

～海外情報～

2012年4月19日 全11頁

米経済見通し 変調を示唆する・示唆しない材料

経済調査部
近藤 智也

外部の不安定さは、依然として“今年は違う”というシナリオのリスク要因

[要約]

- 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きた。市場コンセンサスに続いて、これまで慎重な見通しを維持していたIMFなどの国際機関も、緩やかな回復が続くという大枠を変えずに2012～13年の見通しを上方修正へ。欧州の債務問題が小康状態になり、米国の自律的な回復がみられることが背景にあるようだ。但し、欧州問題は下ブレリスクとして意識され続けており、原油・ガソリン価格の高止まりの影響も不透明のまま。それでも去年よりも今年、今年よりも来年がよくなるという基本的なスタンスは各機関に共通している。ブッシュ減税の終了や強制歳出カットの開始といった国内の公的セクターによる下押し圧力は顕在化しないことが前提だろうが。
- 一方、4月に入ってから発表される経済指標に市場予想を下回るケースが増えている。暖冬などの特殊要因が解釈を難しくしている面はあろうが、従来の勢いがややトーンダウンしているのは事実。3月の雇用統計に始まって、製造業の生産は一服し設備投資の増加ペースも鈍く、住宅着工は2ヶ月連続で減少した。いずれも昨年後半からのトレンドが変わったと判断するのは早計だろうが、今後の展開を注視する必要がある。対照的に、小売売上など個人消費は引き続き堅調であるが、雇用・所得環境の改善が継続しなければいずれ勢いを失ってしまう。現時点では、様々な材料が混在し、お互いに矛盾する現象も生じている。本来、楽観派と悲観派の見通しの収斂は予測の確度が高まっていることの表れのはずだが、むしろ自信のなさ故に“みんなで渡れば怖くない”的な状態に陥っているのかもしれない。

市場コンセンサスに
続いて、OECDやIMFも
見通しを上方修正

3月の経済見通しのなかで触れたように、市場コンセンサス（Blue Chip 調査）は2012年を2.3%成長と見込んでおり、年初の時点から若干上方修正されている（2013年の予想は2.6%で変わらず）¹。米国の経済成長率の予想を引き上げる動きは国際機関にも及んでおり、OECDは3月29日に、2012年Q1を昨年11月時点の前期比年率1.7%増から2.9%増に、Q2を1.9%増から2.8%増にそれぞれ大幅に引き上げる予想を発表した²。直近の市場コンセンサスが同時期を2.2～2.3%程度で予想していることと比べると、かなり強気の想定といえるだろう。

そして、IMFは4月17日に発表したWorld Economic Outlookのなかで、2012

¹ 直近4月調査でも、市場コンセンサスは2012年2.3%、2013年2.6%と予想が変わらなかったが、2012年の数字を上方修正した機関は回答機関全体の4割超にのぼった。3月の見通しについては、拙稿「海外情報「米経済見通し どこまで上方修正されるのか」 2012年3月19日付を参照。

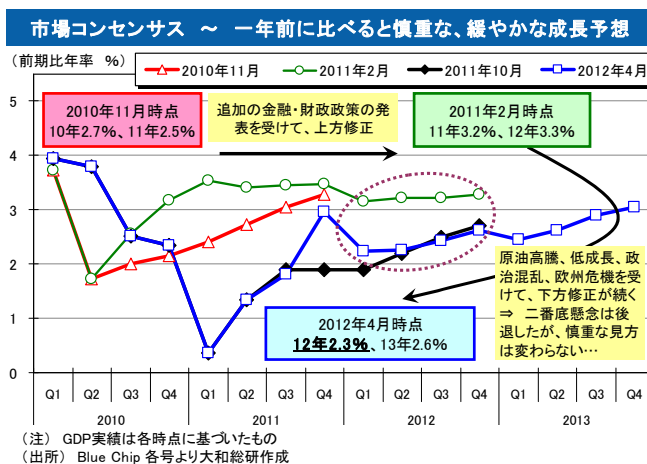
² OECDは年2回（昨年5月と11月）Economic Outlookを発表しているが、今回は中間見直しに相当し、目先半年分の予想数字を改定しただけで、暦年の数字は公表されていない。次回のEconomic Outlook（E091）は5月22日公表予定。

年の成長率予想を1月時点の1.8%から2.1%に、2013年を2.2%から2.4%にそれぞれ上方修正している³。ただ、2012年Q1・Q2を前期比年率1.9~2.0%増、年後半で2.0~2.1%増、2013年に入っても2.4~2.6%増と緩やかに回復しながらも、前述のOECDや市場コンセンサスと比較すると慎重である。また、欧州を含めた世界の多くの地域で上方修正されているが、主に国内要因によって自律回復がみられる米国にしても、住宅価格の低迷やデレバレッジの圧力、脆弱な労働市場などが成長を抑制し続けると言及。また、欧州の債務問題が再燃し、欧州の金融機関が融資基準をタイトにしたり信用供与の伸びを抑制するケースや、原油価格が高騰するケース（原油価格がベースシナリオよりも約50%値上がり）では、米国の成長率が1%ポイント以上、下ブレするというシミュレーションを示している。

なお、相対的に楽観的なFedメンバーの景気・インフレ見通しは、4月24~25日のFOMCで改定される予定である（同時に、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公表、バーナンキ議長の記者会見もある）。

一方、市場コンセンサス（Blue Chip調査）はここ2ヶ月ほど変わらないものの（2012年2.3%、2013年2.6%）、悲観的な見方が上方修正される形で見通しは収斂されつつある。例えば、直近4月時点の2012年成長率予想に関する、楽観派（Top10平均）と悲観派（Bot.10平均）の乖離幅は0.5%ポイントであり、同時点の過去4年間の平均乖離幅1.0%ポイントの半分にすぎない。2013年予想も例外ではなく、過去の平均乖離幅約1.6%ポイントに対して、直近は1.0%ポイント。今年・来年とそれだけ見通しのばらつきがないことを示す。ただ、2013年については楽観派でも3.1%程度で、過去4%近い高成長予想が珍しくなかった点を踏まえると、1年前の時点にもかかわらず、全般的に見通しが慎重であるといえよう。

このように、多少の差はあるが、2011年実績1.7%から2012年、2013年と成長率が緩やかに加速していくと想定している傾向は共通している。2012年末でのブッシュ減税終了（すべての所得階層の所得税率がアップし、キャピタルゲインや配当に対する税率軽減が終了）や2013年初からの歳出カットなどの現行制度を前提にCBOが想定する、2013年にかけて成長が急減速するというシナリオとは大きく異なる。従って、当社を含めたいずれもが、公的セクターによる下押し圧力が顕在化しないような何らかの措置が取られることを見込んでいるわけである。



様々な機関の米国見通し (単位%)

	2012年	2013年	2012年	2013年
	暦年	暦年	Q4前年比	Q4前年比
市場コンセンサス	2.3	2.6	2.4	2.7
プライマリーディーラー	—	—	2.2	2.5
IMF	2.1	2.4	2.0	2.6
OECD	2.0	2.5	2.0	2.7
CBO	2.2	1.0	2.0	1.1
OMB	2.7	3.0	3.0	3.0
Fed(大勢)	—	—	2.2~2.7	2.8~3.2

(注) 市場はBlueChip4月、IMFは4月、OECDは11年11月、Fedは1月
プライマリーディーラーは3月(数字はMedian)、CBOは1月、OMBは2月
(出所) 各種資料より大和総研作成

³ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/index.htm>

雇用環境の拡大は平坦ではない ~ 雇 用者の増加ペースは ダウン

だが、4月に入ってから発表される経済指標に市場予想を下回るケースが増えてきた。予想自体が楽観的すぎたという側面もあろうが、昨年末から年初にみられた勢いがややトーンダウンしている。また、暖冬などの特殊要因によって一時的に押し上げられていた部分が剥落し実体が分かりにくくなっている⁴。

まず、変調を印象付けて従来の楽観ムードは修正せざるを得ない材料となったのが、3月の雇用統計である。非農業雇用者数は前月差12.0万人増となり、市場コンセンサス（中央値20.5万人増）を大幅に下回り、5ヶ月ぶりの低い増加幅にとどまった⁵。3月は1月の27.5万人増、2月の24.0万人増から増加ペースが半減。注目される民間部門の雇用者数も12.1万人増と、昨年12月～2月までの20万人超（平均24.8万人増）から大幅に縮小した。3月は、好調な製造業に支えられて生産部門は前月並みの増加幅となったが、民間サービス部門は前月の20.4万人増から9.0万人増となり、同部門の鈍化が全体に響いたといえるだろう。小売が2ヶ月連続の減少、しかもマイナス幅を拡大させた他、専門・企業向けサービスや教育・健康サービスなどのプラス幅が縮小してしまった。

ただ、元々単月のブレが大きい統計であることから、3月の結果だけで雇用環境の改善がストップしてしまった、あるいは増加トレンドの方向が変わったと判断するのは早計だろう。実際、家計調査では、統計上の失業率が8.2%と前月から低下しただけでなく、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。同様に、ADPは民間部門の堅調な増加を示し、企業側の景況感調査では製造業・非製造業ともに採用意欲が高まっており、消費者マインドの少なくとも雇用に対する現状認識は改善している。

しかしながら、バーナンキFRB議長が3月26日の講演で、最近の労働市場の改善ペースが持続可能かまだ分からないと指摘した懸念が現実になったのも事実。ただ、過大評価されているかもしれない失業率の低下が3月も確認されたことはやや皮肉か。確かに、3月の失業率は8.192%と2月の8.269%から0.077%ポイント低下し、2009年1月以来の低水準で推移しているが、その解釈は慎重にすべきだ。3月の失業率の変化を要因分解すると、就業者が減ったことによって就業者要因が失業率を0.02%ポイント押し上げる方向に作用したが、労働参加率が63.77%に低下したために、非労働力要因は失業率を0.20%ポイント押し下げた。このように、3月は、労働市場からの退出がみられたことが失業率低下につながっており、昨年後半以降の就業者増加が影響していた状況に比べると、ややネガティブな評価になろう。就業者、失業者、非労働力人口という三者間の移動をみても、1ヶ月前は就業していた者や失業状態だった者が3月には非労働力人口になった人（労働市場からの退出）が増えている一方、1ヶ月前は非労働力人口だった者が就業者や失業者にシフトした数（労働市場への参入）は大幅に減少した。

今回の結果を受けて、市場ではQE3など追加緩和策への期待感が再び高まっているが、単月の結果でどうこうという話ではないだろう。慎重な分析を踏まえて、4月25日に発表されるFOMC声明文において、どのように労働市場の現状を評価するのか（3月は上方修正）、Fedメンバーの失業率見通しともに注目される。ハト派のシカゴ連銀のエバンス総裁でさえ、失業率が7%を下回れば自然失業率に向か

⁴ 4月3日に公表された3月のFOMC議事録要旨ではFedの幾人かのメンバーが指摘していた点だが、暖冬のために、様々な経済指標の解釈に不確実な要素が追加されており、雇用や住宅指標の改善の一部を押し上げている可能性に言及している。

⁵ 詳細は、拙稿「海外情報「米国の雇用拡大ペースは前月から半減したが…」」2012年4月9日付を参照。

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発言済み（3月16日）。つまり、条件付きながら、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。7%という水準は、大方のFedメンバーのイメージ（1月時点）と一致しているが、“2012年末までには8%を下回る”から“12年末まで8%付近にとどまる。14年末でもまだ7%付近にあるとみられる”まで見方は様々なままであり、そのタイミングは依然としてバラバラだ。現時点では、追加策云々ではなく、現状のような超緩和状態の長期化がFedの基本的スタンスとみられる。

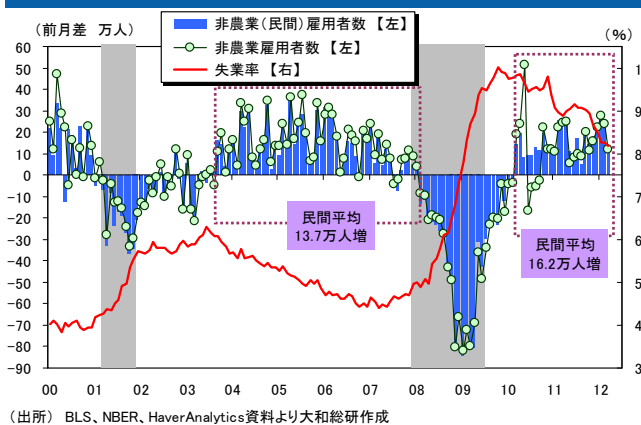
賃金上昇率は漸く底打ちか～但し、実質賃金は前年割れの状態が続く

これまで伸び悩んでいた名目の時間当たり賃金水準（平均）は、民間セクター全体で前月比0.21%増と2月の0.26%増に続く高い伸びになり、前年同月比では2.05%増と再び2%台に。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限った賃金は前年同月比1.76%増（前月比0.15%増）となり、1月（1.45%増）をボトムに漸く持ち直してきたようだ。

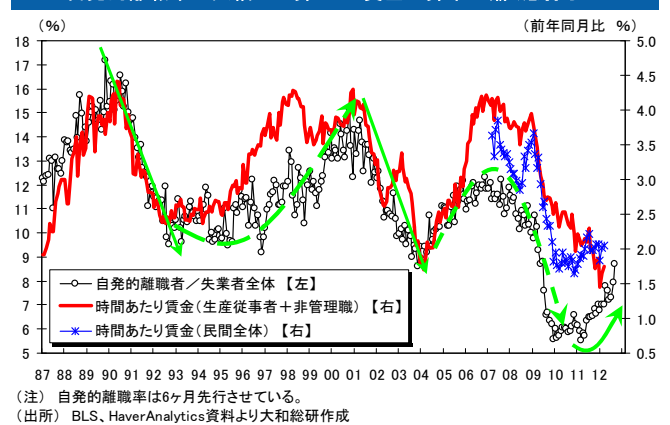
だが、CPI全体の上昇率（3月でも2.7%増）を下回る状態が1年以上にわたって続いている。依然として企業側優位で、一部のセクターや職種を除くと、企業は待遇を大幅に引き上げなくても必要な人数を確保できる状況に変化はみられない。また、企業が負担する医療保険等のベネフィットコストは上昇しており、コスト抑制を意識する企業は賃金水準の引き上げには消極的になるだろう。

明るい材料としては、名目賃金上昇率の先行指標に相当する自発的離職率が8.7%と前月の7.9%から急上昇し、2008年12月以来の高水準まで回復してきた点が挙げられる。自発的離職率と賃金の関係をみるうえで9%程度は必要とみられ、タイムラグを伴って賃金上昇率は今後上向いていくであろう。

3月の雇用者数は12.0万人増に鈍化～失業率は8.19%に低下



自発的離職率は大幅に上昇～賃金上昇率は漸く底打ちか



多国籍企業の海外重視の姿勢が続いている可能性

共和党の大統領選挙の候補者がロムニー・前マサチューセッツ州知事に事実上絞られた現在、11月の本選で再選を目指すオバマ大統領は献金集めを進めており、3月には約5,300万ドルと、1月の約2,910万ドル、2月の約4,500万ドルから加速させているという。しかも、寄付をした56万7,000人のうち97%は250ドル以下の小口だったとオバマ陣営はアピール。

だが、オバマ大統領にとって、目先のお金集めよりも一義的には米国内で雇用が創出されることが重要である（創出される地域は選挙戦術上重要であろう）。

5年間で輸出を倍増させる計画を打ち出した背景には、米国内で生産したモノの輸出が増えれば国内の雇用増につながると思ったことに他ならない。同様に、オバマ大統領が今年的一般教書の中でも謳ったように、連邦法人税税率を現在の35%から28%に引き下げようと提案した理由も、海外との争いで不利な点を解消する試みである。国内の雇用に結び付けようとする各国の税金の引き下げ競争は続いており、オバマ政権は、連邦分と州地方の平均を合わせた法定実効税率が39.2%に達し、先進国の中でも高いと強調している。

しかし、本来ならばこのような税制改革は企業から大歓迎されるはずだが、財政赤字削減が課題になっている現状では、減税だけというわけにはいかない。オバマ政権は、グローバルに事業を展開している企業に対して海外でプールしている利益への課税強化や企業向けの優遇措置の廃止など、税収増加措置とセットで提案している。つまり、国内で雇用を生み出している企業をサポートする一方で、創出に寄与していない部分にはペナルティーを課す、いわば「北風と太陽」の政策である。従って、企業や業界によってはむしろ歓迎できない案であり、さらに、共和党が反対する、富裕層向けのブッシュ減税廃止が税制改革に盛り込まれているために、選挙前の実現のめどは立っていない。

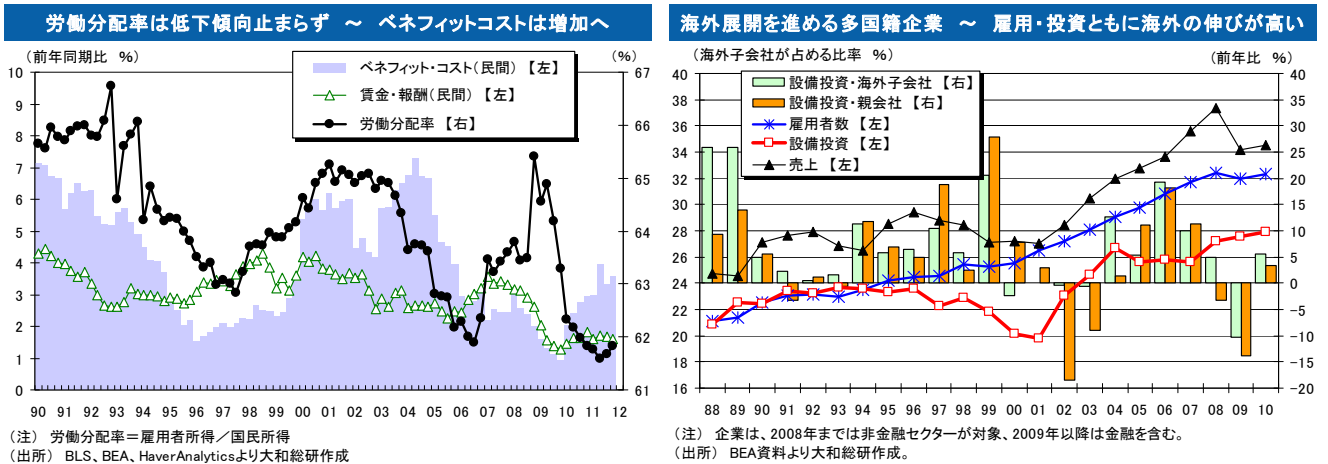
一方、多国籍企業が、ITバブル崩壊以降本格化させた、国内よりも海外を優先するトレンドは2010年も続いている。BLSによると、多国籍企業は従業員を前年比0.5%増やしたが、国内がほぼフラットの0.1%増だったのに対して、海外子会社は1.5%増と増加分のほとんどが海外だ⁶。2004～2009年における国内（年率0.5%増）と海外（同3.7%増）の乖離ほどではないにしても、2008～09年の金融危機後でもその関係は変わっていないことを示唆。同様に、2010年の設備投資も国内3.3%増に対して海外5.5%増となっており、2009年の国内の落ち込みが大きかった点も考慮すると、企業の積極さの違いがわかってきた。この結果、2010年現在、多国籍企業において雇用の約32%、設備投資の約28%は海外が占めていることに。逆に、海外企業が米国内子会社の従業員を増やしていれば、国内の雇用問題という点ではプラス材料だが、2010年は前年比1.0%減の520万人（民間部門全体の4.7%を占める）となり、2009年の6.1%減に続くマイナスに。民間部門全体の減少率（0.6%減）よりも大きい。結局、米国企業は国内よりも海外でヒトを増やし、海外企業も米国内でヒトを減らし、オバマ大統領が苦戦する状況が生じている。

雇用創出の場所は、国内と海外の関係にとどまらず、国内の中での争いになっている。さらに、労働市場の需給バランスが大きく崩れた結果、競争が激化して賃金を低めに抑制している。具体的には、労働者にとってはまず職を確保することが重要であり、賃金水準は二の次。積極的に低賃金の労働を提供しようとする。また、若年層と高齢者層の争いで同じ賃金水準ならスキルがある方を選択するのが企業の道理に合うだろう。他方、州地方政府は法人税の引き下げや補助金（設備投資や研究開発、雇用に対する助成）の付与、規制緩和など優遇措置を導入して、企業にコストの安さをアピールする。また、労働組合も例外ではない。医療保険など企業側が優位になる新たな労働条件を結ぶことを余儀なくされている。医療費は他の品目に比べて上昇率が高く、企業としては少しでも抑えたいというインセンティブが働こう。このように、企業は柔軟性に富んだ場所を選択できる優位性を持つようになり、しばらくはこの状態が続くとみられる。実際、雇用者

⁶ 民間部門全体の雇用が0.6%減少した2010年において、多国籍企業が人を減らさなかった点は特筆すべきことだろう。ちなみに、2010年の多国籍企業の国内従業員数は2,300万人であり、民間部門全体の約1/5に相当する。

<http://www.bea.gov/newsreleases/international/mnc/mncnewsrelease.htm>

所得で計った労働分配率は長期的に低下傾向にあり、直近の値は過去最低水準と言ってもよく、今後も低位にとどまる可能性が高い。



景況感、サービスセクターを中心に堅調だが

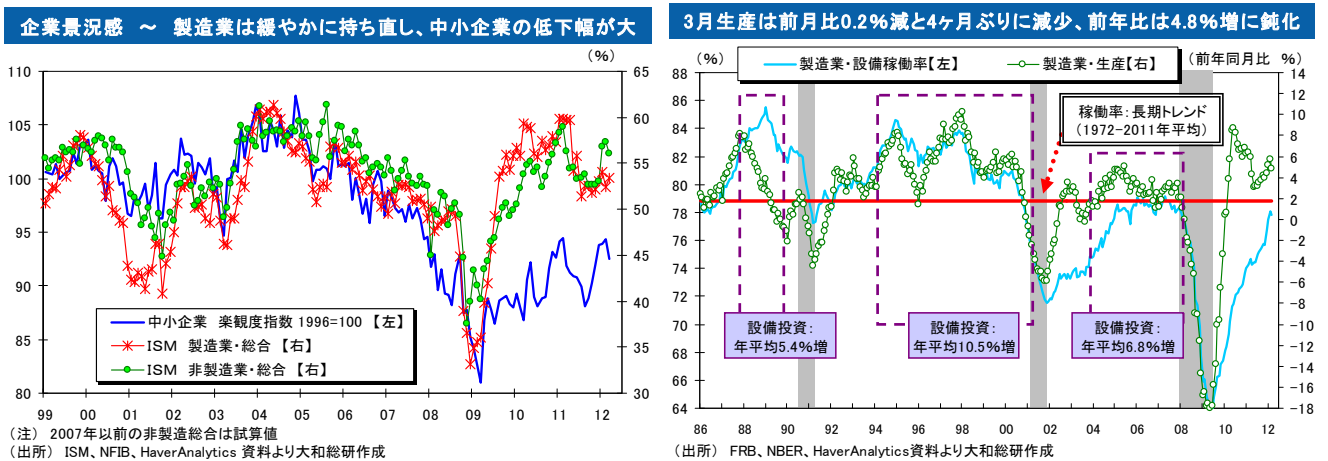
企業の景況感のうち雇用に対する認識は前向きである点は前述した通りだが、全体の景況感はどうだろうか。3月のISM製造業景況感指数は53.4と2月(52.4)から1.0ポイント上昇し2ヶ月ぶりに改善したが、昨年央にかけて悪化した状態(7~11月の平均52.1)から緩やかに改善しているにすぎない。構成項目5つのうち生産(寄与度0.60ポイント)と雇用(同0.58ポイント)はいずれも3ヶ月ぶりにプラスに転じて牽引役に(在庫が0.10ポイントのプラスに寄与)。マイナスに寄与したのが新規受注(▲0.08ポイント)と入荷遅延(▲0.20ポイント)の2つであり、ともに2ヶ月連続で低下したが、マイナス幅が前月から縮小しネガティブなインパクトは小さい。

拡大したと報告した業種は15と前月の11から大幅に増加し、縮小したという業種がコンピュータ・電子製品と化学製品の2つにすぎない。ISM指数は低水準ではあるが、景況感の拡大は広範囲のセクターでみられる。ISMも、“企業からのコメントは、引き続きポジティブなものであり、今後数ヶ月の売上や需要の増加を指摘する反応もいくつかみられる”と言及。具体的な声としては、“堅調な輸出需要と原材料価格が比較的安定しているおかげで、ビジネスは好調”(化学)、“顧客は2012年の購入計画を10~13%増やす可能性があるという。実際の受注は低調なままだが、予想は引き続き高い”(機械)、“ビジネス環境は引き続きとても強く、見通しも明るい”(金属製品)、“年6%で成長しており、今後もこれに近い水準で伸び続けると予想”(食品)、“ビジネスは依然として強い”(素材金属)、“売上と需要が増加しているために設備稼働率は高い”(輸送機器)など先行き明るいものが紹介されている一方で、“ビジネスは概ね安定しているが、中国のスローダウンが引き続き懸念される”(コンピュータ)という声も。

4月前半の状況も加味したNY連銀の4月の製造業景況感(現状)は7ヶ月ぶりに前月から低下し、しかも市場予想を大きく下回る水準になった。これまでフィラデルフィア連銀調査に比べて好調だった分だけ、勢いが鈍る余地はあろうが、4月に急減速。ISMの作成方法に合わせて加工した指数は53.2と前月から約2ポイント低下したが、主に出荷の落ち込みによるものだ。新規受注は前月と同程度、雇用者数も増やすと回答する企業が多い(労働時間は対照的に悪化)。半年先の見通しも3ヶ月連続で低下しており、一頃の楽観ムードはやや後退か。但し、設

備投資計画の見通しは高水準を維持している。

ISM 非製造業景況感指数は 56.0 と前月から 1.3 ポイント低下し、市場予想を上回る低下幅となった。指数の構成のうちビジネス活動や新規受注の悪化が響いた。半年ぶりに前月水準を下回ったことになるが、大幅アップした 1 月、1 年ぶりの高水準となった 2 月を受けて 3 月は拡大スピードが鈍っただけであろう。非製造業の改善ペースは 2011 年 4 月以降横ばい状態（4～12 月の平均 53.4）だったが、足もと 3 ヶ月間の平均は 56.7 と 11 年 Q1（平均 57.9）に匹敵する水準だ。少なくとも製造業に比べれば、非製造業は 2012 年に入って大幅に加速しているといえよう。ISM も“ビジネス環境に関する企業からのコメントはほとんど楽観的なもののみを自由裁量的な支出の増加は企業や消費者のマインドの改善を反映していることを示す”と指摘。ただ、“引き続き、コスト上昇圧力や燃料価格の不安定性に関する懸念がある”ともコメント。業況が拡大した業種は前月の 14 から 16 に、縮小した業種は前月の 3 から 2 にそれぞれ変化した。悪化したのは鉱業と農林水産業の 2 つであり、サービスセクターの主要な業種は拡大。

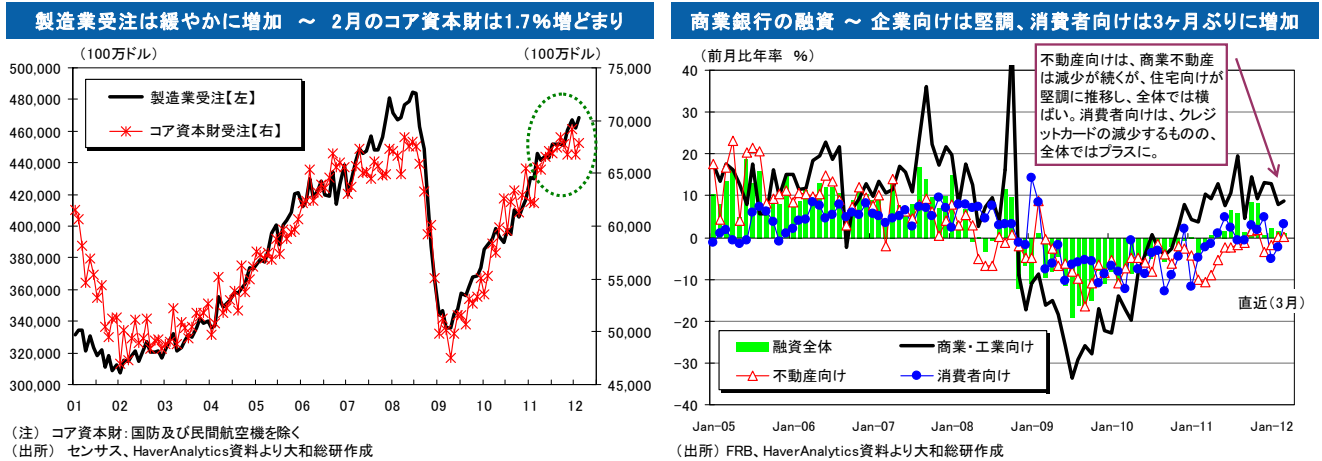


企業活動は、特に製造業に一服感が強い

だが、実際の企業活動をみると、景況感に比べて弱い結果になっている。例えば、3月の鉱工業生産は2ヶ月連続で前月比横ばいとなり、市場予想0.3%増を下回った。2月は鉱業の大幅減(4.0%減)や公益(電力・ガス)の横ばいが影響し、製造業だけに限ると0.8%増と好調だったが、3月は鉱業・公益がともに増加するなか、製造業は0.2%減と4ヶ月ぶりに減少してしまった。過去分が概ね上方修正されたとはいえ、景況感に加えて、製造業の雇用者が増えていた点も考慮すると予想外といえるだろう。しかも、非金属鉱物や印刷、一次金属、家具、アパレル、電気機器・部品など1%を上回る減少率の業種が散見される一方、1%以上増加した業種はなかった。ただ、FRBが指摘するように、Q1全体で見ると、製造業は前期比年率10.4%増と7四半期ぶりに高い増加率となり、なかでも自動車・同部品は39.1%増と2007年の生産水準まで回復している。自動車・同部品を除く製造業も8.3%増と高い伸びで、自動車以外も堅調に推移したといえるだろう。

鉱工業の設備稼働率は78.59%と2ヶ月連続で低下し、2月は鉱業や公益が、3月は製造業の低下が響いている。製造業は77.8%と、依然として長期平均(1972～2011年平均:78.8%)を1.0%ポイント下回っている。着実にその差は縮小してきたが、3月は一服した格好である。2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1.7%増と増加に転じたが、

1月の減少率の半分にすぎない。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るが、2月時点でもそのノイズから脱して元のトレンドに戻ったとは言い難い。前述したように、企業サイドには先行きの明るい見通しがあり、それが実際に具体化するのにかしばらく注視する必要があるだろう。



住宅市場もスローダウン ～ 暖冬要因が剥落か

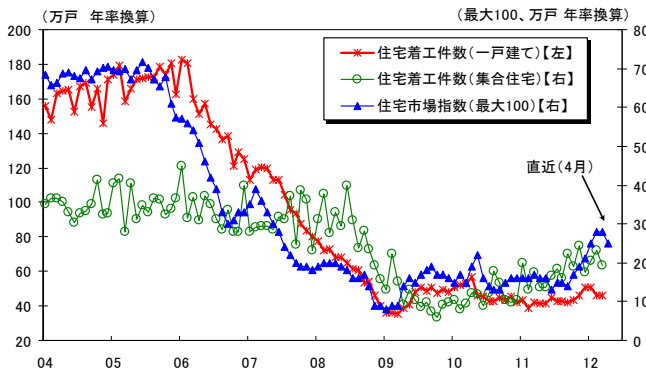
また、製造業の活動と合わせて市場予想を下回る内容となったのが住宅関連である。3月の住宅着工件数は前月比5.8%減の年率65.4万戸と2ヶ月連続で減少し、昨年10月以来の低水準に落ち込んだ。微増の70.5万戸を見込んでいた予想に反する結果になった背景には、これまで全体を牽引してきた集合住宅が16.9%減の19.2万戸と3ヶ月ぶりに減少したことが挙げられる。ただ、昨年後半以降増減を繰り返しながら増加トレンドを描いてきたが、今回のマイナスを受けて変わったと判断するのは早計だろう。実際、後述するように、許可件数ベースでは集合住宅が前月から急増しており、今後も好調さを維持すると予想される。

やはり、住宅市場の回復力が乏しい主因は主力である一戸建てに動意がみられないことだろう。3月も0.2%減の46.2万戸と横ばいにとどまった。12月・1月と約2年ぶりに2ヶ月連続で50万戸を上回ったものの、暖冬による一時的な押し上げが剥落したことで、緩慢な回復に戻ってしまったようだ（2011年2～5月の41万戸前後からは増えている）。

着工件数の先行指標となる建設許可件数をみると、3月は4.5%増の年率74.7万戸と2008年9月以来の高水準に。集合住宅が20.8%増の28.5万戸となったことが、一戸建ての半年ぶりの減少（3.5%減の46.2万戸）を隠している。一戸建て自体、2011年2月をボトムに増加基調にはあるが。

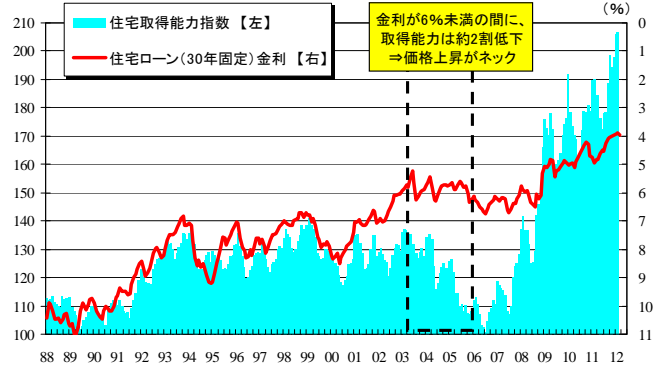
先行して改善していた住宅市場指数が約半年ぶりに前月水準を下回るなど小休止。発表元のNAHBも指摘するように、引き続き高水準であることからすぐに懸念する必要はないだろうが、建設業者や借り手に対するタイトな信用や、差し押さえ物件との競合などの問題に悩まされており、歴史的な低水準にある住宅ローン金利や割安な住宅価格という好環境を活かしきれていない。緩やかな景気回復シナリオが上ブレるとしたら、住宅市場の急回復が要因になるであろうと想定しているが、その可能性は依然として低いままである。

住宅市場の回復トレンドは継続しているものの、勢いは鈍化



(注) 住宅市場指数は販売の現状や半年先の販売見通し、見込み客の動向の加重平均。
(出所) センサス、NAHB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

住宅取得能力 ~ 金利低下も寄与して過去最高水準を維持



(注) 取得能力指数は100であれば、中間的な所得層が中間的な住宅を購入できることを意味する。
(出所) NAR、FHLMC、HaverAnalytics資料より大和総研作成

個人消費の好調さに 変調はなし ~ ガ ソリン価格の行方 には引き続き注視

生産や住宅とは対照的に、好調さを維持しているのが個人消費である。4月11日に公表されたページブックのなかでも、“ほとんどすべての地区で小売業は引き続き改善”と言及されており、暖冬要因も売上増加に寄与しているようだ。だが、ガソリン価格の上昇が家計の自由な裁量支出を制限する可能性も懸念されており、企業活動同様に、個人消費への悪影響を注視する必要があるだろう。

3月の小売売上は前月比0.8%増となり、市場予想(0.3%増)を大きく上回る伸び率となった。昨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、Q1全体では前期比年率8.0%増(11年Q4は7.8%増)と4四半期ぶりに高い伸びに。後述するように、2011年Q4に続いて2012年Q1も自動車・部品が小売売上の牽引役になっているが、自動車を除く売上は11年Q3の前期比年率4.6%増、Q4の4.8%増から、12年Q1は8.4%増に大幅に増加した。

3月の中身をみると、前月に続いて自動車・部品とガソリンスタンドの売上は増え(後者は3ヶ月連続増加)、小売全体を押し上げている。但し、3月の新車販売台数は前月比4.8%減の1,413万台(BEAベース)と3ヶ月ぶりに減少し、必ずしも小売売上のなかの自動車ディーラーの名目売上と整合的ではない。2008年2月以来の1,500万台超となった直後であり、Q1としては平均1,449万台と2008年Q1以来の4年ぶりの高水準。2009年からの増加トレンドは変わっていないといえよう。ガソリン高が、より燃費のいい自動車への買い替えを促した面もあっただろう(実際、ページブックでもカンザスシティやダラス、サンフランシスコ地区からはそのような指摘があがっている)。

また、3月のガソリン小売価格は前月比7.6%増の3.852ドル/ガロンと11年5月以来の高値になり、ガソリンスタンドの売上を押し上げた。ただ、3月末からガソリン価格(レギュラー)は3.9ドル台で推移し(EIA・4/16発表は3.922ドル)、4ドル目前で横ばい状態である。3月以降、原油価格が横ばいになったことを受けて一服しており、景気への見方が修正され需要予測が低下したほか、米国やイギリス、フランスなどが戦略備蓄の放出を検討していると伝えられたことも上値を抑えたとみられる。

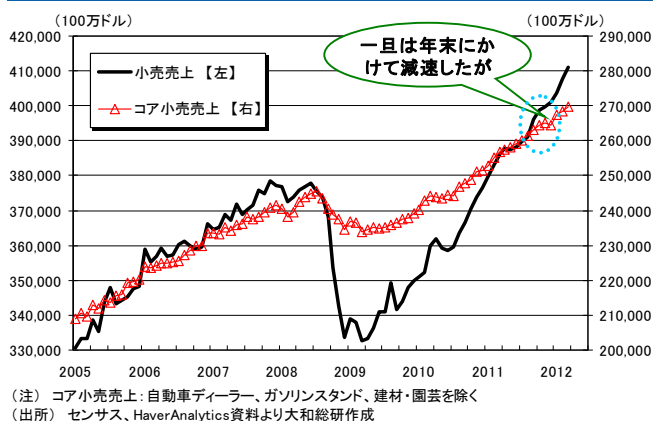
消費者マインドは、ガソリンが上昇し続けたにもかかわらず、堅調に推移しており、雇用・所得に対する期待感がガソリン高の悪影響を相殺しているとみられる⁷。4ドルという水準は2008年、2011年、そして今回と3回目であり、消費者の

⁷ ミシガン大/ロイターが発表した4月の消費者センチメント(速報値)は75.7と3月の76.2から0.5ポイント低下し、

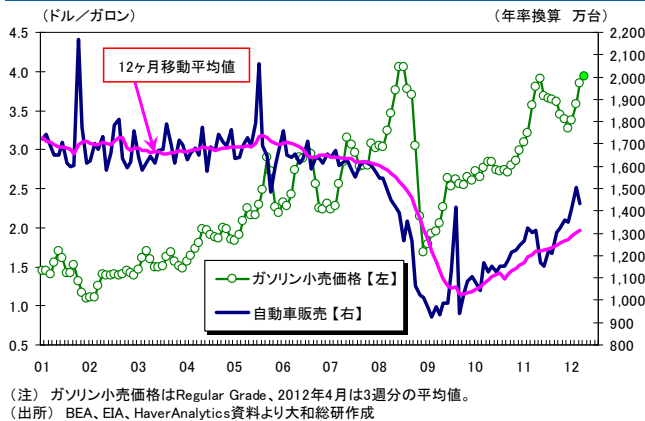
慣れもあるかもしれない。バーナンキ議長も、TVのインタビュー（3月27日）で、ガソリン価格の上昇によって消費者の購買力が低下する懸念を指摘しながらも、現在の水準であれば、他にいいニュースもあるので景気回復を危うくすることにはならないと発言⁸。また、家計の立場からすると、暖冬だったために昨年と比べると2割近くも暖房を必要とする期間が短く、家計は暖房関連にかかるコストを抑えられ、ガソリン高による出費と相殺できたという幸運もあっただろう。

確かに足もとでは落ち着いているものの、イランの核開発を巡り緊張感が高まれば、原油価格は一段と上昇する可能性が残っている。オバマ政権は、イランへの圧力を強化する一環として、イランから原油を輸入し続ける国に対して経済制裁を発動する姿勢である。国内的には、雇用環境の改善ペースに陰りが出てくると、ガソリン高に耐性も弱まるだろうし、4.5～5ドルという未知の領域に対する消費者の反応は不透明だ。また、需要期であるドライブシーズンをむかえて、一段とガソリン価格の動向に注意が必要である。ちなみに、EIAが4月10日に発表した短期見通しによると、ガソリンの4～9月の平均価格は前年同期比6.3%増の3.95ドルと予想⁹。従って、昨年とは異なって、3.9ドル台で高止まった状態が続くとみられている。

3月の小売売上は前月比0.8%増 ～ 今年に入って大きく再加速



3月新車は年率1,431万台と3ヶ月ぶりに減少 ～ ガソリン価格4ドル目前



3月の小売売上に話を戻すと、3月の自動車とガソリンスタンドの寄与度は前月から低下しており（自動車：0.23%ポイント→0.15%ポイント、ガソリンスタンド：0.41%ポイント→0.13%ポイント）、それ以外の広範囲のセクターで売上が拡大したといえる。それ以外で最も寄与度が大きかったのが建材・園芸（前月比3.0%増）であり、小売全体の伸びの約1/4を占めている。ただ、同セクターは住宅市場と関連性があることから、住宅市場が緩慢な動きに戻ってしまえば、牽引役として期待することは難しいだろう。この他にも百貨店を含めた総合小売やオ

予想（76.2）を下回った。小幅な低下とはいえ、8ヶ月ぶりに悪化したことになる。内訳をみると、期待感が2.7ポイント上昇の72.5と、ここ3ヶ月横ばい状態から脱し、2009年9月以来の高水準となった。だが、現状認識は80.6と前月から5.4ポイントも低下し、4ヶ月ぶりの低水準になったために、全体では悪化につながった。ガソリン価格の上昇がネガティブに響いている可能性が考えられるが、消費者のインフレ期待をみると、今後1年に関しては3月に4.0%に跳ね上がったが、4月は3.4%に低下した（5～10年後のインフレ期待は前月と同じ3.0%）。その背景として、ロイターは、ガソリン価格の値上がり鈍化していることを反映していると指摘。従って、ガソリン高が消費者マインドを冷やしたかは不明である。

⁸ <http://abcnews.go.com/Business/transcript-diane-sawyer-interviews-federal-reserve-chairman-ben/story?id=16012043>

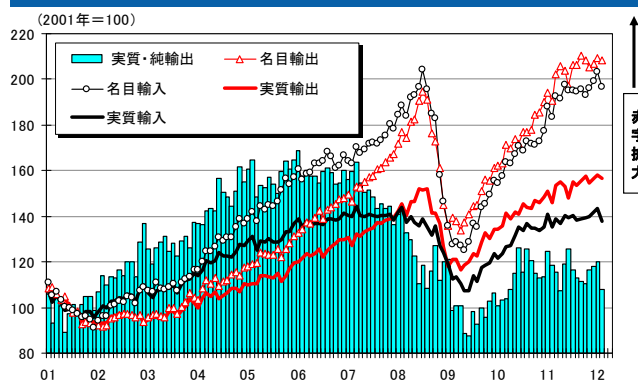
⁹ <http://www.eia.gov/forecasts/steo/>

オンライン取引や宅配などの無店舗小売、飲食料品などが堅調に拡大している。

貿易赤字の減少はポジティブか

2月の貿易赤字（財・サービス）は前月比12.4%減の460億ドルと4ヶ月ぶりに減少した。1月には2008年10月以来の規模に膨らんだが、一転して縮小しQ1の成長率の押し上げ要因に。輸出（財・サービス）は0.1%増と1月の1.5%増から鈍化したが、過去最高額を更新。但し、財に限定すると0.4%減と3ヶ月ぶりにマイナスと、欧州のほか、中国などの景気減速の影響の可能性も。一方、サービス輸出は旅行やロイヤリティーに牽引されて過去最高へ。また、前年同月比の増加率（財・原系列）は12.6%増に持ち直したが、オバマ大統領の輸出倍増計画に必要な年15%増を5ヶ月連続で下回っている。対EUでも1月の前年同月比4.2%増から12.6%増に。輸入は前月比2.7%減と4ヶ月ぶりに減少し、これが貿易赤字の大幅縮小につながった。輸入の減少は、米国内の景気の弱さを反映した可能性はあるものの、単月の結果で判断するのは時期尚早だろう。

輸入の大幅減を受けて、2月の貿易赤字（名目）は4ヶ月ぶりに減少



IMFの世界経済見通しの変遷（単位%）

	2012年1月			2012年4月						
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
世界経済	3.8	3.3	3.9	3.9	3.5	4.1	4.4	4.5	4.6	4.7
先進国	1.6	1.2	1.9	1.6	1.4	2.0	2.4	2.6	2.7	2.7
米国	1.8	1.8	2.2	1.7	2.1	2.4	2.9	3.3	3.5	3.3
ユーロ圏	1.6	▲0.5	0.8	1.4	▲0.3	0.9	1.4	1.6	1.7	1.7
新興市場+途上国	6.2	5.4	5.9	6.2	5.7	6.0	6.2	6.3	6.3	6.3
ロシア	4.1	3.3	3.5	4.3	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8
中国	9.2	8.2	8.8	9.2	8.2	8.8	8.7	8.7	8.6	8.5
インド	7.4	7.0	7.3	7.2	6.9	7.3	7.5	7.7	7.8	8.1
ブラジル	2.9	3.0	4.0	2.7	3.0	4.2	4.0	4.1	4.1	4.1

（注）世界経済の数字はPPPベース。
（出所）IMF資料から大和総研作成

<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%	2.2%	2.2%	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%	1.7%	2.1%	2.3%	2.5%	2.3%	2.1%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%
民間消費支出	2.1%	0.7%	1.7%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.1%	2.2%	2.5%	2.7%	2.7%	2.5%
政府支出	-5.9%	-0.9%	-0.1%	-4.2%	-2.1%	1.0%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.9%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.7%
企業設備投資	2.1%	10.3%	15.7%	5.2%	8.8%	4.0%	6.0%	7.5%	7.0%	7.0%	5.5%	7.5%	7.0%	6.5%	6.7%
民間住宅投資	-2.4%	4.2%	1.3%	11.6%	-1.3%	6.5%	3.0%	5.0%	5.5%	5.7%	5.0%	6.0%	7.0%	7.0%	5.5%
輸出等	7.9%	3.6%	4.3%	2.7%	6.7%	3.5%	4.0%	5.3%	5.0%	3.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.6%
輸入等	8.3%	1.4%	1.2%	3.7%	4.9%	3.0%	4.0%	4.5%	4.5%	3.2%	4.2%	4.5%	5.0%	5.0%	4.4%
鉱工業生産	4.4%	1.2%	5.6%	5.0%	4.1%	5.4%	2.0%	3.4%	3.4%	4.1%	3.0%	3.2%	3.2%	3.3%	3.1%
消費者物価(全体)	4.5%	4.4%	3.1%	1.3%	3.1%	2.5%	2.6%	2.2%	2.1%	2.4%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
失業率	9.0%	9.1%	9.1%	8.7%	8.9%	8.2%	8.2%	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	-134.4	-144.2	-141.6	-138.7	-559.0	-134.5	-131.6	-129.0	-126.4	-521.5
経常収支	-118.3	-123.4	-107.6	-124.1	-473.4	-115.7	-123.3	-121.3	-119.7	-480.0	-115.5	-112.9	-110.8	-108.7	-447.9
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	0.29	0.30	0.30	0.35	0.31	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	2.04	2.13	2.31	2.55	2.26	2.64	2.73	2.92	3.17	2.86
国内最終需要	0.4%	1.3%	2.7%	1.3%	1.8%	2.3%	2.1%	2.4%	2.4%	2.1%	2.1%	2.7%	2.8%	2.8%	2.4%
民間需要	1.9%	1.8%	3.3%	2.6%	2.8%	2.5%	2.8%	3.2%	3.2%	2.8%	2.7%	3.3%	3.5%	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4月18日時点