

～海外情報～

2012年3月19日 全11頁

米経済見通し どこまで上方修正されるのか

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

2010年、2011年を踏まえて三度目の正直か、それとも二度あることは三度ある？

[要約]

- 2011年を通じてGDP成長率は加速してきた。2012年に入ってから、家計や企業の活動は総じて堅調に推移しており、両者の動きを反映する雇用環境は順調に拡大している。Fedは3月のFOMCで、事実上のゼロ金利政策の長期化など現行の超緩和政策を続ける方針を示す一方、景気の現状認識・見通しを上方修正した。市場コンセンサスも2012～13年にかけて緩やかな回復が続くという大枠を変えずに、2012年の予想成長率をこれまでの2.2%から2.3%に引き上げている。
- だが、米国の民間部門を取り巻く不透明な環境、対外的には欧州問題、国内的にはブッシュ減税の終了や強制歳出カットの開始という財政の2013年問題は、基本的には変わっていないといえよう。確かに、前者はECBによる大規模な資金供給や民間債権者が保有するギリシャの債務削減、EU・IMFによるギリシャに対する第2次支援決定など前進しているが、完全に払拭されたか誰が保証してくれるのか。しかも、足もとでは、ガソリン価格が昨年同様に高騰しており、新たなマイナス要因が顕在化している。
- FOMCを受けて市場の楽観的ムードが一段と強まった結果、株価が大きく上昇すると同時に、金利も大幅に上昇。長期金利を低めに誘導して景気回復をサポートしたいというFedの政策意図は、効果が減じてしまう恐れがある。2010年、2011年と、春先までの楽観的な見方が年央にかけて下方修正されて悲観論に至り、そして年末に帳尻を合わせるという過程を繰り返してきた。果たして今年はそのようなアップダウンを回避することができるだろうか。当社では、2012年2.3%という見通しを5ヶ月連続で据え置く。

Fedが景気判断・見通しを上方修正 ～市場コンセンサスも2012年の予想を引き上げる

3月13日に今年2回目のFOMCが開催され、Fedは政策金利を事実上のゼロ金利で据え置く方針を確認し、前回1月に延長した、異例なほど低い金利水準を少なくとも2014年遅くまで続ける点を繰り返した¹。そして、2011年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（いわゆる、オペレーション・ツイスト）を継続することも維持した。このように、現行の超緩和政策を今後も続けていく姿勢を明確にしている点にサプライズはなかった。また、前回のようなFedメンバーの景気・インフレ見通しの改定や、個々のメンバーが考える適切な利上げ時期と利上げペースの初公表、バーナンキ議長の記者会見といったイベントもなかった。

従って、発表されたFOMC声明文のみから金融政策の今後を分析する必要がある。確かに、“物価安定のもとでより力強い景気回復を促進するために、必要に応じ

¹ FOMCについては、拙稿「海外情報「Fed、景気判断を上方修正するも、緩和政策を維持」」2012年3月14日を参照。

て調整する用意がある”と声明文を実質的に締め括っていることから、追加措置（MBSの大規模な追加購入など）を取る選択肢が否定されたわけではない。だが、景気の現状認識では、労働市場や設備投資などの動向について上方修正。また、景気の先行きについては、緩やかな経済成長見通しに著しい下ブレリスクがあることを繰り返しているものの、欧州の債務問題に端を発する国際金融市場の緊迫した状態が緩和されたとも指摘し、警戒感はややトーンダウンしている。

当面は景気・インフレの状態を鑑みながら、2012年6月末までのオペレーション・ツイストの効果を見極めるといふ様子見になろう。やはり、Fedの景気・インフレ見通しから大きく逸脱することがQE3など追加措置の実施の前提であり、今回の声明文はその可能性が低下したことを示唆する。

焦点は、成長の持続力 ～ 市場の楽観的ムードは行きすぎ？

2011年を通じてGDP成長率は加速してきた²。そして、2012年に入ってから、家計や企業の活動は総じて堅調に推移しており、両者の動きを反映する雇用環境は順調に拡大している。さらに、2月末に期限切れが迫っていた給与税の軽減措置や失業保険給付の延長も、今年いっぱいまで延ばされることが決定し、2月22日にオバマ大統領が法案「Middle Class Tax Relief and Job Creation Act of 2012」に署名した。このように、最低限望まれていた、回復を妨げない現状維持が担保されたのである。民間部門の自律的な回復を受けて、市場では先行きに対する楽観的な見方が強まっていたが、前述したFedのお墨付きを受けて、NY株式市場の株価が一時2007年12月末以来、約4年3ヶ月ぶりの高値（NYダウ、3月15日時点）をつけた。

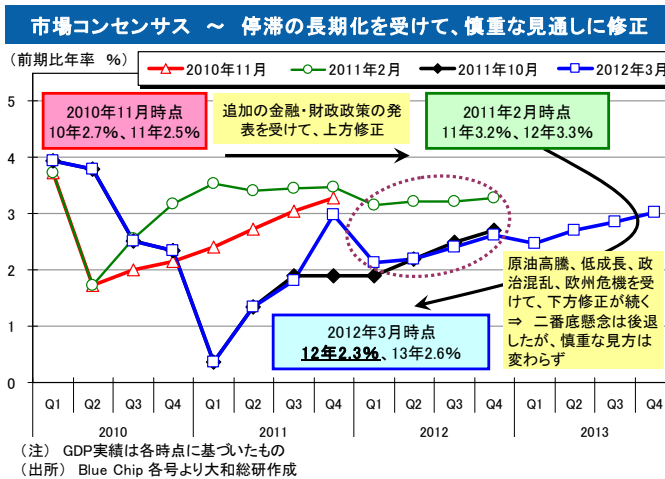
年初から春先にかけて楽観的なムードが強まるというパターンは2010年、2011年にも繰り返してきたが、3%超の高い成長が今後2年間にわたって続くと見込まれていた一年前と比べると、その回復ペースは2013年後半に漸く3%に届く程度であり、かなり慎重な見通しといえるだろう。2月の経済見通しでも指摘したように³、この背景には、対外的には燻り続ける欧州問題、国内的には11月に大統領・議会選挙を控えて機動的な政策対応が期待できない一方、今年末に期限を迎えるブッシュ減税や来年から始まる10年間累計で1.2兆ドルの強制歳出カットが日程上控えている。Fedがいうように、欧州問題については、ECBによる大規模な資金供給や民間債権者が保有するギリシャの債務削減、EU・IMFによるギリシャに対する第2次支援決定などによって小康状態になっているが、国内の財政問題は来年以降どのような姿を描くか不透明なままだ。民間部門を取り巻く内外の環境は、ほとんど変わっていないといえるだろう。しかも、足もとでは、ガソリン価格が昨年同様に高騰しており、新たなマイナス要因が顕在化している状況である。

それでも、直近の市場コンセンサス（Blue Chip 調査）では、2012年を2.3%成

² なお、2011年Q4の実質GDP成長率は前期比年率3.0%増と第1次推計値2.8%増から上方に改定された。上方修正は広範囲にわたるが、最大の要因は企業の設備投資であり、当初の1.7%増から2.8%増に引き上げられたが、伸び率が過去2四半期の2ケタ増から1ケタ前半に鈍化した点は変わらない。また、個人消費は当初の2.0%増から2.1%増と小幅な変化。住宅投資も含めた民間需要いずれの項目も引き上げられた。名目GDPは3.2%増から3.9%増に。実質に比べて修正幅が大きくなったのはGDPデフレーター伸び率が0.4%増から0.9%増に高まったため。特に、PCEデフレーターは、食品やエネルギーの価格上昇を反映して0.7%増から1.2%増になった。所得項目では、雇用者所得を中心に大幅に引き上げられたが、支出の増加幅を上回ったことから、Q3の貯蓄率は3.9%から4.6%に、Q4は3.7%から4.5%にそれぞれ引き上げられた。当初Q3は所得が増えないなかで支出だけ増加したとその持続性に懸念が持たれたが、所得統計の修正によってそれは杞憂だったことになる。

³ 拙稿 海外情報 「米経済見通し 暖かさのよし悪し」 2012年2月20日を参照。

長と見込んでおり、これまでの 2.2%から若干引き上げられた（2013 年の予想は 2.6%で変わらず）。また、Fed は“今後数四半期の緩やかな（moderate）経済成長を予想”している。昨年 12 月の“moderate pace”から 1 月は“be modest”に心持ち下方修正され、今回は“moderate”に戻された。今回、Fed メンバーの成長率予想は発表されておらず、微妙な表現の変化がどの程度の成長率予想を反映しているかは明らかではない。次回 4 月 24～25 日の FOMC では、成長率や失業率、インフレ予想がどのように改定されるか注目である。



Fedメンバー大勢の景気・インフレ見通し(2012年1月)

	2012年	2013年	2014年	長期
実質成長率	2.2-2.7% (2.5-2.9%)	2.8-3.2% (3.0-3.5%)	3.3-4.0% (3.0-3.9%)	2.3-2.6% (2.4-2.7%)
PCE価格指数	1.4-1.8% (1.4-2.0%)	1.4-2.0% (1.5-2.0%)	1.6-2.0% (1.5-2.0%)	2.0% (1.7-2.0%)
コアPCE価格指数	1.5-1.8% (1.5-2.0%)	1.5-2.0% (1.4-1.9%)	1.6-2.0% (1.5-2.0%)	
失業率	8.2-8.5% (8.5-8.7%)	7.4-8.1% (7.8-8.2%)	6.7-7.6% (6.8-7.7%)	5.2-6.0% (5.2-6.0%)
FFレート誘導水準	0.25%	0.25-0.75%	0.25-2.50%	4.00-4.50%

(注) 10-12月の前年同期比、失業率は10-12月の平均、FFレート誘導水準は年末値
大勢は全体から上下3人ずつを除く。括弧内は2011年11月時点の想定
(出所) FRB資料より作成

堅調に拡大する雇用環境 ～ だが、賃金上昇率は伸び悩んだまま

まず、FOMC 声明文のなかで“労働市場の状況は一段と改善している”、“失業率はここ数ヶ月間で著しく（notably）下がったが、高止まったまま”と前回から明確に判断が引き上げられた雇用環境は、実際のデータでも順調に改善していることが確認される。2月の非農業雇用者数は前月差 22.7 万人増と 1 月の 28.4 万人増から縮小したものの、市場予想を上回り、加えて過去 2 ヶ月分が政府を含めたサービス部門を中心に 6.1 万人分上方修正された⁴。政府部門のマイナス幅が縮小傾向にあるなか、民間部門は製造業から専門・企業向けサービスや教育・健康サービス、レジャー・接客業などで雇用の増加がみられ、23.3 万人増加した。2010 年 3 月からの平均ペースは 16.4 万人増、足もと半年に限ると 21.4 万人増と順調に拡大している。1 月に比べると雇用創出の広がりという点ではやや偏りがあったが、贅沢な悩みといえよう。

また、労働時間（民間企業）も全般的に長くなる傾向にあり、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 2 月の週当たり平均労働時間は前月と同じ 34.5 時間、2009 年半ばのボトムから 0.7 時間延びている。特に製造業は過去最長水準にあり、既存の従業員の稼働率が上限に近づいていることから、雇用増に結びつきやすい（あるいは企業は生産性をあげるための設備投資を活発化させる必要がある）。

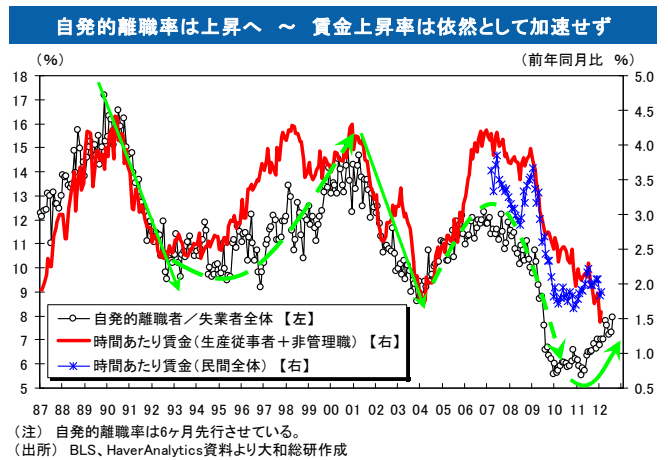
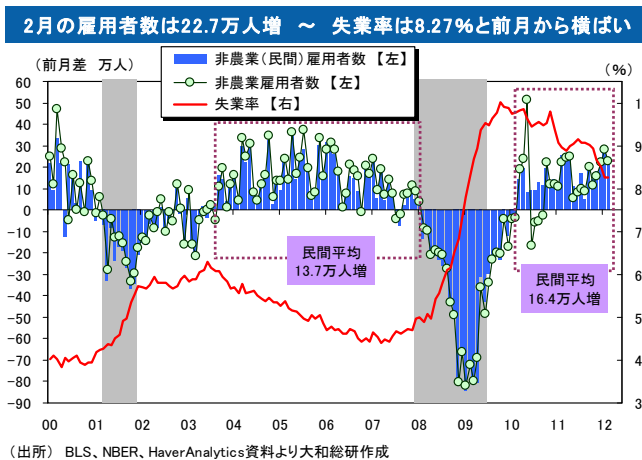
しかしながら、雇用環境が改善しているとはいえ、2010 年 3 月から 2 年の時間をかけて、2008～09 年にかけて喪失された雇用（累積減少幅）の約 4 割を取り戻しただけであり、雇用者数は 2008 年 1 月のピークから 500 万人以上も少なく、まだ道半ばであることを示唆する。従って、労働需給を反映する名目の時間当たり

⁴ 詳細は、拙稿 海外情報「米国の雇用環境は 20 万人超のペースで拡大中」 2012 年 3 月 12 日を参照。

賃金（平均）は依然として伸び悩んだまま。民間セクター全体の時間当たり賃金は前年同月比 1.9%増と 2 ヶ月連続で 2%を下回っている。CPI 全体の上昇率がピークアウトしているとはいえ、1～2 月でも 2.9%増と賃金上昇率を上回っている状態が約 1 年にわたって続いている。

一部のセクターや職種を除くと、企業は待遇を大幅に引き上げなくても必要な人数を確保できる状況であり、人材派遣などの雇用サービスやレジヤ・接客業、小売など平均よりも低い賃金の業種の雇用増加は、全体の平均賃金水準を抑制する要因になっていると考えられる。他方で、企業が負担する医療保険などのベネフィットコストは上昇しており、コスト抑制を意識する企業は賃金水準の引き上げには消極的になるだろう。

名目賃金上昇率の先行指標に相当する自発的離職率が底を打っていることから、タイムラグを伴って賃金上昇率は今後上向いていくという見方は変えていない。しかし、過去の推移をみると、自発的離職率は 9%程度で底を打って上昇に転じてきたが、今回の局面では 9%を大きく割り込んで 5%台まで低下した。直近も約 8%と水準が低いままであり、賃金との関係をみるうえでは一段と高まる必要がある。ただ、今後も 1～2 月並みの雇用増加ペースが続けば、労働需給がタイトになる、つまり賃金上昇率の高まるタイミングは早まるかもしれない。個人消費が一段と力強さを増すためには、賃金上昇がカギであり、後は労働市場の質の改善が注目される。



低下傾向にある失業率 ～ 金融政策転換のポイントは7%前後のようだが、到達する時期の想定に差異

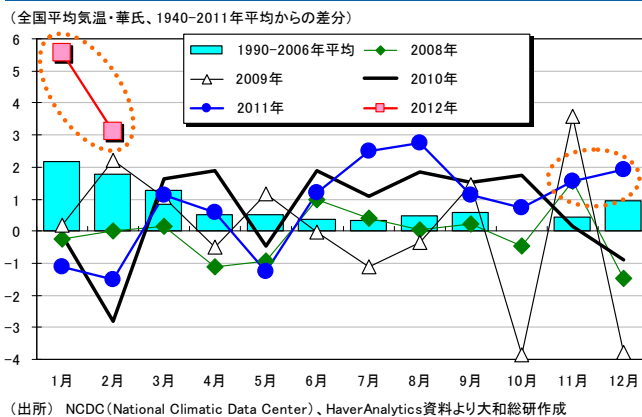
2月の失業率は 8.269%と 1月の 8.263%から 0.006%ポイント上昇し、厳密には 8 ヶ月ぶりに上昇したことになる。ただ、ほぼ横ばいといってよく、2009 年 1 月 (7.812%) 以来、約 3 年ぶりの低水準で推移している。しかも、労働参加率が 5 ヶ月ぶりに上昇したように、労働市場への流入がみられたにもかかわらず、就業者の増加が続いたために失業率の上昇にはつながらなかった。横ばいをポジティブに評価できよう。Fed が 1 月に公表したメンバー大勢の失業率見通しは 2012 年 Q4 平均で 8.2～8.5%となっており、1～2 月の平均 8.3%を踏まえると大幅に前倒しで達成している。Fed メンバーが想定する利上げ時期と失業率見通しを照らし合わせると、失業率 7%でも利上げ開始に支障なしという感じであり、今後失業率が一段と低下していけば、ゼロ金利解除のタイミングが前倒しされる可能性が高まる。

FOMC の現状維持の決定には、前回同様にリッチモンド連銀のラッカー総裁が投票メンバー10人で唯一反対票を投じた。前回、ラッカー総裁は、異例な低水準のFFレートが正当化される可能性が高い期間の記述を削除する方が好ましいという立場から反対。今回は、経済環境が2014年遅くまでの異例な低水準のFFレートを正当化する可能性が高いとは予想していないとして反対した。つまり、彼自身が、より楽観的な見通しのもと利上げの時期は早まるという考えを持っているようだ。実際、ラッカー総裁は3月16日に声明を発表し、“景気は緩やかなペースで拡大しており、インフレは目標である2%近傍である。このまま拡大が続けば、インフレ圧力が高まることを防ぐためにFFレートを引き上げる必要がある”と指摘したうえで、現時点では2013年中の利上げが必要だろうと自分自身の判断を明らかにした⁵。1月の際にも、FOMC直後に声明を発表し反対票を投じた背景説明をしたが、今回もそれに続くものであり、新たな意見表明の仕方といえよう。

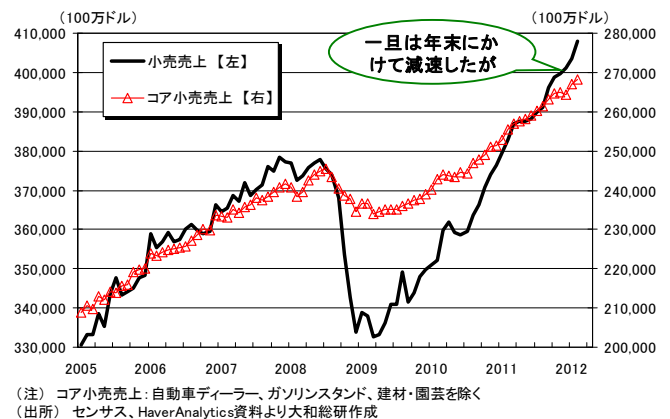
対照的に、昨年11、12月のFOMCで一段の追加緩和の必要性を訴えて反対票を投じたシカゴ連銀のエバンス総裁は、同じ3月16日にドイツのフランクフルトで講演し、“より強い景気拡大を促進するために、金融政策は追加措置を実施することができるし、すべきである”と述べた⁶。明確にラッカー総裁とは対極の立場であり、エバンス総裁が仮に投票権を保有していれば追加緩和を求めて反対票を投じていたかもしれない。依然として、FOMCのなかは極端に分かれている。

一方、エバンス総裁は、同講演のなかで、失業率が7%を下回れば自然失業率に向かっていく適切なプロセスであり、インフレ期待の状態次第であるが、金融政策の緩和度合いを減らすタイミングかもしれないと述べている。つまり、ゼロ金利を解除する目安として失業率7%を挙げたことになる。但し、講演原稿の脚注で、失業率が7%に改善してもインフレが1%に低下しているならば、このような状態での金融引き締めは雇用とインフレ安定を目指すFedの目標に反すると、わざわざ記している。7%という水準は、前述したように、大方のFedメンバーのイメージと一致しているといえよう。当然ながら、7%に達すると予想される時期は個々のメンバーによって異なるだろう。ハト派に属するエバンス総裁は、2014年でも失業率は7%を上回っていると予想しているために、彼が提示した利上げ時期は、声明文で言及された“2014年遅く”よりも後ズレしているとみられる。

暑い夏と寒い冬が季節商品にはベスト～今年の冬は暖かい



2月の小売売上は前月比1.1%増～今年に入って大きく再加速



⁵ http://www.richmondfed.org/press_room/press_releases/about_us/2012/fomc_dissenting_vote_20120316.cfm

⁶ http://www.chicagofed.org/webpages/publications/speeches/2012/03_16_12_frankfurt.cfm

増え続ける個人消費
～ 2月は大幅に増
加、ガソリン価格の行
方には注視

次に、FOMC 声明文では、個人消費について“家計支出は増え続けている”と昨年 12 月から同じ評価を繰り返す。ただ、足もとのデータを見ると、名目ベースの支出は加速している。2 月の小売売上は前月比 1.1% 増と 5 ヶ月ぶりに高い伸びとなり、しかも 2011 年 12 月が当初の 0.02% 増から 0.30% 増に、2012 年 1 月が 0.38% 増から 0.62% 増にそれぞれ大幅に上方修正されており、年末にかけて一旦鈍化した小売売上は、2012 年に入って大きく加速しているといえよう。

2 月の中身をみると、幅広いセクターで売上が増えているなか、最大の牽引役はガソリンスタンドである。1 月に続いて大幅に増加した背景には、2 月のガソリン小売価格（レギュラー）が 3.579 ドル／ガロンと高騰している点が挙げられる。米国などの景気回復の期待が高まる（需要増加予想）一方、イランを巡る緊張の高まり（供給懸念）という、需給バランスへの思惑から原油価格が高騰しており、ガソリン価格が連動するブレント価格は 120 ドル後半／バレルと 2011 年 4 月下旬の水準を上回り、2008 年 7 月以来の高値である。原油価格の変化は引き続き米国内のガソリン価格にも反映されよう（ちなみに、2008 年 7 月のガソリン価格は 4 ドル超）。ガソリン価格の上昇は家計にとって増税と同じであり（単純化すると、1 ドル／ガロン上昇すると消費者の負担は約 1,000 億ドル増えることになり、その他の支出に回す余裕がなくなる）、2011 年同様に個人消費が伸び悩むリスクは否定できない。

但し、ミシガン大／ロイターが発表した 3 月の消費者センチメント（速報）によると⁷、“自由裁量の所得が減ることは、主に低所得世帯にとって支出に影響を及ぼすが、今回の結果はガソリン価格 4 ドルのショックがあまりないことを示している”と指摘し、2008 年、2011 年そして今回で 3 度目となるガソリン価格の高騰に対する消費者の耐久性が増していることを示唆している。実際、昨年 2 月（3.21 ドル）から 3 月（3.56 ドル）、4 月（3.80 ドル）とガソリン価格が上昇するなかで、消費者センチメントは 2 月の 77.5 をピークに 67.5、69.8 と大きく低下したが、今年 1 月の 3.38 ドルから 2 月 3.58 ドル、3 月 3.81 ドル（2 週間分の平均）と昨年同様に上昇しているにもかかわらず（この 3 ヶ月間で約 2 割上昇）、消費者センチメントは 75.0、75.3、74.3 とほぼ横ばいを維持し、消費者マインドがあまり落ち込んでいないといえよう。だが、ミシガン大も“もしガソリン価格が 5 ドルに近づけば、広範囲かつ大きなインパクトがありそうだ”と警戒している。

2 月の小売売上では、自動車・部品も大きくプラスに寄与している。2 月の新車販売台数は 6.4% 増の 1,504 万台と 2 ヶ月連続で増加し、自動車買い替え支援策（Cash for Clunkers）によって一時的に急増した 2009 年 8 月（1,419 万台）を上回り、2008 年 2 月以来の高水準になった。ガソリン価格の高止まりを受けて、消費者が燃費のよい車に買い替えている可能性もあろう。

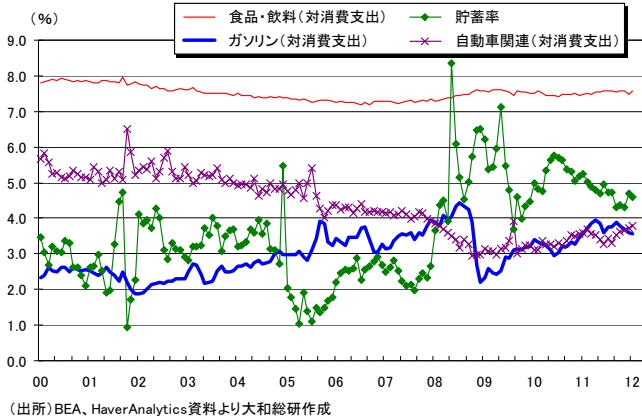
このように、2 月の小売売上はガソリンスタンドや自動車によって大きく押し上げられたといえる。ただ、自動車を除く売上でも 0.9% 増、自動車とガソリンスタ

⁷ 消費者センチメント 3 月速報値は 74.3 と 2 月の確報値（75.3）から 1.0 ポイント低下し、市場予想（76.0）に反して 7 ヶ月ぶりに悪化した。内訳をみると、期待感が 2.3 ポイント低下の 68.0 と 7 ヶ月ぶりに悪化した。現状認識は前月から 1.2 ポイント上昇の 84.2 に改善している。また、必ずしもガソリン価格だけが消費者マインドを左右するわけではなく、個人の金融資産状況（例えば株価）や雇用環境の状況をみても昨年と異なっている。例えば、ロイターによると、足もとの雇用が増えたと言ったことがある比率は 38% と 3 ヶ月連続で過去最高を更新しているという。雇用環境の回復がマインドを下支えしている可能性がある。また、ミシガン大は低所得者と富裕層では乖離がみられるとして、ガソリン価格についての懸念が低所得者層の回答に多くみられる一方、雇用や賃金が 7 万 5,000 ドル以上の富裕層の最大の関心事だった。

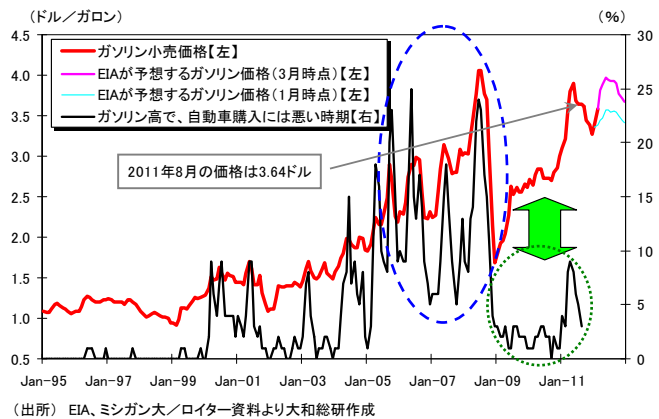
<http://www.reuters.com/article/2012/03/16/us-usa-economy-sentiment-idUSBRE82FORI20120316>

ンドを除いた売上も 0.6%増となり、1月に比べると鈍化したものの、それぞれ市場予想を上回る伸びだった。

家計に占める生活必需品の割合 ～ 食費よりもガソリン代上昇が負担



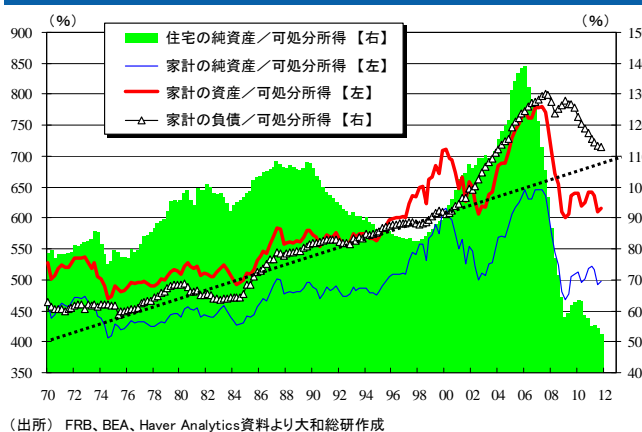
2008年を経験した消費者 ～ 3ドルなら、支出パターンに影響なし



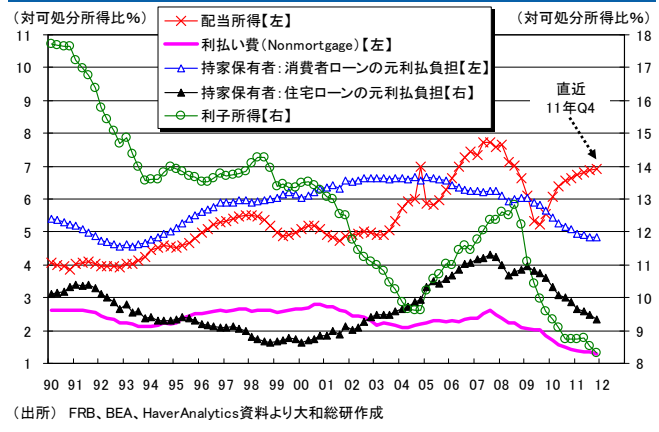
家計のバランスシート調整 ～ 3年半ぶりに負債を増やしたが、返済負担は軽減

一方、家計のストック面に注目すると、2011 年末時点の負債残高は前期比年率 0.3%増と 3 年半ぶりに増加に転じた。住宅関連の負債は 1.5%減と 11 四半期連続で減少したが (2008 年 Q1 のピークから約 7%減っている)、クレジットカードや自動車ローンなどの消費者信用が 6.9%増と 5 四半期連続で増加した方が上回った。消費者信用残高は 11～1 月にかけて月平均 180 億ドル増と勢いを保っている。家計のバランスシート調整は終盤に近づいているとみられ、可処分所得の増加もあって毎月の返済負担は相当軽くなっている。また、家計の資産は、住宅関連が一段と目減りしたが、株式を中心とする金融資産が大幅に増加したために全体では 3 四半期ぶりに増加 (現時点の株価は昨年末に比べて約 1 割上昇しており、金融資産はさらに膨らんでいる可能性がある)。

家計負債は3年半ぶりに増加 ～ 消費者信用の増加が寄与している



住宅ローン返済負担は約9年ぶりの低さ ～ 消費者ローンは94年以来



設備投資は増え続けている？ ～ 企業の景況感是非製造業の急上昇が顕著

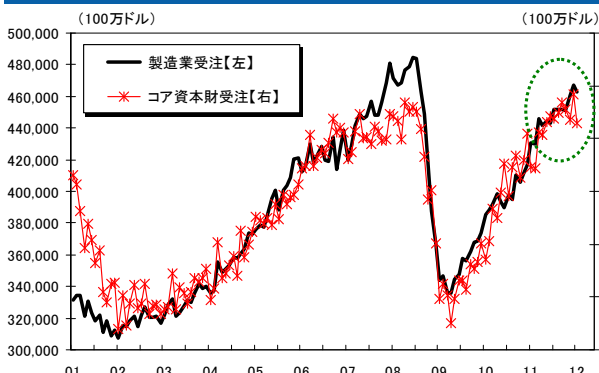
Fed が声明文のなかで、家計支出と並んで“増え続けている”と評価したのが企業の設備投資である。前回 1 月の FOMC の“企業の設備投資の伸びは減速している (slowed)”という評価から引き上げた形だが、ややサプライズ。というのも、1 月の製造業受注では、設備投資の先行指標である資本財受注 (国防・航空機を除

く) が前月比 3.9%減と大幅に落ち込み、金額としては 2011 年 4 月以来の少なさに。2011 年 12 月は統計開始の 1992 年以降で過去最高額だったが、一転して大幅な減少に転じ、市場予想を大きく下回った。昨年末で優遇措置 (100%償却) が期限切れとなったことが、年末の駆け込みとその反動を生んだ可能性はあろう。

製造業の景況感も緩やかに改善しているにすぎない。2 月の ISM 製造業景況感指数は 52.4 と 1 月 (54.1) から 2.7 ポイント低下し 4 ヶ月ぶりに悪化した。年央にかけて悪化した状態 (7~11 月の平均 52.1) に戻った。前月と変わらなかった在庫を除く 4 項目すべてがマイナスに寄与。但し、ISM は、“企業からのコメントは、引き続き、今後数ヶ月の見通しが概ねポジティブであることを反映している”と指摘。また、3 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 3 月の製造業景況感 (現状) をみると、どちらも前月から上昇しているが、後者はやや勢いに欠ける。ISM の作成方法に合わせて加工した指数にすると、3 月の NY 連銀は 54.9 と前月から約 1 ポイント上昇したが、フィラデルフィア連銀の場合 49.9 と前月の 51.4 から低下し半年ぶりの 50 割れになってしまった。半年先の見通しをみても、NY 連銀の設備投資計画の見通しは 2011 年 1 月以来の高水準まで上昇しているが、フィラデルフィア連銀では、増やそうという積極的な見方が後退したために設備投資計画は前月から低下。地域によってバラつきがみられる。

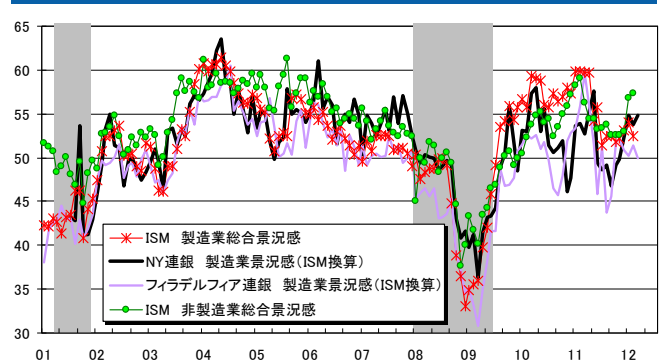
対照的に、ISM 非製造業景況感指数は 57.3 と前月から 0.5 ポイント上昇し 1 年ぶりの高水準になった。約 4 年ぶりの大きさとなった 1 月の改善幅 3.8 ポイントから縮小したものの、3 ヶ月連続で上昇。2011 年 4 月以降ほぼ横ばい状態だった (4~12 月の平均 53.4) が、2012 年に入ってサービスセクターの景況感の改善ペースが加速し、1 月の加速が一時的なものではなかったことが確認された。ISM は“企業からのコメントの大部分は、ビジネス環境や経済全体について楽観的な見方が強まっていることを反映している”と指摘。ただ、“燃料価格や石油製品のコストが上昇しているという、インフレに関する懸念がある”ともコメント。

製造業受注は緩やかに増えている ~ 1月、コア資本財は大幅減



(注) コア資本財: 国防及び民間航空機を除く
(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

企業の景況感 ~ 製造業は緩やかな改善、非製造業は急回復

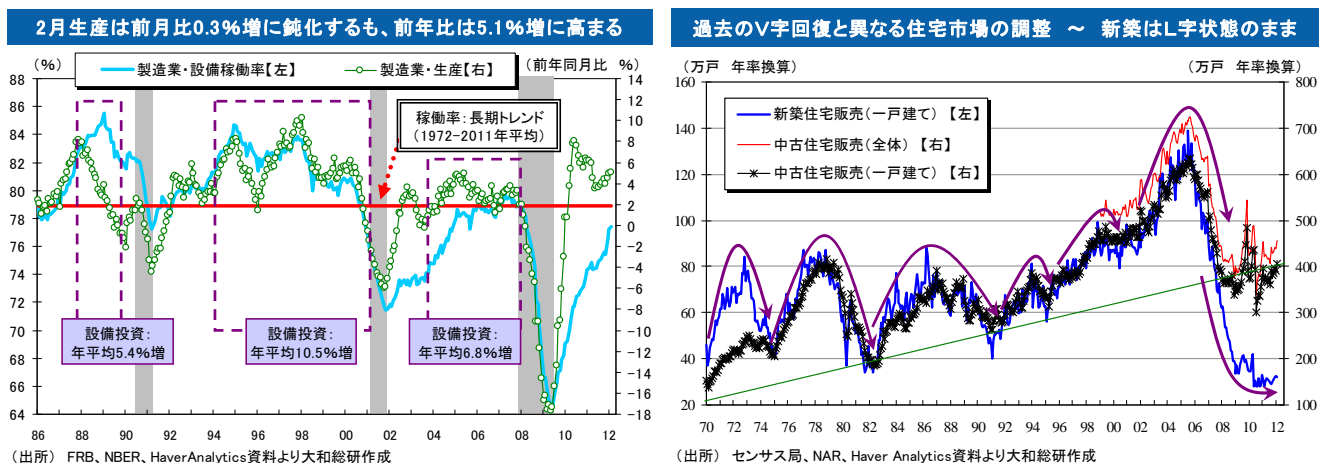


(注) 各連銀の製造業景況感調査をISMの作成方法に合わせて、New Orders, Shipments, Delivery Time, Inventories, Number of Employees, Average Employee Workweekの系列で加工
(出所) NY連銀、フィラデルフィア連銀、ISM、NBER、HaverAnalytics資料より大和総研作成

2 月の鉱工業生産は前月比で横ばいとなり、市場予想 0.4%増を下回った。ただ、1 月が当初の横ばいから 0.4%増に上方修正された点などを考慮すると、水準が予想から大きく外れたとはいえないだろう (1 月の当初値を基に計算すると 0.3%増に)。鉱業は 1.2%減と 2 ヶ月連続で減少し、天然ガスの採掘や石炭生産の減少を反映。2 ヶ月連続で減少した公益 (電力・ガス) は横ばいに。一方、製造業に限ると 0.3%増ととどまった。12 月の 1.5%増、そして当初の 0.7%増から 1.1%増に

上方修正された1月と、2ヶ月連続で大幅に増加した勢いから鈍化した。2月の生産レベルは2008年8月以来の高水準。なお、FRBによると、1月の主な上方修正要因は、食品や自動車・同部品、一次金属など。全体が伸び悩んだ背景には、減産に転じたセクターが散見されることがあり、特に自動車・同部品は1月の8.6%増（当初6.8%増）から1.1%減と3ヶ月ぶりのマイナスに落ち込んだ。反動が表れた格好である。自動車・同部品を除く製造業は0.4%増と製造業全体よりも小幅に高まったが、12月の1.5%増、1月の1.2%増（当初0.8%増）から大幅に鈍化しており、自動車以外でも勢いは鈍ったといえよう。

一方、鉱工業の設備稼働率は78.71%と前月から0.05%ポイント低下したが、鉱業や公益の低下が響いており、製造業だけでは前月から0.13%ポイントアップの77.38%と2008年3月以来の高水準に。依然として長期平均（1972～2011年平均：78.9%）を1.5%ポイント下回っているが、着実にその差は縮小している。従って、現時点では、1月のコア資本財受注の大幅減が一時的であると判断。90年代のような2ケタ増にはならなくても、2000年代同様に1ケタ後半のペースで設備投資は増えていくと想定している。



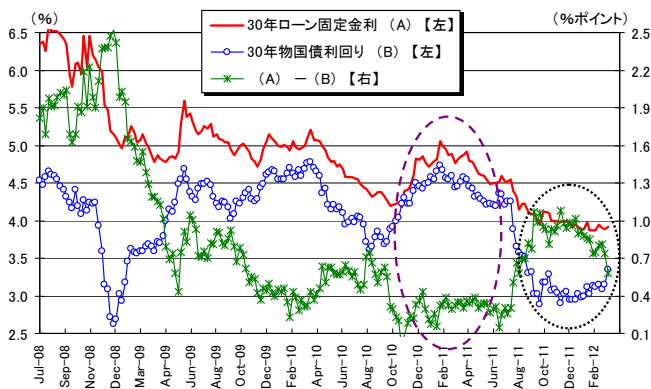
住宅市場は低迷したまま ~ 金利上昇はFedの努力を無にするリスク

今回のFOMC声明文において、Fedが評価を引き上げなかったセクターが住宅であり、“住宅セクターは引き続き低迷している”と従来通りの見解を繰り返している。バブル崩壊から約3年間の調整局面、そして過去にみられなかった3年間に及ぶ低迷というL字状態を経て、建設業者のマインドの大幅改善や集合住宅を中心とした住宅着工件数の持ち直し、新築・中古住宅販売の在庫調整の進展など、いくつかポジティブなサインがみられ始めているのは事実。だが、“住宅セクターの弱さがしっかりと景気が回復しない大きな理由である（バーナンキ議長、1月25日会見）”とみているFedにとって、足もとの変化では不十分であり、改善ペースが一段と加速しない限り、声明文の文言が修正される可能性は低いとみられる。

FOMC声明文で“2014年遅くまで”超低金利を維持するとの方針が示されたにもかかわらず、マーケットでは利上げのタイミングが早まるという思惑が強まっており、FF金利の先物市場をみると、2014年初めにはゼロ金利解除を見込む状況になっている。短期金利だけでなく、住宅ローン金利のベースになる長期国債利回りもFOMC後大幅にアップし、例えば30年国債利回りは昨年10月末以来の3.4%台に。このような市場の反応を、Fedはやや行きすぎと受け止めている可能性がある。

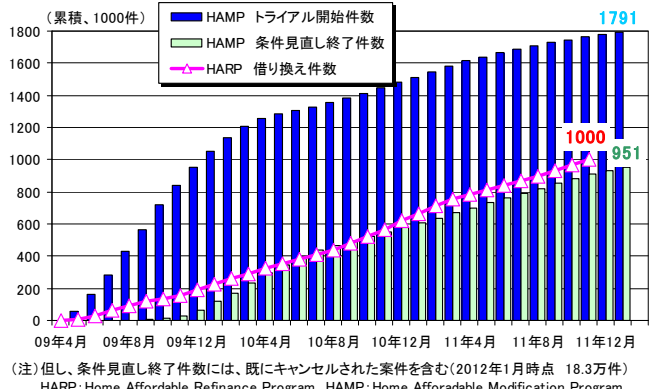
る。景気は緩やかに回復するが、著しい下ブレリスクもあるという基本的な見通しは大きく変わっておらず、金融当局としては、長期金利を低めに誘導しインフレを抑制することで、住宅市場を刺激するなど景気回復をサポートしたいという意図があるはずだ。一段と長期金利が上昇してしまえば、せっかくの金融政策効果が減じてしまう恐れがある。また、Fedの長期金利引き下げ努力と連動して、オバマ政権が推進しようとしている住宅ローンの借り換え促進プログラムなども、肝心の長期金利が上昇してしまえば、拡充計画は頓挫することになる。

住宅ローン金利はQE2実施後に上昇したが、ツイストオペで4%割れに



(出所) FRB(フレディマック)、HaverAnalytics資料より大和総研作成

思うように進展しない、オバマ政権の住宅ローン対策

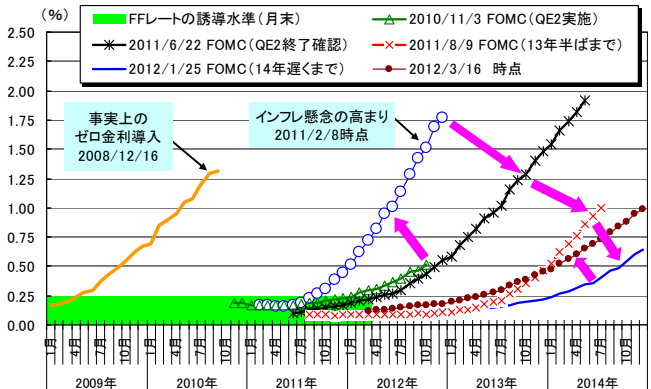


(注)但し、条件見直し終了件数には、既にキャンセルされた案件を含む(2012年1月時点 18.3万件)
HARP: Home Affordable Refinance Program, HAMP: Home Affordable Modification Program
(出所)財務省、FHFA資料より大和総研作成

Fedは、インフレ抑制には自信を持っているようだが…

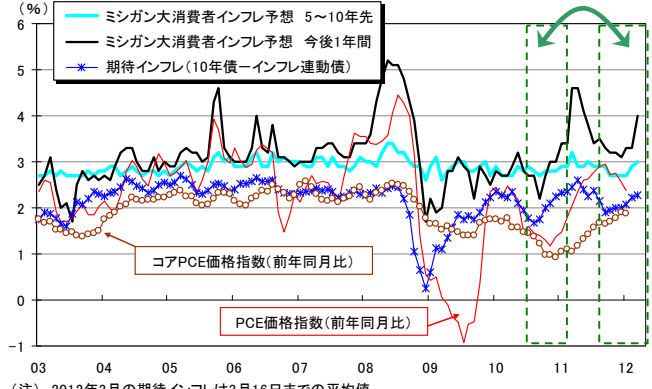
Fedは景気の現状判断・見通しに修正を加える一方で、足もとの原油・ガソリン価格の上昇に言及しながらも(かつインフレを押し上げる影響は一時的という見方を示す)、長期のインフレ期待は総じて抑制されているという評価を変えなかった。しかしながら、ミシガン大調査の消費者のインフレ期待(3月速報値)は、今後1年に関しては前月の3.3%から4.0%に跳ね上がり2011年5月以来、10ヶ月ぶりの高水準に、5~10年後のインフレ期待も前月の2.9%から3.0%(2011年6月に並ぶ)に上昇した。消費者は必ずしもFedの見解には同意していないようであり、市場が見込んでいるインフレ期待の高まる傾向と合わせて、インフレ動向は注視していく必要があるだろう。この点も、QE3を積極的に推進する材料とはいえず、むしろ障害となりつつある。

4年目に入ったゼロ金利政策 ~ 市場は1月時点よりも早まると見込む



(出所)CBOT、FRB、Bloomberg、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 ~ 消費者の期待は再びアップ



(注) 2012年3月の期待インフレは3月16日までの平均値
(出所) ミシガン大/ロイター、BEA、FRB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

＜米国経済見通し＞

	2011					2012					2013				
	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	0.4%	1.3%	1.8%	3.0%	1.7%	1.9%	2.3%	2.6%	2.5%	2.3%	2.3%	2.8%	2.9%	2.9%	2.6%
<前年同期比>	2.2%	1.6%	1.5%	1.6%	2.0%	2.3%	2.5%	2.3%	2.1%	2.2%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.5%
民間消費支出	2.1%	0.7%	1.7%	2.1%	2.2%	1.9%	2.4%	2.6%	2.5%	2.1%	2.2%	2.5%	2.7%	2.7%	2.5%
政府支出	-5.9%	-0.9%	-0.1%	-4.4%	-2.1%	1.4%	-0.4%	-1.0%	-1.0%	-0.8%	-0.9%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.7%
企業設備投資	2.1%	10.3%	15.7%	2.8%	8.7%	5.5%	6.0%	7.0%	7.0%	6.9%	5.0%	7.5%	6.5%	6.5%	6.5%
民間住宅投資	-2.4%	4.2%	1.3%	11.5%	-1.3%	4.5%	6.0%	5.0%	5.5%	5.8%	5.0%	6.0%	7.0%	7.0%	5.7%
輸出等	7.9%	3.6%	4.3%	4.3%	6.8%	3.7%	4.0%	5.3%	5.3%	4.3%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.6%
輸入等	8.3%	1.4%	1.2%	3.8%	4.9%	3.0%	4.0%	4.5%	4.5%	3.3%	4.4%	4.5%	5.0%	5.0%	4.5%
鉱工業生産	4.8%	0.7%	6.2%	3.8%	4.2%	4.3%	2.7%	3.4%	3.4%	3.7%	3.0%	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%
消費者物価(全体)	4.5%	4.4%	3.1%	1.3%	3.1%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
失業率	8.9%	9.1%	9.1%	8.7%	8.9%	8.3%	8.3%	8.2%	8.0%	8.2%	8.0%	7.9%	7.7%	7.4%	7.8%
10 億ドル															
貿易収支(財・サービス)	-139.0	-145.2	-134.7	-141.1	-560.0	-132.2	-141.9	-139.5	-136.4	-550.0	-132.6	-129.8	-127.2	-124.5	-514.0
経常収支	-118.3	-123.4	-107.6	-124.1	-473.4	-113.8	-121.3	-119.4	-117.7	-472.3	-113.8	-111.4	-109.2	-107.1	-441.5
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%)	0.69	0.57	0.28	0.26	0.45	0.26	0.31	0.30	0.35	0.30	0.39	0.48	0.55	0.63	0.51
10年債利回り(期中平均%)	3.46	3.21	2.43	2.05	2.79	2.03	2.19	2.34	2.56	2.28	2.62	2.69	2.91	3.14	2.84
国内最終需要	0.4%	1.3%	2.7%	1.1%	1.8%	2.1%	2.4%	2.5%	2.5%	2.1%	2.0%	2.7%	2.7%	2.8%	2.4%
民間需要	1.9%	1.8%	3.3%	2.4%	2.7%	2.3%	3.0%	3.2%	3.2%	2.7%	2.7%	3.3%	3.4%	3.4%	3.1%

(注) GDPは2011年Q4まで実績値、2012年Q1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 2012年3月19日時点