

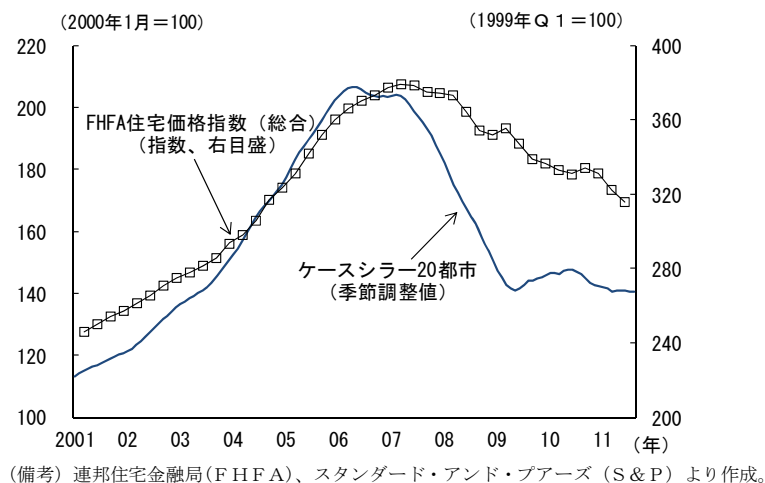
(vii) 住宅市場の不振

(ア) 住宅価格は下落傾向が継続

住宅価格は、09年初以降、持ち直しの動きが続いていたが、10年後半から再び下落傾向が続いている（第2-2-27図）。持ち直しの動きは、10年4月末に終了した住宅減税など政府が実施してきた政策の下支えによるところが大きく¹²、政策効果の減衰により再び下落に転じているものと考えられる。例えば、ケース・シラー住宅価格指数をみると、11年夏以降下げ幅を縮小しているものの、ピークをつけた06年7月と比べると31%も価格が下落している。

住宅市場では、そうした住宅価格の下落が、住宅の買換えや住宅ローンの借換え等を抑制させ、また、家計の実物資産を減少させることで家計の債務負担を増大させる。これにより、住宅需要が減退し、次にみるように、住宅着工数や住宅販売数の低迷ももたらされている。さらに、販売の低迷や差押え物件の流入等により在庫が高止まりしており、これが更なる住宅価格の下押し圧力になっているなど、悪循環の様相もみられる。

第2-2-27図 住宅価格の推移：依然、下落傾向



(イ) 低迷する住宅着工・販売

住宅取得環境が良好であるにも関わらず、着工、販売ともに低迷しており、また、中古住宅市場には、依然高水準の在庫が残っている（第2-2-28図）。

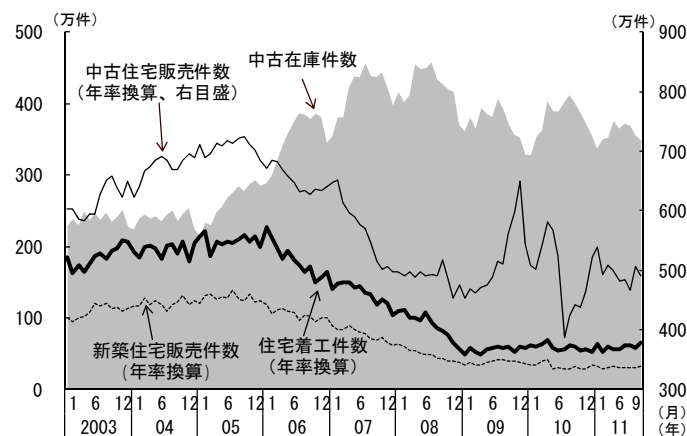
まず、住宅取得環境をみると、住宅ローン金利は歴史的に低水準にある。長期金利の低下とともに住宅ローン金利（30年・固定）は継続的に5%を割り込み、11年9月には連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が調査を開始した1971年以来最も低い水準を記録した。

¹² 住宅減税は、世界金融危機以降、10年4月末まで実施されたもので、減税期間中は住宅市場に前倒し需要が発生したものの、減税終了後は一転して需要が落ち込んだ。詳細は内閣府（2010b）参照。

しかし、こうした環境にもかかわらず、住宅販売は低迷が続いている。新築販売は、10年5月以降、年率30万件と歴史的に低い水準で底ばいの状況となっている。中古販売は、10年末に住宅ローン金利が一時的に上昇に転じたことに伴う駆け込み需要で販売件数が増加したが、その後11年に入り減少傾向となるなど、引き続き弱い動きをみせている¹³。

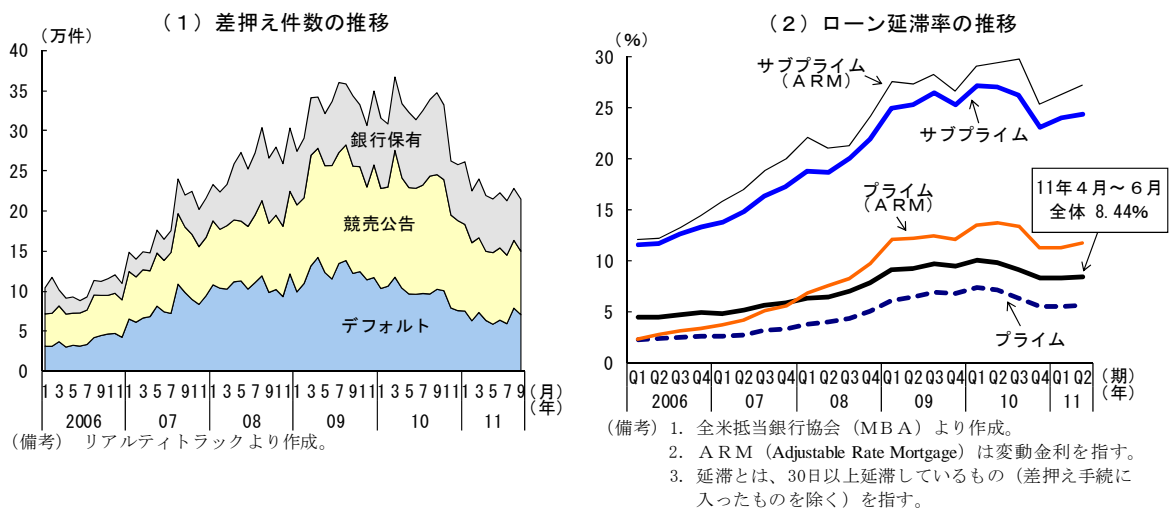
このように住宅取得環境が良好な中で、着工・販売が低迷する背景には、後述の通り、消費者が住宅を買い換えようとしても、住宅ローンの残額が当該住宅の現在価値を上回る状態（ネガティブ・エクイティ）にあることから、住宅売却により損が生じるほか、住宅ローンの融資額をきめる住宅再評価額が低いことから購入に必要な融資を受けられない¹⁴ことや必要とされる頭金が増額されるなど、金融機関の融資基準が厳しいことなどが挙げられる。

第2-2-28図 新築・中古販売と在庫件数：在庫は高水準



差押え件数は、10年10月以降減少が続いていたが、11年春以降は高水準で横ばいとなっている(第2-2-29図)。10年10月に、大手金融機関が差押え手続きを加速させるために、差押え関係書類の内容を確認せずに従業員に不正に署名(Robo-signers)させていたことが発覚し、差押え手続きの一時的な停止、見直しが行われた。このため、差押えに遅れが生じ、差押え件数が減少傾向にあった。その後、差押え手続きが再開され、11年夏からは、金融機関が再び差押えを加速させつつある兆候も示されており¹⁵、さらに、ローン延滞率は10年を通じて減少傾向にあったものの11年に入り再び増加していることから、今後、差押え件数が増えていくことも考えられる。

第2-2-29図 差押え件数と住宅ローン延滞率の推移：依然として高水準



(ウ) 主要都市から見る地域別の特徴

バランスシート調整が必要となった背景として住宅バブルの発生とその崩壊がしばしば指摘される。しかし、主要20都市¹⁶の推移をケース・シラー住宅価格指数で見ると、住宅バブルは一部の都市で見られたものの、近年の住宅価格の下落は、これらの都市に限らず全国的に発生している。このことから、住宅バブルがあった地域はもちろん、そうではない地域においても世界金融危機発生後に住宅価格は下落し、アメリカ全土で家計のバランスシート調整が迫られるようになったことが分かる。

各都市の住宅価格の推移を可処分所得の伸びと比較すると、南部のフロリダ州やカリフォルニア州の主要都市において、家計の所得より大きくかい離して住宅価格が高騰し、

¹⁵ 差押え執行の際に出る欠損(金融機関からみると、住宅価格が下落していることから差押えを行っても住宅ローン残額を全額取り戻すことができない場合がある。)を取り戻すための消費者に対する提訴が、11年半ば以降増えているとの指摘があり、差押えに対する金融機関の積極的姿勢がうかがえる。

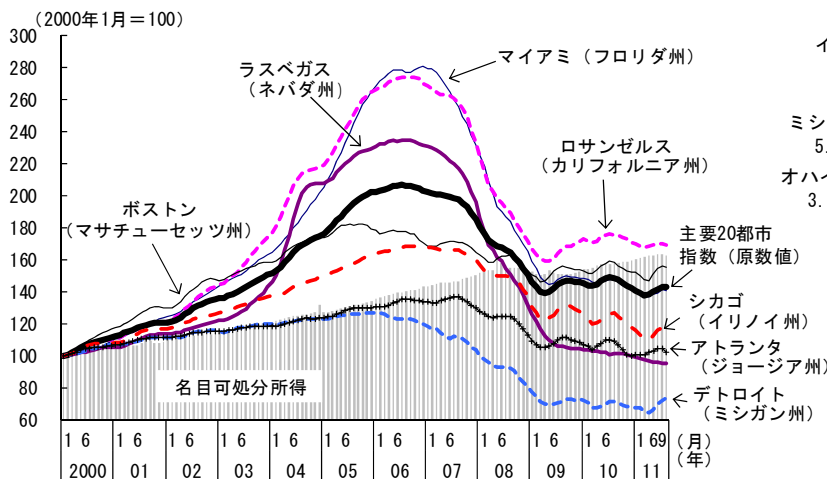
¹⁶ 主要20都市とは、ケース・シラー住宅価格指数の調査対象となるボストン、シカゴ、デンバー、ラスベガス、ロサンゼルス、マイアミ、ニューヨーク、サンディエゴ、サンフランシスコ、ワシントンDC、アトランタ、シャーロット、クリーブランド、ダラス、デトロイト、ミネアポリス、フェニックス、ポートランド、シアトル、タンパを指す。

バブルが生じていることが分かる（第2-2-30図）。これらの都市は、温暖であることなどから高齢者の定年退職後の転居先や別荘等の購入先のほか、投機目的としても注目を集め、価格が高騰したと考えられる。06年後半頃にバブルが崩壊し、住宅価格がピーク時の50%程度まで急落しており、全米の差押え物件の半数以上がフロリダ州やカリフォルニア州その他の西部地域で発生している。

一方、住宅バブルを形成していない都市においても、06年以降、地域経済の停滞や失業率の高止まりなどを背景に住宅価格は下落傾向にある。オハイオ州、ミシガン州、イリノイ州の3州で全土の約15%の差押え件数を占めるまでに至っている。

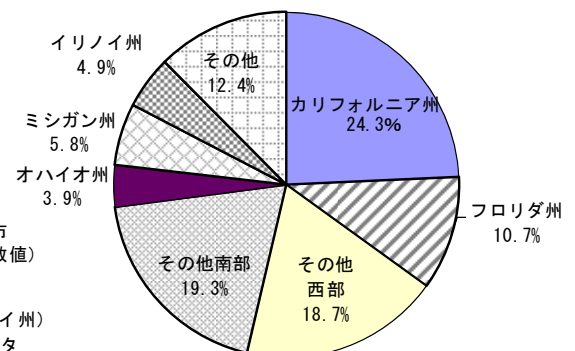
第2-2-30図 主要都市別の住宅価格と特徴：全体として低下傾向

(1) 主要都市別ケース・シラー住宅価格指数の推移



(備考) アメリカ商務省、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) より作成。

(2) 全米における州別差押え件数の割合



(備考) リアルティトラック (11年6月) より作成。

(エ) 住宅ローンの厳しい資金繰りとネガティブ・エクイティの存在

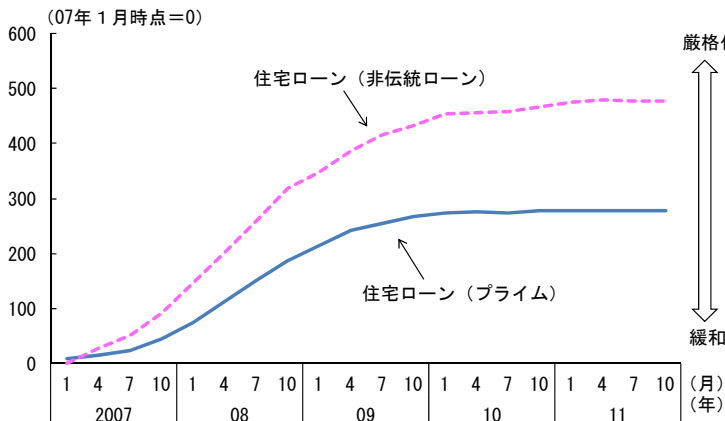
下落傾向が継続する住宅価格や高止まりする中古在庫に加え、金融機関の厳しい貸出態度や高い割合で存在するネガティブ・エクイティが、消費者の住宅の買換えや住宅ローンの借換えを困難にし、住宅市場の回復をさらに遅らせている。

まず、金融機関の貸出態度については、10年までのような厳格化の動きは見られなくなったものの、「変化なし」と回答する金融機関が太宗を占めており、引き続き、厳しい傾向にある（第2-2-31図）。金融機関の住宅向け貸出の不良債権比率は依然として高止まりしており（第2-2-32図）、加えて、11年に入ってから、住宅ローンを証券化する際の裏付け債権の情報が不適切であったことによりデフォルトし損失を被ったとして、金融機関に対し住宅ローン証券の買い戻しを求める訴訟が増加していること¹⁷が、金融機関

¹⁷ 代表的な例として、住宅ローン証券 (MBS) の裏付けとなるローン、融資機関、借り手の返済能力等に関する隠ぺいや虚偽記載があったとして、11年9月、米連邦住宅金融局 (FHFA) が、17の金融機関に対し提訴している。

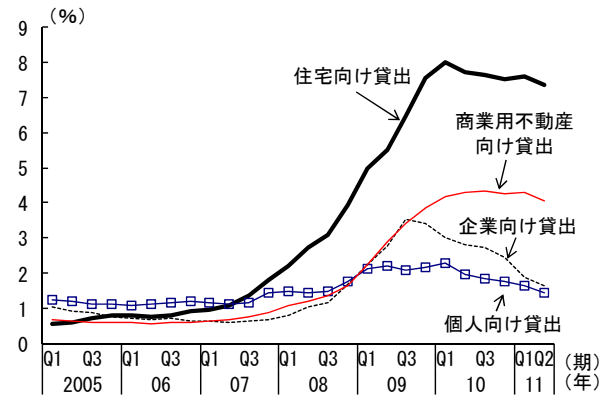
の貸出態度の緩和を妨げる要因として挙げられる。

第2-2-31 図 住宅ローンの貸出態度：
依然として厳しい



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。
2. 金融機関に対して、過去3か月間で住宅ローンの申請に対する態度をどのように変化させたか、アンケート調査したもの (四半期に一度調査)。
3. 07年1月調査を起点として、各回答比率を前月値に加重加算して指数化。具体的には、「厳格化」回答比+「ある程度厳格化」回答比×0.5-「ある程度緩和」回答比×0.5-「緩和」回答比として、前月値に加算して作成。

第2-2-32 図 金融機関の貸出別不良債権比率：
住宅向け不良債権比率は高水準

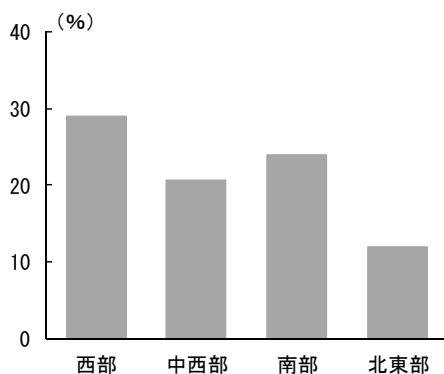


(備考) 連邦預金保険公社 (FDIC) より作成。

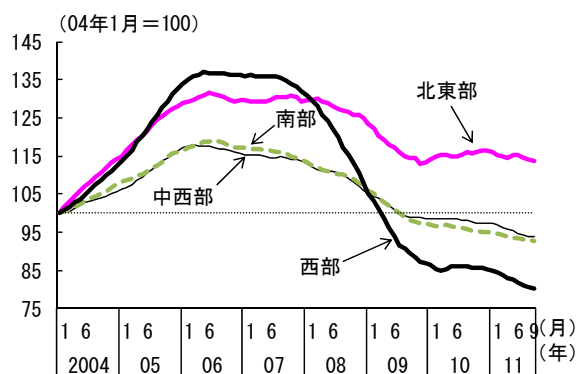
次に、ネガティブ・エクイティの割合をみると、11年4～6月期では、住宅ローン全体の22.5%を占めている。地域別では、西部地域でネガティブ・エクイティの物件が約30%と高水準であり、南部・中西部も20%を超過している (第2-2-33図)。これら3地域では、長期的にみて価格の下落基調が続いており、今後もこの傾向が続くようであれば、更にネガティブ・エクイティの割合が高まることになる。

第2-2-33図 ネガティブ・エクイティの地域別推移：北東部を除き高水準

(1) 地域別ネガティブ・エクイティの割合 (11年4～6月期時点)



(2) 地域別中古中位価格指数の推移 (12か月移動平均)

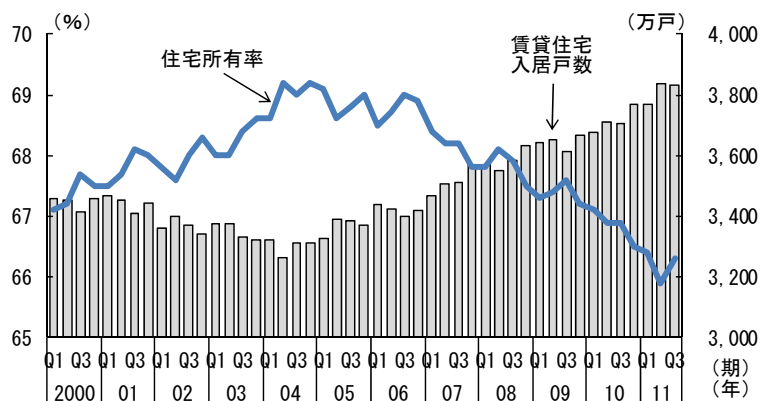


(備考) 1. コアロジック、全米不動産業者協会 (NAR) より作成。
2. ネガティブ・エクイティ比率は、住宅の現在価値が住宅ローン残高を上回る「件数 (州毎の件数を地域別に合計) の割合」を示す。

ネガティブ・エクイティの存在は、住宅を売却する場合には消費者に損が生じることとなり、また、ローンの借換えの際には必要額に満たないローンしか認められないことに繋がり、住宅ローン金利が歴史的に低水準である中でも、住宅の買換えやローン借換えを困難なものにしている¹⁸。さらに、仮に失業などにより収入面で打撃を受けると、途端に住宅ローンの返済が不可能となり、差押えに発展する可能性もある。

また、アメリカでは、金融機関が破たんした債務者の個人資産に遡及していくことが実態上少ない¹⁹ことから、ネガティブ・エクイティは、「戦略的デフォルト」²⁰のインセンティブを高める。戦略的デフォルトにより自宅を失った個人は、新規に住宅を購入する資力はなく、賃貸物件に入居しているものと考えられる。実際、住宅所有率は、04年に過去最高を記録して以降、下落が続き、11年4～6月期では65.9%と1998年以来の最低水準となった。7～9月期には持ち直したものの、依然として低い水準にある。他方、賃貸住宅入居戸数は増加傾向にある（第2-2-34図）。

第2-2-34図 住宅所有率と賃貸入居戸数の推移：所有率は過去最低水準



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. アメリカ全土で住宅物件（賃貸及び空き家含む）は1億3,200万戸あるとされる。

(オ) 不透明感ある追加対策の行く末と今後の見通し

住宅市場の低迷に対し、政府はこれまで、住宅ローンの借換え促進策（HARP）²¹や

¹⁸ なお、住宅現在価値から住宅ローン残額を差し引いた純資産額を担保とするホーム・エクイティ・ローンも減少が続いている。

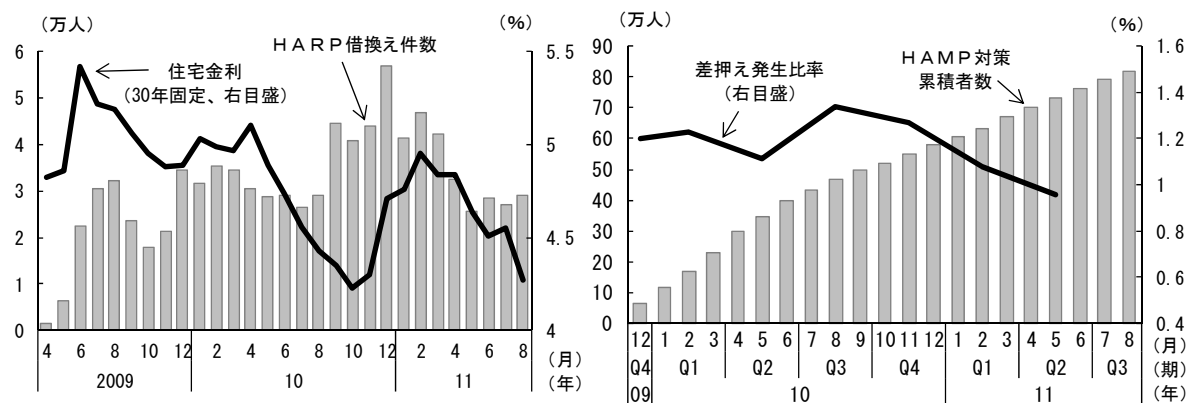
¹⁹ アメリカの住宅ローン契約において、住宅を処分すればそれ以上の返済義務が免除されるといういわゆるノンリコース条項は一般的には入っていない。しかし、実態上は、生活が困窮している債務者が住宅以外の資産を有している可能性が低いことや、訴訟コストがかかることから、金融機関が破たんした債務者の個人資産に裁判手続きを経て遡及していくことはまれであったとの指摘がある。ただし、11年半ば以降、個人の資産に遡及するための金融機関による提訴が増えているとの指摘がある。前述の注15参照。

²⁰ ローンの返済が可能な状況であるにもかかわらず、自ら意図的に返済を止め、自宅を失う代わりにローン返済義務の放棄を狙う行為のこと。

²¹ HARP（Home Affordable Refinance Program）：09年5月末までにファニーメイとフレディマックによって買い取られた住宅ローンについて、ファニーメイとフレディマックが、住宅現在価値に対して80%から最大125%までの借換え住宅ローンを、貸し手である金融機関から買い取るもの。このことにより、ローン残高が住宅現在価値の80%以上を占める住宅ローンの借り手（消費者）は、現在の低金利の住宅ローン金利への借換えが可能となり、債務返済

住宅ローン返済に係る支援（HAMP）²²等を実施してきた。しかしながら、HAMPでは当初400万件の差押え防止を目標としていたものの、恒久的対策実施者は11年8月時点でも80万件程度に留まっているなど、住宅ローンの金利が歴史的に低い水準に下がる中でもこれら支援策による恩恵を享受できていない者は多く、十分な効果は得られていない（第2-2-35図）。さらに、HAMPにより融資を受けた者の2割程度が融資1年半以内に再延滞を行うなど課題が多い²³。

第2-2-35図 HARP・HAMP対象者数の推移：効果はあがらず



(備考) 1. アメリカ財務省、連邦住宅金融局（FHFA）、全米抵当銀行協会（MBA）より作成。
 2. 差押え発生率は、全住宅ローン数の中の差押え発生比率を、HAMP対象者は恒久対策実施者をさす。
 3. HARP借換え件数は、HARPを通じて借換えした月別件数をさす。

こうしたことから、11年10月には、借換えを促進させるため、HARPの改善策が発表された。具体的には、対象拡大のために政府支援機関（GSE）である連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）や連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が買い取る住宅ローンについて住宅の現在価値に対するローンの上限を撤廃することや、返済期間がより短いローンに借り換えた場合に課されるGSEの住宅ローン手数料の免除、実施期間の18か月間の延長などが盛り込まれている。これにより、HARPが終了する13年12月までに、180万件以上（8月時点の利用者累計は約90万件）の利用者が見込まれている。しかし、これら借換え支援は、金融機関や住宅ローン保険会社に義務付けているものではなく、貸し手である金融機関が積極的に借換えを促進させる動機付けに乏しいといえ、実際に住宅ローンの借換えが促進されるかは定かではない。

今後の住宅市場の動向について考えると、住宅ローンの長期延滞を含む隠れ在庫

負担が減少する。

²² HAMP（Home Affordable Modification Program）：貸し手である金融機関への補助により借り手の返済額のうち月収の31%を超える部分を連邦政府が実質的に負担するとともに、1年間遅延をせずに返済をした借り手に対し奨励金の付与を行うもの。詳細は、内閣府（2010）参照。

²³ FRBのデューク理事は、11年9月に、FRB主催の住宅に関する会合の中で、HARPの利用が促進されない要因として、高債務者にリスクとして上乘せられる手数料や新たに借換え住宅ローンの“買戻し”訴訟のリスクを抱えることへの金融機関の拒否感等を挙げている。

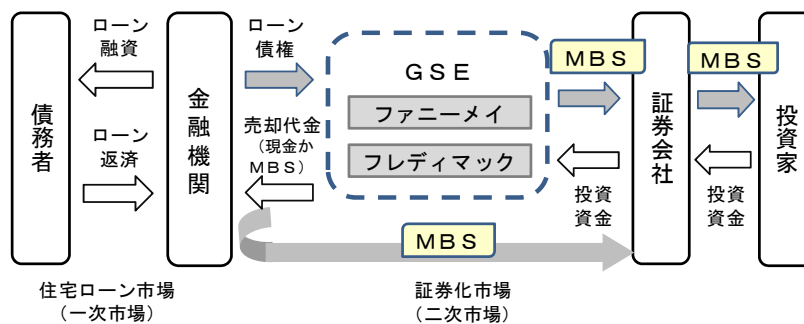
(Shadow Inventory)はピーク時より22%減少したものの、未だ160万件程度存在するとされ、市場に出ている中古在庫物件数と合わせると540万件となる²⁴。これを11年8月の中古住宅販売件数から同月の差押え発生件数を差し引いたもので除して試算すると、中古住宅販売件数の6ヵ月分と言われている適正水準まで余剰在庫を解消するためには、少なくとも残り15ヵ月の期間²⁵は要するものと考えられる。ローン延滞やネガティブ・エクイティの割合に大きな改善がない中、差押えは今後も高い水準に推移すると考えられ、それが住宅価格を下押しし、再び差押えを増加させるなど、住宅市場が更に悪化する懸念もある。

住宅市場の低迷は、今後もしばらくの間は続かざるを得ない可能性がある。

コラム2-3： GSE改革の行方

アメリカの住宅ローンは、8割以上が証券化（住宅ローン担保証券：MBS）されているが、サブプライム問題によりMBS市場から民間企業が撤退して以降、政府支援機関（GSE）であるファニーメイとフレディマックが、ほぼ全てのMBS新規発行を担っている（注1）。GSEは、一定の基準をみたす住宅ローン（コンフォーミング・ローン）を金融機関から買い取りMBSの発行により証券化することで、金融機関が本来抱えるべき住宅ローンの信用リスク、流動性リスクを一手に引き受けている（図1）。

図1 GSEと住宅金融市場（簡略図）



アメリカ連邦議会においては、住宅金融市場の改革に向けた議論が進められており、11年2月には、財務省と住宅開発省から「アメリカの住宅金融市場改革に関わる連邦議

²⁴ コアロジック社より（11年9月）より。同社は、隠れ在庫を「差押えとなった住宅、差押えとなり銀行が資産として保有している住宅の他、90日以上の深刻な延滞となっている住宅」と定義している。

²⁵ 住宅在庫に対し、毎月差押え全件が流入し、販売全件が在庫から減少するものと単純に仮定して試算している。実際には、販売件数には住宅買換えも含まれるため、15ヵ月以上の期間を要するものと考えられる。

会への報告書（“Reforming America’s Housing Finance Market: A Report to Congress”）」が議会に提出された。この報告書では、GSEについても触れられており、これまで総額1,600億ドル以上の公的資金が注入されているなど連邦政府財政に大きな影響を与えていることもあり（図2）、MBS市場への関与縮小が盛り込まれている（注2）。

体的には、1）MBS発行体が金融機関の代わりに信用リスクを取る代償として金融機関に対し保証料を課しているところ、民間企業のMBS発行市場への参入を促進するため、GSEが金融機関に求める保証料を引き上げる（GSEの競争優位性を低下させる）ことや、2）民間資金を一層活用するため、民間保証会社等が提供する貸倒損失に係る保証をGSEが活用することが盛り込まれている。また、GSE買取り対象住宅ローンの基準額上限は、2008年に制定された住宅経済復興法により11年10月1日まで時限的に引き上げられていた（注3）が、これを予定通り引き下げること改めて確認された（表3）。

図2 GSEの損益推移と公的支援の規模

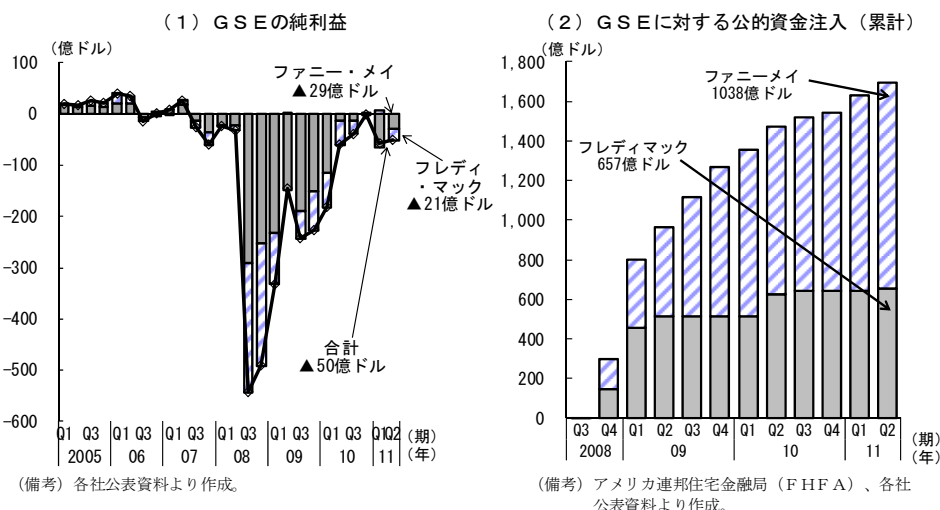


表3 GSEの改革に向けた措置 (案)

- ① 民間企業の参入促進のため、金融機関がGSEに対して支払う保証料を引上げ
- ② 民間保証会社等が提供する貸倒損失保証をGSEが活用する等、民間資金の一層の活用
- ③ GSE発行MBSが対象とするローンの上限額を引下げ
- ④ 年率10%以上のペースでGSEの運用資産を縮小

世界金融危機発生後の住宅金融市場は、GSEによって支えられてきた部分が多いが、仮に上記報告書に盛り込まれた施策が実施されると、例えば、貸し手の金融機関の負担が増えることから、住宅ローン金利の上昇や融資基準の更なる厳格化といった影響

も生じかねない。GSE改革の行方によっては低迷する住宅市場の更なる下押し圧力になる可能性もある。

現在、議会の関係委員会において住宅金融市場改革のための審議が行われているが、具体的にどの程度まで政府関与を残すのかなどについて与野党の間で意見に隔たりも大きく、12年の大統領選挙を控え、成案が得られるのか、得られたとしてどのような内容となるのか、予断を許さない状況にある。今後の行く末が注目される。

(注1) GSEに、連邦住宅局(FHA)を加えると、現在発行されている住宅ローン担保証券の97%を保有、保証している。

(注2) 報告書によれば、明確な期限については記載されておらず、脆弱な住宅市場への影響を抑えるように期間を設けるとのみしているが、ガイトナー財務長官は、法案の策定に2年、実際の改革実施までに5～7年程度かかると発言したとされる。

(注3) 従来、Jumboローン(高額ローン)はGSE買取対象外であったところ、金融危機以降の住宅販売促進のため、時限的に買取上限を73万ドルに引き上げていたが、それを62.5万ドルまで引き下げる。

(2) 堅調な企業部門の先行きに陰り

(i) 生産：増加のテンポが緩やかに

(ア) いまだ回復していない鉱工業生産

次に、企業部門の状況をみる。個人消費の回復が11年に入り大幅に鈍化しているのに対し、企業部門では収益の順調な回復に伴い、09年半ば以降、堅調に回復を示してきた。ただし、生産、民間設備投資ともに08年の水準は回復しておらず、さらに11年半ば以降は、先行きに陰りが生じている。

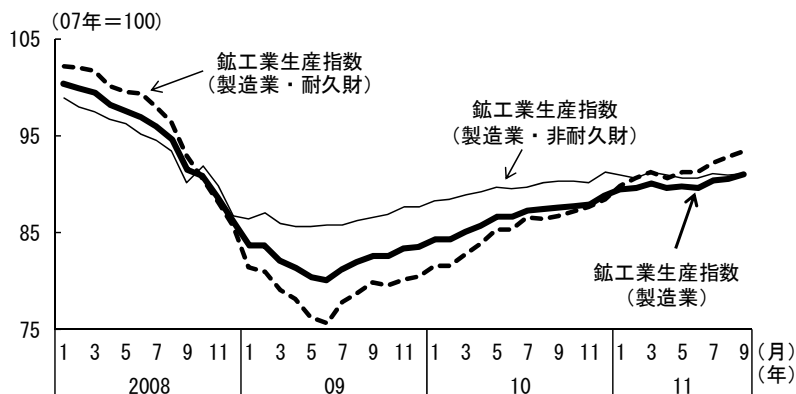
まず、鉱工業生産(製造業)の推移をみると、金融危機後の大幅な減少から回復しつつあったものの、11年に入り増加のテンポが緩やかになった。11年3月に発生した東日本大震災がもたらしたサプライチェーンの寸断により、自動車産業をはじめとする一部の産業では生産の縮小を余儀なくされ²⁶、4月には前月比0.5%減少と落ち込み、7月以降、サプライチェーンの復旧に伴い、順次回復していった。しかしながら、東日本大震災という一時的要因を除いたとしても、10年前半に記録したような高い伸びには戻っていない。

財別にみると、製造業の中でも、08年以降の減少が大きかった耐久財が回復傾向にある一方で、非耐久財は低調な伸びを示しており、全体としては、08年以前の水準にまで

²⁶ 部品の供給不足などにより、一部の日系自動車メーカーで4月から6月にかけて通常の50%程度の減産を強いられたほか、米自動車メーカーも数週間工場の稼働を停止するなど、特に自動車製造業への影響が大きく、4月の自動車・同部品の生産指数は前月比6.6%減少と大きく落ち込んだ。

戻っていない（第2-2-36図）。

第2-2-36図 鉱工業生産の推移：増加のテンポが緩やか

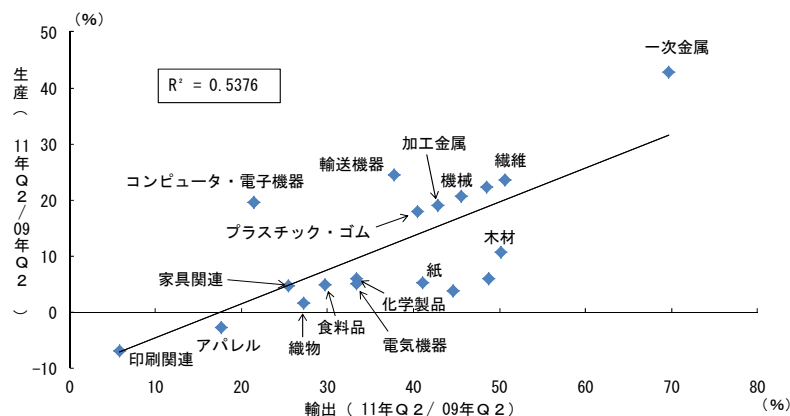


(備考) 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。

(イ) 品目別の特徴

生産の品目別の特徴を輸出との関係に着目してみると、輸出が増加している品目に回復の兆しが見られるなど輸出の増加と生産の回復に正の相関がみられる。国内需要は個人消費が低迷する中、外需にけん引されて、生産活動が回復しているものと考えられる（図2-2-37図）。

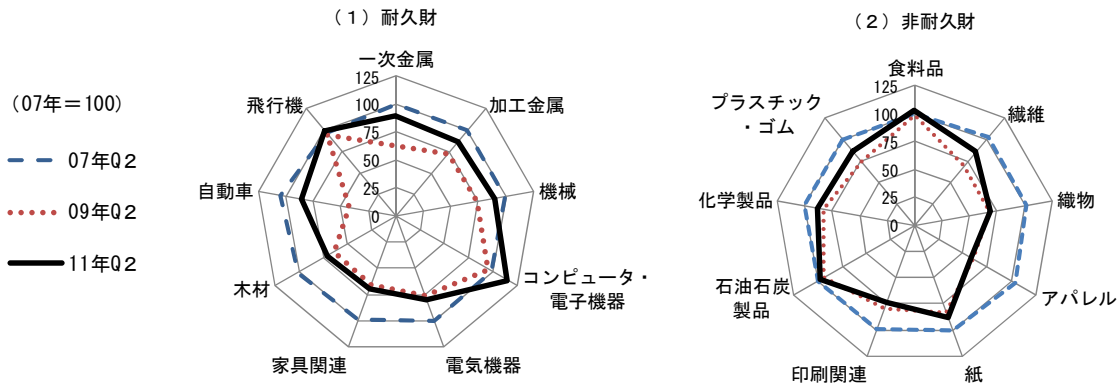
第2-2-37図 品目別の鉱工業生産と輸出の増加率：輸出の増加に伴い生産が回復



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (FRB)、アメリカ商務省より作成。
 2. 輸出増加率は、NAICSベースの品目別輸出額の増加率を、生産は鉱業生産指数の増加率 (09年4～6月期に対する11年4～6月期の増加率) を指す。
 3. なお、石油石炭製品は、原油価格の変動により名目輸出額が大きく変動するため、グラフに含めず。

品目別の動きを経年変化で見ると、耐久財では、一次金属や加工金属、機械が回復傾向にある一方で、電気機器や家具の回復は遅い。非耐久財では、紡績・繊維やプラスチック・ゴムといった原材料が緩やかながら回復傾向を示している。また、石油石炭製品と食料品が07年以降底堅く推移しているのに対して、衣服やカーペットなどの織物製品は、09年の大幅な生産の減少以降、回復していない（第2-2-38図）。

第2-2-38図 鉱工業生産指数の品目別動向：一部消費財の回復が鈍い

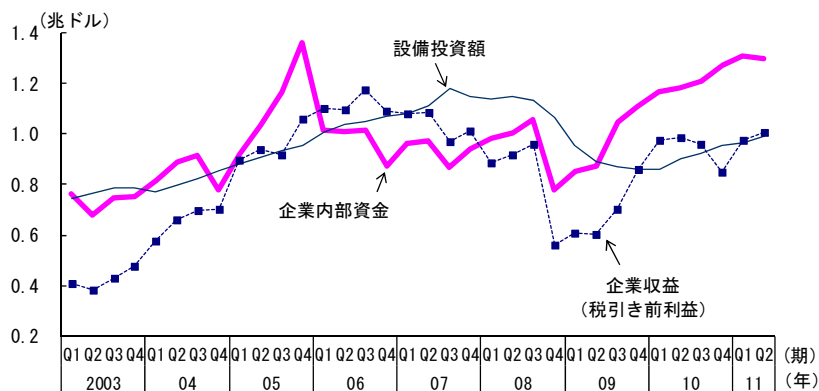


(備考) 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。

(ii) 企業収益と設備投資：企業収益は回復傾向にあるが、先々の設備投資には慎重
 (ア) 回復傾向にある企業収益

企業収益は、産業全体でみると、世界金融危機発生前の水準に戻ってきている。内部資金を蓄積する動きが続き、依然として設備投資額を大きく上回っている(図2-2-39図)。この背景には、企業がコスト削減や新興国など海外需要の取り込みなどを積極化させたことにより収益力を向上させている中で、世界金融危機以降、投資を控えて投資時期をうかがうとともに、財務状況の向上のために資金を蓄える動きを進めたことなどがあげられる。現在は、潤沢な資金を元手にM&A(企業の合併・買収)などによって更なる収益拡大に乗り出す動きや、堅調な収益をもとに株主還元の一環として増配を行う動きもあるとの指摘もある。

第2-2-39図 企業の設備投資と内部資金：内部資金は、設備投資を上回って推移。



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。
 2. 企業内部資金 (Internal Funds) は、「税引き後利益-配当+減価償却費」を指す。

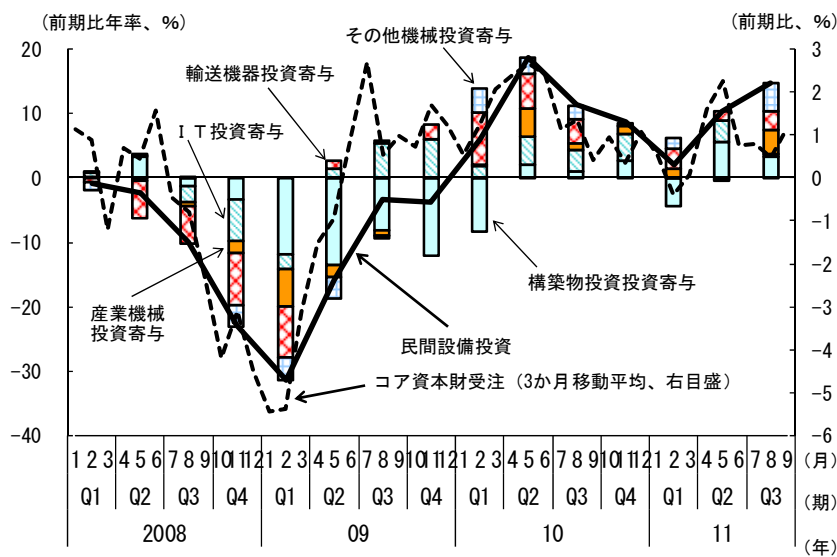
(イ) 設備投資の現状

民間設備投資は、10年初に増加に転じてからは、10年後半から11年にかけて増加のテ

ンポが緩やかとなったものの、堅調に推移している（第2-2-40図）。ただし、設備投資の先行指標とされるコア資本財受注²⁷をみると、11年前半をピークに低下傾向にあり、また、次にみるように設備投資意欲が大幅に減退していることから、11年末以降、設備投資の回復のテンポが鈍化する可能性がある。

内訳をみると、10年以降、IT・機械投資が堅調に推移しているほか、回復が遅れていた構築物投資も11年半ばから増加している。

第2-2-40図 設備投資の推移：堅調



(備考) アメリカ商務省より作成。

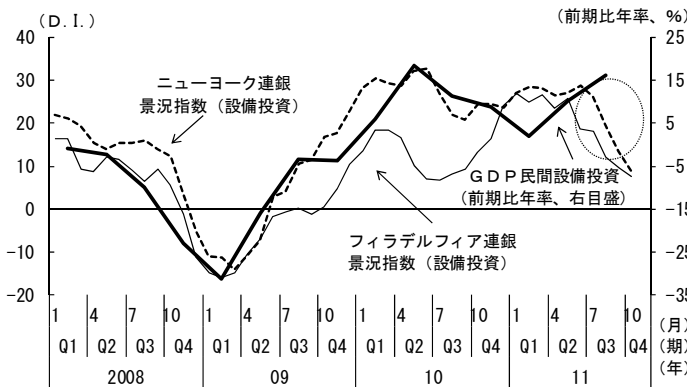
(ウ) 設備投資意欲は大幅に鈍化

企業の6か月先の設備投資動向に関する景況感指数をみると、11年半ば以降、大幅に鈍化している（第2-2-41図）。さらに、ニューヨーク連銀が年に1回、各製造業に対して行う特別調査においても、11年の年間設備投資計画（総額）は前年より減少している（第2-2-42図）。本調査は7月に行われたが、8月以降、米国及び欧州それぞれの財政問題により、景況感が更に悪化したことを踏まえれば、11年の設備投資額は計画を下回る可能性がある。

このように、先行き不透明感から企業の設備投資意欲は減退しており、先々の設備投資の動向は楽観できないものと考えられる。

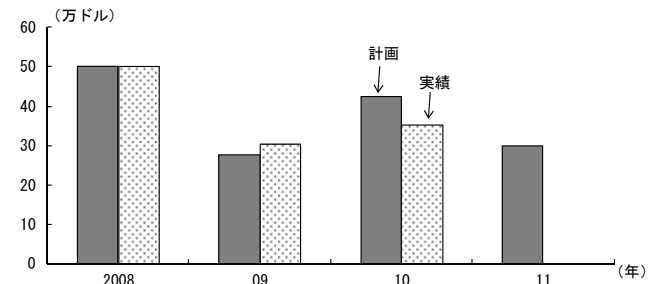
²⁷ コア資本財受注とは、航空機を除く非国防資本財受注を指す。

第2-2-41 図 製造業の設備投資動向調査：
11年半ば以降、大幅に悪化



(備考) 1. アメリカ商務省、ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀より作成。
ただし、連銀景況指数は、後方3カ月移動平均。
2. 企業に対して、6か月後の設備投資状況についてアンケート調査を行ったもの。

第2-2-42 図 設備投資額の見込み：
減少の見込み

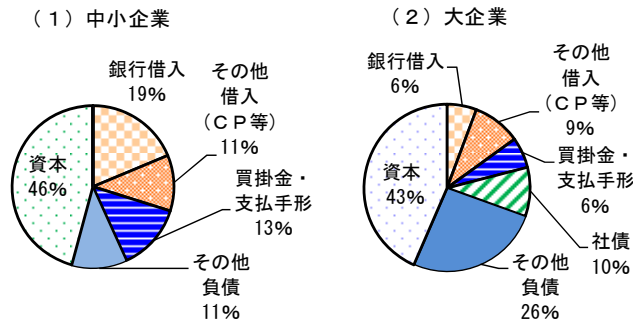


(備考) 1. ニューヨーク連銀が毎年6月、7月に行う設備投資に関わる特別調査より作成。
2. 各企業に対し、実際の前年の実績設備投資の総額（推計）と当年の設備投資計画の総額をアンケート調査したもの。1企業当たりの設備投資額（アンケート調査による中位値）を指す。

(エ) 慎重な姿勢の中小企業

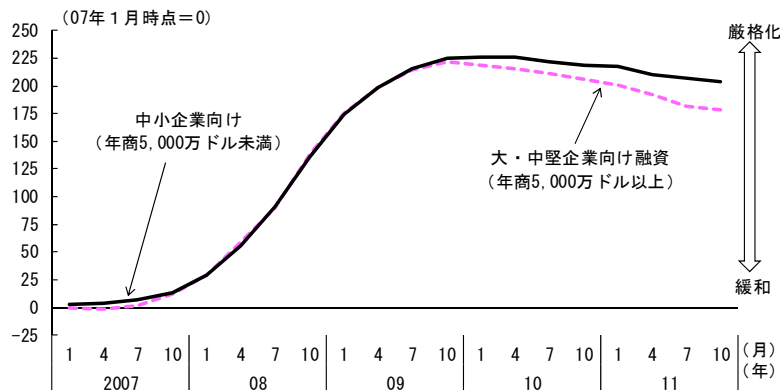
全企業数の99%を占める中小企業においては、資金の供給面を見ると依然厳しい状況が続く。中小企業は、大企業に比べ、資金調達を金融機関からの借入に依存している度合いが高い（第2-2-43図）が、中小企業に対する金融機関の貸出態度は、大企業に比べ改善の動きが遅れており、引き続き厳しい経営を迫られている（第2-2-44図）。

第2-2-43 図 製造業の資金調達動向：中小企業では銀行借入れによる調達割合が大きい



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。10年の製造業規模別データより作成。
2. 中小企業は総資産額2,500万ドル未満の企業を指す。

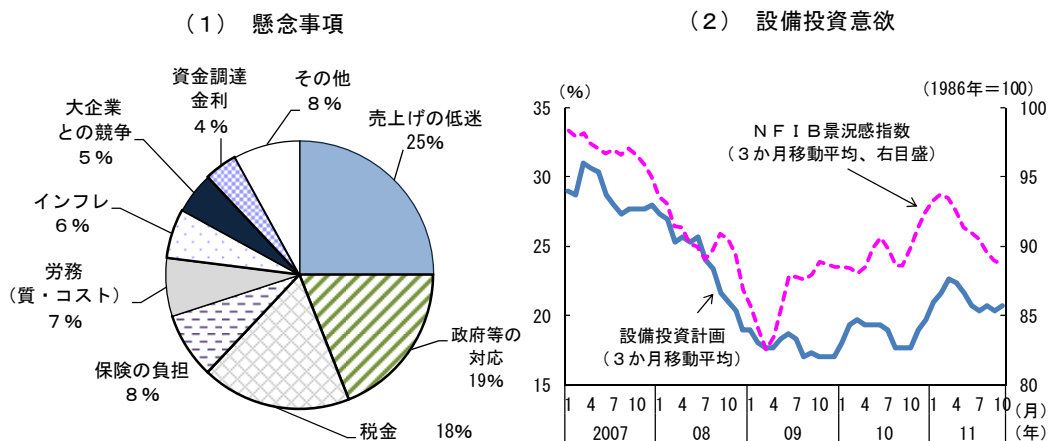
第2-2-44 図 金融機関の貸出態度（企業規模別）：引き続き厳しい向き



(備考) 1. 連邦準備制度理事会（FRB）より作成。
2. 金融機関に対して、過去3か月間で商業用ローンまたはクレジットラインの申請に対する態度をどのように変化させたか、アンケート調査したもの（四半期に一回の調査）。
3. 07年1月調査を起点として、各回答比率を前月値に加重加算して指数化。具体的には、「厳格化」回答比+「ある程度厳格化」回答比×0.5-「ある程度緩和」回答比×0.5-「緩和」回答比」として149前月値に加算して作成。

また、仮に資金調達が可能であっても新規投資に見合う十分な収益が得られるかが不透明であることも、中小企業が設備投資に慎重な一因と考えられる。中小企業の最大の懸案事項は売上の低迷となっており、景況感の悪化とともに設備投資に対する意欲は11年春先から低下傾向にある（第2-2-45図）。

第2-2-45図 中小企業のセンチメント：設備投資には慎重

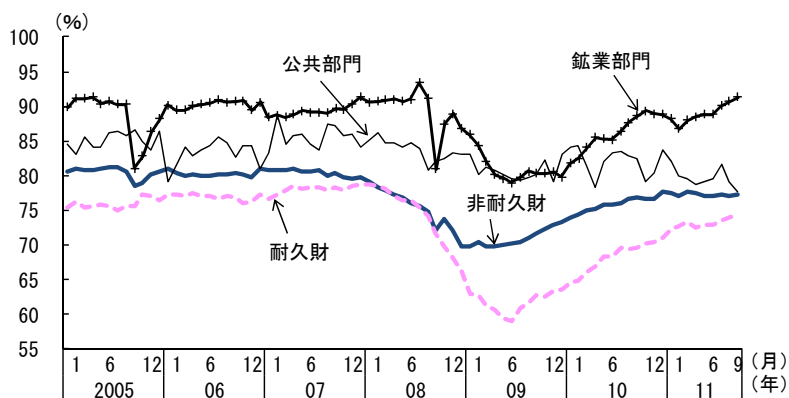


(備考) 1. 全米独立企業連盟 (NFIIB) より作成。
 2. 懸念事項は、中小企業事業者に対して「何が今日一番の懸念か」、アンケート調査を行ったもの(11年8月調査時点)。
 3. 設備投資計画は、3～6か月間にて、「設備投資を計画している」と回答した割合を示す。

(オ) 設備稼働率は依然低水準

設備稼働率をみると、鉱工業生産と同様に、金融危機以降の大幅な低下から回復基調にあったが、11年に入り回復のテンポが緩やかになっている。鉱業部門を除いて、08年以前までの水準には戻っておらず、生産設備に不足感が少ないことから、新たな設備投資には向かい難い状況にある（第2-2-46図）。

第2-2-46図 業種別設備稼働率の推移：改善の兆しも、引き続き低い水準



(カ) 今後の見通し

オバマ大統領は、企業に設備投資を促すため、11年9月に発表した雇用対策法案の中

で、設備投資減税の1年間の延長を提案している²⁸。設備投資減税の延長がなされるか不確かな状況であるが、仮に延長されたとしても、前述のとおり、先行き不透明感があることや設備不足感が依然として少ないことから、蓄積された内部資金の一部は、老朽化設備の更新やITソフトウェアなどの合理化投資に向かうことはあっても、増産にむけた新規投資に向かうとの期待は薄いと考えられる。また、設備投資の構成要素である構築物投資についても、金融機関の商業用不動産向け貸出の不良債権比率が依然として高止まりしている中（前掲第2-2-32図）、金融機関の貸出態度も依然として厳しく、これまでの伸びは一過性にとどまる可能性がある。

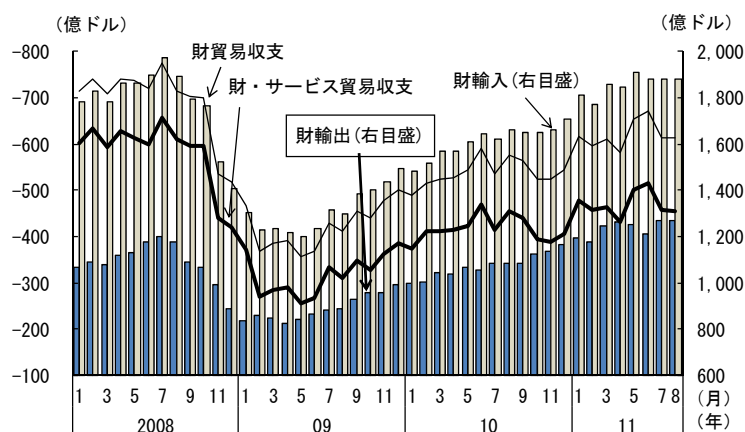
（3）弱い外需

（i）財輸出はおおむね横ばいに

最後に、外需について概観する。09年半ば以降、金融危機による内外の需要低迷から回復し、輸出入²⁹はともに増加傾向にあったが、11年春以降、弱い動きを見せている。

財輸出は、10年後半以降、新興国による需要拡大とドルの主要通貨に対する減価も進み、10年10～12月、11年1～3月と2期連続して5%以上の増加をみせたが、11年5月より前期比減少に転じ、弱い動きとなっている。財輸入は、原油価格の上昇により5月に1,900億ドルと高い水準を記録した後、原油価格が下落に転じるとともに、内需が弱いことから減少している。その結果、貿易収支の赤字幅は縮小傾向にある（第2-2-47図）。

第2-2-47図 財輸出の推移：11年に入り財輸出が鈍化



（備考）アメリカ商務省より作成。

²⁸ 10年12月に成立した設備投資減税は、期限内に行った新規設備投資は100%を随時償却可能とするもので、11年末から12年末へ期限の延期が提案されている。

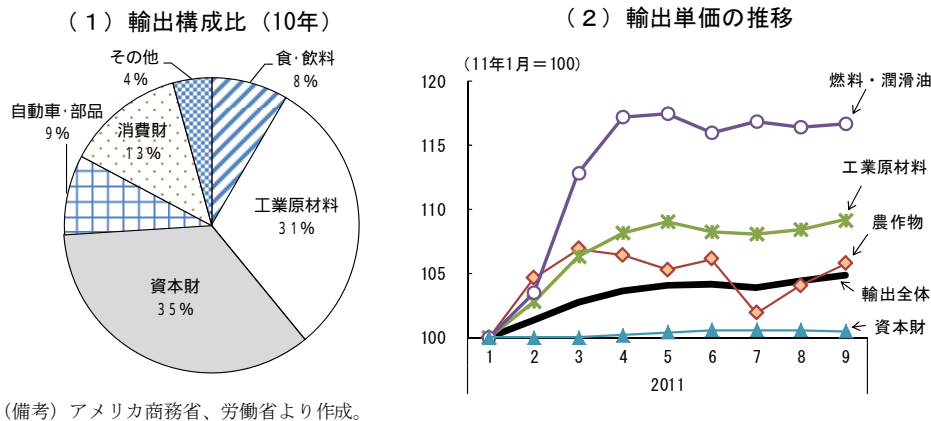
²⁹ 本項目では金額ベースでみた輸出入について論じている。

(ii) 財輸出鈍化の背景

11年春以降の財輸出鈍化の背景には、世界経済の減速による各国需要の減退のほか、主要な輸出品目の単価が概ね横ばいに転じたことも挙げられる。同時期に原油・穀物といった一次産品の価格高騰が和らいだことがその背景にある。具体的には、新興国向けの輸出拡大から石油やプラスチック等の工業原材料や農作物等の食・飲料が全体の約4割と大きなシェアを占めている中、これらの輸出単価は11年春までは上昇していたが、夏にかけて概ね横ばいに転じた（第2-2-48図）。

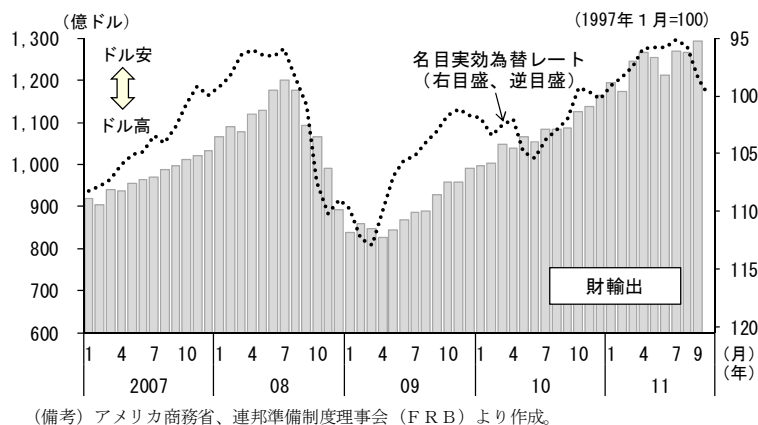
第2-2-48図 輸出構成品割合と単価の推移

：主要輸出品目において上昇してきた単価が下落もしくは横ばいに



11年9月以降、世界経済の減速懸念や欧州債務問題によりドルが安全資産として選好され、ドルは主要国通貨に対して増価が進んでいる。実効為替レートを見ると9月単月で5%増価をしている。このため、今後輸出の下押し圧力として働く可能性もある（第2-2-49図）。

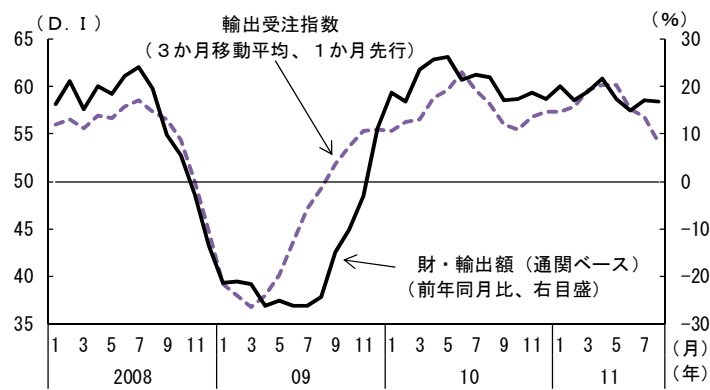
第2-2-49図 輸出と実効為替レート：11年半ば以降下押しに



(iii) 輸出拡大への取組と今後の見通し

アメリカ経済の影響を大きく受けやすい北米自由貿易協定（NAFTA）を構成するカナダやメキシコ、また、政府債務問題に揺れるヨーロッパの需要回復は望みにくい中、中国やNIEs、中南米諸国など新興国の需要の増加がなければ、輸出の更なる拡大は難しい。輸出受注に関する景況感をみても、11年8月以降、大幅に悪化している（第2-2-50図）。これまで輸出拡大に寄与してきた新興国において世界経済の減速懸念から企業の景況感が悪化しており、これらがアメリカ企業側の輸出に対する先行き不透明感に繋がっているものと考えられる。

第2-2-50図 輸出受注の動向：11年半ばより低下傾向



(備考) 1. アメリカ商務省、全米供給管理協会（ISM）より作成。
2. 受注指数は、企業に対し輸出受注の状況についてアンケート調査を行ったもので、「好転/不変/悪化」の回答比率を指す。

11年10月、オバマ政権は、これまで協定の批准が難航していた韓国、コロンビア、パナマとのFTA発効に向け、FTA法案を議会に提出し、同法案は10月12日に議会両院を通過した。韓国とのFTAにより、5年以内に工業製品や消費財の95%で関税が撤廃され、今後、財輸出額を年間110億ドル増加させるとの試算もある。

また、現在、10年9月に打ち出した国家輸出戦略に基づき、中小企業の輸出支援、通商関連の商談ミッションの増加など、5年間での輸出倍増に向けた取組が進められている³⁰。特に、中小企業は輸出企業数全体の97%と大きな割合を占めるものの、輸出額に占める割合は30%程度とまだ小さいため、輸出入銀行を通じて中小企業の輸出増加に力を注いでいる。その結果、輸出入銀行による11年の輸出融資承認額は過去最大の320億ドルを記録し、406億ドルの輸出全体の押上げに寄与したとされる。

11年前半をみると前期比16%増と輸出倍増に向けて堅調に推移しているが、夏以降はドル高局面となっており、また、新興国の景気減速懸念などもあることから、今後の動向に注視する必要がある。

³⁰ 国家輸出戦略については、内閣府（2010）参照

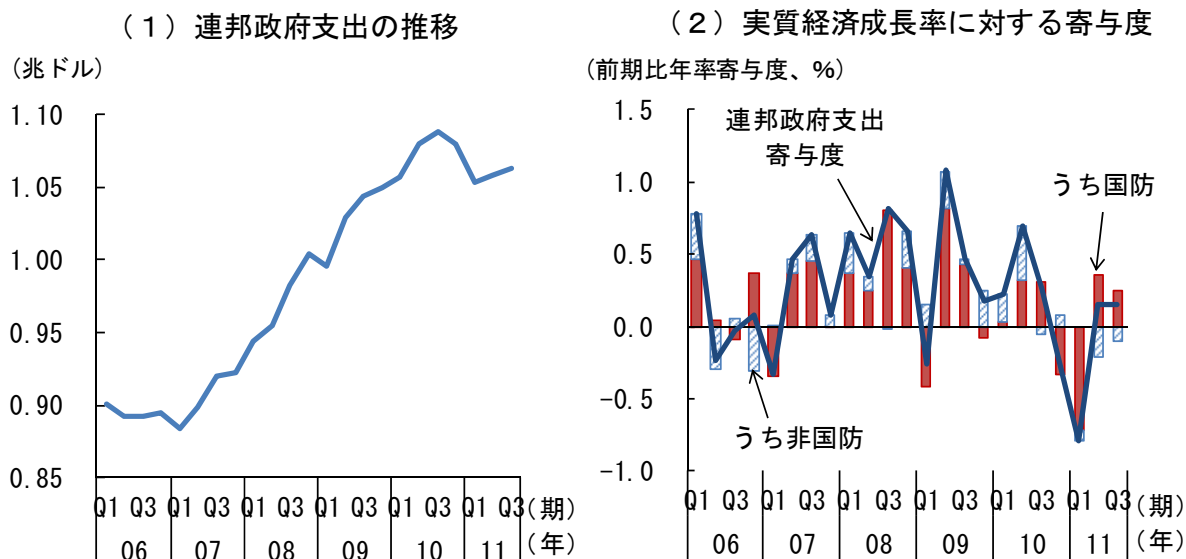
(4) 政府財政の緊縮

(i) 連邦財政の悪化

(ア) マイナス寄与となる政府支出

連邦政府支出は、09年2月に成立したアメリカ再生・再投資法（ARRA）に基づく一連の景気刺激策の多くが終了したことや財政再建に向けた取組により、10年半ばをピークに減少傾向にある（第2-2-51図）。経済成長に対する寄与は、10年第4四半期以降マイナスが続いていたが、11年第2四半期以降はやや持ち直している。ただし、こうした持ち直しの動きは、それまで大きくマイナスであった国防関連支出の増によるところが大きく、非国防関連支出については減少が続いていることに留意が必要である。

第2-2-51図 GDPにおける連邦政府支出の推移：減少傾向



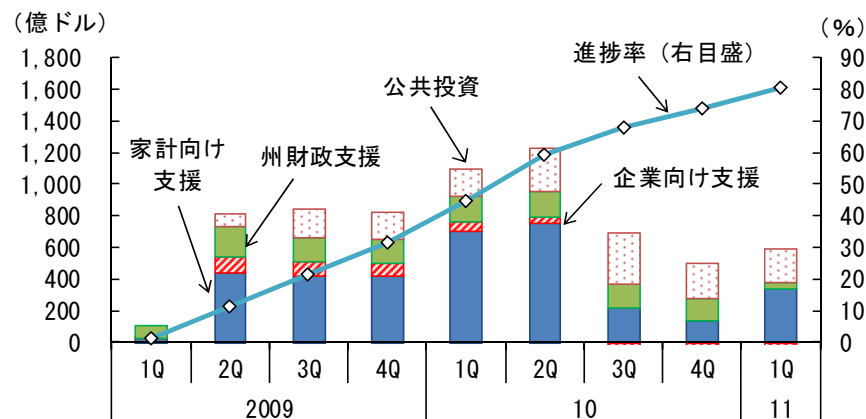
(備考) アメリカ商務省より作成。

(イ) 大規模景気刺激策の効果と財政収支の悪化

ARRAに基づく総額7,872億ドル³¹（GDP比5.5%）の景気刺激策は、11年1～3月期の時点で8割の施策が実施済みとなった。支出の推移をみると、10年4～6月期をピークに縮小傾向にある（第2-2-52図）。

³¹ アメリカ議会予算局（CBO）の試算によれば、ARRAの実施に係る経費は当初の総額7,872億ドルから8,250億ドルに拡大。

第 2-2-52 図 A R R A の進ちよく状況：8 割の施策が実施済み



(備考) 1. 大統領経済諮問委員会 (C E A) より作成。
 2. 進捗率は、議会予算局 (C B O) が11年8月に試算したARRAの総額 (8,250億ドル) に対する既支出額の割合。

このように大規模な景気刺激策の効果は、どの程度あったのであろうか。各機関の試算によれば、四半期ごとにみて、ARRAに基づく施策の実施により、それが行われなかった場合に到達したであろう実質GDPの水準をおおむね2～3%程度分拡大させ、数百万人の雇用が創出されたとされている (第 2-2-53 表)。このように、ARRAは一定の効果が認められるものの、特に雇用については08～09年の2年間で約870万人が職を失っており、実質GDPも雇業者数も金融危機前の水準を取り戻すに至っていないことを考えれば、必ずしも十分な効果を発揮したとは言い難い。

第 2-2-53 表 A R R A の効果 (各機関による試算)

(1) 実質GDP (水準) の押し上げ効果 (ARRAがなかった場合のGDPからどの程度拡大したか) (%)

| | 2009年 | | | 10年 | | | 11年 | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 |
| 議会予算局 (C B O) | 0.8～1.4 | 1.2～2.5 | 1.5～3.4 | 1.8～4.4 | 1.7～4.6 | 1.4～4.1 | 1.1～3.5 | 1.1～3.2 | 0.8～2.5 |
| 大統領経済諮問委員会 (C E A) | 0.8 | 1.7 | 2.1 | 2.5 | 2.8 | 2.7 | 2.3 | 2.3 | — |

(2) 雇用創出効果

(万人)

| | 2009年 | | | 10年 | | | 11年 | | |
|--------------------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 |
| 議会予算局 (C B O) | 30～50 | 60～120 | 90～190 | 130～280 | 140～340 | 140～360 | 130～350 | 120～330 | 100～290 |
| 大統領経済諮問委員会 (C E A) | 40.0 | 112.2 | 175.5 | 222.7 | 255.6 | 268.0 | 251.3 | 239.2 | — |

(備考) 1. アメリカ議会予算局 (C B O)、大統領経済諮問委員会 (C E A) より作成。

2. C B O の推計方法は以下の通り。C E A も同様。

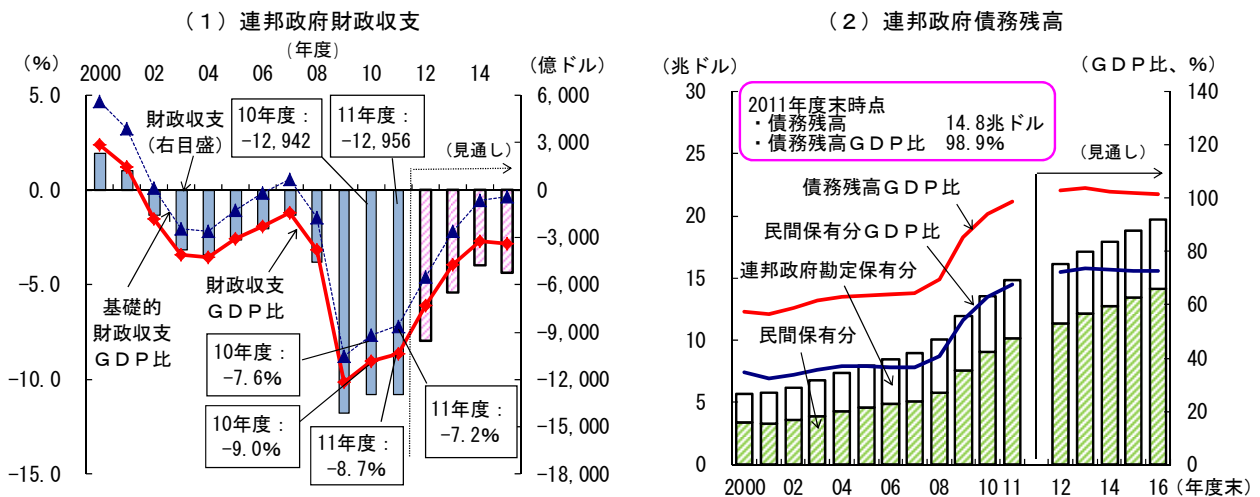
実質GDPの押し上げ：ARRAの各施策の乗数効果を用い、各四半期ごとに、ARRAが生み出す産出量の合計が推計され、ARRAがなかった場合のGDPの何%分にあたるかを算出。

雇用創出：GDPギャップの変化と失業率等との関係から、上記の四半期ごとの推計産出量に対応する雇業者数を算出。

一方、こうした大規模な景気刺激策の実施により、財政収支は大きく悪化した。11年度の連邦政府財政収支は1兆2,956億ドル (GDP比8.7%) の赤字となり、過去最大となった09年度 (1兆4,157億ドル、GDP比10.2%) に次ぐ財政赤字の規模となっ

た（第 2-2-54 図）。また、連邦政府債務残高は、2000 年代に入り GDP 比 50～60% 台で推移していたが、09 年度以降急上昇し、11 年度末時点で 14.8 兆ドル（GDP 比 98.9%）と、1947 年（同 106.8%）以来となる歴史的な高水準にある。

第 2-2-54 図 財政収支・債務残高の推移：
11 年度の財政赤字は過去最大規模、債務残高は歴史的な高水準



(備考) 1. アメリカ財務省、アメリカ行政管理予算局 (OMB) より成。
2. アメリカの財政年度は、前年10月から当該年9月までの1年間 (2011年度は、10年10月～11年9月)。
3. 基礎的財政収支GDP比は、内閣府推計。
4. 連邦政府勘定保有分は、社会保障年金信託基金の国債保有額に相当。

(ウ) 財政赤字削減に向けた取組の進展

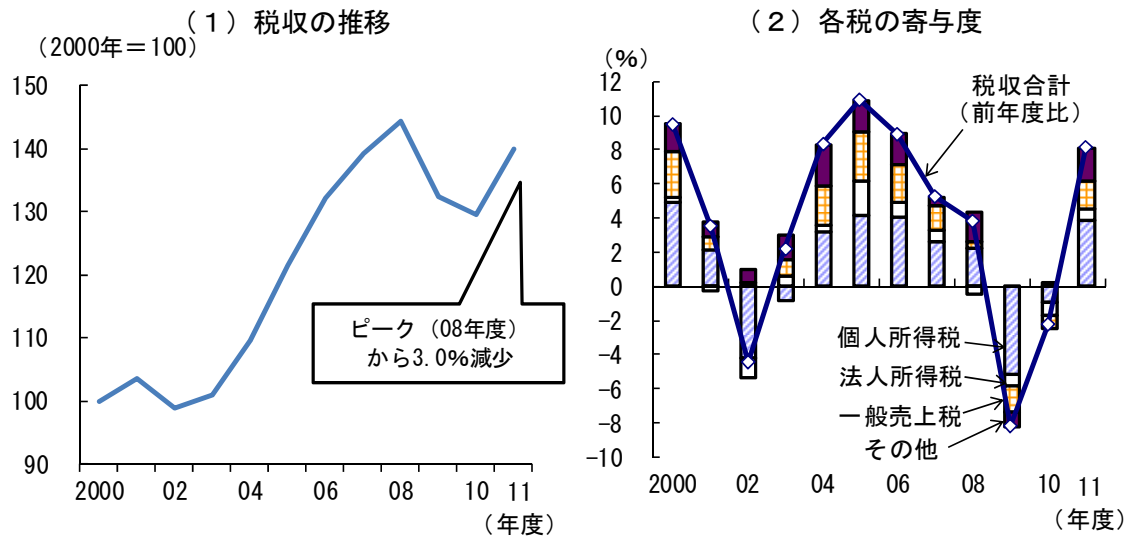
こうした中、2011 年予算管理法に基づき、今後 10 年間で総額 2.1 兆ドルの財政赤字削減が実施されることとなった。このため、連邦政府支出は当面、景気の下押し要因となることが予想される (詳細は後述)。

(ii) 硬直的な州・地方財政

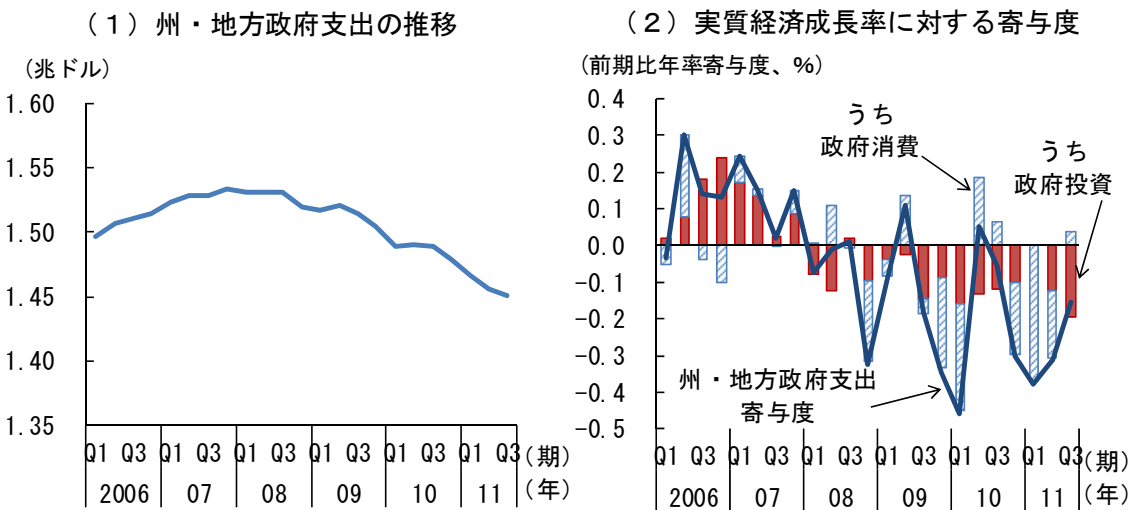
地域経済の悪化とそれに伴う税収減、失業保険給付の増大等を背景に、州・地方政府の財政は逼迫した状況が続いている。歳入については、税収は 11 年度には回復したものの、依然として金融危機前の水準を回復していない (第 2-2-55 図)。歳出については、税収減等によって生じた歳入不足に対処するため、09 年度以降、歳出削減が広範に実施されている³²。この結果、州・地方政府支出は直近のピークとなる 07 年 10～12 月期から減少を辿り、同支出の実質経済成長率に対する寄与は、07 年 12 月の景気後退局面入り以降、総じてマイナスの状態が続いている (第 2-2-56 図)。

³² 州・地方政府では、その多くで均衡財政ルールが課されていることから、歳入不足が生じる場合には、政府職員のレイオフや公共サービスの縮減等による歳出削減や、増税等の措置で対応することとなる。

第 2-2-55 図 州政府の税収の推移：回復



第 2-2-56 図 GDPにおける州・地方政府支出の推移：減少傾向



ARRAに基づく連邦政府の州・地方政府に対する支援³³の大半が11年度に終了したことなどを受け、12年度は、11年度以上の歳入不足が生じる見通しとなっている(第2-2-57図)。こうした事態に対処するため、各州では歳出削減・増税措置等が強化される見込みである。

州・地方政府の緊縮財政は、政府職員のレイオフに加え、地域企業に対する業務発注の削減等を通じ、企業の収益や民間雇用を減少させることも考えられ、当該地域の家計

³³ ARRAでは、州・地方政府向け支援として、教育・医療関連の財政支援措置(総額1,440億ドル)が実施された。さらに、10年8月には州政府向けに、1) 公立学校教員の雇用維持等に係る補助(100億ドル)、2) メディケイドに係る補助(160億ドル)等の措置が実施された。