

Weekly エコノミスト・ レター

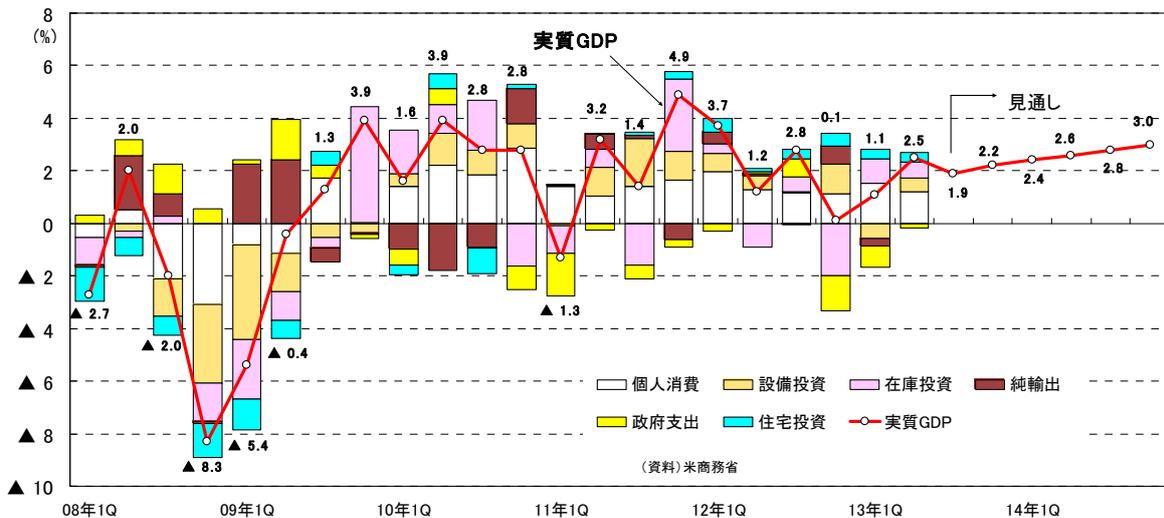
米国経済見通し～ハードル続くも、 緩やかな回復を維持へ

経済研究部 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. 上半期の米経済は「財政の崖」合意に伴う影響（給与税減税と高所得層の所得減税の失効、予算管理法の発動等）が懸念されていたが、4-6月期成長率は2.5%へと回復した。
2. 上半期は、雇用増も月20万人前後で推移、住宅価格上昇が持続的な動きを見せるなど、下半期以降は次第に成長率を高めていくものと思われたが、FRBの年内の金融緩和策縮小表明が長期金利を上昇させ、住宅着工等では頭打ちの動きも窺える。
3. 加えて、シリア介入問題や債務上限引上げ等の課題が警戒され、今後の景気に抑制的に作用する可能性が出ている。こうした課題が解決に向かえば、今後は雇用者増による所得効果や住宅価格上昇に伴う資産効果等が徐々に個人消費を強めていくものと思われる。
4. 以上により、2013年の成長率は1.6%に留まるものの、2014年は2.5%、2015年は3.1%と次第に成長率を高めていくと予測される。

(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

(1) ハードルとなるイベントが続く米経済～状況次第では回復ペースの鈍化も

米経済は金融危機からの回復の動きが進行中である。GDPは既にリセッション以前の水準を回復した一方で、リセッション前の水準を回復できていない経済指標も多い。顕著な回復を見せている住宅投資や自動車販売では、金融危機による落ち込みが大きくりセッション前の水準へのキャッチアップを急いでいる状況だ。金融危機後の長期にわたる低迷で、需要の蓄積（ペントアップデマンド）があるのも好調持続の背景と言える。現状では、失われた分の8割の回復に留まる雇用も同様の指標に数えられよう。

一方、景気回復は振幅を伴う。年初に合意の「財政の崖」では、給与税減税と高所得層の所得減税の失効、予算管理法の発動等が重石となり、景気の足取りを緩慢なものとしている。当初は景気の失速が懸念されていたが、それを警戒したFRBは、昨年12月のFOMCで景気を下支えすべくQE3の拡大を決定し、毎月850億ドルの長期債を購入している。異例の金融緩和策が株価や住宅価格を押し上げて、個人消費を下支えすると共に持続的な雇用増をもたらし、1-3月期GDPは1.1%、4-6月期2.5%と失速を回避した。

このためFRBでは、「財政の崖」による景気下ぶれ懸念が薄れ、雇用面でも当初懸念したほどの減速を免れ、住宅価格上昇が持続するなど、景気回復が持続的になりつつあるとの判断を強めており、早ければ9月FOMCで債券購入額の縮小（テーパリング）を検討するなど緩和の程度を弱めようとしている。ただ、そのことが金融市場の警戒を招いて長期金利を急上昇させ、一部の住宅市場に影響が出るなど景気回復のブレーキとなっている。加えて、米国のシリアへの軍事介入が伝えられるなど、地政学的なリスクが浮上している。戦闘開始となれば、消費者マインドや企業センチメントの冷え込み等で景気が停滞するリスクを高めよう。さらに10月には政府債務の上限問題等、行き詰まった財政協議も懸念材料となっている。米経済は、9月入りと共に次々と訪れるこうしたハードルを乗り越える必要に迫られている。以下では、そうした主要なイベントを整理した。

①シリア介入は地政学的リスクを高める

米国のシリア軍事介入問題が景気の先行きに影を落としている。2003年3月のイラク進攻時には消費者マインドが落ち込み、景気は低迷を続けた。戦争は人々の注目を集め、消費意欲を削ぎ、設備投資を控えさせる。さらに中東地域の地政学的なリスクの高まりは原油価格への影響も大きく、景気にはマイナス要因が大きい。オバマ大統領の想定通り短期間に収束できればその影響も限定されるが、想定外の事態も起こりうる。長期に渡れば進行中の国防費削減の動きも頓挫しよう。また、景気への影響が警戒される中で、FRBの資産購入の縮小開始時期に影響するだけでなく、下ぶれリスクが高まる局面では追加緩和も必要とされよう。オバマ大統領が議会の議決を求めたため、当面、その可否に注目が集まっている。

②FRBの購入縮小開始が金利上昇懸念を強める

緩慢ながらも持続的な回復を見せている米経済であるが、背景にはFRBの異例の金融緩和策

がある。現行のFRBの緩和策は、①ゼロ金利政策とそのフォワード・ガイダンス、②大規模資産購入策からなるが、後者では毎月850億ドルの長期債を購入しており、いつまでも続けられるわけではない。バーナンキ議長は6月FOMC後に「年内に縮小を開始し、来年半ばに購入を停止する」シナリオを提示、いつ縮小が開始されるかについて市場は警戒を強めている。バーナンキ議長の発言以降、長期金利は急上昇を見せ、一時3%台に乗せた。このため、30年物を中心とする住宅ローン金利は4%台後半へと上昇、一層の上昇となれば、回復途上にある住宅市場への影響は大きい。さらに金利に感応度の高い消費者信用、自動車販売、設備投資等への影響も懸念される。

市場では9月17・18日に開催のFOMCでの購入縮小観測が根強いものの、8月雇用統計が不冴えに終わり、シリア問題等の懸念がある中では見送るべきとの見方もあるため、購入縮小開始があっても縮小額は小幅に留まると思われる。

③新財政年度入りと債務上限問題

上記の懸念材料をクリアできても、10月の新財政年度入りが待ち構える。現状では9月中に来年度予算を成立させるのは困難と見られているが、何らかの予算措置が取られなければ政府の支出が停止される。さらに、10月中には債務上限問題が控えている。既に5月に債務限度に接近後、財務省がやり繰りしてきており、これ以上の延長ができる可能性は低い。2011年8月の上限問題では、赤字削減策を巡ってオバマ政権と共和党が対立を強め、米国債のデフォルト懸念が強まるなど金融市場に大混乱を来たした。現行の強制削減策はこの時の合意に基づくものであり、ブッシュ減税の期限と重なって「財政の崖」を生み出した。

この「財政の崖」合意に伴う実質的な増税（給与税減税の失効、高所得層の所得税率引き上げ）や3月より開始された強制歳出削減（シーケスター）は現下の米経済に大きな影響を及ぼしている。こうした要因は個人消費に抑制的に作用するため、その動向が注目されたが、1-3月期以降、GDPは低水準ながら回復を見せ、失速への懸念は薄らいだ。ただ、増税・歳出削減の影響は続いており、経済指標でも消費関連などに弱めの指標も見受けられる。

いずれにしても、昨年の大統領選後も政権と下院議会とのネジレ状況は不変であり、今回もオバマ政権は、「債務上限を巡って共和党との取引には応じない」と表明するなど、前回混乱を招いた時と全く同様な状況のまま10月の期限を迎えつつある。

(2) 4-6月期GDPが2.5%に改善

4-6月期実質GDP（改定値）は、2.5%（前期比年率：以下も同じ）と速報値の1.7%から大幅に上昇修正され、市場予想の2.2%を上回った。2四半期連続で伸びを高め昨年7-9月期（2.8%）以来の高水準となった。

改定要因としては、輸出が5.4%→8.6%、輸入が9.5%→7.0%と改定され、

(図表2) 4-6月期実質GDPの改定概要(%)

(前期比年率)	伸び率(%)				寄与度(%)			
	2013/1-3月 期 実績	2013/4-6月期			2013/1-3月 期 実績	2013/4-6月期		
<実質>	速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)	速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)		
GDP	1.1	1.7	2.5	0.8	1.1	1.7	2.5	0.80
個人消費	2.3	1.8	1.8	0.0	1.54	1.22	1.21	▲0.01
設備投資	▲4.6	4.6	4.4	▲0.2	▲0.57	0.55	0.53	▲0.02
住宅投資	12.5	13.4	12.9	▲0.5	0.34	0.38	0.37	▲0.01
在庫投資	-	-	-	-	0.93	0.41	0.59	0.18
純輸出	-	-	-	-	▲0.28	▲0.81	0.00	0.81
輸出	▲1.3	5.4	8.6	3.2	▲0.18	0.71	1.11	0.40
輸入	0.6	9.5	7.0	▲2.5	▲0.10	▲1.51	▲1.11	0.40
政府支出	▲4.2	▲0.4	▲0.9	▲0.5	▲0.82	▲0.08	▲0.18	▲0.10
国内最終需要	0.5	2.0	1.9	▲0.1	-	-	-	-
名目GDP	2.8	2.4	3.2	0.8	-	-	-	-

(資料) 米商務省

純輸出の寄与度が▲0.8%→0.0%と上方修正されたことで、改定幅(+0.8%)のほとんどを説明できる。そのほかでは在庫投資の寄与度が0.4%→0.6%と上方修正されたのが大きかった(図表2)。

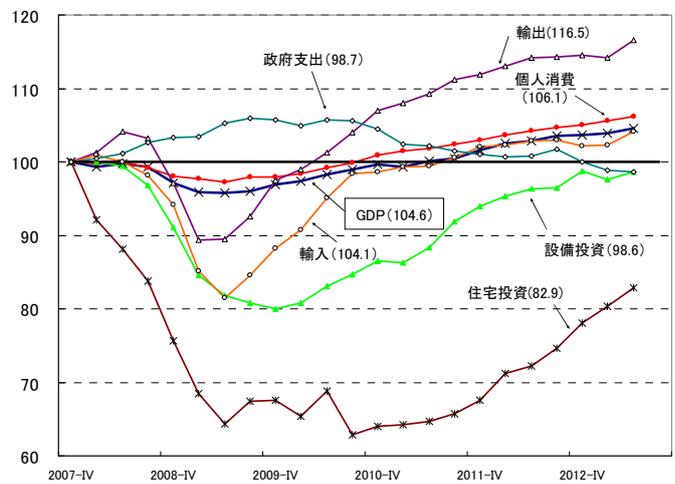
内需の強さを測る国内最終需要も1.9%と前期(0.5%)から上昇、昨年7-9月期(2.2%)以来の水準となり、景気の緩やかな拡大を示した。GDPは、昨年1-3月期の3.7%以降は3%を下回り、特に「財政の崖」を警戒した昨年10-12月期は0.1%と急低下したが、今年に入って持ち直している。「財政の崖」の合意による増税負担(高所得層の所得増税と給与減税の失効)や歳出削減は、依然、景気回復の重荷となる一方、自動車販売や住宅投資はペントアップデマンドを背景に堅調を維持、個人消費も最近2年間は低めながらも安定的な推移を見せている。

● GDP 牽引役は、政府支出→輸出→個人消費・住宅投資へと変化

少し遡ってGDPの推移を見ると、金融危機後の米成長率は、2008年10-12月期に▲8.3%(前期比年率:以下も同じ)と大幅な下落を記録した後、2009年6月にリセッションを脱出、2011年1-3月期に▲1.3%と一時的なマイナスに落ち込むが、その後はプラスの成長を続けている(表紙、図表1参照)。

(図表3)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もので、GDPは2011年4-6月期にリセッション前の水準を回復、現在は104.6となっている。この間、リセッション時には政府が大型の景気対策で成長を支え、2010年以降はドル安による輸出による牽引が目立つ。個人消費も一貫してGDPを上回っている。設備投資は98.6と漸くリセッション前の水準を回復しつつあるが、リセッション時に落ち込みの大きかった住宅投資では最近の急回復がGDPの押し上げに貢献しているにもかかわらず82.9に留まる。

(図表3) リセッション後の実質GDPと項目別推移



(資料) 商務省、()は2007/4Q=100とした時の2013/2Q値

(GDPの見通し)

(3) 当面のハードルを乗り越えれば、成長率は徐々に加速へ

～GDPは2013年1.6%、2014年2.5%、2015年3.1%を見込む

米経済の現状は、GDPがリセッション前の水準を回復する一方、雇用は漸く失われた雇用の8割程度を回復した所である。雇用回復の遅れは個人所得の伸びを抑制し、「財政の崖」の合意による増税・歳出削減の影響が続くため、個人消費の伸びも抑制されよう。GDPの7割を占める個人消費に抑制効果が働く間は景気の本格回復は望みにくい。

半面、改善が進む住宅投資では、4-6月期同12.9%と4四半期連続で二桁の伸びを見せた。住宅販売市場では、中低価格物件を中心に在庫不足による住宅価格の上昇が続いており、住宅建設の

回復を促している。住宅価格はボトムから1/3程度を回復、住宅着工ではピークの4割程度の回復に過ぎないが、その分、回復の余地は大きい。また、住宅価格の回復は資産効果や住宅ローンを抱えた家計のバランスシート調整を進め、様々な抑制作用が懸念される個人消費にも貢献が大きい。ただし、住宅ローン金利が上昇を見せており、今後は回復スピードの鈍化が見込まれよう。

また、前記のように、シリア問題はガソリン価格上昇をもたらし、債務上限問題等の政治リスクが景気の先行き不透明感を高めている。これらは、FRBの金融緩和策縮小懸念による金利上昇とともに、実態経済にはマイナスの影響を及ぼす。景気回復に伴い下支え政策がはずされるのは止むを得ないものの、金融政策の舵取りを誤れば景気の下ぶれもあり得るため、リスク要因としての警戒は怠れない。

なお、金融危機以降、過去数次に渡り米経済に打撃を与えた欧州債務問題は、主要な課題がギリシャを始めスペイン・イタリア等への波及も見られたが、今の所大きなリスク要因としては浮上していない。代わって、米国の緩和縮小の動きによる流動性の回帰が新興国経済に影響を及ぼしており、状況次第では、米経済や金融市場にもリスクとなって跳ね返る可能性もある。

以上の状況を見ると、米経済は、当面の様々なハードルを乗り越えれば、FRBが資産購入停止後も相当期間続けるとしているゼロ金利政策等に下支えされながら、徐々に成長率を高めていくと思われる。成長率は2013年1.6%、2014年2.5%、2015年3.1%を見込んだ。

(図表4) 米国経済の見通し

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年	2013年				2014年				2015年			
		(実績・予測)	(実)	(予)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.8	1.6	2.5	3.1	1.1	2.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3	3.1
個人消費	〃、%	2.2	1.9	2.1	2.5	2.3	1.8	1.8	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7
設備投資	〃、%	7.3	2.7	6.2	6.7	▲4.6	4.4	4.9	6.3	6.7	6.2	6.9	6.7	6.5	7.0	6.7	7.3
住宅投資	〃、%	12.9	13.1	11.5	10.9	12.5	12.9	9.1	10.8	11.3	12.5	13.4	11.2	10.1	10.5	9.8	9.6
在庫投資	寄与度	0.2	▲0.0	▲0.0	0.1	0.9	0.6	▲0.3	▲0.1	0.0	0.1	▲0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	▲0.1
純輸出	寄与度	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.3	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	2.1	1.5	1.6	1.9	1.4	▲0.0	2.5	1.2	1.8	1.6	1.9	1.8	2.0	2.0	2.1	2.1
失業率	平均、%	8.1	7.5	7.1	6.5	7.7	7.6	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	6.7	6.5	6.4	6.2
FFレートの誘導目標	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、%	1.8	2.4	3.2	3.6	1.9	2.0	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7	3.8

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

2、見通しのポイント～金利上昇の住宅市場等への影響が注視される局面に

リセッション脱出(2009年6月)後も長らく景気回復の妨げとされてきた「雇用」と「住宅」の回復の遅れであるが、最近では、個人消費にプラスの影響を及ぼす段階に入りつつある。ただ、上半期の高所得層の減税停止と給与税の失効等の影響が弱まるものの、新たに金利上昇の影響が警戒されている。もっとも、長期金利の水準は歴史的には低水準にあり、景気は徐々に改善の動きを強めていくと思われる。以下では、個人消費、住宅投資、金融政策の動向に注目した。

(1) 需要項目別の動向と見通し

○個人消費には「財政の崖」の合意による給与税減税と高所得層の所得税減税の失効が抑制的に働く一方、株価や住宅価格の回復による資産効果や、雇用回復による所得効果や消費者マインドの改善も期待される。ただし、最近の金利上昇が自動車販売や住宅市場に影響を及ぼすことや、シリア問題が深刻化を招くと消費者マインドへの影響が大きいことから、個人消費の見通しには慎重にならざるを得ない。2013年は1.9%、2014年は2.1%、2015年は2.5%と緩やかな回復を見込んだ。

○企業部門では景況感の回復が急である。企業センチメントを示すISM(米供給管理協会)指数のうち、8月製造業指数(PMI)が55.7と3ヵ月連続の上昇で2年ぶりの高水準へ、非製造業指数(NMI)は58.6と統計開始(2008/1)以来の最高値(試算値では2005年12月以来7年半ぶり)となった。PMIは5月に業況の拡大・縮小の分かれ目となる50を割り込んだが、7・8月と連月で50台後半へと急回復しているが、持続的な改善へと繋がるかについては、前述のようなリスク要因が浮上しており予断を許さない。設備投資は、1-3月期(年率▲4.6%)の落ち込みの後、4-6月期は同4.4%と回復したが、今後は景気回復と共に緩やかな回復を維持しよう。2013年は2.7%、2014年は6.2%、2015年は6.7%の伸びを見込んだ。

○4-6月期まで4四半期連続で二桁の伸びを見せた住宅投資であるが、最近の金利上昇で鈍化の動きが窺える。ただし、住宅投資は長期かつ大幅な落ち込み後の回復途上にあり、当面はペントアップデマンドを背景にした回復等も見込まれる。また、上昇を見せる金利や、低下を見せる購入余裕度指数等も、歴史的には好ましい水準の範囲にあり、一段の金利の上昇が回避されれば、住宅市場の回復は持続しよう。住宅市場の回復は、個人消費や雇用市場にも影響が大きく、景気回復の牽引役としての期待も強い。2013年は13.1%、2014年は11.5%、2015年は10.9%の伸びを見込んだ。

○純輸出に関しては、米国景気回復が、主たる輸出先である欧州をはじめとする海外経済に先行して回復しつつあると見られ、輸入増の先行から多くは期待できないものの、中期的には、シェールガス・オイル等の開発進行に伴う改善が期待される。また、政府支出は、財政赤字削減策が目下の最大の課題であり、予算管理法の発動もあって縮小傾向が持続しよう。

(雇用の動向)

(2) 減速気味の雇用増

① 8月の雇用者増は16.9万人～7月は10.4万人に下方修正

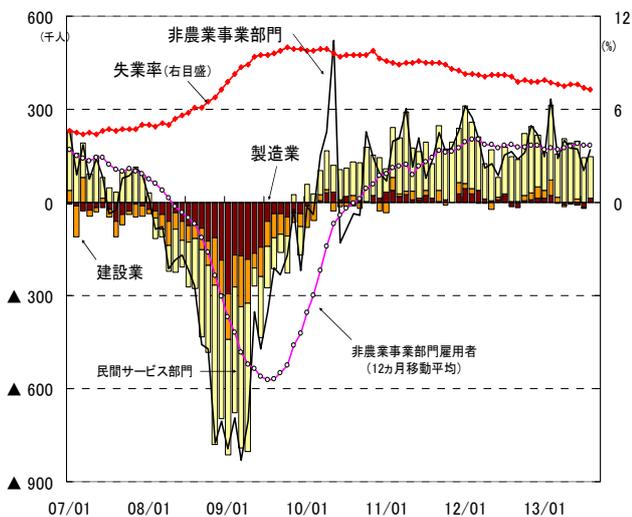
8月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比16.9万人増と市場予想の18万人を下回っ

た。前2ヵ月は、7月は16.2万人から10.4万人へ、6月は18.8万人から17.2万人となり、計7.4万人の減少修正となった。これにより四半期別の月平均は、昨年10-12月期の20.9万人増をピークに1-3月期20.7万人、4-6月期18.2万人、7-9月期13.7万人（8月まで）と増加幅を縮小、FRBの量的緩和策の拡大は景気を下支えたものの、雇用の加速には至らなかった（図表5）。

リセッション入り後の雇用減少数は最大累積が860万人超と大きく、残す所182万人となるが、現行ペースではさらに1年弱が必要であり、リセッション入りから計7年近く要することとなる。

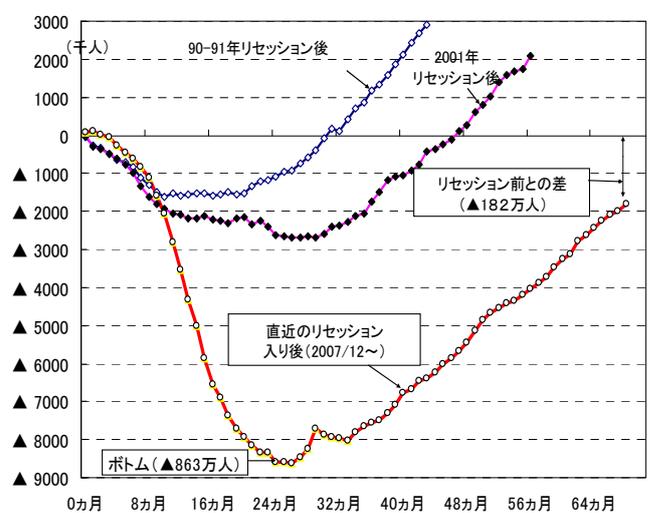
8月失業率は7.3%と前月（7.4%）から低下したものの、リセッション突入時（2007年12月5.0%）を大幅に上回る。FRBでは少なくとも失業率6.5%を下回るまでゼロ金利政策を維持するとしており、利上げまでには相当な期間がかかりそうだ（図表6）。

（図表5）雇用者増減の推移（前月比、千人）



（資料）米労働省

（図表6）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

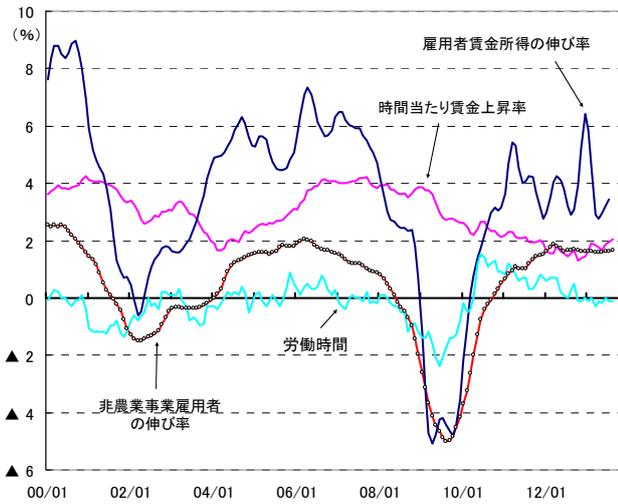
（個人消費の動向）

（3）減税失効の影響が薄れ徐々に回復へ

①可処分所得の伸びは消費支出を下回る状況

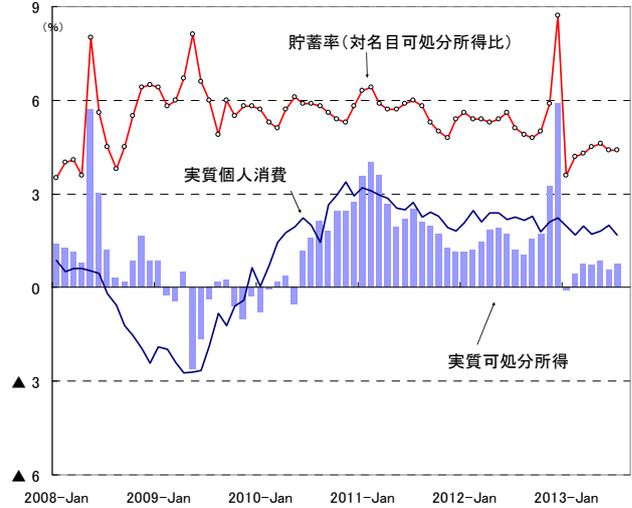
個人所得統計では、個人所得が伸び悩む一方、増税により税支払いが増加、可処分所得が伸び悩んでいる。そのため、年初以降、可処分所得の伸びが個人消費を下回り、消費の伸びも芳しくない。7月可処分所得は前月比0.2%と6月と同率だった。7月は、賃金所得が同▲0.3%と6ヵ月ぶりにマイナスに転じたものの、配当所得が2.2%と伸び、税支払いが▲0.5%と減少したため、可処分所得はプラスを維持した。一方、個人消費は0.1%（6月は同0.6%）と伸びを低め、貯蓄率（名目可処分所得比）は4.4%と6月と同率だった。前年比を実質ベースで見ると、可処分所得が0.8%（6月は0.6%）、個人消費が1.7%（6月は2.0%）となる。所得の伸び悩みの背景には、賃金の伸び悩みもさることながら年初以降の増税（7月名目税支払いは前年比12.3%）が大きく、消費も概ね低水準の推移が続いた。なお、FRBの注目する個人消費の価格指数（PCE）は前年比1.4%、コア指数は同1.2%と低位での安定した推移を見せている。

(図表7) 雇用状況と賃金所得の推移(%)



(資料) 米国労働省、(注) 前年同月比の3ヵ月移動平均

(図表8) 実質所得・消費の推移(前年同月比、%)

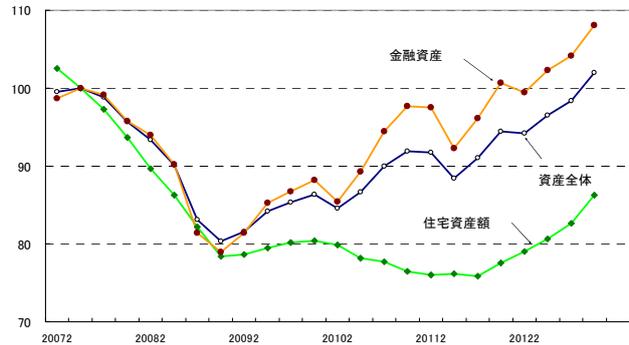


(資料) 米国商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

②家計のバランスシート調整は収束へ～一部住宅ローン保有世帯では残存も

家計資産の増減を見ると、ピークの2007年3Qからボトムの2009年1Qまでに▲20%減少し、株式の下落率が▲53.5%と大きかった。しかし、その後は株式等金融資産の戻りが大きく、2013年1Qにはピーク比で2.0%増と、リセッションで落ち込んだ分を取り戻した。

(図表9-①) 家計資産の変化(四半期別、2007/3Q=100)



内訳は、金融資産がピーク比で8.1%増の半面、住宅資産はピーク比で▲18.7%と減少し、金融資産主導による回復となっている(図表9、2013/2Qは9/25発表予定)。

(図表9-②) 家計バランスシートの内訳

家計負債は2008年3Qまで増加が続き、ピーク比の減少率は▲7.0%に留まる。資産の回復で家計のバランスシート調整は収束したものの、住宅で見ると、2013年1Qの住宅資産のピーク比▲18.7%に対し、住宅ローンの減少率は▲12.0%に留まる。住宅ローンを抱える家計の多くは、多額の金融資産を保有しているわけではなく、バランスシート調整下にある家計も多いと思われる。

	ピーク比(%)			ピーク時 構成比 (%)		ピーク比(%)			ピーク時 構成比 (%)		
	2009/1Q	2010/1Q	2013/1Q			2009/1Q	2010/1Q	2013/1Q			
家計資産	▲19.7	▲13.7	2.0	2007/3Q	100	家計負債	▲3.3	▲4.6	▲7.0	2008/3Q	16
住宅資産	▲26.0	▲24.2	▲18.7	2006/4Q	22	住宅ローン	▲1.2	▲4.0	▲12.0	2008/1Q	11
金融資産	▲21.1	▲11.8	8.1	2007/3Q	69	純資産	▲23.5	▲16.0	3.4	2007/3Q	84
株式	▲53.5	▲31.1	0.5	2007/2Q	13						
投資信託	▲35.9	▲13.1	17.2	2007/3Q	7						
年金積立金	▲25.3	▲7.4	12.3	2007/3Q	18						

(資料) FRB

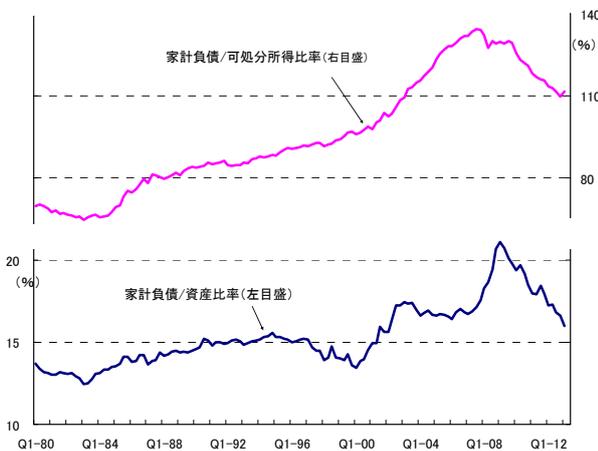
③返済負担の改善は顕著ながら、最近の金利上昇で底打ちも

家計の負債を資産との対比で見ると、2013年1Qの負債/資産比率は16.0%と前年同期(17.2%)から改善、ピークだった2009年1Qの21.3%から5%ポイント強の低下、リセッション

ン入り時の2007年4Q(17.6%)を下回った。また、可処分所得で見た負債比率は111.5%と前年同期(113.6%)から低下、ピークは134.4%(2007年3Q)だった。リセッション以前では2003年1Q(109.5%)とほぼ同水準、積み上がった負債の調整は終了したと思われるが、前々回リセッション後の2001年4Q(103.8%)との比較ではなお高水準にある(図表10)。

一方、可処分所得比で家計の返済負担率を見ると、DSR(デット・サービス・レシオ)は10.49%(2013/1Q)と前期(10.32%)から上昇したが、リセッション以前との比較では現行統計の公表されている1980年以降で最低水準にある。FOR(金融支払い負担)でも15.69%(2013/1Q)と前期(10.40%)から上昇したが、リセッション以前では1984年1Q(15.65%)以来の低水準となる。異例の金融緩和策による金利低下の効果は大きく、負債の減少以上に返済負担が軽減されたが、最近の金利上昇による影響が懸念される(図表11)。〔注、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(%)、出所:FRB〕

(図表10) 家計の負債比率の推移(四半期)



(資料)FRB

(図表11) 家計の金融支払い負担(対可処分所得比)



(資料)FRB

(住宅市場の動向)

(4) 金利上昇の影響が懸念される住宅市場

実質GDPベースの住宅投資は4-6月期12.9%と4四半期連続で二桁の伸びを見せるなど順調な回復傾向を見せているが、FRBの資産購入縮小開始を警戒し、5月以降長期金利が上昇を見せるなど、金利に敏感な住宅市場への影響が警戒される。

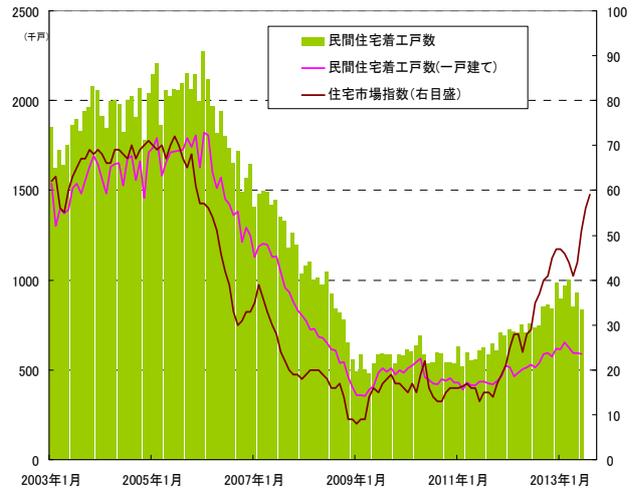
最近の住宅関連指標を見ると、住宅着工件数が頭打ちとなり、新築一戸建て販売が急減するなど、住宅ローン金利上昇の影響が窺える。住宅購入余裕度も、住宅価格とローン金利の上昇で低下しているが、歴史的にはローン金利はなお低水準と言え、個人所得の回復等もあって購入余裕度の水準も高水準域にある。また、人口増が続く米国では、住宅不況中に蓄積された需要(ペントアップデマンド)が底流にあり、住宅市場の回復を下支えしている。このため、金利上昇による回復のペースダウンは免れないものの、一段の急速な金利上昇が回避されるのであれば、住宅市場の回復もしばらく持続すると思われる。

① 住宅着工は3月をピークに頭打ちの推移

住宅投資は緩やかな成長を見せる米経済の牽引役が期待されていたが、FRBの資産購入縮小への警戒で住宅ローン金利が上昇、住宅関連各指標にも影響が窺える。住宅着工では3月に年率100.5万戸とほぼ5年ぶりに100万戸台を回復したが、3月をピークに頭打ちの動きとなり、7月も同89.6万戸に留まった。

もともと、一戸建て住宅着工に半年程度先行する住宅市場指数(Housing Market Index)は、8月には59と4月(41)をボトムに4ヵ月連続の上昇を見せ、2005年11月以来の水準を回復した。また、住宅着工の水準は、2006年のピーク時(同227.3万戸)の4割程度に留まるなど回復余地も大きく、金利上昇が落ち着けば再び増加に向かうと思われる。

(図表 12) 住宅市場指数と住宅着工(年率)の推移



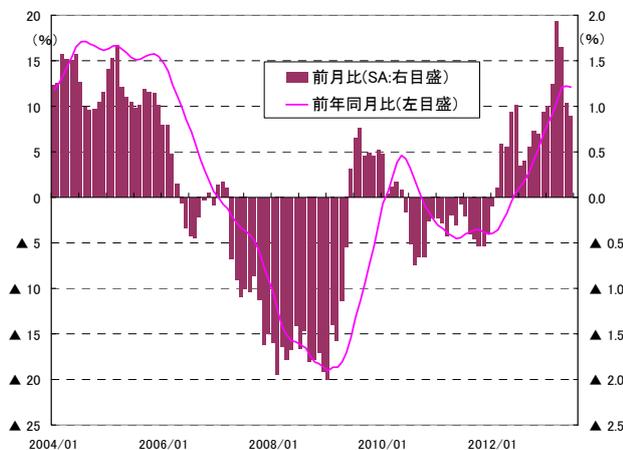
(資料) 米国商務省、NAHB、月別

② ケース・シラー指数では前年比の伸びが頭打ちに

S & P社発表の6月ケース・シラー20都市住宅価格指数(季節調整後:SA)は、前月比0.9%と17ヵ月連続の上昇、連続上昇期間は住宅ブーム時の2006年4月以来となるなど堅調な伸びを見せている。ただ、前年比(NSA)では12.1%と高水準ながら前月(12.2%)を下回るなど、伸び悩みの状況を呈した。なお、2006年央の住宅価格ピーク時から6月までの下落率(NSA)は20都市指数で▲22.7%となるが、ボトムの2012年3月の下落率(▲35.1%)からは1/3程度の回復に留まる。

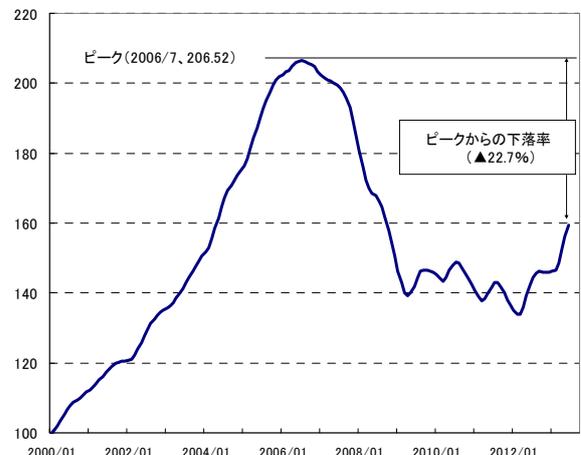
発表元のS & P社では「季節調整前値(NSA)では20都市全てで前月比、前年比が上昇したが、前月より伸びを高めたのは6都市に留まるなど上昇ペースは鈍化している。金利が4.6%に上昇し、買い意欲や上昇率が減じられた可能性がある」とコメントしている。

(図表 13) ケース・シラー20都市指数の推移①



(資料) S&P社

(図表 14) ケース・シラー20都市指数の推移②



(資料) S&P社

③住宅販売でも金利上昇の影響が大

7月の米住宅販売は、金利上昇や天候不順の影響を受け、新築一戸建てが急減少した。半面、中古販売が急増を見せるなど対照的な動きとなったが、これは、一段の金利上昇を見込んだ駆け込み需要と見られ、いずれにしても金利上昇の影響が大きかった。

米商務省発表の7月**新築一戸建て住宅販売戸数**は年率39.4万戸と前月比▲13.4%の急減を見せ、9ヵ月ぶりの低水準に落ち込んだ。新築一戸建て住宅販売は、2011年2月(27万戸)をボトムに回復に向かい、2012年以降は増加傾向を強めていたため、変調が窺える(図表15)。

7月末の**在庫戸数**は17.1万戸に増加、前年比では20.4%増となる。販売の急減が在庫増に繋がったと思われ、7月販売月数比でみた在庫月数は5.2ヵ月分と前月(4.3ヵ月分)から急増した。

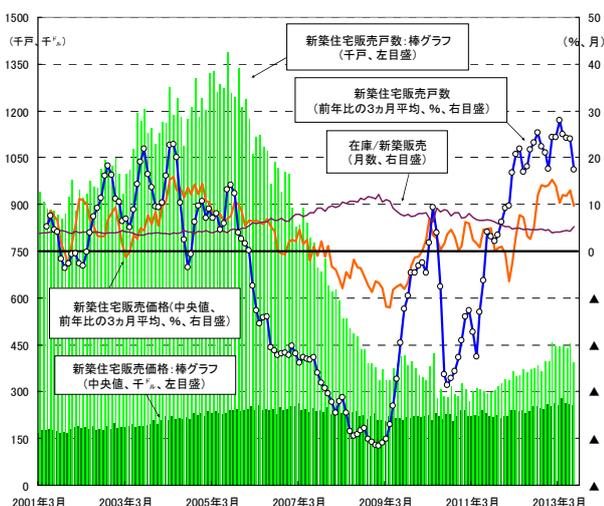
7月新築販売は急減を見せたが、ピーク(2005年7月同138.9万戸)との比較では3割弱に過ぎず、在庫水準も歴史的には低水準にある。金利上昇が落ち着けば回復に向かうと思われる。

一方、7月**中古住宅販売戸数**は、年率539万戸(前月比6.5%、前年比17.2%)と前月(506万戸)を大きく上回り、2009年11月(544万戸)以来の高水準となった。なお、前年比の上昇率は2005年以来約8年ぶりの大きさと、2011年7月以降25ヵ月連続の増加が続いた(図表16)。

7月**販売在庫**は228万戸、前月比では5.6%と増加傾向が続いたが、前年比では▲5.0%の減少となった。月間販売比でみた在庫月数は5.1ヵ月と前月(5.1ヵ月)と同じ、前年同月(6.3ヵ月)より2割程度低く、在庫逼迫が緩和される水準(6ヵ月)を下回っている。発表元の全米不動産協会(NAR)では「金利の上昇の初期段階では購入を急ぐ動きに拍車をかけたが、さらに上昇を続けるのであれば、購入見込み客の減少を招くだろう」とコメントしている。

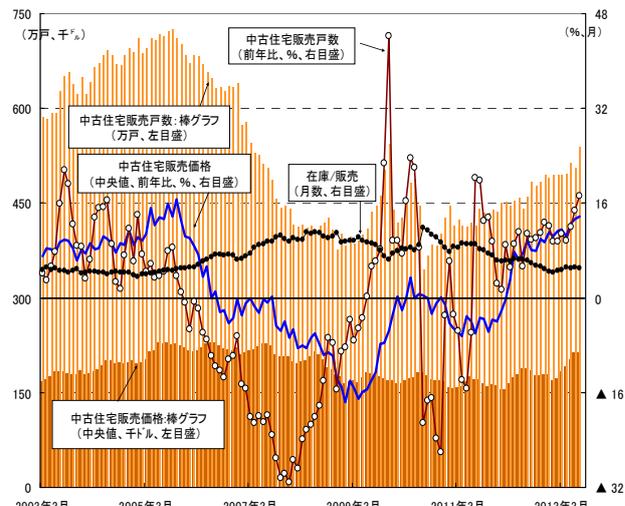
以上のように、最近の金利上昇は、新築販売を減少させる一方、中古販売では駆け込み需要で急増を見せた。金利の上昇が持続すれば、中古販売市場にも影響が出て来よう。FRBの金融緩和策の恩恵が大きかっただけに、緩和策縮小の中では回復ペースの鈍化も視野に入りつつある。(住宅販売・住宅価格の詳細は8月23・29付の「[経済・金融フラッシュ](#)」を参照下さい)

(図表15) 新築一戸建て住宅販売の推移 (月別)



(資料) 米商務省

(図表16) 中古住宅販売の推移 (月別)



(資料) NAR

(5) 金融政策の動向

● 出口戦略開始を警戒する金融市場

F R Bは、2008年のリーマン・ショック後の金融危機を受け金融緩和を進めており、現行緩和策はその延長上にある。主な緩和策は、ゼロ金利政策といわゆる量的緩和策(Q E)となる。ゼロ金利政策についてはフォワードガイダンス(一定期間のゼロ金利政策維持)を表明、その後、よりわかり易くするとして失業率が6.5%を下回るまでは同政策を維持するとした。Q E政策では、Q E 1~Q E 2では期限を区切った債券購入としていたが、Q E 3では期限を決めない形で毎月850億ドルの債券購入を昨年12月に決定、現在に至っている。

F O M Cは年8回開催される。今年に入ってから毎回、現行金融緩和策の維持を決定してきたが、特にQ E 3の縮小等を巡って、F O M Cの委員の間で意見が分かれていることが年初以降の議事録等に記録されており、市場は早期の購入額の縮小開始への警戒を強めていた。

そうした中、6月F O M C後のバーナンキ議長の会見では「今後の経済データが現在の予想に概ね一致するのであれば、委員会は年内(later this year)に資産購入ペースを縮小するのが適切と考え、その後も予測通りに経済データが推移するのであれば、来年の上半期中に段階的に購入のペースダウンを図り年央に収束させる」と発言、具体的な資産購入縮小シナリオを提示したが、今後開催されるどのF O M C(9/17、10/29、12/17)で決定されるかを巡って意見が分かれている。この点、6月F O M Cの議事録要旨では『約半数の参加委員(participants)が年内に資産購入を終了させるのが適切と見ていた』とされ、バーナンキ議長の会見での説明以上に、早期に打ち切りに賛成している参加委員が多いことが明らかとなった(注:“参加委員”は計19名、うち“メンバー”12名が投票権を有する)。

● 7月F O M Cは開始時期の手がかりを示さず~縮小は小幅で段階的に

7/30・31開催のF O M Cでも現行金融政策を決定、声明文の文言に大きな変化は見られなかったが、「資産購入が終了し、景気が強さを回復してもかなりの期間、強い緩和的な金融政策を維持することを再確認した(reaffirmed)」とし、購入終了後も金融緩和状態を続けることを強調した。

< 7月F O M Cで再決定した金融政策のポイント >

- ゼロ金利政策の維持(失業率が6.5%以上で推移し、1~2年先のインフレ見通しが長期目標の2%を0.5%以上上回らず、長期インフレ期待が抑制されていることが前提)
- 月400億ドルのM B S購入、月450億ドルの長期国債購入の継続(償還金は再投資)

その後、8/21に公表された7月月F O M Cの議事録要旨では、「多くの委員は、6月会合時に比べて景気認識に対する自信がやや弱まった」とし、「数人の委員が量的緩和に関する性急な判断を避けるべき」とした一方、「他の数人は近いうちに債券購入額の縮小に着手すべき」と主張した。ただ、バーナンキ議長が前回F O M C後に提示した「年内に縮小緩和を開始、来年半ばに買い入れを停止する」とのシナリオには「大多数の参加者が概ね賛成した」としている。

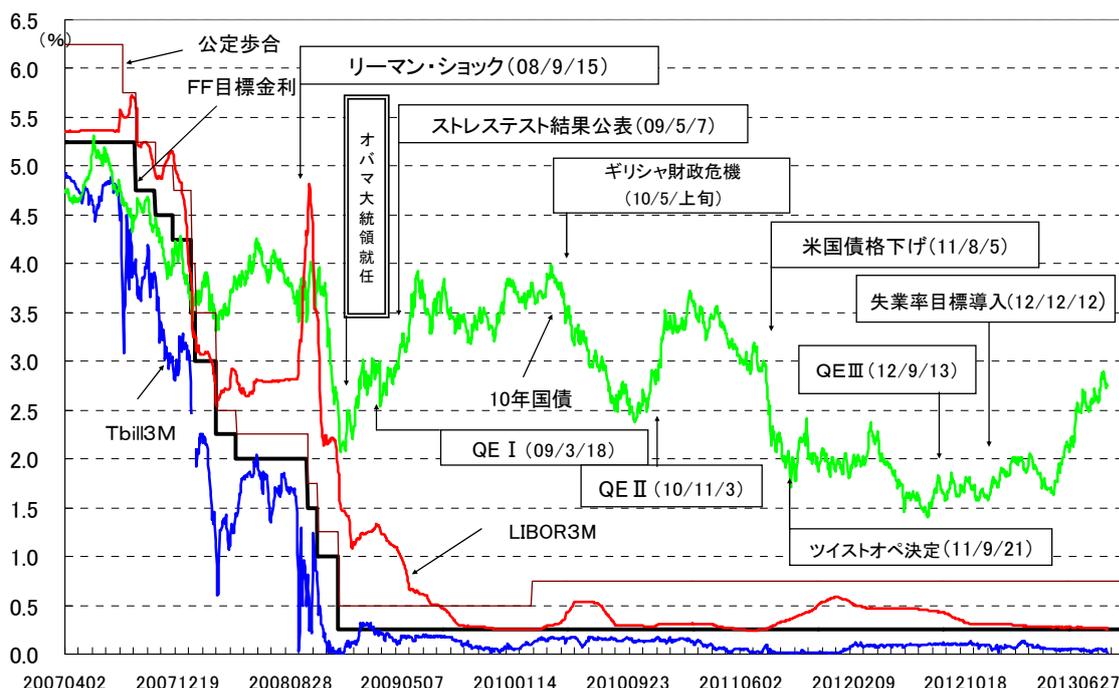
結局、早期(9月)に買い入れ縮小に着手すべきとの意見が大勢を占めるには至らず、慎重意

見が多かったことが明らかとなった。経済指標からは縮小開始を急がせる明確な要因は現れていないものの、来年1月に任期を終えるバーナンキ議長の後任には、イエレン副議長とサマーズ元財務長官が最有力とされる。バーナンキ路線を引き継ぐと見られていたイエレン副議長以外の有力候補が登場したことで、現執行部が出口戦略の道筋を明確にしておきたいと考え、小幅ながらも資産購入の早期縮小に動く、との見方も出ている。

このため、いつ縮小開始されるかについての市場の意見も定まらない。仮に9月に開始された場合、当初は100~200億ドル程度の小幅減額で段階的なものになると見られる。それ自体がもたらす長期金利や実体経済への直接的な影響は大きくないものの、「出口戦略開始」に関する市場の反応は予測しがたく、想定外の金利上昇や株価の下落等について、市場は強い警戒心を抱いている。

実際、6月FOMC後にバーナンキ議長が縮小シナリオを提示して以降、長期金利が急上昇をし、10年国債は一時3%台に乗せている。7月FOMC議事録でも「金融市場の状況は顕著に引き締まった」とし、「金利上昇が消費や成長を抑制する重大な要因になり得る」との意見も表明された。既に、住宅市場等の実態面への波及も見られる。更なる上昇となれば、景気を減速させる方向を強め、成長率を低下させることともなりかねず、この点ではFRBも慎重姿勢を見せている。

(図表 17) 米国政策金利と長短市場金利の推移



(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。