をつき始めており、また、FRB首脳部が、長期に渡って冷え込みを続ける住宅市場テコ入れのため、MBS(住宅ローン担保証券)購入の有効性に言及するなど、MBSを用いた量的緩和の可能性も浮上している。

このため、住宅ローン金利(30年物)も一時4%を割り込むなど低金利化が進行している。また、住宅価格下落の進行で住宅ローンのリファイナンスが困難となっている世帯も多く、こうした世帯が金利低下の恩恵を受けられるようにリファイナンスの制度変更が実施されている。それらの施策が奏功し、家計の負担軽減が進行すれば景気にもプラスとなろう。ただし、貸出し基準の引き締めは続いているため、新規購入面での金利低下の効果はあまり期待されていない。

今月13日にはFOMCが開催される。12月に入ってから発表された経済指標には好調なものも多く、非常時に向け準備されたQE3の実施には時期尚早の感もある。ただし、11/29にはイエレンFRB副議長が欧州危機等で世界経済のリスクは増幅したとし、政策目標金利ガイダンスの強化、長期金融資産の一段の買入等の追加緩和の余地を指摘した。今後の動向次第であるが、来年前半には、タイミングを図った上でQE3に踏み切る局面もありそうだ。

(図表 11) 政策金利と長短期金利の推移 (日別)



5、主要需要項目の見通し

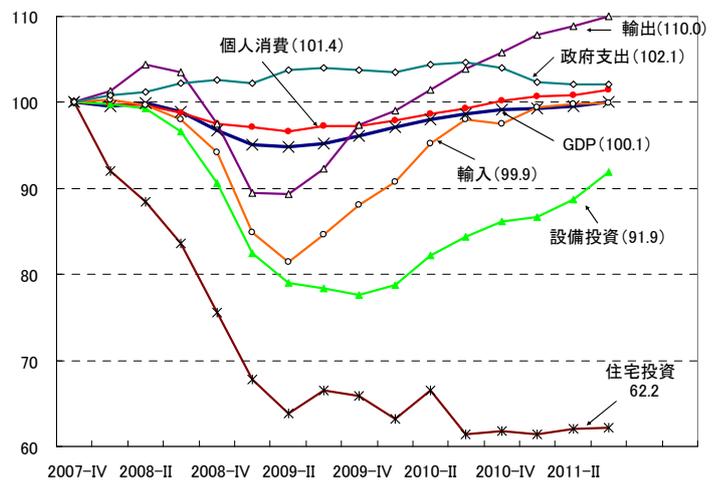
(需要項目別の回復度)

(1) 主要な需要項目の回復状況～政府支出と輸出が貢献

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月にはリセッションを脱出、プラス成長を続けていたが、2010年のギリシャ・ショック後は、3%を下回る低めの成長率が続いている（表紙、図表1参照）。

図表 12 では、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た。リセッション時は大型の景気対策による政府支出が成長率を引上げ、2010年以降は輸出の牽引が目立つ。直近期は個人消費が浮上、GDPも100.1とリセッション前の状態を漸く回復した。落ち込みが大きいのが設備投資と住宅投資であるが、設備投資は投資減税など政策的なてこ入れもあり、最近の回復が顕著である。半面、住宅投資では回復の動きが見られない。住宅投資の冷え込みは、資産効果や住宅関連消費の抑制等により、個人消費回復の動きを抑制し、景気全体の成長率を低めている。

(図表 12) リセッション後の実質GDP需要項目別推移



(資料) 商務省、(注) 2007/4Q=100

(個人消費の見通し)

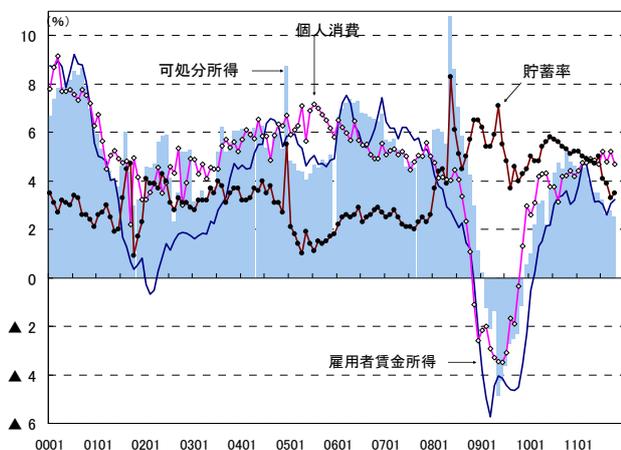
(2) 低下が続く個人所得の伸び

雇用回復の遅れは、個人所得の主要な抑制要因となっている。個人所得（以下、断りのないものは名目）を月別に見ると、4月以降前月比 0.1%～▲0.1%の一進一退の伸びにあったが、10月は同 0.4%と3月（同 0.5%）以来の伸びを回復した。内訳では、賃金所得が同 0.5%と回復したものの、事業者所得は同 ▲0.3%と減少した。その他の所得では、利息・配当収入が同 0.5%と4ヵ月ぶりの増加、移転所得も同 0.3%と4ヵ月ぶりにプラスに転じた。もともと、税支払い額が同 1.3%と増加したため、可処分所得は同 0.3%に留まったが、3月（同 0.4%）以来の伸びとなった。

一方、10月個人消費は前月比 0.1%と前月（0.7%）から低下した。内訳では耐久財が同 2.9%から 0.8%へ、非耐久財が同 1.0%から ▲0.2%と減少、サービス消費は同 0.1%に留まった。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。

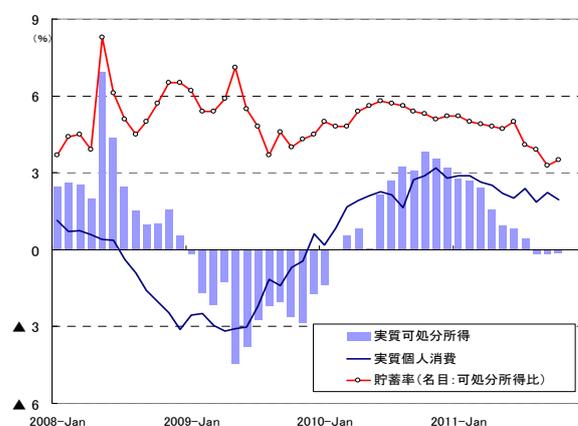
前年同月比では、10月賃金所得は同 3.2%（9月同 3.1%）、可処分所得は同 2.5%（9月同 2.8%）と低下推移にある一方、個人消費は同 4.7%（9月は同 5.2%）と高止まりの推移を見せている。実質ベースの前年同月比では、所得の伸びがさらに低下、3ヵ月連続のマイナスとなった。実質消費も低下傾向にあるが、2%前後と実質所得を大きく上回っている。今後、所得面の伸びが回復しなければ、消費を維持していくことは早晚困難となろう(図表 13・14)。

(図表 13) 個人消費と所得の推移(前年同月比、%)



(資料) 米商務省

(図表 14) 実質個人消費と所得推移(前年同月比、%)



(資料) 米商務省

●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、資産効果を通じて家計消費を抑制するとともに、資産の目減りが大きい一方、家計負債の減少が小さく、家計はバランスシート調整を余儀なくされたことによる。住宅価格はなお軟調な推移が続いており、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。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。消費回復の持続には雇用者増の回復が重要であるが、雇用者増はスローペースに留まる。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。足元では給与税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、減税策の持続は不明であり、上記抑制要因の改善が急がれるところである。個人消費の成長率は、2012年は2.0%、2013年は2.3%と緩やかな伸びが見込まれよう。

(設備投資の見通し)

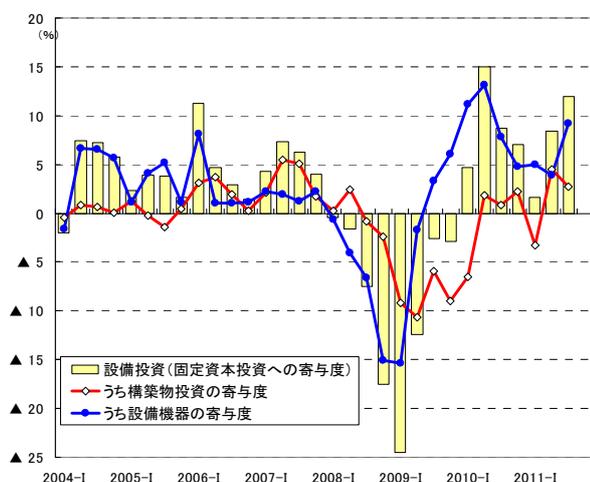
(3) 投資減税に期待しつつも、更新投資中心の限定的な伸び

現行の100%の投資減税については、9月のオバマ政権の追加景気対策で1年間の延長が提案されている。来年の設備投資の見通しは当該法案の成立の有無で変化しよう。そのため、10-12月期については、駆け込み需要も見込まれる。

設備投資は、金融危機後の2009年に前年比▲17.8%の急減を見せた後、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10.3%、7-9月期は同16.3%と急伸している。7-9月期の内訳を見ると、設備機器投資が同15.6%、構築物投資が同12.6%といずれも急伸した。リセッション以降のリストラの進行で企業利益は向上しており、また、金融緩和もあって設備投資を巡る環境は改善されている。設備投資堅調の背景には、リセッション時に先送りされた更新投資を中心に、上記の投資減税に刺激されたものと言えよう。

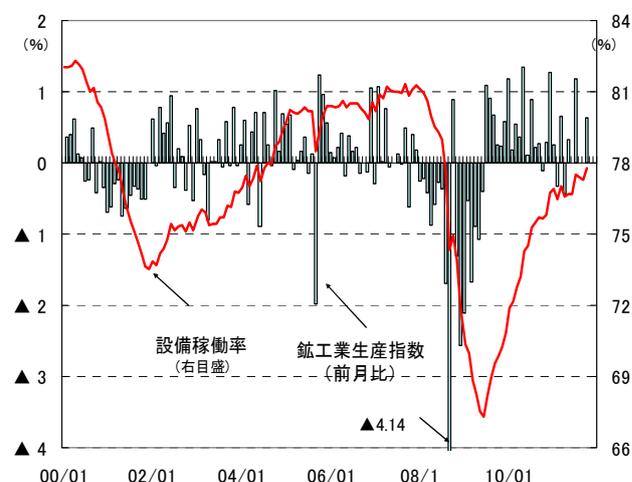
一方、能力増投資は、10月稼働率が77.8%と長期的な平均値(1972年~2010年)である80.4%をなお下回っていることから、手控え状況にあると思われる。稼働率上昇以上に必要なのは、能力増投資を刺激する先行きの明るさであろう。景気下振れ懸念を抱え、先行き不透明感が色濃い中では能力増を目指した投資意欲は高まらない。また、能力増を伴わない設備投資では雇用増への効果は小さい。生産性を高める更新投資では、導入企業にとっては雇用削減要因ともなりかねない。年間の設備投資は、2012年は7.0%、2013年は5.8%を見込んだ。

(図表 15) 設備投資の内訳～構築物投資も浮上



(資料) 商務省、四半期、実質前期比年率、寄与度

(図表 16) 鉱工業生産・稼働率の推移



(資料) FRB、月別

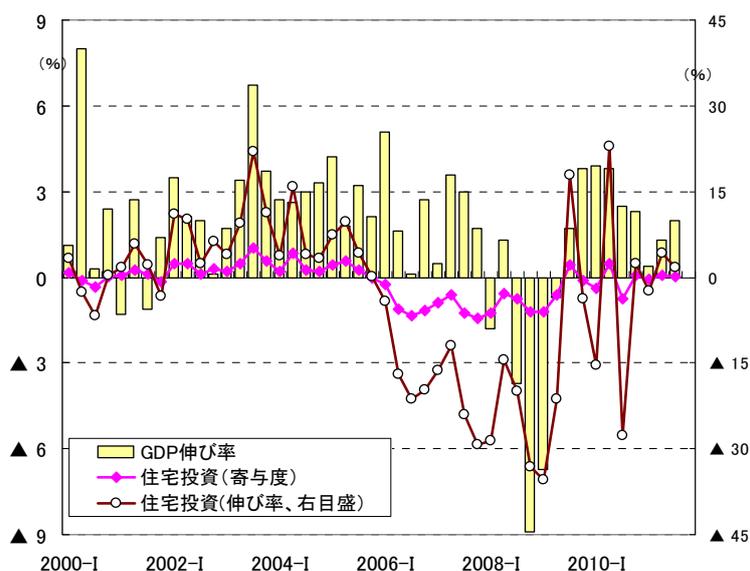
(住宅投資の見通し)

(4) 遅れる住宅市場の回復

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(図表17)。その後も、一進一退の動きを続け、未だに図表12のように底這い圏での動きを続け、回復への動き模索している。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高水準にある一方、高失業率の影響を受けた延滞・差し押さえ物件増が需給面の悪化を招いている。特に、政府の住宅取得減税策が2010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。

このため、前記のように住宅価格も底這い状況にある。人口増が続く米国では、潜在的に一定の住宅需要増が見込まれるため、住宅に値ごろ感が生じれば、回復に転ずるとの見方は根強いものの、差し押さえ物件の増加や高水準の在庫が住宅市場を圧迫する構図が変化するには、なお時間を要しよう。ただ、住宅着工や新築販売市場は永らく冷え込んだ状態にあるため、年間の住宅投資は2012年は4.0%、2013年は6.3%と緩やかな回復を見込んだ。

(図表17) 住宅投資の実質 GDP への寄与度推移



(資料) 商務省、四半期、実質、前期比年率

(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。