

～海外情報～

2011年6月20日 全14頁

# 米経済見通し 逆風のなか、昨年同様に踊る

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也

## 想定を上回る足踏み状態が続くが、一年前より体力はアップしている

### [要約]

- 市場の景気見通しの下方修正の動きが止まらない。11年Q1の低成長に続いて、足もとQ2の想定も2%台半ばに引き下げられている。コモディティ価格の高騰や洪水や竜巻、大雨といった悪天候、そして日本の震災によるサプライチェーン問題の影響などが要因として列挙されよう。なかでも、実質ベースの個人消費の低迷や自動車関連の生産減のインパクトは大きい。さらに、企業の景況感、特に製造業は急ブレーキがかかっており、Q3まで調整が及ぶ可能性も否定できない。
- このような下方修正の動きは昨年もみられ、夏場にかけて二番底懸念を高めた。今年の場合、足踏み状態の期間はこれまでの想定よりも長くなっているが、昨年と比べると米国経済の体力はアップしており、様々な逆風のなかで歯を食いしばられるはずだ。従って、昨年の二の舞は回避されるという想定は変えていない。引き続き、景気減速は一時的なもので、年後半以降は再び緩やかな成長軌道を辿っていくという見通しの蓋然性は高いとみられる。

一段と引き下げられる景気見通し ～  
Q1は1.8%増のまま

5月に出した経済見通し<sup>1</sup>から一ヶ月間、事前予想を下回る経済指標が相次いだ。これらを反映して、直近の市場コンセンサス（Blue Chip 調査、6月）は一段と下方修正され、2011年のGDP成長率予想は前月の2.7%から2.6%に引き下げられ、2012年の予想も3.2%から3.1%に。今年に入ってから最も低い水準であり、特に2011年に関しては、ピークだった2月から4ヶ月連続で下方修正され、0.6%ポイントも引き下げられている。

前月までは、Q2以降は3%超が続くという従来の見通しが維持されてきたが、直近ではQ2が2%台半ばに引き下げられている<sup>2</sup>。これは、後述するように、実質ベースの個人消費の伸び悩みが主因とみられるが、一方でQ3以降の姿は従来から大きく変わっていない。ただ、企業の景況感、特に製造業の悪化が目立っており、Q2だけでなく、Q3にも影響が及ぶ可能性が出ている。つまり、これまで一時的と想定してきた景気減速が長期化するかもしれないということだ。

市場コンセンサスだけでなく、IMFは6月17日に改定した世界経済見通しで、米国の予想を4月時点の2011年2.8%、2012年2.9%から、2.5%と2.7%にそれぞれ下方修正した。IMFは、足もとまでの景気が弱い理由として、“商品価格の高騰や悪天候、そして日本の震災によるサプライチェーンの混乱による生産への影響”という一時的要因を列挙している<sup>3</sup>。さらに、この先の下ブレリスクが高まっ

<sup>1</sup> 拙稿 海外情報 「米経済見通し 一時的な減速の後に待つもの」 2011年5月17日付

<sup>2</sup> ちなみに、7月29日にQ2のGDP成長率が発表されるが、その際には08年Q1～10年Q1がリバイスされる予定である。

<sup>3</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/update/02/index.htm>

ていると指摘。具体的には、短期的な大規模な財政調整、そして確かな改革プランがないために、中期的な財政の持続可能性への懸念が高まっている点に言及している。債務上限の引き上げ問題だけでなく、社会保障改革や歳入を増やすための税制改革を含んだ財政赤字削減プランを始めることが重要であるという。

ABA (American Bankers Association) が 6 月 14 日に発表した見通しでは、11 年 Q2 を前期比年率 2.0% と低めに見積もり、11 年 (Q4 の前年比) を 2.4%、12 年 (Q4 の前年比) を 3.2% と予想。これは金融機関のエコノミストの想定であり、前述の市場コンセンサスと大きく乖離しないとみられるが、11 年に関しては、市場コンセンサス (11 年 Q4 前年同期比 2.8%) を大きく下回っており、慎重である。

一方、バーナンキ FRB 議長は 6 月 7 日の講演のなかで、次のように指摘している<sup>4</sup>。“経済成長のペースは想定よりも遅い。日本の震災によるサプライチェーンの混乱は Q2 の経済活動を妨げている。労働市場のモメンタムがやや失われた。だが、日本の震災が製造業の生産に及ぼす影響は今後数ヶ月で解消する、ガソリン価格も下がると予想され、年後半には経済成長がやや上向くとみられる。全般的に、景気回復は緩やかなペースで続いているようだ”。足もとの伸び悩みに言及する一方で、年後半以降の回復シナリオは変更していないことを示唆する。

このように、市場コンセンサスを加えたこれらの見通しのほとんどに共通している点は、2011 年よりも 2012 年の経済成長率が高いということであろう。つまり、景気減速の長さや深さに対する見方の差はあるとはいえ、足もとの状況よりも年後半、そして来年の方が良くなると見込んでいることになる。10 年末に成立した景気対策には 11 年末で終了する措置も少なく、財政面のサポートが逡巡していく想定されているにもかかわらずだ。

なお、11 年末で期限をむかえる給与税率の軽減 (従業員に対する社会保障税率 6.2% を 2% ポイント引下げ) について、オバマ大統領は 6 月 17 日放送の TV 番組のインタビューのなかで、その延長を議会に求める姿勢を既に明らかにしている<sup>5</sup>。ただ、議会において連邦政府の債務上限引き上げ問題で揉めているように、財政赤字が焦点の一つになっている状況下では、一年間で約 1000 億ドルの歳入減につながる追加措置がスムーズに決まるとは想定しにくい。

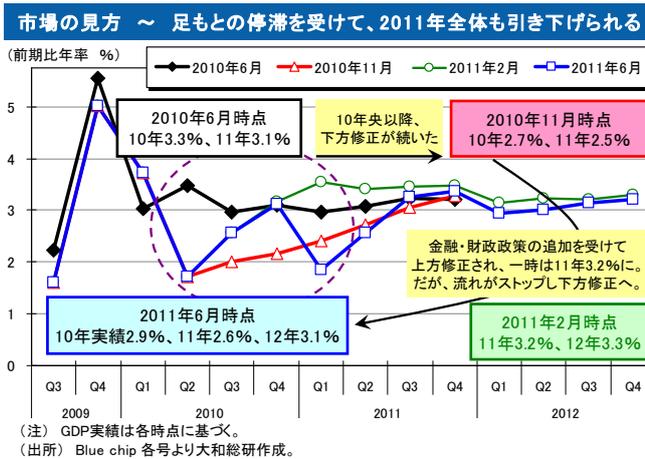
去年よりも、ファンダメンタルズは強固の  
はず

株価 (S&P500 終値) の推移をみると、2010 年の場合、4 月 23 日に 1217.28 と高値を付けた後、ギリシャに端を発する欧州の債務危機等を受けて下落に転じ、7 月 2 日には 1022.58 と年初来の最安値に。その後上げ下げを繰り返した後に、4 月の高値を更新したのは QE2 発表翌日の 11 月 4 日だった<sup>6</sup>。これに対して、2011 年は 4 月 29 日に 1363.61 と高値を付け、直近の安値は 6 月 15 日の 1265.42 である。昨年がピーク比で 16% 下落したのに対して、今年は約 7% と半分程度の下落率にとどまっている。また、今年の場合、年初来の最安値は東日本大震災発生直後の 3 月 16 日の 1256.88 だが、昨年 4 月のピークを上回っている。従って、株価という物差しで計れば、現状は一年前よりも体力 (耐久力) が上であると言える。

<sup>4</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110607a.htm>

<sup>5</sup> <http://abcnews.go.com/Politics/president-obama-opens-fatherhood-anthony-weiner-scandal-american/story?id=13862014>

<sup>6</sup> NY ダウ (終値) では、2010 年は 4 月 26 日に 11205.03 ドルと高値を付けた後、下落に転じて 7 月 2 日には 9686.48 ドルと年初来の最安値に。そして、4 月の高値を更新したのは 11 月 3 日だった。一方、2011 年は 4 月 29 日に 12810.54 ドルと高値を付け、直近の安値は 6 月 15 日の 11897.27 ドルだ。S&P500 同様に、昨年がピーク比で約 14% 下落したのに対して、今年は約 7% と半分程度の下落率にとどまっている。また、今年の年初来の最安値は 3 月 16 日の 11613.3 ドルである。



### 様々な機関の米国見通し (単位%)

	2011年	2012年	2011年	2012年
	暦年	暦年	Q4前年比	Q4前年比
市場コンセンサス	2.6	3.1	2.8	3.1
IMF	2.5	2.7	2.6	2.5
OECD	2.6	3.1	2.7	3.3
Fed	—	—	3.1~3.3	3.5~4.2

(注) 市場: BlueChip6/10、IMFは6月、OECDは5月、Fed(メンバーの大勢)は4月発表時点  
(出所) 各種資料より大和総研作成

## 雇用改善ペースの鈍化

景気の一時的な減速が想定よりも長期化するのではないかと観測が大きく高まったきっかけの一つが、5月の雇用統計(6月3日発表)であろう。非農業雇用者数は前月差5.4万人増と8ヶ月連続で増加したが、2~4月の月平均増加ペース22.0万人から大きく減速した<sup>7</sup>。市場予想を大きく下回った点は民間部門の雇用者数も同じであり、5月は8.3万人増と10年6月以来の小幅増にとどまった。政府部門の減少が止まらないことに加えて、今回は民間部門の増加ペースが大幅に鈍ってしまったことが、予想を下回った主因である。

2010年は、プラスに転じた3ヶ月目の5~7月にかけて民間部門の増加幅は一ケタ台(月平均6.9万人増)にとどまってしまう、雇用環境の脆弱性が景気の二番底懸念を高め、QE2や景気対策など金融・財政の追加措置を取らざるを得ない状態に至ってしまった。年後半以降の景気を見極めるうえでは、2010年のように一ケタ台が続いてしまうかが焦点になるだろう。

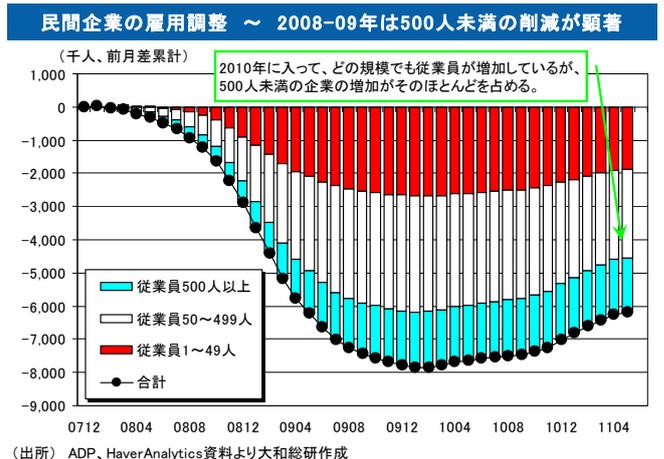
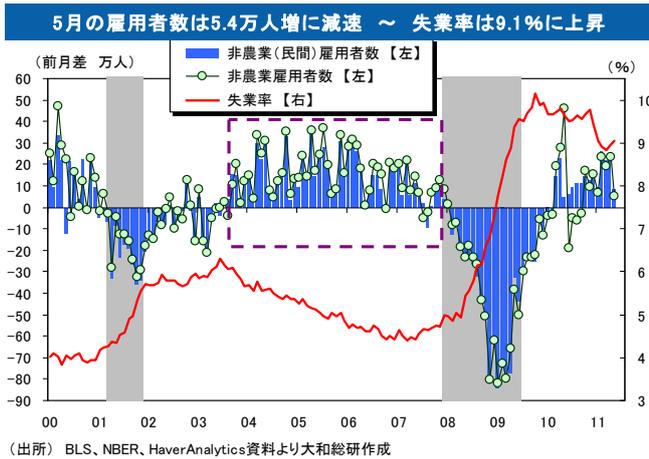
元々雇用統計はボラタイルな統計であり、単月の結果で右往左往する必要はない。ただ、04~06年の景気回復局面(実質GDPの平均成長率3.1%増)でも、民間部門の雇用増加が4ヶ月連続で20万人超となったことはなく、3年間における月平均増加幅は16.9万人であった<sup>8</sup>。ITバブル以降、米国企業、特に多国籍企業の海外展開は加速し、海外の売上高比率の上昇とともに、雇用者数や設備投資の比率も高まってきた。相対的に成長率の高い新興国などの海外にシフトするのは、利益を追求する企業として自明の行動と言えよう。後述するように、世界同時不況を経ても、米国内と海外の関係に大きな変化がみられないことから、企業が米国内で80~90年代のようなペースで雇用を増やしていくとは考えにくい。08~09年の大幅減少からの反動分を考慮しても、04~06年の増加ペースが今後も目安になっていくとみられる。

実際、ADP(Automatic Data Processing)のデータで確認すると、10年2月以降の累計増加幅164.4万人のうち、50~499人の中堅企業で82.5万人(全体の50.2%)、1~49人の中小企業で80.6万人(49.0%)とそのほとんどが説明でき、

<sup>7</sup> 詳細は、拙稿「海外情報」米雇用増加ペースが大幅に減速」2011年6月6日を参照。

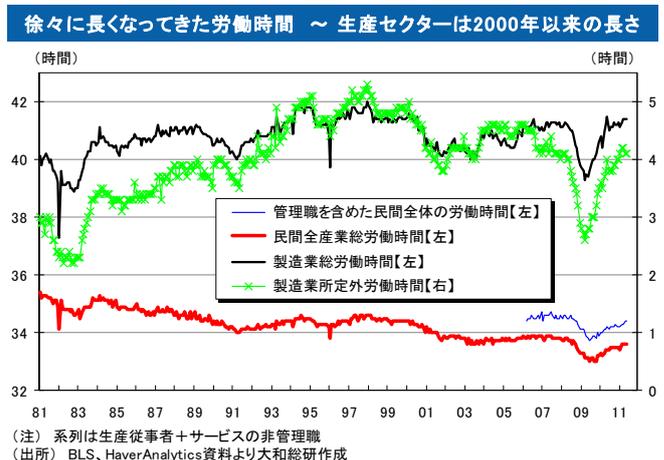
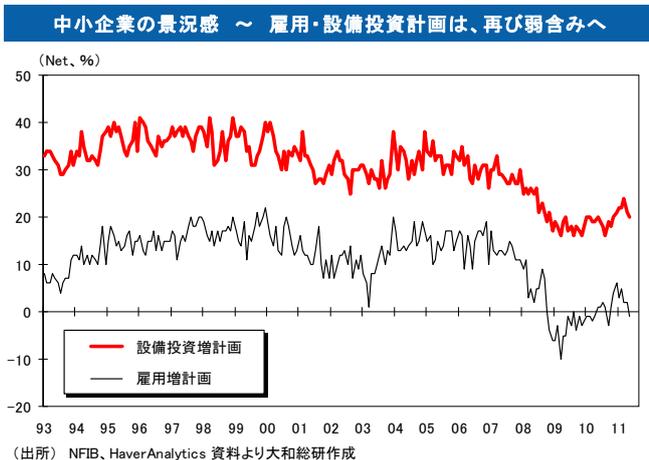
<sup>8</sup> 2004年は月平均15.8万人増、05年は19.3万人増、06年は15.6万人増だった。なお、同期間は政府部門が拡大していたことから、政府部門を含めた非農業雇用者全体では、04年17.1万人増、05年20.8万人増、06年17.3万人増、3年間の平均では18.4万人増だった。

500人以上の大企業は1.3万人(0.8%)とごく僅かに過ぎない。雇用創出の主体は中小・中堅企業であり、大企業はほぼフラットで推移しているわけだ。中小企業経営者のマインド(NFIB、National Federation of Independent Business 発表)をみると、他の指標に比べれば景況感の悪化度合いは小さい。ただ、今後3ヶ月の中小企業の雇用計画(DI)は8ヶ月ぶりのマイナス、つまり“減らす”と答えた企業の割合の方が多かったことになる。担い手の姿勢が実際の行動とは必ずしも一致しないが、先行きを見通すうえでは、懸念材料と言える。



一方、雇用に対する企業の姿勢は依然として強く、足もとで労働時間が延びている点はポジティブな材料である。特に、生産部門では製造業、建設業、鉱業いずれも4月より長くなっており、管理職を含めたベース(06年3月~)では過去最長に。鉱業・製造業・建設業の生産従事者とサービス部門の非管理職だけに限れば、40.9時間と00年7月以来の長さまで延びている。従って、企業は人を増やすことはストップしたものの、既存の従業員の労働時間を増やすことで対応しており、生産部門の活動の底堅さが簡単に崩れたとは言えないだろう。

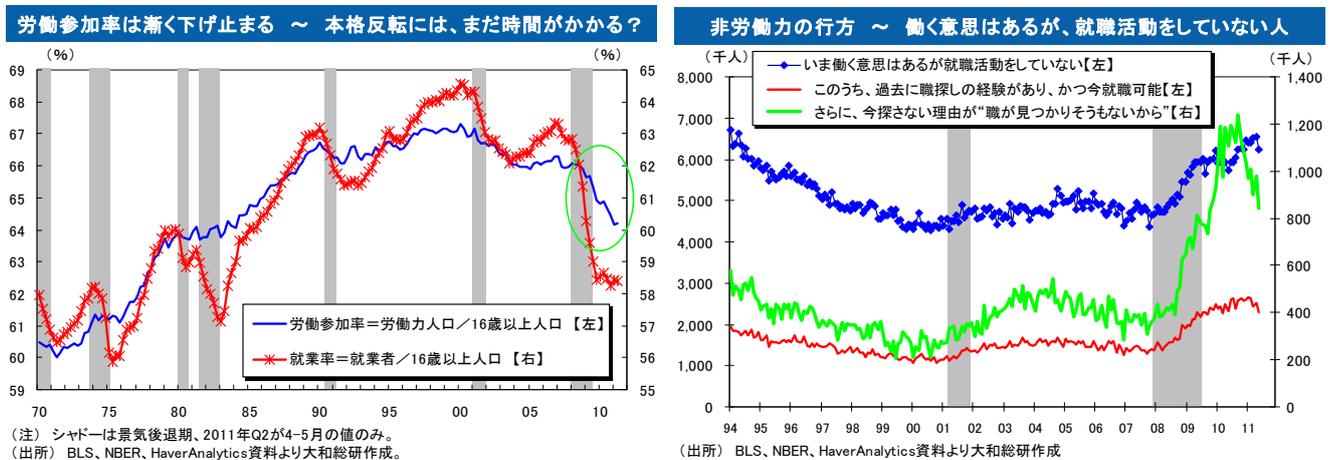
雇用者数や労働時間の増加が貢献する形で、5月の民間部門の総労働賃金(時給×時間×雇用者数)は前月比0.3%増、前年同月比4.1%増となり、上方修正された4月からは鈍化したものの、コンスタントに増えていると言えよう。この結果、総労働賃金の水準は08年6月につけたこれまでのピークを上回った。



## 労働市場への再参入 が、失業率押上げの一 因

5月の失業率は9.0531%と前月の8.9603%から0.0928%ポイント上昇し、2ヶ月連続で悪化し00年12月以来の水準になった。市場は8.9%への低下を見込んでいた。背景として、解雇等の非自発的な離職者が増えたほかに、これまで労働市場外にいた潜在的失業者が市場に流入してきた側面も指摘できよう。前者は当然ながらネガティブだが、後者は景気回復局面では避けられない現象であり、特に今回のように労働参加率が約2年間にわたって大幅に低下したあとでは、そのマグニチュードは大きい。

一般的には、景気が回復して人々が楽観的な見通しを持ち始めると、仕事を諦めていた人々が労働市場に戻って就職活動を再開する結果、短期的には失業者が増えて失業率が上昇するという可能性が考えられる。5月の結果をみると、漠然と働く意思がある人（潜在的失業者）は622.7万人と前月から31.2万人減少し、10年8月以来の低水準になった。また、彼らのうち、より現実味のある人数（過去4週間では就職活動はしなかったが、過去一年間では経験があり、かつ今働ける状態。しかも過去4週間に就職活動をしなかった理由として“仕事が見つかりそうもない、あるいは訓練不足”などネガティブな点を挙げる、統計上の失業者にもっとも近い分類）は前年水準を大きく下回っている。これまで統計上は非労働力人口にカウントされていた人々が労働市場に流入し、参加率は上昇したとみられる。但し、上昇幅は0.07%ポイントに過ぎず、実際にどこまで参加率が回復するかは、構造問題とも絡んで、依然として不透明。従って、労働市場への本格的な回復が始まったとは即断できない。



米国経済の強弱を的確に表すのはやはり個人消費であり、08～09年のように個人消費が2年連続のマイナスになれば、景気全体も大恐慌以来の大幅なリセッションと形容されたわけだ。住宅バブルが崩壊し資産（ストック）が期待できないなかでは、雇用・所得環境という本筋（フロー）が消費のカギを握ることに。それ故、5月の雇用統計がもたらしたインパクトは大きかった。

5月26日に発表されたQ1の実質GDP改定（第2次推計値）もネガティブな印象をもたらした一つ。市場は、第1次推計値の前期比年率1.8%増から2.2%増へ上方修正されると見込んだが、実際には変わらなかった（厳密には、1.7506%から1.8431%に0.09%ポイントほどアップ）。特に、個人消費は2.7%増から2.2%増に下方修正され、寄与度も0.38%ポイント低下した（予想は2.8%増への上方修正）。その中身をみると、住宅関連・公益などのサービス支出（▲0.11%ポイン

ト) やガソリンを中心とした非耐久財支出 (▲0.17%ポイント)、自動車や家具等の耐久財支出 (▲0.12%ポイント) など広範囲で引き下げられた。これら消費の落ち込みを在庫や設備投資を中心とした企業関連の活動が補ったため、全体では変わらずに。

## 個人消費の拡大のペースは鈍化 ~ 震災の影響も

では、Q2 の消費動向はどうか。まず、月次の実質個人消費支出の増加率は、1月 0.09%増、2月 0.35%増、3月 0.13%増、4月 0.05%増と徐々に鈍化し、Q2 のスタートとしては弱い。また、所得面では、雇用者所得が 0.39%増と堅調に拡大、資産所得も 0.26%増、可処分所得は 0.30%増となったが、物価上昇により、実質可処分所得は横ばいにとどまる。なお、11年 Q1 は、雇用者所得の減少と税金の増加によって可処分所得が下方修正され、貯蓄率も引き下げられた (Q1 : 5.7% → 5.1%)。4月の貯蓄率は 4.87%と 08年 10月以来の水準に低下。

4月の個人消費支出 (PCE) デフレーターは前年同月比 2.2%増となり、前年比が 2%台を上回ったのは 2010年 5月以来である。前月比 0.33%増と今年に入ってから 0.3%超の高い伸びが続いている。コア PCE デフレーターも前年同月比 1.0%増と 10年 9月以来の 1%台に、前月比 0.18%増と 09年 10月以来の高い伸びになり、エネルギーと食品だけが上昇しているとは言い切れなくなっている。

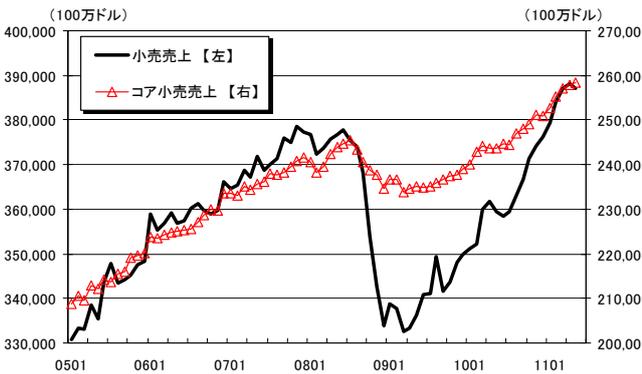
そして、5月の小売売上 (6月 14日発表) は前月比 0.2%減とわずかとはいえ、11ヶ月ぶりのマイナスになり、景気減速が消費の面からも確認された。なお、市場予想 (0.5%減) ほどは悪化しなかった点をマーケットは好感したが、3月分が当初の 0.9%増から 0.8%増に、4月が 0.5%増から 0.3%増にそれぞれ下方修正された点を考慮すると、予想よりも良かったと手放しで好感するのは過大評価と言えるだろう (当初の 4月の水準と比べると 5月は 0.6%減の規模)。

減少に転じた主因は、自動車・部品の売上が 2.9%減 (3ヶ月連続の減少) と大幅に落ち込んだため、全体の伸び率を 0.5%ポイント押下げた。5月の新車販売台数が年率 1175万台 (BEA ベース) と前月から約 1割落ち込んだように、東日本大震災の影響による供給制約が響いているとみられる。続いて、飲食料品が 0.5%減と 5ヶ月ぶりに減少した。また、家電 (1.3%減) や家具 (0.7%減)、スポーツ・娯楽等 (0.4%減) は 4月に続く減少に。生活必需品ではない耐久財の支出が抑制された。このように広範囲で売上が減少したセクターがみられたほか、これまで小売売上全体を押し上げてきたガソリンスタンドの売上の伸びが鈍化したことも一因。0.3%増と 11ヶ月連続で増加したが、伸び率はこの間で最も低く (3月 3.8%増、4月 1.4%増)、ガソリン小売価格が 5月上旬の 4ドル直前をピークに 5週間連続で下落しており、6月にはマイナスに転じる可能性もあろう。

一方、増加したセクターは、オンライン取引や宅配などの無店舗販売が 1.2%増と 10ヶ月連続で増加。続いて、建材・園芸が 4月の 0.5%増から 1.2%増に加速し、3ヶ月連続の増加に。外食やヘルスケアはそれぞれ 2ヶ月ぶりに増加に転じた。アパレルは 0.2%増とプラスを維持したが、4月の 0.1%増に続く低い伸びであり、Q1 の月平均 1.2%増からは大幅に鈍化している。

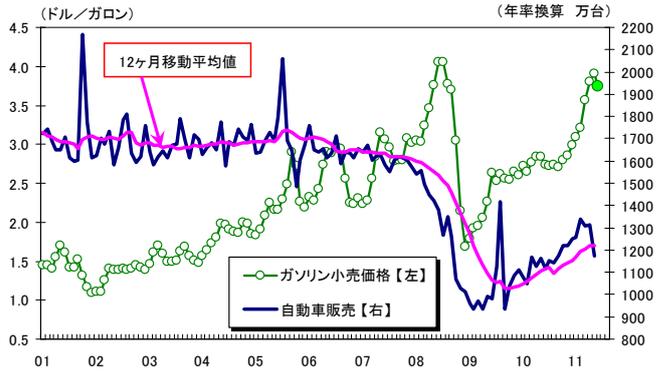
また、自動車関連やガソリンスタンドを除いたベースでは 4月と同じ 0.3%増と予想をやや上回ったが、Q1 の平均 0.8%増から鈍化。また、コア小売売上も 0.2%増と低い伸びにとどまり、Q1 からの鈍化が鮮明である。しかし、二番底懸念が高まった昨年年初にみられたような悪化 (前月比マイナス) は回避されている。

5月の小売売上は0.2%減と11ヶ月ぶりに減少 ～ コアは0.2%増



(注) コア小売売上:自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸を除く  
(出所) センサス、Haver Analytics資料より大和総研作成

5月の新車販売は年率1175万と前月比1割減 ～ 供給制約が影響か？



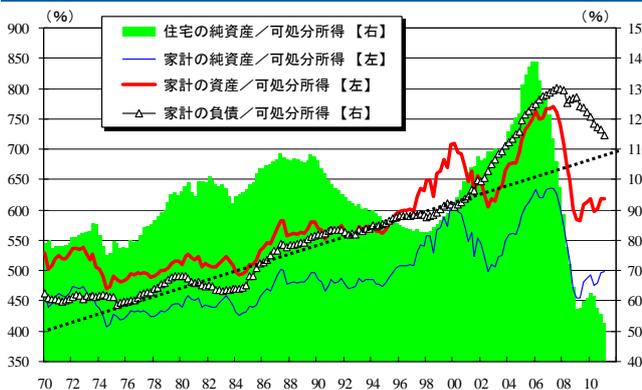
(注) ガソリン小売価格はRegular Grade、2011年6月は前半2週間分の平均値。  
(出所) BEA、EIA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

家計のバランスシート調整は進展 ～ クレジットカードも下げ止まり、ネックは引き続き住宅問題？

6月9日にFRBが発表した11年Q1末の家計金融資産状況によると、家計の債務残高は、消費者信用は2四半期連続で増加したものの(11年Q1は年率2.4%増と08年Q2以来の高い伸びに)、住宅ローンの圧縮幅の方が大きく、全体では前期比年率2.0%減と12四半期連続で減少し、しかも一度鈍化した圧縮ペースが再加速した(10年Q4は0.6%減に鈍化)。これは、住宅ローンの圧縮ペースが3.4%減と、4四半期ぶりに大きな減少率になったためである(負債の約3/4は住宅ローン)。また、家計の資産面では、株価上昇を反映して金融資産が3四半期連続で膨らんだが、住宅資産の目減りが響き、増分は前期から縮小。この結果、純資産は1.7%増と3四半期連続で増えたものの、前期の4.4%増からペースダウンした。

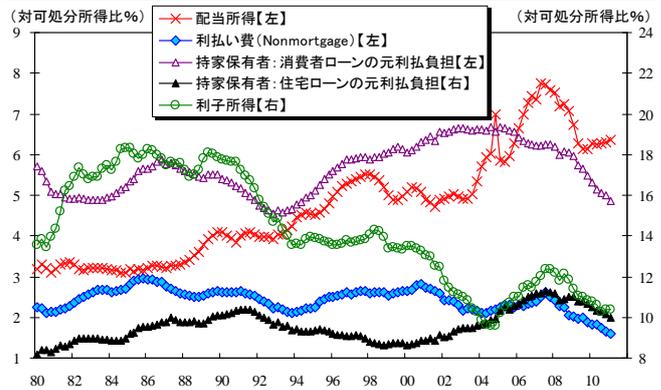
ただ、CoreLogicが発表した4月の住宅価格は、distressed saleを含むベース(原系列)で前年同月比7.5%減とマイナス幅が拡大したが、前月比では0.7%増と10年6月(税額控除措置という政府の支援がなくなって)以来のプラスに転じた。また、distressed saleを含まないベース(原系列)では、前年同月比0.5%減となり、10年12月の3.6%減をピークにマイナス幅は縮小している。また、前月比では1.8%増と2ヶ月連続で上昇した。CoreLogicは、“景気回復はまだ脆弱で、単月のデータではトレンドはわからないが、4月の増加はポジティブなサインだ。慎重ながらも楽観的な見方を示唆する証拠である”とコメント。住宅市場全体が新築市場を中心に低迷している現状に大きな変化はないものの、地域や物件によっては、モノが動いていることを示唆している。

家計負債は12四半期連続で減少 ～ 消費者信用は2四半期連続増加



(出所) FRB、BEA、Haver Analytics資料より大和総研作成

住宅ローン返済負担は約6年ぶりの低さ ～ 消費者ローンは94年以来



(出所) FRB、BEA、Haver Analytics資料より大和総研作成

## 企業の景況感 ～ サービスは一服したが、製造業は大幅に悪化し、先行きも懸念

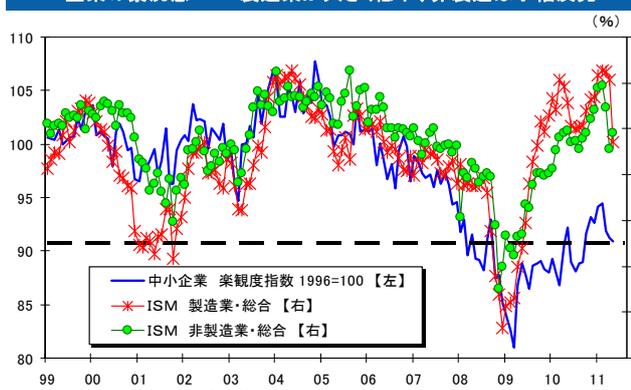
次に採用する側の企業の動向を確認する。消費の源である雇用・所得環境は、企業の採用意欲や労働の対価として支払われる賃金水準に左右される。この一ヶ月間で最も悪化した指標は、企業、なかでも製造業の景況感であり、3～4月まで絶好調だったことから、この1～2ヶ月間で急ブレーキがかかった格好である。

企業の景況感を表す5月のISM製造業景況感指数は53.5と4月実績(60.4)から6.9ポイント低下し、3ヶ月連続で前月水準を下回った。10年夏場の二番底懸念があった水準を下回り、09年9月以来の低さ。3、4月は小幅な変化だったが、5月は84年1月(▲9.4ポイント)以来の大幅なマイナス幅になる(但し、当時は69.9→60.5への変化であり、状況が異なる)。中身をみると、プラスに寄与したものはなく、新規受注(▲2.1ポイント)と生産(▲2.0ポイント)が大きく足を引っ張り、在庫(▲1.0ポイント)や入荷遅延(▲0.9ポイント)、雇用(▲0.9ポイント)も押下げている。特に、先行性のある新規受注が51(50超となった09年7月以降では最も低い)、生産が54と急激に減速しており、先行きの不透明感が増す内容となっている。どちらも、“良くなった”と回答した比率が大きく低下する一方、“悪くなった”という比率が前月の2～3倍に。

ISMは、“製造業者は、コモディティやその他投入物の著しいコスト圧力にさらされ続けている”とコメント。大幅に低下した背景には、様々な要因が考えられよう。日本の震災に伴うサプライチェーン問題の影響も想定されるが、自動車を含む輸送機器は総合、受注、生産のいずれも前月よりも拡大と報告されている。企業のコメントには、“悪天候が小売ビジネスに影響を及ぼしている”という指摘もあり、中西部を襲った洪水や大雨などの悪天候がネガティブに作用した面もあろう。

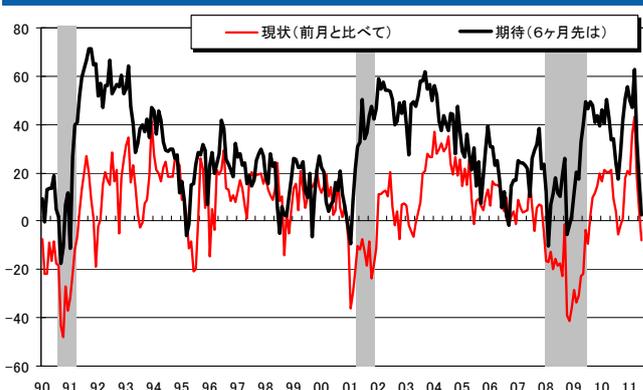
一方、ISM非製造業指数は54.6と前月から1.8ポイント、3ヶ月ぶりに上昇した。製造業よりも先行する形で3、4月と大きく悪化したが、一段の低下は回避された。中身をみると、ビジネス活動がほぼフラットだった以外は前月を上回った。なかでも、新規受注は前月から4.1ポイント、4ヶ月ぶりに上昇。ただ、4月に11.4ポイントも低下したことを考えると、反発は限定的か。雇用も3ヶ月ぶりに改善し、10年Q4～11年Q1の平均値まで回復している。受注が改善したことからビジネス活動も反発へ。ISMは、“ビジネス環境全般に関する企業のコメントは、ほとんどポジティブである。ある程度、経済が安定しているという感覚があるようだ。しかしながら、燃料コストや様々なボラタイルなコモディティコストに対しては、引き続き懸念が存在する”と谈及。

企業の景況感 ～ 製造業が大きく低下、非製造は小幅反発



(注) 2007年以前の非製造総合は試算値  
(出所) ISM, NFIB, HaverAnalytics 資料より大和総研作成

フィラデルフィア連銀 ～ 現状は9ヶ月ぶりのマイナス、期待の低さは顕著



(出所) フィラデルフィア連銀, NBER, HaverAnalytics 資料より大和総研作成

サービスセクターの 50 割れが回避された点はポジティブだが、製造業の景況感の悪化は止まっていないようだ。NY 連銀が 6 月 15 日に発表した製造業景況感指数 (Diffusion Index) は▲7.79 と、5 月 (実績 11.88) から 19.67 ポイント低下し、7 ヶ月ぶりのマイナスに。横ばいという予想を大きく下回り、5 月の低下幅 (9.82 ポイント) の 2 倍に達した。企業の回答で業況が“改善した”という割合が 4 月の 34.8% から 5 月 22.7%、そして 17.7% (7 ヶ月ぶりの低水準) と着実に低下していることに加えて、“悪化した”と答えた企業が 4 月の 13.1% から 5 月は 10.82% に一旦減ったものの、6 月は 25.49% と急増した。前月は横ばいと回答した企業が過去最高の 2/3 に及んだが、そこから悪化にシフトしたことが業況感の大幅な悪化につながったと言える。調査のほとんどは、毎月 10 日までに回答されたもの。

さらに、翌 16 日にフィラデルフィア連銀が発表した 6 月の製造業景況感指数は▲7.7 と 5 月 (実績 3.9) から 11.6 ポイント低下。3 ヶ月連続で低下し、09 年 7 月 (▲9.2) 以来の低水準に (マイナスは 10 年 9 月以来)。また、半年先の見通しは前月の 16.6 から 2.5 に低下。金融危機のピークだった 08 年 12 月以来の低さであり、二番底懸念がされた 10 年を大きく下回る。顕著なのは“悪化する”と見込む割合が 29.2 と、10 年の 2 倍弱に達している点である (“良くなる”はほぼ同水準)。調査は 6 月 14 日までに受け取った回答を反映。なお、6 月 8 日公表されたベージュブック (5 月 27 日までの報告に基づいて NY 連銀がまとめた) では、ニューヨーク連銀の製造業活動は安定的と報告される一方、フィラデルフィア連銀の製造業活動は拡大したが、ペースが鈍化したと報告。後者の場合、6 月に入って景況感が悪化した可能性がある。

#### 実際の生産活動では、サプライチェーン問題は限定的？

ISM 製造業景況感指数は大きく低下したとはいえ、それぞれの項目は 50 を超えている。ISM は過去の経験則から、生産指数が 51 超であれば、FRB が発表する生産指数は前月比で概ね増加し、雇用指数は 50.1 超だと、製造業の雇用者数は概ね増えていると指摘している。逆に、新規受注指数の実質製造業受注に対する分岐点は 52.1 であり、前述の通り、5 月はこれを下回ってしまった。今後の焦点は、全国ベースの指標である ISM が、フィラデルフィア連銀や NY 連銀のように一段と悪化するかどうかである。

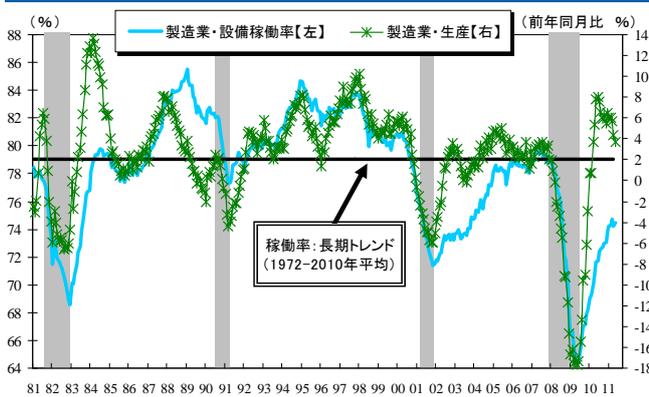
だが、実際の企業活動をみると、景況感が示すほどは悪化していない。例えば、5 月の鉱工業生産は前月比 0.1% 増と 2 ヶ月ぶりにプラスになったが、市場予想には届かず。低位にとどまった一因として、全体の約 1 割を占める公益 (電力・ガス) が 2.8% 減と 2 ヶ月ぶりに減少したことが挙げられる (特に電力が 3.3% 減と響く)。鉱工業全体の約 75% を占める製造業 (SIC ベース) に限ると、4 月の 0.5% 減から 0.4% 増と 2 ヶ月ぶりに増加。FRB が指摘しているように、3 月に発生した東日本震災によるサプライチェーン問題が、自動車・同部品の生産活動に大きな打撃を与えており、自動車・同部品の生産は 4 月の 6.5% 減という大幅減に続いて 5 月も 1.5% 減と落ち込んだ。ただ、5 月の自動車生産は年率 788 万台であり、4 月の 786 万台からほぼ横ばい。一段と落ち込むというよりは、4-5 月がボトムで、日本の復旧に合わせて今後は回復していくとみられる。

また、不振だった自動車・同部品を除いた製造業は 0.6% 増と 5 ヶ月ぶりに高い伸び。なお、4 月は当初の 0.2% 増から 0.1% 減に下方修正されたが、FRB によると、4 月末に南部を襲った竜巻のために生産が落ち込んだという。自動車以外に不振だったのは、木材製品が 1.8% 減、一次金属が 0.6% 減、電気機器が 0.6% 減といずれも 4 月に続く減少となった。このほかには、印刷 (0.5% 減) や食品 (0.4%

減) がみられる程度であり、製造業全体からみれば限られており、サプライチェーン問題の影響が必ずしも拡大していないとみられる。逆に、プラスの業種は、コンピュータ・電子製品 1.4%増、機械が 1.7%増、非金属鉱物 1.8%増、家具 2.6%増、石油石炭製品 2.0%増、繊維 1.4%増などである。

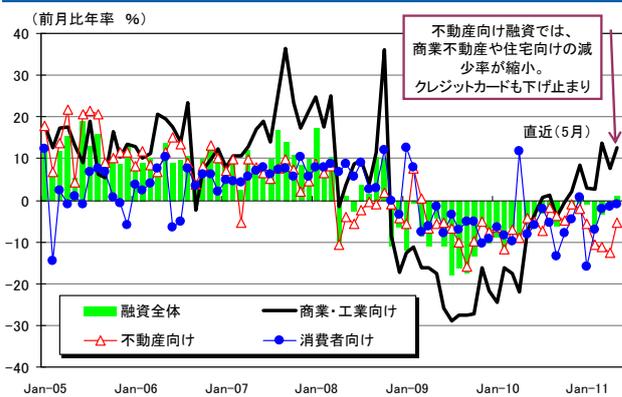
鉱工業全体の設備稼働率は 76.7%と前月からほぼ横ばいにとどまったが、公益の稼働率が 79.0%と 1年1ヶ月ぶりの低水準になった点が響く。製造業に限れば、稼働率は前月から 0.3%ポイントアップの 74.5%に上昇。自動車関連を除いたベース(試算値)では、0.4%ポイントアップし、08年8月以来の水準まで改善。

5月の生産は前年比3.7%増に鈍化 ～ 設備稼働率の上昇も一服



(出所) FRB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

商業銀行の融資 ～ 企業向けは好調、消費者向けの減少率は縮小

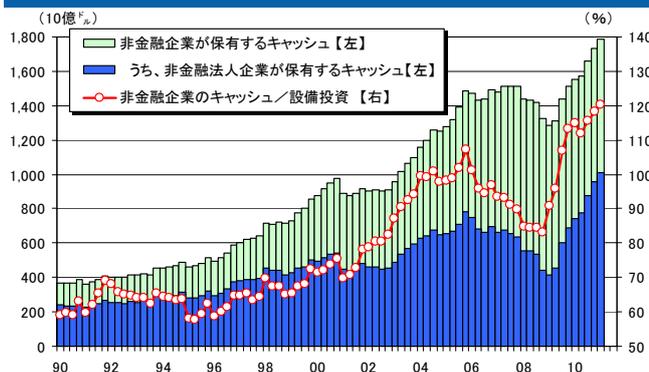


(出所) FRB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

企業はお金を使い始めているが、同時に手もとに抱え込む傾向も変わっていない

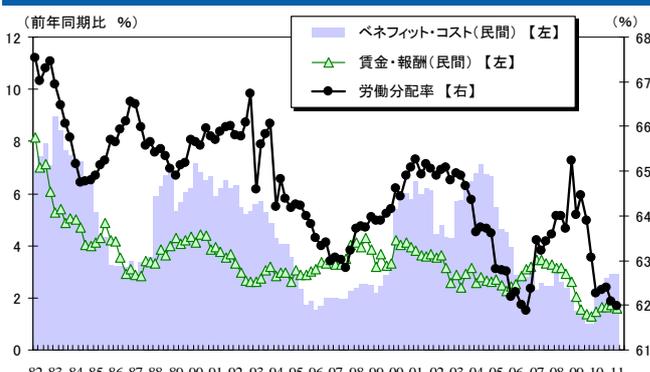
11年Q1末の非金融企業の負債は前期比年率 4.0%増と 3 四半期連続で増加し、09年Q2以来の高水準まで回復した(金融機関の企業向けの融資残高は 7ヶ月連続で増加しており、5月の残高は 10年初のレベルまで回復)。なかでも、個人企業を除いた法人企業ベースでは 7.1%増と 08年Q1以来の高い増加率で(残高は過去最高を更新)、活発な企業活動を表している。但し、企業が手元に資金をプールしている傾向は変わっておらず、11年Q1末で 1兆 7863 億ドルと 8 四半期連続で積み上がっている。この間個人企業の残高は減少、専ら法人が増やしていることになる。企業側の慎重な姿勢を反映か。この結果、労働分配率の低下傾向は続いたまま。ベネフィットコストの増加は確認されるが、消費の加速には賃金上昇が不可欠であり、インフレが高い状況下ではなおさらだろう。

企業の手元に積み上がる現金 ～ 11年Q1末で約1.79兆ドル



(注) 企業が保有するキャッシュ=現金・決済性預金+定期性預金+海外預金  
(出所) FRB、BEA、Haver Analytics資料より大和総研作成

労働分配率は低下傾向が続く ～ 11年Q1は4年半ぶりの低水準



(注) 労働分配率=雇用者所得/国民所得値  
(出所) BLS、BEA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

## 企業は、コストの増加を意識 ～ インフレは、コアベースで加速

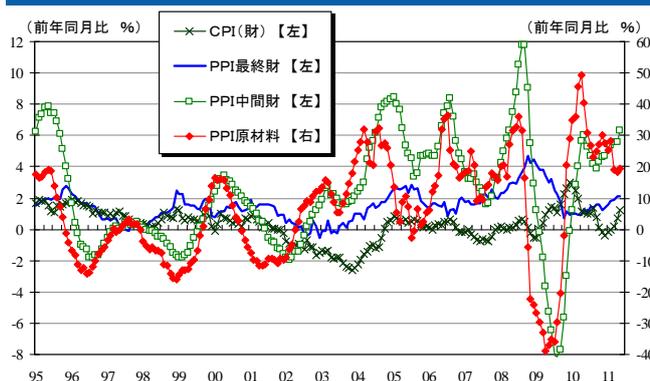
企業の景況感を悪化させている一因が、原材料等のコスト増加であろう。ISMが紹介する企業のコメントでも、“製品価格が原料や輸送コスト等のコスト増加を下回っている”（化学）、“需要は強い。同時にすべてにおいてインフレ率が高まっている”（紙製品）、“ビジネスは好調。燃料コストやトラック利用がサプライチェーンにネガティブな影響を及ぼし始めている”（農林漁業）、“コモディティ市場の不確実性、特に燃料や原油をベースにした製品は再び圧力をかけており、安定を模索するために節約を強いられている”（小売）、“ボラタイルな商品価格は肉や酪農生産者を圧迫しており、燃料価格の上昇は多くの者にとって問題”（卸売）と、様々な業界においてマイナスの影響を及ぼしているようだ。

なお、フィラデルフィア連銀の製造業調査では、支払価格は現状、先行きともに大きく低下しており、コモディティ価格上昇の影響が鈍化している可能性を示唆する。一方で、現状はともかく、受取価格の先行きについては慎重な見方が強まっており、企業の収益を圧迫する材料になっているとみられる。

足もとの物価動向は、5月の生産者物価（最終財）は前月比0.2%増と11ヶ月連続の上昇となったが、前月の0.8%増から大幅に鈍化した。エネルギーは4月から鈍化したが、1.5%増と10ヶ月連続で増加。ただ、原油やガソリン価格のピークアウトを受けて、川上にあたる原材料段階のエネルギーは5.2%減と大幅に下落。タイムラグはあるが、最終財でもエネルギーは下落へ。食品は果物や野菜、牛肉等の下落が響いて1.4%減と11ヶ月ぶりの大幅な下落率に。また、食品・エネルギーを除くコアは0.2%増と、前月の0.3%増からやや鈍化。そして、消費者物価全体は前月比0.4%増と11ヶ月連続で上昇したが、伸び率は前月から鈍化。ガソリン（2.0%減）等のエネルギー全体が1.0%減と11ヶ月ぶりに下落に転じたことが一因だろう。だが、コアは0.3%増と前月からやや加速し、06年2月以来の高い伸びに。具体的には、アパレルの1.2%増、新車の1.1%増、娯楽の0.3%増、教育0.4%増などが目立つ。医療費は0.2%増と、前月よりも鈍化。帰属家賃も0.1%増で落ち着いている。通信はPCなどの下落を受けてマイナスが続く。

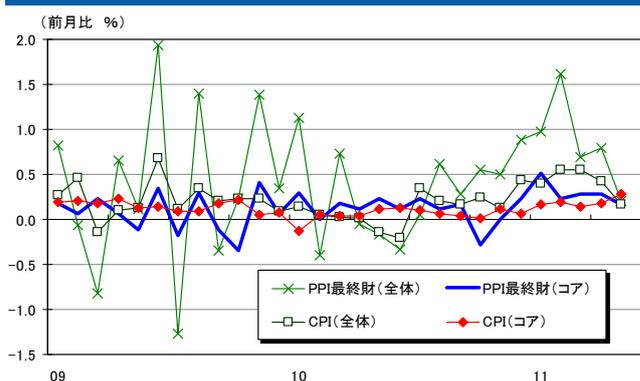
4月に続いてコアベースのインフレ加速が確認され、Fedのメンバーの想定よりも早いタイミングに2%を超える可能性がある。今後は景気減速によるインフレ抑制効果も期待されるが、Fedが想定するようにコモディティ価格の高騰の影響が一時的でとどまるかは、まだ予断を許さない。というのも、ベージュブックでは企業によるコスト転嫁の動きが引き続き報告されており、また相対的に競争力が劣るとみられる中小企業（NFIB調査5月）でも、販売価格引き上げの動きが加速しており、消費者へのシフトはしばらく続くだろう。

生産者物価 ～ 原材料から中間財、そして最終財へ転嫁が進む



(注) 系列は食品エネルギーを除くコアベース  
(出所) BLS、HaverAnalytics資料より大和総研作成

物価の変化 ～ 食品とエネルギーを含む全体は鈍化、コアは加速



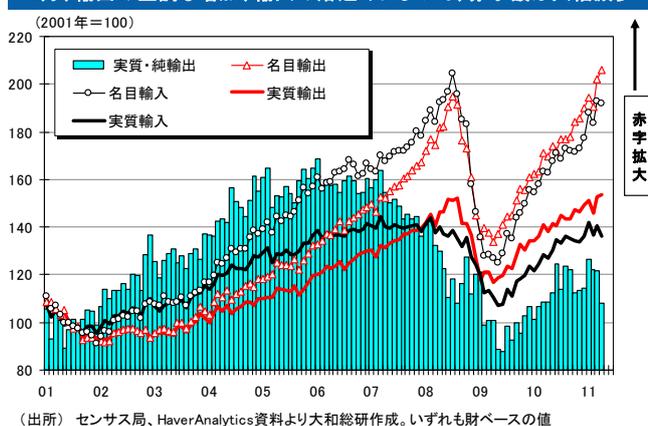
(注) コア：食品・エネルギーを除く  
(出所) BLS、HaverAnalytics資料より大和総研作成

## 輸出は堅調、輸入の減少には震災の影響も～ Q2の成長率を押し上げる？

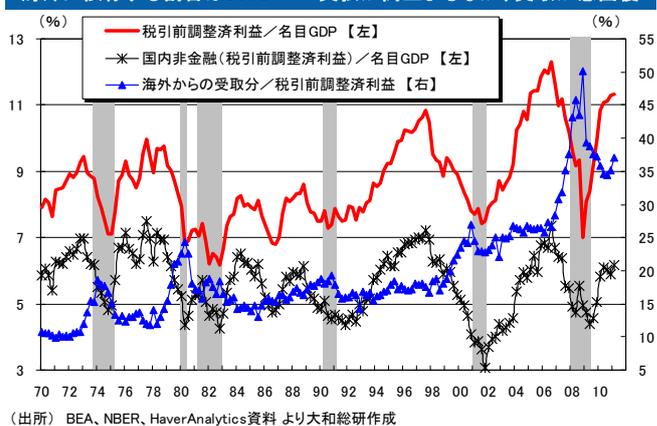
4月の貿易赤字（財・サービスベース）は前月比6.7%減の473億ドルと、2ヶ月ぶりに縮小し、4ヶ月ぶりの規模に。輸出は3月の4.9%増からはペースダウンしたものの、1.3%増とプラスを維持し、過去最高額を更新（同様のことが実質の財ベースにも当てはまる）。底堅い世界経済のうえに、最安値を更新するドル安が追い風になって、輸出は順調に拡大しているとみられる。一方で、輸入は0.4%減と、3月の4.2%増から一転してマイナスになり、赤字縮小につながった。また、名目ベースでは小幅マイナスだが、実質ベース（財）では3.1%減となり（3月は2.8%増）、頭打ち感が鮮明である。この結果、実質の貿易赤字は10.9%減と3ヶ月連続で減少し、1年ぶりの低水準になった。

Q2のGDPを考えるうえでは、成長率を押し上げる要因だが、今回の輸入低迷は一時的な要素と考えられる。というのも、財（センサスベース）の輸入をみると、消費財（除く自動車）は5.0%増（寄与度1.1%ポイント）、資本財は1.4%増（0.3%ポイント）、食料等は4.2%増（0.2%ポイント）と増えたが、自動車が12.9%減と、3月の9.4%増から一転して大幅なマイナスになり、輸入の伸びを1.5%ポイントも押下げてしまった。日本の震災によるサプライチェーン問題が輸入に波及したみるべきだろう。季節調整済みの国別データはないが、日本からの輸入は前年比で6.5%減と16ヶ月ぶりのマイナスに（3月までは14ヶ月連続の2ケタ増）。また、輸出を寄与度分解すると、原材料が1.7%ポイント、資本財（自動車を除く）が1.0%ポイントと引き続き好調だが、自動車が0.6%ポイントのマイナス要因に。サプライチェーン問題が米国の輸出にも影響か。なお、貿易統計は過去に遡って改定されているが、センサスによると、全体的なトレンドは変わっていないという。

4月、輸出の堅調な増加、輸入の落込みによって、赤字額は大幅減少



海外に依存する割合は37%～支払が高止まるなか、受取が急回復



## QE2終了後はどうなるか？～再投資停止のタイミングは後ずれ

6月21-22日に開催される予定のFOMCでは、10年11月に決定された国債の総額6,000億ドルの追加買入れ計画（QE2）の6月末での終了の確認、MBS・国債の元本償還の国債への再投資、そして、長期にわたって事実上のゼロ金利を維持することが、声明文に盛り込まれ、現状の緩和的な金融政策から変更はないとみられる。なお、実務を担当するNY連銀が6月10日に発表した今後一ヶ月（6月13日から7月11日）の購入スケジュールによると、QE2に伴う買入れ500億ドル分、及び再投資分120億ドル分、合計で約620億ドルの国債を購入するという。但し、FOMCで政策変更があれば修正されることになるが。

前回4月26-27日に開催されたFOMCの議事録では、出口戦略に関する議論がな

され、まず再投資の停止（停止によって保有証券の残高は自然減に）が次のステップとして考えられていることが明らかにされた。そして、多くの参加者が、資産売却よりも政策金利の引き上げが先である方が望ましいという認識を持っていることが明らかにされたものの、具体的なスケジュールは示唆されなかった。

前述してきたように、この一ヶ月半の間に発表された経済指標の多くは弱い内容であり、最初のプロセスに入るタイミングがずれ込むという観測だけでなく、出口戦略の路線を白紙にして QE3 をという声もマーケットで上がった。だが、実際に QE3 という話になるには、QE2 を実施した昨年同様の理由付けが必要になるだろう。QE2 の際には、現状の失業率が高過ぎることとインフレが低過ぎる点を根拠に挙げた。これらは、FRB に課せられた二大政策目標である雇用の拡大と物価の安定が損なわれていることを意味し、現状を変えるためには何らかの追加措置が必要だという筋の通った論理展開になった。

現状は必ずしも昨年と同じではない。まず雇用面では、昨年の場合、失業率は 9.5~9.6% で高止まり、雇用者（民間部門）の増加幅は一ケタ台だった。現在の失業率は 9.1%、雇用者（民間部門）が 8.3 万人増と改善はペースダウンしており、今後さらに悪化するという見通しが立てば、追加措置の前提条件はクリアするかもしれない。ただ、より難しいハードルがインフレであろう。昨年の場合、コアベースで前月比 0.0~0.1% 増という非常に低く、前年比でも 1% 割れが視野にはいっており、デイスインフレの懸念が強かった。だが、足もとでは、コアベースでも 0.2~0.3% 増、年率では 2% 超のスピードでインフレは上昇している。幸いにも Fed が注目するインフレ期待が落ち着いており、現行政策を早急に変更する状況ではないが、やはり昨年とはインフレ環境が大きく異なっている。

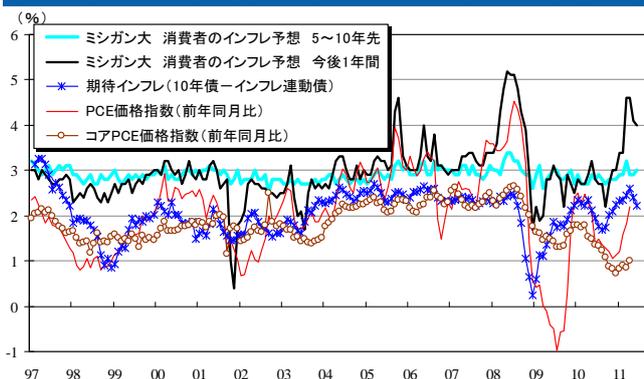
しかも、昨年の QE2 実施前でも、Fed のなかでは QE2 をやることによるベネフィットとコストを巡り、激しい議論がみられた。そもそも QE2 は効果があったのかについてタカ派は懐疑的であり、これ以上の資産購入はインフレを煽るリスクがあるだけという懸念が払拭されていない。QE2 の効果に関する評価もまとまっていない今、Fed 内部のコンセンサスを得て QE3 に持ち込むのはかなり困難な道のりであり、さらなる追加策を講じる環境ではないと考えられる。

また、タカ派だけでなく、ハト派も 4 月の FOMC 前の段階で追加策は必要なし、QE2 で終わりだと主張していた。4 月の際には、景気見通しが引き下げられた一方で、インフレ見通しは引き上げられた。従って、年後半以降の行方は、声明文の現状認識、及び FOMC 後に公表されるであろう Fed メンバーの景気・インフレ見通しを確認することになる<sup>9</sup>。既に公表済みのページブックをみる限り、小幅な下方修正にとどまるとみられるが、もし予想成長率などを大きく下げているのであれば、出口戦略に進むタイミングの後ずれを一段と印象づけることになる。

前回、初めての記者会見を無難にこなしたバーナンキ議長だが、今回も記者会見が予定されている。QE2 の終了を受けて、次のステップのタイミングを計ろうとする記者との突っ込んだやり取りがみられるだろうが、恐らくバーナンキ議長が答える内容は、6 月 7 日の講演から大きく逸脱することはないと予想する。

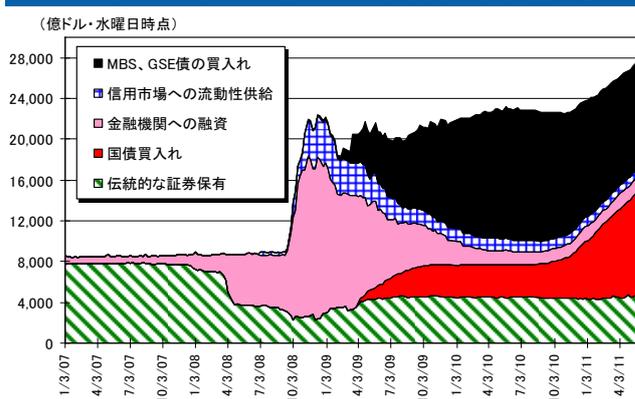
<sup>9</sup> なお、4 月時点の Fed メンバーの景気・インフレ見通しは、拙稿 海外情報「Fed は景気・インフレ判断を大きく変えず」2011 年 4 月 28 日付を参照。

実際のインフレ率と様々なインフレ期待 ~ 11年に入ってから高まった



(注) 11年6月の期待インフレは、6/17までのデータで計算  
(出所) ミシガン大/ロイター、BEA、FRB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

FRBのバランスシート ~ 6月末でQE2は終了し、当面は残高維持へ



(出所) FRB Cleveland資料より大和総研作成

<米国経済見通し>

	2010					2011					2012				
	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率(除く失業率)															
国内総生産	3.7%	1.7%	2.6%	3.1%	2.9%	1.8%	2.4%	3.1%	3.4%	2.5%	2.5%	2.9%	3.1%	2.8%	2.9%
<前年同期比>	2.4%	3.0%	3.2%	2.8%		2.3%	2.5%	2.6%	2.7%		2.8%	3.0%	2.9%	2.8%	
民間消費支出	1.9%	2.2%	2.4%	4.0%	1.7%	2.2%	1.9%	2.9%	3.0%	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
政府支出	-1.6%	3.9%	3.9%	-1.7%	1.0%	-5.1%	2.6%	0.8%	1.1%	-0.3%	0.9%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%
企業設備投資	7.8%	17.2%	10.0%	7.7%	5.7%	3.4%	5.0%	9.0%	12.5%	7.4%	2.0%	6.5%	8.0%	7.0%	6.9%
民間住宅投資	-12.3%	25.7%	-27.3%	3.3%	-3.0%	-3.3%	1.0%	3.0%	4.0%	-2.0%	7.0%	10.0%	7.5%	6.0%	6.1%
輸出等	11.4%	9.1%	6.8%	8.6%	11.7%	9.2%	5.5%	6.0%	5.5%	7.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.9%
輸入等	11.2%	33.5%	16.8%	-12.6%	12.6%	7.5%	3.0%	6.2%	6.0%	4.8%	5.2%	6.3%	6.0%	6.5%	5.7%
鉱工業生産	8.1%	7.1%	6.7%	3.1%	5.3%	4.2%	1.8%	4.1%	4.7%	4.0%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%
消費者物価(全体)	1.3%	-0.5%	1.4%	2.6%	1.6%	5.2%	4.5%	1.6%	2.0%	3.1%	2.0%	2.1%	2.3%	2.1%	2.2%
失業率	9.7%	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	8.9%	9.0%	8.8%	8.5%	8.8%	8.3%	8.3%	8.1%	8.0%	8.2%
10 億ドル															
貿易収支(財・サービス)	-119.6	-130.5	-131.1	-118.7	-500.0	-140.8	-118.7	-120.3	-126.4	-506.2	-128.5	-124.1	-126.1	-128.6	-507.3
経常収支	-118.3	-120.3	-120.1	-112.2	-470.9	-119.3	-107.5	-108.6	-113.5	-448.9	-114.1	-111.5	-113.1	-115.2	-453.8
財政収支	-328.9	-287.0	-290.2	-369.0	-1275.1	-460.5	-200.7	-350.7	-400.1	-1412.0	-461.7	-205.7	-350.7	-340.1	-1358.2
FFレート誘導水準(期末%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50	1.50
2年債利回り(期中平均%)	0.92	0.87	0.54	0.48	0.70	0.69	0.57	0.60	0.88	0.68	1.15	1.48	1.98	2.40	1.75
10年債利回り(期中平均%)	3.72	3.49	2.79	2.86	3.21	3.46	3.22	3.27	3.56	3.38	3.78	4.04	4.23	4.38	4.11
国内最終需要	1.3%	4.3%	2.6%	3.2%	1.9%	0.7%	2.3%	3.1%	3.6%	2.4%	2.4%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
民間需要	2.0%	4.4%	2.3%	4.3%	2.0%	2.1%	2.2%	3.6%	4.1%	3.0%	2.8%	3.5%	3.6%	3.4%	3.4%

(注) GDPは2011年Q1まで実績値、Q2以降は大和総研予想  
(出所) 大和総研ニューヨークリサーチセンター