

米国経済情報 2012 年 6 月号

Summary

【内 容】

1. 米国経済を巡る構造と循環とリスク

(1) 三度減速する米国経済

(2) 2012 年の減速の構図

(3) 構造問題の現状

(4) 循環的な景気回復の弱さ

(5) リスクは欧州債務問題と国内の財政問題

(6) 米国経済の見通し

2. 金融政策

(1) オペレーション・ツイストを延長

(2) 二重の意味での保険

(3) メインシナリオでは QE3 を予想せず

(4) FOMC の景気判断は慎重化

3. 経済動向分析

(1) 雇用情勢は減速

(2) 購買力回復をマインドが遮断

(3) 住宅市場が気を吐く

(4) 企業は先行きを懸念

(5) 欧州向け輸出が低迷

(6) エネルギーがインフレ率押し下げ

伊藤忠経済研究所

所長

三輪裕範

(03-3497-3675)

miwa-y

@itochu.co.jp

主任研究員

丸山義正

(03-3497-6284)

maruyama-yo

@itochu.co.jp

【米国経済を巡る構造と循環とリスク】

米国経済が再び減速している。減速は、2010 年と 2011 年に続き、三度目である。

構造問題が米国経済に及ぼす悪影響は、財政問題を除けば後退しつつある。その意味で、米国経済は過去 2 年に比べ健康状態へ近づいたと言える。家計の過剰債務問題は一定の調整の目途に達し、消費者信用は拡大に転じている。住宅市場も外的ショックがなければ、自律的な回復を続けることが可能な領域へ達しつつある可能性がある。ガソリン価格による購買力低下のリスクも遠のいた。

しかし、その一方で、企業の在庫積み増し意欲に代表される循環的な上向きの力は引き続き弱い。そうした循環的な回復力が弱いままの米国経済を、欧州債務問題というイベントが襲った故に引き起こされたのが、2012 年の景気減速と考えられる。

欧州債務問題の影響を遮断することは不可能だが、2008 年時点に比べれば、欧州が米国の輸出に占めるシェアは低下し、欧州向けの金融債権も圧縮されている。そのため、メインシナリオにおいて、米国経済の腰折れを想定する必要まではないと判断される。2013 年については「財政の崖」が焦点となるが、G20 での「財政の崖」回避に関するコミットメントも考慮すれば、失速を回避するレベルまでの圧縮は十分期待できるだろう。以上を踏まえ、当社では米国経済の成長率を 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%と予想する。

【金融政策】

6 月 FOMC では、米国経済の失速リスクの高まりと欧州債務問題がもたらす悪影響という二つに対しての「保険」という観点で、オペレーション・ツイストが年末まで延長された。今後の金融政策の焦点は、QE3 実施の有無に移ったが、当社は上述の通り、米国経済の腰折れを想定しておらず、メインシナリオでは QE3 の実施も予想しない。但し、6 月の SEP が示したように、金融引き締め開始タイミングは後ずれする可能性が高く、時間軸の長期化が行われると見込んでいる。もちろん、金融危機と言うリスクシナリオに至った場合の QE3 実施は否定しない。

1. 米国経済を巡る構造と循環とリスク

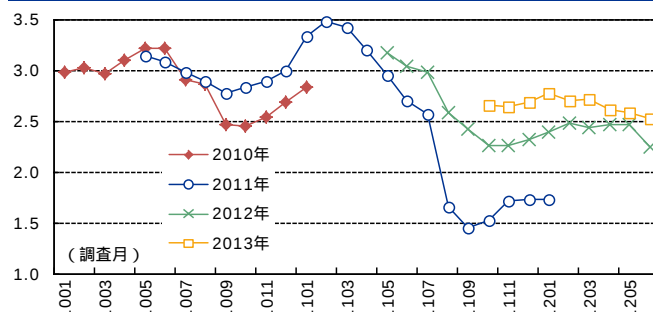
(1) 三度減速する米国経済

米国経済が再び減速している。減速は、2010 年と 2011 年に続き、2012 年で三度目となる¹。代表的な景気指標である非農業部門雇用者数の増加数は 2012 年 1～3 月に月当たり 22.6 万人に達したが、4～5 月は月当たり 7.3 万人まで鈍化した。小売売上高も（実質ではやや姿が異なるが）5 月に前月比▲0.2%と 4月に続き 2ヶ月連続で減少している。

振り返れば、金融危機以降、米国経済の成長率予想は極めて不安定である。WSJが月次で行なっているエコノミスト・サーベイによると 2010 年の成長率予想は 2010 年 5 月に 3.2%まで高まった後、10 月に 2.5%まで低下、実績は 2.9%（10～12 月期一次推計公表時点、現在は 3.0%）となった。また、2011 年成長率予想は 2011 年 2 月に 3.5%まで高まった後、2011 年 7 月に 2.6%、統計改訂により断層²を伴って 9 月に 1.5%へ急低下、実績は 1.7%である。2012 年成長率予想も 2011 年 5 月段階で 3.1%と 3%を上回っていたが 10 月に 2.3%まで低下した。その後 2.5%へ一旦は上昇したが、直近 2012 年 6 月調査では再び 2.3%となっている。過去 3 年を見ると、年前半に強気な見通しが示された後、後半は極端に弱気となり、実績は弱気見通しのボトムをやや上回る傾向がある。こうした見通しの不安定な推移は、もちろん予想するエコノミストに責任がある。ただ、実際の米国経済が極めてボラタイルに推移してきたことも無関係ではない。米国において最も注目される指標である非農業部門雇用者数・前月差の後方 3 ヶ月平均を見ると、年前半に改善加速、後半に失速という動きを繰り返している。米国経済の先行きを考える上では、こうした変動をもたらした要因を考える必要がある。

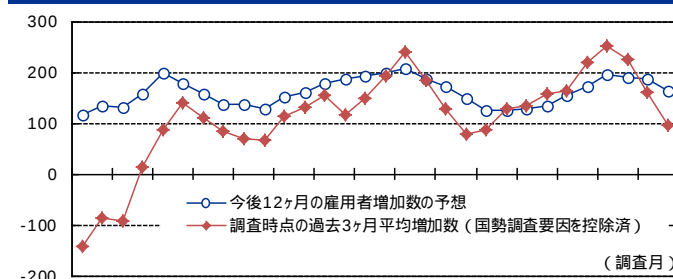
2010 年の成長率は、最強気時点の予想 3.2%に対し実績は 2.9%と若干下振れした。これは、バブル崩壊がもたらす構造問題に対する、エコノミストの認識の甘さによるところが大きいだろう。ARRA（米国再生・再投資法）などがもたらした高成長が続くと錯覚してしまった。対して、2011 年の下振れは、複合的である。構造問題に関する警戒は相当程度あったが、食品やエネルギー価格の上昇による実質可処分所得の目減りと日本の東日本大震災によるサプライチェーン途絶が米国経済を下押しした。このため、（統計改訂の影響も多分にあるが）2011 年の成長率は、最強気時点の予想 3.5%に対して実績は 1.7%にとどまった。なお、東日本大震災によるサプライチェーンの途絶は、日本のみならず米国でも自動車生産に悪影響を及ぼし、供給制約と自動車価格上昇により自動車購入も抑制し、経済成長に

WSJ調査成長率予想の推移（%）



(出所) WSJ

雇用者数の実績と予測の推移（千人）



(出所) WSJ

¹ 1.(1)は「米国経済情報 2012 年 3 月号」に修正・加筆を加えたものである。

² 改訂の詳細は 2011 年 8 月 1 日付 Economic Monitor「2011 年上期の米国経済は 1%強の低成長に留まる」を参照。なお、2011 年成長率に限れば、2011 年 1～3 月期の成長率が年率 1.9%から 0.4%へ大幅に下方修正された影響が大きい。

悪影響を及ぼした。また、鉱工業生産を見る限り、タイの大洪水も若干のインパクトがあった。

(2)2012 年の減速の構図

では、今年 2012 年の景気減速は、何が引金となっているのか。以下で詳述するように、構造問題が及ぼす悪影響は、財政問題を除けば後退しつつある。その意味で、米国経済は過去 2 年に比べ健康状態へ近づいたと言える。しかし、その一方で、循環的な上向きの力は引き続き弱い。それは世界経済全体の回復が明確なものになっていないことに加え、米国内に限っても循環的な景気回復力が脆弱なためである。構造的な下押し圧力こそ弱まりつつあるものの、循環的な回復力が弱いままの米国経済を、欧州債務問題というイベントが襲った故に引き起こされたのが、2012 年の景気減速と考えられる。以下、順を追って見ていく。

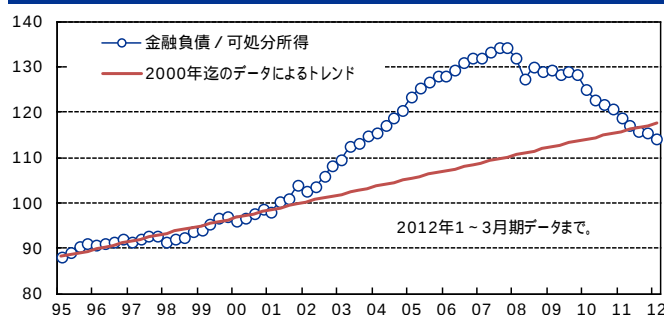
(3)構造問題の現状

a)過剰債務問題

まず構造問題から始めよう。構造問題の第一は、家計の過剰債務問題である。1～3 月期の資金循環統計 (Flow of Funds) によると、過剰債務問題を押し量る上で当社が重視している「可処分所得に対する金融負債の比率」は 2012 年 1～3 月期に 114.1%と 2000 年からのトレンドである 117.5%を明確に割り込んだ。これは過剰債務問題が一定の調整を終えたことを意味する。

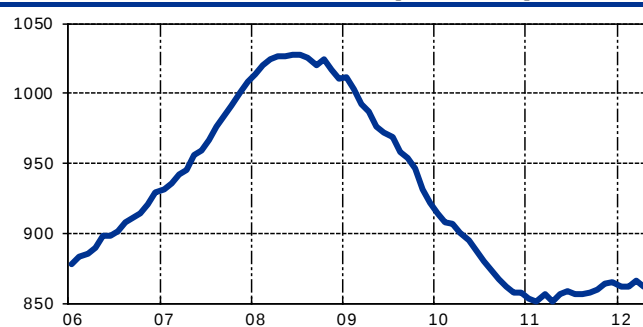
「可処分所得に対する金融負債の比率」は 10～12 月期資金循環統計の公表時点では、実績 117.4%、トレンド 117.2%と両者が概ね並んでいたのだが、1～3 月期データの公表に際して施された遡及修正により、7～9 月期から既にトレンドを割り込んでいたことが明らかとされている(7～9 月期実績 115.7%・トレンド 116.6%、10～12 月期実績 115.4%・トレンド 117.0%)。この 7～9 月期という時期は、消費者信用のうちクレジットカードなどが主体の回転信用残高が底入れした時期と概ね一致する。過剰債務問題が、家計の消費行動を制約する度合いが弱まったことが読み取れるだろう。

家計の可処分所得に対する金融負債の比率 (%)



(出所) CEIC

回転信用残高の推移 (10億ドル)



(出所) Federal Reserve Board

b)住宅市場

1～3 月期の資金循環統計には、もう一つ注目される動きが見られた。家計の保有不動産から住宅ローン残高を控除した純資産が前期比年率 33%と大幅に増加したのである。この純資産増加の背景には、住宅価格が下げ止まりの動きを示していることがある。

現在の住宅価格下げ止まりは、従前のレポート³でも指摘したように差し押さえ物件の市場放出が進

³ 5月9日付 Economic Monitor「米住宅価格の行方考える」

んでいないことが主たる理由であり、需給の根本的な改善には未だ至っていない。そのため、経済情勢が悪化すれば下落へ転じる可能性を排除はできない。しかし、6月7日の議会証言でバーナンキ議長が指摘したように⁴、住宅市場においてポジティブな動きが散見されるのも、また事実である。住宅市場は、外的ショックがなければ自律的な回復を続けることが可能な領域へ達しつつあるのかも知れない。言い換えれば、金融機関などが住宅価格の下落に繋がらないペースでの市場放出を維持すれば、住宅価格は下落を回避し、住宅市場の回復は継続しうる（それは既に償却などの最終処理を終えた金融機関にとっても好ましいシナリオである）。家計の住宅関連の純資産が、継続的な拡大にまでは至らなくとも、減少さえ止まれば、これまで消費行動を圧迫してきた住宅資産による逆資産効果が消えることになる。

c) ガソリン価格

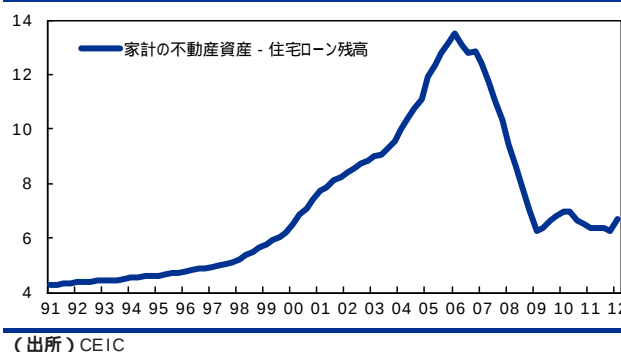
構造問題ではないが、2011年に景気減速の一因となったガソリン価格の状況も確認しておこう。全米平均ガソリン価格は、地政学的リスクの高まりに加え、投機資金の流入もあり、ドライブシーズンに先んじて2月に急騰した。しかし、ドライブシーズンに入った3月以降は上昇ペースが緩やかになり、4月には原系列ベースで横ばい、季節調整値ベースでは下落へ転じた。そして、5月には急落へ転じ、6月も低位で推移している。こうしたガソリン価格の下落に伴うインフレ率の低下は、家計の実質可処分所得を押し上げ、購買力の拡大に繋がることが期待される。

(4) 循環的な景気回復の弱さ

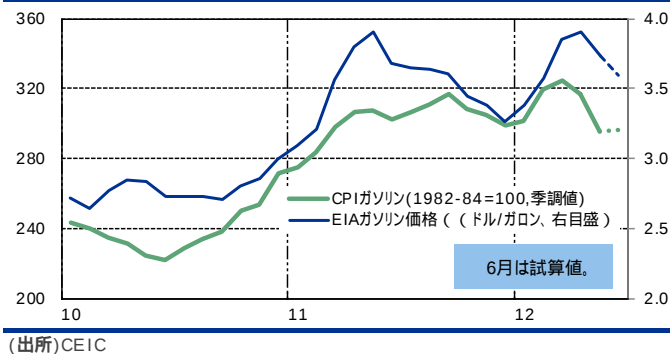
景気の循環面での弱さを、構造問題と完全に切り離すことは出来ない。たとえば、過去の米国の景気回復局面では、住宅投資が回復のエンジンとなったが、住宅バブル崩壊後については住宅投資の拡大が見込めず、それが循環面での弱さの一因とも言える。そうした要因分解上の限界はあるものの、足元で代表的な循環要因である企業の在庫積み増し意欲が乏しいこともまた事実である。

在庫残高の名目 GDP 比を見ると、極めて低水準で推移している。金融危機以降の在庫率低下が極めて急激であったため適正水準を見極めるのは容易ではないが、現在の在庫残高の GDP 比（在庫

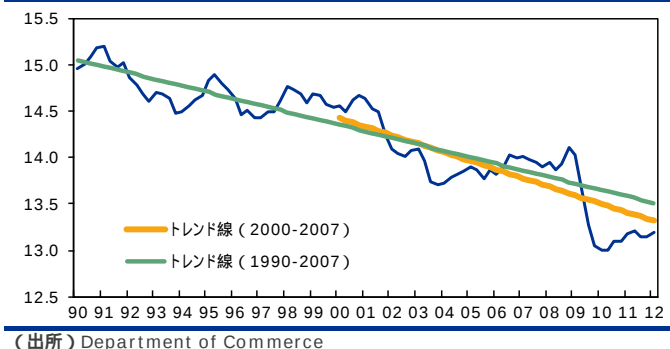
家計の住宅資産の調整（兆ドル）



ガソリン価格とCPIガソリン



実質在庫残高のGDP比（%）



⁴ “[A] few encouraging signs in housing have appeared recently, including some pickup in sales and construction, improvements in homebuilder sentiment, and the apparent stabilization of home prices in some areas.” Chairman Ben S. Bernanke, Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, Washington, D.C., June 7, 2012

率に相当)が 1990～2007 年のトレンド線、2000～2007 年のトレンド線を共に下回っていることを踏まえれば、在庫水準は極めて低位に維持されたままと判断できる。加えて、2011 年半ばまで上昇した後、過去 1 年は再び一進一退ともなっている。企業は、在庫を持たないことで失う販売機会よりも、保有在庫が不良化・陳腐化するリスクを警戒しており、故に景気の循環的な回復力が弱いままにとどまっていると解釈できる

(5) リスクは欧州債務問題と国内の財政問題

繰り返しになるが、(4)で見た循環的な景気回復力の弱い米国経済を、欧州債務問題というリスクイベントが襲ったが故に、2012 年の景気減速は生じたと考えられる。また、2013 年にかけては、いわゆる「財政の崖」のリスクを考える必要もある。

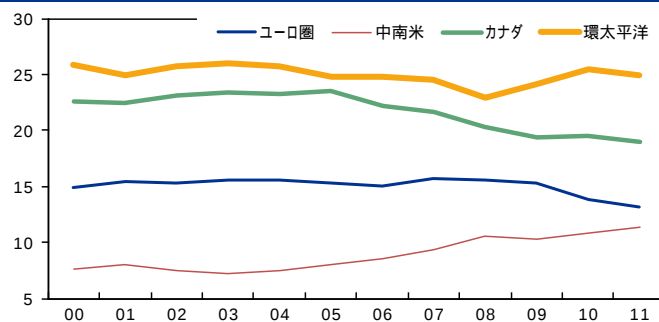
a) 欧州債務問題

まず、欧州債務問題は、主として三つの面から米国経済に悪影響を及ぼす。第一に貿易面である。欧州は、言うまでもなく米国の重要な貿易パートナーの一つである。但し、環太平洋(含むアジア)や中南米向けの輸出シェアが高まる一方で、ユーロ圏向けの輸出はシェアを落としており、2009 年の 15.3%が 2011 年には 13.2%まで低下した。

第二に、金融取引における繋がりがある。米金融機関の海外金融機関向け与信において、欧州金融機関向けは 2008 年時点において 60%近くを占めていたが、その後急速に縮小し、2012 年 4 月時点では 45%まで低下した。しかも、その大部分は米金融機関自身の英国拠点向けと考えられ、英国向けを除くと、欧州向け与信は 2008 年の 30%弱が 2012 年 4 月には 9%まで急激に低下している。なお、欧州向け与信の国別動向を見ると、ドイツ向けは一定の残高を維持しているものの、フランス向けは 2008 年時点の 3 分の 1 に、スペイン向けやイタリア向けは 20 分の 1 まで減少している。ギリシャ向けはゼロに近い。こうしたデータからは、欧州金融機関向け債権の不良化が米国金融機関のバランスシートに及ぼす影響が、以前に比べて相当に小さくなっていることが読み取れる。

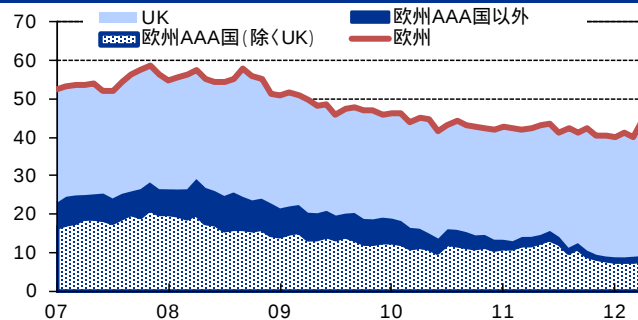
但し、金融取引は連鎖する点に留意する必要がある。米国の金融機関が、英国や他の地域を經由して保有する欧州向け与信が存在するほか、他の地域の金融機関が有する欧州向け与信の不良資産化が米国の金融機関に影響を及ぼす場合や、欧州の

米国の仕向け地別輸出シェア(%)



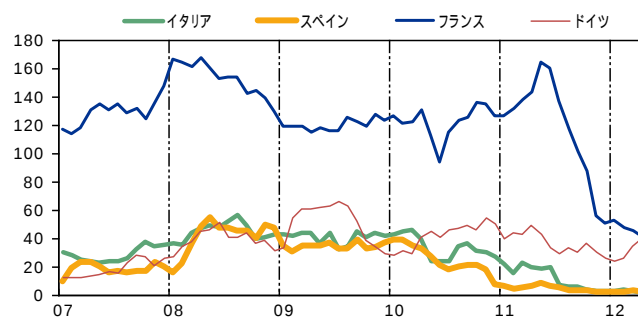
(出所)CEIC

米金融機関の海外金融機関向け与信シェア(%)



(出所)CEIC

米金融機関のユーロ圏金融機関向け与信額(10億ドル)



(出所)CEIC

金融機関の資金引き揚げにより他の地域の金融機関が悪影響を受ける場合がありうる。

第三は、金融市場を経由しての繋がりである。端的に言えば、2008年の金融危機のような極端なリスク回避行動によりリスク資産の投げ売りが生じれば、欧州のみならず米国でもリスクマネー（たとえば株式市場への資金）の供給に支障が生じ、米国経済に甚大な悪影響を及ぼす可能性がある。2008年時点に比べれば、既に見たように与信額が大幅に削減されており、また中央銀行などの金融当局の迅速な対応も見込まれる。しかし、今回の懸念対象は、一金融機関ではなく、欧州の大国であり、実際の金融市場動向は蓋を開けて見なければ分からない。

現在の米国経済の減速は、欧州債務問題を受けた第一の貿易面を通じた悪影響や、第三の金融市場を経由しての悪影響に対する懸念により消費者や企業のマインドが悪化したために、生じている可能性が高いと考えられる。

b) 財政の崖

現在の減速の直接の要因ではないが、米国経済にとって、欧州債務問題と並んで大きなリスクイベントとなりうるのは、「財政の崖 (Fiscal Cliff)」と呼ばれる国内の財政問題である。ここで「財政の崖」とは、米議会が何の手立ても講じなければ 2013 年度にかけて生じる大規模な財政緊縮を指す⁵。そうした不連続かつ大規模な財政措置の縮小は、米国経済に大きな悪影響を及ぼす。

米 CBO (議会予算局) の試算では、2012 会計年度と 2013 会計年度の間の「財政の崖」、すなわち財政赤字の変化幅 (赤字縮小幅) は 6,070 億ドル、名目 GDP 比で 4% に達する。なお、「財政の崖」は景気悪化に繋がり、それは失業保険給付の増加などの財政支出拡大 (財政赤字増加) を伴う。そうしたフィードバック効果を含めると、2013 年度の財政赤字改善幅は名目 GDP 比で 3.7% となる。

財政の崖の内訳を見ると、金額が最も大きいのはブッシュ減税や AMT 回避措置などの所得税減税の終了であり 2,210 億ドルに達する。他は給与税減税の終了が 950 億ドル、投資減税などの終了が 650 億ドル、昨年成立した財政管理法 (Budget Control Act) による歳出の一律削減が 650 億ドル、緊急失業給付措置の終了が 260 億ドル、オバマケアに基づく増税が 180 億ドルなどである (詳細は表を参照)。

こうした「財政の崖」のほとんどは、会計年度を境としてではなく、2012 暦年末において生じる。そのため、暦年ベースの「財政の

2013 会計年度に生じる「財政の崖」	
単位:10億ドル	
財政収支変動要因	
歳入側	
ブッシュ減税や代替ミニマム課税回避措置の終了	221
給与税減税の終了	95
投資減税などの終了	65
医療制度改革に伴う増税措置	18
小計	399
歳出側	
2011財政管理法に基づく一律削減	65
緊急失業給付措置の終了	26
メディケア診療報酬の削減凍結措置の終了	11
小計	103
歳出や歳入に分類できないもの	105
変動要因合計「財政の崖」	607
	名目GDP比 4.0%
財政収支変化が経済に及ぼす影響が財政収支に及ぼすフィードバック	
	-47
「財政の崖」: 財政収支変動 + フィードバック効果	560
	名目GDP比 3.7%
	2013暦年ベース 名目GDP比 5.1%

(資料) CBO 資料より伊藤忠経済研究所作成

⁵ より一般的には「財政の崖」は、立法措置などが講じられない場合に生じる財政緊縮を意味する。

崖」は会計年度ベースより大きく、CBO の試算ではフィードバック効果を含めた場合で 5%を超える。CBO 試算では、この場合、2013 暦年（2013 年 10～12 月期の前年比）の成長率は 0.5%になる。なお、CBO は財政緊縮が全く行われない場合の成長率見通しも示しており、その場合は推計中央値で 4.4%の高成長である（推計レンジは 1.4～7.3%）。すなわち、財政の崖による成長率下押しは 3.9%Pt 程度と推測される。

未だ脆弱な米国経済の現状を考えれば、現実には、大統領や議会が「財政の崖」を CBO 試算のままに放置することはありえないと考えられる。しかし、米国の財政状態を考えれば、現状の財政赤字をそのまま維持することも不可能であり、一定規模の「財政の崖」は覚悟せざるを得ない。前掲の CBO 試算を単純にあてはめれば（実際には財政緊縮の内容で経済への影響は多少異なる）、「財政の崖」が半減した場合には（6,070 億ドル→3,000 億ドル程度）、GDP 成長率は 2.0%Pt 程度押し下げられる。オバマ大統領が示した予算教書は、この半減試算に近く、一つのメルクマールとなるだろう。ただ問題は、選挙日程を考えると、こうした「財政の崖」を巡る議論が本格化するの、11 月の大統領選挙（及び議会選挙）の後とならざるを得ない点である。そのため、2012 年末に生じる崖を目の前に、短い期間で政治対立の打開策を探ることになる。

(6)米国経済の見通し

欧州債務問題による下押しによって、米国経済は三度減速している。2012 年 1～3 月期の前期比年率 1.9%成長に続いて、4～6 月期も 2%を下回る低成長にとどまる可能性が高い。金融危機が生じれば、更なる暴風雨が米国経済を襲うリスクもある。

但し、財政問題を除けば、多くの構造問題は解消に向かいつつあり、米国経済の足腰は過去 2 年に比べれば、しっかりしてきた。また、欧州債務問題の影響を遮断することは不可能だが、2008 年時点に比べれば、欧州が米国の輸出に占めるシェアは低下し、欧州向けの金融債権も圧縮されている。そのため、メインシナリオにおいて、米国経済の腰折れを想定する必要まではないと判断される。2013 年については「財政の崖」が焦点となるが、G20 での「財政の崖」回避に関するコミットメントも考慮すれば、失速を回避するレベルまでの圧縮は十分期待できるだろう。以上を踏まえ、当社では米国経済の成長率を 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%と予想する。

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質 GDP	3.0	1.7	2.1	2.3
個人消費	2.0	2.2	2.0	2.2
住宅投資	▲4.3	▲1.3	9.9	7.1
設備投資	4.4	8.8	6.1	6.7
在庫投資(寄与度)	(1.6)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)
政府支出	0.7	▲2.1	▲2.1	▲3.3
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.3)
輸出	11.3	6.7	5.5	6.9
輸入	12.5	4.9	3.9	3.9
名目 GDP	4.2	3.9	3.8	3.8
失業率	9.6	8.9	8.2	7.7
(Q4)	9.6	8.7	8.0	7.6
雇用者数(月変化, 千人)	86	153	175	186
経常収支(10億ドル)	▲442	▲466	▲511	▲479
(名目GDP比, %)	▲3.0	▲3.1	▲3.3	▲2.9
貯蓄率(%)	5.3	4.6	3.2	2.2
PCEデフレーター	1.8	2.5	1.8	1.8
コアPCEデフレーター	1.4	1.4	1.8	1.7
(Q4/Q4)	1.0	1.8	1.7	1.7
消費者物価	1.6	3.1	2.1	1.8
コア消費者物価	1.0	1.7	1.9	1.7

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

2. 金融政策

(1) オペレーション・ツイストを延長

Fed は 6 月 19～20 日の FOMC において、オペレーション・ツイストを 12 月末まで延長、追加金融緩和を行った。昨年 9 月に導入されたオペレーション・ツイストは 6 月末で終了する予定であったが、月当たりの購入額は従来のまま、期間が 12 月末まで延長される。今回の措置は、月々の長期債購入額が増加する訳ではないが、Fed による長期債保有額が金融緩和効果をもたらすとの Stock View に照らし、追加緩和と位置づけられる。その一方で、「少なくとも 2014 年後半まで FF 金利を異例の低水準に維持する」との時間軸文言は変更されず、オペレーション・ツイストへの MBS 組み込みや QE3 の導入はなかった。

オペレーション・ツイスト延長の概要

- ・ 2012 年末まで、残存期間 6～30 年の財務省証券を現在のペースで購入し、残存期間 3 年以下の財務省証券を同額売却もしくは償還する。
- ・ 同措置延長による長期債購入額は 2,670 億ドル（6 月までに 4,000 億ドルの購入を終了の予定）。

(2) 二重の意味での保険

Fed が今回、オペレーション・ツイストの延長による追加緩和へ踏み切ったのは、二重の意味での保険との位置づけが大きいと考えられる。第一の意味での保険は、米国経済失速への保険である。後述するように FOMC 参加者は成長率見通しを下方修正（中心傾向値で見て 2012 年が 2.4～2.9%から 1.9～2.4%へ、2013 年は 2.7～3.1%から 2.2～2.8%へ）したが、米国経済が緩やかな成長を続けるとの定性的なスタンスは変えていない。但し、足元の減速が失速へ至る確率が従来より増しており、そのリスクを軽減する保険として金融緩和が選択されたと言える。第二の意味は、欧州債務問題への対応である。ギリシャ再選挙は財政緊縮路線維持派が辛うじて勝利したものの、欧州の政治的な解決への歩みは足踏みしたままであり、G20 も欧州に対して問題解決を促すのみで、具体的な方策を引き出すことは出来なかった。欧州政治のデッドロックを見透かし、金融市場は不安定なままである。こうした欧州情勢を踏まえ、FOMC は金融市場の過度の変動を回避するための保険としてオペレーション・ツイストの延長を選択したのである。

(3) メインシナリオでは QE3 を予想せず

今後の焦点は、FOMC ステートメントやバーナンキ議長が「一段の措置を適切に講じる用意（prepared to take further action）」があるとした抜本的な追加緩和が行われるか否かである。詰まるところ、米国経済の失速リスクが増すか否か次第ではあるが、当社はメインシナリオにおいて（FOMC 参加者の 6 月見通しより若干弱気ではあるが）米国経済が緩やかな拡大を続けるとの見通しを維持しており、そうした見通しに立脚して追加緩和は行われないと考えている。米国経済については、循環的な回復力は弱いものの、構造問題による下押し圧力が弱まってきており、大きな外的ショックがなかりせば、緩やかな拡大ペースは維持可能と判断しているためである⁶。ただ、後述する SEP が示すように金融引き締め開始のタイミングは遅れる可能性が高く、時間軸の長期化が行われると予想している。もち

⁶ 詳細は本日発行予定の「米国経済情報 2012 年 6 月号」を参照

ろん、金融危機というリスクシナリオに至った場合のQE3 実施は否定しない。

(4)FOMC の景気判断は慎重化

6 月の FOMC ステートメントでは、経済が緩やかに拡大しているとの基調判断こそ維持したものの、「雇用の伸びは最近鈍化 (has slowed)」している点と「消費支出が今年初めより減速 (at a somewhat slower pace than earlier in the year)」した点を明記し、景気判断を下方修正した。インフレ率については、足元の原油及びガソリン価格の下落を受けて「下落している (has declined)」と現状を淡々と記している。

先行きについては、成長率の上昇について従来の「緩やか (gradually)」から「極めて緩やか (very gradually)」へ下方修正、失業率の低下についても「緩やか (gradually)」から「緩慢なペースでのみ (only slowly)」へ下方修正されている。インフレ率については、既に下落へ転じたことを踏まえた修正が施されたのみで「デュアルマニデートに最も整合する水準が下回る水準 (at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate)」で推移するとの見通しが維持された。

こうした FOMC ステートメントの景気判断は 6 月の SEP (The Summary of Economic Projection) で示された FOMC 参加者の見通しの修正に概ね沿ったものである。

SEPでは 2012 年の成長率見通し (中心傾向値、以下同様) が 4 月時点の 2.4~2.9%から 1.9~2.4%へ、2013 年も 2.7~3.1%から 2.2~2.8%へ下方修正された。4 月時点の見通しは 1~3 月期の成長率などを踏まえれば強気過ぎるものだったが、今回の下方修正により民間見通しのスタンダードにほぼ並んだと言える⁷。失業率見通しも成長率見通しの下方修正を踏まえ、上方修正 (悪化方向へ修正) されている。但し、失業率の上方修正は、成長率見通し修正による需給ギャップ悪化が将来ほど累積するため 2014 年の修正幅が大きいことが特徴である。特に 2014 年は 7.0~7.4%と 6%台への低下が消えた。コアPCEデフレーター予想は僅かな修正に留まったが、ガソリン価格の予想を上回る大幅な下落を受けてPCEデフレーター予想は 2012 年が 1.9~2.0%から 1.2~1.7%へ大幅に下方修正されている。

金融政策見通しに関しては 2012 年と 2013 年の引き締め開始を見込む人数は、ともに 3 名で従来から変わらなかったが、2014 年が 5 名から 7 名に、2015 年も 4 名から 6 名に増加した。また、4 月SEPで一旦は消えた 2016 年予想も 2 名に復活している。理事の新任⁸により今回からFOMC参加者が 2 名増加していることを踏まえても、引締め開始時期の予想は明

FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(%)	2012	2013	2014	Longer run
成長率	1.9 2.4	2.2 2.8	3.0 3.5	2.3 2.5
前回見通し	2.4 2.9	2.7 3.1	3.1 3.6	2.3 2.6
失業率	8.0 8.2	7.5 8.0	7.0 7.7	5.2 6.0
前回見通し	7.8 8.0	7.3 7.7	6.7 7.4	5.2 6.0
PCEデフレーター	1.2 1.7	1.5 2.0	1.5 2.0	2.0
前回見通し	1.9 2.0	1.6 2.0	1.7 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.7 2.0	1.6 2.0	1.6 2.0	-
前回見通し	1.8 2.0	1.7 2.0	1.8 2.0	-

(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	3	7	6	0
前回見通し	3	5	4	2

(出所) Fed

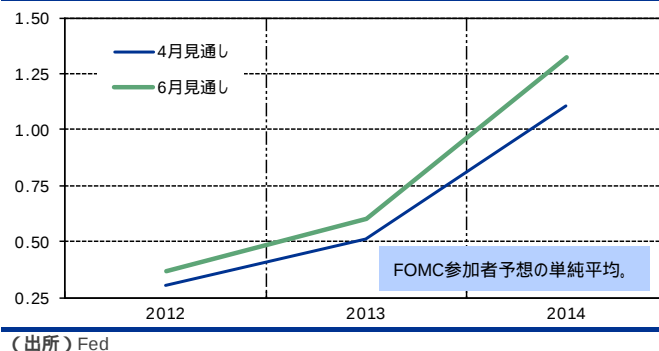
⁷ 当社見通しは成長率 (暦年平均) が 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%、失業率 (最終四半期) は 2012 年 8.0%、2013 年 7.6%、コア PCE デフレーター (最終四半期) は 2012 年 1.7%、2013 年 1.7%である。

⁸ 新理事や FOMC の構造については 6 月 15 日付 Economic Monitor 「6 月 FOMC プレビュー」を参照。

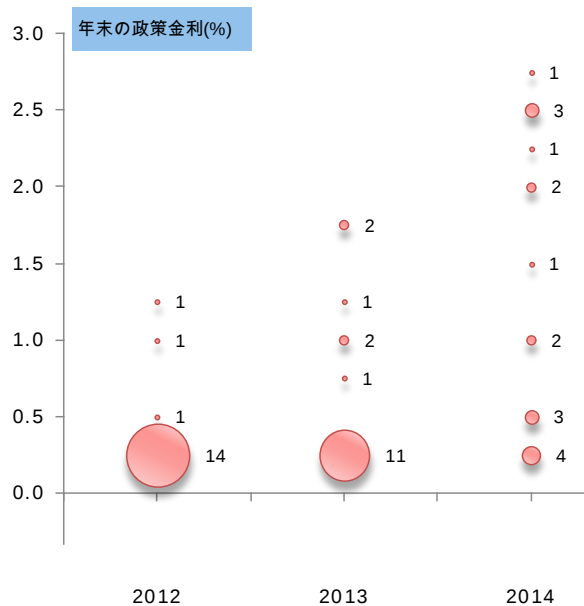
確に後ずれしたと判断される。こうした後ずれには、特に失業率予想の悪化が影響している可能性が高い。なお、2014年と2015年の引き締め開始の人数が接近してきており、来年のFOMCにおいて輪番によりハト派が幾分勢力を増すことも踏まえると、将来的な時間軸の延長が視野に入ってきたと判断できるだろう。

引締め開始時期予想の後ずれは、より詳細な予想分布からも明らかであり、2013年末時点の政策金利が0.25%にとどまるとするFOMC参加者は4月の11名から13名に増加、2014年末時点の政策金利分布の予想についても1%未満が7名から11名に増えている。年末の政策金利予想の単純平均(但し最低は0.25%で計算)は4月時点が2012年0.37%、2013年0.60%、2014年1.32%だったが、6月には2012年0.30%、2013年0.51%、2014年1.10%へ下方シフトした。

年末時点の政策金利予想 (%)

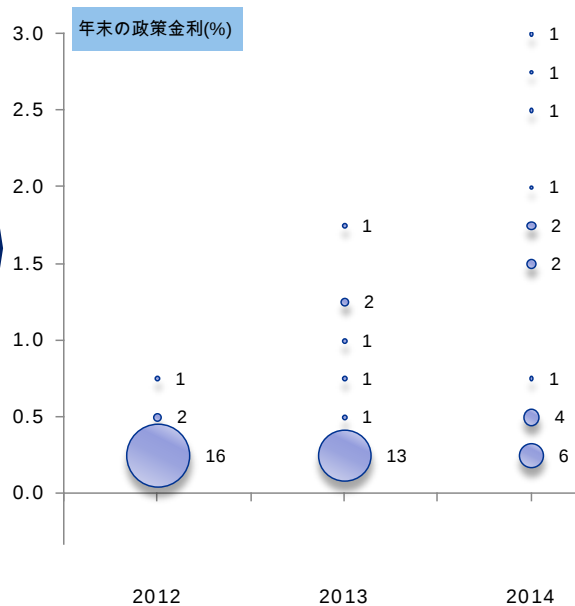


適切な金融引き締めペース (4月時点)



(出所) Fed

適切な金融引き締めペース (6月時点)



(出所) Fed

3. 経済動向分析

(1) 雇用情勢は減速

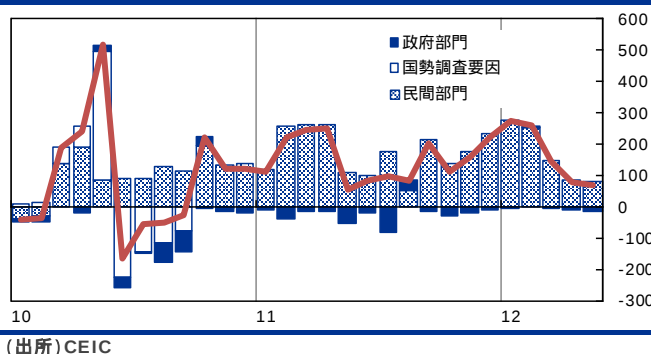
米雇用統計によると5月の非農業部門雇用者数(NFP: Nonfarm Payroll employment)は前月差+6.9万人にとどまり、市場予想+7.5~+19.5万人の下限にも届かない極めて低調な内容だった。加えて、4月実績が+11.5万人から+7.7万人へ▲3.8万人、3月実績も+15.4万人から+14.3万人へ▲1.1万人、2ヶ月累計で4.9万人も下方修正されている。

5月に新規失業保険申請件数が改善(減少)していたことから、天候要因(1~2月の稀に見る好天に伴う雇用増加とその反動による3~4月の鈍化)が剥落し、5月のNFPは増勢を強めると見込まれていた。しかし、実際には、5月のNFPは、大幅に下方修正された4月実績にも届かない極めて低調な内容だった。5月までの動きが必ずしも雇用統計と整合的なわけではないが、5月最終週以降に新規失業保険申請件数が再悪化の動きを示していることも加味すれば、雇用情勢は明確に減速しつつあると判断されるだろう。

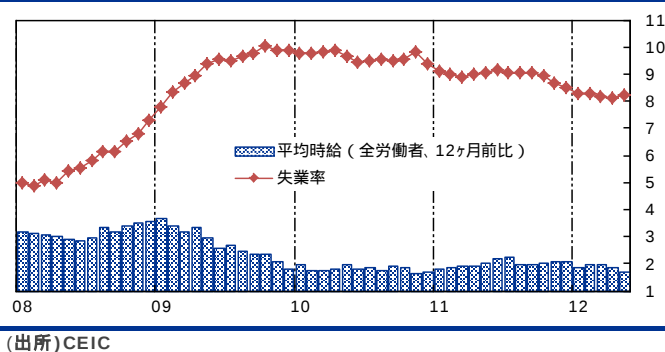
NFP以外にも、5月雇用統計において警戒すべき動きとして、賃金の伸び鈍化が指摘できる。5月の平均時給(全労働者ベース)は12ヶ月前比⁹1.7%と4月1.8%から伸びが鈍化した。3ヶ月前比年率も3月2.1%が4月1.9%、5月1.4%と、5月に明確に鈍化している。雇用情勢の減速に伴う労働市場の需給緩和が、賃金に影響を及ぼしている可能性がある。

5月雇用統計において、唯一とも言える明るい動きは家計調査に基づく部分にある。失業率は4月8.10%が5月に8.21%へ上昇したものの、4月に63.6%へ落ち込んでいた労働力率が5月は3月と同水準の63.8%を回復したのである。端的に言えば、5月の失業率上昇は、労働市場への参入増加による「良い失業率上昇」である。内訳を見ると、人口が前月差+18.2万人(4月18.0万人)と前月並みの伸びを示す一方、労働力人口が+64.2万人(4月▲34.2万人)と3カ月ぶりに増加へ転じ、労働力率の上昇へ繋がった。労働力人口増加の内訳は雇用者数が+42.2万人(▲16.9万人)と、失業者数は+22.0万人(4月▲17.3万人)と共に3カ月ぶりの増加、非労働力人口は▲46.1万人(4月+52.2万人)と3カ月ぶりの減少である。

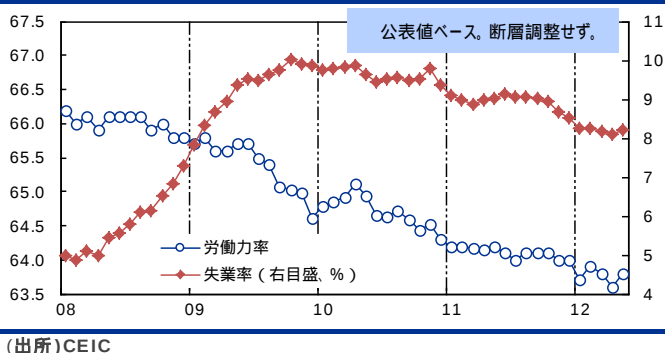
非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



失業率と平均時給の推移(%)



労働力率と失業率の推移(%)



⁹ 毎年の曜日要因などを除外するために季調値の12ヶ月前比を用いている。

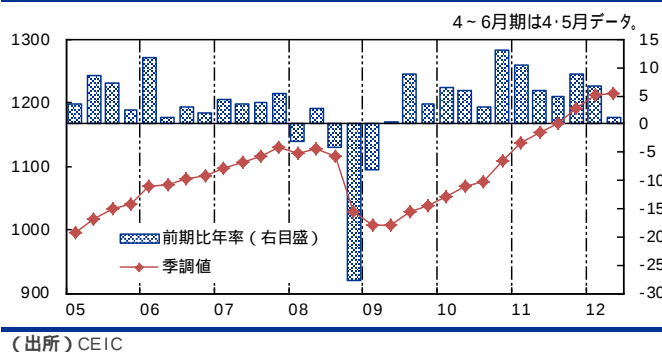
(2)購買力回復をマインドが遮断

米国の5月小売・飲食サービス売上高は遡及しての大幅な下方修正もあり、景気減速への不安を増幅させる内容だった。小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は3月が前月比0.7%から0.4%へ、4月は0.1%から▲0.2%へ、0.3%Ptずつ大幅に下方修正された後、5月に▲0.2%と4月に続き2ヶ月連続で減少している。遡及修正により、1～3月期の小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は前期比年率7.2%から6.7%へ、コア売上高（除く自動車・建設資材・ガソリンスタンド）も3.7%から2.4%へ下方修正された。なお、4～5月平均の水準は、2月までの急増によるゲタもあり、小売売上高が1～3月期を年率換算で1.1%、コアは2.4%上回っている。

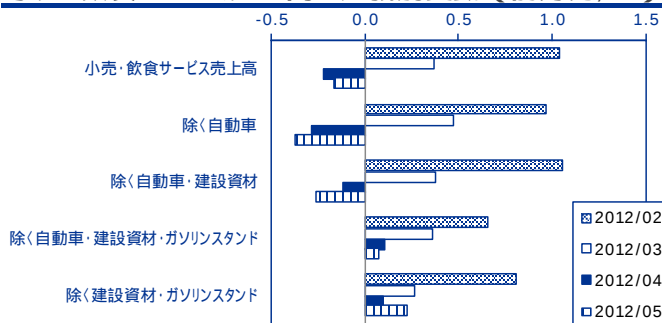
小売売上高の2ヶ月連続減少は、ガソリン価格の下落による部分が大きく、実質ベースでは印象が多少異なる可能性が高い。しかし、3月と4月の遡及修正もあり、小売売上高の減速が鮮明になっているのも、また受け止めるべき事実である。ガソリン販売が含まれないコア売上高で見ても3月が前月比0.4%、4月は0.1%、5月も0.1%と、最近2ヶ月は微増にとどまる（改訂前は3月0.6%、4月0.3%）。暖冬などにより1～2月に水準が高まった部分は考慮すべきだが、足元だけをとれば失速とも言えるだろう。消費者は、欧州問題や株価下落、先行き不透明感を踏まえ、ガソリン価格下落による購買力回復を消費支出へは振り向けずに温存している模様である。

全米平均のガソリン価格は、EIAデータ（原系列）で4月前月比1.3%、5月▲4.3%と5月に下落、ドライブシーズンに需給が引き締まる季節性を加味したCPIの季調値ベースでは4月に▲2.6%、5月は▲6.8%と2ヶ月連続で下落、かつ下落ペースが加速した。CPI試算値を、そのまま単純に用いて実質化すると、ガソリン販売は実質ベース¹⁰では5月に前月比4.6%も急増する（▲2.2% - ▲6.8% = +4.6%）。ガソリン販売だけでなく小売売上高全体も実質ベースでは印象が変わる可能性がある。5月に財のCPI¹¹はエネルギー価格低下などを受けて前月比▲0.9%（4月▲0.2%）と大幅に低下し

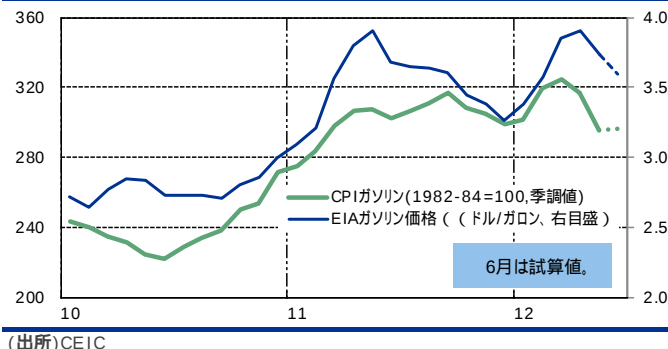
小売・飲食サービス売上高（10億ドル、%）



小売・飲食サービス売上高の定義別変動（前月比、%）



ガソリン価格とCPIガソリン



¹⁰ 商務省が試算しているベース（改訂前）では、4月ガソリン売上高は名目前月比▲0.3%、実質1.7%であった。デフレーターは▲2.0%であり、CPIガソリンの4月▲2.2%と概ね一致している。ただ、本来は原系列を実質化した上で、季節調整を施す必要がある。なお、小売売上高全体は商務省試算では、4月が名目前月比0.1%、実質0.3%だった。

¹¹ 小売売上高には、飲食サービスなどサービス価格も含まれるが、大部分は財である。

ている（エネルギーを除く財は4月0.24%、5月0.18%）。単純計算のため正確性は欠くが（本来は品目別に実質化した上で季節調整を施す必要がある）名目の小売売上高の伸びから財価格の下落率を単純に差し引けば、実質小売売上高は5月が前月比0.7%（4月0.0%）になる。減速は変わらないが、そのペースは異なる。

(3)住宅市場が気を吐く

米国経済の中で、現在、一人、気を吐いているのが住宅市場である。もちろん、住宅バブル崩壊前に比べれば、販売や着工の水準は極めて低いのだが、様々な段階の指標が総じて上向いている。まず、住宅販売は4～6月期に4四半期連続の増加が見込まれる。好天に恵まれ販売が伸びた1～3月期に比べればペースこそ落ちているものの、新築、中古ともに4月水準は1～3月期を上回り、増勢は変わらない。新築住宅販売の増加を受けて、住宅着工も増勢にある。なお、GDPベースの住宅投資推計に用いられる新築住宅建設支出は4月水準が1～3月期を年率換算で18.1%（1～3月期前期比年率23.8%）上回っており、住宅投資も増加が続くと見込まれる。住宅関連企業も住宅市場が改善していると認識しており、ホームビルダーの市場判断を示すNAHB市場指数は6月に29と、2007年以来の水準まで上昇した。未だ微力ながら、住宅市場は米国経済を押し上げる方向に寄与し始めている。

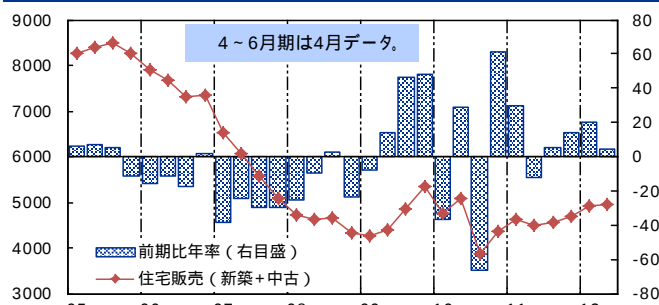
(4)企業は先行きを懸念

企業部門では、先行きに対する慎重スタンスが強まってきた。

ISM指数が示す現在の景況感は、製造業と非製造業が共に中立水準の50を上回り、拡大基調を維持している。なお、非製造業の4・5月データは1～3月期に比べ低下しているが、昨年対比で見ると1～3月期が上振れと言える。1～3月期の上振れには稀に見る好天が影響した可能性がある。

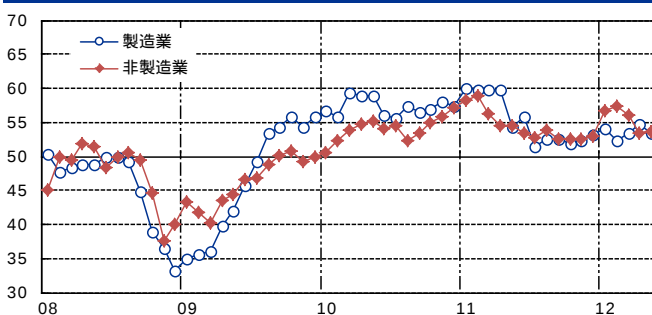
実体データも、特殊要因を調整すると、大きな落ち込みは見られない。頭打ち感の強い製造業出荷は、エネルギー価格の下落や在庫増加が寄与したと考えられる石油・石炭製品を除けば、緩やかな

住宅販売動向（年率換算、千戸、%）



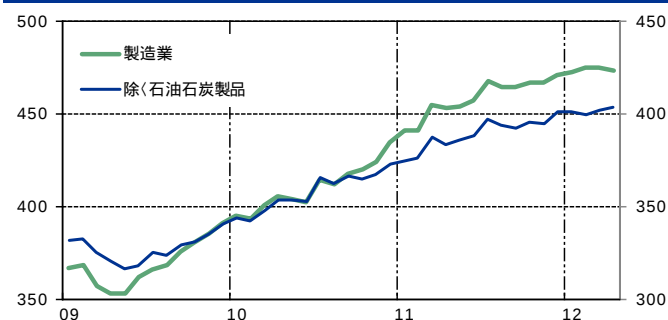
（出所）Department of Commerce, NAR

ISM調査の企業景況感（中立=50）



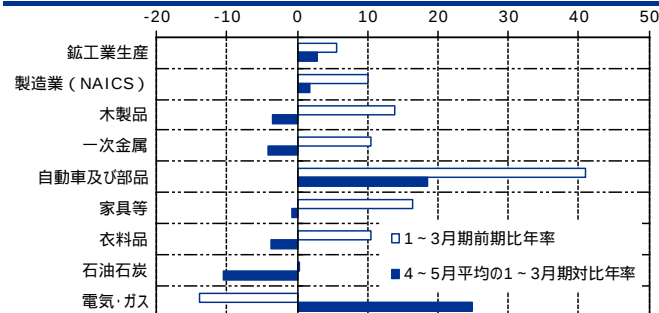
（出所）Institute for Supply Management

製造業出荷の推移（10億ドル）



（出所）CEIC

鉱工業生産の伸び（%）



（出所）Fed

増勢を維持している。また、鉱工業生産についても石油・石炭関連のマイナス寄与が目立って大きいほか、1～3月期の好天により住宅関連需要が伸びた影響が見受けられる。他のセクターでは、自動車などで確かに伸びは鈍化しているが、伸びの絶対水準自体は高い。

一方、上述したように底堅く推移する現在の景況感とは異なり、先行きに対する企業の見方は慎重化が進んでいる。ISM 指数には先行きの見方を示すデータはないため、地区連銀調査を見ると、NY 連銀調査とフィラデルフィア連銀調査ともに昨年の減速局面と同程度まで既に低下している。こうした企業の先行きに対する見方の慎重化が、新規雇用や設備投資の抑制を通じて米国経済を下押ししていると考えられる。

(5) 欧州向け輸出が低迷

貿易赤字 (BOP ベース) は 3 月の年率 6,314 億ドルが 4 月は 6,007 億ドルに縮小した。輸出が前月比 ▲0.8% (1～3 月期前期比年率 7.5%) と生産財や資本財を中心に減少したものの、輸入が石油製品や資本財を中心に前月比 ▲1.7% (1～3 月期前期比年率 8.8%) と輸出を上回る減少を示したためである。こうした資本財輸入の減少は設備投資の減速に見合っている。

一方、輸出を仕向け地別 (当社季節調整値) に見ると、アジアや日本を含む環太平洋地域向けが 1～3 月期までの低調から 4 月にやや復調、中南米向けは大幅に増加した一方で、債務問題に苦しむ EU 向けが弱含み、足を引っ張っている。

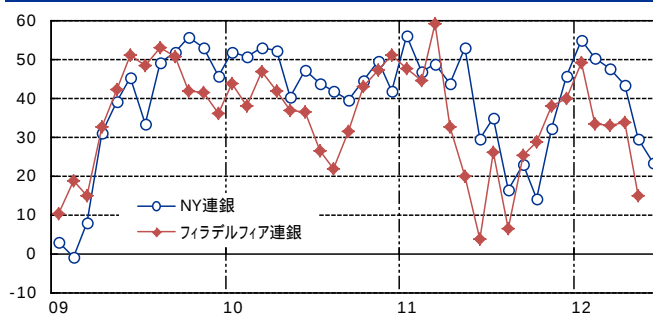
(6) エネルギーがインフレ率押し下げ

5 月の米 CPI はヘッドラインが前月比 ▲0.3% (4 月 0.0%) と金融危機による 2008 年 12 月の ▲0.8% 以来の大幅マイナスを記録した。なお、マイナス自体は昨年 10 月の ▲0.03% 以来である。

ヘッドライン低下の主たる要因は、国際商品市況などに対応したエネルギー価格の下落である。ガソリン価格が前月比 ▲6.8% (4 月 ▲2.6%) と急落するなど、エネルギー価格は ▲4.3% (4 月 ▲1.7%) もの大幅低下を示した。エネルギー価格だけで、CPI ヘッドラインを 0.5%Pt も押し下げている。また、飲食料品価格も伸びが鈍化した (4 月 0.2% → 5 月 0.0%)。

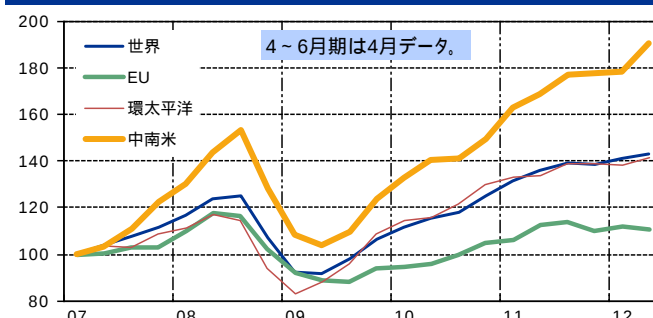
一方、食料とエネルギーを除いたコア CPI は 5 月に前月比 0.2% (4 月 0.2%) と 3 ヶ月連続で同じ

米国企業の先行き見通し (中立 = ゼロ)



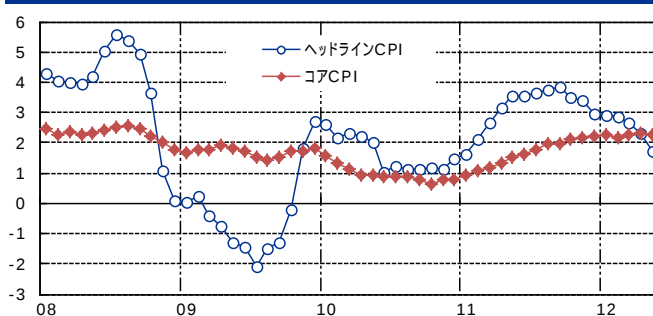
(出所) CEIC

仕向け地別輸出額の推移 (2007年1～3月期=100)



(出所) CEIC

CPIのヘッドラインとコア (前年比、%)



(出所) CEIC

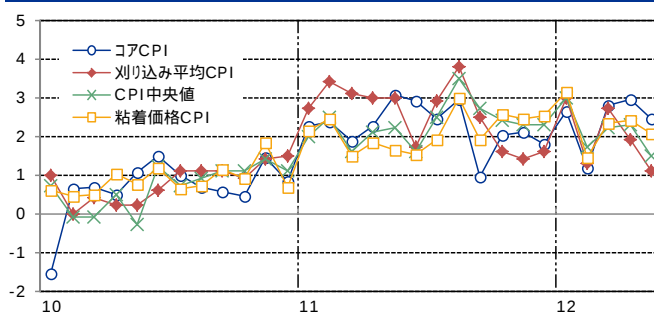
伸びだった。但し、小数点第二位まで見ると、3月 0.23%、4月 0.24%、5月 0.20%と若干低下している。

インフレのトレンド関連指標を見ると、まずヘッドライン CPI の前年比は、エネルギー価格が昨年急上昇した反動と足元の急落が響き、1.7%(4月 2.3%)へ急低下した。これは 2011 年 1 月以来の低い伸びである。コア CPI の前年比は 2.3%と 4 月から変わっていない。

一方、刈り込み平均 CPI は前月比年率が 1.1%(4月 1.9%)へ、CPI 中央値は 1.5%(4月 2.3%)へ、粘着価格 CPI も 2.1%(4月 2.4%)へといずれも低下している。前年比で見ても刈り込み平均 CPI が 2.1%(4月 2.3%)、CPI 中央値も 2.3%(4月 2.4%)と低下である。ただ、粘着価格 CPI だけは 2.3%(4月 2.2%)へ小幅上昇した。

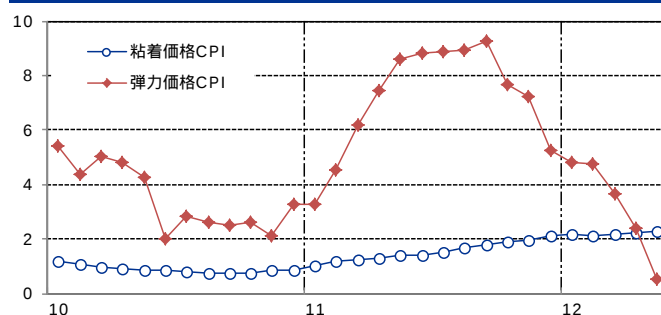
トレンド指標の動きを総合すれば、米国経済のインフレ圧力は緩やかに低下している可能性が高いと考えられる。背景には、雇用統計などが示した雇用市場の需給緩和や賃金上昇率鈍化がある。但し、Fed が目標とする 2%を大きく下回っていくような、トレンド変化が生じているわけではない。足元のインフレ率低下の主因は、あくまでもエネルギーなどのボラタイルな品目である。それは、アトランタ連銀が算出している粘着価格 CPI (Sticky CPI) と弾力価格 CPI (Flexible CPI) の対比から鮮明に読み取れる。

CPI のトレンド指標推移 (前月比年率%)



(出所) CEIC Data

粘着価格CPIと弾力価格CPI (12ヶ月前比、%)



(出所) FRB of Atlanta

【米国主要経済指標】

	Q2-11	Q3-11	Q4-11	Q1-12				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	4.0	4.4	3.8	3.6				
実質GDP	1.3	1.8	3.0	1.9				
個人消費	0.7	1.7	2.1	2.7				
住宅投資	4.2	1.2	11.7	19.3				
設備投資	10.3	15.7	5.2	1.9				
政府支出	▲0.9	▲0.1	▲4.1	▲3.9				
輸出	3.6	4.7	2.7	7.2				
輸入	1.4	1.2	3.7	6.1				
経常収支(10億ドル)	▲119	▲108	▲119	▲137				
名目GDP比(%)	▲3.2	▲2.9	▲3.1	▲3.6				
	Q2-11	Q3-11	Q4-11	Q1-12	Feb-12	Mar-12	Apr-12	May-12
	注記がない限り前期比年率(%)				注記がない限り前月比(%)			
個人可処分所得	2.7	3.1	1.3	2.9	0.3	0.4	0.2	
消費者信頼感	61.8	50.3	53.6	67.5	71.6	69.5	68.7	64.9
小売売上高	5.9	4.9	8.8	6.7	1.0	0.4	▲0.2	▲0.2
除(自動車、ガソリン、建設資材等)	6.2	4.9	5.8	5.8	0.7	0.4	0.1	0.1
鉱工業生産	1.2	5.6	5.1	5.6	0.4	▲0.5	1.0	▲0.1
住宅着工件数(年率換算、千件)	573	614	678	715	718	706	744	708
中古住宅販売戸数	▲14.2	6.9	11.8	19.6	▲0.6	▲2.8	3.4	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	9.1	8.1	6.4	6.2	6.3	6.2	6.6	
非国防資本財受注(除(航空機))	20.9	4.7	5.6	0.4	2.9	▲2.3	▲2.1	
民間非居住建設支出	24.9	25.2	14.9	9.4	0.1	1.2	▲0.2	
貿易収支(10億ドル)	▲142	▲135	▲146	▲151	▲45	▲53	▲50	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲143	▲141	▲143	▲143	▲45	▲50	▲49	
実質財輸出	4.8	7.9	5.9	4.3	▲0.3	2.5	▲1.5	
実質財輸入	▲1.1	3.6	6.2	2.7	▲3.0	5.0	▲1.6	
ISM製造業指数(四半期は平均)	56.6	52.1	52.4	53.3	52.4	53.4	54.8	53.5
ISM非製造業指数(四半期は平均)	54.1	53.3	52.7	56.7	57.3	56.0	53.5	53.7
失業率(%)	9.1	9.1	8.7	8.2	8.3	8.2	8.1	8.2
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	130	128	164	226	259	143	77	69
民間雇用者数(前月差、千人)	158	148	184	226	254	147	87	82
四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	2.0	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	1.8	1.7
消費者物価(前年比、%)	3.4	3.8	3.3	2.8	2.9	2.7	2.3	1.7
コア消費者物価(前年比、%)	1.5	1.9	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3
PCEデフレーター(前年比、%)	2.5	2.9	2.7	2.3	2.3	2.1	1.8	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.3	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0	1.9	
FF金利誘導目標(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
2年債利回り(%)	0.41	0.21	0.26	0.34	0.28	0.34	0.29	0.29
10年債利回り(%)	3.00	1.98	1.98	2.17	1.97	2.17	2.05	1.80
名目実効為替レート(1997/1=100)	95.3	98.0	100.5	98.7	98.1	98.7	99.0	100.7
ダウ工業株30種平均	12414	10913	12218	13212	12952	13212	13214	12393
S&P500株価指数	1321	1131	1258	1408	1366	1408	1398	1310

(出所)CEIC Data (注)金融指標は末値

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。