

～海外情報～

2011年8月19日 全15頁

米経済見通し GDP ショックで大幅下方修正

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

2011年を1.7%成長と予想するが、下ブレリスクは存在

[要約]

- 2011年Q2の実質GDP成長率は前期比年率1.3%増とプラス成長になったが、0.4%増に下方修正されたQ1とともに、景気が大幅に減速していることを示している。2011年前半が1%成長にとどまった象徴が個人消費の弱さであり、特にQ2は事実上のゼロ成長だった。消費だけでなく、在庫や輸入などその他の需要項目にサプライチェーンの混乱の影響がみられた。
- 予想を大きく下回る今年前半の低成長を受けて、年後半から来年にかけての見通しが大幅に下方修正されている。Fedも例外ではなく、見通しを下方修正したうえで下ブレリスクが高まっていると指摘。7月の経済指標は概して底堅く推移したが、景気悪化懸念はむしろ高まっている。債務上限の引き上げ問題を巡る政治的混乱を端緒にして、様々な材料が金融市場を混乱させている。昨年とは異なり、金融や財政政策の迅速な対応が難しいことが不透明感を増幅している。
- 株価の大幅下落や金利の大幅低下という一連の動きにより、企業の景況感や消費者のマインドが大きく悪化している。2011年の成長率を1.7%と予想するが、マインドの変化が実際の行動にどのように表れるか、注視していく必要があるだろう。

2011年前半は1.1%という低成長にとどまった

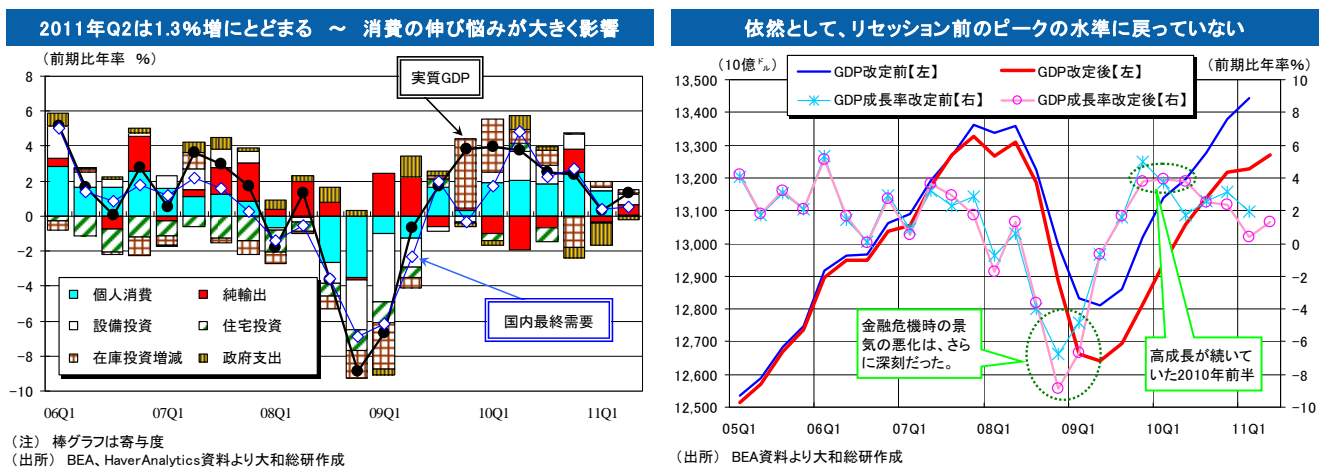
2011年Q2の実質GDP成長率(第1次推計値)は前期比年率1.3%増となり、2009年Q3以降、8四半期連続のプラス成長になった。だが、市場コンセンサス(Bloomberg調査・中央値1.8%増)を下回り、さらに遡及改定によってQ1も当初の1.9%増から0.4%増(今回の景気回復局面では最低、Q2はそれに続く低成長)に下方修正されたことから、2011年前半の成長率は1.1%増にとどまった。市場予想を含めて2%程度に景気が減速したとみられていたが、蓋を開けてみればその半分に過ぎず、過去の回復局面に比べて緩慢とされる今回の局面のなかでも、この半年は低い成長だった¹。

2011年Q2はGDP成長率でみれば前期から加速しており、春先まで堅調だった景気がその後大きく減速しているという、従来のイメージとずれている。実際、民間企業の設備投資は構築物投資の改善やIT投資の大幅増を受けて、Q1の前期比年率2.1%増から6.3%増に加速している。また、住宅投資や外需の寄与度は2四半期ぶりのプラスに転じ、Q1の最大の押し下げ要因となった政府支出も、州地方政府の支出減少を、国防関連を中心とした連邦政府支出の3四半期ぶりの増加がカバーする形でマイナスの寄与度も縮小している。

¹ Q2のGDPに関しては、拙稿「海外情報「2011年前半の米国景気は1%成長にとどまる」」2011年8月1日を参照。

対照的に、個人消費は Q1 の前期比年率 2.1% 増から 0.1% 増とこの 2 年間では最低の伸びに落ち込み、景気減速が鮮明になっている。事実上のゼロ成長になった背景には、食料品やガソリン等の価格高騰に加えて、3 月に発生した日本の震災等に伴うサプライチェーンの混乱のために自動車関連の支出が大幅減となったことが挙げられよう。

在庫要因を除いた最終需要は前期比年率 1.1% 増と前期のゼロ成長から回復した。ただ、未確定部分が残る外需と在庫要因を除いた国内最終需要は 0.5% 増と前期の 0.4% 増に続く低い伸び率にとどまっている。また、国内最終需要から政府支出を除いた民間需要は 0.9% 増となり、2010 年 Q4 の 4.0% 増、2011 年 Q1 の 1.9% 増から半減し続けている。このように、経済成長のコアとなる国内最終需要あるいは民間需要をみると、成長がペースダウンしている印象が強まる点は否めない。

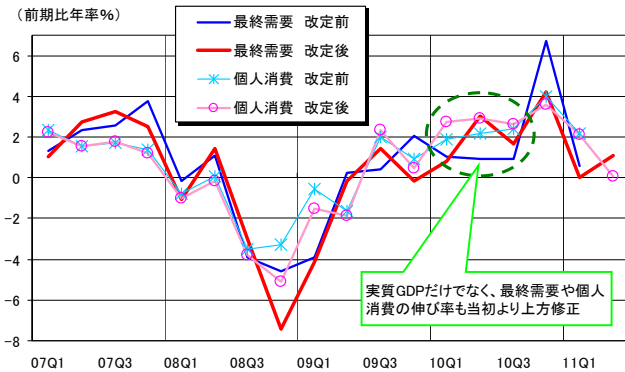


金融危機の落ち込み は大きかった ～ 2009年は3.5%減

今回は Q2 発表と同時に通常の年次改定(過去 3 年分の遡及改定)だけではなく、2003 年 Q1 から名目 GDP などがリバイスされた。この結果、基準となる 2005 年の値が見直されたために、デフレーターや実質 GDP も過去に遡って改定。但し、BEA によると 2003 年 Q1 より前の修正率は小さく、やはり通常の年次改定が該当する 2008～2010 年で大きな修正がみられた。四半期ごとの実質 GDP 成長率のプラスマイナスの符号は変わらなかったが、今回も下方修正がメインである。2008 年は当初のゼロ成長から 0.3% 減に、2009 年は 2.6% 減から 3.5% 減にそれぞれ引き下げられ、2 年連続でマイナス成長に陥ったことになる。

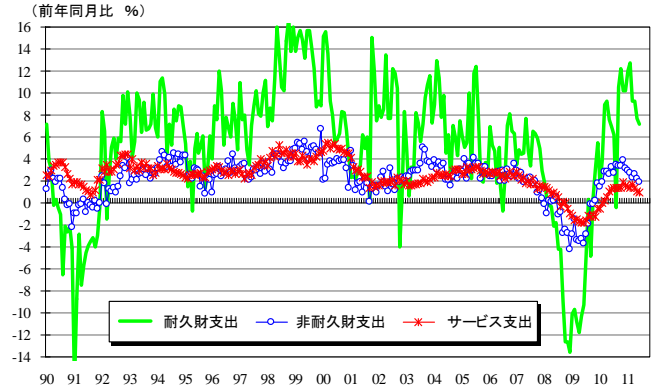
従って、金融危機によるリセッションが当初考えられていたよりも厳しかったわけで、なかでも 2008 年 Q4 は前期比年率 6.8% 減から 8.9% 減に、2009 年 Q1 は 4.9% 減から 6.7% 減にマイナス幅が拡大した。この結果、2009 年の実質 GDP の規模は 1775 億ドル、1.4% 縮小した計算になる。逆に、2010 年 Q2 の成長率が当初の 1.7% 増から 3.8% 増に上方修正されるなど、2009 年 Q4～2010 年前半にかけて 4% 近い高成長が続いていた。在庫要因によって押し上げられた面が大きいですが、個人消費なども当初より上方修正された。特に、2010 年 Q2 は 2% 未満(第 1 次推計値 2.4%→第 3 次推計値 1.7%)に成長率が鈍化し、景気の先行きに対する不透明感から二番底懸念を高める材料だった。一方、2010 年 Q4 からここ 3 四半期の鈍化が顕著になり、当初はリセッション前のピークだった 2007 年 Q4 の実質 GDP の規模を 2010 年 Q4 に上回っていたが、改定後は 2011 年 Q2 時点でも達していないことが明らかに。

2010年の二番底懸念は本物だったか? ~ 10年Q2: 1.7%⇒3.8%



(注) 最終需要=実質GDP-在庫投資増減
(出所) BEA資料より大和総研作成

実質個人消費、サービス支出が低迷 ~ 11年Q2は耐久財が減少



(出所) BEA, Haver Analytics資料より大和総研作成

個人消費の伸び悩み ~ 名目と実質の乖離

2011年Q2の個人消費の伸び悩みは前述した通りだが、事実上のゼロ成長となった中身を見ると、耐久財支出がQ1の前期比年率11.7%増から4.4%減(6四半期ぶりのマイナス)に、非耐久財支出はQ1の1.6%増から0.1%増に鈍化した。財支出の8四半期ぶりの減少は、自動車及び部品的大幅減が影響したほか、ガソリン代等の減少が響いた。但し、後者の名目値は、価格上昇を受けて12.9%増と膨らんでいる。実質と名目で伸び率が乖離している点は食品にも当てはまり、実質0.7%増に対して名目7.1%増、同様にサービス支出のなかの外出・ホテルは実質0.0%増に対して名目5.2%増である。消費者は、ガソリンや食品など生活必需品への支出により多くを割かなければならず、価格上昇による購買力の低下に直面している。それ故、消費者マインドの低迷の一因になっているとみられる。

見通しの大幅な下方修正

予想を大きく下回る今年前半の低成長という結果を受けて、年後半から来年にかけての見通しが大幅に下方修正されている²。大雑把に市場コンセンサスをみれば、当初は、2011年前半は2%成長に減速するものの、年後半そして2012年は3%成長で推移するという見通しだったが、GDP発表後は、前半が1%成長にとどまった後、年後半は2%台前半、そして2012年前半は2.5%前後、年後半は3%弱という見通しに変化している。景気悪化懸念が高まるなか、メインシナリオは今後もプラス成長が続いていくとみている。

だが、予想される回復ペースは従来の見方よりも緩慢であり、特に、実績の影響を受けない2012年の成長率予想までも大きく下方修正されている。つまり、足もとの景気減速は、サプライチェーンの混乱や、食品やエネルギーの価格上昇が消費者の購買力や支出を減衰させるといった一時的要因だけでは必ずしも説明できなくなっており、今後一時的要因が解消されたとしても、その景気浮揚効果は小さいことなるう。

足もとの経済状況 ~ 7月分は比較的 堅く推移

低迷した前半からどのように変化しているか、足もとの経済状況を確認する。まず、Q2の低成長の主因だった消費動向だが、7月の小売売上は前月比0.5%増と

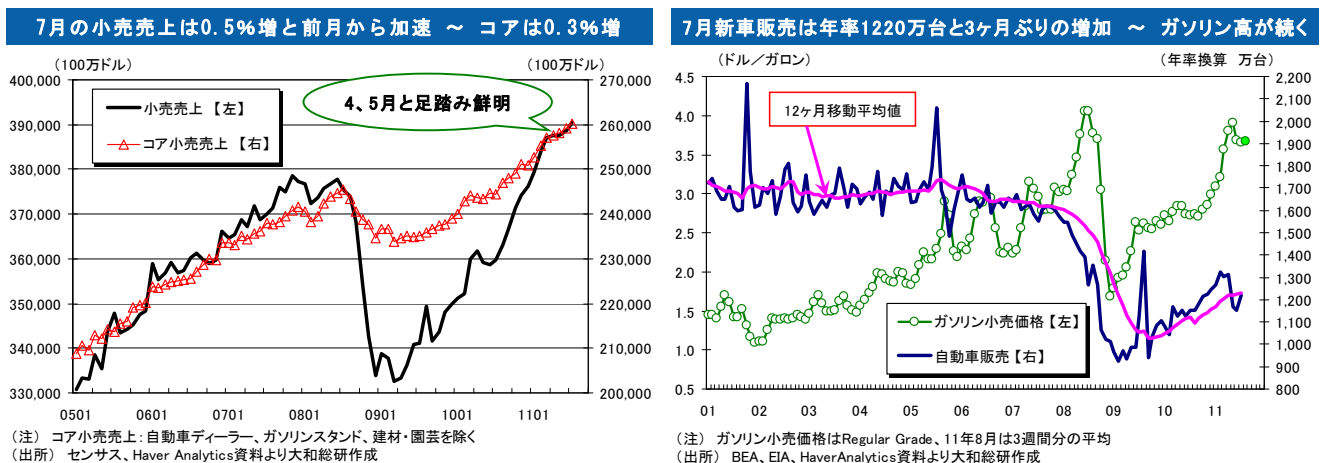
² 直近の市場コンセンサス(Blue Chip調査、8月)は2011年の成長率を1.8%(2012年を2.5%)と想定し、一ヶ月前の時点から0.7ポイント引き下げられている(2012年は0.5ポイントの下方修正)。

2ヶ月連続のプラスになり、市場予想の結果に(合わせて過去2ヶ月分が上方修正)。3月の0.76%増から4月の0.19%増、5月の0.05%減と急減速したあと、6月0.28%増、7月0.47%増とやや改善した格好になる。但し、7月も物価が上昇しているために、インフレを考慮した実質ベースでは引き続き伸び悩んでいる可能性がある。

7月の中身をみると、最も押し上げたセクターはガソリンスタンドであり、前月比1.6%増と2ヶ月ぶりに増加した(寄与度は+0.19%ポイント)。6月には最大の押し下げ要因だったが、一転して増加へ。また、6月に最も小売売上を押し上げた自動車・部品は0.4%増と2ヶ月連続で増加したが(+0.07%ポイント)、6月の0.7%増からペースダウンした。自動車関連を除いたベースでは0.5%増と市場予想を上回り、4ヶ月ぶりに高い伸びとなった(但し、ガソリンスタンドも合わせて除いたベースでは0.3%増とやや鈍化)。なお、7月の新車販売台数は年率1220万台と3ヶ月ぶりに増加し、サプライチェーンの混乱から徐々に脱し始めていることを窺わせる。一方、ガソリン小売価格は5月上旬をピークに下落しているものの、直近(EIA8月15日発表)でも3.604ドル/ガロンと高止まっており、前年水準を約3割上回っている。

この2つを除いたなかで好調だったセクターとしては、オンライン取引や宅配などの無店舗販売が0.9%増と12ヶ月連続で増加し(+0.08%ポイント)、着実に拡大している。また、飲食料品や雑貨、アパレルの増加に加えて、過去3ヶ月連続で減少してきた家電(1.4%増)や家具(0.5%増)が4ヶ月ぶりにプラスに転じた。対照的に、不振だったセクターは、スポーツ・娯楽等の1.5%減や5ヶ月ぶりに減少した建材・園芸(0.4%減)だった。また、総合小売はほぼ横ばいだったものの、デパートは0.8%減と、スポーツ娯楽同様に減少率が大きかった。

GDPにおける個人消費の基礎統計であるガソリンスタンド、自動車ディーラーと建材・園芸を除いた小売売上高は0.34%増と6月の0.44%増(当初は0.1%増と低位だったが、上方修正)からは鈍化したが、4~5月の0.2%増からは加速。



雇用改善ペースは、やや回復 ~ 7月の民間部門は15.4万人増

次に、個人消費の原資である雇用・所得環境をみると、7月の非農業雇用者数は前月差11.7万人増と、市場予想(8.5万人増)を上回り、10ヶ月連続の増加となった³。上方修正された5~6月の平均5万人増から回復し3ヶ月ぶりに二ケタ増に。

³ 詳細は、拙稿「海外情報「米雇用増加幅が2ケタに戻り、過度な悲観は後退」 2011年8月8日を参照。

注目される民間部門の雇用者数も15.4万人増と、5～6月の平均9.0万人増から改善した（市場予想は11.3万人増）。依然として2～4月の平均増加ペース24.0万人増を大きく下回っているが（2010年3月～2011年7月の平均は14.0万人増）、2010年のような3ヶ月連続で民間部門の増加幅が一ケタ台（月平均6.9万人増）にとどまってしまう状況は回避された。

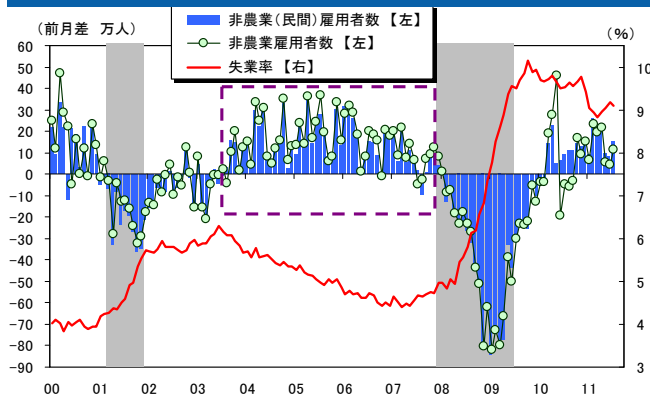
政府部門の減少が止まらない状況（7月は3.7万人減と9ヶ月連続減）は変わらないが、民間部門の増加幅が生産やサービスの両セクターで広範囲にわたって前月よりも拡大した。具体的には、製造業が2.4万人増、小売が2.6万人増とそれぞれ6月から倍増したほか、6月に大幅に縮小した教育・健康サービスや専門・企業向けサービスの増加幅が3万人台に回復している。

なお、製造業のうち自動車・部品が1.2万人増に大幅に増えた。通常であれば、この時期は自動車メーカーがモデルチェンジ等のために生産ラインをストップさせてレイオフが実施されるが、BLSによると、今年はレイオフが少なく、季節調整済みの数字を上げたという。背景には、日本の震災に伴うサプライチェーンの混乱で落ち込んだ生産を取り戻そうとするメーカーの動きがあったとみられる。

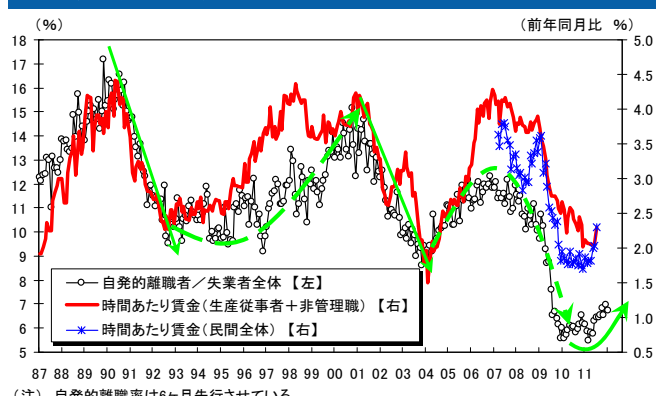
事業所調査の内容は人数の点で労働市場の拡大ペースがやや回復したことを示しているが、長期化してきた労働時間は頭打ちの状態が続いている。鉱業・製造業・建設業の生産従事者とサービス部門の非管理職に、管理職などを加えた民間セクター全体の7月の週あたり労働時間は34.3時間と前月から変わらず。一方、人数の増加と並んでポジティブな要因だったのが賃金の上昇。民間セクター全体の時間あたり賃金は前月比0.43%増、前年同月比2.30%増と加速した。前年比では、2009年末以来2%未満で伸び悩んできたが、6月に続いて7月も2%超となった。賃金上昇率の先行指標に相当する自発的離職率が上昇に転じており、タイムラグを伴って賃金も上昇へ。但し、7月の自発的離職率が再び低下するなど上昇トレンドが緩やか、かつ水準自体は低いまま。賃金上昇率が加速するには時間がかかるとみられる。

この結果、労働時間は頭打ちだったが、雇用者数や賃金が増加したことから、7月の民間部門の総労働賃金（時給×時間×雇用者数）は前月比0.6%増（前年同月比4.3%増）と2ヶ月ぶりに増加。インフレのピークアウトが観察されれば、実質賃金の増加を通じて、消費者を取り巻く環境は徐々に改善していくだろう。

7月の雇用者数は11.7万人増に改善 ～ 失業率は4ヶ月ぶりの低下



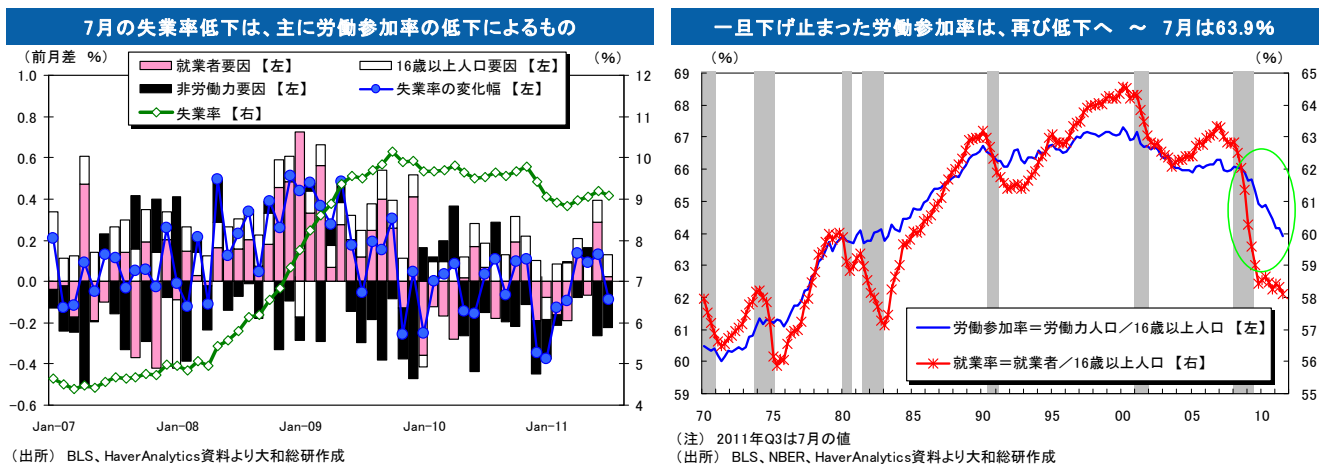
従業員の慎重な態度を反映する自発的離職率 ～ 上昇に転じた？



ただ、新規失業保険申請件数は、節目とされる40万件をなかなか大きく割り込むことができず、雇用環境の改善は足踏み状態である（直近の8月13日までの週は前週から0.9万件増の40.8万件に）。また、決算発表をむかえた企業がまとまった人員削減計画を発表するケースが増えている。実際、Challenger, Gray & Christmas社の調査によると、2011年7月は約6.6万件と前月から60.3%増加し（前年同月比59.4%増）、1年4ヶ月ぶりの高水準に。具体的には、製薬や小売、政府関連、コンピュータ、航空国防などが目立つ。この先景気の不透明感が増していけば、企業の採用姿勢は一段と慎重になるとみられ、雇用環境の改善はあくまでも緩やかというペースにとどまるだろう。

失業率の低下は評価 できず ～ 労働市場 からの退出が主因

7月の失業率は9.09%と6月の9.18%から0.09%ポイント低下し、4ヶ月ぶりに好転した。一見すると雇用環境の改善を示しているようだが、労働参加率の低下、つまり労働市場からの退出によって失業率が低下している面が強い。要因分解すると、就業者の減少が失業率を0.02%ポイント押し上げる要因になり、人口増加要因（16歳以上人口が18.1万人増加）が0.11%ポイントの押し上げに相当する。この2要因によって失業率が押し上げられたにもかかわらず、実際の失業率が低下したのは、7月の労働参加率（＝労働力人口／16歳以上人口）が63.93%に低下したため。労働市場からの退出によって失業率は0.22%ポイント押し下げられた計算になる。仮に彼らが仕事を探して労働市場にとどまっていれば、前月同様に統計上の失業率は上昇していたわけだ。



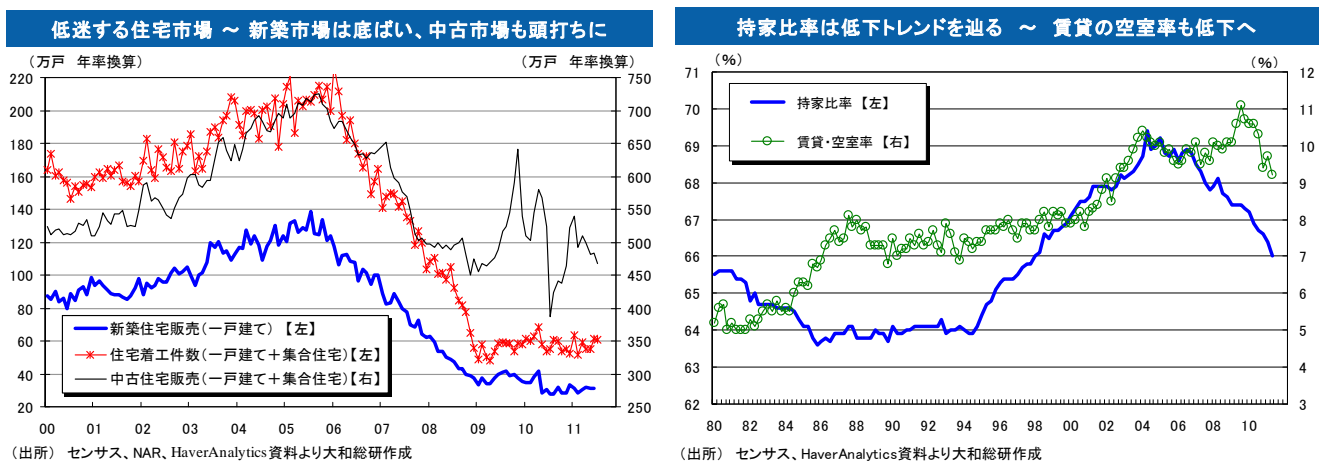
新築市場の低迷は続 く ～ 持家比率の 低下

一方、家計のお金の使い方が引き続き慎重である姿勢は、住宅関連に色濃く出ている。住宅市場のバブル崩壊が2009年初めに下げ止まってから約2年半経つが、新築住宅は歴史的な低水準のまま。過去の調整局面では、V字で回復する場面がみられたが、今回はL字を描いている。

7月の住宅着工件数は前月比1.5%減の年率60.4万戸と3ヶ月ぶりに減少したが、ボラティリティの高い2戸以上の集合住宅（そのほとんどは5戸以上）が7.8%増の17.9万戸と増えている。着工の不振は、主力である一戸建てが4.9%減の42.5万戸と3ヶ月ぶりに減少したため。2011年前半の平均42万戸と大きく変わらず、政策効果が剥落した2010年後半の平均43.5万戸を下回っている。対照的に、集合住宅に限れば、2009年Q4をボトムにして緩やかな回復トレンドを描き、7月の

水準は特殊要因で押し上げられた年初以来の高水準である。

しかし、上昇トレンドの集合住宅を加味しても、新築市場は2009年以降低迷している状態だが、その背景には、住宅需要がより安い中古住宅に流れているほか、新築・中古を問わず、家計の持家志向が低下していることも挙げられよう。持家比率は1990年代後半から上昇し始め、住宅バブル期の2004～05年にかけて69%台に達したが、バブル崩壊とともに低下に転じ、直近2011年Q2には66.0%と1998年Q1以来の低さに。その分、人々の需要が賃貸市場に流れており、賃料の上昇や賃貸物件の不足につながるとみられる。実際、2009年Q3に11.1%とピークを付けた賃貸物件の空室率は、直近9.2%と2002年Q3以来の低さまで下がっている。なかでも、賃貸向けの集合住宅は減少傾向にあることから、集合住宅を作ろうという動きがみられても不思議はないだろう。



サプライチェーン混 乱の影響が軽減し、実 際の生産活動は増加

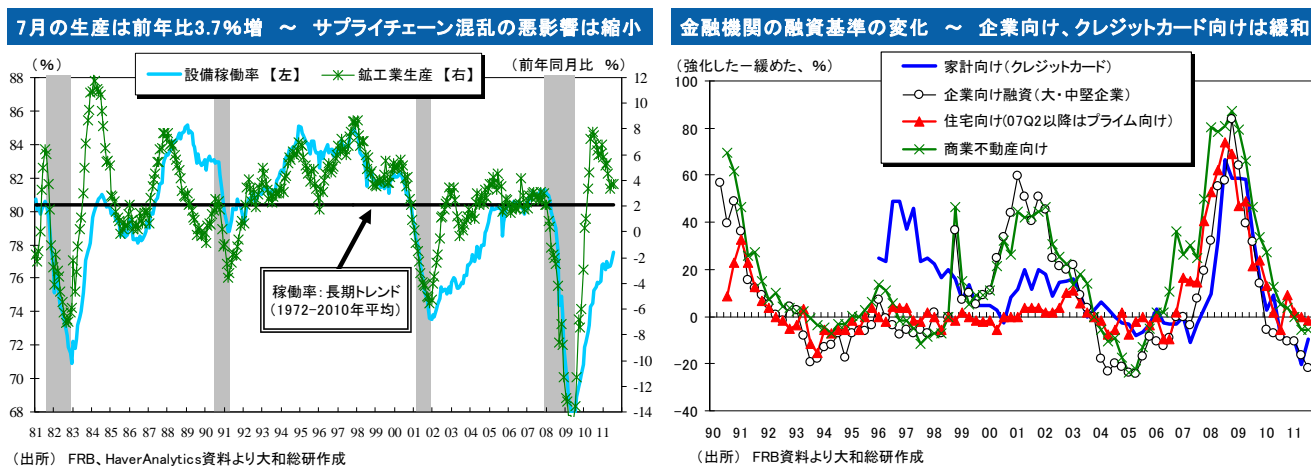
そして、実際の企業活動を示す指標として、7月の鉱工業生産をみると、前月比0.9%増と7ヶ月ぶりに高い伸びとなった(予想0.5%増)。同時に過去5ヶ月分がリバイス(2～4月の水準は下方修正され5～6月分は上方修正された)。この結果、5月は当初の0.1%減から0.2%増とプラスに転じ、6月も0.2%増から0.4%増に加速し、生産活動は回復傾向にあるといえよう。

7月をみると、全体の約1割を占める公益(電力・ガス)が2.8%増(2ヶ月連続の増加)と高い伸びを記録したが、FRBによると、一ヶ月を通じて暑かったために冷房の使用が大幅に増えたため。ウェイトが1割強の鉱業も1.1%増と5ヶ月連続で堅調に拡大している。また、鉱工業全体の約75%を占める製造業(SICベース)も0.6%増と5～6月の0.2%増から大幅に加速したが、3月に発生した日本の震災に伴うサプライチェーンの混乱の影響を受けてきた自動車・同部品が5.2%増と4ヶ月ぶりに増加に転じたことが全体の急増の主因(自動車生産に限れば8.0%増)。7月の生産指数は3月の水準までは回復していないものの、実際の生産台数は4～6月平均の年率換算790万台から873万台に回復している。前述した7月の新車販売台数の増加の背景には、生産水準が元に戻り、店頭で自動車が並び始めたことも一因であろう。サプライチェーンの混乱から漸く立ち直ってきている。

従って、7月にみられた高い伸びは一時的であり、製造業の基調は自動車関連を除いたベースで判断すべきだろう。同ベースでは0.3%増となり、5月の0.3%増、6月の0.2%増と底堅く推移。減産した業種としては、電気機器の2.3%減(4ヶ

月連続)、アパレルの1.8%減(2ヶ月連続)、化学の0.3%減(2ヶ月ぶり)、その他耐久財製造の0.2%減、機械の横ばい(厳密には0.004%減)の5つが挙げられ、全19業種中14は増産へ。例えば、一次金属1.7%増(2ヶ月連続)や航空宇宙1.3%増(7ヶ月連続)、プラスチック製造1.2%増、印刷1.0%増の4つが1%以上増加している。また、鉱工業の設備稼働率は77.52%と前月から0.61%ポイント上昇し(3ヶ月連続)、2008年8月以来の高さまで高まった。

また、金融機関の企業向けの融資態度は一段と緩和しており、企業側の資金需要も増えている。FRBが発表した金融機関に対する調査(実施は7月12日以降、回答は7月26日まで)では、過去3ヶ月間で融資基準を“強化した”と回答した割合から“緩めた”と回答した割合を差し引いたDIのマイナス幅が拡大している。特に、年間売上5,000万ドル以上の大・中堅企業向けの融資基準が緩和されており、相対的に信用が高い企業がメリットを享受できる環境になっている。



金融市場の混乱が、悲観的な見方に拍車をかけている

7月の経済指標は概して予想を上回るものが多く、過去2~3ヶ月に比べると、底堅く推移しているといえよう。では、前述した成長率予想の下方修正の動きは行き過ぎだろうか。GDPショックのほかに、債務上限の引き上げと財政赤字削減を巡る議会・ホワイトハウスの混乱、その決着に満足しないスタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ(S&P)*による米国債の長期格付けの最上級からの引き下げ、Fedの景気見通しの下方修正及び超低金利の長期継続の表明、そして沈静化しない欧州の債務危機の混乱及びその影響の波及と、一連の動きが重なりあって、むしろ景気(米国のみならず、世界全体)に対する悲観的な見方は強まっている。

*S&Pは金融商品取引法上の無登録格付機関である。別紙「無登録格付に関する説明書」を要確認

それを端的に表しているのが、株式市場の7月下旬以降の急落であり、その後の不安定な動きであろう(8月18日のNY市場も前日から4%前後下落した)。そして、格下げにもかかわらず、米国債への資金逃避の動きは止まらず、10年国債利回りは、金融危機のピーク時2008年12月以来の低水準となっている(8月18日には、一時2%を下回った)。

2010年との違い ～
迅速な金融・財政の追加措置の可能性は低く、効果も不透明

2010年の夏場に景気の二番底懸念が高まった際には、QE2 や景気対策など金融・財政政策の追加措置が年末にかけて実施され、景気浮揚に貢献した。年初は楽観的な見通しが強かった 2011 年の場合、ガソリン価格の高騰や悪天候、欧州危機の再燃、さらには日本の震災に伴うサプライチェーンの混乱など様々な一時的要因が重なって景気の減速状態は長期化。さらに、今度こそ、本物の二番底という悲観的な見方が強まっている。

必然的に、個人消費などが伸び悩んでいる景気の現状を打開するために、昨年同様の政策対応を期待する声が高まっている。しかし、昨年はデフレリスクが懸念されていたのに対して、足もとのインフレは上昇に転じており、6月末に終了した QE2 のような追加策を実施する環境（高過ぎる失業率と低過ぎるインフレ）はまだ整っていない。それ故、実現にはハードルが高く、Fed の決断には時間がかかるだろう。

依然として、オバマ大統領は歳入増にこだわっている

また、8月初めまで連邦債務の上限引き上げ問題で揉めたように、現在は中長期的な財政赤字の削減のために歳出カット（緊縮財政）を視野に入れており、昨年の積極財政とは状況が大きく異なっている。時間切れ目前ながら土壇場のチキンレースを繰り広げた同問題にしても、デフォルトを回避するために当面の決着をただけで、赤字削減の議論を年末に先送り。

8月2日に成立した Budget Control Act Amendment of 2010) は、①債務上限を直ちに 4000 億ドル、さらに 2 回、合計で 2.1～2.4 兆ドル引き上げる。②2012～2021 年で 9170 億ドルの歳出削減。③今後、超党派の特別委員会で税制改革や社会保障制度改正を含む 1.5 兆ドルの赤字削減策を 11 月までに作成し、12 月までに議会で採決。まとまらなければ、予め決められた削減策 1.2 兆ドルを実施する、というものである⁴。だが、その後発表された特別委員会のメンバーをみると、立場の違いが鮮明な分、削減策がまとまるのは困難という見方が強まっている。さらに、オバマ大統領は、赤字削減には歳入増、すなわち増税が必要であると繰り返し述べており、増税を巡って共和党と揉めた今回の議論の構図はほとんど変わっていないのである。

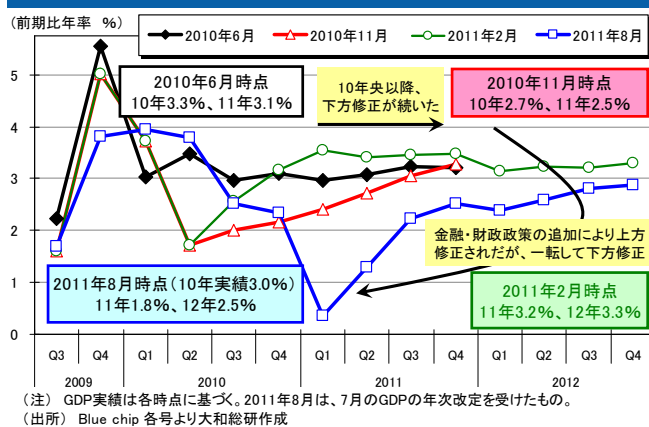
一方で、オバマ大統領は、景気対策の必要性を説き、昨年 12 月に成立した景気対策のうち今年末で終了する給与税率の軽減（従業員に対する社会保障税率 6.2% を 2%ポイント引下げ）や失業保険等の延長を議会に求めている。だが、これは財政赤字削減とは逆行する動きであるために、スムーズに決まるとは想定しにくい。むしろ、2012 年 11 月の大統領選挙にむけて、債務上限引き上げ問題で露呈した上下両院のねじれ状態や同じ党内における意見の対立も絡んで、議論は一層複雑になるだろう。一連のドタバタは国民の議会・ホワイトハウスへの不信を高めただけかもしれない。オバマ大統領に対する支持率は、7 月末以降約 40%で低迷しており、経済政策に対しては直近の世論調査（Gallup 社、8 月 11-14 日実施）で 26%と就任以来最低水準に。

政策面の不透明さは金融市場の混乱という不必要なコストを生じさせ、マインドの重しになるなど、消費を中心に回復ペースが予想以上に緩慢になるリスクを

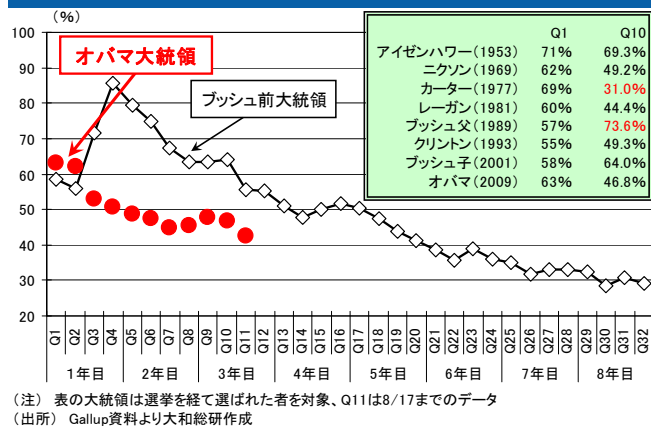
⁴ なお、財政赤字削減の景気へのインパクトに関しては、決定済みの 9170 億ドルのうち、2012 年度は 210 億ドル（裁量支出ベースで 250 億ドル）と名目 GDP 比で 0.2%未満に過ぎず、影響は限定的とみられる。また、追加の 1.2 兆ドルも、対象は 2013 年度以降であり、短期的な景気を押し下げる話ではない。

高めている。具体的な金融・財政対応が短期的に期待できない点が、先行きに対する不透明感を増幅しているとみられる。現実的には実際のデータを一つずつ積み重ねてシナリオを確認していく他なく、不透明感の払拭には時間がかかる。

市場の見方 ~ 停滞の長期化を受けて、2011-12年は大幅に下方修正



オバマ大統領の支持率 ~ 50%を下回ったままの状態が続く



消費者や企業のマインドは大幅に悪化 ~ 特に、製造業

一連の金融市場の混乱を受けて消費者や企業経営者が、今後の行動を従来から変えないと想定するのはいささか無理があるだろう。指標のなかでも、実際の生産活動や支出よりは、企業の景況感や消費者マインドにいち早く表れる。

企業の景況感を表す7月のISM製造業景況感指数は、50.9%と6月から4.4%ポイント低下し、2009年7月以来の低水準まで落ち込んだ。今回の結果は、10年夏場の二番底懸念があった水準を大きく下回って、2009年7月以来の低水準である。構成項目5つすべてがマイナスに寄与しているが、雇用が▲1.3%ポイント、入荷遅延が▲1.2%ポイント、在庫が▲1.0%ポイントとなっており、新規受注の▲0.5%ポイント、生産の▲0.4%ポイントに比べると、落ち方が大きかった。2月のピークからの低下局面において、これら3要因は、先行的に悪化してきた新規受注や生産よりも調整が遅かった分、7月の低下幅が膨らんだとみられる。実際、3~5月の累計低下幅7.9%ポイントのうち、新規受注と生産の2つで全体の3/4を占めていた。それが、7月に限ると、この遅行3要因が全体の低下幅4.4%ポイントの約8割を占める。

では、遅行要因が悪化したからといって最終局面になるかといえば、先行性のある新規受注が6月の51.6%から49.2%に低下して2009年6月以来の50割れとなっており、まだ反発の兆しはみられない。原系列のデータながら、“よくなった”という割合が前月の34%から24%に減る一方で、“悪くなった”の割合は前月と同じ23%、“変わらず”に流れたことになる。同じ傾向が生産にも当てはまり、“よくなった”という割合が低下した分は、前月と変わらずにシフト。

また、ISM非製造業景況感指数は、52.7%と前月から0.6%ポイント、2ヶ月連続で低下した。2010年2月以来、1年5ヶ月ぶりの低水準。但し、製造業の急低下に比べると、非製造業はここ4ヶ月間ではほぼ横ばい状態。ISMは、“企業のコメントは依然としてまちまちだが、大部分はビジネス環境が横ばいであることを示唆している”と言及。中身をみると、ビジネス活動が2.7%ポイント上昇し、5ヶ月ぶりに改善。4~6月の低水準から持ち直した形である。だが、ビジネス活動を除く3項目はマイナスに寄与し、なかでも新規受注は前月から1.9%ポイント低下

し、51.7%と2009年8月以来の低さに。需要の低下や予算制約、資金調達の不透明さをあげるコメントがみられる。また、雇用は1.6%ポイント低下し52.5%に。但し、実際の雇用統計ではサービスセクターの雇用増加幅は拡大しており、必ずしも整合的ではない。

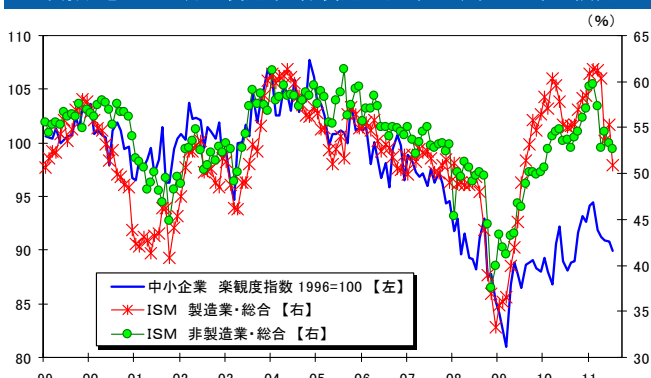
8月に入ってからの一連の混乱を色濃く反映したのが、次に取りあげる NY 連銀及びフィラデルフィア連銀の調査だろう。8月15日に発表された8月のNY連銀の製造業景況感指数は、▲7.72と7月から3.96ポイント低下し、3ヶ月連続のマイナスになった。半年先の期待感も大幅に低下。現状認識は7月と同程度のマイナスだったが、先行きは7月(22.45)を下回る8.7と、金融危機のボトム2009年2月以来の一ケタ台に落ち込んだ。NY連銀の調査回答は概ね毎月10日まで揃うということから(15日まで受け付けているが)、7月の債務上限引き上げ問題を巡る混乱から8月9日のFOMCなど一連の動きを反映していると思われる。

内訳をみると、業況が前月から“改善した”という割合が7月の22.64から25.11に増加したが、“悪化した”と答えた企業も7月の26.40から32.83に大きく増えたことから、ネットではマイナスを脱することができなかった。また、改善している企業が2ヶ月連続で増える一方で、悪化している企業は3ヶ月連続で増加し2009年6月以来の高い比率となり、企業間で二極化が起きているといえよう。この傾向は、個別の項目(直接的には業況とは関係ない)でもみられる。3ヶ月連続でマイナスとなった新規受注も“減った”という企業が全体の1/3を超えて、3割弱の“増えた”を上回っている。

また、半年先の期待感では、悪くなるという比率は7.27ポイントアップして22.83と09年3月以来の高さになったが、金融危機のピーク31.03には届いていない。だが、よくなるという前向きな見方が31.52と前月から約16ポイントも低下し、同調査が開始された直後の2001年9月(いわゆる9.11の同時テロ事件があったとき)以来、過去2番目の低さになっている。

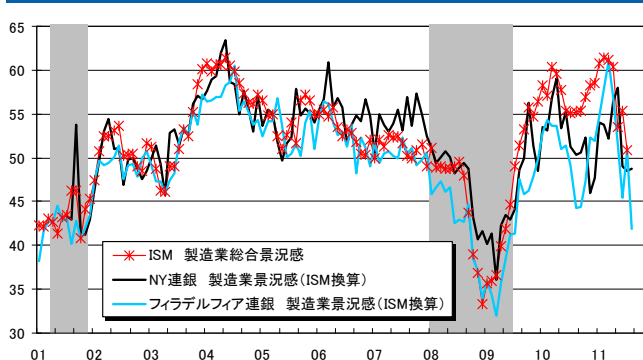
一方、8月18日に発表されたフィラデルフィア連銀の製造業景況感(8月16日までに受け取った調査結果を反映)も、現状認識が▲30.7と前月から33.9ポイント低下し2009年3月以来の低水準に(期待も7月の23.7から1.4に低下)。NY連銀の結果に比べると個別項目のマイナス幅が大きく、ISMの作成方法に合わせて加工した系列をみても、フィラデルフィア連銀の落ち方が顕著である。米国全体をカバーしているISMとは方向感は概ね同じだが、水準は乖離する部分が多い。地域的な問題や調査タイミングのズレなどが影響していると思われる。

企業景況感 ～ 7月の製造業・非製造ともに低下、中小企業は限定的



(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

大きく悪化する企業(製造業)の景況感 ～ 足もとの混乱が押下げる



(注) 各連銀の製造業景況感調査をISMの作成方法に合わせて、New Orders, Shipments, Delivery Time, Inventories, Number of Employees, Average Employee Workweekの系列で加工
(出所) NY連銀、フィラデルフィア連銀、ISM、NBER、HaverAnalytics資料より大和総研作成

消費者マインド悪化は、実際の支出に反映されるか

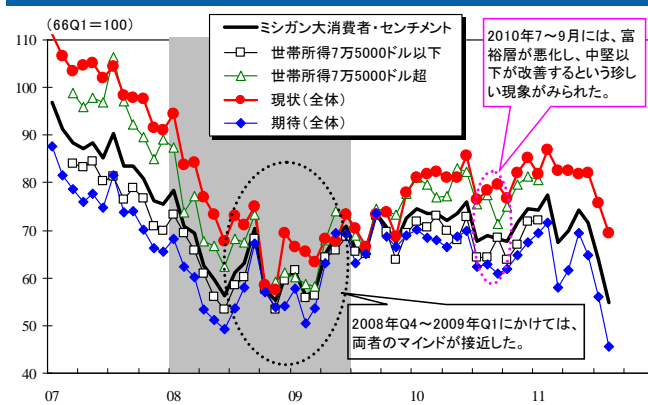
消費者マインドも例外ではない。8月15日に公表されたミシガン大/ロイター調査の消費者センチメント（8月速報）は54.9と、7月の確報値（63.7）から8.8ポイントも低下し、1980年5月以来、31年3ヶ月ぶりの低水準に落ち込んだ。7月の7.8ポイントを上回る低下幅であり、3ヶ月連続で消費者マインドが悪化した。内訳をみると、現状が前月から6.5ポイントダウンの69.3になり、2009年11月以来の低さに。それ以上に悪化したのが期待であり、前月から10.3ポイント低下の45.7と1980年5月以来の低さに。足もとの悪化は2008～09年の金融危機を上回るスピードである。高い失業率や増えない賃金、債務上限の引上げをめぐる長期化した議論が消費者を動揺させたとみられる。ミシガン大は、“これまでの調査において、これほど多くの消費者が政府の役割にネガティブになったことはない”と指摘。消費者のインフレ期待は、今後一年に関しては3.4%、五～十年後のインフレ期待は2.9%と前月から変わらず。3月頃までに比べると、インフレに対する警戒感が和らいているといえるが、景気見通しが悪化し原油等のコモディティの価格が下落している点を考慮すると、インフレの変化は限定的である。

このような消費者マインドの悪化が実際の支出行動に直接的に表れるか、また、8月中旬までながら株価は大幅に下落しており（3ヶ月前比11.3%減）、8月の消費関連の数字が大きな焦点になる。

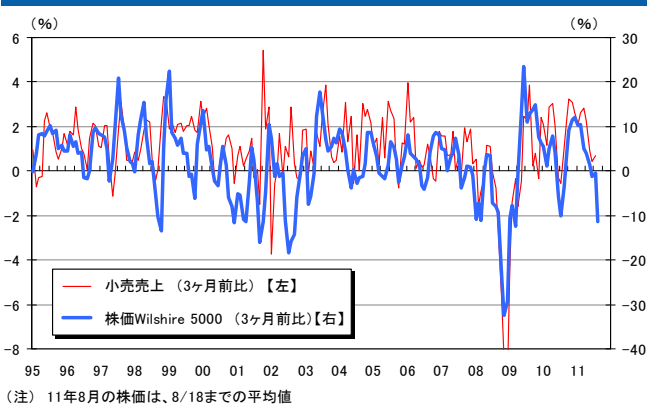
また、7月の中古住宅販売（8月18日発表）は前月比3.5%減の年率467万戸と市場予想に反して減少してしまっただが、低迷している販売についてNARは、“住宅取得能力は記録的な好環境にあるが、金融機関が最も信用力の高い借り手だけに融資を提供し、大部分を占める他の信用力のある買い手を無視しているために、多くの買い手が取りやめている”と指摘している。

前述したFRBが発表した金融機関に対する調査では、住宅向けの融資基準は2四半期連続で緩和傾向にあると示されたが、依然として貸し出し態度は厳しい状態である。足もとでは、長期の住宅ローン金利が1年ぶりの低水準まで低下し、本来ならば、借り手コスト軽減の追い風がふくことが期待される。しかしながら、NARが指摘するように、実際に融資を受けられなければメリットを享受できない。また、金利低下そのものは、ここ2～3週間の株価下落にみられるように、景気悪化懸念の高まりを受けて下がった側面が大きく、単純なサポート材料とはいえない。住宅の買い手である消費者は先行きに対して非常に慎重になっており、新築市場の回復は一段と遠のいているとみられる。

8月の消費者センチメント(速報) ～ 急低下で80年5月以来の低水準



株価の変化に左右される消費 ～ 影響が懸念される7月下旬から急落



2013年半ばまで異例なほどの低金利を継続する

Fedは8月9日に定例のFOMCを開催し、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00~0.25%の範囲で据え置いた⁵。さらに、この異例なほど低い金利水準を“少なくとも2013年半ばまで(at least through mid-2013)”維持することを宣言している。2009年3月のFOMC声明文から使い続けてきた“長期にわたって”(for an extended period)という表現から変更したのである。“長期にわたって”という文言は2~3回のFOMC、つまり半年未満の据え置きを担保していただけだったが、今回は今後約2年先まで続けると具体的な期間を明記したことになる。

声明文では、“これまでの成長は想定したよりもかなり遅い”と景気の現状認識を下方修正したうえで、先行きも“回復ペースが予想よりもやや遅くなる”とスローダウンを示唆。また、景気減速の背景として、様々な一時的要因の影響は小さいというニュアンスも強調している。さらには、“見通しのダウンサイドリスクが増している”とも言及。Fedが景気に対する認識・見通しを大きく下方修正しているように、足もとの米国景気の減速感は強まっており、6月末で終了したQE2に続く追加策、いわゆるQE3に対する期待は高い。しかし、高すぎる失業率とともにデフレリスクが懸念された2010年とは異なり、足もとのインフレは上昇、先行きは落ち着くという想定になっている。

今回の変更は、6月に議論された出口戦略の先送りとして小さな変化かもしれないが、打つ手が限られている現状では、Fedの精一杯の対応といえよう。今後の金融政策を計る目安は、“2013年半ば”と明記された時期が2013年初あるいは2013年末というように前後にシフトすることになる(声明文でも、「現在のところ、少なくとも2013年半ばまで」という書き方になっており、柔軟に変更される余地があるとも解釈できる)。そして、QE3のような追加策ができるようなインフレ環境になるかだ。

ただ、今回の変更に対してはFed内の反対論も根強かったようで、実際、投票メンバー10人のうちダラス連銀のフィッシャー総裁、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、そしてフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁の3人が、従来通りの“長期にわたって”という表現の方が好ましいとして反対票を投じた。今年に入ってから無風状態が変化しただけでなく、3人が反対するという状況は非常に珍しいことだ。2006年2月にバーナンキ議長が就任してからは、2008年3~4月の利下げ局面でフィッシャー総裁とプロッサー総裁の2人が反対した2回のFOMCが最多だった。

FOMC後の発言 ~ 8/26にバーナンキ議長は何をいうか?

昨年のQE2実施前の段階では、そのコストとベネフィットを巡って、Fedメンバーの様々な見解が明らかにされたが、今回もFOMC直後から早速始まっている⁶。8月12日のコチャラコタ総裁に始まって、同日にNY連銀のダドリー総裁、8月15日にアトランタ連銀のロックハート総裁、8月16日セントルイス連銀のブロード総裁、8月17日にフィッシャー総裁、同日にプロッサー総裁が講演したり、メディアのインタビューに答えている⁷。

⁵ 詳細は、拙稿 海外情報 「Fed、2013年半ばまで超低金利の継続を表明」 2011年8月10日を参照。

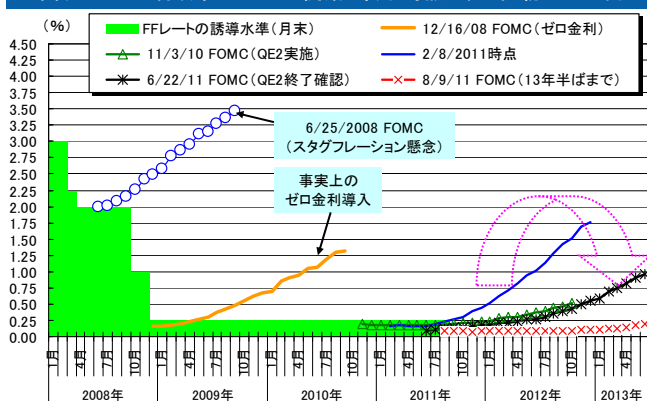
⁶ セントルイス連銀がまとめているFedメンバーのコメント一覧は、講演会などのスピーチだけでなく、メディアへの対応もフォローしている。<http://www.stlouisfed.org/fomcspeak/>

⁷ http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=4715、
<http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2011/dud110812.html>、
http://www.frbatlanta.org/news/speeches/110815_lockhart.cfm、

総じて、反対票を投じたメンバーが主に発言しており、タカ派的な立場であるブラード総裁のように、投票権を持っていれば今回の変更には反対した可能性を示唆するメンバーもいた。市場では、8月26日のジャクソンホールでバーナンキ議長が何を述べるかが注目されている。当然ながら、QE3について何らかの示唆があるのではないかと期待が高まっているが、実施の前提には、Fedが景気悪化の見通しを一段と強めたうえで、インフレが低下しているという明確な兆候が求められよう。7月のPPIやCPIをみる限り、Fedの想定を上回るペースでインフレが低下しているとはいえ、一段の金融緩和に慎重なタカ派の懸念を容易には払拭できないとみられる。

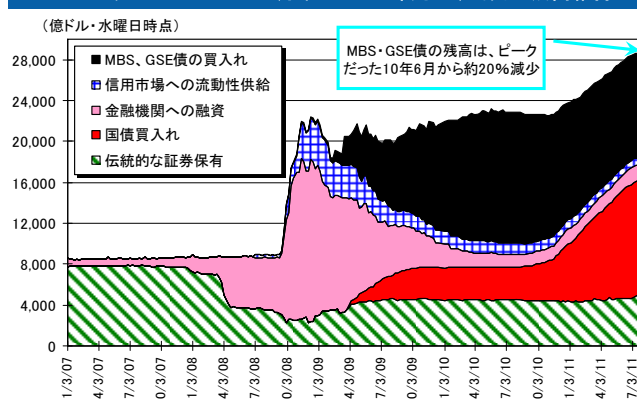
4月と6月のFOMC後には、バーナンキ議長の記者会見があり、Fedメンバーの景気・インフレ見通しが公表されたために、Fedがどれだけ見方を変えたかを明確に理解することができたが、今回のFOMCはそのタイミングではなかった（次回の記者会見は11月）。しばらくは、メンバーの発言に振り回される局面が続くだろう。

3年目のゼロ金利政策 ～ QE2開始と終了時点で、FF先物はほぼ同じ



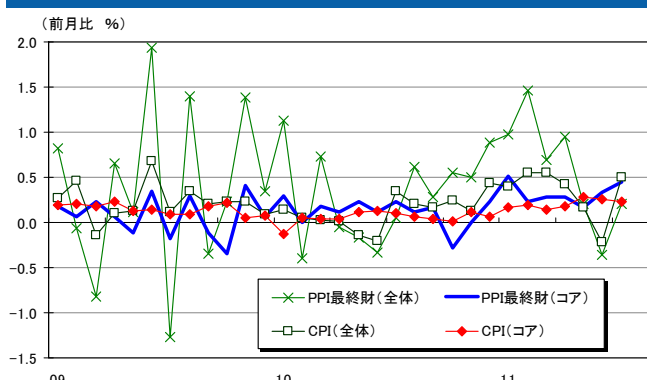
(出所) CBOT, FRB, Bloomberg, HaverAnalytics資料より大和総研作成

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

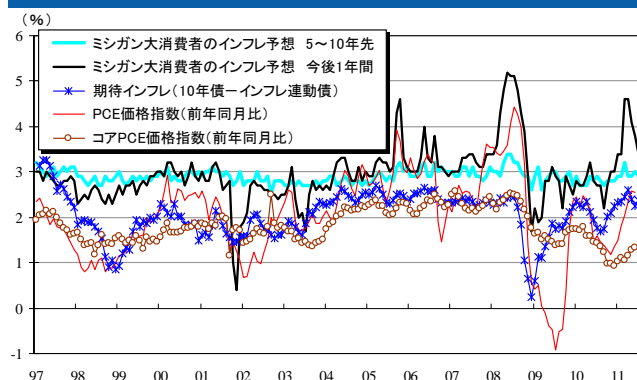
物価の変化 ～ 全体が再びプラスに、コアは依然として上昇



(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

実際のインフレ率と様々なインフレ期待 ～ 消費者の期待は低下へ



(注) 11年8月の期待インフレは、8/17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

<http://www.bloomberg.com/news/2011-08-17/fed-s-bullard-says-new-low-interest-rate-pledge-is-not-signal-for-more-qe.html>、<http://dallasfed.org/news/speeches/fisher/2011/fs110817.cfm>、<http://www.bloomberg.com/video/74087744/>

＜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	3.9%	3.8%	2.5%	2.3%	3.0%	0.4%	1.3%	1.8%	2.5%	1.7%	2.5%	2.6%	2.9%	2.8%	2.5%
<前年同期比>	2.2%	3.3%	3.5%	3.1%		2.2%	1.6%	1.4%	1.5%		2.0%	2.4%	2.7%	2.7%	
民間消費支出	2.7%	2.9%	2.6%	3.6%	2.0%	2.1%	0.1%	1.5%	2.6%	2.1%	2.4%	2.6%	2.8%	2.7%	2.3%
政府支出	-1.2%	3.7%	1.0%	-2.8%	0.7%	-5.9%	-1.1%	0.1%	0.2%	-1.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.5%
企業設備投資	6.0%	18.6%	11.3%	8.7%	4.4%	2.1%	6.3%	6.5%	7.5%	7.1%	4.5%	6.0%	7.0%	7.5%	6.2%
民間住宅投資	-15.3%	22.9%	-27.7%	2.5%	-4.3%	-2.4%	3.8%	1.5%	2.5%	-1.9%	5.0%	6.5%	7.0%	6.0%	4.6%
輸出等	7.2%	10.0%	10.0%	7.8%	11.3%	7.9%	6.0%	6.0%	5.5%	7.5%	6.0%	6.3%	6.3%	6.0%	6.0%
輸入等	12.5%	21.6%	12.3%	-2.3%	12.5%	8.3%	1.3%	4.5%	5.5%	5.5%	5.0%	6.0%	6.2%	6.0%	5.2%
鉱工業生産	8.1%	7.1%	6.7%	3.1%	5.3%	4.8%	1.0%	5.1%	2.2%	4.0%	3.2%	3.7%	3.7%	3.7%	3.3%
消費者物価(全体)	1.3%	-0.5%	1.4%	2.6%	1.6%	5.2%	4.1%	2.1%	1.9%	3.1%	2.0%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%
失業率	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	8.9%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%	8.8%	8.6%	8.4%	8.3%	8.5%
	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	-147.5	-121.5	-124.5	-534.3	-126.5	-124.3	-120.0	-121.4	-492.2
経常収支	-118.3	-120.3	-120.1	-112.2	-470.9	-119.3	-129.1	-111.8	-114.7	-474.9	-115.9	-115.0	-111.6	-112.1	-454.5
財政収支	-328.9	-287.0	-290.2	-369.0	-1275.1	-460.5	-141.1	-232.9	-369.0	-1203.5	-460.5	-143.6	-229.8	-295.2	-1129.0
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	0.25	0.25	0.25	0.25
2年債利回り(期中平均%)	0.92	0.87	0.54	0.48	0.70	0.69	0.57	0.30	0.33	0.47	0.48	0.63	0.78	0.96	0.71
10年債利回り(期中平均%)	3.72	3.49	2.79	2.86	3.21	3.46	3.21	2.53	2.43	2.91	2.67	2.90	3.23	3.59	3.10
国内最終需要	1.7%	4.9%	2.3%	2.7%	1.8%	0.4%	0.5%	1.6%	2.6%	1.6%	2.4%	2.8%	3.0%	2.9%	2.4%
民間需要	2.5%	5.1%	2.6%	4.0%	2.1%	1.9%	0.9%	1.9%	3.2%	2.4%	2.8%	3.2%	3.4%	3.4%	2.8%

(注) GDPは2011年Q2まで実績値、Q3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 2011年8月19日時点