

Weekly エコノミスト・ レター

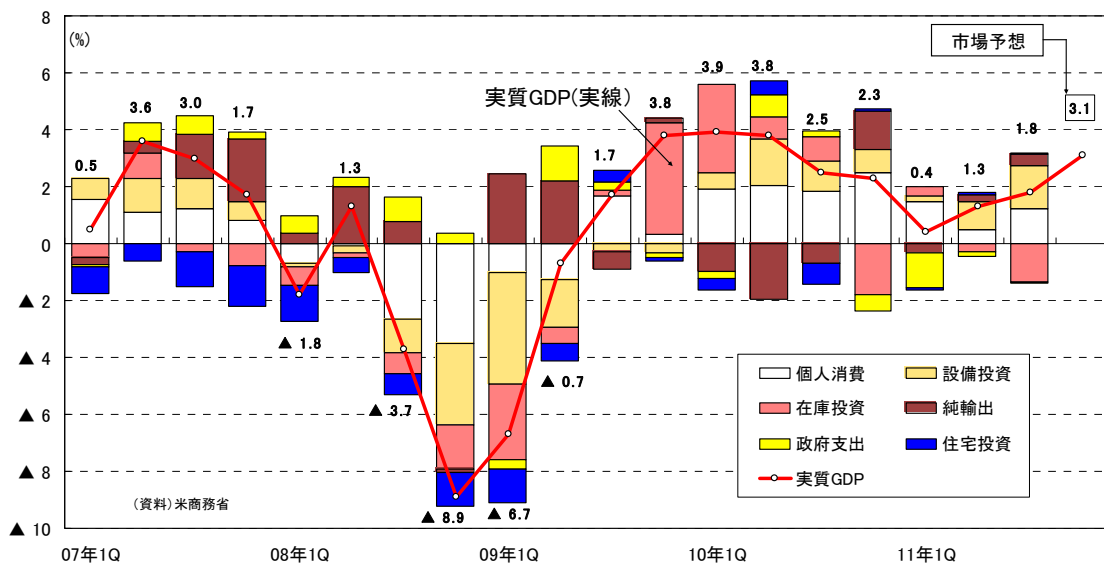
上向く米経済～所得面の推進 力不足で持続性には懸念

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

《要旨》

- 27日発表の10-12月期GDP（速報値）の市場予想は年率3.1%と堅調が予想される。自動車購入増による耐久財消費と在庫投資の増加が、GDP押上げに寄与する見込みである。
- ただし、雇用回復の遅れと冷え込みが続く住宅市場等が景気の足かせとなっている状況は変わらない。景気の先行きを見る上では、特にGDPの7割を占める個人消費の動向が重要であるが、個人消費を巡る環境でも多くの抑制要因を抱える。また、実質可処分所得がマイナスに陥るなど雇用所得が伸び悩んでおり、こうした状況下では一時的に成長率を高めても、景気の持続性に対する懸念は払拭できない。
- そのほかにも、米国内では大統領選挙を前にした政党間の対立で景気対策が滞り、海外にも欧州の債務危機を始め、新興国や中東情勢の問題など懸念材料が山積している。
- 経済指標や企業利益が改善を見せるなど、景気は上昇指向を見せているが、半面、下ぶれリスクにも事欠かない。本格回復には雇用回復が足取りを一段と強め、住宅市場が回転を見せること等が必要と思われ、今しばらく時間を要しよう。

(図表1) GDP成長率と需要項目別寄与度の内訳(前期比年率、%)



(米国経済の概況)

1、改善見せる米経済

●10-12月期 GDP は、個人消費の回復で年率3%台乗せも

1/27 発表予定の米国の10-12月期実質GDPは、市場予想では前期比年率3.1%と、最近の経済指標の改善を受けて3%台乗せが見込まれる。昨年の成長率を見ると1-3月期0.4%、4-6月期1.3%、7-9月期同1.8%と低調に推移しており、予想通りとなれば6四半期ぶりの高い伸び率となる。また、期を追う毎に成長率を高めるなど今後に期待を持たせる展開ともなっている。

今回GDPの牽引役として期待されるのは自動車購入が伸長した耐久財消費と在庫投資である。クリスマスセールは、全米小売協会(NRF)がセール期間の売上げを前年比4.1%と発表、NRFでは当初の予想の2.8%を12月半ばに3.8%へと上方修正、それを上回る上昇となるなど好調を裏付けたが、リセッション後の反動で急伸した2010年(5.2%)には及ばなかった。もっとも、12月の小売売上高は前月比0.1%と微増に留まり市場予想(0.3%)を下回った。前月比1.5%増と好調だった自動車販売を除くベースでは同0.2%減となるなど、クリスマスセールは後半に伸び悩んだようだ。

一方、設備投資は、設備投資減税を背景に7-9月期まで二桁増の伸びが続いたことや、最近の製造業売上の伸び悩み等から高い伸びは期待しにくい。半面、企業在庫や住宅着工は11月まで連月の増加を見せるなど、GDPの押上げ要因となりそうだ。ただし、牽引役として期待される耐久財消費や在庫投資は変動が大きく、その分、予測値からの振れの可能性が大きい点には留意しておきたい。

●懸念要因多く、先行き見通しの上方修正には至らず

昨年の年初も、クリスマスセールの高い伸びや株価の上昇を受けて、前年10-12月期GDP速報値が同3.2%と発表(その後2.3%に下方修正)されるなど好調なスタートを切った。今回同様に自動車の回復で耐久財消費が伸び、個人消費が同3.6%と急伸したが、2011年に入ると年前半の原油価格高騰や日本の震災によるサプライチェーンへの影響、その後の連邦政府債務上限引上げを巡る混乱や欧州財務危機の拡大等もあって、結局、上記の低成長を余儀なくされた。

10-12月期GDPが回復の動きを見せれば、本年も好調なスタートを切ることとなるが、半面昨年同様に、景気の先行きに向けての懸念材料にも事欠かない。国内経済では雇用回復の遅れと住宅市場の冷え込みが景気の足かせとなっている状況が続く。特に、雇用回復の遅れによる消費面への影響は大きく、賃金所得の伸び悩みで、現下の消費増は貯蓄に頼るところが大きい。また、住宅価格の下落は、家計のバランスシート調整の主たる要因となっている。既に、実質所得はマイナスに陥っており、今後の雇用加速がなければ、消費の失速もあり得る状況と言えよう。

その他にも、内外に懸念材料が山積する状況に変わりはない。今年最大のイベントである11月の大統領選挙を控え、2大政党の対立は激しさを増している。昨年の景気は、2010年11月のFRBの量的緩和の再開(QE2)、ブッシュ減税の延長や給与税引下げ等のオバマ政権の景気対策などに下支えされた。だが昨年9月にオバマ大統領が発表した追加景気対策は、その多くが昨年末

に期限切れとなる減税策の延長を図るものであったにもかかわらず、給与税減税が僅かに2ヵ月間延長されたのを除くと未だに成立の目途が立っていない。

海外では、引き続き欧州債務問題が波乱含みの動きを見せている。1月にはS & P社がフランスを含むユーロ圏9ヵ国の国債やEFSF（欧州安定化基金）の格下げを発表した。中でもフランスとオーストリアはAAAから転落、フィンランド・オランダ・ルクセンブルクはAAA格付けを維持したものの、引下げ方向で検討するネガティブとされた。今後、こうした国が出資または保証する国際機関等への影響が懸念される。なお、イタリア・スペイン・ポルトガル・キプロス等では2段階格下げされ、特にポルトガル・キプロスはBBBを下回る投資適格ラインを割り込むなど今後の資金調達に支障が出る可能性がある。ユーロ安も一段と進展しており、欧州問題は今年も世界経済の最大の下ブレリスク要因と言えそうだ。一方、中国を始め新興国や中東情勢も様々な問題を抱える。こうした経済環境を踏まえると、10-12月期の米成長率が上振れしたとしても、その後の順調な回復は見込みにくく、今期以降の成長率見通しを上方修正する動きには繋がりにくい。

（金融政策の動向）

● 1月FOMCでは、現行緩和策を追認の情勢

12月FOMCの議事録によると、景気見通しでは、欧州経済の影響等で中期的に成長率が抑制されるものの、2012～3年については、金融政策の下支えもあって緩やかな成長が持続、失業率には極めて緩やかな低下に留まり2013年末までの高止まりを見込んでいる。参加各委員もこうした見通しに同意しており、欧州以外の景気抑制要因としては、米国の緊縮財政、脆弱な住宅市場、家計のデレバレッジ等を挙げている。特に世界的な金融市場の緊張が、かなり大きなダウンサイドリスクを突きつけていると判断している。

なお、景気を高めている最近の消費については、予想以上に強いとしながらも、自動車も含めペントアップデマンドの可能性を指摘、また、実質可処分所得が弱く、家計は将来の収入についても悲観的に見ているとし、多くの意見では景気回復が持続的でない可能性があるかと判断している。また、資産効果による景気抑制も指摘された。

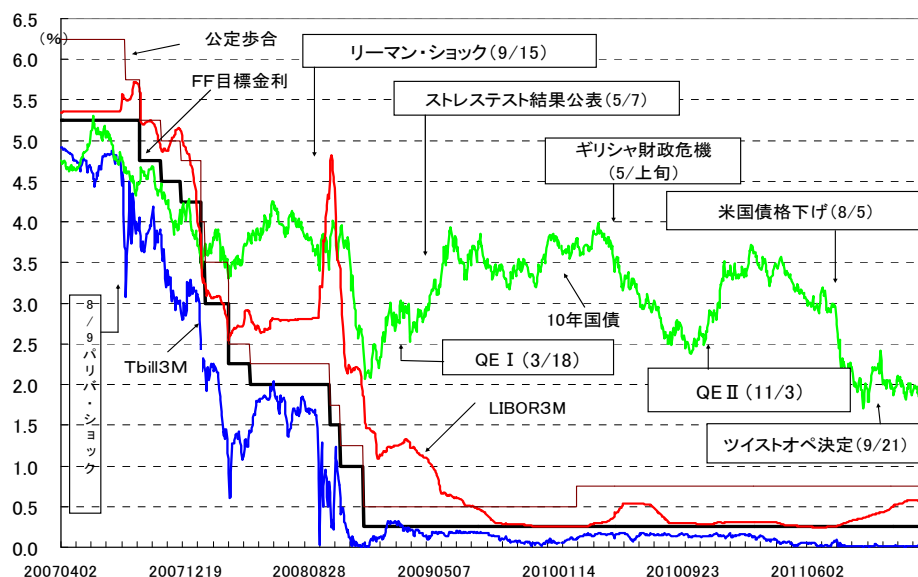
住宅市場では弱さが続くとしているものの、一部レポートによる土地価格の改善、非伝統的手段によるファイナンス等で改善が見られるとの指摘があった。結局、緩やかに拡大しているとするこれまでの見方を踏襲し、雇用市場の改善にもかかわらず失業率は長期的に委員会が目指すレベルに比べて高止まりし、海外要因等で強いダウンサイドリスクが続いているとの判断を維持した。

1月24・25日にはFOMCが開催される。FRBは昨年8月に向こう2年間の政策金利据え置き表明を行い、9月にはツイストオペレーションの実施による長期国債の買入を実施している。FRBの政策で特に注目を集めるQE3については、景気に下ブレリスクやデフレ懸念が高まった時の対応策として、引き続き温存する方向にあるようだ。もっとも、長らく景気の足かせとなっている住宅市場回復に向け、MBS（住宅ローン担保証券）購入によるQE3実施の効果を主張する見方もあり、実施に向けた検討は継続されそうだ。

いずれにしても、経済指標が全体的には改善を見せる中では、1月のFOMCで追加の緩和策が実施される可能性は小さく、市場では、新年になって地区連銀総裁の各委員が新メンバーに入れ替わったことによる政策面での変化と、前回FOMCで打ち出した市場とのコミュニケーションの

改善に向けた将来の金利予想等の公表に注目が集まっている。

(図表2) 政策金利と長短期金利の推移 (日別)



2、景気の鍵を握る個人消費の動向

景気が上向きを見せる中、景気の持続性や本格回復への可能性が議論されている。そうした景気の先行きについてはGDPの7割を占める個人消費が鍵を握る。個人消費は、好調なクリスマスセールや自動車購入増を背景に、10-12月期のGDPを押し上げに寄与すると見られるが、自動車等の耐久財消費を除くとその他の消費はそれほど強いわけではない。以下では消費を巡る最近の動向に焦点を当てた。

(1) 最近の個人消費の動向

(小売売上高・クリスマスセールの動向)

①小売売上高は伸び悩む～クリスマスセールの影響は限定的

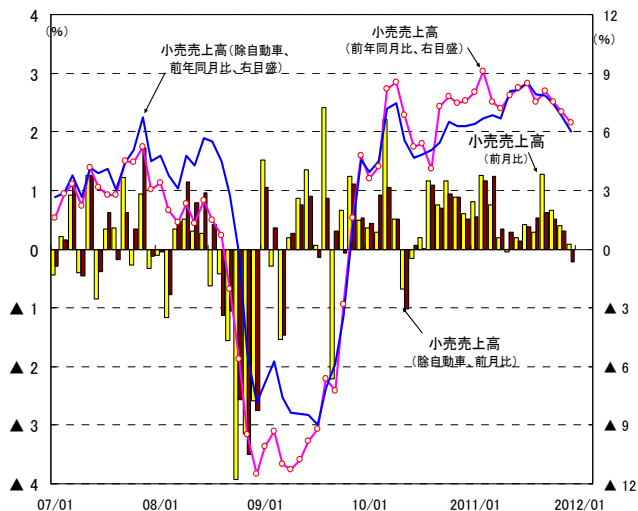
商務省発表の12月の小売売上高は前月比0.1% (11月同0.4%)と微増に留まり、市場予想(同0.3%)を下回った。自動車販売が同1.5%と伸長したため、自動車販売を除いた小売売上高は同▲0.2% (市場予想は同0.3%)と減少した。自動車以外では建築資材(同1.6%)、家具(同1.0%)、衣料品等(同0.7%)、飲食店(同0.7%)等の伸びが高く、半面、電気器具(同▲3.9%)、ガソリン(同▲1.6%)等ではマイナス幅が大きかった。

前年比で見た小売売上高は6.5% (11月同7.0%)、自動車除きでは6.0% (11月同6.8%)といずれも前月の伸びを下回った。クリスマスセール期間としての11・12月の小売売上高は、後半での伸び悩んだ形である(図表3)。

一方、全米小売協会(NRF)では、クリスマスセールの売上げ予想(NRFのクリスマスセールでは11・12月を合算)を当初発表の前年比2.8%から12月には3.8%へと上方修正したが、1

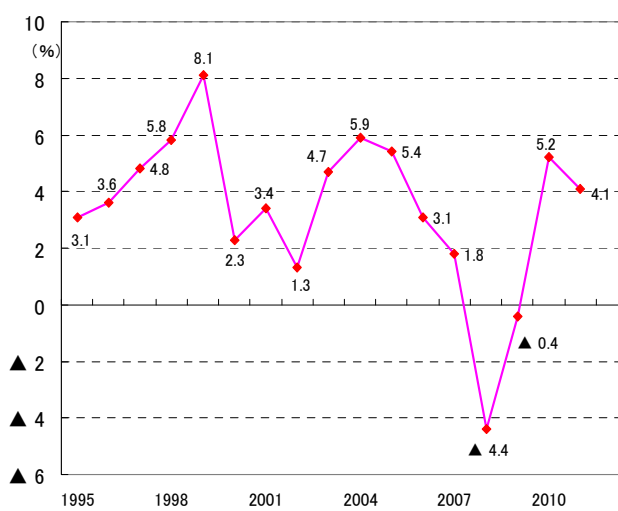
月発表値では4.1%と修正予想を上回った。ただし、リセッションからの反動増で2005年(5.4%)以来5年ぶりの伸びとなった2010年(5.2%)には及ばなかった(図表4)。

(図表3) 小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表4) NRFのクリスマスセール推移



注: NRF集計による売上げ(11・12月合算)の前年比

(11月個人所得・消費の動向)

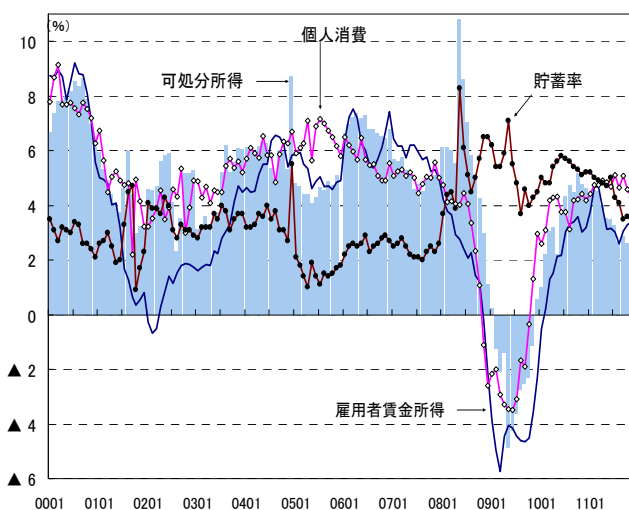
② 11月個人消費は前月比0.1%と低下

12月個人所得・消費統計は1/30発表となるが、11月の個人消費では前月比0.1%に留まった。月別の個人消費は9月に前月比0.7%と伸長した後、10月以降は連月で同0.1%の低い伸びが続いた。自動車購入の増加で11月の耐久財消費は同0.8%と伸びたが、非耐久財消費が10月前月比▲0.2%、11月同▲0.3%と連月で減少している。

一方、11月の可処分所得は前月比横ばい(10月同0.2%)に留まった。所得面の内訳を見ると、賃金所得が同▲0.1%、事業所得が同▲0.3%と主要な収入源が減少するなか、利息・配当収入が前月比0.4%と連月で伸び、賃貸収入は同2.1%と7月以降高い伸びを続けている。可処分所得の横ばいで、消費が伸び悩んだにもかかわらず可処分所得比の貯蓄率は3.5%と低下し、2007年12月以来の低水準となった9月と同水準に並んだ。

前年比では、個人消費は同4.3%と10月(4.6%)を下回り、2010年12月以来の低い伸びとなった。所得面では賃金所得が同3.4%(10月同3.3%)となり、個人所得全体では同3.9%(10月同3.9%)と連月で4%を下回った。可処分所得の伸びも同2.4%と2010年5月以来の低い伸び

(図表5) 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

に留まる。消費統計の前年比の伸び率はクリスマスセールに近いものの、耐久財消費に偏り、消費全体への広がりには欠けていたことが窺える(図表5)。

③10-12月期GDPの市場予想は3%台前半～耐久財消費の回復に勢い

1/27 発表予定の10-12月期実質GDPは、市場予想では前期比年率3.1%と6四半期ぶりの高い伸びが見込まれる。GDP牽引役としては自動車が増長した耐久財消費と在庫投資が期待される。

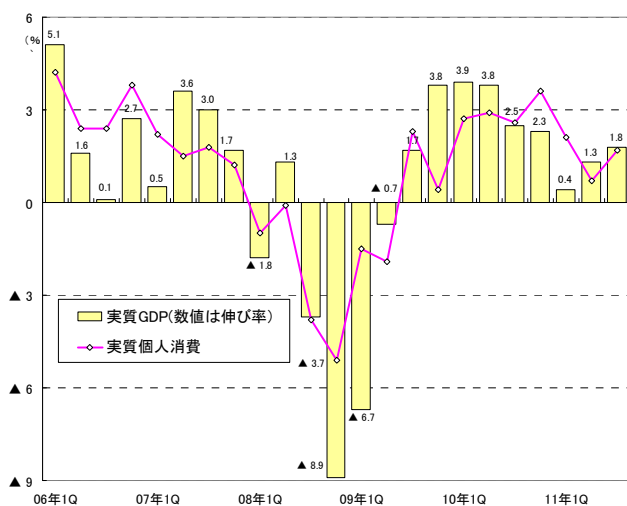
前述のように、個人消費についてはクリスマスセールの影響はそれほど大きくなく、自動車購入の増加による耐久財消費による押し上げが期待されている。だが12月小売売上高が伸び悩んだことから見ても、耐久財以外の消費が高い伸びとなるのは難しそうだ。

一方、2011年の在庫投資は、寄与度では夏場以降の景況感の悪化により7-9月期同▲1.35%と圧縮された。その後、景況感の持ち直しもあって11月企業在庫が連月での積み増しとなるなど、10-12月期はプラスに転じてGDPの押し上げ要因となることが見込まれる。

なお、自動車販売を台数ベースで見ると、12月は1356万台(オートデータ社、年率換算、以下同じ)となり、2009年8月以来の高水準となった前月(同1363万台)をわずかに下回ったものの、前月を除けば2年来の高水準にあるなど連月での好調な売上となった。すでに日本の震災以前の販売水準を回復、4ヵ月連続の年率1300万台を維持し、前年比では8.4%の増加となる(図表7)。

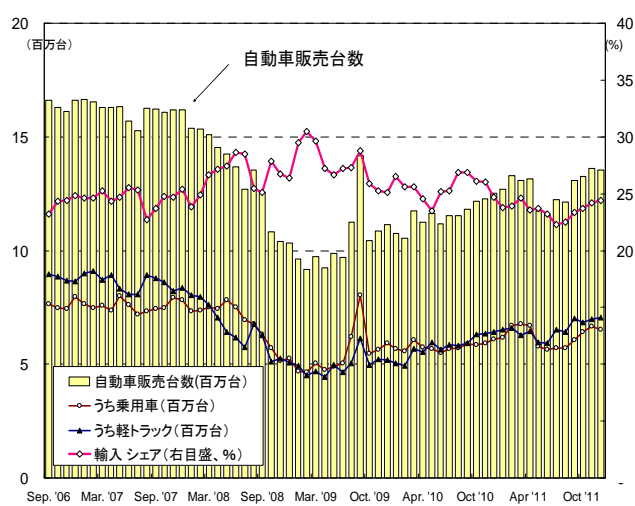
だが自動車販売の推移を振り返ると、リセッション直前の2007年は年率1600万台での推移を続けており、そうした状況との比較では依然落差が大きい。また、生産面における自動車産業の稼働率も65.3%(12月)に留まり、同業界の長期的平均値(75.3%：1972-2010年の平均)や製造業全体の12月稼働率75.9%を大きく下回るなど、この面でも回復途上にあると言えよう。

(図表6) 実質 GDP と個人消費の伸び率推移



注：前期比年率、%、数値はGDPの伸び率

(図表7) 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

(2) 依然多い個人消費の抑制要因

①回復の加速が急がれる雇用状況

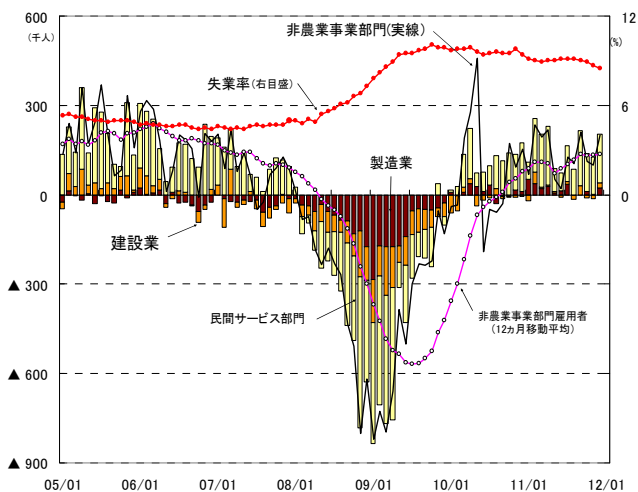
米労働省発表の12月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比20万人増と事前の市場予想(15.5万人増)を上回り、3ヵ月ぶりの増加数となった。前月比の雇用増は2010年10月以降続いており、2011年の年間月平均増加数は13.7万人と2010年の7.8万人増を上回る回復を見せた。

非農業事業部門の内訳となる民間雇用では、前月比21.2万人増と11月12.0万人から急増、市場予想(同17.5万人増)を上回った。2011年の年間の月平均では16.0万人増となる。半面、12月政府部門は▲1.2万人と減少、4ヵ月連続の減少となり引き続き雇用のマイナス要因となっている。なお、2011年の雇用者増減の累計は164万人増、うち民間が192万人増、政府部門は▲28万人と減少した(図表8)。

一方、失業率も8.5%と前月の8.7%から低下、市場予想(8.7%)を下回った。当水準は2009年2月以来の低水準となる。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6.1%だったが、1年後の2009年10月には10.0%と1983年6月(10.1%)以来26年ぶりの高水準に上昇した。昨年9月は9.0%と依然9%前後での高止まりを見せていたが、最近では低下の動きを強めている。しかし、リセッション前との比較ではなお大幅に高く、回復の遅れが懸念される。

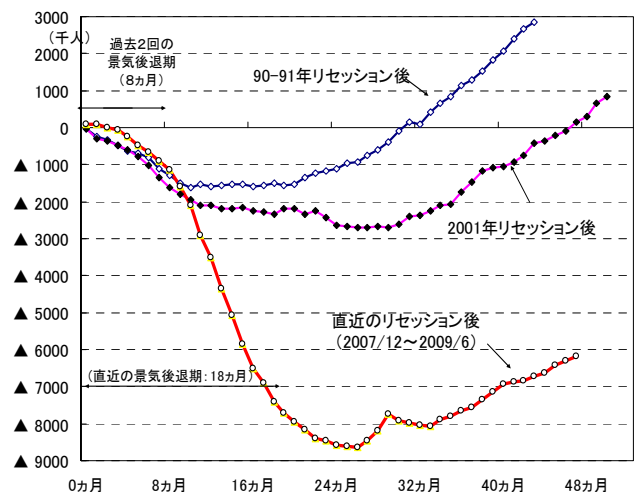
12月雇用統計は、米国の雇用が着実に改善していることを示唆したが、リセッション入り後の雇用減少規模が最大860万人超と前回リセッション時(270万人)の3倍に昇るなど、今回リセッションによる雇用への影響は極めて大きかったのに対し、未だに260万人程度の雇用が回復したに過ぎない。リセッション以降に失われた雇用の大きさや、なお高水準にある失業率の状況を考慮すると雇用回復の動きは遅く、一段の加速が求められよう(図表9)。

(図表8) 雇用者増減の内訳と失業率(前月比,%)



(資料)米労働省

(図表9) 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冷え込む住宅市場～住宅価格下落が消費を抑制

雇用回復の遅れと並び、住宅市場の冷え込みが景気回復の足かせとなっている。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歴史的な高水準にある一方、高水準の失業率を背景とした差し押さえ物件増が需給面の悪化を招き、住宅価格を押し下げ、資産効果により消費を抑制している。住宅関連指標の多くは、極めて低水準で一進一退の動きを続けているが、最近では雇用市場が回復の動きを見せており、今後も更なる改善が進むのであれば、住宅市場の回復への期待を高めよう。

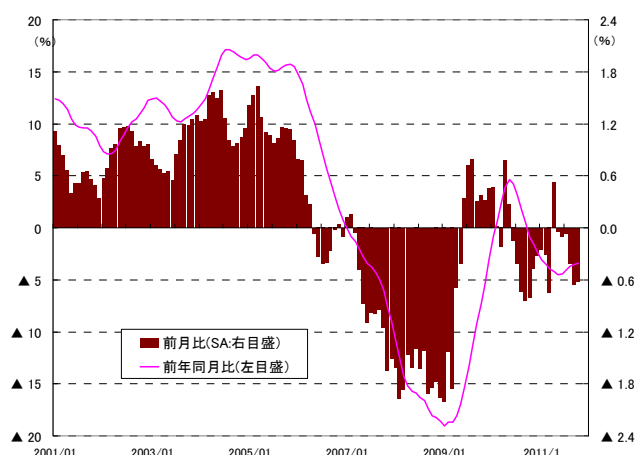
●底這い続く住宅価格～ケース・シラー指数は下げ足を強める動き

S & P社発表の10月ケース・シラー20都市住宅価格指数(SA=季節調整後)は、前月比▲0.6%と前月(▲0.7%)に続き比較的大きな下落を見せた。前月比の下落は6ヵ月連続となる。また、8月まで5ヵ月連続の上昇を見せた季節調整前値も、9月の前月比▲0.7%に続き、10月も同▲1.2%と再び下落に転じている。

一方、前年比では▲3.4%(9月▲3.5%)と13ヵ月連続の下落が続いた。また、10都市指数は前月比▲0.5%(SA、9月も▲0.5%)、前年比▲3.0%(9月▲3.2%)の下落だった。2006年央の住宅価格ピーク時から10月までの下落率は、20都市指数▲32.1%、10都市指数▲31.9%となった。また、10月20都市指数は、住宅ブーム前との比較では2003年5月とほぼ同水準となる。

S & P社では「季節調整前値の10月指数は、前年比の下落幅が縮小したのを除くと殆ど良い所がなかった。最近の住宅市場ではよいニュースも聞かれるが、多くは集合住宅に関連したもので、戸建住宅では、販売・着工とも小幅の改善に留まる」としている。

(図表10) ケース・シラー20都市住宅価格の推移



(資料) S&P社

③家計のバランスシート調整は、金融資産面の改善に限定

家計部門の資産はピークだった2007年3Qから2009年1Qには20%減となった。株式の下落率が51%と大きかったが、回復局面でも、株式・投信等金融資産の戻りが大きく、2011年3Qの家計資産全体ではピーク比で12%減にまで縮小している。半面、住宅市場では価格下落が持続、住宅資産の減少が続いており、金融資産頼りの回復となっている(図表11)。

負債面では2008年3Qまで負債の増加が続いたこともあり、ピーク比での減少は5%減に留まる。住宅ローン等の負債を短期間に減らすことは難しく、家計全体としてのバランスシート改善は、結局のところ金融資産の回復を中心に進行する形となる。

しかし、実際には、住宅ローンを抱えている世帯が、一方で多くの金融資産を保有しているケースは少ないと思われ、一般的な世帯では、住宅ローンの減少に従ってバランスシートの改善を図

ることとなる。そうした世帯にとって、バランスシート調整はなお重荷となっており、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。

(図表 11) 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	2010/1Q	2011/3Q				2009/1Q	2010/1Q	2011/3Q		
家計資産	▲ 20.0	▲ 12.8	▲ 11.8	2007/3Q	100	家計負債	▲ 2.8	▲ 4.1	▲ 5.2	2008/3Q	19
住宅資産	▲ 26.4	▲ 24.2	▲ 29.0	2006/4Q	23	住宅ローン	▲ 1.1	▲ 3.7	▲ 6.9	2008/1Q	14
金融資産	▲ 21.3	▲ 10.6	▲ 8.2	2007/3Q	67	純資産	▲ 24.5	▲ 15.5	▲ 14.1	2007/2Q	81
株式	▲ 51.3	▲ 26.7	▲ 28.6	2007/2Q	10						
投資信託	▲ 33.6	▲ 7.3	▲ 4.8	2007/3Q	6						
年金積立金	▲ 27.2	▲ 9.5	▲ 8.0	2007/3Q	18						

(資料) FRB

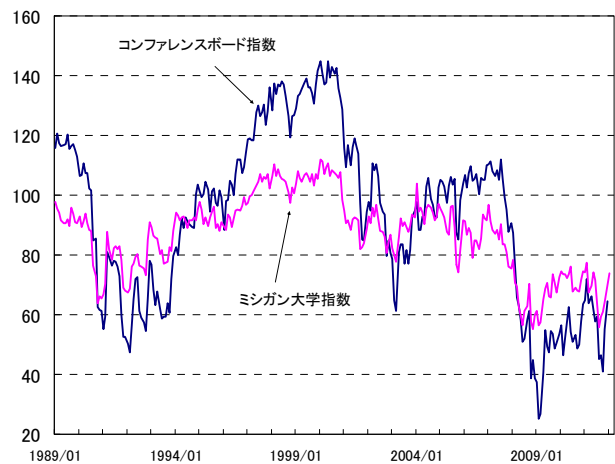
④ 回復見せる消費者マインド～リセッション前の水準を大きく下回る

1月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、74.0と12月(69.9)を上回り5ヵ月連続の上昇、2011年5月以来の水準を回復した。

一方、コンファレンスボード指数は12月までの発表となるが64.5(11月55.2)と2011年10月の40.9への急落後2ヵ月連続で上昇、2011年4月以来の水準を回復した。最近の雇用回復等、経済指標の改善もあって消費者マインドの改善が窺われる状況となっている。

だが、消費者マインド指数は、リセッション入り前の2007年7月にはコンファレンスボード指数が111.9、ミシガン大学指数は90.4と高水準にあった。金融危機後には雇用の冷え込み等で大幅な下落を見せ、その後回復に転じた。しかし、ギリシャ・ショックや雇用回復の遅れ等が回復の動きを鈍くしており、リセッション前の水準を大きく下回っている。

(図表 12) 消費者マインドの動向(月別)



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

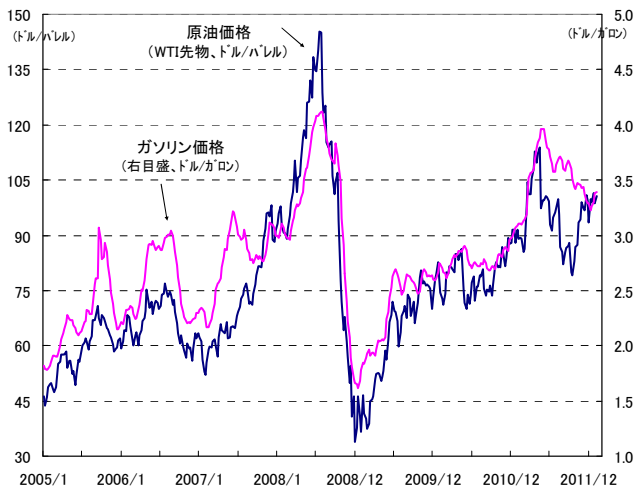
⑤ 原油・ガソリン価格の上昇や欧州債務危機も個人消費の抑制要因に

再び100ドル/バレル台を回復した原油価格も個人消費には重荷となりそうだ。原油価格は昨年も新年入りとともに上昇を早めた。2010年のチュニジアに端を発した民主化の動きが、エジプト・リビアへと波及し原油価格の上昇を招いたが、本年はイランへの経済制裁問題が警戒される。中東情勢は安定しているとは言い難く、また、景気の先行きへの不透明感が強い中、世界的に金融緩和が続いていることもあって原油市場にも資金が流入し易くなっている。今後ガソリン価格上昇

へと繋がると家計負担を増やし、その他の消費の抑制要因となろう。

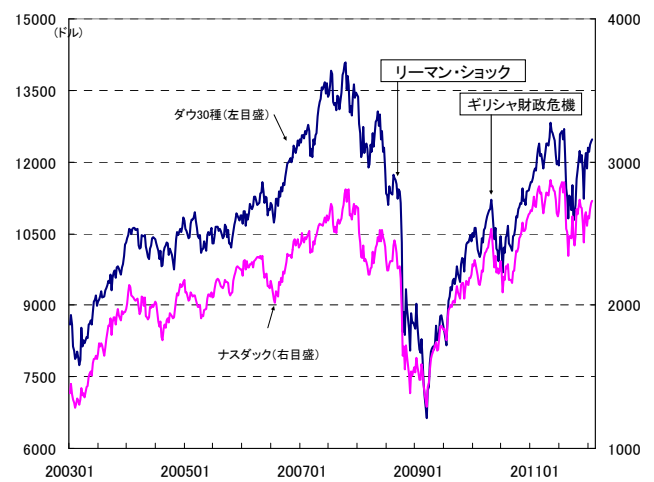
また、いうまでもなく欧州の債務危機は、現下の米経済にとって最大の下振れリスク要因となっている。米国経済では、リセッションからの回復過程において多くの抑制要因を抱えるが、回復途上の経済にとってはこうした外的要因が想定以上のダメージを与える。今後の動向次第では、市場がリスク回避の動きを強め、再び株価等の波乱要因となろう。家計のバランスシート改善に貢献の大きかった株価が下落に転じれば、個人消費にも影響が及ぼう。

(図表 13) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) 米エネルギー省、他

(図表 14) 株価の動向(週別)



(3) 消費への懸念大きい所得の伸び悩み

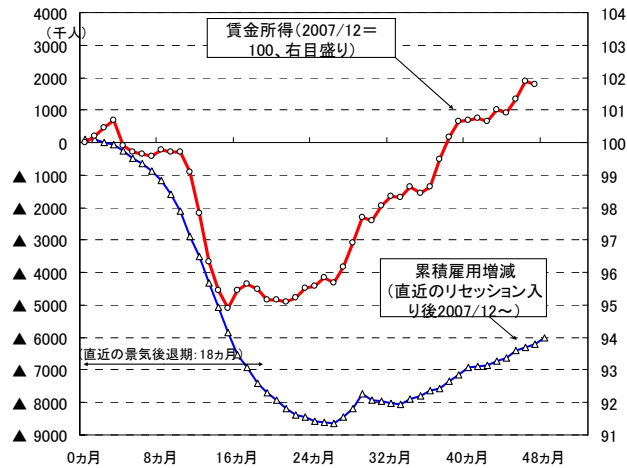
10-12月期の個人消費上昇には、これまで消費が抑制された期間に蓄積されたpent-up demandの存在が指摘される。確かに自動車等の耐久消費財ではそうした需要も喚起されよう。しかし、そうした需要では一時的となる可能性も大きい。個人消費の持続的な拡大には、雇用回復が進展し、所得増加へと繋がる必要がある不可欠であり、最近の所得の伸び悩みが懸念される。

①伸び悩む雇用所得

リセッション入りと共に失われた雇用者数は大きく、雇用の喪失分はその分雇用所得を減少し、所得面の支えを失った個人消費は、2008年以降2年連続のマイナス成長を記録した。その後、雇用所得は、2009年半ばのリセッション脱出とともにボトムを打って回復に転じ、昨年2月にはリセッション前の雇用者所得水準を回復している。全体の雇用がリセッション前を大きく下回る中での回復には、賃金上昇や労働時間の増加等、賃金所得に関連の深い要素の回復が大きい(図表 15)。

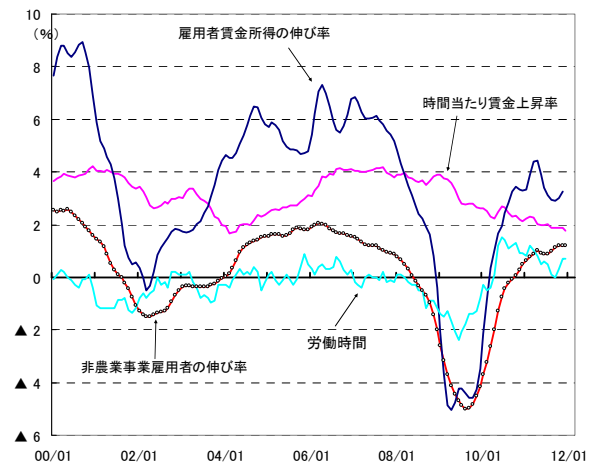
しかし、12月の動きを見ると、民間平均労働時間は34.4時間/週と前月(34.3時間)、前年(34.2時間)から若干の増加、時間当たり平均賃金は23.24ドルと前年比+2.1%の増加に留まる。雇用者賃金所得も11月の前年比が+3.4%と伸び悩むなど、個人消費への影響が気懸かりな状況が続いている(図表 16)。

(図表 15) 累積雇用増減と雇用所得の推移(月別)



(資料)米労働省、横軸はリセッション入り後の月数

(図表 16) 前年比で見た雇用と所得の推移 (%)

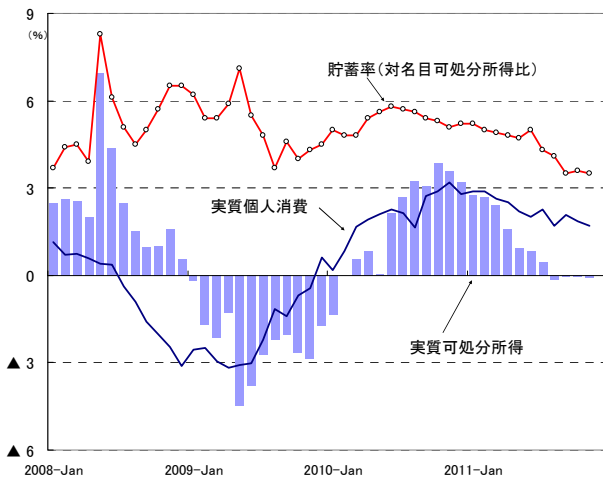


(資料)米労働省、商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均、

②実質可処分所得の減少が景気の持続性に疑問符

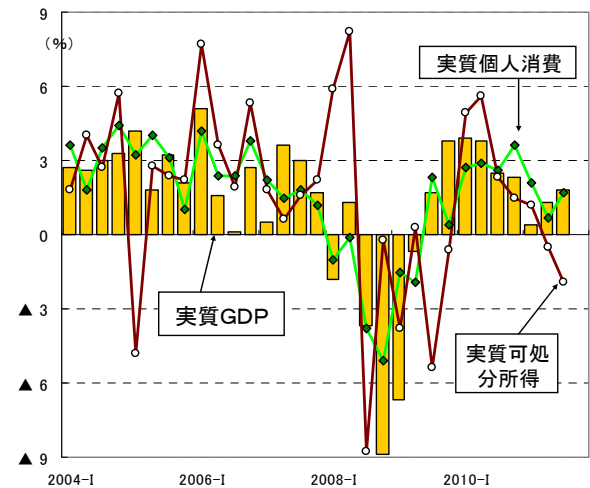
一方、実質ベースの前年比で、可処分所得の伸びを見ると4ヵ月連続のマイナスに落ち込んでいる。実質消費も伸びが低下傾向にあるが、前年比2%前後で推移するなど実質所得の伸びを大きく上回っており、このため貯蓄率は低下傾向にある。貯蓄に頼った消費をいつまでも続けることは困難であり、所得面の伸びが回復しなければ、消費は失速せざるを得ない(図表 17)。

(図表 17) 実質所得・消費の推移(前年同月比、%)



(資料) 米商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

(図表 18) 実質所得・消費の推移(前期比年率、%)



(資料) 米商務省

四半期ベースで前期比を見ると、7-9 月期実質可処分所得は前期比年率▲1.9%と2 四半期連続でのマイナスとなり、やはり先行きの消費への懸念を強めている。前期比で見た実質可処分所得は変動が大きいため過去にもマイナスに陥っているが、今回は、2010 年 4-6 月期(同 5.6%)以降5 四半期連続の長期的な伸び率低下傾向が続いている。消費の伸び率は2010 年 7-9 月期以降可処分所得の伸びを上回り、同時期に 5.6%だった貯蓄率(名目ベース)は、2011 年 7-9 月期には 3.9%に

まで低下した。こうした状況を改善するには、前記の雇用増をはじめとする雇用状況の改善を加速する必要がある。現状を見ると、僅か2ヵ月の延長に留まった給与減税が期限切れとなれば、可処分所得のマイナスがさらに拡大し、個人消費の失速を招きかねない。大統領選を前にした政党間の対立も大きな懸念材料となっている（図表 18）。

（景気の鍵を握る個人消費の動向：まとめ）

●消費回復は限定的、所得停滞の中では持続性に懸念

・個人消費は回復しているものの耐久財消費に偏重

～震災の影響もあって出遅れた自動車需要を中心にペントアップデマンドによる一時的な盛り上がりの可能性も

・雇用は改善しているものの、雇用所得を押し上げる程の勢いには欠ける

・下落を続ける住宅価格は、引き続き資産効果により消費を抑制している

・欧州危機等による株価の下落があれば、資産効果による消費抑制とともに家計のバランスシート調整の進行を逆戻りさせよう

・雇用所得の伸び悩みにより、実質可処分所得はマイナスが続く。雇用増の加速がなければ消費失速を招く可能性が指摘されよう

●上記の個人消費の実情を見ると、足元では景気回復が進行しているものの、その持続性については不安の大きい状況にあると言えそうだ。

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。