

2012年8月23日 全10頁

米国経済見通し 持ち直しの兆候と残された時間<訂正版>

想定以上に底堅いが先行きのマインドが懸念材料

ニューヨークリサーチセンター
土屋 貴裕
笠原 滝平

[要約]

- 構造的なリスクとしては、引き続き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財政問題が挙げられる。リスクバランスとしては、経済が下向きになる方向性に警戒を要すべき点も変わらないだろう。
- 先行きの消費者センチメントは悪化しているものの、雇用環境や個人消費の減速に歯止めがかかった様子がみられる。住宅市場の底堅さと家計のバランスシート調整の進展が、持ち直しの兆しをもたらしたと考えられる。ひとまずポジティブに評価できよう。企業でも悪化したマインドは改善をみせていないが、実際の企業活動はそれほど鈍化しているわけではない。
- 消費者や企業のマインド悪化は、財政問題等の先行き不透明感が背景の一つとなろう。政治が解決すべき問題であるが、年末年始までに解決に向けた進展がみられなければ、実際の企業活動の鈍化と、労働市場へのさらなる悪影響の波及が想定されるだろう。持ち直しの兆候が、兆しのまま留まってしまうことになる。経済の下押し要因がマインド面を通じてさらなる経済の下ぶれにつながる可能性があると言えよう。

景気循環と構造的なリスク要因

米国経済は引き続き緩慢な回復ペースで、リスクバランスは下向きへの警戒を維持すべきであるし、年末年始にかけて、欧州の債務問題といわゆる“財政の崖 (Fiscal Cliff)” が大きなリスクであることは変わらない。

足下、米国経済は緩慢なペースながらも、雇用環境や個人消費の減速に歯止めがかかった様子がかがわれる。住宅市場の底堅さと家計のバランスシート調整の進展が、持ち直しの兆しをもたらしたと考えられる。先行きの消費者センチメントは悪化しているものの、ECBによる重債務国の国債買取りへの期待等、欧州債務問題の解決に向けた動きが、現状のマインド改善に作用した側面も考えられるだろう。また、企業においても悪化したマインドは改善をみせていないが、実際の企業活動はそれほど鈍化しているわけではない。

消費者や企業のマインド悪化は、財政問題等の先行き不透明感が背景の一つとなろう。政治が解決すべき問題であるが、年末年始までに解決に向けた進展がみられなければ、実際の企業活動の鈍化と、労働市場へのさらなる悪影響の波及が想定される。経済の下押し要因がマインド面を通じてさらなる経済の下ぶれにつながる可能性があると言えよう。持ち直しの兆候が、兆しのままに留まってしまうことになる。だが、換言すれば、構造問題による下押し要因が外れることになれば、自律的な回復も期待できると言えるのではないだろうか。金融機関による実体経済サポートの強化も求められよう。

4-6 月期は GDP 成長率鈍化も急減速には至らず¹

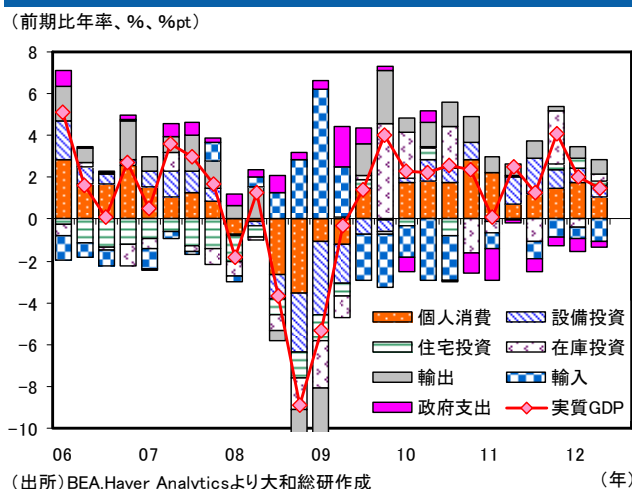
2012 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.5%増となり、米国の景気は 2009 年 7-9 月期から引き続き拡大していることが示された (図表 1)。市場予想の同 1.4%増とおおむね一致した。また、今回は年次改定が行われたため、2009 年 1-3 月期から 2012 年 1-3 月期までの数字が変更され、おおむね 2010 年は下方修正、2011 年は上方修正となった。2012 年 Q1 は同 1.9%増が同 2.0%増へ、2011 年 Q4 は同 3.0%増から同 4.1%増へ、それぞれ上方修正された (図表 2)。

個人消費はプラス成長が続き、サービス消費の伸びも加速した。しかし、耐久財の大幅減速により個人消費の寄与度は前期に比べて低下し、実質 GDP 成長率の鈍化を招いた。雇用の改善ペースが鈍化傾向にあることや、欧州の債務問題等によってマインドが悪化し、自動車・同部品を中心に耐久財の消費が冷え込んだとみられる。また、設備投資や住宅投資もプラス成長が続いたが、個人消費と同様に実質 GDP 成長率への寄与度は低下。これらは主に前期の押し上げ要因となっていた暖冬の影響やタイの洪水に伴う供給不足の反動増の影響が剥落したため、今

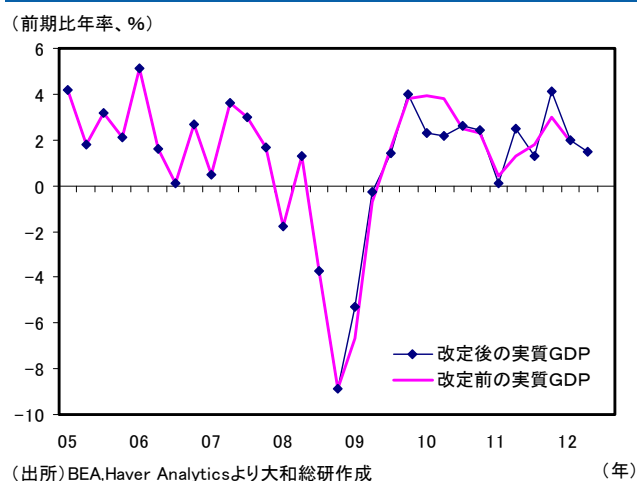
¹ 大和総研ニューヨークリサーチセンター笠原滝平著 「2012 年 Q2 の米国成長率は 1.5%増に鈍化」 (2012 年 7 月 30 日) を参照。 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12073001usa.html>

期の実質 GDP 成長率の鈍化要因となったとみられる。よって、今期の成長率鈍化をもって足下で米国経済の成長ペースが急減速していると考えする必要はないだろう。

図表1 実質GDPの推移と要因分解



図表2 年次改定の影響(実質GDP成長率)



FOMC では経済見通しを下方修正²

Fed (連邦準備制度) は 7 月 31 日、8 月 1 日に今年 5 回目となる定例の FOMC (連邦公開市場委員会) を開催し、政策金利である FF レートの誘導水準を 0.00~0.25% の範囲に据え置いた。また、引き続き異例なほど低い金利水準を少なくとも 2014 年遅くまで (at least through late 2014) 維持すると発表した。マーケットの一部で期待されていた QE3 (量的緩和策第 3 弾) の発動はなかった。

従前から指摘しているように、6 月に公表された Fed メンバーの景気・インフレ見通しは下方修正されており、同時に発表されたオペレーション・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だ決定だったと考えられる。そして、前回の FOMC (6 月 19~20 日) から今回までの間に公表された経済指標は、想定を大きく下回るような結果ではなかった。そのため、今回の FOMC は追加緩和に踏み切るタイミングではなかったと考えられる。短期的には追加緩和のタイミングを探る上で、引き続き欧州の債務問題等による景気の急速な下振れや、“財政の崖”の実現可能性が著しく高まること等に注目すべきだろう。雇用統計や小売上等 FOMC 以降に発表された経済指標は米国経済の改善を示す内容であり、追加緩和の可能性は若干後退したとみられる。

8 月に入り、共和党のロムニー氏が、量的緩和に否定的と伝えられているポール・ライアン氏を副大統領候補に選んだ。今後は政治動向をにらみ、QE3 発動の可能性が一定程度低下するとみられる。

² 大和総研ニューヨークリサーチセンター笠原滝平・土屋貴裕著「FOMC: バーナンキ議長の講演を待て」(2012 年 8 月 2 日) を参照。 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12080201usa.html>

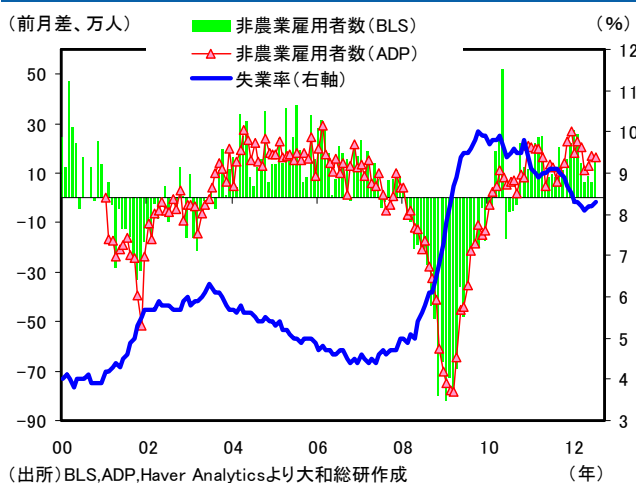
雇用環境の改善は引き続き緩慢³

7月の非農業雇用者数は前月差16.3万人増となり、市場予想を上回って、4ヵ月ぶりに二桁台の増加となった(図表3)。幅広い業種で雇用が拡大している点も含めて良い内容だった。一方で、今年は自動車工場が夏季に実施する点検や整備に伴う一時的な工場封鎖が少なかった。労働省が公表している新規失業保険申請件数の解釈を難しくしているのと同じく、非農業雇用者数についても特殊要因として一時的に押し上げられている可能性がある。

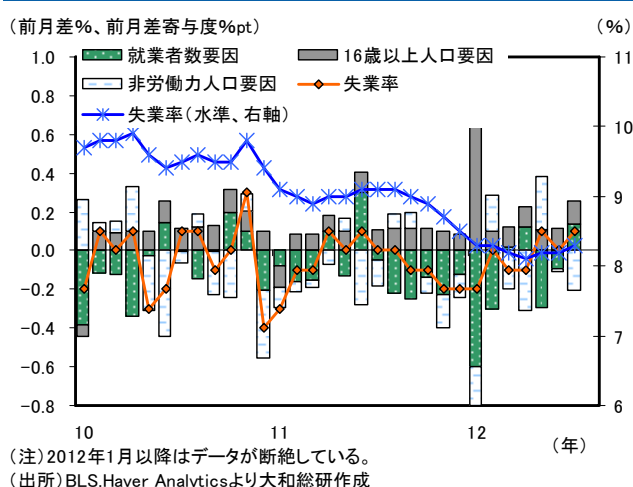
失業率は8.3%と前月から0.1%ポイント上昇した。失業者数と非労働力人口が増加し、就業者数は減少に転じる悪い内容であった。また、経済的理由からパートタイムの職に就いた人数が増加し、広義の失業率も15.0%に上昇した。一方で、解雇等非自発的離職者数は3ヵ月ぶりに減少に転じる等ポジティブな面もみられた。

7月の雇用統計は特殊要因や強弱が入り混じり、一面的な解釈は難しい。しかし、とりあえずは非農業雇用者数の改善をもってポジティブに評価できる内容だろう。今後の雇用環境は8月以降の雇用統計とあわせて基調を見極めたい。

図表3 失業率と非農業雇用者数(BLSとADP)



図表4 失業率の要因分解



個人消費はきっかけをつかめば増勢に至る余地あり

7月の雇用統計に強弱が混ざっていることで、個人消費への影響もまた解釈が難しい。6月までの小売売上高は3ヵ月連続での前月比マイナスとなり、これはリセッションだった2008年後半以来だった。7月は前月比0.8%増と市場予想(同0.3%増)を大きく上回り、4ヵ月ぶりに前月比プラスに転じた(図表5左)。ただし、6月は0.5%減から0.7%減に下方修正されたことや、新学期商戦の前倒しで需要が先に出てしまった可能性もあり、7月の増加はやや割り引い

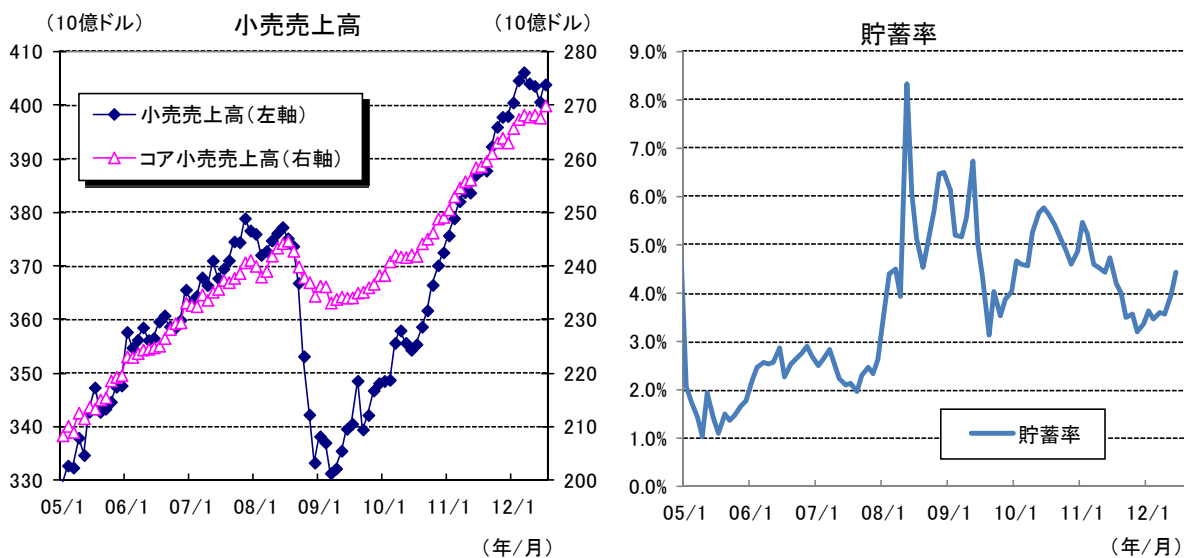
³ 大和総研ニューヨークリサーチセンター笠原滝平著「米国の雇用環境は一時的な改善?」(2012年8月6日)を参照。<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12080601usa.html>

てみる必要があるだろう。

内訳では、変動が大きい自動車関連が前月比0.8%増と2ヵ月ぶりに増加したことが寄与している。また、オンライン取引や宅配等の無店舗小売が6ヵ月連続で前月を上回り、自動車関連の半分程度にすぎない売上高ながら、7月の寄与度は自動車関連と同程度に並んだ。その他の項目もすべて前月比プラスになっており、ガソリン価格の下落にもかかわらず、前月まで最大のマイナス要因であったガソリンスタンドの売上もプラスに転じた。前月比ではスポーツ・娯楽の1.6%増、ヘルスケアの1.1%増等が目立つ。7月の気温の高さが、家計の支出を増やした可能性があるだろう。また、家具や建設資材といった住宅関連も、後述する住宅市場の底堅さに沿って売上が増加した。

家計のバランスシート調整もそれなりに進展してきたとみられ、貯蓄率は2011年11月をボトムに直近の6月まで上昇を続けた(図表5右)。追加的な消費支出に回せるいくらかの資金的なバッファがあるとの理解が可能であり、きっかけがあれば個人消費は増加し得る余地があるとも言えるのではないか。

図表5 7月の小売売上高の反発は6月までの貯蓄率上昇も一つの背景か



(注) コア小売売上高は、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) Census, BEA, Haver Analytics より大和総研作成

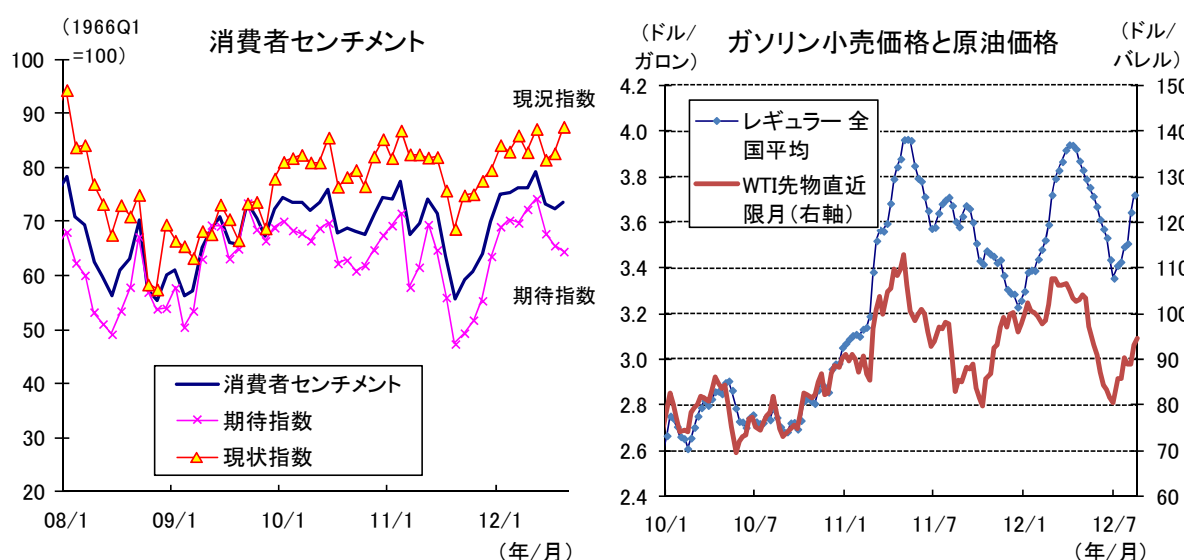
個人消費の先行き懸念の材料

ただし、増勢に転じる余地があっても、緩慢な雇用環境の改善ペースに加え、マインドの先行き懸念と物価上昇の気配を踏まえると、個人消費の先行きは必ずしも楽観視できない。

消費マインドは、“財政の崖”による増税が可処分所得の減少になるほか、企業の採用意欲

の後退等で労働市場の混乱が警戒され、消費意欲の減退につながる。8月のトムソン・ロイター／ミシガン大学調査の消費者センチメント（8月速報）は、市場予想を上回る73.6と3ヵ月ぶりに上昇した。うち、現状指数が2ヵ月連続で上昇する一方で、期待指数は3ヵ月連続で低下しており、家計も先行きに不安を感じている様子が見えてくる（図表6左）。7月末頃からECBによる重債務国の国債買取りへの期待が高まったことから、現況指数の上昇には欧州債務問題の影響緩和が含まれている可能性がある。であれば、期待指数の低下傾向はいわゆる“財政の崖”が主な懸念材料であるのかもしれない。政治や海外経済の不確実性が、消費活動を必要以上に抑制する可能性もあろう。

図表6 消費者センチメントの期待指数の低下とガソリン価格の再騰



(注) WTI 先物直近限月は週平均値。

(出所) トムソン・ロイター／ミシガン大学, DOE, Haver Analytics, Bloomberg より大和総研作成

もう一つの懸念材料は、物価がやや上ぶれしていることだ。1ガロンあたりのガソリン価格（レギュラーガソリンの全国平均）は7月にかけて3.3ドル台まで下落したが、8月に入り3.7ドル台に上昇している（前掲図表6右）。ガソリンスタンドの売上がマイナスに転じた4月は3.9ドル台まで上昇していた。また、干ばつの影響でトウモロコシ等の価格が先物市場において鋭角的に上昇し、小売価格の上昇へ波及する可能性が出てきた。生活必需品である食料品やガソリン価格が上昇すると、他の支出を抑制せざるを得なくなる可能性が台頭する。

CPI（消費者物価）は伸び率が鈍化傾向で、7月は前月比横ばいで食料品とエネルギーを除いたコア指数も同0.1%の上昇に留まる。だが、川上にあるPPI（生産者物価）は7月にやや上ぶれし、前月比0.3%上昇、コア指数は同0.4%上昇した。米国経済が必ずしも堅調ではなく、需要面からのインフレ懸念は低い、天候や地政学的要因等を理由とする供給面からのインフレ高進が、個人消費の抑制要因足り得るリスクとして指摘したい。

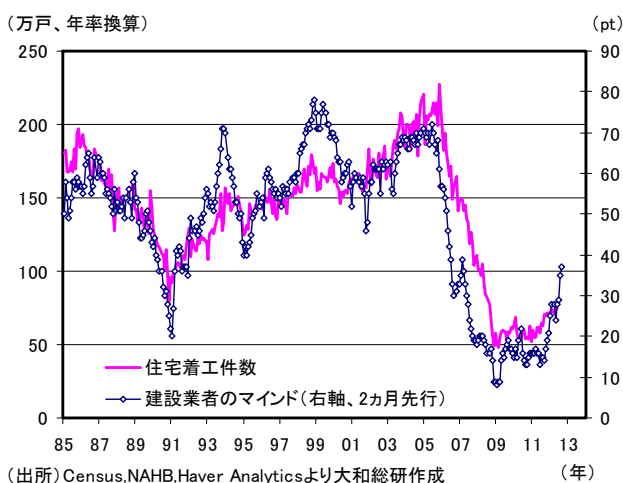
住宅市場は明るい材料

住宅市場は引き続き改善が続いている。住宅ローン金利は30年固定物が4%を割って歴史的低水準を維持しており、家計所得の中央値も増加が続いている。住宅価格も低水準ながら上昇基調にある。そのため、依然として住宅ローンさえ組めれば消費者が住宅を買いやすい環境は整っている。足下で長期金利は緩やかに上昇しているが、そもそも金利水準は十分に低く、多少の上昇は住宅市場に悪影響を及ぼさないだろう。実際、FRB調査によれば、住宅ローン需要はリーマン・ショック以降で最も高い水準まで増加している。あとは銀行の貸出態度が改善すれば、住宅市場はさらに改善することとなるだろう。

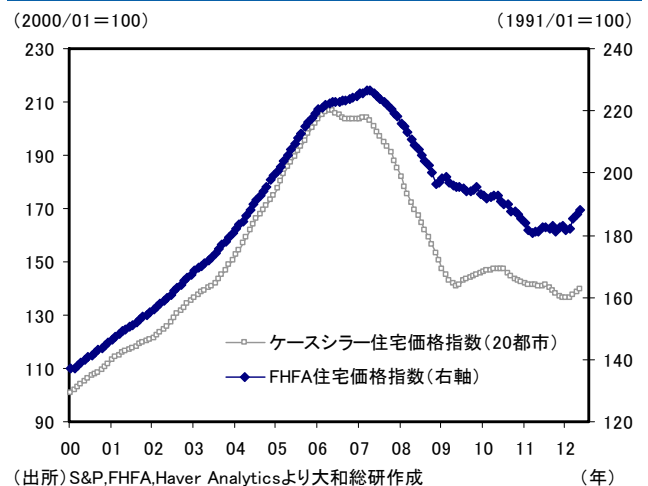
供給側に目を向けると、7月の住宅着工は年率74.6万戸と前月から1.1%減少したが、前月が高い伸び（6月は6.8%増）だったため反動が出たとみられる（図表7）。住宅着工に1ヵ月程度先行する住宅着工許可件数は年率81.2万戸と前月から6.8%増加した。さらに、住宅着工に2～3ヵ月先行する建設業者のマインドは急改善が続いており、当面は着工件数が増加する局面となるだろう。建設業者のマインドは、住宅価格が上昇基調にあることや、政策効果等により新規の差し押さえ物件数が減少していること等で改善したとみられる。

住宅価格は長らく下落が続いていたが、2012年に入ってから緩やかながら上昇基調に転じた（図表8）。直近（5月）のS&P/ケースシラー住宅価格指数（20都市）は前月から0.9%上昇、4ヵ月連続のプラスとなった。持ち家の空室率等にみられるように住宅市場の需給はタイトになってきており、住宅価格の上昇に繋がっている。住宅価格の上昇が続けば、住宅市場の改善をさらに後押しすることになるだろう。

図表7 建設業者のマインドが住宅着工件数に先行



図表8 住宅価格は改善の兆し



企業の景況感と実体経済のかい離

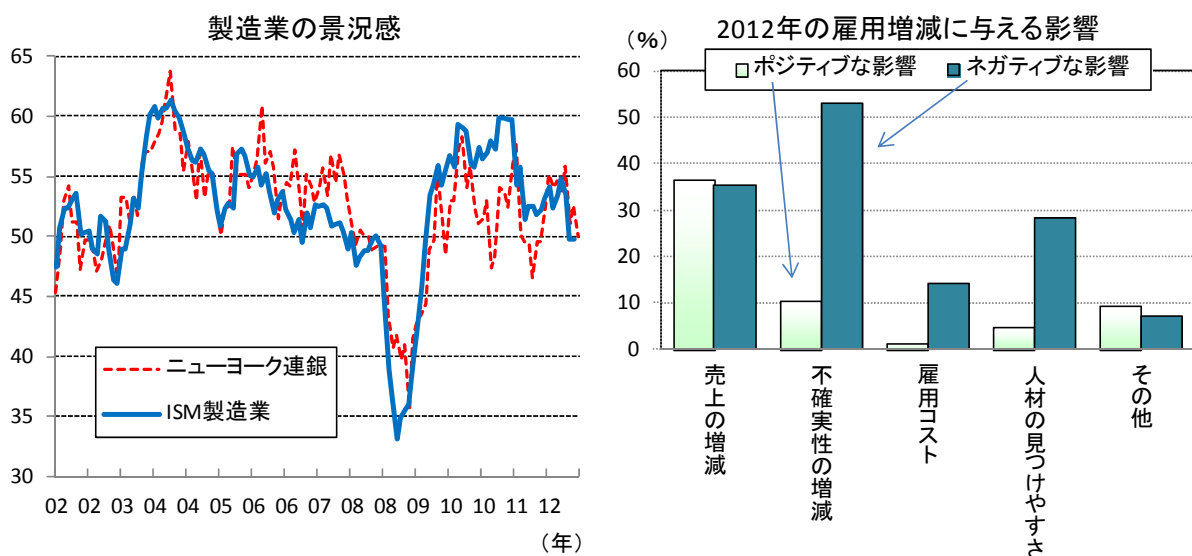
マインドは低水準

企業景況感の悪化はひとまず歯止めがかかりつつある。7月のISM製造業景況感指数は49.8と6月実績(49.7)から0.1ポイント上昇した(図表9左)。悪化傾向に歯止めがかかった格好だが、2ヵ月連続で製造業の拡大/縮小の分岐点である50を下回ったままである。ISMは企業が景気の先行きを懸念しているとコメント。構成項目では、雇用が4.6ポイント低下し、6月のページブック(地区連銀景況報告)が企業の採用意欲の低下を伝えていたことと整合的である。その他、在庫が5.0ポイント増加し、他の指数は小幅な変動にとどまった。

8月前半の状況も加味したNY連銀の8月の製造業景況感(現状)は-5.85と7月(7.39)から大きく低下し、半年先の期待感は前月から5.00ポイント低下の15.20と7ヵ月連続で低下した。個別項目では、半年先の新規受注や出荷の低下予想が目立つ。補足調査において、雇用と設備投資は計画対比で年内の下ぶれ予想をする回答が多い。特に雇用と設備投資にネガティブな影響を与える要因として、半数以上の回答が「不確実性の増減」を挙げていた(図表9右)。売上の増減は当然のこととすれば、企業の採用意欲にとって不確実性の低減が、重要なファクターである様子がうかがわれよう。

一方、7月のISM非製造業景況感指数は52.6と前月から0.5ポイント上昇。3月からの低トレンドにいったん歯止めがかかった可能性もあるが、水準は低い。中身を見ると雇用が3.0ポイント低下して50を割り込み、製造業と似た傾向にある。

図表9 製造業の景況感と雇用増減に与える影響(ニューヨーク連銀調査)

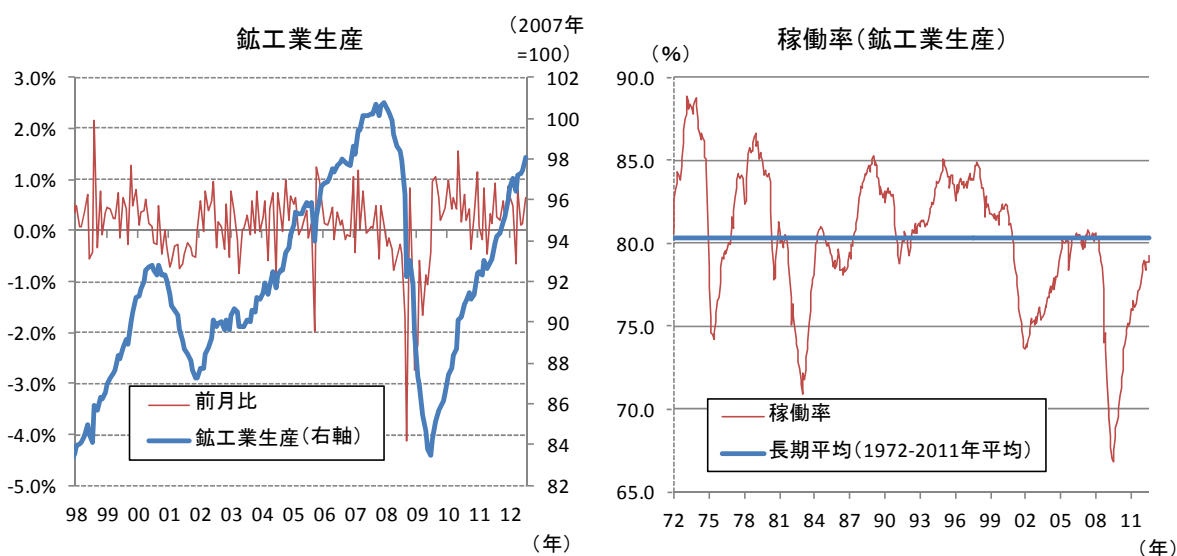


(出所) ISM, ニューヨーク連銀, Haver Analytics より大和総研作成

実際の生産活動は増加傾向

低水準の企業マインドの一方で、実際の生産活動は相対的に堅調である。鉱工業生産は、6月分が下方修正された点は割り引く必要はあるが、7月は前月比0.6%増と市場予想の同0.5%増を上回った（図表10左）。5月分の上方修正に伴い4ヵ月連続で前月を上回っている。98.0という水準（2007年=100）は、リーマン・ショック前の2008年6月以来であり、前月比は2012年3月を除くと、2011年5月以降プラスが続いている（前年同月比では2010年1月以降、プラスが継続）。業種動向では、自動車・同部品が前月比3.3%上昇と伸びを高めて全体を牽引し、機械は同1.9%減と2ヵ月ぶりにマイナスに転じた。また、鉱工業の設備稼働率は79.3%と前月から0.4%ポイント上昇し、長期平均（1972～2011年平均：80.3%）に近づいてきている（図表10右）。マインド面と異なり、生産活動全体ではプラストレンドの存在がうかがわれよう。

図表10 鉱工業生産は堅調推移

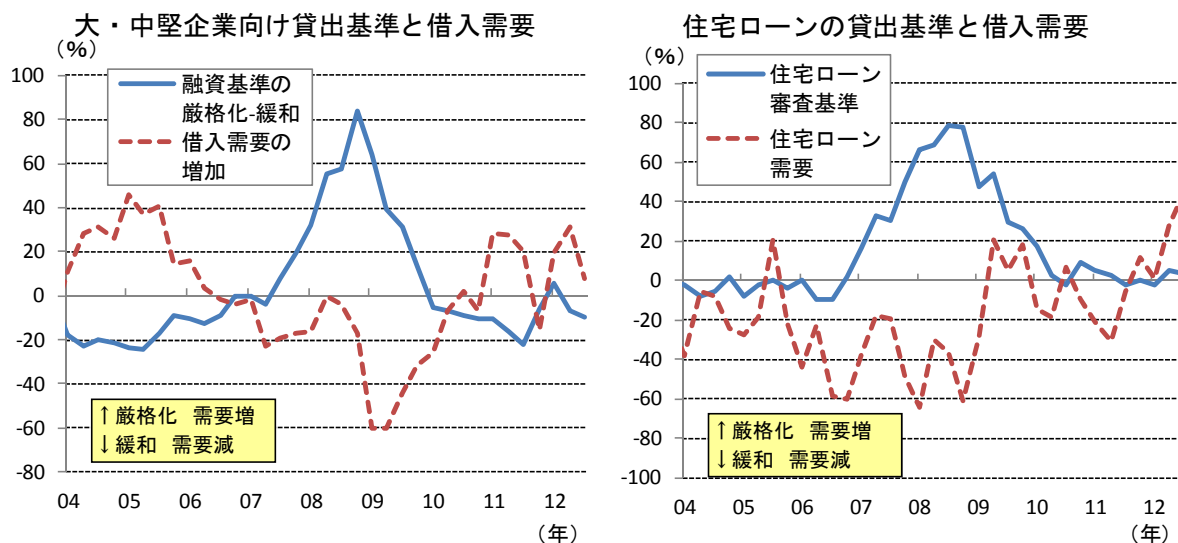


(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

資金調達のアベイラビリティの改善

企業活動を支える資金調達環境では、銀行側の融資態度は改善傾向にある。FRBによって四半期に一度行われる、銀行の上級貸出担当者向け調査（Senior Loan Officer Opinion Survey）によれば（7月調査）、大・中堅企業向けの貸出基準は、緩和方向に向かった（図表11左）。好ましいことではあるが、企業からの借入需要も同時に低下した。また、先述した住宅ローン需要の高まりも同調査にて確認できるが、銀行の貸出基準は緩和方向にはない（図表11右）。言うまでもなく、需要があるからと言って、無節操な貸出を増やすと不良債権増加の懸念につながることになる。リスクをコントロールしつつ、需要の増加に見合った貸出の増加につなげられるかが、企業や家計の行動をサポートする金融機関の課題と考えられよう。

図表 11 銀行の融資態度は小幅緩和も借入需要も低下



(注) 住宅ローンの図表データは Haver Analytics による推計値。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

図表 12 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	前年比 (%)		
国内総生産	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.5	2.1	2.1	1.8	2.3	2.6	2.8	1.8	2.2	2.1
<前年同期比>	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.2	2.4	1.9	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5	1.9	2.1
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	2.0	2.0	1.9	2.2	2.5	2.7	2.5	1.9	2.1
設備投資	-1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	5.3	5.2	5.1	4.8	5.8	6.4	6.8	8.6	8.7	5.5
住宅投資	-1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	9.7	7.8	7.1	6.0	6.4	7.2	7.5	-1.4	10.9	7.0
政府支出	-7.0	-0.8	-2.9	-2.2	-3.0	-1.4	-0.3	-0.6	-1.2	-1.0	-0.9	-0.8	-3.1	-1.9	-0.9
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	4.0	4.2	4.5	4.8	5.0	5.2	6.7	4.1	4.6
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	6.0	3.8	3.6	3.5	3.8	4.0	4.2	4.8	4.1	3.9
鉱工業生産	4.4	1.0	5.7	4.9	6.0	2.5	2.9	3.2	3.0	3.3	3.6	3.8	4.1	4.2	3.2
消費者物価指数	4.5	4.4	3.1	1.3	2.5	0.8	1.5	2.0	2.1	2.0	2.3	2.2	3.1	2.0	1.9
失業率 (%)	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.2	8.1	8.1	8.0	7.9	7.8	9.0	8.2	8.0
貿易収支(10億ドル)	-137	-142	-135	-146	-151	-142	-142	-141	-141	-140	-140	-140	-560	-576	-562
経常収支(10億ドル)	-120	-119	-108	-119	-137	-126	-126	-125	-124	-123	-123	-123	-466	-514	-493
FFレート(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	0.29	0.29	0.29	0.33	0.38	0.45	0.51	0.59	0.45	0.30	0.48
10年債利回り(期中平均、%)	3.46	3.21	2.43	2.05	2.04	1.82	1.64	1.78	1.91	2.06	2.24	2.43	2.79	1.82	2.16
国内最終需要	0.5	1.8	2.2	2.1	2.2	1.5	2.1	2.0	1.8	2.2	2.5	2.7	1.8	2.0	2.1
民間需要	2.3	2.6	3.3	3.4	3.4	2.1	2.6	2.6	2.4	2.8	3.2	3.4	3.0	3.0	2.7

(注) 網掛けは予想値。2012年8月21日時点。

(出所) 大和総研