

～海外情報～

2012年6月20日 全12頁

# 米経済見通し 再び繰り返される下方修正の動き

経済調査部  
近藤 智也

## 高まる Fiscal Cliff のリスク

### [要約]

- 2012年Q1の実質GDP成長率は再び1%台に戻ってしまいましたが、加えて、足もと1ヶ月間に発表された経済指標は総じて予想を下回るケースが多い。もともと国内的には暖冬などによって、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いた。欧州の債務危機がギリシャからスペインに波及する状況に至り、Fedが言及する“著しい下ブレリスク”は容易に解消しないだろう。また、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年問題も、“財政の崖”として徐々にクローズアップされている。ただ、選挙を控えているために早期決着は望めず、崖から転落するかどうかはぎりぎりの対応になる可能性を覚悟しておく必要があるだろう。
- 内外の先行きに対する不透明さが企業や家計のマインドや実際の行動の重しになることは避けられず、設備投資や採用などの計画は慎重になろう。4～5月の雇用統計の結果は見通しの下方修正の動きを加速させ、景況感や生産活動は雇用環境の改善の急ブレーキを裏付けている。また、家計部門でも、雇用・所得見通しへの期待がマインドを支えていたが、修正を余儀なくされている可能性がある。実際の消費支出は、ガソリン価格の下落というプラス材料があるにもかかわらず、鈍化傾向にある。唯一、住宅市場は底堅く推移しているものの、2010年、2011年に続く3度目の下方修正の動きに抗うほどのインパクトは残念ながら持ち合わせていない。

2012年Q1は1.9%増に  
引き下げられる ～  
設備投資はプラスだ  
った

2012年Q1の実質GDP成長率は前期比年率1.9%増と第1次推計値2.2%増から引き下げられた<sup>1</sup>。2四半期ぶりに1%台の成長に戻った格好だが、改定された内容をみると、最大の下方修正要因は企業の在庫投資増減であり（寄与度が0.38%ポイント引き下げ）、次いで、州地方政府の投資部分を中心に政府支出のマイナス寄与度が0.18%ポイント拡大した。また、変わらないとみられていた個人消費は、自動車や住宅・電気ガス水道などサービス支出の下方修正が響き、寄与度は0.14%ポイント低下。そして、輸出の伸びが加速したものの、輸入の伸びが上回ったことから、純輸出のマイナス寄与が拡大。

対照的に、企業の設備投資は当初の2.1%減から1.9%増に転じ（寄与度は0.42%ポイントの引き上げ）、9四半期連続で増加していることになった。但し、伸び率が2010年以降で最も低い状況は変わらない。構築物投資がエネルギー関連や商

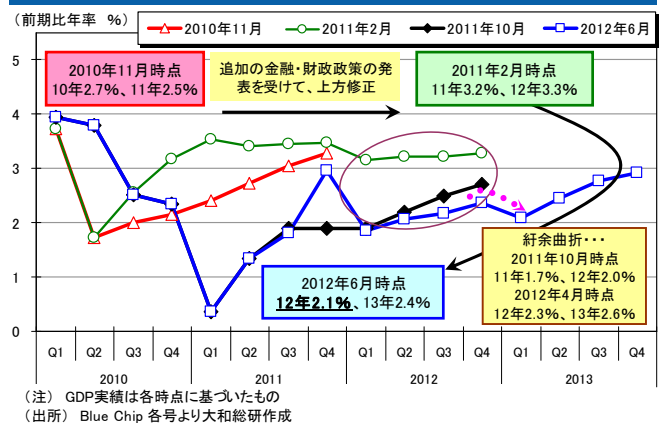
<sup>1</sup> なお、7月27日に2012年Q2のGDP（第1次推計値）が発表されるタイミングで、通常の年次改定（2009年Q1～2012年Q1まで）が実施される予定である。昨年の年次改定の場合、2011年Q2が1.3%増にとどまるだけでなく、2011年Q1が当初の1.9%増から0.4%増（今回の景気回復局面では最低の伸び）に下方修正され、それまでの景気見通しが大幅に引き下げられるきっかけになった。従って、今年はその二の舞を絶対に避けられるという保証はないのである。

業・ヘルスケアなどの上方修正を受けて、当初の 12.0%減から 3.3%減にマイナス幅が縮小。また機器・ソフトウェア投資は、IT 投資（なかでもコンピュータ）の上方修正、非 IT 投資では輸送関連のアップと産業機械のダウンが相殺した。このように、在庫投資の増減が要因の 1 つであることから、数字ほどネガティブに捉える必要はないだろう。実際、国内最終需要は当初の 1.6%から 1.7%に、民間需要は 2.6%から 2.9%にそれぞれ伸び率が高まった。

### アップダウンする株式市場 ～ 2度あることは3度あるか、3度目の正直？



### 市場コンセンサス ～ 一段と慎重な、緩やかな予想に下方修正



### 三度繰り返される下方修正の動き

このような実績の下方修正は先行きの見通しの下ブレ要因の 1 つになるが、加えて、足もと 1 ヶ月間に発表された経済指標は市場予想を下回るケースが多かったために、見通しの慎重な見方を強めることにつながっている。もともと国内的には、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いた。果たしてそのノイズの影響をまだ受けているのか、それとも足もとの弱さはより根本的な景気の変調を反映したものであるのか、判断が難しい状況がしばらく続くと思われる。

5月に入ってから、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、さらには、ユーロ圏で 4 番目の経済規模をもつスペイン（名目 GDP はギリシャの約 5 倍）に危機が飛び火し、金融市場の混乱に拍車がかかっていることがネガティブに影響しているとみられる。6月17日の再選挙の結果、ギリシャのユーロ圏離脱の可能性は低下したものの、スペインに対する不安は依然として大きく、Fed が言及する“国際金融市場の緊張が見通しに著しいダウンサイドリスクをもたらしている”状況は容易には解消しないだろう。この結果、先行きに対する不透明さが企業経営者や消費者のマインドの重しになり、設備投資や採用などの計画には慎重にならざるを得ないだろう。

また、国内的には、バーナンキ議長が“財政の崖”（fiscal cliff）と称して警戒する、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公的セクターによる下押し圧力が一段と意識されている。CBO が 5 月に明らかにした分析によると<sup>2</sup>、“財政の崖”によって米国経済は 3 年半ぶりのリ

<sup>2</sup> <http://www.cbo.gov/publication/43262>

なお、6月5日にCBOが発表した2037年までの長期財政見通しによると（<http://www.cbo.gov/publication/43288>）、現行制度（ブッシュ減税の期限切れ・強制歳出カット）が維持されれば、公的債務残高（対GDP比）は2022年末で61%、2037

セッションに陥る可能性があるという。特に 2013 年前半は前期比年率 1.3%のマイナス成長となり、市場の簡便的な判定方法（2 四半期連続のマイナス）では景気後退に分類されよう。ただ、2013 年後半にはプラス 2.3%に回復すると CBO は想定しており、財政面の下押し圧力は一時的と見込まれていることになる。

確かにバーナンキ議長が要望するように、早期決着が不透明さの払拭に貢献するはずだが、11 月に大統領選挙を控えて、現職のオバマ大統領（民主党）と挑戦者のロムニー前マサチューセッツ州知事（共和党、5 月 29 日に代議員の過半数を獲得）の対決が本格化する状況では、2013 年問題の決着には時間がかかってしまう（基本的に選挙前の決着は困難）。引き続き、下押し圧力が一挙に顕在化しないような何らかの措置が取られると想定しているが、崖から転落するかどうかはぎりぎりの対応になる可能性を覚悟しておく必要があるだろう。

市場コンセンサス（Blue Chip 調査）は緩やかな成長を見込んでいる点は変わっていないが、Q2 以降の四半期ごとの成長率が全般的に引き下げられ、2012 年の成長率は 5 月時点の 2.3%から 2.1%に、2013 年は 2.5%から 2.4%にそれぞれ下方修正されている。2010 年、2011 年に続いて 3 度目の下方修正の動きといえよう。

## 雇用環境の改善は急ブレーキ

Q2 以降の焦点は、Q1 で示された家計部門の堅調さが持続するか、そして Q1 に鈍化した企業活動は再び勢いを取り戻すかである。既に 4~5 月から市場予想を下回る経済指標が散見されたが、前述したように、6 月に入ってその確率が高まっているようだ。暖冬など特殊要因による一時的なノイズでは必ずしも片付けられないものも出てきて、その代表例が 5 月の雇用統計であろう。

5 月の非農業雇用者数は前月差 6.9 万人増と市場予想（Bloomberg 調査：中央値 15.0 万人増）を大きく下回り、過去分の下方修正（累計 4.9 万人分）によって、2 ヶ月連続で 1 ケタ台の増加幅にとどまった<sup>3</sup>。財政難に苦しむ政府部門は 1.3 万人減と引き続きマイナスが解消されないうえに、民間部門の雇用者数は 8.2 万人増と予想の半分に。昨年 12 月から 2 月にかけて平均 25.5 万人のペースで増えてきたが、3 月から減速し、5 月は 2011 年 8 月以来の少なさに落ち込んだ。ここ 3 ヶ月間で勢いが半分以下になった格好である。5 月は、リセッション期を含めて概ね増え続けてきた教育・医療サービスが前月から加速し、同様に卸売もこの 2 年間概ね増加し続け、運輸・倉庫が前月の反動から 2 ヶ月ぶりに増加（しかも 1997 年以來の大幅な増加幅）。

だが、3 月まで堅調だったレジャー・接客業が 2 ヶ月連続の減少（4 月は当初の 1.2 万人増から 0.6 万人減に下方修正され、約 1 年ぶりの減少）、前月に 3 ヶ月ぶりの増加となった小売もほぼ横ばい、専門・企業向けサービスは 2010 年 3 月以来 2 年 2 ヶ月ぶりの減少となった。この結果、民間サービス部門は 9.7 万人増と 4 月の 8.3 万人増から加速したものの、1 ケタ台にとどまった。さらに、建設業が 4 ヶ月連続で減少したことが響き、生産部門は 9 ヶ月ぶりにマイナスに転じ、民間部門全体では増加ペースが鈍化している。

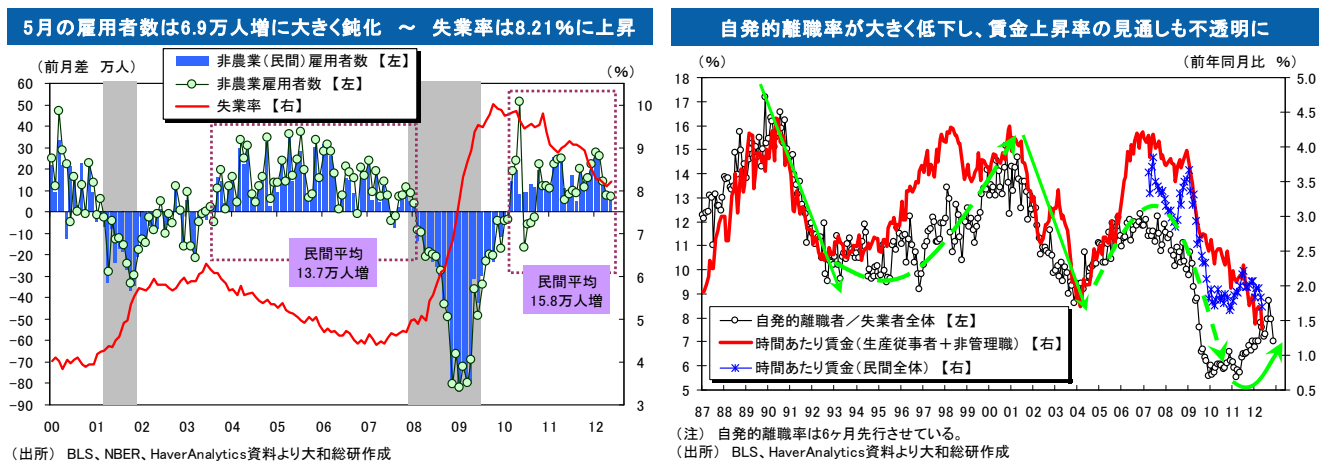
年末で 53%と徐々に低下していくと予想されている。高齢化や医療コストの上昇に伴って歳出は恒常的に増えていくが、同時に歳入も増えるために債務残高は低下というシナリオである。CBO のベースシナリオでは、社会保障・ヘルスケア支出は 1972-2011 年の平均 7.3%（対 GDP 比）から 2037 年には 15.7%に増加すると予想されている。一方、プッシュ減税を延長し歳出カットを止めてしまう代替シナリオ（歳入は一定で、歳出のみが増加）では、債務残高は 2022 年末で 93%、2037 年末で 199%と膨張していくと CBO は予想する。

<sup>3</sup> 詳細は、笠原・近藤 著 海外情報「米国の雇用環境の改善は急ブレーキ」 2012 年 6 月 4 日付を参照。

## 失業率の上昇は、労働市場への参入が影響

一方、5月の失業率は8.2%と前月から0.1ポイント上昇し（上昇幅としては11ヶ月ぶりの大きさ）、2011年後半からの失業率の低下トレンドが止まってしまった印象を受けるかもしれない。確かに失業者数は増加したが、同時に働き口も増えていて、さらに、これまで仕事を探すことを諦めていた人々が再び職を求めて労働市場に流入してきたことが失業率を押し上げている。通常、景気回復局面ではみられる現象であり、決してネガティブに捉える必要はない。

Fedメンバーが4月のFOMCで示した見通し（大勢）で、2012年Q1平均の失業率を7.8～8.0%と見込んでいるが、労働参加率の上昇によって統計上の失業率が下がりにくいことを前提にしているだろう。しかし、今回の雇用統計では、雇用の増加ペースが鈍化するだけでなく、賃金上昇率が伸び悩み、解雇などの非自発的離職が増えたり、フルタイム従業員が減少して経済的理由のパートタイム従業員が増えるなど雇用環境の質の悪化を示唆する点が多々みられる。



## 賃金上昇率は伸び悩む ～ インフレ抑制はプラス材料だが

5月の名目の時間あたり賃金水準（平均）は、民間セクター全体で前月比0.09%増と前月と同じ低い伸びにとどまり、前年同月比では1.69%増と1年半ぶりの低い伸びとなった。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も前年同月比1.39%増と、調査開始以来（1965年1月）最低の伸びとなった。ガソリン価格の下落などインフレの鈍化によって直近5月のCPI全体は前月比0.3%減と7ヶ月ぶりに下落し（2008年12月以来の大幅な下落率）、前年同月比では1.7%増となり、4月（2.3%増）から一段と鈍化し、1年4ヶ月ぶりにFedのインフレ目標2%を下回った<sup>4</sup>。この結果、実質の時間あたり賃金は前月比0.3%増と約2年ぶりの高い上昇率となった。

ただ、これまで名目賃金はCPI上昇率を長期間下回っていて、実質賃金も依然として前年比マイナスと（着実にマイナス幅は縮小しているが）、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。また、雇用者数は2008年1月のピークから依然として501.4万人も少なく、労働市場の需給バランスが崩れたままでは、当面、賃金上昇が期待できないだろう。さらに、当月の平均労働時間が減少に転じたことで、企業に生産余力があることになり、これまで以上

<sup>4</sup> コアは前月比0.2%増と予想通りの結果になったが、年率換算では3月の2.8%増、4月の2.9%増から2.4%増に減速している。インフレを警戒するような状況ではない。前年比では2.3%増とここ半年ほどほぼ横ばい状態が続いている。BLSによると、住宅関連や医療費、中古自動車、アパレルなどの上昇がコアを押し上げている。



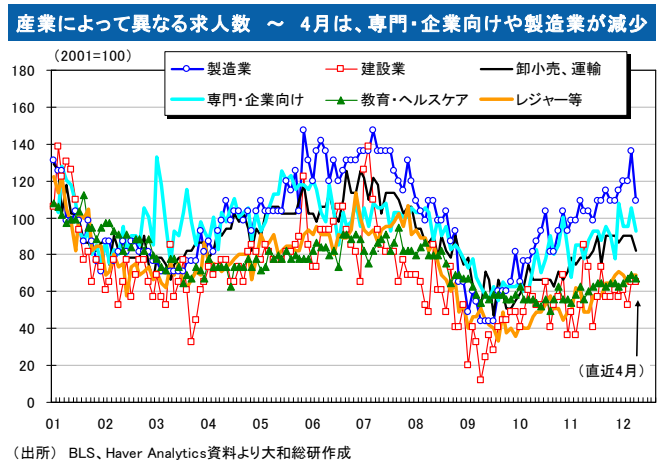
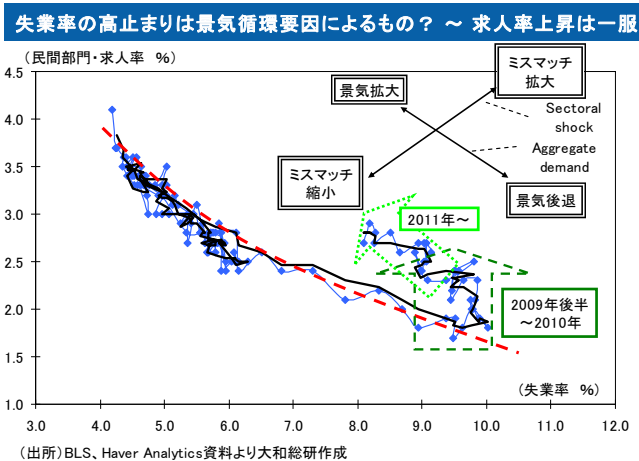
に賃金上昇に期待感が持てなくなっている。

**再び、景気減速懸念高まる**

2012年Q1に比べて雇用の増加幅が鈍化し、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2.7%増と加速した個人消費が、5月以降、勢いが弱まることは避けられそうもない。また、米国経済には、欧州の債務危機などの外部ショックを跳ね返すほどの力強さがないのが現状であり、それ故、今回も市場予想を大きく下回ったために、一昨年、昨年同様、年央から年後半にかけて一段と景気回復の減速懸念が強まるとみられる。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、この4～5月も均せば7.3万人増にすぎない。その他の経済指標を考慮すれば、昨年の二の舞になると決め付けるのは早すぎるだろうが、少なくとも雇用統計に関してはそれを完全に否定することは難しい。また、11月の大統領選挙において経済問題が大きな争点になっており、再選を目指すオバマ大統領にとっては、今回の結果は大きな逆風である。だが、選挙戦の本格化やねじれ議会の下では、迅速な政策対応を期待することは難しく、仮に何らかの措置が取られても、実際に効果を発揮するには時間がかかるために、時間切れになってしまうだろう。

**企業サイドの求人意欲が低下**

雇用増加ペースのスローダウンの背景には、企業の採用意欲が盛り上がっていないことが挙げられよう。3月まで増加基調だった企業の求人数も、4月には専門・企業向けや製造業を中心に一服。内外の不透明要因が企業を消極的にさせている。直近の企業の景況感調査（5月ISM）でも、特に非製造業の採用意欲が大きく低下しており、実際の雇用統計に反映されている。ただ、雇用創出主体である中小企業の景況感では、求人がなかなか埋まらないと感じている比率が2008年6月以来の高水準になるなど、業種・規模によってまちまちの状態といえる。



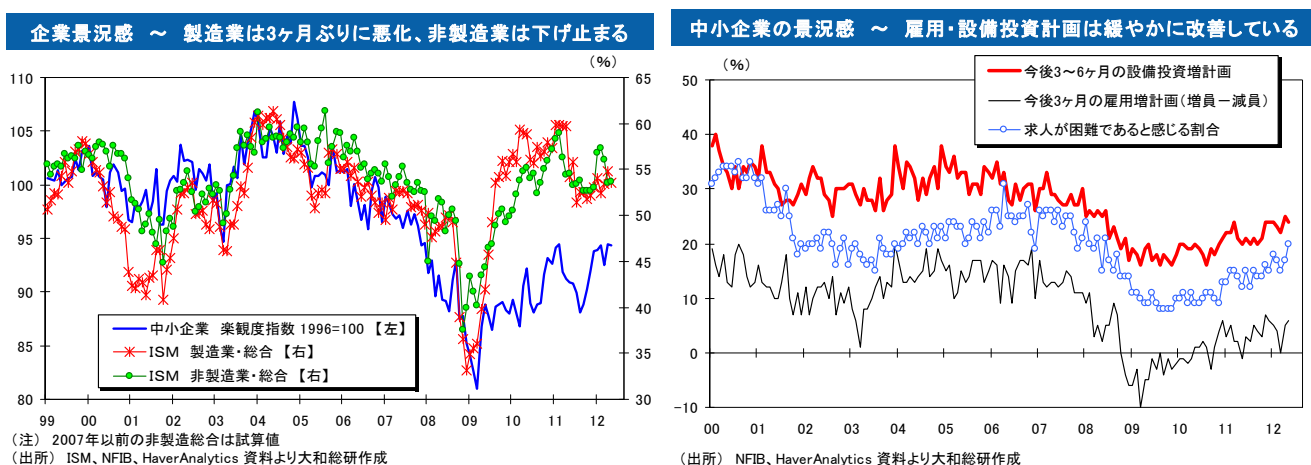
**企業の景況感悪化に歯止め？**

足もとの企業景況感の悪化に歯止めがかかっているようだ。5月のISM製造業景況感指数は53.5と4月実績(54.8)から1.3ポイント低下し3ヶ月ぶりに悪化した。昨年央にかけて悪化した状態(7～11月の平均52.1)から非常に緩やかなペースで回復している。拡大したと報告した業種は13と前月の16から減り、縮小した業種は前月の1から4に増加。ISMは、“企業からのコメントは、2012年に入って、売上の堅調な改善を伴って受注が安定そして強いことを概ね反映してい

”とコメント。構成項目のうち新規受注を除く4項目がマイナスに寄与し、最も足を引っ張ったのが生産である。唯一プラスに寄与した新規受注は、前月から1.9ポイントアップの60.1と2ヶ月連続で上昇し、2011年4月以来の高水準に。先行性のある新規受注が上昇している点はポジティブだが、今後もプラスを維持できるかは不透明。輸出受注が再び低下するなど安定していないのは、欧州に加えて新興国の減速も鮮明になっているためかもしれない。

6月前半の状況も加味したNY連銀の6月の製造業景況感（現状）は前月から大幅に悪化し、5月に8ヶ月ぶりのマイナスに落ち込んだフィラデルフィア連銀の結果に追随した格好だが、NY連銀の指数は、4月以降大幅なアップダウンを繰り返しており、不安定な状態が続いている。ISMの作成方法に合わせて加工した指数は50.6と前月から4.7ポイント低下し辛うじて50をキープした。懸念されるのが半年先の期待感であり、5ヶ月連続で低下している。但し、前月大きく下がった設備投資計画は小幅改善。企業が計画を全面的に見直しているというよりは、手控えているという状況か。

5月のISM非製造業景況感指数は53.7と前月から0.2ポイント上昇。僅かなプラスとはいえ、過去2ヶ月の大幅な低下（4月は2011年3月以来の大幅な低下幅だった）から下げ止まった形になった。非製造業の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あと、3～4月とスローダウンし昨年末と同ペースになっている。ISMは、“企業からのコメントの大多数はポジティブであり、ビジネス環境や経済の行方について楽観的である”とコメント。数字上は前月と大差がないものの、“成長の鈍化を確認。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”という前回のコメントに比べるとトーンが異なる。但し、業況が拡大した業種は前月の15から13に減っている（縮小した業種は前月と同じ3）。やや明るいトーンになった背景には、指数の中身の変化があろう。前月は入荷遅延を除く3項目がマイナスに寄与したが、5月は、雇用を除く3項目がプラスに寄与し、牽引役になった1つが新規受注である。



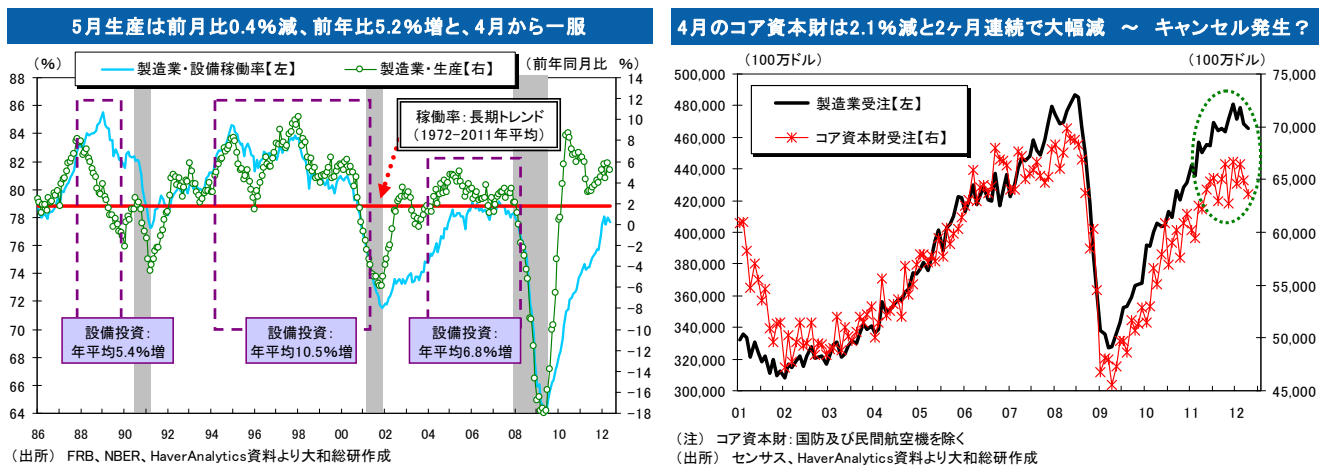
生産活動は安定せず  
～ 資本財受注も弱い

だが、実際の企業活動をみると、完全に調整局面から脱したといえない。5月の鉱工業生産は前月比0.1%減と2ヶ月ぶりに減少した。4月が1.0%増と2010年12月以来の高い伸びだったためにその反動は避けられなかったが、市場予想（0.1%増）に反する悪化となった。5月は、鉱業が0.8%増と2ヶ月連続で増加

し（4月は当初の1.6%増から5.3%増に上方修正）、公益（電力・ガス）は0.9%増と2ヶ月ぶりに増加した。一方、製造業は0.4%減と2ヶ月ぶりのマイナスへ。4月まで牽引役だった自動車・同部品が半年ぶりに減少したことが響いているが、自動車を除いたベースでも減少しており、それ以外も弱かったといえよう。具体的には、自動車・同部品が1.5%減と落ち込み、自動車を除いた製造業も0.3%減と2ヶ月ぶりにマイナスに。自動車以外には、非金属鉱物や一次金属、家具などが1%を超える減少率となった。また、ウェイトの大きい化学が4ヶ月連続で減少、堅調だった機械も9ヶ月ぶりにマイナスに転じた。

鉱工業の設備稼働率は79.04%と前月から0.14%ポイントダウンした（予想は79.2%）。ここでも公益や鉱業ともにアップしており、製造業の低下幅が相対的に大きくなった（0.37ポイントダウンの77.63%）。依然として長期平均（1972～2011年平均：78.8%）を1.3%ポイント下回っている。これまで着実に差が縮小してきたが、2012年に入ってから頭打ち状態であり、設備投資の先行きを占ううえではまだ条件が整っていないことを示唆する。

実際、4月の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、前月比2.1%減と2ヶ月連続で大幅に減少している。昨年末に急増したあと、2012年に入ってから頭打ち状態が続いている。出荷ベースでも、1.5%減と3ヶ月ぶりに減少しており、Q1にプラスを維持した企業の設備投資がQ2以降勢いを増すと想定するのは楽観的すぎるだろう。



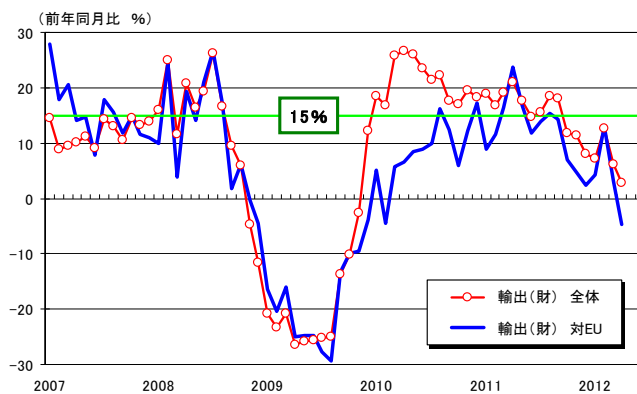
## 欧州の影響 ～EU向け輸出は前年割れ

欧州の景気悪化が目に見える形で表れたのが、EU向けの輸出（財）が直近4月に2010年2月以来の前年割れになったことだろう。輸出全体の伸び率が鈍化しているなかでいち早く悪化しているといえるが、2010年以降、EU向けは全体の伸び率を概ね下回っており、必ずしも輸出の牽引役だったとはいえない。従って、景気回復の主たる要因でない以上、米国経済の見通しを大きく下方修正する必要はないだろう。だが、欧州経済の長期低迷が中国をはじめとする新興国の景気減速を引き起こす状況に至れば、米国経済への影響度合いは欧州単独よりも増幅されることになる。

やはり悪影響が懸念されるのは欧州の金融システム不安が米国に伝播することであり、実害としては借り手の資金調達コストの上昇が想定される。例えば、サ

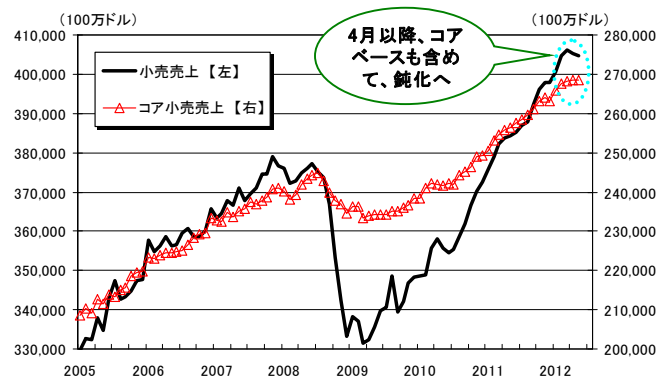
ンフランシスコ連銀が発表したレポートによると<sup>5</sup>、欧州の危機が米国企業の社債発行コストを押し上げ、特に高格付けの非金融企業と低格付けの金融機関が平均以下の影響にとどまったという。2009～11年では、欧州企業の社債の、国債とのスプレッドの1%ポイントの拡大が、米国企業の社債スプレッドの0.44～0.85%ポイントの拡大につながったと指摘。2012年に入って、質への逃避から米国債の金利は大きく低下しているが、必ずしも同じペースで米国企業の社債利回りや住宅ローン金利が下がっているわけではない。同様に、せっかくお金が回り始めた住宅市場において、再び貸し渋りの事態になれば回復の芽が摘まれるだけでなく、安定化の兆しがあると指摘される住宅価格が一段と下落する恐れも出てこよう。

ヨーロッパ向けの輸出の伸びは前年割れ ～ 全体でも鈍化へ



(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

5月の小売売上は前月比0.2%減と2ヶ月連続で減少



(注) コア小売売上: 自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸を除く  
(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

## 個人消費は鈍化へ ～ 5月の小売売上は 総じて弱い

雇用環境の急ブレーキを受けて個人消費も無傷ではいられない。5月の小売売上は前月比0.2%減となったが、4月が当初の0.1%増から0.2%減に下方修正され(3月も0.7%増から0.4%増)、2ヶ月連続で減少した。10年7月以降増加基調が続いてきたが、それが途切れた格好に。特に2012年に入って一度は加速したが、足もとで大きく勢いを失っている。

5月の中身をみると、最も足を引っ張ったのはガソリンスタンドであり、2.2%減と前月に続いて減少。ガソリン価格が4.3%減と5ヶ月ぶりに下落しており、売上減少は不可避だっただろう。ただ、価格下落で浮いた分がその他の支出に回されたとも言い難い。また、建材・園芸も1.7%減と2ヶ月連続で減少したが、ガソリンスタンドとは対照的に減少率は前月から縮小。住宅市場と関連性がある点を踏まえると、住宅市場の勢い減速を反映か(但し、家具は3ヶ月連続で増加)。百貨店を含めた総合小売も0.5%減と4ヶ月で減少し、売上規模は9ヶ月ぶりの低水準になった。なお、百貨店は0.2%増と2ヶ月ぶりに増加したが、4月の落ち込み(1.7%減)をカバーすることはできず。この他にも、雑貨や外食、飲食料品などは久しぶりに減少している。

逆に、牽引役となったセクターとしては、自動車・部品0.8%増、オンライン取引や宅配などの無店舗小売1.3%増(4ヶ月連続で1%超と好調を維持している)、アパレル・アクセサリ0.9%増(3ヶ月ぶりの増加)などが挙げられる。自動車・部品のプラスは、5月の新車販売台数が2ヶ月ぶりに減少しており、やや想定外の結果といえよう。この結果、自動車・ガソリンスタンド、建材・園芸を除いたコ

<sup>5</sup> “Are U.S. Corporate Bonds Exposed to Europe?”, FRBSF Economic Letter 2012-17, June 4, 2012

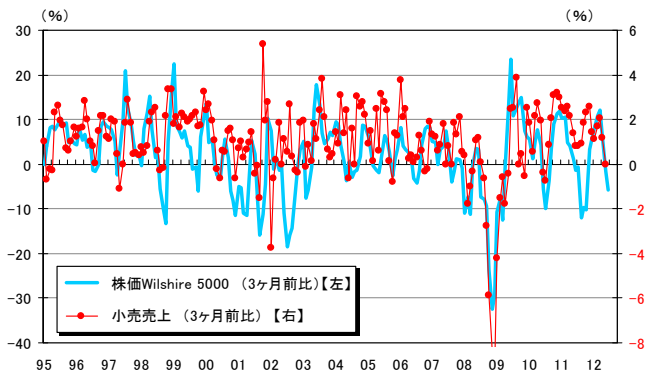


ア小売売上は、0.02%増にとどまり、昨年12月(0.3%減)以来の低い伸びとなった。

**小売売上の悪化は、株価の調整に沿った動き**

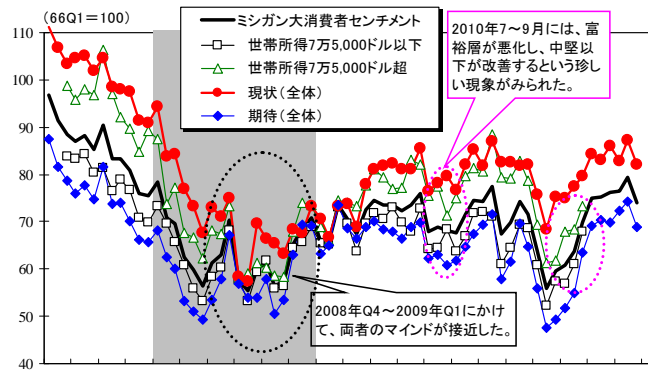
冒頭で紹介したように、5月以降、米国の株式市場は大幅に下落し、小売売上は連動して弱くなったとみられる。6月に入ってから株価は上昇に転じているが、足もとの水準(6月19日時点)では、6~7月の小売売上の強い増加を担保するにはまだ不十分である。

**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**



(注) 2012年6月の株価は6月19日までの平均  
(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

**6月の消費者センチメント(速報) ~ 現状・期待ともに悪化**



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

**消費者マインドも悪化 ~ 雇用・所得見通しの修正が響く?**

このような個人消費の伸び悩みは、消費者マインドの冷え込みを反映している可能性がある。5月の消費者信頼感指数(Conference Board、CB発表)は64.9と前月から3.8ポイント低下し、市場予想(69.6)を大きく裏切った。期待感の落ち込み(3ヶ月連続で悪化)に加えて、現状認識が4ヶ月ぶりに悪化したために全体の低下幅は拡大へ。CBは、“現状と期待がそろって低下したことは、経済成長のペースが今後数ヶ月で緩やかになることを示唆している”と指摘。期待を構成する3項目のうちビジネス環境は小幅低下だったが、雇用の見通しは大幅に悪化。しかし、所得見通しは、先行き収入が増えるとの見方が増えたために3ヶ月ぶりに改善するなど、必ずしも雇用見通しとは整合的ではない面も。株価の見通しは、今後一年間で上昇すると見込む比率が30.8%、低下するという比率が31.6%となり、再び後者が上回ることに。5月以降の株式市場の調整を反映か。

一方、ミシガン大/ロイター調査の消費者センチメントは、5月速報には79.3と前月から2.9ポイントと改善し、しかもここ3ヶ月は1ポイント未満の小幅だったのに対して、5月は大幅にアップし2007年10月以来の高水準になった。ミシガン大は“雇用・賃金見通しが改善していることが牽引役であり、雇用統計の結果にもかかわらず、多くの消費者が雇用好転の話を聞いたと回答。欧州問題の潜在的影響に言及する者は限定的”と指摘していた。このように、CBとは対照的な結果だったが、6月速報(6月15日発表)は74.1と5月速報から5.2ポイント低下し、10ヶ月ぶりに前月水準を下回った。なお、過去2ヶ月は速報段階では前月比で悪化したものの、速報では上方修正されて、結果として前月水準を上回るというパターンを繰り返してきた。今回もそうなる可能性はあるかもしれないが、低下幅の大きさを考えると、前月よりも消費者マインドが悪化したという関係は変わらないのではないだろうか。内訳をみると、期待感が5.4ポイント低下の68.9

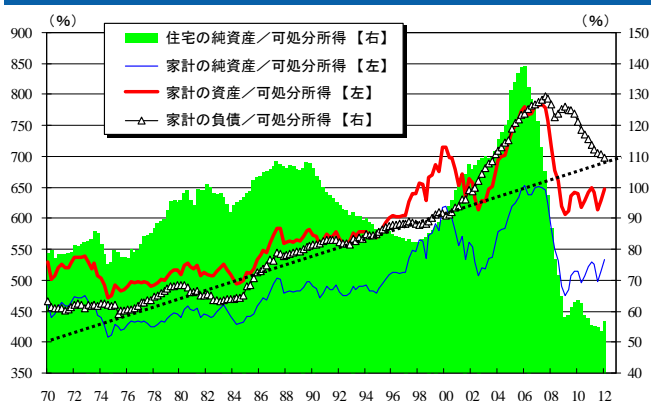
と3ヶ月ぶりに悪化し半年ぶりの低水準に、同様に現状認識も5.1ポイント低下の82.1と半年ぶりの低水準に。5月のマインドを支えていた雇用・賃金見通しの改善が変化している可能性が高い。

### 家計のバランスシート調整は終盤 ～ 住宅バブルの爪痕は大きかった

後述するように、昨年の後半あたりから漸く住宅市場にも回復の兆しがみられ、住宅価格も安定してきている。実際、2012年Q1末時点の家計全体が保有する住宅の資産価値は2年ぶりに前期比で増加した他、株価上昇を受けて金融資産（原系列）は2四半期連続で増加。一方、家計の債務残高のうち消費者信用は6四半期連続で増加し2008年Q3以来の規模に回復したが、住宅ローンの圧縮幅の方が大きく、全体の負債額は4年連続で減少している。但し、減少率は2011年Q4の年率0.2%減に続いて0.4%減と小幅にスローダウンしており、家計のバランスシート調整は終盤に差し掛かっているとみられる。

一方、FRBが6月11日に発表した調査によると<sup>6</sup>、2010年のアメリカの世帯ごとの純資産（中央値）は住宅バブルのピークだった2007年に比べて約4割（38.8%）も減少し、特に（持家を保有している世帯）住宅が全資産に占める割合の高い世帯、年齢でいえば35～44歳の年代の世帯（純資産の減少率54.4%）では落ち込み方が一段と厳しくなったことが明らかに。広範囲の住宅価格の暴落によって資産価値の目減りが加速しており、いかに住宅バブル崩壊の影響が大きかったかを示している。FRBも“ほとんどの家計にとって、財産としては金融資産よりも住宅の方が重要である”と指摘している。

家計負債は4年連続の減少～住宅ローン圧縮が消費者信用増を上回る



(出所) FRB, BEA, Haver Analytics資料より大和総研作成

保有資産階層別の所得構造 ～ 資産価格の変化に翻弄される富裕層

| 所得構造    | 保有資産別       |              |              |              |              | 全体   |
|---------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|
|         | 下位25%<br>未満 | 25～50%<br>未満 | 50～75%<br>未満 | 75～90%<br>未満 | 90～100%<br>% |      |
| 2010年   | 82.1        | 85.4         | 79.3         | 72.4         | 53.0         | 69.7 |
| 賃金      | 0           | 0.3          | 0.7          | 1.8          | 8.2          | 3.5  |
| 金利・配当   | 1.1         | 2.7          | 5            | 8.5          | 21.5         | 10.9 |
| 01年 01年 | 0           | 0            | 0            | 1.2          | 8.3          | 3.2  |
| 01年 01年 | 9.6         | 9.2          | 13.2         | 15.4         | 8.2          | 10.9 |
| 01年 01年 | 7.2         | 2.5          | 1.7          | 0.7          | 0.8          | 1.8  |
| 01年 01年 | 79.9        | 80           | 77.7         | 72.3         | 46.2         | 64.5 |
| 賃金      | 0.1         | 0.3          | 0.7          | 1.9          | 7.8          | 3.7  |
| 金利・配当   | 1.8         | 5.3          | 6.9          | 7.9          | 24.7         | 13.6 |
| 01年 01年 | 0.1         | 0.4          | 1.3          | 2.9          | 14.4         | 6.7  |
| 01年 01年 | 9.5         | 10.9         | 11.8         | 14.2         | 6.2          | 9.6  |
| 01年 01年 | 8.6         | 3.2          | 1.6          | 0.8          | 0.7          | 1.9  |
| 01年 01年 | 75.9        | 80.7         | 76.3         | 69.7         | 55.8         | 68.1 |
| 賃金      | 0.1         | 0.1          | 0.4          | 1.6          | 8.7          | 3.6  |
| 金利・配当   | 3.5         | 4.6          | 4.8          | 7.2          | 23.9         | 12.2 |
| 01年 01年 | 0.1         | 0.2          | 0.1          | -0.2         | 2.3          | 0.9  |
| 01年 01年 | 9.4         | 9.6          | 15.9         | 20.1         | 7.8          | 12   |
| 01年 01年 | 11.1        | 4.7          | 2.5          | 1.7          | 1.5          | 3.2  |

(出所) FRB “Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007” 2009  
FRB “Changes in U.S. Family Finances from 2007 to 2010” 2012より大和総研作成

### 住宅市場は底堅く推移 ～ 許可件数は3年8ヶ月ぶりの高水準

企業活動や個人消費の減速が鮮明になるなかで、足もと底堅く推移しているのが住宅市場である。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年後半から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ている。2009年半ばから改善してきた自動車販売に比べると、住宅の場合、なかな

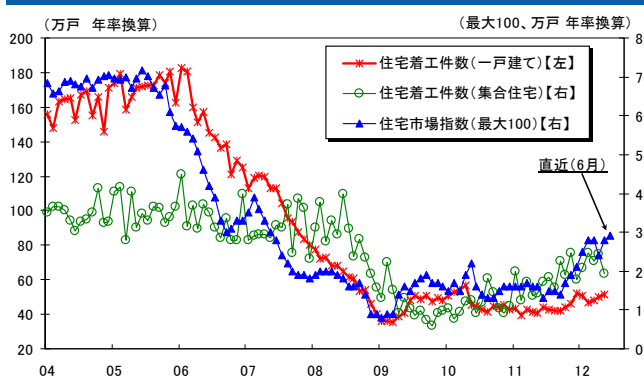
<sup>6</sup> <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/default.htm>

か低金利の恩恵を受けられなかった可能性がある。本来であれば、住宅投資の増加に付随して、個人消費における耐久財支出や住宅関連のサービス支出の押し上げも期待できるが、現時点では景気回復の牽引役を担うにはやや荷が重いかもしれない。ただ、Fedの超金融緩和政策が漸く実を結んでおり、人口・世帯数が増えているという米国の現実を踏まえれば、今後も一定の pent-up demand が期待できよう。

5月の住宅着工件数（6月19日発表）は前月比4.8%減の年率70.2万戸と2ヶ月ぶりに減少した。市場予想（0.7%増の72.2万戸）を下回る結果になったが、減少率が大きくなった一因は過去分が上方修正されたため（4月は当初の71.7万戸から74.4万戸と2008年10月以来の高水準に引き上げられた）、仮に4月が変わらなければ5月の減少率は1.3%減にとどまった。昨年11月から5月までの平均は71.4万戸と70万戸台を維持している点は評価していいだろう。また、原系列でも、前年同月比26.5%増となり、2ケタ増を継続している。

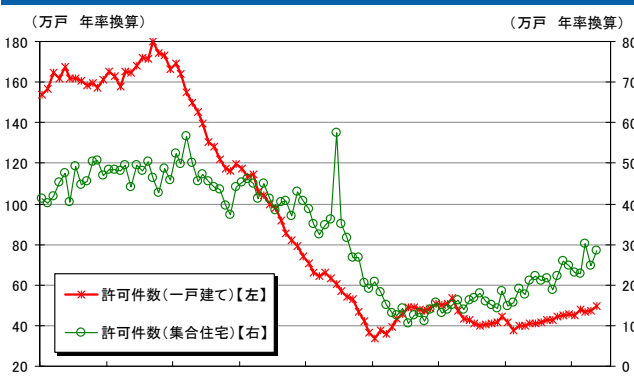
中身をみると、予想に反して減少したのは、集合住宅が21.3%減の19.2万戸と大幅に落ち込んだからである。7ヶ月ぶりの低水準となったが、もともと集合住宅はボラタイルに変化するもので、2011年から増減を繰り返しながら増加トレンドを描いている。許可件数ベースでも、集合住宅は前月比で大幅に増加しており、賃貸住宅への需要の高まりに支えられて、今後も好調さを維持するとみられる。一方、住宅市場の主力である一戸建ての着工件数は3.2%増の51.6万戸と3ヶ月連続で増加している。暖冬による一時的な押し上げ（2011年12月）とその反動（1～2月）を経験したあと、再び増えている点はポジティブである。集合住宅の落ち込みをカバーするほどではなかったが、着工件数の先行指標となる5月の建設許可件数が、7.9%増の年率78.0万戸と2008年9月以来、3年8ヶ月ぶりの高水準に達したことが先行きへの懸念を払拭する。集合住宅の許可件数が15.3%増（28.6万戸）とプラスに転じたうえに、一戸建ても4.0%増の49.4万戸（2010年3月以来の高水準）と着実に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



(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

#### 許可件数の推移 ～ 牽引役の集合住宅に加えて一戸建ても増加基調

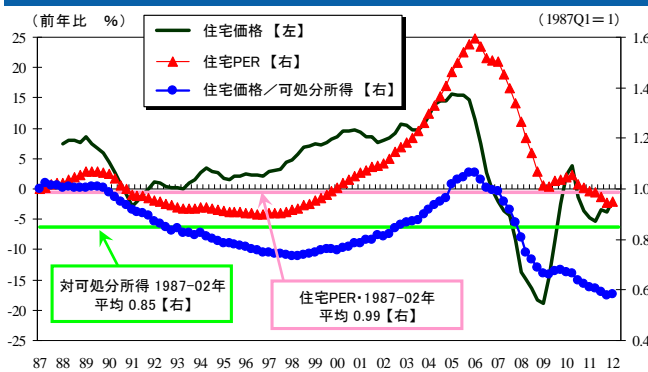


(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

また、4月に一度は落ち込んだ住宅市場指数は5月に続いて6月も改善し、2007年5月以来の高水準に。半年先の販売見通しや顧客動向は前月と変わらなかったが、現状認識が高まったことが全体を押し上げた。タイトな需給を背景に賃貸料が上昇しているために住宅価格（持家）は割安になっており、過去最低水準の金利は住宅ローンを組む環境として絶好といえよう。住宅価格が本格的に上昇へ転

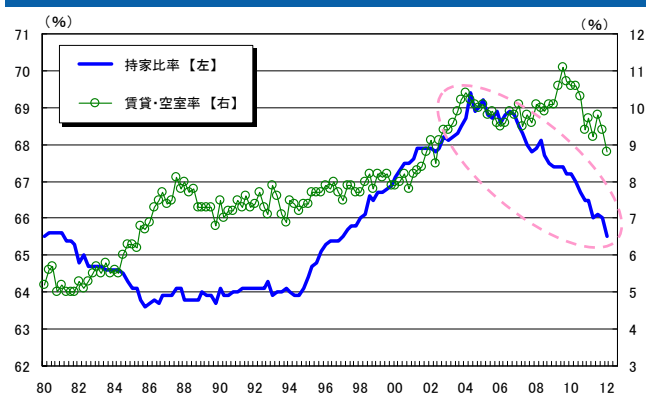
じるにはまだ相当な時間が必要だろうが、価格の安定を背景にもう下がらないと家計が認識すれば、好環境下での取得意欲は高まっていくだろう。当然ながら、住宅取得のもう1つの重要なファクターである所得環境が悪化しないことが前提であり、加えて、低金利で資金調達が可能で環境整備が不可欠であるの言うまでもないだろう。

住宅価格は割高か ~ 所得比では割安、賃貸住宅と比べても割安に



(注) 住宅PER=住宅価格/住宅賃貸指数(CPI、掃蕩家賃含む)、  
住宅価格はS&P/CaseShiller U.S. National Home Price Index  
(出所) S&P,BLS,BEA,HaverAnalytics資料より大和総研作成

持家比率の低下トレンドが続く ~ 賃貸の空室率も大幅に低下



(出所) センサス、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%   | 2.1%   | 2.3%   | 2.5%   | 2.2%   | 2.1%   | 2.6%   | 2.8%   | 2.9%   | 2.5%   |
| <前年同期比>        | 2.2%   | 1.6%   | 1.5%   | 1.6%   | 2.0%   | 2.0%   | 2.2%   | 2.3%   | 2.2%   | 2.3%   | 2.3%   | 2.4%   | 2.5%   | 2.6%   | 2.5%   |
| 民間消費支出         | 2.1%   | 0.7%   | 1.7%   | 2.1%   | 2.2%   | 2.7%   | 2.2%   | 2.4%   | 2.5%   | 2.2%   | 2.2%   | 2.5%   | 2.7%   | 2.7%   | 2.4%   |
| 政府支出           | -5.9%  | -0.9%  | -0.1%  | -4.2%  | -2.1%  | -3.9%  | 1.0%   | -0.3%  | -0.7%  | -1.7%  | -1.6%  | -1.0%  | -0.9%  | -0.6%  | -0.8%  |
| 企業設備投資         | 2.1%   | 10.3%  | 15.7%  | 5.2%   | 8.8%   | 1.9%   | 2.5%   | 5.0%   | 7.0%   | 5.5%   | 5.5%   | 7.5%   | 7.0%   | 6.5%   | 6.2%   |
| 民間住宅投資         | -2.4%  | 4.2%   | 1.3%   | 11.6%  | -1.3%  | 19.4%  | 3.5%   | 5.5%   | 5.5%   | 8.9%   | 5.0%   | 6.0%   | 7.0%   | 7.5%   | 5.7%   |
| 輸出等            | 7.9%   | 3.6%   | 4.3%   | 2.7%   | 6.7%   | 7.2%   | 4.0%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.7%   | 5.5%   | 5.5%   | 5.5%   | 6.0%   | 5.1%   |
| 輸入等            | 8.3%   | 1.4%   | 1.2%   | 3.7%   | 4.9%   | 6.1%   | 3.0%   | 4.0%   | 4.0%   | 3.7%   | 4.0%   | 4.2%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.0%   |
| 鉱工業生産          | 4.4%   | 1.2%   | 5.6%   | 5.1%   | 4.1%   | 5.6%   | 3.1%   | 2.7%   | 3.2%   | 4.2%   | 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%   | 1.0%   | 1.5%   | 2.0%   | 2.0%   | 2.1%   | 2.2%   | 2.4%   | 2.2%   | 2.0%   |
| 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)   | -137.2 | -141.5 | -134.8 | -146.3 | -559.9 | -151.0 | -148.3 | -146.9 | -145.6 | -591.8 | -140.8 | -137.4 | -134.9 | -131.5 | -544.7 |
| 経常収支           | -120.0 | -119.1 | -108.2 | -118.7 | -465.9 | -137.3 | -125.7 | -124.7 | -124.2 | -511.9 | -121.7 | -117.2 | -115.3 | -112.6 | -466.8 |
| 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   | 1.83   | 1.86   | 2.13   | 1.97   | 2.19   | 2.36   | 2.66   | 3.04   | 2.56   |
| 国内最終需要         | 0.4%   | 1.3%   | 2.7%   | 1.3%   | 1.8%   | 1.7%   | 2.0%   | 2.2%   | 2.5%   | 1.9%   | 1.9%   | 2.5%   | 2.7%   | 2.7%   | 2.3%   |
| 民間需要           | 1.9%   | 1.8%   | 3.3%   | 2.6%   | 2.8%   | 2.9%   | 2.2%   | 2.7%   | 3.2%   | 2.7%   | 2.7%   | 3.2%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.0%   |

(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6月19日時点