

～海外情報～

2011年11月18日 全12頁

米経済見通し Q3に続いてQ4も堅調な滑り出し

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

依然として海外リスクは払拭できず、国内政策も膠着状態が続く

[要約]

- 2011年Q3の経済成長率は前期比年率2.5%増となり、年前半の1%成長から加速していることが確認された。さらに、年央に大きく高まった景気後退懸念をトーンダウンさせるものだった。また、個人消費と設備投資が牽引役になっており、みかけの数字以上に強い内容といえよう。この結果を受けて、年初から下方修正が続いてきた市場コンセンサスは漸くストップした格好だ。しかし、足もとの見方が上方修正されただけで、2012年の緩やかな回復という従来の見方は大きく変わっていない。
- 背景としては、成長を抑制するとみられる内外の障害が取り払われる兆しがないために、大きく上ブレするというシナリオが描けないことが挙げられる。対外的には、Fedが著しい下ブレリスクに挙げる欧州の債務問題がある。ギリシャからイタリア、スペインなどに危機が伝播する動きがみられ、不安定な状況は改善よりも悪化しているかもしれない。国内的には、10月の小売売上や企業の生産活動は予想を上回り、10-12月期は堅調な滑り出しといえよう。ただ、消費の裏付けとなる所得は伸び悩んでおり、消費の強さの持続性に対する懸念は払拭できていない。金融政策は限られたなかで新たな追加措置を実施中だが、財政政策は膠着状態。時間だけが過ぎていく。

年前半の低成長から
Q3は2.5%と大幅に加速

2011年Q3の実質GDP成長率は前期比年率2.5%増と9四半期連続のプラス成長になった。2011年Q1の0.4%増、Q2の1.3%増（2011年前半の成長率は1.1%増にとどまった）から市場コンセンサス（Bloomberg調査・中央値2.5%増）通りに大幅加速し1年ぶりの高成長となったが、個人消費や設備投資など民間需要が牽引しており、みかけの数字以上に強い内容といえる。依然として、過去の回復局面に比べて半分程度のペースでしか成長していないが、漸くリセッション前のピークだった2007年Q4の実質GDPの規模を上回ったことになる¹。過去の平均的な景気後退期間は10ヶ月であり、合わせて2年以内に景気後退前の水準を回復することができたが、2007年12月を景気の山とする今回の景気循環では、後退局面が

¹ 詳細は、拙稿「海外情報「米国経済の二番底懸念は杞憂だったか」 2011年10月31日を参照。

なお、第1次推計値段階では未確定部分が残っていた外需だが、11月10日に発表された9月の貿易赤字（財・サービス）は前月比4.0%減の431億ドルと3ヶ月連続で減少し2010年12月以来の低水準になった（8月も当初の456億ドルから449億ドルに縮小）。この結果、BEAが第1次推計の際に暫定値としたQ3の財ベースの貿易赤字は年率7,445億ドルだったが、実際には7,244億ドルでとどまった。従って、第2次推計（11月22日発表）では外需のプラス寄与度が拡大するとみられる。貿易赤字が縮小した背景には、輸出（財・サービス）が前月比2.1%増と2ヶ月ぶりに増加し過去最高水準となったことが挙げられる。前年比では15.9%増と、オバマ大統領が掲げる5年で輸出倍増に必要なペースを引き続き維持。一方、輸入（同）も0.3%増と2ヶ月ぶりに増加したが、7月フラット、8月0.2%減に続いてほとんど横ばい状態である。輸出の勢いはこれまでのドル安も寄与していようが、欧州危機の深刻化によって9月以降、実効為替レートはドル高に振れている。さらに、景気後退が懸念される欧州向けの輸出は今後伸び悩む可能性もあろう。

戦後最長の1年半に及び、合計で4年弱を要して回復したことになる。

Q3の最大の牽引役は個人消費であり、Q2の前期比年率0.7%増から2.4%増に加速した(市場予想は1.9%増)。しかも、サプライチェーンの混乱でQ2に落ち込んだ自動車関連の支出の反動増というよりは(Q3も自動車関連の支出は3.3%減とマイナスに寄与)、サービスを中心としたそれ以外の消費項目が増えているためであり、ポジティブな内容といえよう。また、民間企業の設備投資は非IT投資の大幅増や構築物投資の改善を受けて、Q2の10.3%増から16.3%増に加速している。また、住宅投資や外需の寄与度も2四半期連続でプラスに、政府支出は4四半期ぶりにマイナス成長を回避した。そして、企業の在庫変動が唯一成長率を大きく押し下げた(▲1.08%ポイント)。この結果、外需と在庫要因を除いた国内最終需要は3.2%増と、Q1の0.4%増、Q2の1.3%増から回復し、5四半期ぶりに高い成長率に。さらに、国内最終需要から政府支出を除いた民間需要は4.0%増となり、2%に届かなかった年前半から倍増している。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、成長がペースアップしていることが鮮明になる。

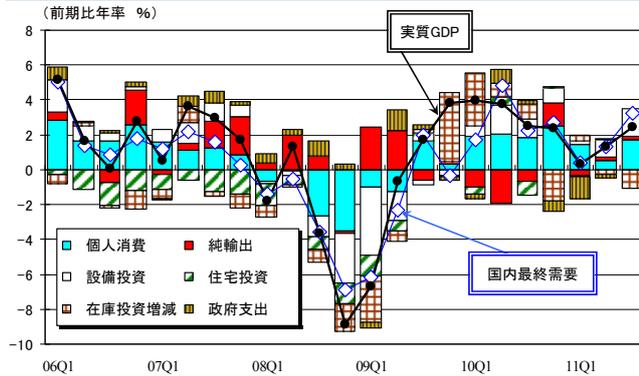
**市場コンセンサスの
下方修正に歯止め
～ 但し、足もとの微
調整にすぎない**

これまでの市場コンセンサス(Blue Chip調査)の変遷をみても、昨年末にかけて、QE2という金融政策や、富裕層も含めたブッシュ減税延長や給与税税率の軽減などを盛り込んだ景気対策が成立したことから、先行きに対する楽観的なムードが強まり、2月時点では今後2年間にわたって3%を上回る成長が続くと予想された(2011年3.2%、2012年3.3%)。その後多少の調整はあったものの、2011年後半から2012年は3%で成長するという想定が維持された。しかし、7月末のQ2のGDP及び年次改定が発表された後には、2011年後半は2%台前半にとどまり、2012年前半は2.5%前後、年後半は3%弱という見通しに変化。さらに、10月時点では、2%弱の2011年後半を経て、2012年前半は2%前後、後半に至っても2%台半ばという形まで下方修正されてきた。

Q3のGDPを受けて漸く下方修正の動きはストップし、2011年全体の成長率は1.8%(10月時点は1.7%)、2012年は2.1%(同2.0%)と見込まれている。しかしながら、四半期毎にみると、上方修正は足もとだけで、プラス成長ながら緩慢な回復という従来のシナリオはほとんど変わっていないのである。背景としては、成長を抑制するとみられる内外の障害が取り払われる兆しがないために、見通しが大きく上ブレするというシナリオが描けないことが挙げられよう。

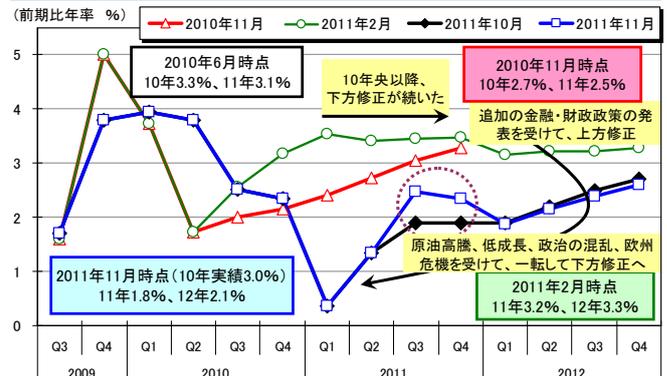
特に、個人消費の行方に不透明さがあるようだ。つまり、Q3の強さの持続可能性が疑問視されており、一つには、支出の裏付けとなる所得が伸び悩んでいるからである。最終段階とはいえ、家計のバランスシート調整が継続しているなかでは、負債を膨らませて支出に回すという住宅バブル期の現象が簡単に復活するとは考えにくい。従って、支出はフローの雇用者所得などに制約されるわけだが、欧州の債務危機問題など世界景気の不透明な状況では、企業が積極的に採用を増やす段階には至らず、賃金水準も抑制へ。また、オバマ大統領は、今年いっぱい終了する給与税税率の軽減の延長・拡大等を含めた経済対策American Jobs Actを提案しているが、依然として成立の目処は立っていない。このまま膠着状態が続けば、減税措置の終了によって来年初からはネットで増税になってしまうだろう。ストック面にしても、米国の株式市場は欧州危機に関するニュースによって日々上下に大きく変動しており、ボラタイルな動きは不安定さを助長するだけで、支出に寄与するとは期待しにくい。

2011年Q3は2.5%増に加速 ～ 個人消費と設備投資が牽引する



(注) 棒グラフは寄与度
(出所) BEA, HaverAnalytics資料より大和総研作成

市場コンセンサス ～ 停滞の長期化を受けて、2011-12年は下方修正



(注) GDP実績は各時点に基づき、2011年11月時点では、2011年Q3のGDPを踏まえたもの。
(出所) Blue chip 各号より大和総研作成

Fedは現状政策を維持 ～ 景気・インフレ見 通しは、市場コンセン サスよりも楽観的

11月1-2日にFOMCが開催され、政策金利を事実上のゼロ金利で据え置く方針を確認した²。そして、この異例なほど低い金利水準を少なくとも2013年半ばまで続けるといふ、8月に導入した方針を維持した。さらに、前回9月に決定した、短期国債を売って長期国債を買うことで保有する国債の平均残存期間を長期化するプログラム（オペレーション・ツイスト）を継続することも決定した。また、前回の会合で修正を加えた、保有証券のうちGSE債とMBSの元本償還資金をMBSに再投資するという既存の方針も継続した（償還期限を迎えた国債を国債に再投資する点も変わらない）。つまり、現行政策を維持して様子を見ることにしたのである。全般的に変化に乏しい1ヶ月半だったといえよう。

なお、今回の様子見の決定に対しては、投票メンバー10人のうち1人が反対票を投じた。これで3回連続反対者が出たことになるが、過去2回とは状況がやや異なる。過去2回は、追加の緩和措置実施に対してダラス連銀のフィッシャー総裁や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人が反対したが、今回は現時点での追加緩和策を主張したシカゴ連銀のエバンス総裁が、現状維持の判断に反対したわけである。なお、過去2回連続で反対した3人は今回揃って賛成票を投じた。一見すると、反対票が少なくなつてFed内の見解の乖離が縮まった印象もあるが、前回の措置についても、投票権を持っていなかった地区連銀総裁のなかには反対を明言した者がいた。FOMCでは様々な議論が出たであろうが、米国経済自体の二番底懸念が後退し過去2回のような緊急性が乏しかったために、表面的には落ち着いたFOMCになったとみられる。

一方、景気の現状認識に関しては、Q3の成長がやや強まったとして個人消費の判断を上方修正したが、それ以外の項目は前回と同じである。経済見通しについても、今後も緩やかな成長が続くと想定したうえで、国際金融市場の緊張など“著しいダウンサイドリスクがある”と指摘した点も前回と同じ。

このような今後の景気やインフレに関する漠然とした見方は、Fedメンバーの景気・インフレ見通しの数字によって、より明確化されている。実質GDP成長率予想は2011～13年にかけて前回6月時点よりも下方修正され、メンバー大勢の2011年Q4（前年同期比）の想定は、6月時点の+2.7～2.9%から+1.6～1.7%に引き

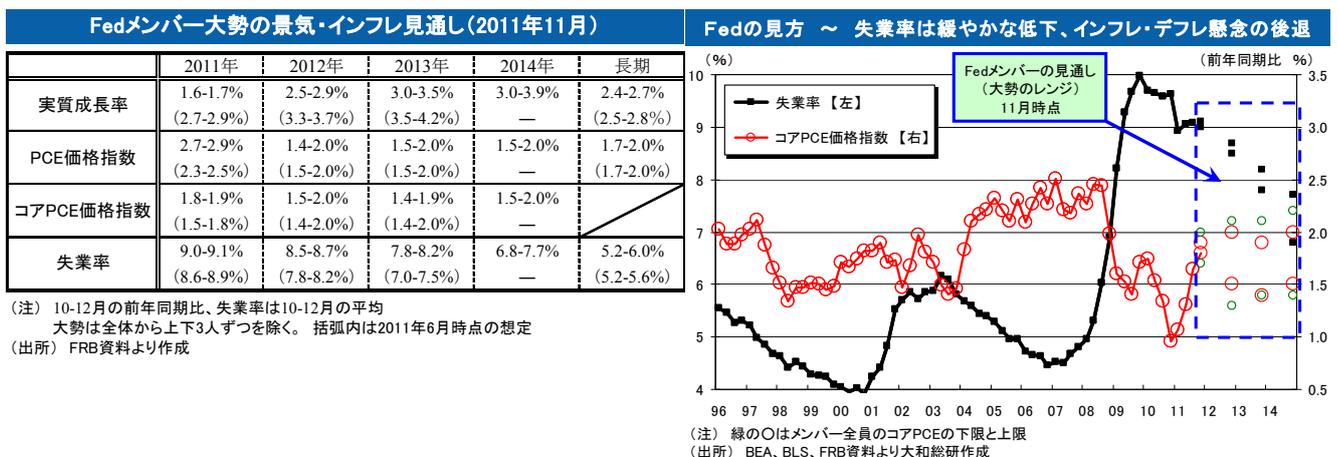
² 詳細は、拙稿 海外情報「Fed、現行政策を維持し状況を注視することに」 2011年11月4日を参照。

下げられた。これで今年1月をピークに4月、6月、11月と3回連続で引き下げられたことになる。そして2012年Q4（前年同期比）も6月時点の+3.3～3.7%から+2.5～2.9%、2013年Q4（前年同期比）も+3.5～4.2%から+3.0～3.5%に下方修正された。

この4ヶ月半の間に市場コンセンサス（Blue Chip 調査）も下方修正されてきたので、Fedメンバーだけが慎重な見方になっているというのは適切ではない。むしろ、直近の市場コンセンサスは2011年Q4（前年同期比）を+1.6%、2012年Q4（同）を+2.3%と予想しており、2012年に関しては、Fedメンバーの最も悲観的な見方と市場コンセンサスがほぼ同じである。総じて、Fedメンバーの見通しは市場コンセンサスよりも楽観的であるといえよう。

Fed がこだわる失業率のメンバー大勢の見通しは大幅に引き上げられて、2012年Q4平均は前回6月時点の7.8～8.2%から8.5～8.7%、2013年Q4平均は7.0～7.5%から7.8～8.2%と上限・下限ともに大きく修正された。失業率の低下スピードは一段と緩慢になっており、8%を下回る時期や7%まで低下する時期が1年ほど先送りされた格好である。なお、市場コンセンサスとの対比では、当然ながら楽観的なFedメンバーの方が低めに予想している（市場コンセンサス2012年Q4平均8.9%）。

また、インフレ見通しをみると、目先2011年Q4は、全体・コアとも引き上げられており、メンバーの想定を上回るペースでインフレが加速してきたことを示唆している。だが、2012年や2013年の予想には大きな変化はない。足もとのインフレ上昇は長期化しないという見通しを反映しており、インフレはコントロールできるとの金融当局の自信の表れだろう³。なお、景気見通しは2013年にかけて下方修正され、失業率の低下も一段と緩慢になっていることから、ギャップは長期にわたって拡大したままになろう。すなわちハト派が主張する、物価が上昇しないあるいはデフレを醸成する余地にもつながるはずだが、それにもかかわらず、インフレ見通しは変化なし。デフレ懸念もトーンダウンしているといってもいいだろう。



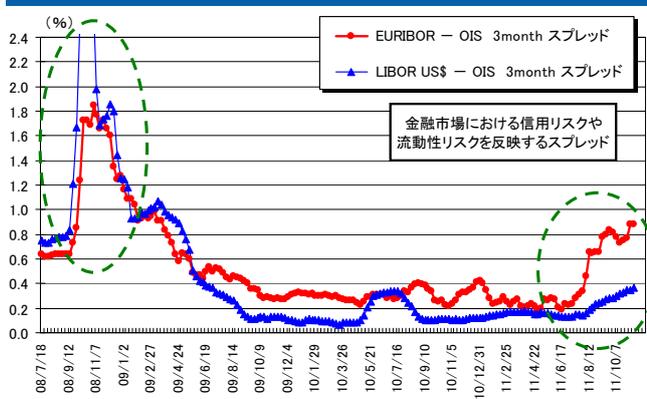
³ 10月のCPI、PPIともに全体ベースでは前月比マイナス、食品・エネルギーを除いたコアも横ばいから0.1%増にとどまる。依然として前年比では高いが、前月比で抑制した状態が続けばピークアウトへ。また、消費者のインフレ期待（ミシガン大学調査11月速報）も、今後1年に関しては3.2%のままだが、5～10年先は2.6%と2009年3月以来の低水準に低下。

Fedが繰り返す“著しい下ブレリスク” ～ 米国内の資金動向には、大きな変化はみられない

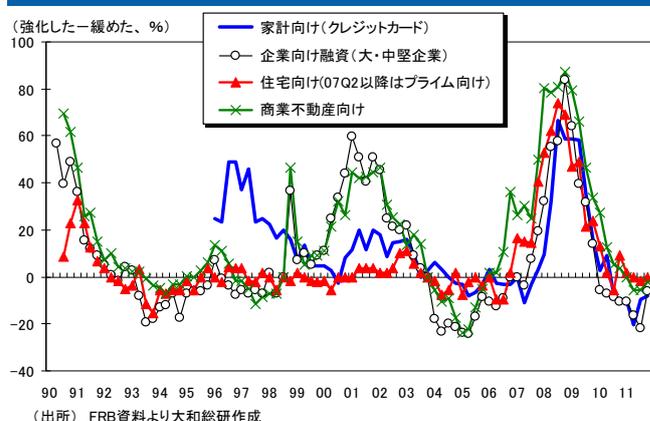
Fedメンバーの経済見通しをみると、2012年には長期トレンド(+2.4~2.7%)並みに、2013~14年にかけてはトレンドを大きく上回ると予想されている。長期トレンドを潜在成長率とみなせば、GDPギャップは2012年には小幅縮小、2013年から本格的にゼロに向かって進展することになる。足もとこそ、満足できないスピードかもしれないが、中期的な成長力は失っていないとの見解である。だが、FOMC声明文では“経済見通しには著しい(significant)ダウンサイドリスクがある”と警戒しており、長期トレンドに戻るタイミングが後ずれする可能性も強く意識している。住宅市場を始めとする国内経済の耐久力が十分ではない現状では、外部からのショックに敏感になるのは止むを得ないだろう。

リスクの主たる候補が“国際金融市場の緊張(strain)”と指摘された欧州の債務問題であり、この文言が使われ始めた9月、そして11月と月日は経過しても、情勢に大きな進展がみられない。11月の会合前には、欧州では漸く包括的な危機対策がまとめられて一時的に市場も好感したが、震源地であるギリシャが唐突に国民投票の実施を表明するなどして暗転。ギリシャで何とか取り繕ったのも束の間、イタリア、スペイン、ポルトガルと不安心理の伝播が止まらない。欧州危機の米国への影響としては、欧州の景気悪化に伴う企業収益に落ち込みや輸出の減少など実態面のほかに、欧州の金融機関の信用不安や貸し渋りの影響も想定される。既に、FRBの調査からは欧州向けの融資基準を引き締めているという状況も窺える。経済指標を見る限り、その影響はまだ顕在化していないが、十分に注視していく必要があるだろう。

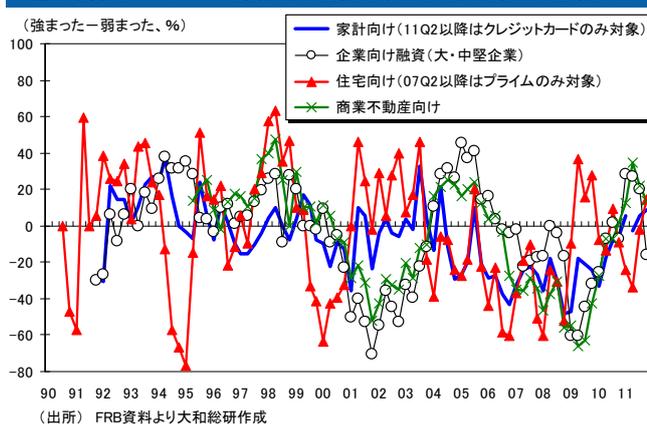
欧州危機を反映して09年初並みにリスク拡大 ～ 欧米間の乖離も拡大



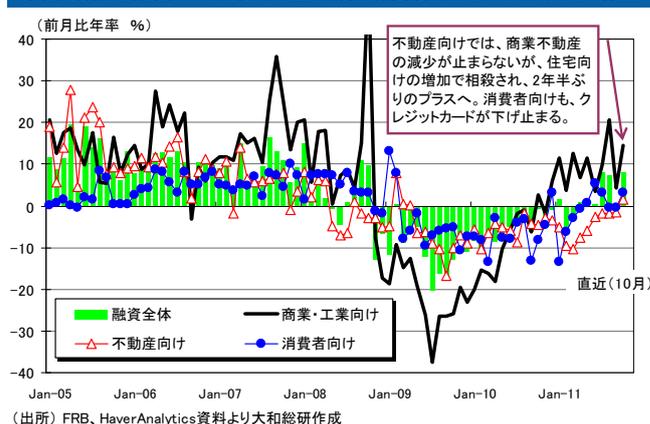
金融機関の融資基準の変化 ～ 企業向けの緩和スピードが鈍化



借りる側のニーズ ～ 家計向けは強まるものの、企業向けは弱まる



商業銀行の融資 ～ 企業向けは堅調、消費者向けも3ヶ月ぶりに増加



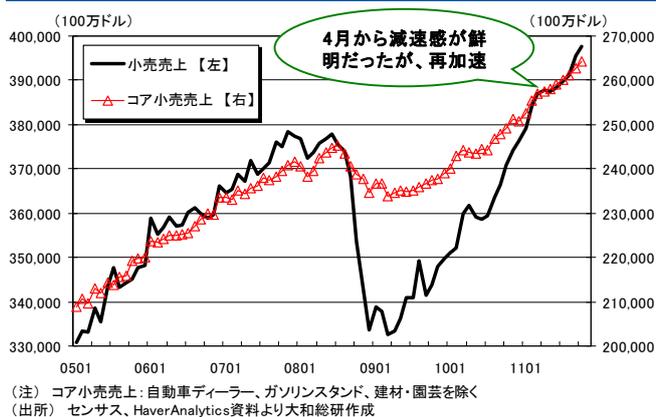
10月の消費活動は全般的に堅調

Q3のGDPを牽引した一つである個人消費は、10月に入っても堅調に推移している。10月の小売売上は前月比0.5%増と市場予想0.3%増を上回る結果になった。1.1%増と7ヶ月ぶりの高い伸びとなった9月からは鈍化したものの、自動車関連が全体の約6割を占めていた前月に比べると、10月は幅広いセクターで増えているといえよう。消費者マインドの改善は限定的だが、実際の支出行動は堅調に拡大しているわけだ。また、四半期毎に小売売上をみれば、Q3は前期比年率4.6%増とQ2(4.7%増)とほぼ同じ伸び率だったが、仮に11-12月と前月比横ばいにとどまったとしても、Q4は5.7%増へ。

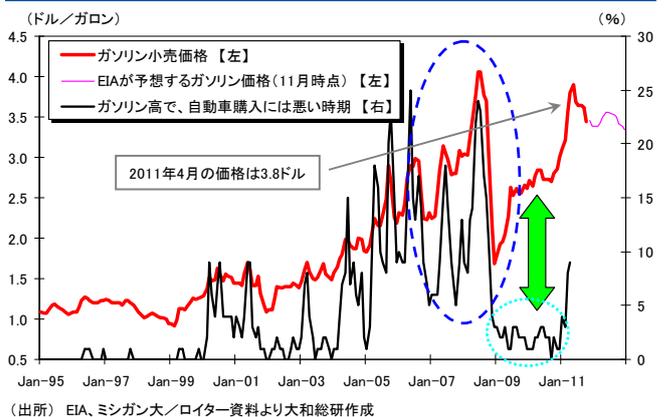
中身をみると、最大の牽引役は飲食料品であり、前月比1.1%増と2ヶ月ぶりに増加した。オンライン取引や宅配などの無店舗販売が1.5%増、建材・園芸も1.5%増、家電が3.7%増と拡大している。9月に4.2%増と1年半ぶりの高い伸びとなった自動車・部品は0.4%増と2ヶ月連続で増加。10月の新車販売台数が前月比1.2%増の年率1,321万台と8ヶ月ぶりの高水準になり、震災前の水準を回復した形だ。この他にも、ヘルスケア、外食、雑貨、スポーツ・娯楽等と増加するセクターが目立つ。

逆に、売上が落ち込んだセクターとしては、ガソリンスタンドが0.4%減と4ヶ月ぶりに減少した。10月のガソリンの平均小売価格は3.448ドルと前月から4.5%下落し、2月以来の低水準になったことがガソリンスタンドの売上を押し下げたとみられる。ただ、その分、他の支出に回すことができたとも解釈できるが、10月に入ってから直近11年半ばまで3.4ドル台で推移しており、あまりガソリン負担が軽減されているとは言い難い。EIAの直近見通しでも来年にかけて3.3~3.5ドル台で推移すると予想されており、消費者の支出パターンに対する影響が小さいとみられる3ドルは見込めない。また、アパレルや家具の売上もマイナスに。なお、百貨店を含めた総合小売はほぼフラットだったが、百貨店だけに限ると、1.2%減と2ヶ月ぶりに減少し、1月以来の低水準まで落ち込んでおり、他のセクターと比べると、不振の印象が強い。

10月の小売売上は前月比0.5%増と堅調 ~ コアも拡大



2008年を経験した消費者 ~ 3ドルなら、支出パターンに影響なし



所得の伸び悩みがネックに ~ 9月の貯蓄率は3.6%に低下

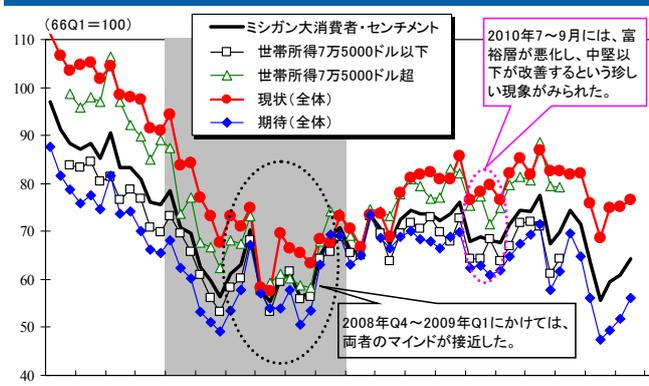
では、今後も消費の堅調さを維持できるのだろうか。冒頭で指摘したように、消費の行方については慎重な見方が根強い。主たる懸念材料は所得が伸び悩んでいる点であり、Q3の所得環境をみると、労働市場拡大のペースダウンを受けて賃金等の雇用者所得が前期比年率1.9%増と前期の4.5%増から大幅に減速したほか、所得の15%弱を占める資産所得は1.8%減と1年ぶりにマイナスに落ち込んだ。

配当収入は堅調に増えているが、利子収入が8.4%減と大きく減少し、低金利政策の弊害が顕在化したとみられる。政府からの移転所得も3.0%減に。一方で、控除される税金は着実に増え続けており、この結果、Q3の可処分所得は0.6%増とQ2の3.9%増から大幅に鈍化し2年ぶりの低い伸びに。また、インフレ分を調整した実質ベースでは1.7%減と2009年Q4以来のマイナスになった。所得が増えない状況下では、消費者は価格上昇による購買力の低下に直面し、目に見える生活改善を実感できないだろう。それ故、消費者マインドの低迷は避けられないのである⁴。

今年1月から適用されている給与税税率の軽減（従業員負担の社会保障税率の2%分の引き下げ）は所得増に寄与しているが、昨年12月に成立したTax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010に盛り込まれた同措置の期限は今年末まで。来年初からネット増税を回避しようと、American Jobs Actのなかでは同措置の期間延長及び引き下げ幅の拡大が提案されているが、年末までに議論する時間は着実になくなっている。

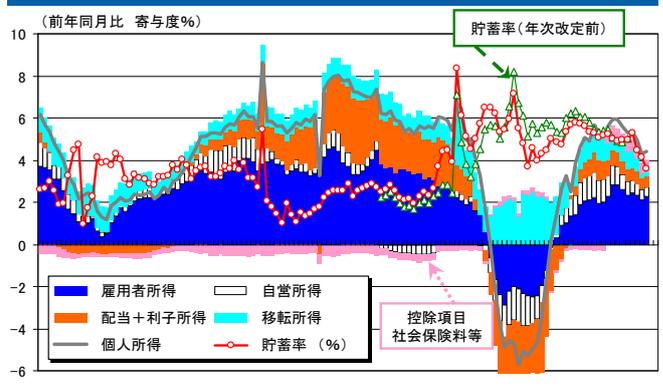
所得が伸びないなかで消費支出は増えているために、当然ながら貯蓄額は減少へ。Q3の貯蓄率は4.1%と2007年Q4以来低水準である。2008年の5.4%から2009年の5.1%、2010年の5.3%、そして2011年前半も5.1%と高止まったままだったが、7月から低下傾向を辿り9月は3.6%に低下している。長期にわたる家計のバランスシート調整の結果、家計の様々な返済負担は着実に軽減されており、今後は調整のペースダウンによって、家計は支出に回す比率を高めていくことは可能だろう。だが、貯蓄率の調整による消費増加には限度があり、肝心のフローの所得が増えないことには、本格的な個人消費回復の道筋は想定できない。

11月の消費者センチメント(速報) ～ 期待を中心に3ヶ月連続で改善



(出所) ミシガン大学/ロイター、NBER、HaverAnalytics資料より大和総研作成

9月の雇用者所得は前月比0.2%増 ～ 貯蓄率は3.6%に大きく低下



(出所) BEA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

雇用環境は改善 ～ 民間サービス部門は 12万人ペースで増加

所得に対する懸念は、10月の雇用統計でも払拭されなかった。10月の非農業雇用者数は前月差8.0万人増となり、市場コンセンサス(9.5万人増)には届かなかった⁵。だが、過去2ヶ月分が10.2万人分も大幅に上方修正された点を考慮すると、

⁴ ミシガン大学/ロイター調査の消費者センチメント(11月速報)は64.2と10月の確報値(60.9)から3.3ポイント上昇し、市場予想(61.5)を上回った。3ヶ月連続で改善したことになるが、漸く7月とほぼ同水準であり、依然として前半の平均72.5を下回っている。内訳をみると、現状が前月から1.5ポイント上昇の76.6だったのに対して、期待は4.4ポイント上昇の56.2となり、期待中心の改善といえよう。ミシガン大は“実質消費支出は今後一年、十分に強い伸びにならない可能性があり、消費に対する所得や雇用のマイナスな影響を相殺するほどの高い成長は可能ではないかもしれない”とコメント。

⁵ 詳細は、拙稿「海外情報「米雇用環境は改善しているが、ペースアップせず」 2011年11月7日を参照。

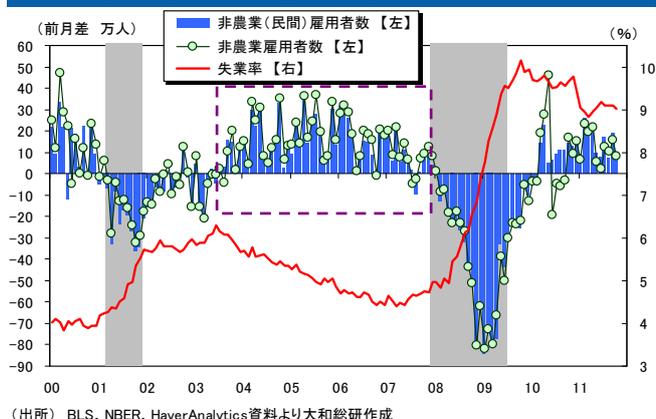
雇用者数は堅調に拡大しているといえよう。注目される民間部門は10.4万人増と8～9月の平均13.2万人増から鈍化した。これは建設業を中心とした生産部門が落ち込んだことを反映しており、専門・企業向けサービスや教育・健康サービス、レジャー・接客業、小売といった民間サービス部門に限ると、7月から10月にかけてほぼ同じペース（月平均12万人）で増加している。このように、景気に対する過度な警戒感の後退しているが、改善ペースが加速していない点も事実。

また、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10月の週当たり労働時間は34.3時間と前月と変わらず。但し、民間サービス部門の非管理職に限ると、2ヶ月連続で延びて2007年6月以来の長さになり、雇用者数の増加と合わせて、サービスセクターの堅調さを窺わせる。今後も労働時間を延ばす余地が小さくなっていけば、企業は人を増やさざるを得ない状況につながるだろう。

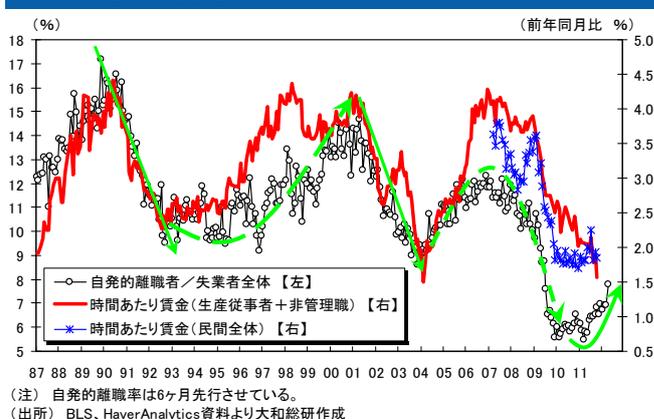
しかし、民間セクター全体の時間当たり賃金は前月比0.22%増と2ヶ月連続で上昇したが、前年同月比では1.84%増と依然として2%を下回ったまま。足もとのCPI全体の上昇率が4%近い点を考えると、実質ベースでは前年割れの状態が続いており、消費者にとってはネガティブ。特に、鉱業・製造業・建設業の生産従事者とサービス部門の非管理職の賃金は前年同月比1.56%増と2004年2月以来の低水準に鈍化してしまった。つまり、管理職ベースでは賃金が持ち直す傾向にあるといえる。名目賃金上昇率の先行指標に相当する自発的離職率が10月に大きく跳ね上がったために、賃金上昇率は今後上向いていくと想定するが、自発的離職率の水準自体が低く、実質ベースで前年比プラスになるにはしばらく時間がかかるとみられる。

また、企業の求人率が高まっている点（直近9月の求人率は2008年央以来の高水準）も踏まえると、賃金上昇圧力がある程度高まっても不思議ではない。だが、失業率が高止まっているように、企業の欲する人材が見つからない、ミスマッチの状態が常態化している。折角高めの賃金で募集していても、それを受け取れる人がいなければ賃金データには反映されない。引き続き企業側優位の労働市場であり、採用に慎重な企業は賃金水準を抑制する姿勢を続けるだろう。

10月の雇用者数は8.0万人増加に減速 ～ 失業率は9.0%に低下



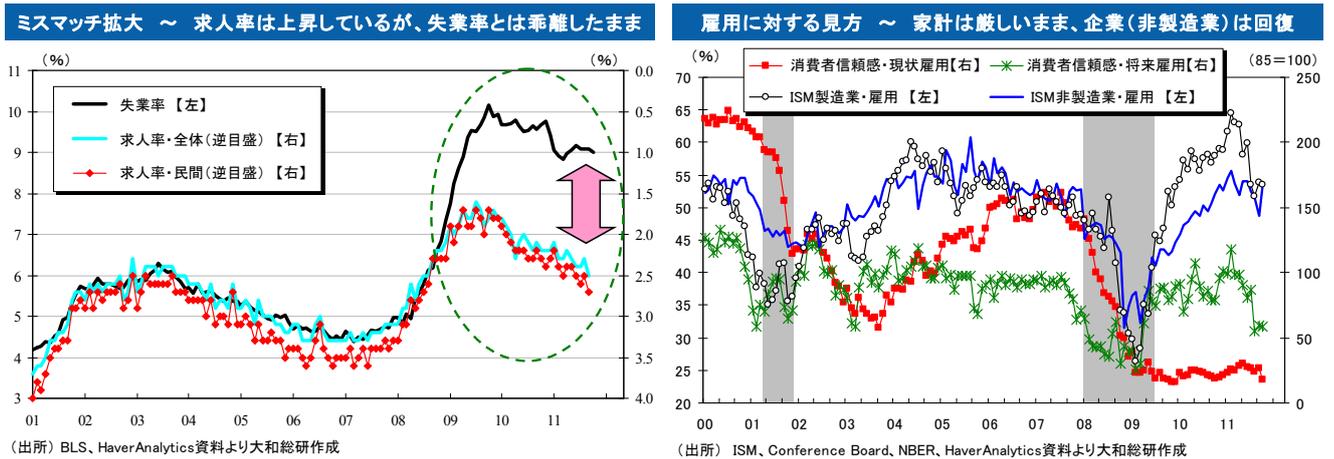
従業員の慎重な態度を反映する自発的離職率 ～ 10月は大幅上昇



失業率は横ばい状態
～ 内容にはポジ
ティブな要素も多い

10月の失業率は9.012%と9月の9.085%から0.072%ポイント低下し4月以来の低い水準になったが、4月以降、9.0～9.2%との狭いレンジで推移しているとい

う方が適当だろう。ただ、6～7月は、労働参加率が低下したために統計上の失業率の上昇が抑制されたが、8～10月にかけては、就業者の増加がポジティブな要素として寄与しており、同じ横ばいでもやや意味合いが異なる。また、失業率の計算のもとになる家計調査（Household Survey Data、Current Population Survey）のデータを見ると、この他にも雇用環境の改善を示唆する点が多くみられる。経済的理由のパートタイム従業員の減少、解雇等の非自発的離職の減少・自発的離職の増加、長期失業者の減少など雇用環境の改善を示唆する点が多くみられる。



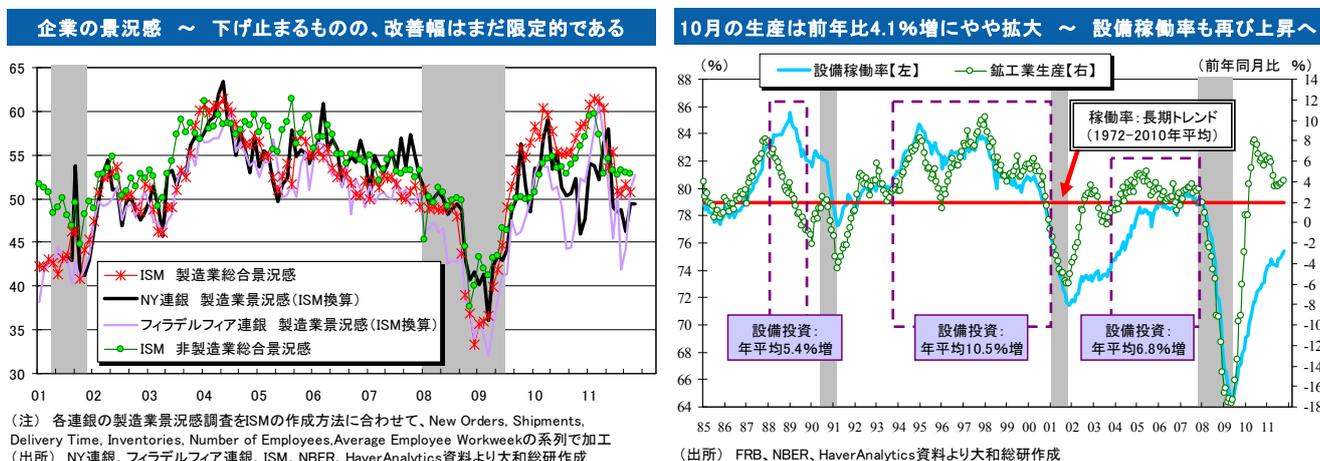
企業マインドの改善 幅は限定的

一方、個人消費と並ぶ牽引役だった設備投資を取り巻く環境はどうだろうか。企業の景況感を確認すると、10月のISM製造業景況感指数は50.8と前月から0.8ポイントと僅かだが低下し2ヶ月ぶりに悪化。7～9月の平均51.0からほぼ横ばい。4月までの好調さを鑑みると、足もと企業は慎重のままといえる。ISMは、“企業のコメントはまちまちであり、原材料価格の下落はポジティブであるし、2～3の産業は引き続き力強いが、景気が不透明ななかで成長に対する懸念や警戒が強まっている”と指摘。構成項目5つのうち唯一プラスに寄与したのが新規受注であり、4ヶ月ぶりに50を上回った。一方、4つのマイナス要因のうち、最も足を引っ張ったのは在庫であり、2010年6月以来の低水準に。Q3のGDPでも企業の在庫積み増しペースの鈍化がみられたが、10月も継続している格好だ。但し、在庫自体、5項目のなかでは遅行系列で、先行きの生産増につながると考えれば過度にネガティブに捉えなくていいだろう。

ISM非製造業景況感指数は52.9と前月から0.1ポイントと、僅かながら低下。製造業同様に、横ばい状態が続いている（4～10月の平均は53.2）。ISMは、“雇用関連は前月よりも改善したが、企業のコメントは、まだ利用できる労働力や雇用の拡大に対する懸念を表している。在庫調整の強いプレッシャーが続いているために、在庫指数は9ヶ月ぶりに縮小した。企業のコメントはまちまちであり、先行きのビジネス環境に関する不確実性を反映している”とコメントしており、慎重なトーンといえる（なお、在庫指数は景況感指数の構成項目ではない）。構成項目のうち、新規受注が3ヶ月ぶりに低下。50割れは回避されているが、水準は低く、今後の推移を注視する必要がある。対照的に、最もプラスに貢献したのが雇用であり、4ヶ月ぶりに上昇した。

そして、11月前半の状況も加味したNY連銀やフィラデルフィア連銀の11月の製造業景況感調査をみても、前者が6ヶ月ぶりにプラスに転じた点は明るい材料

だが、いずれの景況感（現状）は小幅なプラスにすぎない。悪化が止まったものの、改善は限定的といえる⁶。むしろ、評価できるのは半年先の期待感が大幅に上昇した点だろう。なお、肝心の設備投資計画については、NY 連銀では積極的な姿勢が戻ってきたが、フィラデルフィア連銀は小幅改善にとどまっている。



実際の生産活動は堅調に ~ 設備投資にも政策的ノイズ

実際の企業活動は景況感とは異なって堅調だ。10月の鉱工業生産は前月比0.7%増と市場予想(0.4%増)を大きく上回ったが、9月が当初の0.2%増から0.1%減に下方修正された点を考慮すると、ほぼ想定内というところか。鉱工業全体のうち、天候要因に左右されやすい公益(電力・ガス)は0.1%減と3ヶ月連続で減少したが、鉱業は2.3%増と1985年12月以来の高水準にまで達しており、好調さが読み取れる。稼働率の点でも、多くのセクターが長期平均(1972~2010年)を依然として下回っているなかで、鉱業はいち早く長期平均を回復。雇用統計のなかでみられる鉱業セクターの人員が着実な増加と業界の好調さを裏付けている。

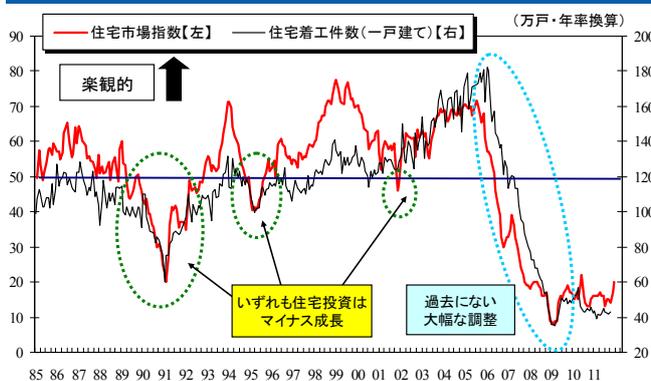
鉱工業全体の約75%を占める製造業(SICベース)は0.5%増と4ヶ月連続で増加し堅調に拡大。なかでも伸び率が高かったのが自動車・同部品であり、3.1%増と4ヶ月連続で増加し日本の震災前の水準を回復した。サプライチェーンの混乱から立ち直ったことを印象づけるだけでなく、具体的な生産台数は年率930万台と2008年7月以来の高水準。直近の新車販売台数は年率1,300万台を超えており、需要に裏付けられた増産といえよう。その他に、電気機器や航空宇宙、アパレル、食品、コンピュータ・電子製品などが堅調である。好調だった自動車関連を除いた製造業も0.3%増と9月と同じ伸び率を維持。逆に、減産した業種としては、木材製品や非金属鉱物製品、石油石炭製品、印刷などが挙げられる。また、製造業の設備稼働率は前月から0.29%ポイントアップの75.39%と4ヶ月連続で上昇し、2008年7月以来の高水準に。

設備投資に関しても政策的なノイズがあり、昨年12月に成立した景気対策には、“2011年に実施された設備投資に対しては100%償却、2012年分に関しては50%償却を認める”という項目が盛り込まれている。企業にとっては2011年中の設備投資を誘引する内容であり、駆け込み需要が発生すれば2012年初には反動が出よ

⁶ 但し、新規受注や出荷のDIはプラスに転じるなど好転を示唆する。ISMの作成方法に合わせて、New Orders, Shipments, Delivery Time, Inventories, Number of Employees, Average Employee Workweekの系列を加工すると、11月のNY連銀は前月と同じ49.5になったが、フィラデルフィア連銀は前月の51.1から52.7に上昇。

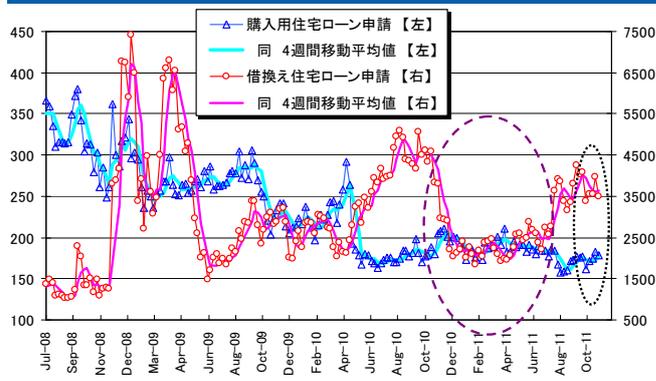
う。先行きに対する不透明感から企業が投資に慎重になっている点を考慮すると、大きな山谷は発生しないかもしれない。なお、American Jobs Act には、“2012年に実施された設備投資に対する100%償却を認める”という延長措置が含まれている。

建設業者マインドは改善 ～ 10月一戸建ては43万戸と4ヶ月ぶりに増加



(注) 住宅市場指数は一ヶ月間先行
(出所) NAHB、商務省、HaverAnalytics資料より大和総研作成

住宅ローン申請 ～ 借換えは高水準を維持、購入用は徐々に…



(注) 両系列とも1990年3/16を100とする
(出所) MBA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

住宅市場にも胎動？ ～ 追加緩和措置との因果関係は

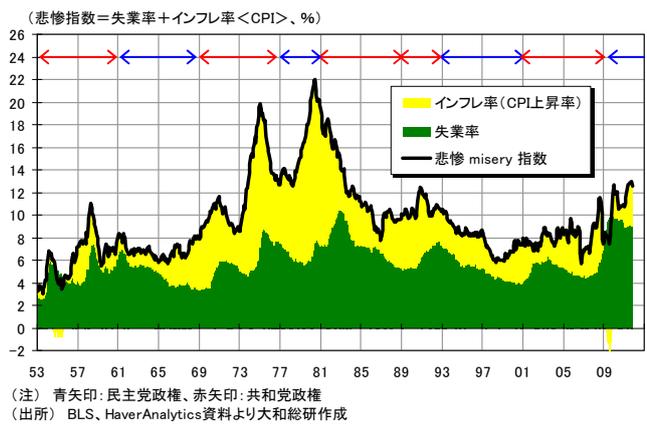
民間需要のうち残る住宅投資は2四半期連続で増加しており、底ばった状態から徐々に上向きの動きが散見されるようになってきている。10月の住宅着工件数は前月比0.3%減の年率換算62.8万戸となったが、予想ほどは減少しなかった。ボラタイルな動きをする集合住宅が前月の35.0%増から一転して8.3%減と落ち込んだためだが、2009年Q4をボトムにして緩やかな回復トレンドに変化なし。全体の7～8割を占める一戸建ては3.9%増と4ヶ月ぶりに増加したが、2011年1～9月の平均42.1万戸とほぼ同水準であり、低迷しているという評価は変わらない。ただ、着工件数の先行指標となる建設許可件数は10.9%増の年率65.3万戸と2010年3月以来の高水準と、引き続き堅調な着工件数を予感させる。

Fedの追加金融緩和措置による長期国債利回りの低下に伴って、住宅ローン金利(30年固定)も大幅に低下し4%台が定着している。確かに、過去最低水準の金利は住宅市場の追い風だが、10月までの住宅着工にどの程度の効果を及ぼしているかは不明。だが、建設業者はより敏感に感じているようだ。NAHBが発表した11月の住宅市場指数は前月の17から20に上昇し1年半ぶりの高水準になった。建設業者のマインドを示す、現状認識や半年先の販売見通し、潜在的に見込みのある買い手の動向いずれも改善している。NAHBのコメントでは“2ヶ月連続で着実に改善したことは勇気付けられるが、水準そのものは依然として低い。建設業者は、差し押さえ件数の多さや建設資金の調達難しさ、不動産の正確な鑑定、潜在的な購入者の意欲を失わせるような厳しい融資環境など多くの問題に直面し続けている”と指摘している。

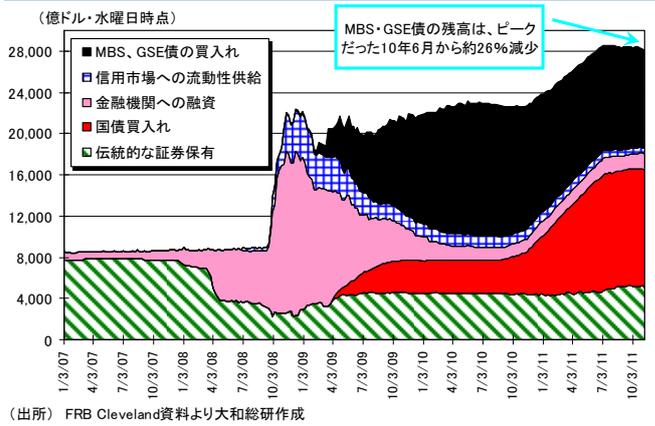
前述したFRBの融資調査では、住宅ローン向けの融資基準はニュートラルな状態が示されているが、これはあくまでも金融機関サイドの意識であり、融資を受ける側は異なった印象を持っている証左である。また、タルーロFRB理事をはじめ、イエレンFRB副議長やNY連銀のダドリー総裁らFedのコアメンバーが今後の追加緩和措置の可能性に言及しているが、その際の候補になっているのがMBSの購入である。タルーロ理事は住宅市場の低迷が緩慢な景気回復の原因であると指摘したうえで、MBSの大規模な追加購入を最優先の選択肢として検討すべきと主張。

ダドリー総裁も MBS 購入には積極的である。長期国債購入→住宅ローン金利引き下げという現行政策よりも、MBS 購入の方がより直接的にローン金利を引き下げるということである。バーナンキ議長も FOMC 後の記者会見で、MBS 購入が実現可能な選択肢であると述べた。一方で、追加緩和に反対している地区連銀総裁以外にも、購入対象は MBS よりも国債が望ましいと主張する地区連銀総裁もおり、Fed 内部の議論は収束にはほど遠い。Fed の基本的なスタンスは、情勢に応じて追加措置を採るというものだが、実体経済がメンバーの景気見通しから大きく逸脱することがその前提になるだろう。

大統領は生活を悲惨にしたか ~ オバマ政権下で改善していない



FRBのバランスシート ~ 残高維持し、国債の残存期間の長期化を図る



<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
国内総生産	前期比年率(除く失業率)														
<前年同期比>	3.9%	3.8%	2.5%	2.3%	3.0%	0.4%	1.3%	2.5%	2.4%	1.8%	2.0%	2.4%	2.6%	2.5%	2.3%
民間消費支出	2.7%	2.9%	2.6%	3.6%	2.0%	2.1%	0.7%	2.4%	2.1%	2.3%	2.0%	2.4%	2.6%	2.5%	2.2%
政府支出	-1.2%	3.7%	1.0%	-2.8%	0.7%	-5.9%	-0.9%	0.0%	-0.5%	-1.9%	-0.1%	0.0%	-0.9%	-0.9%	-0.3%
企業設備投資	6.0%	18.6%	11.3%	8.7%	4.4%	2.1%	10.3%	16.3%	5.0%	8.9%	4.5%	6.0%	7.0%	7.5%	7.1%
民間住宅投資	-15.3%	22.9%	-27.7%	2.5%	-4.3%	-2.4%	4.2%	2.4%	1.5%	-1.8%	2.5%	3.5%	4.5%	4.5%	3.0%
輸出等	7.2%	10.0%	10.0%	7.8%	11.3%	7.9%	3.6%	4.0%	4.5%	6.7%	5.0%	5.5%	6.0%	6.0%	5.0%
輸入等	12.5%	21.6%	12.3%	-2.3%	12.5%	8.3%	1.4%	1.9%	3.3%	5.0%	4.0%	4.5%	5.0%	5.0%	3.7%
鉱工業生産	8.1%	7.1%	6.7%	3.1%	5.3%	4.8%	0.6%	5.2%	3.1%	4.0%	2.3%	3.0%	3.4%	3.4%	3.0%
消費者物価(全体)	1.3%	-0.5%	1.4%	2.6%	1.6%	5.2%	4.1%	3.1%	1.6%	3.2%	1.8%	2.0%	2.2%	2.1%	2.2%
失業率	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	8.9%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%	8.9%	8.7%	8.6%	8.8%
10 億ドル															
貿易収支(財・サービス)	-119.6	-130.5	-131.1	-118.7	-500.0	-140.0	-145.0	-133.7	-132.2	-550.8	-135.5	-134.6	-128.5	-126.4	-525.0
経常収支	-118.3	-120.3	-120.1	-112.2	-470.9	-119.6	-118.0	-129.1	-118.0	-484.7	-119.3	-118.3	-115.2	-112.1	-464.9
財政収支	-328.9	-287.0	-290.2	-369.0	-1275.1	-460.5	-141.1	-325.1	-285.2	-1211.8	-350.3	-124.8	-202.4	-199.6	-877.2
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	0.25	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	0.28	0.27	0.45	0.38	0.53	0.72	0.88	0.60
10年債利回り(期中平均%)	3.72	3.49	2.79	2.86	3.21	3.46	3.21	2.43	2.11	2.80	2.26	2.46	2.75	3.05	2.63
国内最終需要	1.7%	4.9%	2.3%	2.7%	1.8%	0.4%	1.3%	3.2%	1.9%	1.9%	1.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.2%
民間需要	2.5%	5.1%	2.6%	4.0%	2.1%	1.9%	1.8%	4.0%	2.4%	2.8%	2.3%	2.9%	3.2%	3.2%	2.8%

(注) GDPは2011年Q3まで実績値、Q4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11月17日時点