

2012年7月20日 全13頁

米経済見通し 2年前から自明だった“財政の崖”の問題

緩慢な成長が続く

経済調査部 近藤 智也
ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕

[要約]

- 米国経済の回復ペースの鈍化傾向が強まっている。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が、特殊要因の剥落分を除いたとしても、景気は下ブレの可能性が高まっていると考えられよう。構造的なリスクとしては、2012年末から2013年初にかけて、ブッシュ減税の期限切れと大幅な歳出削減が同時に起こる、いわゆる“財政の崖”（Fiscal Cliff）と、外部要因としての欧州の財政問題が挙げられる。GDP成長率のコンセンサス予想は、さらに慎重になっており、“財政の崖”への警戒感が年後半の成長率を抑制することが懸念材料として挙げられている。
- 足もとは、雇用環境の改善ペースがさらに緩慢なものとなってきたことから個人消費は減速しているが、さらに財政問題等の先行き不透明感から消費者のセンチメントは悪化している。住宅価格下落の影響が軽微で、資金調達が可能な主体にとっては、住宅を購入する絶好の機会であり、住宅市場の改善が続いている。企業でも製造業を中心にマインドの悪化が明確だが、実際の企業活動はそれほど鈍化しているわけではない。だが、構造問題によって企業活動が鈍ると、改善ペースが鈍っている労働市場にも影を落とすことが想定されるだろう。“財政の崖”に対し、マーケットが議会の対応にネガティブな反応をみせると、市場の混乱がさらなるマインドの悪化等を通じて、実体経済の下押し圧力に転じる可能性が考えられる。

景気循環と構造的なリスク要因

ただちに景気後退（リセッション）を懸念するまでには至らないものの、米国経済の回復ペースの鈍化傾向が強まっている。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が、特殊要因の剥落分を除いたとしても、景気は下ブレの可能性が高まっていると考えられよう。

構造的なリスクとしては、2012年末から2013年初にかけて、ブッシュ減税の期限切れと大幅な歳出削減が同時に起こる、いわゆる“財政の崖”（Fiscal Cliff）と、外部要因としての欧州の財政問題が挙げられる。2012年の実質GDP成長率のコンセンサス予想（Blue Chip調査）は、前年比2.1%増と6月調査と変わらないものの、2013年予想が2.3%と0.1%ポイント引き下げられた。失業率や雇用創出の見通しが下方修正されるなど、見通しがさらに慎重になっており、“財政の崖”への警戒感が2012年後半の成長率を抑制することが懸念材料として挙げられている。

足もとの経済の状況は、雇用環境の改善ペースがさらに緩慢なものとなってきたことから個人消費は減速しているが、さらに財政問題等の先行き不透明感から消費者のセンチメントは悪化している。もっとも、家計のバランスシート調整は進展していることや、ガソリン価格の下落等の追い風もないわけではない。特に住宅価格下落の影響が軽微で資金調達が可能な主体にとっては、住宅を購入する絶好の機会であり、住宅市場の改善が続いている。

同様に、企業でも製造業を中心にマインドの悪化が明確だが、実際の企業活動はそれほどではない。だが、個人消費と同様に構造問題は先行きのリスク要因であり、企業活動の鈍化は、改善ペースが鈍っている労働市場にも影を落とすことが想定されるだろう。IMFによる2013年の世界経済成長率予想は、欧州の財政問題への政策対応と新興国の緩和的な政策継続を前提とした上で、4月時点の4.1%から3.9%成長に引き下げられた。一方で、米国の財政問題が国際金融市場の動揺の震源足りえることも指摘されている。

“財政の崖”への選挙前の対応が困難であれば、議会において何らかの妥協を探るとしても、選挙後に対応できる時間は限られることになる。連邦債務の上限引き上げ問題で揺れた2011年夏のように、マーケットが議会の対応にネガティブな反応をみせ、市場の混乱がさらなるマインドの悪化等を通じて、実体経済の下押し圧力に転じる可能性が考えられる。

下方修正されるFedの景気見通し

ページブック（地区連銀報告）によると、欧州の債務問題の長期化の影響や“財政の崖”（Fiscal Cliff）に対する懸念が米国内の様々なレベルに及んでいることが、調査先の企業の報告から明らかになっている。構造的なリスク要因に対し、金融政策の対応余地がどこまであるか、ということになる。金融政策を動かすFedに関しては、6月のFOMCでオペレーション・ツイスト（ツイスト・オペ）の延長が行われた。

バーナンキ議長をはじめ FOMC メンバーの発言からは、雇用の減少、デフレ的な経済状況にならなければ、ただちに自らのバランスシートを拡大させる、いわゆる QE3 の発動に至るとは考えにくい。6月に公表された Fed メンバーの景気・インフレ見通しは総じて下方修正されており、オペレーション・ツイストの延長はすでに一定の下振れリスクを織り込んでの決定だったと考えられるためだ。インフレ見通しが下方修正されたことから、今後の追加的な金融緩和策の発動への物価面のハードルは低くなったものの、発動の可能性はまだ低いだろう。追加的な金融緩和策の発動には、下方修正された景気見通しを大きく下回る事態に陥ることや、“財政の崖”の実現可能性が著しく高まることなどが生じる必要があるだろう。

その“財政の崖”が懸念される 2012 年末は、同時に延長したオペレーション・ツイストの期限でもあり、ハト派のメンバーを中心に、追加緩和の可能性を模索するタイミングとなる。QE3 等以外の新たな選択肢として、バーナンキ議長は定例議会証言（7月17日）の質疑応答で、Fed による低利の銀行向け貸出を模索していることを明らかにした。英イングランド銀行の対応が念頭にあるとみられる。考えられる背景としては、①米国債等の買い入れによって国債市場の機能を阻害することへの警戒感、②金利体系の基本となる米国債利回りが低下しても、個別の借り手が低利で借り入れできるとは限らないことへの対応、③Fed のバランスシート拡大に否定的な政治家への配慮、等が挙げられよう。

また、7月11日に公表された FOMC 会合の議事録では、QE3 以外の手段として、以前から挙げていた今後の Fed の行動に関するコミュニケーション政策について検討されていた。FOMC メンバーのコンセンサス予想を公表することで、Fed の政策決定が FOMC メンバーの見通しとどのような関係にあるか、見通しやすくなる。

現在はレンジで公表されている経済見通しは、下方修正された。2012 年 10-12 月期の実質経済成長率（実質 GDP の前年比）は 1.9~2.4%と、4月時点の 2.4~2.9%から漸く市場コンセンサス並に引き下げられたことになる。物価についてもわずかに下方修正、失業率は 4月時点からやや高い水準に引き上げられた。

図表 1 下方修正される Fed メンバー（大勢）の見方 ~ しかし、漸くコンセンサス並みに

	2012年	2013年	2014年	長期
実質成長率	1.9-2.4% (2.4-2.9%)	2.2-2.8% (2.7-3.1%)	3.0-3.5% (3.1-3.6%)	2.3-2.5% (2.3-2.6%)
PCE価格指数	1.2-1.7% (1.9-2.0%)	1.5-2.0% (1.6-2.0%)	1.5-2.0% (1.7-2.0%)	2.0% (2.0%)
コアPCE価格指数	1.7-2.0% (1.8-2.0%)	1.6-2.0% (1.7-2.0%)	1.6-2.0% (1.8-2.0%)	
失業率	8.0-8.2% (7.8-8.0%)	7.5-8.0% (7.3-7.7%)	7.0-7.7% (6.7-7.4%)	5.2-6.0% (5.2-6.0%)
FFレート誘導水準	0.25% (0.25%)	0.25-1.00% (0.25-1.00%)	0.25-2.00% (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4月時点の想定
(出所) FRB資料より大和総研作成

<実質GDP成長率予想>

	2012年 暦年	2013年 暦年	2012年 Q4前年比	2013年 Q4前年比
市場コンセンサス	2.1	2.3	2.0	2.5
プライマリーディーラー	—	—	2.1	2.3
IMF	2.0	2.3	1.9	2.5
OECD	2.4	2.6	2.4	2.7
CBO	2.2	1.0	2.0	1.1
OMB	2.7	3.0	3.0	3.0
Fed(大勢)	—	—	1.9~2.4	2.2~2.8

(注) 市場はBlueChip7月、IMFは7月、OECDは5月、Fedは6月
プライマリーディーラーは6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

雇用環境の改善は引き続き緩慢

Fed は、景気見通しを下方修正したように、“今後数四半期は緩やかな成長にとどまり、その後とてもゆっくりと加速していく”と予想している。バーナンキ議長も 7 月の議会証言において、様々な経済指標から、Q2 の GDP 成長率（7 月 27 日に発表予定）は Q1 の前期比年率 1.9% 増をやや下回りそうだと指摘しており、実際、現時点の市場コンセンサスは 1.5% 増とみている。また、6 月から 7 月上旬にかけての情報を集めたページブックは、5 月 25 日までの情報に基づく前回報告に比べて、成長ペースの鈍化している様が広範囲に及んでいることを窺わせる。このように、足もとの景気に対する見方が慎重になっている主因は雇用環境の改善ペースが緩慢になっていることであり、それに伴う個人消費の伸び悩みであろう。

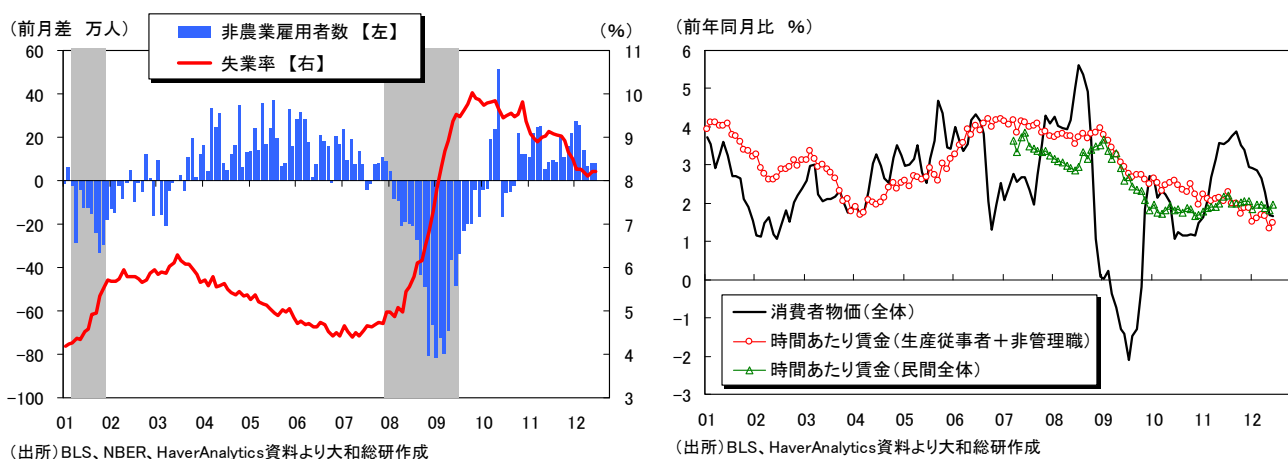
ほとんどの地区で雇用水準の改善ペースが鈍った（tepid pace）と報告されたが、6 月の非農業雇用者数は前月差 8.0 万人増となり、市場予想（Bloomberg 調査：中央値 10.0 万人増）をやや下回り、3 ヶ月連続で 1 ケタ台の低い増加幅にとどまった¹。雇用者数は、2011 年 12 月から 2 月にかけて平均で約 25 万人のペースで増えてきたが、3 月から減速し、ここ 3 ヶ月間で勢いが半分以下になった格好である。財政難に苦しむ政府部門は 0.4 万人減と、引き続き労働市場の足を引っ張っている。注目される民間部門の雇用者数も 8.4 万人増と 2011 年 8 月以来、10 ヶ月ぶりの低水準となった。生産部門では、製造業がコンスタントに増加するほか、建設業が 5 ヶ月ぶりに増加したことにより 1.3 万人増となったが、民間サービス部門が 7.1 万人増と 5 月の 12.6 万人増から縮小した。具体的には、レジャー・接客業が 3 ヶ月ぶりに増加したが、Q1 の月平均 4.2 万人増から Q2 は 0.1 万人増へ大幅に鈍化し、教育・医療サービスも前月（4.4 万人増）から 0.2 万人増に。専門・企業向けサービスが人材派遣を中心に加速した点はポジティブか。

週当たり平均労働時間（民間企業）は、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で 6 月は 34.5 時間と前月から 0.1 時間長くなった。また、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 0.3% 増と前月から 2 ヶ月連続で伸び幅が拡大し、前年同月比でも 2.0% 増と拡大した。だが、雇用者数は 2008 年 1 月のピークから依然として 493.5 万人も少なく、労働市場の需給バランスは崩れたままであるため、当面、賃金の急速な上昇は期待しづらいだろう。

ページブックによると、全 12 地区のうち、雇用水準がフラットあるいはややアップしたポストンやクリーブランドなど 5 つの地区では、ほとんどの調査先が、財政政策の不確実さや弱い需要のために採用は控えめに対応しているという。さらに、カンザスシティ地区は、経済の不確実性が減退するまで雇い主が賃金を引き上げたり、フルタイム従業員を採用することに消極的であると回答している。

¹ 詳細は、大和総研ニューヨークリサーチセンター笠原滝平著 「米国の雇用環境の改善は引き続き緩慢」（2012 年 7 月 9 日）を参照。 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12070901usa.html>

図表2 1ケタ台にとどまる雇用者の増加 ～ 賃金上昇も期待しづらい



一方、6月の失業率は8.2%と前月からほぼ横ばいであったが、2011年後半から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。失業者数そのものは前月差2.9万人の増加にとどまり、就業者数（家計調査ベース）は12.8万人増加したが、この程度の増加幅では、一定のペースで16歳以上人口が増え続ける米国においては失業率を押し下げることができない。事業所調査の雇用者数の増加と合わせても、足下の雇用改善ペースでは物足りない内容だ。

一段と低迷する個人消費

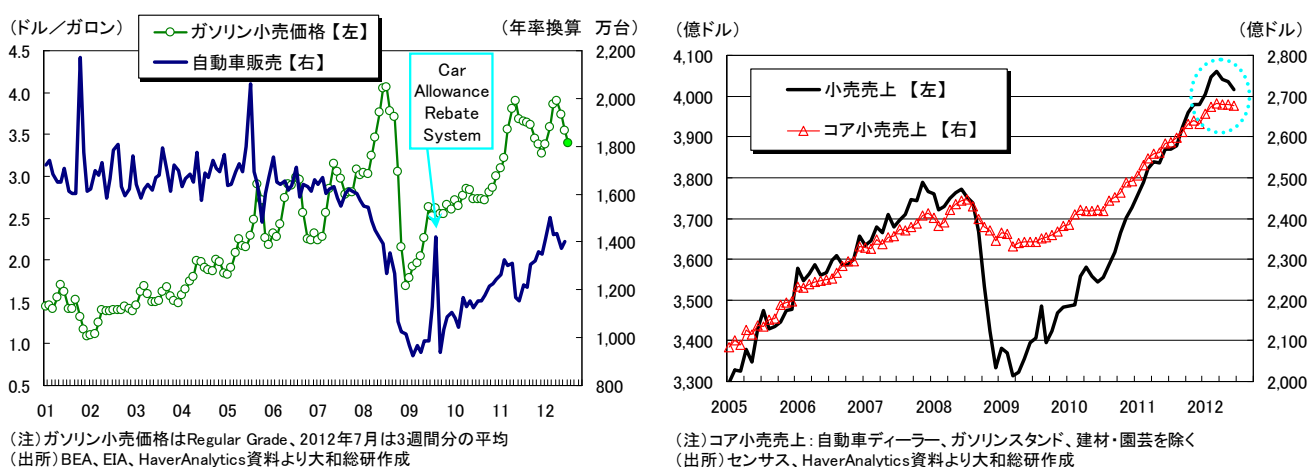
雇用環境の急ブレーキを受けて個人消費も無傷ではられない。6月の小売売上は市場予想（前月比0.2%増）に反して0.5%減と前月よりもマイナス幅が拡大し3ヶ月連続で減少した。減少率は大きく異なるが、3ヶ月連続で減少したのはリセッションだった2008年後半以来（当時10～12月は月平均3.1%減であり、今回の0.4%減とはスピード感が違う）。しかも、5月は0.2%減と変わらなかったが、4月が当初の0.2%減から0.5%減にマイナス幅が拡大しており、Q2全体では前期比年率0.8%減とQ1の6.7%増から一転してマイナスに（13四半期ぶりの減少）。

予想が大きく外れた一因としては、自動車関連が前月比0.6%減（寄与度は▲0.11%ポイント）と2ヶ月ぶりに減少したことが挙げられよう（市場予想から類推すると、自動車はプラス予想）。6月の新車販売台数が前月比2.3%増の1,404万台に増加した点を踏まえると、増加予想は自然だろうが、実際の小売売上ではマイナスに。だが、自動車を除いたベースでも0.4%減と3ヶ月連続で減少していることから、Q2の不振の理由は自動車以外にある。

6月の中身をみると、最大のマイナス要因は前月に続いてガソリンスタンドであり、1.8%減（▲0.20%ポイント）と3ヶ月連続で減少。ガソリンスタンドの売上高は1年ぶりの低水準になるが、6月のガソリン価格が3.8%減の3.539ドル/ガロンと5ヶ月ぶりの安値になったことを反映している（直近7月16日EIA発表では3.427ドルとなり、ここ4週間は横ばいで推移）。ただ、価格下落で浮いた分がその他の支出に回されたとはいいいがたい。続いて、建材・園芸も1.6%減と3ヶ月連続で減少しており、後述するように住宅市場が全般的に改善していることを

考慮するとやや意外か。住宅関連では家具、家電がともに0.8%減と2ヶ月ぶりに減少。また、ヘルスケアが0.7%減と2ヶ月連続のマイナス、スポーツ・娯楽などが1.6%減と半年ぶりに減少し、百貨店を含めた総合小売も0.2%減と5ヶ月連続で減少するなど、幅広いセクターで売上が減っている。数少ないプラスセクターとしては、オンライン取引や宅配などの無店舗小売(0.5%増)やアパレル・アクセサリ(0.2%増)、雑貨(0.5%増)、飲食料品(0.1%増)が挙げられるが、これらのプラス寄与度を足し上げても、ガソリンスタンドのマイナス寄与度の半分にも満たない。

図表3 新車販売は堅調だが、小売売上全体では頭打ち ~ ガソリン価格下落の効果は不透明



消費者マインド、期待感の悪化が目立つ ~ 富裕層には自己防衛の意識も

ボストンやフィラデルフィア地区の小売業者が、今後について、経済の不確実性が売上の伸びを抑制してしまう可能性があるかと懸念していると、ベージュブックで報告されているように、個人消費の伸び悩みは必ずしも足もとの雇用環境だけを反映しているわけではない。消費者マインドの冷え込みをみても、現状認識が下げ止まる一方で、先行きに対する期待感は引き続き悪化しており、財政面を含めた不確実性が本来の消費活動を必要以上に抑制する可能性もある。

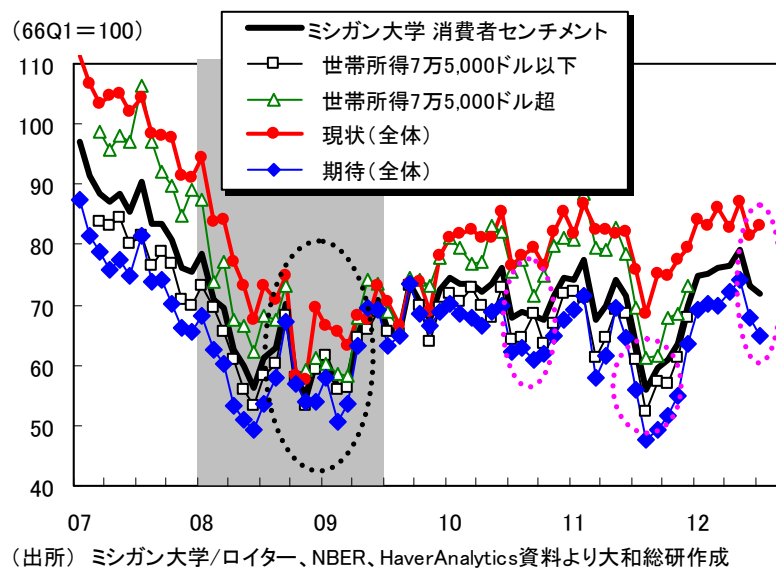
6月の消費者信頼感指数(Conference Board、CB発表)は62.0と前月から2.4ポイント低下(4ヶ月連続で低下)し、年初以来の低水準に。5月の低下幅(4.3ポイント)からは縮小したが、4ヶ月連続で悪化した期待感はいむしろ悪化度合いが加速しており、辛うじて現状認識が2ヶ月ぶりに改善したために全体の落ち込み幅を抑制。但し、前月の落ち込みが大きかった現状認識は下げ止まった程度であり、やはり欧州問題をはじめとする先行きへの不透明さが消費者マインドを押し下げているといえよう。CBは、期待感のうち所得見通しの悪化に言及し、“このままのトレンドが続くようであれば、短期的に消費支出は抑制されよう”と懸念。一方、現状の改善を捉えて、“足もとの経済活動のペースはほとんど変わらないことを示している”とも指摘。

一方、ミシガン大学／ロイター調査の消費者センチメント（6月確報）は73.2と前月から6.1ポイント低下し10ヶ月ぶりに悪化した。6月速報74.1からさらに悪化。内訳をみると、期待感が6.5ポイント低下の67.8と3ヶ月ぶりに悪化し、現状認識も5.7ポイント低下の81.5となり、いずれも半年ぶりの低水準になった。ミシガン大学によると、6月の大幅低下は景気の先行きに対する消費者の見方がいかに悪化したかを反映しており、特に年収7万5,000ドル超（全世帯の約3割に相当、2010年）の富裕層のマインドが悪化しているという。富裕層は経済の先行きに楽観的でなくなっているだけでなく、自分自身の金融資産の行方にも慎重になっている。

対照的に、7万5,000ドル以下の中低所得者層はガソリン価格の下落の恩恵を享受しており、景気見通しの悲観化を完全に相殺。中低所得者層の購入計画にほとんど変化がみられないにもかかわらず、富裕層では自動車や大型耐久消費財の購入予定割合がダウン。富裕層のマインド悪化を、ミシガン大学は、富裕層が“財政の崖”といった潜在的な逆風から自分の財産を守るために、今からより慎重な支出計画を立てようとしていることを意味すると指摘。過去3年間を振り返っても、富裕層と中低所得者層の消費者マインドが接近したとき、つまり富裕層のマインドが急激に悪化して両者の乖離幅が縮小したときに、個人消費全体が停滞した。今回も富裕層が本格的にお金を使わなくなれば、年後半の個人消費の想定を修正する必要が出てこよう。

なお、7月速報（7月13日発表）は72.0と6月確報から1.2ポイント低下した。内訳をみると、期待感が3.0ポイント低下の64.8と一段と悪化したのに対して、現状認識は1.7ポイントアップの83.2と2ヶ月ぶりに改善した。ただ、6月の低下分を取り戻すほどではなく、下げ止まったと形容した方がいいだろう。ミシガン大学は、“消費者の最大の懸念は、賃金や雇用の伸びが今後も抑制されたままではないかということであり、わずかな改善も、今後の増税や手当削減によって一段と縮小するだろう”と指摘している。

図表4 消費者マインド ～ 期待感の悪化が止まらない



住宅市場は全般的に改善している

企業活動や個人消費が減速しているなか、引き続き改善がみられ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てきた。Fedの超金融緩和政策の継続に加えて景気に対する慎重な見方が強まっているために、米国の国債利回りは一段と低下し、長期固定の住宅ローン金利も過去最低水準を更新している（フレディマック7月19日発表の30年固定金利は3.53%）。これまでも指摘しているように、負の遺産がなく資金の調達できる人にとって、これほど絶好の買うチャンスはないのである。

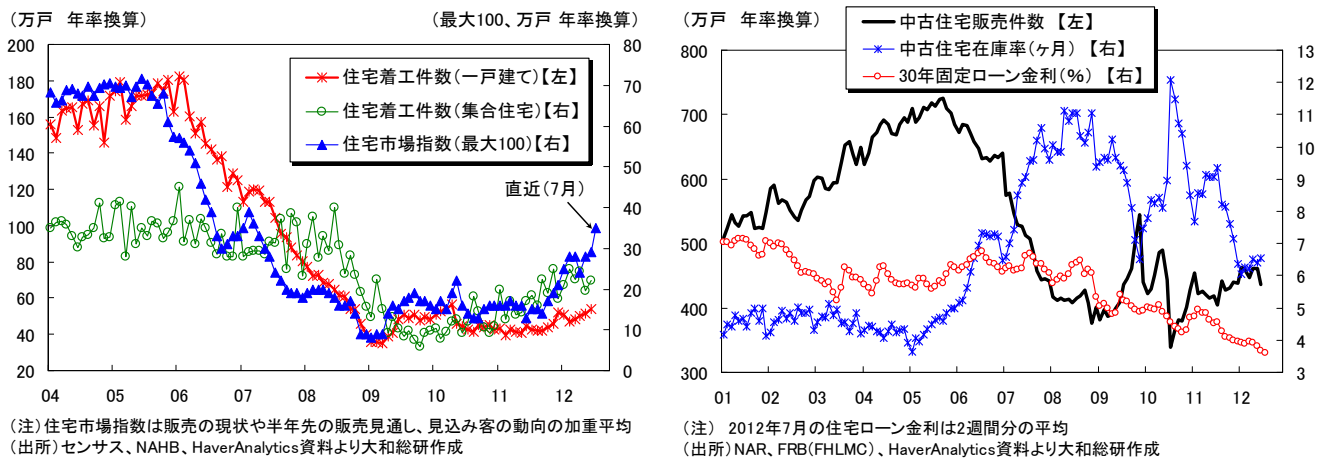
前述したページブックのなかでも、すべての地区の住宅市場において販売や建設のレベルが高まる一方、在庫は減っていると概ねポジティブな報告がなされている。また、賃貸市場は賃貸料の上昇を伴って引き続き堅調であり、一部の地区を除くと、集合住宅の需要が強いため商業不動産の賃貸や建設も改善し続けているという。ただ、本来であれば、住宅投資の増加に伴って耐久財支出や住宅関連のサービス支出の増加も期待できようが、現時点では景気回復の牽引役を担うのはやや過大評価かもしれない。

6月の住宅着工件数は、前月比6.9%増の年率76.0万戸と2ヶ月ぶりに増加した。市場予想（Bloomberg調査：中央値74.5万戸）を上回り、4月、5月分の着工件数も小幅ながら上方修正された。2008年10月の77.7万戸以来の高水準となり、前年同月比は23.6%増。今年前半6ヶ月の平均は72.7万戸と、昨年前半の57.8万戸、後半の64.6万戸から着実に増加している。中身をみると、住宅市場の主力である一戸建ての着工件数が前月比4.7%増の53.9万戸、集合住宅が同12.8%増の22.1万戸となり、特に前者は2010年4月以来の高水準。

また、住宅着工の先行指標となる許可件数は前月比3.7%減と減少したものの、それでも全体の件数は75.5万戸と、金融危機以降の水準としては高い。うち市場規模が大きい南部の許可件数が8.0%減となったことが響いているが、5月が14.8%増と急増した反動のほか、熱波と暴風雨の影響を受けた可能性も考えられる。内訳では、集合住宅が10.9%減と大幅に減少しているが、そもそもボラタイルであり、26.2万戸という水準の高さからすれば今後も好調なトレンドを維持するとみられる。むしろ、集合住宅よりも一戸建てが0.6%増の49.3万戸と3ヶ月連続で増加している点を評価したい。

また、7月の建設業者のマインドを示す住宅市場指数は前月の29から35に大幅にアップし、2007年3月以来の高水準に達した。市場予想（30）を大きく上回り、単月で6ポイントもアップしたのは2002年9月以来、約10年ぶりのこと。構成項目の現状認識と半年先の販売見通し、顧客動向全てがアップしており、NAHBは“今回のような大幅な改善は、住宅市場が危機を脱し、金利や価格が好環境である間に新築住宅を購入するベネフィットがあると多くの購入者が理解していることを表す”と指摘すると同時に、“他の経済分野が軟調になっているときには、特に力強いものだ。ただ、タイトな融資環境や不十分な鑑定、差し押さえ物件の市場への流入など、住宅市場の回復を妨げる要因が解決される必要がある”ともコメント。

図表5 住宅市場は持続的に回復 ～ 業者マインドは約5年ぶりの高水準に



そして、家計にとってポジティブなのは住宅価格の安定につながっていることである。例えば、4月のS&P/Case-Shiller®住宅価格指数(20都市ベース)は前年同月比1.90%減と3月の2.59%減からマイナス幅が縮小した。市場予想(2.5%減)を上回る改善であり、順調に価格は安定に向かっているといえよう。前月比(原系列)でも1.28%増と8ヶ月ぶりに上昇に転じ、住宅の需要時期に差し掛かったことを反映している(2011年、2010年も4月から前月比プラスに転じた)。一方、季節調整済みでみた前月比は0.67%増と3ヶ月連続で上昇(3月は当初の0.09%増から0.73%増に上方修正)。S&Pはコメントのなかで“4月のデータから、漸く住宅価格がやや上がっていることが判明。広範囲な上昇をみるには長い時間がかかった。特に季節的に住宅の需要が強いときには、単月の結果はトレンドを形成しない一方、前月比で上昇し前年比で改善していることはよいサインである”、“第一に、春から初夏にかけては最も活発な住宅購入期であり、足もとの住宅価格の変化は季節的なものである。第二に、あまり信用していないが、季節調整済みのデータは大幅に上昇しており、予想される販売要因以上に価格が上昇していることを示している可能性がある。加えて、ここ最近、販売や着工が増えており、価格上昇は予想されたことだ”と総括している。

また、CoreLogicが発表した5月の住宅価格指数でも、差し押さえ物件等を含むベース(原系列)で前年同月比2.0%増、前月比で1.8%増とともに3ヶ月連続で上昇している。差し押さえ物件等を含まないベース(原系列)でも前月比2.3%増と4ヶ月連続で上昇(前年比では2.7%増)。さらに、CoreLogicは、6月も差し押さえ物件等を含むベースで少なくとも前月比1.4%上昇すると予想している。また、“在庫の逼迫は広範囲な、但し緩やかな住宅価格の上昇に貢献している”と指摘したうえで、“低価格帯の住宅価格評価の方が高価格帯よりも早くリバウンドしている”とコメントしており、消費者の身の丈にあった市場を中心に需要が回復していることを示唆する。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一段と高まっていくだろう。当然ながら、住宅取得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、低金利で資金調達可能な環境整備が不可欠であるのは言うまでもない。

企業の景況感は、製造業を中心に悪化

企業、特に製造業の景況感の悪化に歯止めがかからない。6月のISM製造業景況感指数は49.7と5月実績(53.5)から3.8ポイント低下し2ヶ月連続で景況感が悪化した。市場予想(52)を大きく上回る低下幅となり、2009年7月以来、2年11ヶ月ぶりに50割れとなった。2009年後半からの景気回復においては、2010年、2011年と年央にかけて指数が低下する局面がみられたが、いずれも分岐点である50を割り込むことはなかった。だが、今回は2009年の金融危機以来、約3年ぶりに50を下回った。ISMは“企業からのコメントは、楽観論から、欧州や中国経済の不透明さのために需要が軟化するかもしれないという懸念まで幅広い”とコメント。

昨年央からの非常に緩やかなペースの回復が頓挫した形だが、11ヶ月ぶりの大きな低下幅となった中身を見ると、構成項目5つのうち入荷遅延を除く4項目がマイナスに寄与しているが、なかでも新規受注が前月から12.3ポイントも低下し、2009年4月以来の低水準となったことが響いており、全体の低下幅の約2/3を説明する。これほど悪化するのには、同時テロが発生した直後の2001年10月以来であり、いかに急減したかを示している。逆に、これほどの落ち込みは一時的なショックである可能性も残ろう。続いて、生産は4.6ポイント低下の51と辛うじて50を維持したが、2009年5月以来の低さに。受注ほど悪化しなかった理由は、縮小したと報告された業種が少なく、割合も前月から大きく変わらなかったため。両者に比べると、雇用は0.3ポイント低下の56.9とほとんど変化がみられず、引き続き高水準であり、企業の採用意欲は高いといえる。仕入れ価格は2ヶ月連続で急落しており、商品市況の悪さを反映か。輸出受注も09年4月以来の低水準であり、世界経済の減速を鮮明に表している可能性がある。

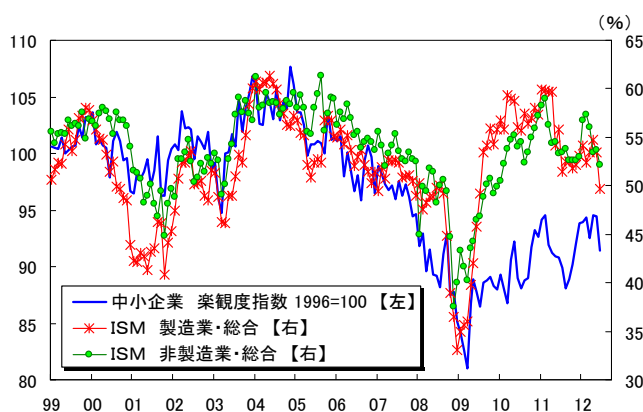
7月前半の状況も加味したNY連銀の7月の製造業景況感(現状)は7.39と6月(2.29)から5.1ポイント上昇し2ヶ月ぶりに改善した。市場予想よりも上昇幅は大きかったが、1ケタ台の低水準であり、ISM換算でも前月の50.6から51.6に小幅アップしたにすぎない²。半年先の期待感は前月から2.93ポイント低下の20.2と6ヶ月連続で低下し、先行きが懸念される。個別項目の新規受注や出荷、さらには雇用関連も同様のトレンドを描いているなか、設備投資計画は小幅低下したものの、他に比べると、引き続き増やそうとする企業の割合が高い。企業は計画を見直して投資を減らそうとしているというよりは、手控えている、様子見といった方が的確だろう。

一方、6月のISM非製造業景況感指数は52.1と前月から1.6ポイント低下し、2ヶ月ぶりに悪化。製造業ほど悪化していないが、5月の一時期を除いて3月から低下トレンドにあり、2年5ヶ月ぶりの低さに。ISMは“企業からのコメントはまちまちで、業種や企業によって異なる”と指摘し、前月の“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”から様変わりである。中身を見ると雇用を除く3項目がマイナスに寄与し、なかでも、ビジネス活動が3.9ポイント、新規受注が2.2ポイントそれぞれ低下し、揃って2ヶ月ぶりに悪化し

² 7月19日に発表されたフィラデルフィア連銀の7月の製造業景況感(現状)は-12.9と、6月の-16.6からマイナス幅は縮小したが、“悪化している”と回答した企業の割合が多い状態が3ヶ月連続で続いている。ISM換算でも前月の42.2から44.2に小幅アップしただけで、前月に続いて50割れとなった。

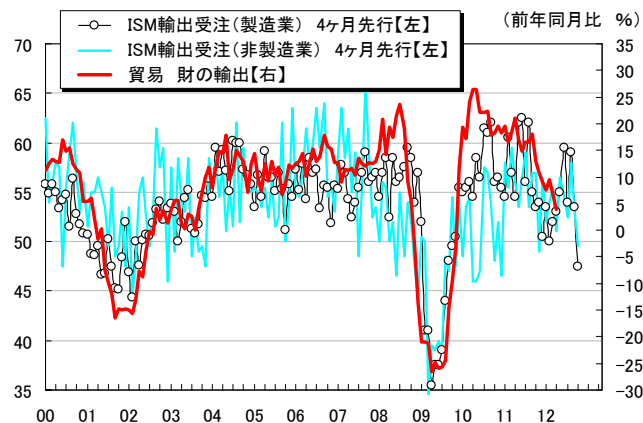
た（前者は2009年11月ぶり、受注は8ヶ月ぶりの低さ）。対照的に、雇用は1.5ポイント上昇の52.3と3ヶ月ぶりに改善した。ただ、その後発表された雇用統計と比較してもほぼ同じ変化であり、決してISMの水準が高くない故に、雇用統計の内容も冴えないといえよう。

図表6 悪化する企業景況感



(注) 2007年以前の非製造総合は試算値
(出所) ISM、NFIB、HaverAnalytics 資料より大和総研作成

図表7 ISMの輸出受注はアップダウンが続く



(出所) ISM、センサス、HaverAnalytics 資料より大和総研作成

実際の生産活動は、マインドほどは悪化していない

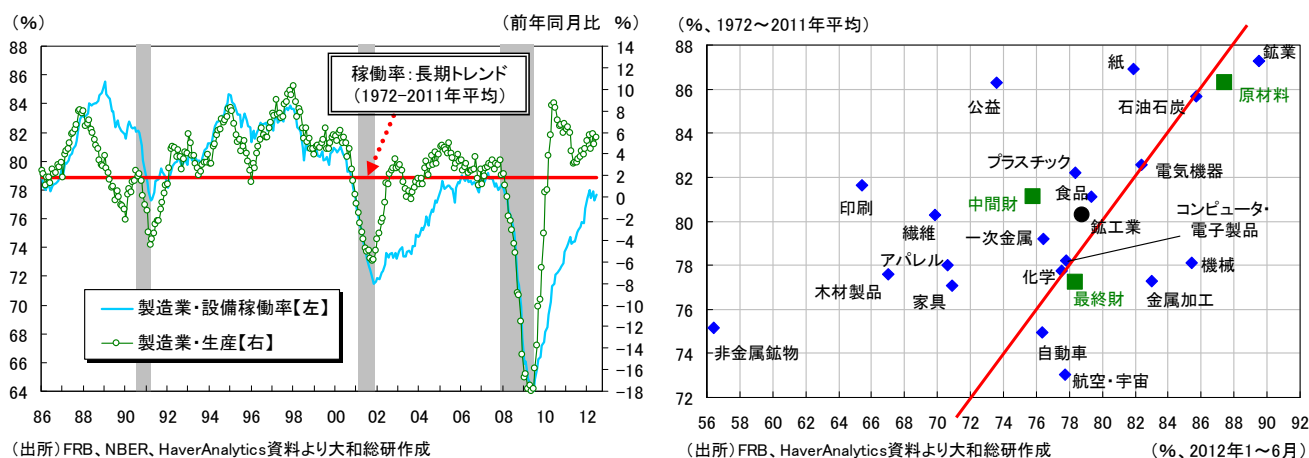
実際の企業活動をみると、企業の景況感ほどは悪化していないのも事実。ただ、ページブックからは、個人消費同様に内外の障害が企業の活動を妨げる可能性が示唆されており、現状で安心することはできないだろう。例えば、シカゴ地区は、財政政策のアクションの影響に関する不確実性が顧客の信用需要を減少させたと言及しており、ダラス地区も、欧州の債務問題や規制、政治的不確実さのために、前回の報告よりもやや悲観的な見通しがみられると報告。

6月の鉱工業生産は前月比0.4%増と2ヶ月ぶりにプラスに転じた。市場予想0.3%増をやや上回った形だが、4~5月分が当初よりも下方修正された点を踏まえると、あまり過大には評価できない。実際、それまでの3四半期連続の前期比年率5%超から、Q2は2.2%増と伸び率が大きく鈍化した。6月の中身をみると、鉱業は0.7%増と3ヶ月連続で増加したが、公益（電力・ガス）は1.9%減と3ヶ月ぶりにマイナスに転じた。一方、製造業は0.7%増と高い伸びを示したが、2月以降、1%弱の大きな増減を繰り返し不安定な状態が続いている。具体的には、機械が2.3%増、自動車・同部品が1.9%増、繊維が1.8%増、コンピュータ・電子製品が1.1%増、印刷1.0%増などが1%以上の高い伸びを示したが、なかでも自動車・同部品はQ2における最大の牽引役。製造業全体がQ1の前期比年率9.8%増から1.4%増に大きく鈍化するなか、Q2の自動車・同部品は18.2%増となり、自動車を除いたベースでは0.1%増にとどまった。対照的に減少率が大きかったセクターとしては、アパレル1.6%減、一次金属1.2%減、電気機器0.9%減などが挙げられるが、総じてプラスのセクターが多かったといえよう。

また、鉱工業の設備稼働率は78.89%と前月から0.23%ポイントアップし、製造業だけに限れば0.44%ポイントアップの77.70%に。稼働率は2009年半ばをボトムにV字で改善しており、

着実に長期平均（1972～2011年平均：鉱工業 80.3%、製造業 78.8%）との差は縮小してきたが、2012年に入ってから頭打ち状態にある。セクターでみると、鉱業や機械、金属加工、航空・宇宙、自動車などの稼働率（2012年上期平均）はそれぞれの長期平均を上回る一方、非金属鉱物や印刷、木材製品、繊維、家具、アパレル、公益など広範囲のセクターが長期平均を下回った状態である（石油石炭、電気機器、化学製品、コンピュータ・電子製品などは概ね長期平均のレベル）。段階別では、原材料や最終財は長期平均を上回っているが、ウェイトがもっとも大きい中間財（ウェイト 45.82）は約 5 ポイント下回っている。

図表 8 鉱工業生産は堅調に推移 ～ 業種間で分かれる稼働率の状態



下方修正される世界経済 ～ 欧州危機の影響が広がる

IMFによる世界経済成長率予想は、2012年は4月時点と変わらない3.5%成長（厳密には0.1%ポイントの下方修正）、2013年は4月時点の4.1%から3.9%成長に引き下げられた。米国経済についても、2012年が2.1%から2.0%へ、2013年は2.4%から2.3%成長へ下方修正されている。欧州の財政問題への政策対応と新興国の緩和的な政策継続を前提とした上での見通しであり、下ブレするリスクが多分に含まれている。

国際的な金融安定性の確保のため、ユーロ圏の危機解決が最大の優先課題とされ、欧州危機のリスクへの警戒を促している。他方、新興国の緩和的な政策は、昨年来、各国で利下げが相次ぎ、7月も中国、ブラジル等で政策金利目標が引き下げられた。だが、一般に金融政策の効果は2～3四半期かかるとされ、その効果が発現するにはなお時間が必要とみられる。

一方で、米国の“財政の崖”問題は、短期的には世界経済を下押しするリスクであり、中長期的には財政健全化が進捗しないことがリスクとして指摘されている。2011年夏に連邦債務の上限引き上げを巡って揉めた同じ構図、すなわち短期的課題と中長期的課題の両方を片付けなければならない状況に直面しているわけだ。ただ、より深刻な事態にある欧州の存在が米国の立場を優位にさせている。もし、2012年末に期限を迎えるブッシュ減税（加えて給与税減税・失業保険の延長）や2013年初から始まる歳出カットといった“財政の崖”を緩和させる妥協策

が成立すれば、米国価格下げの可能性は高まろうが、欧州という劣位が存在する限り、それ自体のインパクトは限定的とみられる。従って、取り組むべき政策の優先順位は明らかであり、二つの課題を絡めて解決を難しくしてしまった2011年夏の轍を踏んではならない。最後に、ブッシュ減税の2年間延長などが決まった際の2010年12月の米経済見通し³と同じフレーズで締め括らせていただく。“（略）、2012年末に再度期限切れをむかえるブッシュ減税はどのように扱われるだろうか。財政赤字削減や債務水準の引下げの道筋が一段と遠のき、欧州の財政危機を対岸の火事とは笑えなくなるかもしれない。金融・財政政策の出口戦略が描きにくくなる恐れには留意が必要であろう。”

図表9 IMFの世界経済見通し

	2012年4月							2012年7月		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013
世界経済	3.9	3.5	4.1	4.4	4.5	4.6	4.7	3.9	3.5	3.9
先進国	1.6	1.4	2.0	2.4	2.6	2.7	2.7	1.6	1.4	1.9
米国	1.7	2.1	2.4	2.9	3.3	3.5	3.3	1.7	2.0	2.3
ユーロ圏	1.4	▲0.3	0.9	1.4	1.6	1.7	1.7	1.5	▲0.3	0.7
新興市場+途上国	6.2	5.7	6.0	6.2	6.3	6.3	6.3	6.2	5.6	5.9
ロシア	4.3	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	4.3	4.0	3.9
中国	9.2	8.2	8.8	8.7	8.7	8.6	8.5	9.2	8.0	8.5
インド	7.2	6.9	7.3	7.5	7.7	7.8	8.1	7.1	6.1	6.5
ブラジル	2.7	3.0	4.2	4.0	4.1	4.1	4.1	2.7	2.5	4.6

(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

図表10 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
国内総生産	0.4%	1.3%	1.8%	3.0%	1.7%	1.9%	1.6%	2.4%	2.4%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%	2.9%	2.4%
<前年同期比>	2.2%	1.6%	1.5%	1.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.4%	2.4%	2.5%	2.3%
民間消費支出	2.1%	0.7%	1.7%	2.1%	2.2%	2.5%	1.6%	2.4%	2.4%	2.0%	2.1%	2.4%	2.7%	2.7%	2.3%
政府支出	-5.9%	-0.9%	-0.1%	-4.2%	-2.1%	-4.0%	1.0%	-0.3%	-0.7%	-1.8%	-1.6%	-1.3%	-1.2%	-1.0%	-1.0%
企業設備投資	2.1%	10.3%	15.7%	5.2%	8.8%	3.1%	2.5%	5.0%	7.0%	5.8%	5.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%
民間住宅投資	-2.4%	4.2%	1.3%	11.6%	-1.3%	20.0%	3.5%	7.5%	5.5%	9.3%	5.0%	6.0%	7.0%	7.5%	5.9%
輸出等	7.9%	3.6%	4.3%	2.7%	6.7%	4.2%	4.0%	4.5%	4.5%	3.9%	5.5%	5.5%	5.5%	6.0%	5.1%
輸入等	8.3%	1.4%	1.2%	3.7%	4.9%	2.7%	3.0%	4.0%	4.0%	2.9%	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%	5.8%	2.2%	2.9%	3.2%	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%	0.8%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	2.4%	2.2%	1.9%
失業率	9.0%	9.1%	9.1%	8.7%	8.9%	8.2%	8.2%	8.2%	8.1%	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)	-137.2	-141.5	-134.8	-146.3	-559.9	-151.0	-145.1	-143.6	-142.2	-581.9	-137.2	-134.2	-131.8	-128.5	-531.7
経常収支	-120.0	-119.1	-108.2	-118.7	-465.9	-137.3	-123.0	-121.9	-121.3	-503.5	-118.6	-114.5	-112.6	-110.0	-455.7
FFレートの誘導水準(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	0.29	0.33	0.30	0.38	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	1.82	1.64	1.86	1.84	2.03	2.21	2.51	2.93	2.42
国内最終需要	0.4%	1.3%	2.7%	1.3%	1.8%	1.6%	1.5%	2.3%	2.4%	1.8%	1.8%	2.4%	2.6%	2.7%	2.2%
民間需要	1.9%	1.8%	3.3%	2.6%	2.8%	2.9%	1.7%	2.9%	3.1%	2.6%	2.6%	3.2%	3.4%	3.4%	2.9%

(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 2012年7月20日時点

³ 大和総研 近藤智也著 「米経済見通し 政策を巡って歳の瀬にバタバタ」(2010年12月17日)を参照。