

～海外情報～

2012年5月18日 全13頁

米経済見通し またギリシャか、欧州か…

経済調査部
近藤 智也

内憂外患を抱えた状況は変わらず、良くも悪くもあまり期待しなければいい

[要約]

- 2012年Q1の実質GDP成長率は前期比年率2.2%増となり、2011年を通じて順調に加速してきた米国経済が2012年に入って勢いが鈍化している。Q1の中身を吟味すると先行きに不安を残す内容に。金融当局も見方が分かれているように、足もとの指標には暖冬やその他の一時的な影響が含まれており、実態が分かりにくくなっている。3月の雇用統計に始まって4月の雇用統計まで予想を下回るケースが多く、従来よりも慎重にみる向きが増えている。ただ、原油・ガソリン価格の頭打ちは米国経済を考えるうえではポジティブな材料であり、鉱工業生産のように、一度落ち込んだあと反発する指標も散見されるなど、米国の自律的な回復、緩やかな回復が続くという見方は変わらず、去年よりも今年、今年よりも来年がよくなるというスタンスを維持する。
- しかし、これまで小康状態だった欧州の債務問題が、ギリシャの総選挙そしてその政治的混乱によって再びクローズアップされている。これで3年目のギリシャになるが、昨年のように欧州全体に広がることになれば安閑としてはいられず、また二番底懸念という暗澹とした思いに陥るだろう。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2013年問題は解決の道筋がみえない。選挙前の決着が難しい現況では、市場の混乱を伴うことを覚悟しておく必要がある。

2012年Q1は2.2%増と
前期から鈍化～
家計部門は堅調だっ
たが、企業が足を引っ
張る

2012年Q1の実質GDP成長率は前期比年率2.2%増となり、2009年Q3以降、11四半期連続で米国の景気は拡大している¹。2011年前半の1.1%成長からQ3の1.8%増、Q4の3.0%増と順調に加速してきたが、2012年に入って勢いが鈍化した。直前の市場コンセンサス（Bloomberg調査・中央値）の2.5%増を下回ったものの、期初の想定（2.0%増、1月時点）を上回り、景気が腰折れしたとまではいえまい。Fedが4月25日のFOMC声明文で指摘したように、緩やかな景気回復が続いている。ただ、中身を吟味すると、全体的に先行きに不安を残す内容といえよう。

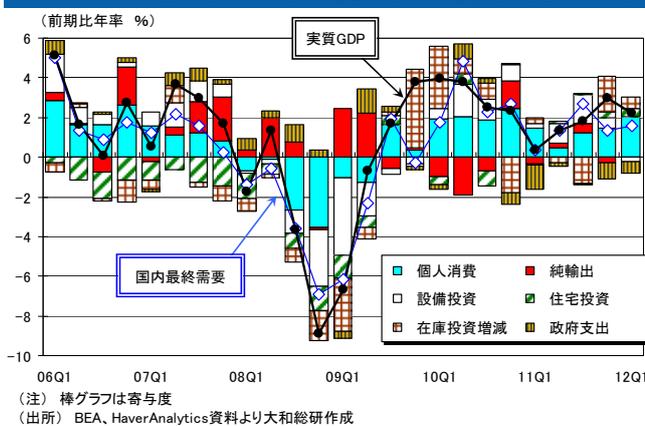
Q1の最大のプラス要因は個人消費であり、2.9%増と5四半期ぶりに高い伸びに（市場予想2.3%増を上回る）。自動車など耐久財支出が前期同様に好調だったうえに、非耐久財やサービス支出も加速した。7四半期ぶりの高い伸びとなった住宅投資とともに家計部門が牽引役だったが、暖冬によるプラス効果を考慮すると、Q2以降もこの勢いが続くか不透明である。一方、2011年Q4に比べて減速する要

¹ 2012年Q1のGDPの詳細については、拙稿「海外情報「2012年Q1の米国成長率は2.2%増に鈍化」2012年5月1日を参照。なお、7月27日に2012年Q2のGDP（第1次推計値）が発表されるタイミングで、通常の年次改定（2009年Q1～2012年Q1までの遡及改定）が実施される予定である。昨年と同タイミングでは、2011年Q1が当初の1.9%増から0.4%増（今回の景気回復局面では最低の伸び）に下方修正されてしまい、それまでの景気見通しを大幅に引き下げることになった。従って、今年はその二の舞を避けられるとは言い切れない。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日や、海外情報「米経済見通し GDPショックで大幅下方修正」2011年8月19日を参照。

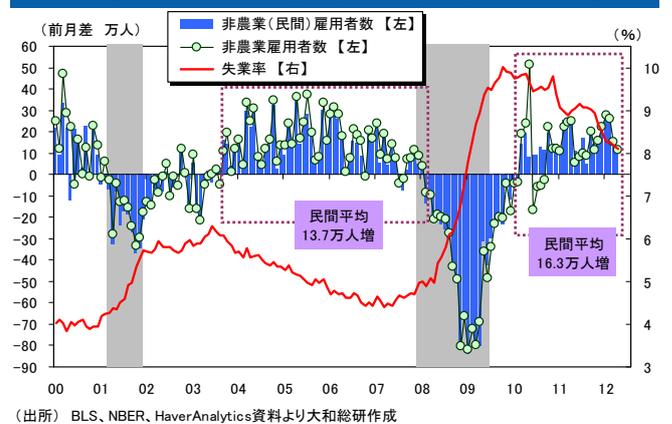
因となったのが企業の設備投資と在庫変動であり、特に設備投資は構築物投資の減少や IT 投資の大幅減速が響いて9 四半期ぶりのマイナスに落ち込んだ。政府支出は、前期同様に州・地方政府の不振、国防関連支出の減少と成長を押し下げた。外需は輸出の伸びが加速したが、輸入の増加で相殺され合計では成長率に対してニュートラルになった。また、全体的に名目ベースでは高成長を維持したが、インフレの加速によって実質ベースの伸びは抑制されている。

在庫要因を除いた最終需要は前期の 1.1%増から 1.6%増に、また、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も前期の 1.3%増から 1.6%増にそれぞれ加速したが、GDP 成長率を下回ったまま。ただ、国内最終需要から政府支出を除いた民間需要は 2.6%増と前期と同じペースを維持している。

12年Q1は2.2%増に鈍化 ～ 消費・住宅が牽引するも、設備投資は減少



4月の雇用者数は11.5万人増に鈍化 ～ 失業率は8.09%に低下



雇用拡大が大きくペースダウン ～ 但し、過度に悲観する必要はないだろう

Q1 の GDP 成長率の結果を受けて、Q2 以降の焦点は、家計部門の堅調さが持続可能か、そして Q1 に落ち込んだ企業活動は再び勢いを取り戻すのかになっている。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が、5 月に入ってもその流れは続いた。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態が分かりにくくなっており、金融当局の判断も分かれている。4 月の FOMC 議事録要旨 (5 月 16 日公表) でも、Fed メンバーの景気見通しの評価はほとんど変わらなかったと総括されていた。しかし、入手された情報をもとに、回復の耐久性により自信を持つようになってきているメンバーがいる一方で、マイルドだった冬やその他の一時的な影響によって部分的に押し上げられるために、足もとのポジティブな指標をもとにトレンドが強いと判断するのは時期尚早であるとするメンバーがいることが記されている²。

ここもとの慎重なムードのきっかけになったのが 3 月の雇用統計であったが、4 月もその勢いを加速させる材料となった。4 月の非農業雇用者数は前月差 11.5 万人増となり、市場コンセンサス (中央値 16.0 万人増) を下回り、半年ぶりの低い増加幅にとどまった³。過去 2ヶ月分が 5.3 万人分上方修正された点を考慮すると、非農業雇用者数の水準としては、事前予想から大きく外れたとはいえないだろう ($11.5 + 5.3 = 16.8 > 16.0$: 4 月の市場コンセンサス)。しかし、1 月の 27.5 万人増をピークにして 2 月 25.9 万人増、3 月 15.4 万人増、そして 4 月の 11.5 万人増

² <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20120425.htm>

³ 詳細は、拙稿 海外情報「米国の雇用拡大のペースダウンが鮮明に」 2012 年 5 月 7 日付を参照。

と、むしろ上方修正されたことで増加ペースが大きく鈍化している印象を強めた。

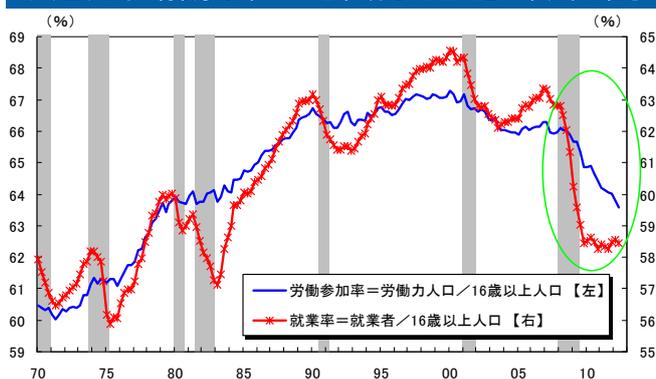
財政難に苦しむ政府部門が引き続き労働市場の足を引っ張っているうえに、民間部門の雇用者数も13.0万人増と市場予想16.5万人増に届かず、昨年8月以来、8ヶ月ぶりの低水準となった。4月は、小売が3ヶ月ぶりに増加に転じ専門・企業向けサービスも勢いを取り戻したものの、運輸が9ヶ月ぶりの減少、しかも約2年ぶりの大きなマイナス幅となった他、これまで好調だった製造業やレジャー・接客業、教育・医療サービスなどの増加幅が大きく縮小したことが全体のペースダウンにつながっている。特に、民間サービス部門は3月の12.8万人増（但し当初の1ヶ台から上方修正）に続いて11.6万人増にとどまり、1～2月の平均20.9万人増から大きく鈍化。

昨年12月から今年2月にかけての暖冬のために、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が指摘されている。例えば、家計調査のデータではあるが、この冬は悪天候を理由にして就業できなかった人数が過去の平均に比べると少ない。暖冬によって企業の採用活動が前倒しになり、その分だけ、いつもよりも春先の増加幅が縮小した面もある。ただ、建設業をみても足もとはほぼフラットな状態であり（つまり、冬場に増やした雇用規模を維持）、いわゆる駆け込みが発生してその反動減が顕在化するというパターンではない。

失業率の低下は、労働市場からの退出が加速したため

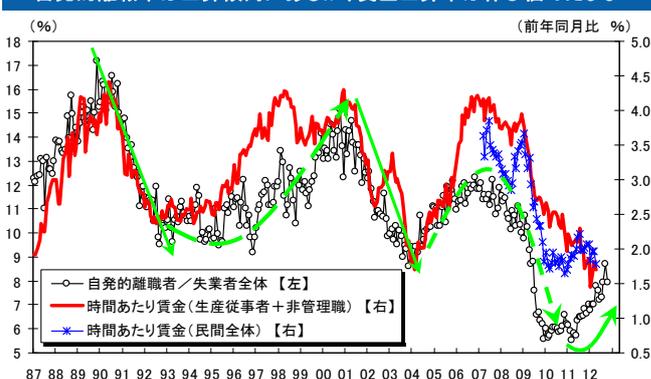
一方、4月の失業率が8.1%と前月から0.1%ポイント低下し2009年1月以来の低水準に。3ヶ月前の時点から大幅に引き下げられたFedメンバー大勢の失業率見通し（4月調査）では、2012年Q4平均を7.8～8.0%と改定されたが、足もとのペースで低下が続けばこれも前倒しで達成しそうな勢いであり、失業率は緩やかに低下している。本来ならば雇用環境の改善を示唆する喜ばしい材料のはずだが、失業率などのベースになる家計調査をみると、4月の失業者は前月差17.3万人減と2ヶ月連続で減少したが、就業者も16.9万人減と前月から減少幅が拡大し、非労働力人口だけが52.2万人増と増えている。つまり、働き口が増えたというよりも、仕事を探すことを諦めた人が増えたために失業率が下がった面が強く、あまりポジティブには評価できず、Fedメンバーも悩ましいだろう。また、解雇などの非自発的離職や長期失業者は引き続き減少しているものの、フルタイム従業員が10ヶ月ぶりの減少に転じ、経済的理由のパートタイム従業員も再び増えるなど雇用環境の質の悪化を示唆する点がみられる。

下げ止まらない労働参加率 ～ 12年4月は63.58%と81年以来の低さ



(注) 2012年Q2は4月。なお、2010年国勢調査を反映させており、11年までと12年は不連続
(出所) BLS, NBER, HaverAnalytics資料より大和総研作成

自発的離職率は上昇傾向にあるが、賃金上昇率は伸び悩んだまま



(注) 自発的離職率は6ヶ月先行させている。
(出所) BLS, HaverAnalytics資料より大和総研作成

賃金上昇率は伸び悩んだまま

4月の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0.04%増とほぼフラットにとどまり、前年同月比でも1.78%増と再び鈍化気味に。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に限った賃金も前年同月比1.70%増と、1月（1.45%増）をボトムにした持ち直しの動きも鈍いままである。CPI全体の上昇率（4月は1年2ヶ月ぶりの低水準でも2.3%増）を下回る状態が長期化しており、消費者は生活が豊かになっているとなかなか実感しにくい状況である（但し、インフレの鈍化によって両者の乖離幅は縮小）。雇用者数は2008年1月のピークから依然として503.4万人も少なく、労働市場の需給バランスは崩れたままでは、当面、賃金上昇が期待できないだろう。

このように、2012年Q1に比べて雇用の増加幅が半減し、賃金上昇率も伸び悩んでいることが確認されたために、Q1に前期比年率2.9%増と5四半期ぶりの高さでGDP全体を牽引した個人消費は、4月以降、その勢いが弱まることは避けられそうもない。それ故、昨年同様に年央から年後半にかけて米国の景気回復が一段と減速するのではないかという慎重な見方が強まる可能性もあろう。ただ、景気の二番底懸念が高まった2011年5～8月にかけて1ケタ台の増加幅（月平均8万人）が続いたが、9月以降は2ケタ台を維持しており、この4月もその例外ではない。その他の経済指標を含めて考慮すれば、昨年の二の舞になると決め付けるのは早すぎるだろう。

個人消費の持続性 ～ 4月の小売売上には濃淡がみられる

では、Q1好調だった個人消費は、足もとでどうなっているか。4月の小売売上は前月比0.1%増となり、市場予想とほぼ予想通りの伸び率になった。昨年6月以降プラス成長が続いているが、昨年12月に続く低い伸びにとどまり、2012年に入って大きく加速した小売売上は4月にかけて大きく鈍化したといえよう（2月は当初の1.1%増から1.0%増に、3月は0.8%増から0.7%増にそれぞれ下方修正）。

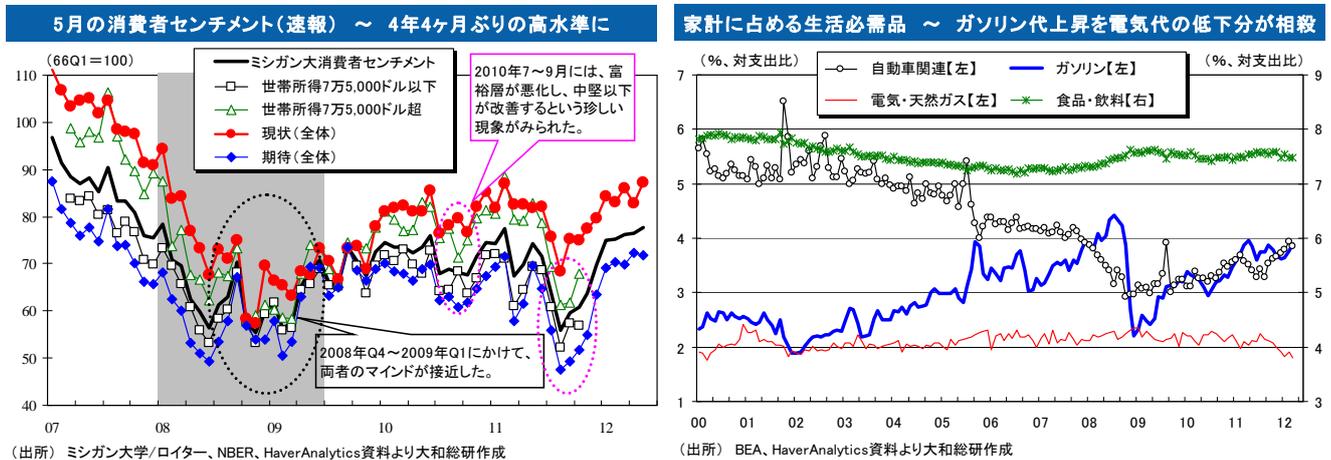
4月の中身をみると、2～3月に大幅に伸びたあと、伸び率が縮小したり、マイナスに落ち込んだセクターが目立つ。最も足を引っ張った建材・園芸は1.8%減（寄与度▲0.11%ポイント）と5ヶ月ぶりに減少し、2011年1月以来の大幅な減少率となった。同セクターは住宅市場と関連性があり、住宅市場が暖冬の影響で1～2月に押し上げられると3月にかけて売上が増加したが、住宅市場が一段落すると、一転してマイナスになってしまった。ただ、2012年に入ってから建材・園芸の売上は高水準を維持しており、2008年半ば以来のレベルだ。今後も集合住宅中心とはいえ、住宅市場の緩やかな回復が続くのであれば、建材・園芸の売上は期待できる。特に中古住宅の販売が増加すれば、その分だけ住宅修繕関連の売上にはプラスだろう。

また、アパレル・アクセサリは0.7%減と2ヶ月連続で減少した。3月（0.1%減）は、アパレルが5ヶ月連続で堅調だったものの、ジュエリーの落ち込みが大きくマイナスに。4月の内訳は現段階では不明だが、同セクターの約7割を占めるアパレルも減少に転じた可能性がある。3月にかけての記録的な高温によって春物衣料の購入が前倒しされた影響がでたとみられる。百貨店を含めた総合小売は0.1%減と2ヶ月ぶりに減少した（但し、百貨店は1.4%減と大幅なマイナスに）。

ガソリン価格は高水準ながらも、頭打ちに

ガソリンスタンドは0.3%減と4ヶ月ぶりに減少したが、年初から上昇し続けてきたガソリン価格が一服したことが影響しているとみられる。4月のガソリン小売価格そのものは1.2%上昇の3.9ドル/ガロンと4ヶ月連続で上昇し、2011年5

月以来の高値に。しかし、上昇ペースは鈍っており、週次の価格をみると、4月初めの3.941ドルから5月14日発表分で3.754ドルに下落し(6週間連続の下落)、4ドル目前にして頭打ち状態が続いている。但し、ピークからの下落幅は0.187ドルにすぎず、ガソリン在庫の水準は例年に比べて同水準かやや低め。



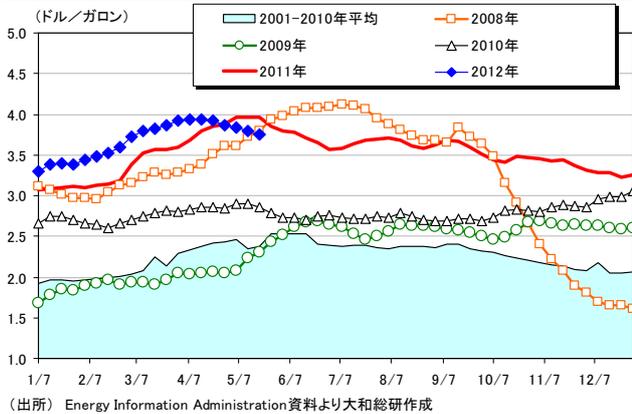
EIAの短期見通しによると、4月時点では、ガソリン価格が5月には4ドルをつけて6~9月も3.9ドル前後で高止まってしまうという想定だったが、最新の5月時点では下方修正されている。具体的には、5月は3.8ドル、6~8月が3.7ドル台に(原油価格は上限107ドルから105ドルに引き下げ)。この結果、Q2~Q3のドライブシーズンのガソリン価格見通しは、4月時点の前年比6.3%上昇の3.95ドルから、2.1%上昇の3.79ドルまで引き下げられることに。さらに、5月上旬からは欧州をはじめとする世界経済の先行きに対する警戒感から、原油価格はEIAの想定を大幅に下回るペースで下落しており、ガソリン価格の下落基調も当面続くと思われる。世界経済の先行きに対する不透明さが増しているために、原油価格が下落している点はマイナス材料だが、ガソリン価格の推移だけでみれば米国の消費者にとってはプラス材料に。Q1は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、暖房関連にかかるコストの抑制(電気代の減少)がガソリン代アップを相殺してくれた。

消費者マインドは、ガソリン価格が上昇そして高止まり、さらにはやや経済指標に勢いがなくなっているにもかかわらず、堅調に推移しているといえよう。5月のミシガン大/ロイターの消費者センチメント(速報)は77.8と4月の確報値(76.4)から1.4ポイント上昇した(9ヶ月連続の改善)。2008年1月以来、4年4ヶ月ぶりの高水準になった内訳をみると、期待感が0.6ポイント低下の71.7と2ヶ月ぶりに悪化した。現状認識は87.3と前月から4.4ポイントも上昇して2008年1月以来の高水準となり、全体を牽引。足もとの雇用の伸び悩みにもかかわらず、ロイターによると⁴、新しく仕事を得たという話を聞いたと回答した人は、最近仕事を失ったことを耳にしたと答えた人の2倍近くにのぼった。ただ、消費者は失業率が前年に比べて下がっていると思っている人は少なく、全体の1/4しか今後も下がると予想していない。ミシガン大は、“消費者センチメントは11月の大統領選挙まで現在の水準にとどまると予想される”とコメント。消費者のインフレ期

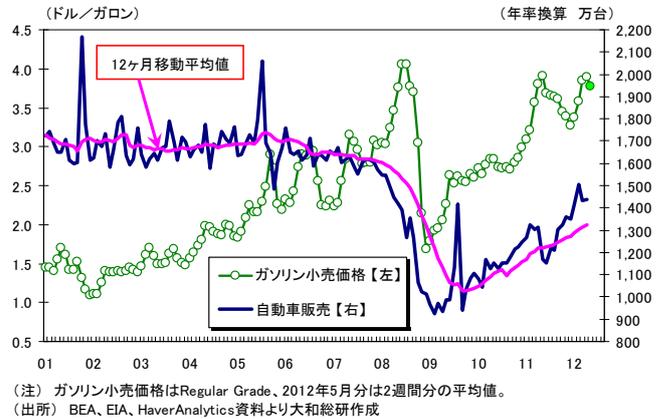
⁴ <http://www.reuters.com/article/2012/05/11/us-usa-economy-sentiment-idUSBRES4A0PN20120511>

待は、今後1年に関しては3.1%と4月の3.2%からさらに低下し昨年12月と同水準になり、ガソリン高に伴うインフレ懸念はトーンダウンしたようだ。実際、消費者もガソリン価格が上昇するとは見込んでいない、とのことである。

08年、11年よりも高かった今年のガソリン価格 ～ 4月に入って頭打ち



4月の新車販売は前月比微増の年率1,437万台と、高水準を維持

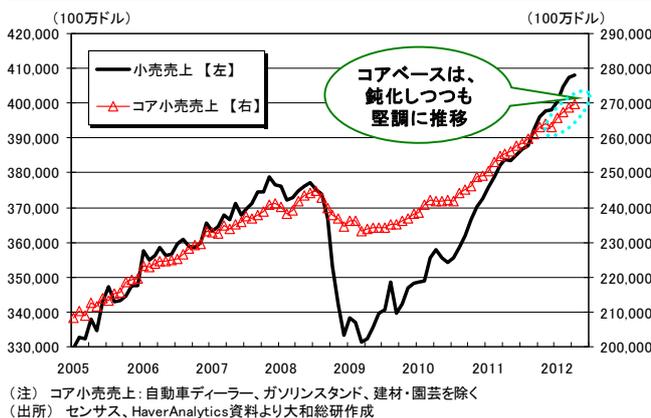


逆に、小売上の牽引役となったものとしてはオンライン取引や宅配などの無店舗小売が前月比1.1%増、自動車・部品が0.5%増などが挙げられる。後者の場合、4月の新車販売台数が前月比0.4%増の1,437万台（BEA）と2ヶ月ぶりに増加した。2012年1～4月の平均は1,446万台となり、2009年からの増加トレンドに変化はない。ガソリン高がネガティブな要因というよりは、燃費のいい自動車への買い替えを促すプラスの面があったとみられる。また、多くのセクターが3月に比べて伸び悩んでいるなか、家具（0.7%増）やヘルスケア（0.6%増、5ヶ月連続の増加）、雑貨（0.8%増）は加速した。

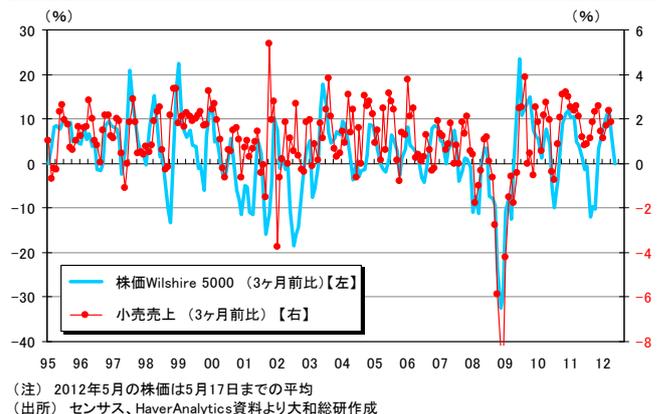
株価のボラタイルな動きは、安定した消費活動の妨げに

足もとの住宅価格は横ばいで安定しつつあるものの、株価はボラタイルな変動をみせている。4月初めにピークをつけてから調整局面に入り、一時4月末にかけて上昇し株価は戻ったが、5月以降は、前述の雇用統計に加えて、ギリシャの総選挙（5月6日実施）に端を発する政治的混乱によって欧州の債務問題が再びクローズアップされて大幅に下落。5月半ばには4ヶ月ぶりの安値へ。個人消費との連動性を考えると、この1ヶ月半の株価下落は消費支出を抑制する要因となるだろう。

4月の小売売上は前月比0.1%増 ～ 3月までの勢いから鈍化



株価の変化に左右される消費 ～ 上昇傾向にあった株価は再び調整

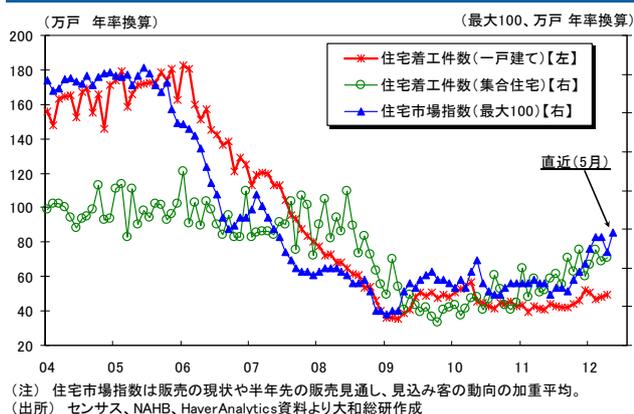


Q1に大幅増となった 住宅投資 ～ 4月も 底堅く推移

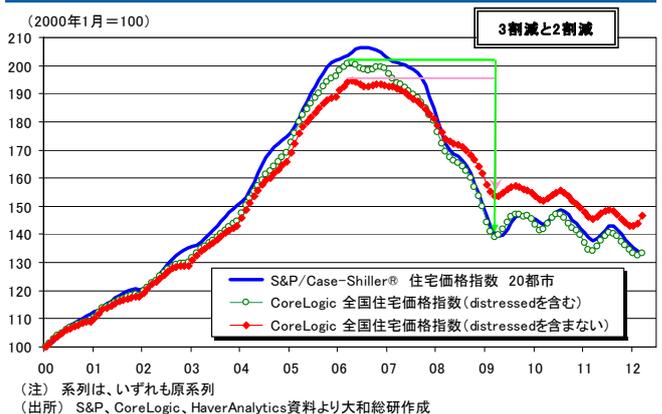
Q1の住宅投資は前期比年率19.1%増と7四半期ぶりの高い伸びになった。住宅バブル崩壊から約3年間の調整局面、そして過去にみられなかった3年間に及ぶ低迷というL字状態から、2011年末にかけて建設業者のマインドや住宅着工件数などいくつかの指標にポジティブなサインがみられ始め、2011年Q4に続く大幅増となった。加えて、住宅投資の増加に付随して、個人消費では耐久財支出や住宅関連のサービス支出の押し上げもみられた。Fedの超金融緩和政策が漸く実を結び、今後もpent-up demandが期待できよう。ただ、Q1の大幅増に関しては、通常であればストップする住宅着工などの建設活動が暖冬によって可能になり、前倒しで顕在化しただけとも指摘される。実際、雇用統計でも、建設業は年末・年始の増加からフラットで推移。従って、Q2以降の伸び率の鈍化は避けられないだろう。

だが、昨年後半からの緩やかな改善トレンドは今後も続くと思われる。4月の住宅着工件数は前月比2.6%増の年率71.7万戸と3ヶ月ぶりに増加した。市場予想を下回る伸び率にとどまったが、それは過去分が上方修正されたためであり、2012年Q1は当初の平均68.7万戸から71.2万戸に大幅アップ。昨年11月から4月までの6ヶ月間をみると、平均71万戸と暖冬による凸凹が目立たなくなる。3月に12.1%減と大きく減少した集合住宅は3.2%増の22.5万戸となり、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いる。許可件数ベースでは集合住宅が前月比で急減したが、賃貸住宅への需要の高まりに支えられて、今後も好調さを維持するとみられる。一方、住宅市場の主力である一戸建ては2.3%増の49.2万戸となり、昨年12月・1月に記録した50万戸台に迫っている。暖冬による一時的な押し上げ(12月)とその反動(1～2月)を経験した後、再び増加へ。着工件数の先行指標となる建設許可件数をみると、4月は7.0%減の年率71.5万戸と3ヶ月ぶりに減少した。集合住宅が20.8%減(24.0万戸)が響いた格好だが、一戸建てに限ると、1.9%増の47.5万戸と緩やかな増加基調を辿っている。

住宅市場の回復トレンドは、集合住宅を中心に継続 ～ マインドも改善



住宅価格の重石であるdistressの存在 ～ 在庫不足が価格上昇要因に



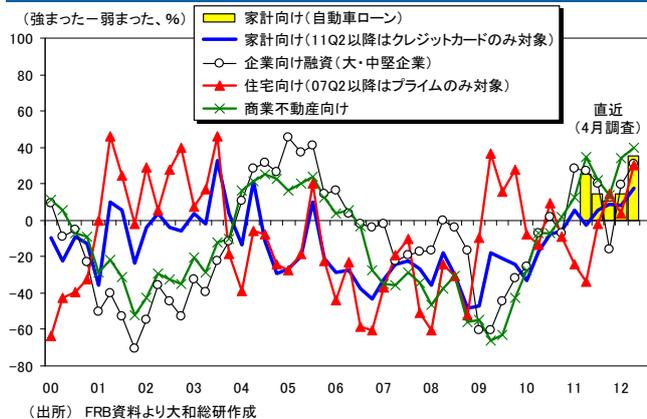
また、4月に一度は落ち込んだ住宅市場指数も、5月にはその減少分を取り戻して2007年5月以来の高水準に改善。現状認識と半年先の販売見通し、顧客動向ともに上向き、発表元のNAHBは、“十分に健全な市場にはまだ遠い、道半ばの状態だが、住宅市場指数がトレンドに回帰したことは、住宅価値の安定や雇用の改善、低金利が消費者を引き戻していることを示している”とコメント。

この他に、住宅市場の変化を示唆している点としては、3月の中古住宅販売(4月19日発表)のなかで、NARが在庫不足に言及して“今後、季節的に住宅需要が

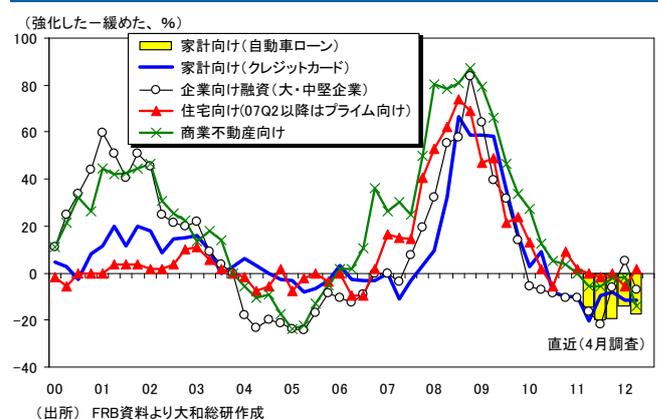
増加していくとみられるが、買い手の関心に比べて販売用の住宅が十分ではないために、いくつかの市場では在庫不足が問題になるだろう。住宅販売が、需要というより供給要因によって妨げられるかもしれない”と指摘。

さらに、3月の住宅価格指数（CoreLogic、5月8日発表）は、distressed saleを含むベース（原系列）で前年比0.6%減と、2010年8月以降1年8ヶ月連続で下落⁵。ただ、2011年5月の5.8%減を底にマイナス幅は着実に縮小しており、3月は現在の下落局面では最小である。前月比では0.6%増と8ヶ月ぶりに上昇に転じたが、通常1年のなかで春から夏にかけては住宅需要期にあたるために、住宅価格は上昇する傾向にあり、3月はその季節性を反映してのものであろう。従って、今後も持続的に上昇が続くかは不透明であり、前月比で上昇する期間が短かったり勢いが乏しければ、2010年以来の前年比プラスに転じたとしても、長くは維持できない可能性が高い。一方、含まないベース（原系列）では前月比0.6%増と1%未満ながら3ヶ月連続で上昇している。前年比では0.9%増と2007年1月以来、約5年ぶりのプラスになった。CoreLogicは、“今春の住宅市場は、価格が安定しているために不動産の需給バランスが改善している。このような現象は過去2年間にもみられたが、今年は、税控除などのサポートがなくても安定している点で過去と異なる”と評価し、“全国的には住宅価格は横ばいである一方、多くの市場で、在庫の逼迫が住宅価格の上昇に結びつきつつある”ともコメントしている。

借りる側のニーズ ～ 住宅を含めた家計向け、企業向けともに強まる



金融機関の融資基準の変化 ～ 企業向けは再び緩和、住宅は引締め



ネックは引き続き、資金調達

ただ、住宅市場の本格回復を妨げている要因は、引き続き資金調達の難しさであり、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。NAHBも、建設業者や借り手に対する信用が緩和されれば、回復のペースは一段と強くなるだろうと指摘。FRBが金融機関に対して実施した調査（3月27日～4月10日調査、4月30日発表）によると、住宅ローンだけでなく、自動車やクレジットカードなどの消費者向け、そして商業用不動産や企業向けなど全てのカテゴリーの資金需要が過去3ヶ月間で強まっている。

これに対して、貸す側の金融機関の消費者向けや企業向けの融資基準はネットで緩和されているものの、住宅ローンだけは prime という相対的に信用度が高いクラスにもかかわらず、緩和されていない。住宅市場が低金利のメリットを享受できていない状況が示唆されている。金融機関の態度が慎重である背景には、ロ

⁵ <http://www.corelogic.com/about-us/researchtrends/home-price-index.aspx>

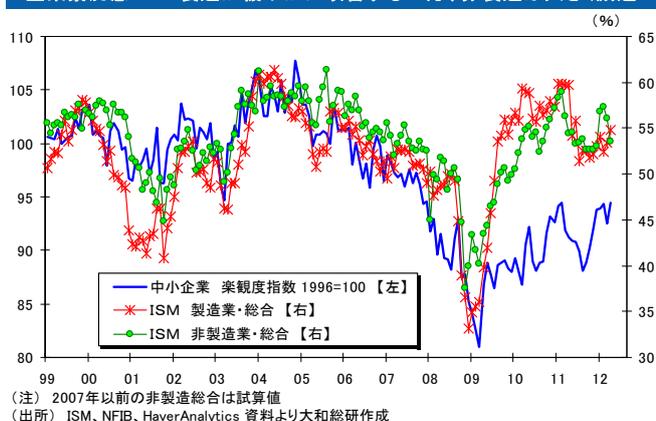
ローン延滞率が依然として高いことがあるかもしれない。確かに、2012年Q1の住宅ローン延滞率は7.4%と2008年Q3以来の低水準になったとMBAが発表したように、どの調査でも、延滞率は2010年初をピークに着実に低下しているが、住宅バブル前の水準と比較するとはるかに高い⁶。例えば、MBAでは、2010年Q1の10.1%から低下しているが、2006年以前の平均値は5%未満である。また、本来信用度の高いローンしか扱わないファニーメイやフレディマックでは、延滞率は直近3.5～3.6%まで低下しているが、2006年以前は1%を大きく下回っていた。

景況感はまちまち ～ 直近、一部では大幅に悪化

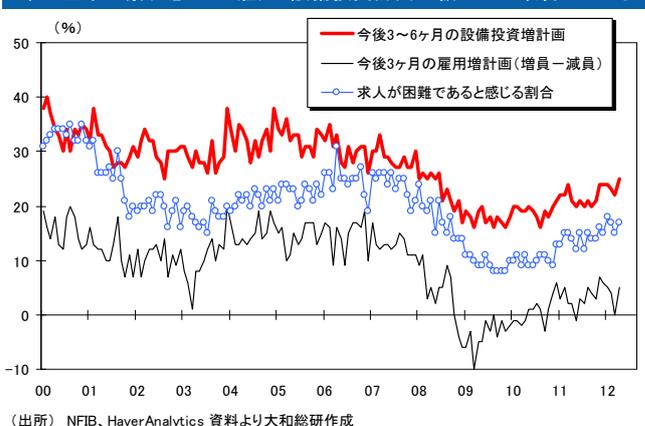
Q1の民間企業の設備投資がマイナスに転じたが、足もとの企業活動をみても完全に調整局面から脱したといえない。まず、企業の景況感では、4月のISM製造業景況感指数は54.8と3月実績(53.4)から1.4ポイント上昇し2ヶ月連続で改善した。小幅低下という市場予想を上回った。依然として昨年春の好調時(1～4月の平均59.8)とは乖離幅が大きいままだが、昨年央にかけて悪化した状態(7～11月の平均52.1)から緩やかに回復し続けて2011年6月以来の高水準に。拡大したと報告した業種は16と前月の15からさらに増加し、縮小した業種は木材製品だけだった。ISMも、“企業からのコメントは概ねしっかりとした強い需要を示しているが、原油価格の上昇や欧州の安定に対する懸念もあった”と指摘。

5月前半の状況も加味したNY連銀の5月の製造業景況感(現状)は17.09と前月から10.53ポイント上昇し、4月の悪化が一時的だったことを示す。ISMの作成方法に合わせて加工した指数も、出荷の大幅増や雇用者数・労働時間の改善によって55.4と前月から約2ポイント上昇し1年ぶりの高水準となった。しかし、NY連銀に比べて元々弱かったフィラデルフィア連銀の製造業景況感(現状)は、前月から14.6ポイント低下し▲5.8と8ヶ月ぶりにマイナスに落ち込んだ。新規受注や雇用者数がマイナスに転じたために、ISMの作成方法に合わせて加工した指数も48.4と再び50割れに。このように、地域によって製造業の景況感がまちまちであることから、米国全体では景況感の改善が続くかは不透明である。また、半年先の見通しはNY連銀、フィラデルフィア連銀ともに大幅に低下しており、先行きに対する慎重な見方が設備投資計画に影響を及ぼしている。

企業景況感 ～ 製造が緩やかに改善する一方、非製造は大きく減速



中小企業の景況感 ～ 雇用・設備投資計画は緩やかに改善している



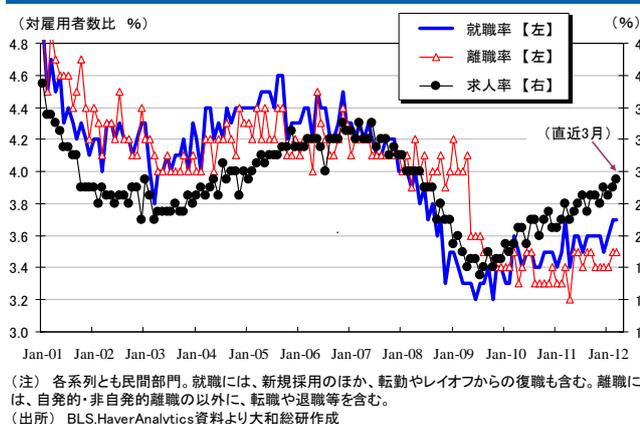
⁶ <http://www.mbaa.org/NewsandMedia/PressCenter/80807.htm>

4月のISM非製造業景況感指数は53.5と前月から2.5ポイント低下し予想を上回る低下幅となった。2ヶ月連続で前月水準を下回り、しかも3月のほぼ倍の低下幅と減速感が強まった形である。非製造業景況感の改善ペースは2011年4月以降ほぼ横ばい状態（4～12月の平均53.4）であったが、2012年に入って大幅に加速した後、3～4月とスローダウンし昨年末と同ペースに。ISMのコメントでも“企業からのコメントは、成長の鈍化を確認するものである。さらに、企業は燃料コストの増加や、出荷・輸送・石油関連製品のコストへの影響を引き続き懸念している”と指摘。但し、業況が拡大した業種は前月の16から15に、縮小した業種は前月の2から3と小幅な変化にとどまっており、悪化した業種も鉱業と農林水産業に加えて公益の3つであり、サービスセクターの主要な業種は拡大と回答している。指数の中身をみると、入荷遅延を除く3項目がマイナスに寄与しているが、最も足を引っ張ったのは新規受注であり、半年ぶりの低水準に。

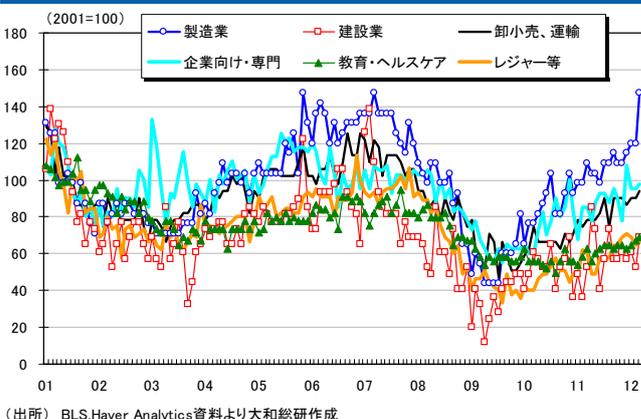
企業サイドの採用意欲 ～ 5月の反応はネガティブ

企業の景況感調査では製造業と非製造業における採用意欲がまちまちの状態であり、実際の雇用統計と対比してみると、足もとの雇用増加幅の鈍化は非製造業の採用意欲の低下に沿った動きといえる。一方、3月までのデータながら、企業の求人数をみるとどの産業も増やしており、民間全体ではリーマン・ショック前の水準を回復し、特に製造業は足もとで急増している。それにもかかわらず、製造業の雇用増加幅が鈍化している理由としては、企業が求める人材が見つからない、いわゆるミスマッチの可能性を指摘できよう。雇用創出主体である中小企業においても、求人がなかなか埋まらなさと感じている比率が高まっている。

企業の採用意欲(求人率)は着実に上昇 ～ 業種で異なる様相



産業によって異なる求人数 ～ 民間全体ではリーマン・ショック前の水準



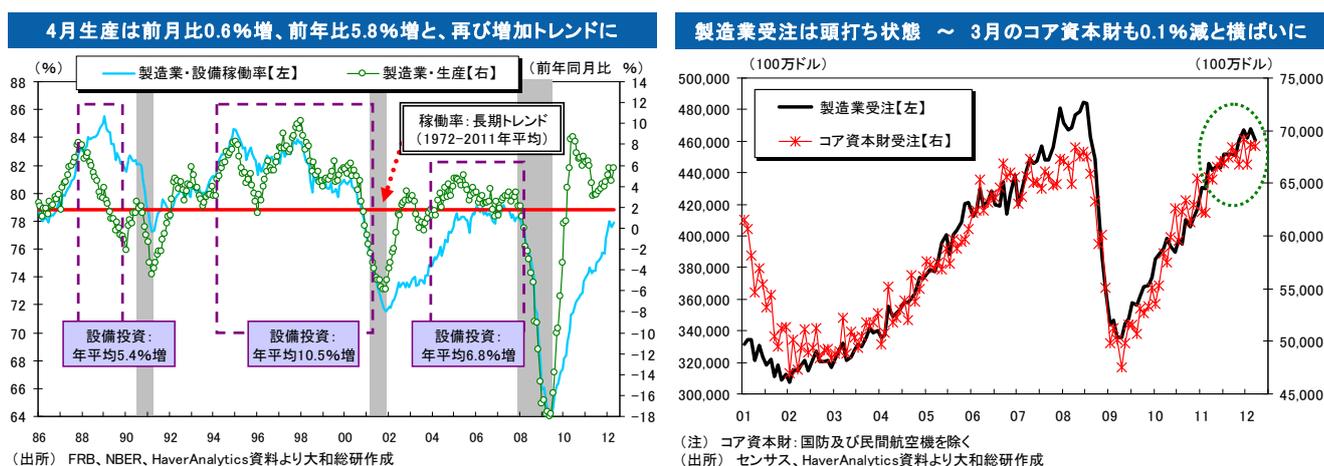
生産活動は再び活発に ～ リーマン・ショック前の水準に

次に実際の企業活動をみると、4月の鉱工業生産は前月比1.1%増と2ヶ月ぶりに増加し2010年12月以来の高い伸びとなった。但し、当初は2～3月ともに前月比横ばいだったが、改定後は2月0.4%増、3月0.6%減となり、4月の大幅増は3月の2009年5月以来の大幅マイナスの反動という側面を考慮する必要がある。4月は、鉱業が1.6%増と3ヶ月ぶりに増加し、公益（電力・ガス）も4.5%増と大幅増になったことが貢献している。なお、後者は、Q1が例年にない暖冬だったために暖房需要が落ち込んでおり、暖冬効果の剥落がプラスに効いた一例である。

製造業だけに限っても0.6%増と3月のマイナス(0.5%減)を補っており、リーマン・ショック以前の水準に回復している。中身をみると、自動車・同部品が

3.9%増と高い伸びとなり、自動車を除いた製造業は0.3%増にとどまっている。FRBも“少数の業種が増加した”と指摘したように、自動車以外に、家具やコンピュータ・電子製品、航空宇宙などの増加が目立った。

鉱工業の設備稼働率は79.21%と前月から0.79%ポイントもアップし、2008年4月以来の高水準になった。ここでも公益や鉱業の大幅上昇がみられるが、製造業も77.94%に回復。依然として長期平均（1972～2011年平均：78.8%）を0.9%ポイント下回っているが、その差は着実に縮小しており、設備投資の先行きを考えるうえではポジティブな材料である。



ただ、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）は、2月の前月比2.7%増から3月は0.1%減に。2011年に実施された設備投資に対して100%償却が認められる政策が企業に早めの対応を促した結果（駆け込み需要の発生）、2012年に入ってその反動に直面している可能性があるが、3月時点でもその影響から脱して元のトレンドに戻ったとは言い難い。出荷ベースでは、2月1.5%増、3月2.6%増と加速しているが、企業の景況感の改善も一服しており、受注動向を踏まえると、設備投資がQ1のマイナスから一転してQ2以降は大幅に増えていくと想定するのはやや楽観的すぎるだろう。

市場コンセンサスも意識し始めた2013年問題

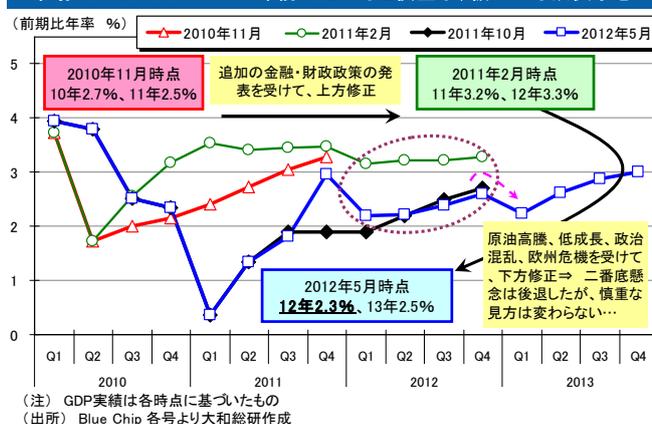
Q1のGDP成長の結果を受けて、市場コンセンサス（Blue Chip調査）はQ2以降の予想成長パターンを変えておらず、2012年2.3%成長と1カ月前と大きな変更はみられない。だが、2013年については、4月時点の2.6%成長から2.5%成長に下方修正され、背景には、2013年Q1の予想引き下げが挙げられる。これは欧州問題というよりは、従前から指摘してきたように、2012年末でのブッシュ減税終了（すべての所得階層の所得税率がアップし、キャピタルゲインや配当に対する税率軽減が終了）や2013年初からの歳出カットなどの公的セクターによる下押し圧力を意識したものといえよう。現職のオバマ大統領（民主党）と共和党の大統領候補指名を確実にしているロムニー前マサチューセッツ州知事との対決が本格化するなかで、2013年問題は一向に解決の道筋がみられない。引き続き、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想定しているが、11月の大統領選挙前の決着が難しい今、市場の混乱を伴う決着になることを覚悟しておく必要があるだろう。

欧州の債務問題による金融市場の混乱、そしてその余波を受けて悪化する企業の景況感、そして雇用統計に代表される成長鈍化を示唆する材料を受けて、市場では金融政策を動かす Fed に対する期待感が強まるとみられるが、一連の発言を踏まえると、多くの地区連銀総裁は必ずしも追加の量的緩和策、いわゆる QE3 に積極的ではない。確かに、バーナンキ議長は、4月25日のFOMC後の記者会見で、景気・インフレ見通しから大きくずれるような事態に陥れば必要な追加措置を躊躇わずに実行するだろうと従来通りの見解を繰り返したが、必要ならば行動するという金融当局のスタンスは至極当然であり、大方のメンバーも共通の認識であろう。一方で、バーナンキ議長は、6月末でオペレーション・ツイストが予定通り終了しても市場に大きなインパクトを与えないだろうとも言及している。スケジュールが明示されている以上、市場は十分に織り込んでいるはずだという認識に基づくものだが、言い換えれば、現行の緩和状態が変化するわけではなく、Fedメンバーの、終了イコール引締めではないというコンセンサスと大きな差異はない。

ただ、4月も8.1%となったように今後も失業率が8%以上で高止まりすれば、緩やかに失業率が低下していくという Fed メンバーの見通しから徐々に乖離していくため、何らかの追加策が必要になる可能性も高まろう。焦点は、オペレーション・ツイストの終了後、いつ、どんな内容の措置が実施されるかになるが、あまり時間がないのが実情である。Fedは限られた情報のなかで難しい判断を迫られることに。バーナンキ議長自身は記者会見で、3月の雇用統計だけでは判断しない旨を述べていたが、4月の内容と合わせてどのような見方をまとめるだろうか。

なお、5月17日、上院はFRB理事の候補だったパウエル氏とスタイン氏の両名を承認した。パウエル氏はファーガソン、ミシュキン元理事の任期を引き継ぎ2014年1月末まで、スタイン氏はバーナンキ（第1回）、ウォーシュ元理事の任期を引き継ぎ2018年1月末までとなっている。これで漸くFRB理事の空席が埋まり定員7名が揃ったかのように見えるが、2012年1月末で任期切れとなったデューク理事は、後任が決まるまでとどまることができるという規定に基づいて理事の職にある。今回承認された2名はデューク理事の後任ではないために、厳密には直ちに辞任する必要はない。ただ、彼女自身、現在の空席が埋まったり、自分の後任が指名・承認されるまで居座り続けることには躊躇するとも過去に発言しており、今回の承認を受けて、再びFRB理事に空席が生じる可能性が高い。

市場コンセンサス ～ 一年前に比べると慎重な、緩やかな成長予想



Fedメンバー大勢の景気・インフレ見通し(2012年4月)

	2012年	2013年	2014年	長期
実質成長率	2.4-2.9% (2.2-2.7%)	2.7-3.1% (2.8-3.2%)	3.1-3.6% (3.3-4.0%)	2.3-2.6% (2.3-2.6%)
PCE価格指数	1.9-2.0% (1.4-1.8%)	1.6-2.0% (1.4-2.0%)	1.7-2.0% (1.6-2.0%)	2.0% (2.0%)
コアPCE価格指数	1.8-2.0% (1.5-1.8%)	1.7-2.0% (1.5-2.0%)	1.8-2.0% (1.6-2.0%)	
失業率	7.8-8.0% (8.2-8.5%)	7.3-7.7% (7.4-8.1%)	6.7-7.4% (6.7-7.6%)	5.2-6.0% (5.2-6.0%)
FFレート誘導水準	0.25% (0.25%)	0.25-1.00% (0.25-0.75%)	0.25-2.50% (0.25-2.50%)	4.00-4.50% (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2012年1月時点の想定
(出所) FRB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%	2.2%	2.0%	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%		2.1%	2.2%	2.4%	2.3%		2.3%	2.5%	2.6%	2.7%	
民間消費支出	2.1%	0.7%	1.7%	2.1%	2.2%	2.9%	2.2%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.5%	2.7%	2.7%	2.4%
政府支出	-5.9%	-0.9%	-0.1%	-4.2%	-2.1%	-3.0%	1.0%	-0.8%	-0.7%	-1.6%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.5%
企業設備投資	2.1%	10.3%	15.7%	5.2%	8.8%	-2.1%	4.0%	7.5%	7.0%	5.0%	5.5%	7.5%	7.0%	6.5%	6.6%
民間住宅投資	-2.4%	4.2%	1.3%	11.6%	-1.3%	19.1%	3.0%	5.0%	5.5%	8.7%	5.0%	6.0%	7.0%	7.0%	5.5%
輸出等	7.9%	3.6%	4.3%	2.7%	6.7%	5.4%	4.0%	5.0%	5.0%	4.3%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.6%
輸入等	8.3%	1.4%	1.2%	3.7%	4.9%	4.3%	3.4%	4.5%	4.5%	3.5%	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%	4.2%	3.0%	3.2%	4.4%	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%	2.5%	2.1%	2.2%	2.1%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%
失業率	9.0%	9.1%	9.1%	8.7%	8.9%	8.2%	8.2%	8.1%	8.0%	8.1%	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	-144.4	-145.6	-144.0	-141.9	-575.9	-138.6	-134.2	-131.8	-129.3	-533.9
経常収支	-118.3	-123.4	-107.6	-124.1	-473.4	-131.0	-126.1	-125.3	-124.9	-507.3	-122.1	-117.3	-115.5	-113.5	-468.3
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	0.29	0.33	0.38	0.32	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	1.95	2.14	2.45	2.15	2.59	2.73	2.91	3.17	2.85
国内最終需要	0.4%	1.3%	2.7%	1.3%	1.8%	1.6%	2.0%	2.5%	2.5%	1.9%	2.1%	2.6%	2.8%	2.8%	2.4%
民間需要	1.9%	1.8%	3.3%	2.6%	2.8%	2.3%	2.3%	3.2%	3.2%	2.7%	2.7%	3.2%	3.4%	3.4%	3.1%

(注) GDPは2012年Q1まで実績値、2012年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 2012年5月18日時点