

～海外情報～

2011年5月17日 全14頁

米経済見通し 一時的な減速の後に待つもの

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

緩やかな景気回復継続のシナリオを維持する

[要約]

- 市場の景気見通しの上方修正の動きはストップし、そして下方修正に転じている。特に、これまで楽観的な立場だった方が修正幅は大きい。その背景には、足もと11年Q1の成長率が前期比年率1.8%増にとどまったことが挙げられる。しかし、景気減速は一時的なもので、Q2以降は再び緩やかな成長軌道に辿っていくという見通しは、弊社を含めた市場のコンセンサスであり、バーナンキ議長を始めとするFedメンバーも異論はないようだ。
- やはりカギを握るのは個人消費になろう。ガソリン高などの物価上昇に翻弄されているものの、雇用・所得環境が着実に改善しているなかでは、大きく下方屈折するとは考えにくい。それだけ家計の不透明要因に対する耐久力は高まっているとみられる。一方、企業の景況感のうち、製造業は堅調さを維持しているが、出遅れたサービスセクターが逸早くスローダウンした点は懸念される。ただ、企業全般ではお金を積極的に使うようになっていることから、昨年への舞は回避されるだろう。

2011年Q1は1.8%増に
減速 ～ 7四半期連
続のプラス

2011年Q1の実質GDP成長率（第1次推計値）は前期比年率1.8%増（厳密には1.7506%増であり、四捨五入の関係で辛うじて1.8%）となり、2009年Q3以降、7四半期連続のプラス成長になった。ただ、市場コンセンサス（Bloomberg調査・中央値2.0%増）をやや下回り、2010年Q4の3.1%増から大きく減速し3四半期ぶりの低成長にとどまった¹。

Q1の中身をみると、GDPの約7割を占める個人消費は前期比年率2.7%増と前期の4.0%増から鈍化し、寄与度は前期の+2.79%ポイントから+1.91%ポイントに縮小。ただ、前期が4年ぶりの高成長であったこと、そして1月にかけての悪天候がネガティブに寄与、さらにガソリン価格等の高騰（実質ベースを抑制）など様々な点を考慮すると、個人消費が景気の足を引っ張ったとはいえないだろう。むしろ、雇用や所得環境の改善を背景に、堅調に推移していると判断する。

消費以上の変化幅となったのが純輸出（輸出－輸入）であり、寄与度は前期の+3.27%ポイント（80年Q2以来の大幅なプラス）から▲0.08%ポイントと2四半期ぶりのマイナス寄与に転じた。輸出が4.9%増と7四半期連続で前期水準を上回ったが、寄与度は+0.64%ポイントと過去6四半期の平均+1.35%ポイントの約半分に。ただ、輸出の伸び悩みは純輸出の寄与度の変化幅の1割強を説明しているに過ぎない。残りの9割近くは、控除項目である輸入が前期の12.6%減という大幅な減少から4.4%増とプラスに転じたことが影響した。家計の消費や企業の投

¹ 詳細は、拙稿「海外情報「米国景気の減速は一時的か」 2011年5月2日付を参照。

資活動など旺盛な国内購買力とは裏腹に 10 年 Q4 の輸入は大きく落込んだが、あくまでも一時的な状況であったとみられる。

対照的に、民間企業の在庫投資増減の寄与は、前期の大幅マイナス（▲3.42%ポイント）から+0.93%ポイントのプラスに。米国経済は緩やかに輸入依存度を高めており、景気後退期には一旦低下したが、2000 年以降は大幅にそのスピードが加速。つまり、国内需要が高まると輸入も付随して増加するというパターンが強まっており、例えば、企業が在庫を積み増そうとすればその分輸入も増加してしまい、GDP 統計上では在庫増の成長率押し上げ効果が相殺されることになる。

一方、民間企業の設備投資は前期比年率 1.8%増（寄与度+0.18%ポイント）と 10 年 Q4 の 7.7%増から鈍化し、プラス成長に転じた 10 年以降では最も低い伸び率にとどまった。全体の 7~8 割を占める機器・ソフトウェア投資は IT 投資の鈍化を非 IT 投資の大幅増がカバーした結果、11.6%増とむしろ前期よりも加速している。しかし、構築物投資は 21.7%減と 2 四半期ぶりの減少となったばかりでなく、09 年 Q4 以来の大幅な減少率となったために設備投資全体を押下げてしまった。そして、建設関連の不振は非居住用にとどまらず、住宅投資も 4.1%減と 2 四半期ぶりに減少。金額規模では 10 年 Q3 を下回り、06 年以降の調整局面における最低水準を更新した。

また、政府支出は前期比年率 5.2%減（2 四半期連続の減少）となり、Q1 の成長率を押下げる一因になった。83 年 Q4 以来の大幅な減少となった背景には、連邦政府の支出が国防関連支出の 2 ケタ減が響いて 7.9%減と 2 四半期連続のマイナスになったほか、政府部門の投資の担い手である州・地方政府の支出も構築物投資の大幅マイナスで減少率が前期の 2.6%減から 3.3%減に拡大した。

在庫要因を除いた最終需要は前期比年率 0.8%増と 8 四半期連続のプラスになったが、前期の 6.7%増から大幅に減速。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ベースでも 0.9%増と前期の 3.2%増から減速した。国内最終需要から政府支出を除いた民間需要も 2.3%増と 10 年 Q4 の 4.3%増からほぼ半減した。このように、経済成長のコアとなる国内最終需要あるいは民間需要をみても、伸び率が前期から減速した面は否めない。

市場コンセンサスは一段と下方修正 ~ 但し、減速は一時的と見込む

このような Q1 の減速を受けて、直近の市場コンセンサス（Blue Chip 調査、5 月）は一段と下方修正され、2011 年の GDP 成長率予想は前月の 2.9%から 2.7%に引き下げられている（2012 年の予想は 3.2%と変わらず）²。今年に入ってから最も低い水準だ。特に、これまで楽観的な予想をしていた方が、下方修正幅は大きい。金融・財政面の追加策実施を背景にして昨年末から続いてきた成長率の上方修正の動きはストップし、引下げに転じている。

² フィラデルフィア連銀が 5 月 13 日に公表した Survey of Professional Forecasters の結果でも、2011 年全体の成長率予想は 2.7%と前回 2 月時点の 3.2%から下方修正されている。2012 年も 3.1%から 3.0%と、市場コンセンサス（Blue Chip 調査）よりもやや低めの想定に。両者の調査の回答者は完全に一致しているわけではないものの、金融機関や事業会社、業界団体等の企業エコノミスト、そして大学関係者などを対象にしており、重複しているケースが多い。従って、両者の結果に大きな差は生じないとみられる（市場コンセンサスも、2 月時点では、2011 年 3.2%、2012 年 3.3%と想定していた）。Survey of Professional Forecasters でも、11 年 Q2 を前期比年率 3.2%、Q3 を 3.4%、Q4 を 3.5%と見込んでおり、Q1 の減速は一時的となっている。また、12 年 Q2 までの四半期毎にマイナス成長になる確率を尋ねているが、2011 年中については前回よりも僅かに確率は低下。2012 年に入って確率は高まるものの、12%台に過ぎない。

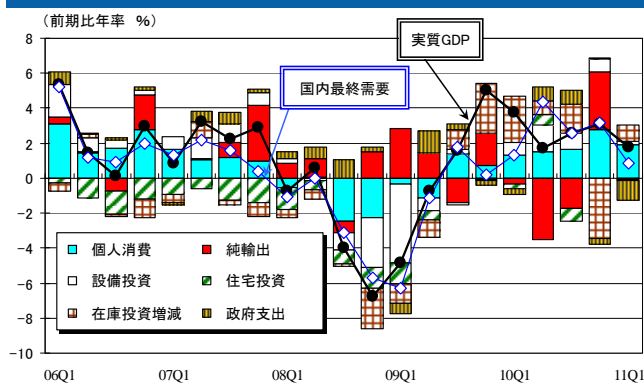
<http://www.philadelphiafed.org/research-and-data/real-time-center/survey-of-professional-forecasters/2011/survg211.cfm>

しかし、Q2以降の姿に関しては従来の見通しから大きく変わっておらず、あくまでも景気減速は一時的であるというのが市場コンセンサスである。この見方にはバーナンキ議長も異論はないようだ。GDP発表前日になるが、4月27日のFOMC後の記者会見で、バーナンキ議長は、Q1が減速する要因のほとんどは一時的なものだとみていると発言³。具体的には、天候要因のほかに、国防支出の落込みや輸出の鈍化は今後回復するだろうと述べた（なお、バーナンキ議長は、住宅及び非居住用の建設支出の脆弱さは長期的に影響するとも指摘）。

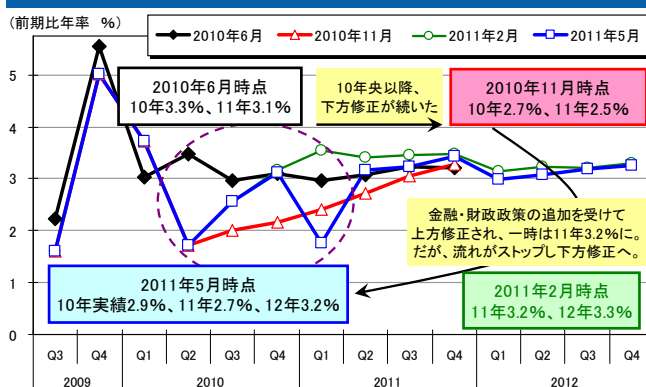
また、バーナンキ議長を始めとする Fed メンバーの景気回復のシナリオそのものも変わっていないとみられる。記者会見と同時に公表された Fed メンバーの景気・インフレ見通しでは、2011年（Q4 前年同期比）を中心に成長率予想が前回1月時点から引き下げられた点が大きく注目された。ただ、メンバー大勢の11年Q4の想定は前年同期比3.1~3.3%増（12年Q4は同3.5~4.2%増）であり、従来通り、市場コンセンサス（11年Q4：2.9%増、12年Q4：3.1%増）よりもかなり楽観的といえよう⁴。

弊社も市場コンセンサス同様に、Q1は一時的な減速であり、緩やかな景気回復が続くというシナリオを変えていない。以下では、Q1のまちまちだった内容を吟味し、シナリオの蓋然性を確認する。

11年Q1は1.8%増に減速 ~ 消費・投資の鈍化に加え、政府支出が減少



市場の見方 ~ 11年Q1を受けて、2011年全体も引き下げられる



個人消費の拡大のペースはやや鈍化 ~ 4月の小売売上など

まず、Q1の個人消費のポイントとしては、実質と名目では大きく乖離している点が挙げられる。前述したように、実質ベースでは鈍化しているものの、名目ベースでは6.6%増と10年Q4の5.8%増に続いて大幅に拡大し、05年Q3以来の高い伸び率となった。実質と名目の乖離部分がデフレーター、個人消費の場合には、個人消費支出（PCE）価格指数の前期比年率3.8%増という2年半ぶりの高い伸びに相当する。PCE価格指数は10年Q3の0.8%増、Q4の1.7%増から大きく加速しているが、背景には、ガソリン代などエネルギーや食料品の価格高騰がある（インフレの全体とコアに関しては後述）。

一方、4月の小売売上（5月13日発表）は前月比0.5%増と10ヶ月連続で増加した⁵。市場予想0.6%増（Bloomberg調査）には届かなかったが、2月が当初の1.1%

³ 記者会見の正式な記録は以下の通り <http://www.federalreserve.gov/FOMCpresconf20110427.pdf>

⁴ 2011年に関しては、Fedメンバーの最も悲観的な見方と市場コンセンサスが同じ。

⁵ なお、4月の既存店小売（ICSC調査）は前年比8.5%増と10年3月以来の高い伸び率に。3月の2.0%増から大幅に加速し

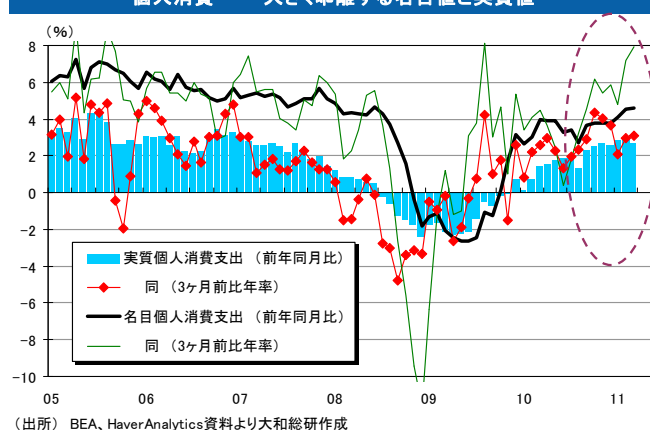
増から 1.3%増に、3 月が 0.4%増から 0.9%増にそれぞれ上方修正された点を考慮すると、予想を下回ったことに焦点を当てる必要はないだろう。ただ、伸び率が鈍化している点是否めず、10 ヶ月連続のプラスになったなかでは 10 年 7 月以来の低い伸び率にとどまった。

中身をみると、3 月の大幅増から一転して鈍化あるいはマイナスに落込んでしまったセクターが多い。例えば、家電は 3 月の 2.9%増から 2.2%減と 3 ヶ月ぶりにマイナスとなり、売上全体を 0.05%ポイント押し下げた。また、家具は 2.4%増から 1.1%減と 3 ヶ月ぶりのマイナス、建材・園芸は 2.5%増から 0.1%増とプラスを維持したものの、寄与度は 3 月の +0.16%ポイントから +0.01%ポイントに縮小。家電に次ぐ押下げ要因になったのがスポーツ・娯楽等で、寄与度は▲0.04%ポイントに。この 4 つのセクターの売上合計は全体の 12.3%（11 年 1～4 月）と 1 割強を占めるに過ぎないが、寄与度は 3 月の +0.26%ポイントから▲0.10%ポイントに、0.36%ポイント低下しており、全体の変化幅に匹敵する。

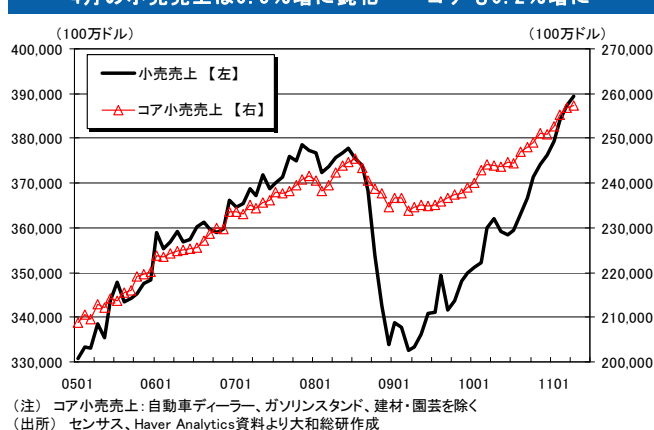
また、最大の牽引役になったガソリンスタンド（前月比 2.7%増、寄与度 +0.31%ポイント）も 3 月からはペースダウンし、寄与度も前月から 0.15%ポイント縮小。同様に、外食は 0.1%減と 4 ヶ月ぶりに減少、寄与度は 0.11%ポイント縮小。ここ 3 ヶ月ほどの外食産業の雇用増加ペースは月平均 3.2 万人増と好調だったが、今後も売上の伸び悩みが続けば、これまでのような雇用増は期待できないだろう。この他、ヘルスケアやデパートを含んだ総合小売、アパレルを含めた広範囲のセクターで勢いが鈍化していることが観察される。

逆に、3 月よりも改善したセクターとしては、自動車・部品が前月比 0.2%増と 2 ヶ月ぶりに増加に転じた。そして、飲食料品は 1.2%増に加速し（4 ヶ月連続増加、寄与度は 0.16%ポイント）、オンライン取引や宅配などの無店舗販売も 1.0%増に（9 ヶ月連続増加、0.09%ポイント）。変化幅としては、前月の 2.4%減から 0.9%増と転じた雑貨も大きい。

個人消費 ～ 大きく乖離する名目値と実質値



4月の小売売上は0.5%増に鈍化 ～ コアも0.2%増に



た形だが、もともと今年に関しては、イースターの日付が昨年よりも後ろにずれ込んだために、関連商戦の売上が 10 年 3 月から今年は 4 月にシフトして計上されるというテクニカルな要因があった。つまり、前年比でみると、3 月は低めに 4 月は高めになるというパターンになった（10 年 3 月の伸び率が高かった一因も、イースターのカレンダー要因が作用）。

価格の上昇が妨げに

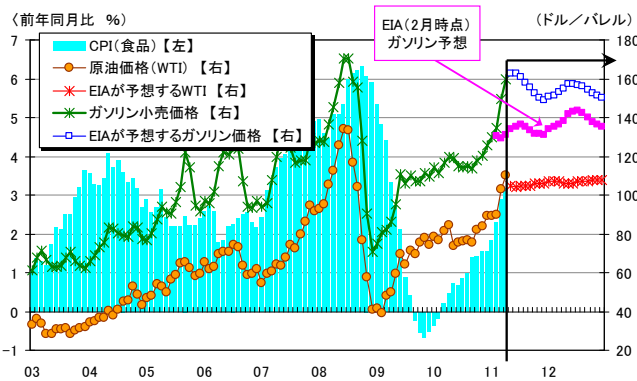
このように、4月の小売売上を牽引した2つ、ガソリンスタンドと飲食料品はいずれも価格上昇が顕著であり、価格効果が売上を押し上げた側面はあろう。同時に、生活必需品の要素が強いことから、消費者の立場からすれば、やむを得ず支出が増えてしまったといえよう。この結果、これら以外のセクターは割を食う形になり、実際、同セクターを除く売上は2月の前月比1.1%増から3月0.5%増、4月0.1%増と大きく鈍化している。消費者は、金額的にはこれまで通りたくさん使っているはずなのに、実質的にはあまり豊かになっていない感覚を受けてしまうだろう。

4月のガソリンの平均小売価格は3.800ドル/ガロンと08年7月以来の高値になり、今年に入ってから約3割値上がり、特にこの2ヶ月間で約2割のアップであった（前年同月比でも33%増と拡大の一途）。当然ながら、ガソリン価格の上昇の影響を受ける一つが自動車販売だろう。ランニングコストの増加によって、燃費のいい自動車に買い換えようというインセンティブは働こうが、2008年央にかけての価格高騰期には、自動車購入費用を抑制しようという消費行動がみられた。しかし、当時が景気後退局面だったのに対して、現在は約2年にわたって景気回復が続いており、消費者の耐久力が異なる。4月の新車販売台数は前月比0.5%増の1,313万台（BEAベース）と2ヶ月ぶりに増加。09年からの増加ペースからすると足もとの状況は鈍っているといえようが、逆風のなかで1,300万台を3ヶ月連続でキープしている点を、むしろ評価したい。08年当時ほど自動車購入を妨げる材料とは必ずしも認識されていない。

一方、5月に入ってからマーケットの変化を反映したためか、EIAの最新の短期見通し（5月10日公表）によると、WTIの価格予想は4月時点の110ドル強から105ドル前後に、ガソリン価格も10セントほどずつ引き下げられている。実際、週次のガソリン価格は徐々に頭打ちに。EIAが5月16日に発表した小売価格は3.960ドル（前週比0.005ドル安、前年比1.096ドル高）と3週間連続で3.96ドル台で推移している。

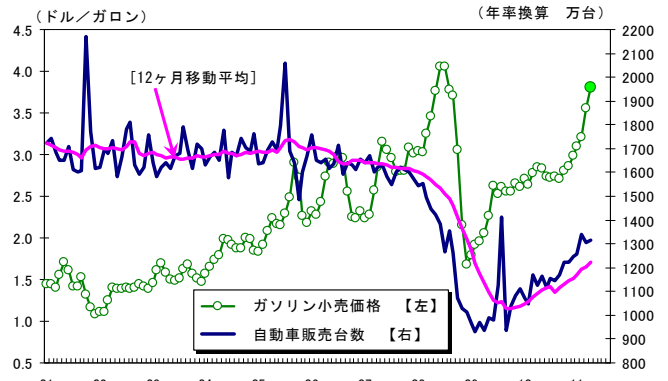
但し、3.96ドル台にしてもEIAの想定（5月：3.875ドル）を上回っており、価格水準が高い状態は変わっていない。引き続き、ガソリン価格の高騰が消費支出抑制のトリガーになるか、注視していく必要があるだろう。また、ガソリン価格の上昇は、家計のみならず、輸送コストの増加等を通じて、あらゆる企業部門の収益圧迫材料になりうる。

想定を上回るベースのエネルギー価格 ～ 但し、直近では下方修正



(注) EIAは5月時点の見通し、ガソリン価格はバレル換算(1バレル=42ガロン)
(出所) BLS, EIA, HaverAnalytics資料より大和総研作成

4月の自動車販売台数は年率1313万台 ～ ガソリンは3.8ドルに上昇



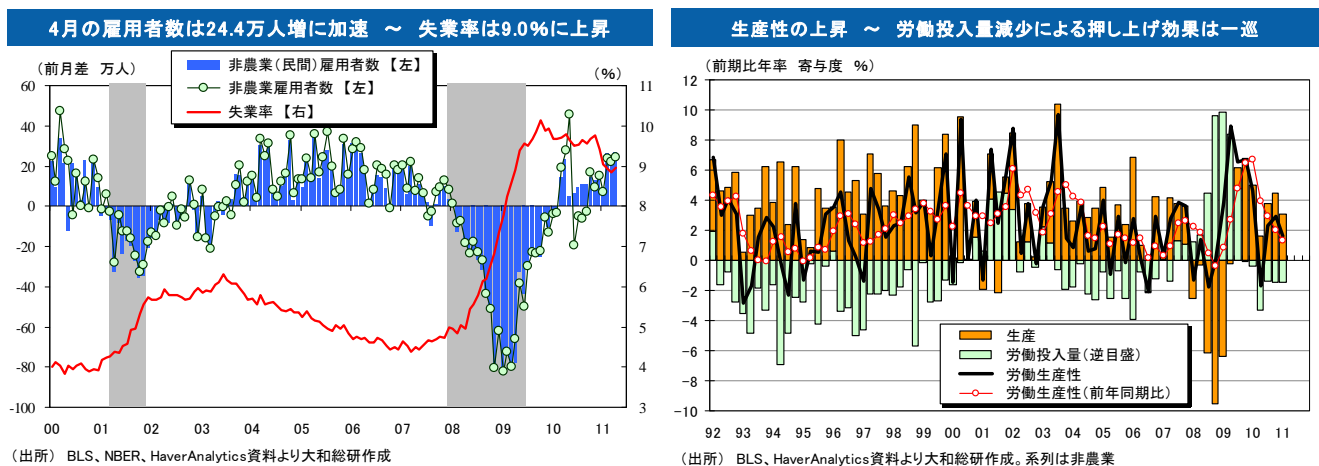
(出所) BEA, EIA, HaverAnalytics資料より大和総研作成

雇用・所得環境の改善が消費の担保 ～ 4月の雇用統計では、民間雇用者が着実に増加

今後の個人消費を支える要因が雇用・所得環境の改善であろう。10年半ばから11年初にかけての名目の小売上の増加は、株式など金融資産の膨張が資産効果という形で押上げたとみられるが、3月以降、株価上昇スピードはスローダウン。それにもかかわらず、名目の小売上の伸び率は大幅鈍化を回避している。以下にみていくように、雇用環境・所得というフローの面が着実に改善していくと想定されるなかでは、個人消費が下方屈折するとは考えにくい。

4月の非農業雇用者数は前月差24.4万人増と7ヶ月連続で増加し、市場予想18.5万人増を上回った⁶。また、民間部門の雇用者数も26.8万人増と一段と増加ペースを速め、06年2月以来の増加幅となった。民間部門の足もと3ヶ月間の平均増加数は25.3万人増。米国の雇用環境は着実に改善しているといえよう。業種別では、政府部門の減少(2.4万人減)は止まらないが、製造業(2.9万人増)や鉱業(1.0万人増)、そして民間サービス部門(22.4万人増)の雇用者が増加している。小売が5.7万人増(11年ぶりの大幅増)、専門・企業向けサービスが5.1万人増(人材派遣等の雇用サービスはマイナス)、教育・健康サービスが4.9万人増、レジャー・外食が4.6万人増とサービス部門で幅広く増えている。11年Q1の経済成長率は前期比年率1.8%増に減速したが、ベースとなる雇用・所得環境は民間主導で回復しており、このまま成長が鈍化するというよりは、成長率は再び加速するというシナリオの蓋然性が高いだろう。

また、残業などの労働時間の長期化によって、さらにのばす余地は限られていき、企業は需要増に応じて徐々に人数を増やさざるを得ないだろう。同様に、労働生産性の上昇率が鈍っている点(非農業でQ1は前期比年率1.6%増と3四半期ぶりの低い伸び)も、人数が増える誘因になる。

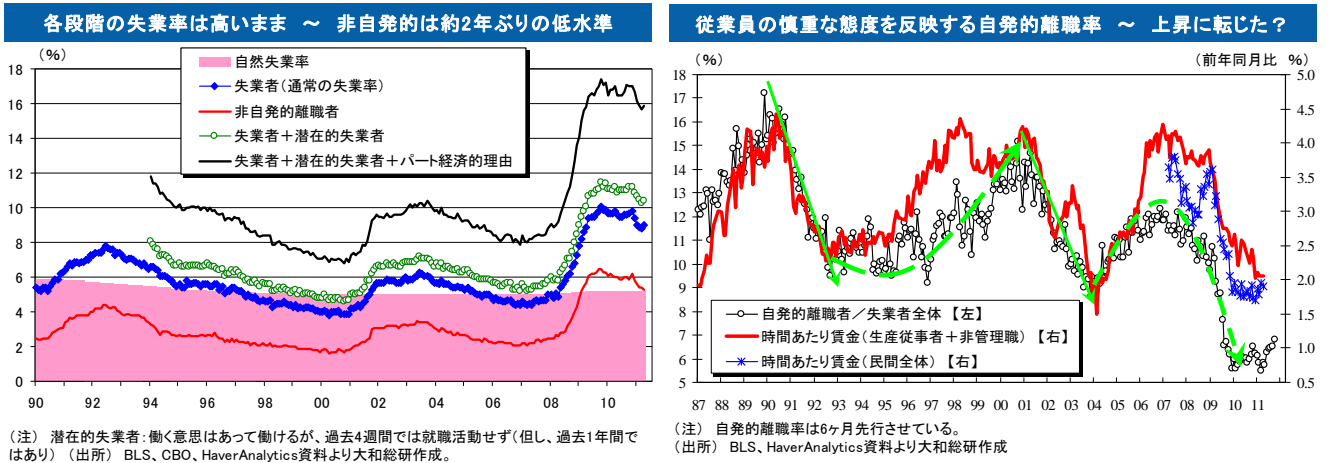


失業率の上昇よりも雇用の増加を重視

失業率は8.9603%と3月の8.8276%から0.1328%ポイント上昇し(従って、失業率は四捨五入の関係で前月の8.8%から9.0%に上昇したが、必ずしも0.2%ポイント上昇したわけではない)、5ヶ月ぶりに悪化した。市場は横ばいを見込む。中身をみると、就業者が5ヶ月ぶりに減少しその分失業者が増加するというシフトがみられ、失業率アップにつながった。ただ、失業理由別では、解雇等の非自発的離職が減少し(レイオフの増加幅を恒久的な解雇の減少幅が上回る)、自発的離職が増加するなど前向きな姿勢が読み取れ、悲観的に受け止める必要はない

⁶ 詳細は、拙稿 海外情報「米雇用統計、失業率の上昇を無視する勇気」 2011年5月9日を参照。

だろう。また、約 2 年間にわたって低下してきた労働参加率は、今年に入ってほぼ横ばい状態で推移。ネットでは非労働力人口が増えており、労働市場への本格的な回帰が始まったとはいえない。非農業雇用者の増加と失業率の上昇、いずれも米国の雇用環境を表しているが、失業率で一喜一憂するよりも、非農業雇用者の変化をより重視すべきだろう。



企業の景況感 ~ 製造業は堅調だが、サービスは大幅に低下

次に採用する側の企業の動向を確認する。人員削減数を減らすなど民間企業のリストラ圧力は着実に逓減している一方で、採用意欲も徐々に強まっている。それは求人率の上昇に反映されているが、失業率とのギャップは依然として広がったままだ。つまり、企業が求める質の人材が見つからないことを示している。企業側には頭数をそろえなければならないほどの切迫感はなく、あくまでもいい人がいたらという買い手優位の状態が続いている。それ故、賃金の上昇はまだ本格化しておらず、漸く底打ちの兆しをみせている段階である。

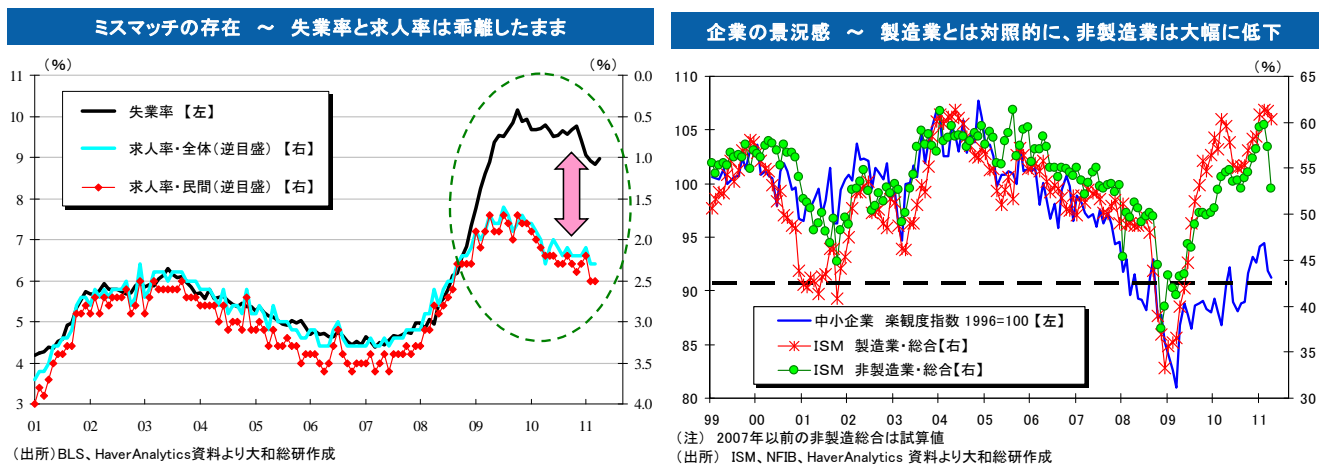
雇用を含めた企業の景況感をみると、4月のISM製造業景況感指数は60.4と3月実績(61.2)から0.8%ポイント低下し、2ヶ月連続で前月水準を下回った。ただ、60という高水準を4ヶ月連続で上回り、引き続き製造業の景況感是非常に強いと評価している。内容をみると、プラスに寄与したのは在庫(+1.2ポイント)だけであり、生産(▲1.0ポイント)や入荷遅延(▲0.6ポイント)、新規受注(▲0.3ポイント)、雇用(▲0.1ポイント)と残る4項目がマイナスに寄与。先行性のある新規受注や生産などが低下する一方で、遅行性のある在庫だけが上昇したという組合せは、一般的に景況感の改善がピークアウトしたことを示唆する。だが、現状は低下したとはいえ、新規受注と生産はともに60超というハイレベルのなかの話であり、直ちに懸念する必要はないだろう。ただ、2010年も60台をキープした状況から、年央~年末にかけて新規受注であれば50台前半に鈍化する局面、いわゆる二番底懸念が高まってしまった。従って、今後の焦点は、新規受注の動向になるだろう。

全体の業況が拡大したと報告した業種数は18業種中17業種、悪化した業種は家具だけ。ISMは、唯一のプラス要因で2ヶ月ぶりに50超となった在庫については、“新規受注が強いために在庫の再積上げが必要になっているようだ”と指摘。

“製造業セクターは今年に入って予想以上のパフォーマンスを示す一方、製造業者はコモディティやその他投入物の著しいコスト圧力にさらされている”と言及。価格指数(仕入れ価格)は85.5と原油価格が高騰した08年7月以来の高水準に

なった。個別のコモディティ価格をみても、上昇している品目は多岐にわたっており、値下がりした品目はなかった。今後もCPIが上昇していくと予想される。

では、製造業の堅調な景況感は今後どうなるのか。NY連銀が5月16日に発表した5月の製造業景況感指数（Diffusion Index）は前月の21.70から11.88と6ヶ月ぶりに低下し、市場予想（19.7）を上回る低下幅となった。企業の回答をみると、業況が“改善した”という割合が前月の34.80%から22.70%に減少したことが景況感の悪化につながったといえよう。ただ、“悪化した”と答えた企業も前月の13.10%から10.82%に減り、06年3月以来の低水準になった。10年の春から秋にかけての、“改善”の減少+“悪化”の増加=景況感悪化というパターンとは異なる。そして、前月と“変わらず”が66.48%と過去最高を記録した。つまり、足もとの製造業の景況感のスローダウンは、悪化というよりは企業が様子見をしているという評価が適切だろう。また、半年先の見通しも、4ヶ月ぶりに小幅改善するなど高水準を維持している。この点も昨年とは異なるパターンである。



対照的な結果になったのが非製造業であり、4月のISM非製造業景況感指数は52.8と、前月（57.3）から4.5%ポイント低下し8ヶ月ぶりの低水準に。市場予想に反した大幅な低下であり、08年11月以来の大幅な低下幅に。製造業に比べると非製造業の息切れが目立つ。製造業よりも半年ほど出遅れる形で景況感が改善してきた点を考慮すると、サービスセクターは相対的に弱いという評価になる。ISMは、“企業のコメントはビジネス環境全般についてまちまちだが、ほとんどポジティブ。燃料コストやコモディティコストの上昇、経済の不透明さが長引いている点を懸念している”と言及。紹介されている個別企業の声でも、価格の上昇やコストの増加を懸念する指摘が多い。

4つの構成項目のうち入荷遅延のみが3ヶ月ぶりにプラスに寄与し、ほかはマイナスに寄与。なかでも、新規受注は前月から11.4%ポイントも低下して全体を大きく押下げる要因になっている（寄与度は2.9%ポイントと全体の6割を説明）。3ヶ月連続の低下だが、4月に急速に鈍化しており、52.7という水準は1年4ヶ月ぶりの低さ。それでも、紹介されている企業コメントは、“顧客はより楽観的に”“市場環境は改善”と全般的に明るいトーンのものが多い。ビジネス活動は前月から6.0%ポイントダウンの53.7。前月に続く低下だが、前月の7.2ポイント低下よりは縮小。ここでも、紹介コメントは“既存顧客からのリクエストが増えている”“建設活動や設備投資活動が増している”など。雇用も1.8%ポイント低下

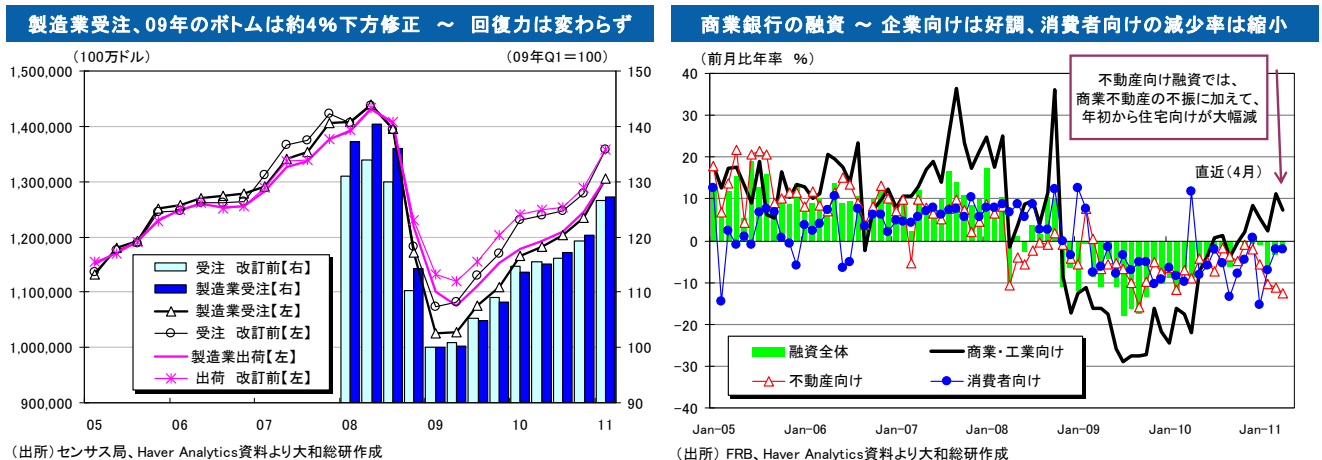
の 51.9 と 10 年 9 月以来の低さ。コメントは“予算が増え、従業員の自然減のために採用を増やしている”“選択的にスタッフを増やしている”など。

実際の企業活動は3月に加速したが…

一連の企業景況感は Q2 に入ってスローダウンしているが、ポイントは企業のお金の使い方である。前述したように、Q1 の設備投資では、機器・ソフトウェア投資が加速したにもかかわらず、構築物投資の大幅マイナスがそれを相殺してしまった。

3 月の建設支出は民間と公共が揃ってプラスになり、全体では 4 ヶ月ぶりに増加に転じた。肝心の民間の非住宅部門は 2 ヶ月連続で増加し、Q1 の大幅なマイナスは 10 年 12 月と 11 年 1 月の大幅な落込みによるものである。3 月は製造業や電力の増加に加えて、ヘルスケアやオフィス建設もプラスに。依然として水準は低いものの、足もとの増加は Q2 を考える上では明るい傾向であり、Q1 の構築物投資の大幅減を一時的と判断する材料である。

また、3 月の製造業受注は前月比 3.4% 増と 2 ヶ月ぶりに増加した。耐久財の受注が 4.1% 増、そして非耐久財の受注も 2.8% 増と 9 ヶ月連続で増えている。一方、設備投資の先行指標となる非国防で民間航空機を除く資本財受注（機械投資に相当）は前月比 4.3% 増と 2 ヶ月ぶりにプラスへ。10 年 Q4 以降頭打ち感がみられるが、3 月の受注増はポジティブな材料だ⁷。



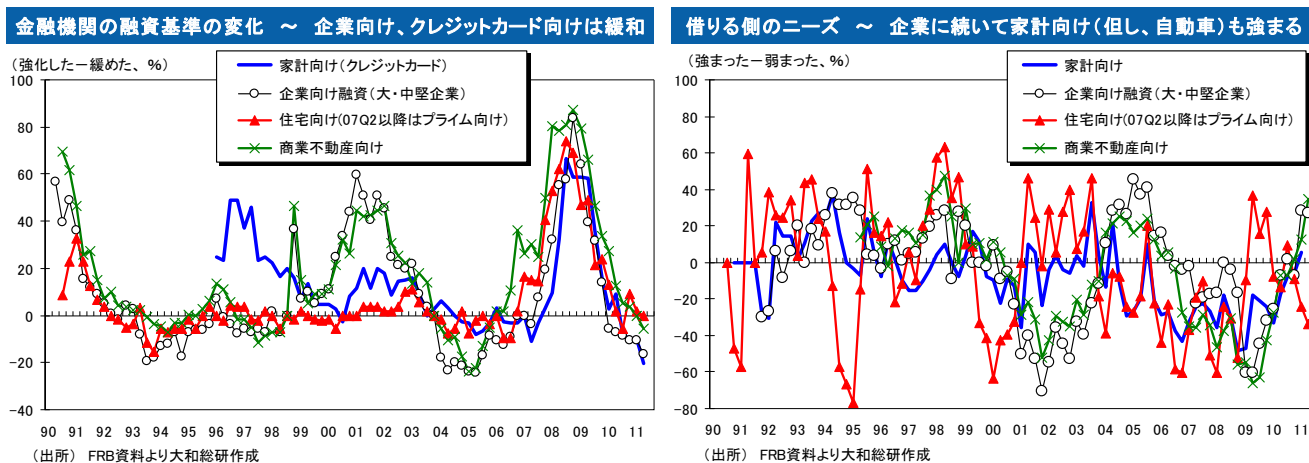
企業は積極的にお金を使い、消費者も続く ~ 但し、不動産市場は動かず

景況感のスローダウンによって、4 月以降の企業の支出パターンが大きく変わればネガティブだが、金融機関の企業向けの融資残高は 6 ヶ月連続で順調に増えており、その予兆はみられない。

FRB が 4 月に実施した金融機関に対する融資調査（3 月 29 日～4 月 12 日実施、5 月 2 日公表）では、過去 3 ヶ月間で企業向けローンの融資基準が緩和されていることが確認された。6 四半期連続で緩和されているが、背景として、景気見通しの改善や他の金融機関との競争激化が挙げられている。また、企業の資金需要が強まったと回答した金融機関の数が弱まったと回答した金融機関を 2 四半期連続で

⁷ なお、5 月 13 日に発表された改定値をみると、09 年のボトムの水準は約 4% 下方修正されており、7 月 29 日に発表される Q2 の GDP の際の年次改定に反映されるとみられる。但し、09 年後半から 11 年 Q1 にかけての回復パターンはほぼ同じであることから、同期間の成長率は大きな修正は避けられる見込み。

上回った。貸す側の緩和態度が需要に結び付いた格好である。家計向けでは、住宅ローンの需要が低迷したまま、一方で自動車ローンのニーズが高まっているとまちまちの状況である。実際の住宅市場の弱さと新車販売の回復を表している。



全体とコアの乖離は 拡大 ～ インフレ 期待は安定

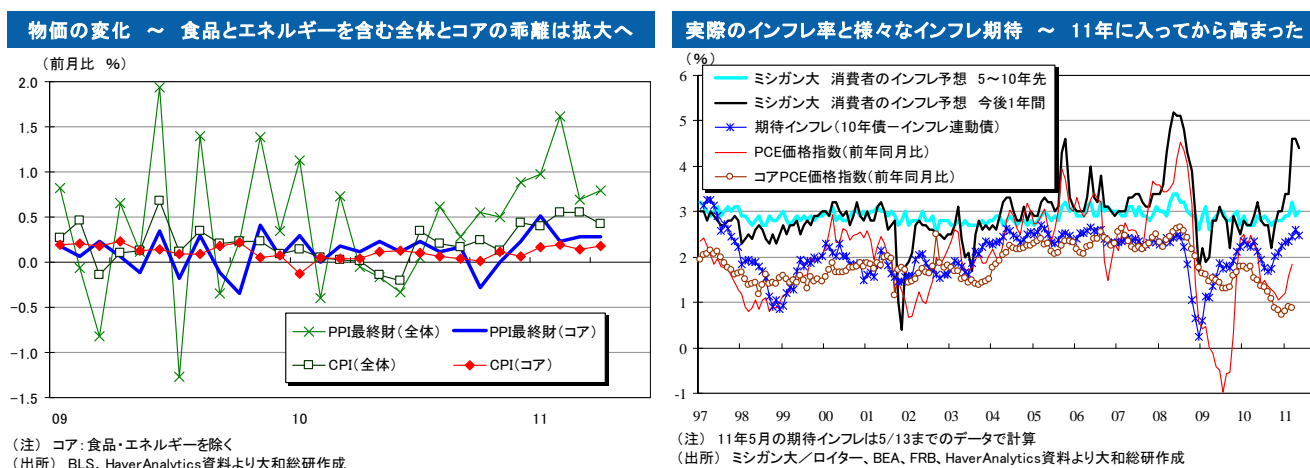
Q1 の GDP を含め足もとの経済指標の解釈を難しくしているのがインフレ、物価動向である。さらに、インフレの全体ベースと、食品やエネルギーを除くコアベースの乖離が拡大しており、インフレをどの物差しで計るかという問題も再びクローズアップされる。

まず、足もとの物価動向を確認する。4月の生産者物価(最終財)は前月比0.8%増(10ヶ月連続の上昇)と前月の0.7%増からやや加速。食品が0.3%増と2ヶ月ぶりに上昇、エネルギーが2.5%増と高いまま。コアは0.3%増と着実に上昇、前年比でも2.1%増と09年8月以来の高さに。段階別にみると、コア原材料が前月比2.6%増と再び上昇、コア中間財も1.1%増と高い伸びを維持しており、コア最終財の上昇トレンドは続こう。そして、4月の消費者物価全体は前月比0.4%増と10ヶ月連続で上昇。前年比は3.2%増と08年10月以来の高い上昇率に。ガソリン(前月比3.3%増)等のエネルギー全体は2.2%増、食品が0.4%増と3月から鈍化。また、PCなどの下落が目立つ程度で、衣類やメディカルは前月よりも伸び率が加速している。コアは前月比0.2%増と前月の0.1%増からやや加速したが、前年比では1.3%増(1年2ヶ月ぶり)と抑制された状態が続く。Fedのハト派にとっては、今回の結果は、インフレ期待の安定とともに、現在の緩和政策の継続をサポートする材料とみているだろう。ただ、一部のタカ派は物価はコアだけではなく、全体にも注目する必要があると主張している。実際、日々生活している消費者の立場からすれば、コアという捉え方は現実的ではなく、物価が抑制されているという認識も乏しいかもしれない。前述したように、ガソリン価格の高騰のために、ガソリンスタンドの売上は大幅に増えているが、その他の消費支出項目は割を食っているのが現状である。

食品とエネルギーを除くコアのほかに、ボラタイルな変動を除く方法として、クリーブランド連銀は、変動率の高い品目と低い品目を一定割合(クリーブランド連銀は8%ずつ)除いて平均を取った刈込平均(Trimmed-Mean)CPIや、メディアンCPIといった指数を発表している。それによると、4月の刈込平均CPIは前月比0.27%増(年率換算3.26%増)、前年同月比1.71%増、メディアンCPIは前月比0.23%増(年率換算2.8%増)、前年同月比1.37%増となった。いずれもコア

CPI よりも上昇率は高く、2011 年に入ってから加速している⁸。

インフレ水準そのものが過去に比べて低く抑制されているものの、インフレ率が徐々に高まっていることも事実である。コアベースでも4月と同じ0.185%の伸びが続けば、年末には前年同月比で2.19%に達する(2011年Q4は前年比2.09%)。PCE 価格指数とCPIの違いはあるとはいえ、Fedのメンバーの想定よりも早いタイミングに2%を超えてしまうわけだ。従って、Fedが期待するようにコモディティ価格の高騰の影響が一時的でとどまるのかは、まだ予断が許さないとみられる。



やはり、焦点は、企業間において比較的スムーズに実施されているコスト転嫁が、消費者にどのようなタイミング、スピードで転嫁されていくかであろう。5月のNY連銀の製造業調査で発表された企業の物価見通しをみると、今後1年間で販売価格が平均3.6%（中央値4.0%）上昇すると予想している。一年前の同調査の2.9%（同3.0%）から加速している。ただ、企業は支払価格も平均で5.6%（同5.0%）上昇すると予想しており、両者のスピードの差は収益を圧迫する要因になる。企業もコスト増を意識せざるを得なくなっており、景気後退局面だった2008年とは異なり、企業がコスト上昇分を消費者に転嫁しやすい環境になっている。

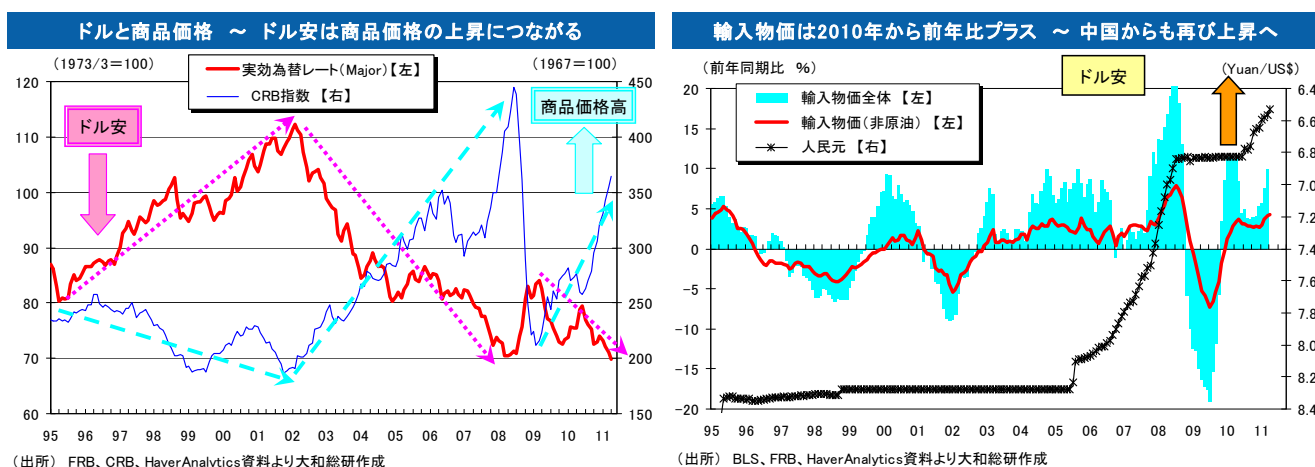
この点は、消費者も感じているとみられる。ミシガン大/ロイターが発表する消費者センチメントにおける消費者のインフレ期待は、今後一年後に関しては、4月の4.6%から5月（速報）4.4%に小幅低下したが、高止まったままといえる。一方、五～十年後のインフレ期待は前月の2.9%から3.0%に再び上昇。08年半ばにみられた3.2～3.4%に達していない分だけ、金融当局はまだ安心か。

ドル安の進展と輸入物価の上昇

企業がコスト増を意識する要因として、ドル安の進展、そして輸入物価の上昇も無視できない。ドルの実効為替レート（対主要通貨）をみると、4月末に08年3月につけた安値を下回り、最安値を更新した（ユーロ圏の債務問題もあって5月に入り反発）。また、中国など新興国通貨に対しても下落している。バーナンキ議長は4月27日のFOMC後の記者会見で、強く安定したドルが望ましいと言及したものの、足もとのドル安については特に触れず、暗に現状を追認したようにも受け止められる。

⁸ <http://www.clevelandfed.org/research/data/US-Inflation/mcpi.cfm>

確かに、ドル安は輸出企業の価格競争力を高め、経済成長を促すというポジティブな面がある。オバマ政権が掲げる輸出倍増計画の実現のためには、（購買者である）世界経済の高成長とドル安の進展が必要条件であろう。一方で、ドルの下落は（ドル建ての）商品価格の上昇、例えば原油価格の上昇に結びつく。ドル安は原材料など輸入物価を押し上げ、国内のインフレに波及し、企業もコスト増を意識せざるを得なくなってしまう。4月の輸入物価は前月比2.2%増と鈍化したが、予想（1.8%増）を大きく上回った。石油及び同製品が7.2%増に鈍化したが、それを除いたベースでは0.6%増、前年比4.3%増（08年10月以来）と加速しており、原油以外に拡大している様が見られる。食料品は前年比19.6%増と過去最高の上昇率に。



GDPギャップは当てにならない

4月26-27日にFOMCが開催され、10年11月に決定された国債の総額6,000億ドルの追加買入れ計画(QE2)の6月末までの完了が示された⁹。3月下旬にかけて、Fedメンバーの一部のタカ派からQE2の減額見直しの声は上がったが、タカ派を含めた大方は予定通りの終了に異論はなく、この結果にサプライズはない。声明文をみると、景気の現状認識の総括が“景気回復が緩やかなペースで進む”と前回からややトーンダウンした印象を受けるが、下方修正された個別要因はなし。インフレに関しては、エネルギー等の価格上昇がインフレを押し上げたと指摘するものの、その影響は一時的という立場は前回と同じ。だが、Fedメンバーはコアを含めたインフレ見通しを引き上げており、今後のインフレ期待等の動向を注視する姿勢は一段と強まろう。

QE2終了後の金融政策を明確に示唆するものはなかったが、QE2の終了が視野に入ってきたことで、これまでは“QE2の購入ペースと規模を定期的に見直して調整する”と付記された部分が、“保有する証券の規模と構成を定期的に見直して調整する”に変更。それに伴って、政策の二大目標である雇用の最大化と物価の安定を実現するために、“必要に応じて証券保有を調整する用意がある”と言及している（前回まではQE2のプログラムの調整）。これらは、年後半以降の金融政策、QE2後を見通した文言の修正ともいえるだろう。

だが、事実上のゼロ金利に関しては、“長期にわたって”（for an extended period）維持していく方針を今回も繰り返している。この文言が意味する期間に

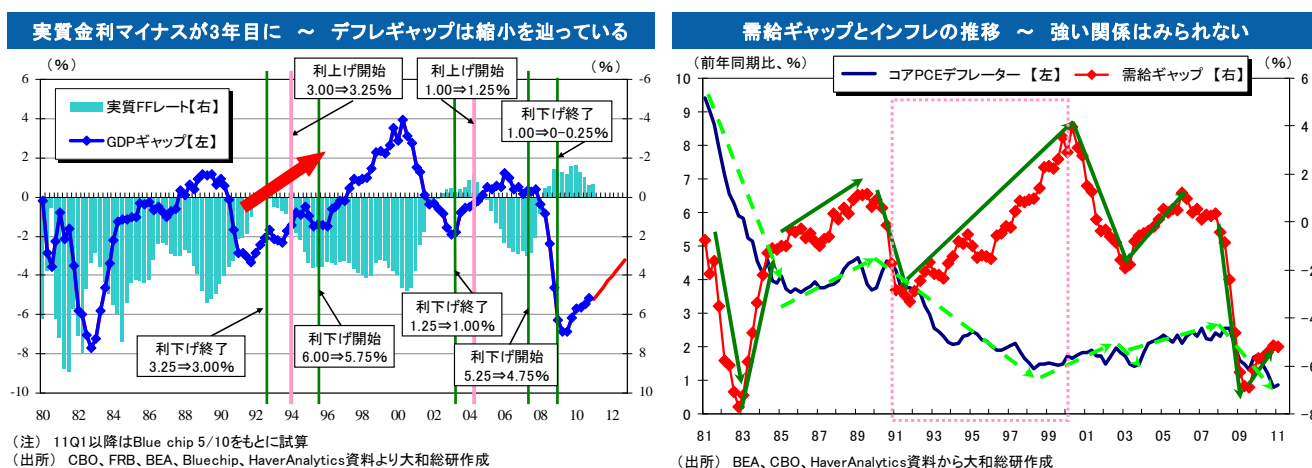
⁹ FOMCについては、拙稿「海外情報「Fedは景気・インフレ判断を大きく変えず」 2011年4月28日付を参照。

について、バーナンキ議長は記者会見の質疑応答のなかで、この文言は金融引締め
のアクションに移行するまでに、“恐らく2~3回のFOMC (a couple of meetings)
があることを示唆する”と答えている。少なくとも主流派は出口戦略を急いでい
ない様子だ。このように、膨らんだバランスシートの残高を調整する余地（メイ
ンは減らすという引締め策）を作る一方で、伝統的な金融政策の手段であるFFレ
ートの変更にはまだ時間をかけていくとしており、年後半以降の出口戦略が明確
になったわけではなく、結局はデータ次第という状況は変わらないだろう。

まだFOMCの議事録要旨が公表されていないことから（5月18日予定）、出口戦
略に関する具体的な議論の様子はわからないが、FOMC後のFedメンバーの講演な
どをみる限り、FOMC前のタカ派とハト派の対立の構図は大きく変わっていないと
思われる。つまり、両者のインフレ見通しの乖離は埋まっておらず、タカ派は引
き続き引締め政策に転ずる必要性を説いている。だが、FOMC後の債券市場の動き
は、出口戦略の先送りをマーケットが織り込んでいることを示唆している。

インフレ見通しとの関連でGDPギャップについて一点。FOMC声明文では、“長
期にわたって”ゼロ金利を許容する“経済状況”として、①“(経済)資源の稼
働率が低い点”、②“抑制されたインフレトレンド”、③“安定したインフレ期
待”という3点セットを言及し続けている。

前述したように、コアベースの上昇が今後も同じペースで続けば、②の条件が
担保されなくなる時期がこよう。それに比べると、③の条件変更には一段と時間
がかかるだろうが、②と③がリンクしている点を考慮すると、いつまでも変わら
ないとはいえない。一方、①の条件は失業率の高さやGDPギャップの大きさを強
調すれば、しばらく先かもしれない。だが、そもそも潜在GDPの測定自体に恣
意性が排除できないことから、GDPギャップの大きさ自体で判断するよりも、ギャ
ップがこの先拡大するのか縮小するのかという方向性で見極めるべきだろう。市場
コンセンサス（そしてより楽観的なFedメンバーの見通し）を前提にすれば、ギャ
ップは着実に縮小していくとみられる¹⁰。



¹⁰ ちなみに、GDPギャップとコアPCEを比べると、90年代以降、両者の相関性は薄れているように見える。

＜米国経済見通し＞

	2010					2011					2012				
	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	3.7%	1.7%	2.6%	3.1%	2.9%	1.8%	3.1%	3.2%	3.4%	2.7%	2.4%	2.8%	3.1%	2.8%	2.9%
<前年同期比>	2.4%	3.0%	3.2%	2.8%		2.3%	2.6%	2.8%	2.9%		3.0%	2.9%	2.9%	2.8%	
民間消費支出	1.9%	2.2%	2.4%	4.0%	1.7%	2.7%	2.7%	2.9%	3.0%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
政府支出	-1.6%	3.9%	3.9%	-1.7%	1.0%	-5.2%	2.6%	0.8%	1.1%	-0.3%	0.9%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%
企業設備投資	7.8%	17.2%	10.0%	7.7%	5.7%	1.8%	7.5%	9.0%	12.3%	7.4%	2.0%	6.5%	8.0%	7.0%	7.0%
民間住宅投資	-12.3%	25.7%	-27.3%	3.3%	-3.0%	-4.1%	3.5%	5.0%	5.5%	-1.4%	7.5%	10.0%	7.5%	6.0%	6.9%
輸出等	11.4%	9.1%	6.8%	8.6%	11.7%	4.9%	5.5%	6.0%	5.5%	6.4%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	5.8%
輸入等	11.2%	33.5%	16.8%	-12.6%	12.6%	4.4%	6.0%	5.5%	6.2%	4.5%	5.0%	6.3%	6.0%	6.5%	5.8%
鉱工業生産	8.1%	7.1%	6.7%	3.2%	5.3%	6.0%	4.3%	4.1%	4.3%	5.0%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%	3.9%
消費者物価(全体)	1.3%	-0.5%	1.4%	2.6%	1.6%	5.2%	4.4%	1.8%	2.0%	3.1%	2.0%	2.1%	2.3%	2.1%	2.2%
失業率	9.7%	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	8.9%	8.9%	8.7%	8.4%	8.7%	8.3%	8.3%	8.1%	8.0%	8.2%
10 億ドル															
貿易収支(財・サービス)	-113.9	-132.5	-132.6	-116.7	-495.7	-140.6	-117.8	-117.3	-122.7	-498.4	-124.2	-121.3	-122.9	-125.1	-493.6
経常収支	-108.6	-122.7	-125.5	-113.3	-470.2	-133.1	-111.7	-111.8	-117.2	-473.9	-118.2	-115.5	-117.1	-119.3	-470.1
財政収支	-328.9	-287.0	-290.2	-369.0	-1275.1	-460.4	-295.9	-338.4	-400.1	-1494.9	-461.7	-303.3	-338.4	-340.1	-1443.5
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	0.50	1.00	1.50	2.00	2.00
2年債利回り(期中平均%)	0.92	0.87	0.54	0.48	0.70	0.69	0.67	0.87	1.10	0.83	1.43	1.88	2.29	2.60	2.05
10年債利回り(期中平均%)	3.72	3.49	2.79	2.86	3.21	3.46	3.37	3.60	3.89	3.58	4.08	4.28	4.52	4.62	4.38
国内最終需要	1.3%	4.3%	2.6%	3.2%	1.9%	0.9%	3.1%	3.1%	3.6%	2.6%	2.4%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
民間需要	2.0%	4.4%	2.3%	4.3%	2.0%	2.3%	3.2%	3.7%	4.1%	3.2%	2.8%	3.5%	3.6%	3.4%	3.4%

(注) GDPは2011年Q1まで実績値、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