

米国経済情報

2012年7月号

Summary

【内 容】

1. 金融政策:
FOMC プレビュー
- (1) 米国経済の現状
- (2) FOMC 投票権者の見解
- (3) FOMC 予想:
8月 QE3 の可能性を過小評価すべきではない
2. 経済動向分析:
4～6月期は低成長
- (1) 4～6月期は 1.2% 成長を予想
- (2) GDP ショック再び?
- (3) 雇用情勢は引き続き低位
- (4) 個人消費が失速
- (5) 製造業景況感が中立水準を割り込む
- (6) 設備投資は低い伸びに
- (7) 欧州向けを中心に輸出が減速
- (8) インフレは安定推移
3. トピックス:
一人気を吐く米住宅市場

4～6月期の米国経済は低調に推移した模様である。

何よりも、個人消費の低迷が大きい。国内雇用情勢の停滞や欧州債務問題などを受けた金融市場の混乱などにより、消費者マインドが悪化し、消費支出の減少に繋がったと考えられる。ガソリン価格下落による可処分所得押し上げは、マインド悪化により遮断され、残念ながら、消費支出の増加には結びつかなかった。当社では4～6月期の個人消費が前期比年率1%と4四半期ぶりの低い伸びにとどまったと見込んでいる。

4～6月期の設備投資は、1～3月期の前期比年率3.1%と同程度の低い伸びが予想される。海外情勢や国内財政問題などに対する不透明感が強い下で、企業は投資計画を先送りしている。輸出は中国向けや中南米向けは堅調も、欧州向けなどが振るわず、伸び鈍化が予想される。米国内の個人消費が低迷する下で、輸入も低い伸びにとどまるが、輸出の伸びは上回るため、純輸出は赤字幅が拡大し、成長率を幾分押し下げた模様である。

4～6月期に好調だったのは住宅投資である。新築住宅の販売増加に伴う在庫減少を受けて、住宅建設が活発である。住宅バブル崩壊前に比べ、規模が大きく縮小しているため、成長に対する寄与は限定的なものにとどまり、けん引役とはなりえないが、米国経済全体を下支えする役割を果たしている。

住宅投資以外の内需、加えて外需も低調に推移したため、4～6月期の実質GDP成長率が前期比年率1.2%と、昨年1～3月期の0.4%以来の低い伸びにとどまったと予想される。

こうした4～6月期低成長に象徴される景気減速を受けて、7月31日～8月1日に開催されるFOMCが注目される。足元の経済情勢は6月FOMCで示された経済見通しを下回って推移していると考えられる。6月FOMCで条件付き追加緩和支持を表明した中間派2名が、最近の講演において、現在の経済状態が継続する場合には追加金融緩和に対する支持を明言しており、そうした条件付き金融緩和支持派の判断変更により、早いタイミングでQE3が決断される可能性がある。経済指標に左右される部分は大きいですが、8月1日にQE3の実施が決定される可能性を過小評価すべきではない。

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

1. 金融政策 : FOMC プレビュー

7月31日～8月1日に、FOMCが開催される。最大の焦点は、Fedが追加緩和策を打ち出すか否かである。Fedは前回6月19～20日にオペレーション・ツイストの2012年末までの延長を決定しており、通常であれば、追加緩和の効果を見極めるために現状維持が選択される可能性が高い。しかし、米国経済はFOMC参加者の想定以上に減速しており、様子見が許されない状況とも言える。米国経済の現状とFOMC参加者の見解を確認した上で、当社のFOMC予想を示す。

(1) 米国経済の現状

6月FOMC以降に公表された主要な経済指標により、以下の内容が明らかとなった。

景気の下振れを示唆

6月雇用統計：雇用情勢の（更なる悪化はなかったが）低位推移

5月個人消費支出や6月小売売上高、6～7月マインド調査などの消費関連データ：消費失速

6月ISM調査：企業景況感の悪化、特に製造業は中立水準の50割れ

景気の底堅さを示唆

6月鉱工業生産：4～6月期は減速したものの、増勢を維持

5～6月住宅関連データ：住宅市場の持ち直し

また、7月9日までの情報に基づき編集されたページブックでは、総括判断が前回の「緩やかなペースで拡大」から「緩やか、または穏やかなペースで拡大」へ下方修正された¹。

住宅関連など米国経済の底堅さを示したデータもあるが、減速を示唆したものの方が多い。中でも、目立ったのは消費関連データの失速である。特に4～6月期の小売売上高は金融危機で落ち込んだ2009年1～3月期以来の減少に転じた（前期比年率 0.8%）。

足元の経済データは FOMC 参加者の想定を下回る

足元の経済指標に基づき、当社は4～6月期の成長率予想を前期比年率1.2%（1～3月期1.9%）へ下方修正したが、こうした4～6月期の低成長は、FOMC参加者が6月FOMCで想定した成長率を下回っている可能性が高い。

FOMC参加者の見通しは、1月FOMC時点

FOMC参加者の見通し変化(SEP)

1. 経済見通し

| | (%) | 2012 | 2013 | 2014 | Longer run |
|-------------|-----|---------|---------|---------|------------|
| 成長率 | 6月 | 1.9 2.4 | 2.2 2.8 | 3.0 3.5 | 2.3 2.5 |
| | 4月 | 2.4 2.9 | 2.7 3.1 | 3.1 3.6 | 2.3 2.6 |
| | 1月 | 2.2 2.7 | 2.8 3.2 | 3.3 4.0 | 2.3 2.6 |
| 失業率 | 6月 | 8.0 8.2 | 7.5 8.0 | 7.0 7.7 | 5.2 6.0 |
| | 4月 | 7.8 8.0 | 7.3 7.7 | 6.7 7.4 | 5.2 6.0 |
| | 1月 | 8.2 8.5 | 7.4 8.1 | 6.7 7.6 | 5.2 6.0 |
| PCEデフレーター | 6月 | 1.2 1.7 | 1.5 2.0 | 1.5 2.0 | 2.0 |
| | 4月 | 1.9 2.0 | 1.6 2.0 | 1.7 2.0 | 2.0 |
| | 1月 | 1.4 1.8 | 1.4 2.0 | 1.6 2.0 | 2.0 |
| コアPCEデフレーター | 6月 | 1.7 2.0 | 1.6 2.0 | 1.6 2.0 | - |
| | 4月 | 1.8 2.0 | 1.7 2.0 | 1.8 2.0 | - |
| | 1月 | 1.5 1.8 | 1.5 2.0 | 1.6 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 | 6月 | 3 | 7 | 6 | 0 |
| | 4月 | 3 | 7 | 4 | 0 |
| | 1月 | 3 | 5 | 4 | 2 |

(出所) Fed

¹ 判断は12地区中「緩やか (moderate)」が5地区（前回7地区）、「穏やか (modest)」が3地区（前回3地区）。なお、前回「moderate」としていた2地区は「modest」ではなく、更なる減速 (slower pace since the last report) と記載しており、その2地区を含めれば、「modest」が5地区となる。

の慎重な計数が、1～3月期の好調な雇用や消費データを踏まえ4月時点で上方修正された後、6月FOMCで1月時点を大きく下回る水準まで下方修正された。しかし、現時点で見通しを問われれば、6月見通しよりも更に下方修正する参加者が多いと推測される。なお、FOMC参加者による、次の見通しが示されるのは9月FOMCとなる（今後は3月、6月、9月、12月のFOMCにおいて見通しを公表する予定）。

(2)FOMC 投票権者の見解

6月FOMC後に明確な見解を示したFOMC投票権者はそれほど多くない。ハト派の地区連銀総裁2名と中間派の地区連銀総裁2名、そしてバーナンキ議長である²。

ウィリアムズ総裁は追加緩和策として資産購入を提示

まず、ハト派から見ると、NY連銀のダドリー総裁は6月29日にプエルトリコで行った講演³において、6月雇用統計などが未公表のタイミングだったこともあり、「国内経済の減速度合いを判断するには追加情報が必要」と述べるにとどめた。但し、ダドリー総裁は筋金入りのハト派と考えられ、追加緩和に否定的ではないだろう。また、同じハト派であるサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁は7月9日の講演⁴において、追加緩和が必要との明言こそ避けたものの、デュアルマンデートの達成に向けてFOMCが必要な対策を講じる準備ができていることを述べると共に、その対策としてはQE3などに代表される追加資産購入が最も効果的と指摘している。

We are falling short on both our employment and price stability mandates, and I expect that we will make only very limited progress toward these goals over the next year. Moreover, strains in global financial markets raise the prospect that economic growth and progress on employment will be even slower than I anticipate. In these

FOMCの投票権者

| | 2011年10名 | 2012年12名 | スタンス |
|--------|--------------------|---------------------|-------------|
| 理事 | バーナンキ議長 | バーナンキ議長 | 中間派 |
| | イエレン副議長 | イエレン副議長 | ハト派 |
| | デューク理事 | デューク理事 | バーナンキ議長追随 |
| | タルーロ理事 | タルーロ理事 | バーナンキ議長追随 |
| | ラスキン理事 | ラスキン理事 | バーナンキ議長追随 |
| | ウォーシュ理事3月退任 | パウエル理事(2012/5/25就任) | 新任 スタンスは不明 |
| | 欠員 | スタイン理事(2012/5/30就任) | 新任 スタンスは不明 |
| 地区連銀総裁 | ダドリーNY連銀総裁 | ダドリーNY連銀総裁 | ハト派,FOMC副議長 |
| | エバンス・シカゴ連銀総裁 | ピアナルト・クリーブランド連銀総裁 | 中間派 |
| | フィッシャー・ダラス連銀総裁 | ロックハート・アトランタ連銀総裁 | 中間派 |
| | ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁 | ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁 | ハト派 |
| | コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁 | ラッカー・リッチモンド連銀総裁 | タカ派 |

（資料）Federal Reserve Board 資料等より伊藤忠経済研究所作成。

² デューク理事が7月20日に行った講演は米国の現在の金融政策に言及していないため、割愛。

³ "There are important issues - such as the outlook in Europe and the degree to which we have lost underlying momentum at home - where more information is needed before making an informed judgment" June 29, 2012, William C. Dudley

⁴ "The Economic Outlook and Challenges to Monetary Policy" July 9, 2012, John C. Williams

circumstances, it is essential that we provide sufficient monetary accommodation to keep our economy moving towards our employment and price stability mandates.

If further action is called for, the most effective tool would be additional purchases of longer-maturity securities, including agency mortgage-backed securities. These purchases have proven effective in lowering borrowing costs and improving financial conditions.

At the Fed, we take our dual mandate with the utmost seriousness. This is a period when extraordinary vigilance is demanded. We stand ready to do what is necessary to attain our goals of maximum employment and price stability.

なお、同じくハト派に属するイエレン副議長は講演を行っていない。

中間派は現在の経済状態が続けば追加緩和が必要との判断

中間派の2名の地区連銀総裁、アトランタ連銀のロックハート総裁とクリーブランド連銀のピアナルト総裁は、極めて興味深い講演を行なっている。ロックハート総裁は7月13日の講演⁵において、6月FOMCでの見通し下方修正が、突然かつ重大な部類に属する変更（a rather abrupt and material adjustment）であり、それがオペレーション・ツイストの変更に繋がったことを認めた上で、更なる追加緩和に関する考察を行なった。ロックハート総裁は、追加緩和が「魔法の薬（a miracle cure）」ではないと過度の期待を牽制しつつも、最近のほとんどのデータが示唆するような（低調な）軌道を経済がたどり、年末から2013年にかけて成長及び雇用が改善するとの見通しが狂うのであれば、現在の金融政策を支持しない、すなわち追加緩和が必要になるとのスタンスを表明している。

It's possible another policy decision looms. My colleagues and I on the FOMC may confront a decision on whether or not to respond more aggressively to the economy's apparent weakness.

On the likely effectiveness of further monetary stimulus—a policy that would necessarily be brought to bear at least in part through credit channels—I think we should have modest expectations about what further action can accomplish. I do not think this means monetary policy is impotent or has reached its limit. But I don't see more quantitative easing or similar policy action as a miracle cure, especially absent fixes in policy areas outside the central bank's purview.

[M]y support for the current stance of policy rests on a forecast that sees a step-up of output and employment growth by year-end and into 2013. If the economy continues on the track indicated by the most recent incoming data and information, that forecast will become untenable, as will the policy premises underlying it.

また、ピアナルト総裁は7月17日の講演⁶において、ロックハート総裁と概ね同趣旨だが、よりシンプルに自身の見解を述べている。すなわちピアナルト総裁は、現時点で2012年の成長率を2%と予想するが、その達成のためには2012年後半の成長加速が必要であり、もし現在の景気減速が続くのであれば、追加緩和の実施が正当化されるとの見解を明示しているのである。

⁵ “The Debate Over Further Monetary Action” July 13, 2012, Dennis P. Lockhart

⁶ “Monetary Policy in Challenging Times”

When all is said and done, I am expecting growth to come in for 2012 just around 2 percent, and I would add that reaching this level of moderate growth is going to require some acceleration in growth in the second half of this year.

My outlook calls for the pace of growth to pick up over the course of this year and into 2013 as the headwinds holding back the recovery gradually abate. I also expect inflation to remain close to 2 percent. If the expansion were to continue to lose momentum, and inflation threatened to run persistently below 2 percent, additional policy action could be warranted.

バーナンキ議長は踏み込んだ示唆を示さず

最後に、バーナンキ議長は、7月17日に上院、18日に下院で行った議会証言⁷において、「物価安定の下で一段と強い景気回復と持続的な雇用市場の改善を促進するため、適切に追加措置を講じる用意がある」と6月FOMCステートメントに明記したことを述べるにとどめ、今後の金融政策に関する踏み込んだ示唆は行わなかった。但し、バーナンキ議長が用いた「明記 (the Committee made clear at its June meeting that ...)」との表現は弱いものではない。なお、議員との質疑応答では、追加緩和手段として 資産買入、銀行貸出増加のための連銀貸出の利用、IOER金利 (超過準備預金への付利金利) の引き下げ、コミュニケーション政策 (時間軸政策) などがあることを示した上で、そうした手段は軽率に利用されるべきではないが、依然として効果を有すると述べている。

Reflecting its concerns about the slow pace of progress in reducing unemployment and the downside risks to the economic outlook, the Committee made clear at its June meeting that it is prepared to take further action as appropriate to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability.

6月FOMC以降に金融政策に関する見解を表明したFRB理事はいないが、新任のスタイン理事が共同論文⁸を公表し、金融政策が長期金利に大きな影響を及ぼすとの見解を明らかにしている。

(3) FOMC 予想 : 8月 QE3 の可能性を過小評価すべきではない

以上の FOMC 投票権者の見解を踏まえた上で、6月19~20日 FOMC の議事要旨 (Minutes) を見直すと、「デュアルマンドート達成のために追加緩和が必要」と指摘した「2~3名の投票権者 (A few members)」はウィリアムズ総裁、ダドリー総裁、イエレン副議長である可能性が高い (うち2名か?)。一方、「景気回復が失速し、下振れリスクが顕著に高まった場合、インフレがマンドートを大きく下回る場合に、追加緩和が正当化される」と条件付き緩和支持を述べた「数名の投票権者 (Several others)」のうち2名は、ロックハート総裁とピアナルト総裁であると考えられる。

2012年FOMCのスケジュール

| | |
|---------------|-----------|
| 2012/1/24-25 | SEP, 記者会見 |
| 2012/3/13 | |
| 2012/4/24-25 | SEP, 記者会見 |
| 2012/6/19-20 | SEP, 記者会見 |
| 2012/7/31-8/1 | |
| 2012/9/12-13 | SEP, 記者会見 |
| 2012/10/23-24 | |
| 2012/12/11-12 | SEP, 記者会見 |

FOMCは年8回。

6月 FOMC において条件付き緩和支持を示した2名の地区連銀総裁、ロックハート総裁とピアナルト総裁が、その後の講演

(出所) FRB

⁷ “Semiannual Monetary Policy Report to the Congress” July 17 & 18, 2012, Chairman Ben S. Bernanke

⁸ “Monetary Policy and Long-Term Real Rates” July 2012, Samuel G. Hanson and Jeremy C. Stein

において、議事要旨に示された見解から一步踏み込んで、現在の景気低迷が続き見通しを下方修正する必要が生じた場合に追加緩和を支持する旨を明言した点は重要であろう。重要なのは、追加緩和のために更なる景気失速が必要という訳ではなく、金融政策現状維持のために景気再加速が必要と示している点である。加えて、議事要旨を参考にすれば、同様の見解に傾いている可能性がある参加者が他に1~3名存在する。

6月の小売売上高など更なる景気失速や景気低迷の継続を示唆する指標が増えており、条件付き金融緩和支持派が、追加緩和が必要との判断へ、早晚転じる可能性を否定出来ない。その場合、3名のハト派（イエレン副議長、ダドリー総裁、ウィリアムズ総裁）も当然に追加緩和の実施を支持すると見込まれる。タカ派のラッカー総裁は、反対票を投じ続けると考えられるが、12名の投票権者のうち、過半数に近い投票権者（5~8名）が追加緩和支持に傾けば、バーナンキ議長がそれを止めるとは考えにくい、というよりも支持するだろう。なお、残りのFRB理事は、バーナンキ議長の判断に従い、追加緩和を支持すると予想される。

問題は、その2012年下期の景気回復見通しに対する諦めを次回7月31日~8月1日のFOMCで行うのか、それとも回復への希望を残して9月12~13日のFOMCへ判断を先送りするのかである。冒頭で述べたように、オペレーション・ツイストの効果により9月FOMCまで待つだけの余裕があるとの判断も正当化され得るが、個人消費などを中心とした足元の経済指標の急速な悪化は手遅れになる前に追加対策を講じる必要性を提示しているように思われる。今後発表される経済指標に左右される部分は大きい。8月1日にQE3の実施が表明される可能性を過小評価すべきではないだろう。いずれにしろ、FOMC投票権者は、ギリギリまで経済動向をフォローした上で決断せざるを得ない（7月26日：6月耐久財受注、7月27日：4~6月期GDP⁹、7月31日：6月個人所得・支出、8月1日：7月製造業ISM指数）。

なお、次回7月31日~8月1日のFOMCにおいてQE3実施などに至らない場合、8月末に行われるジャクソンホール・カンファレンスが再び注目を集めることになる。

⁹ 後述するように4~6月期GDPの公表に際し、例年通りの遡及改訂が施される。その遡及改訂によって景気認識が大きな変更を迫られる可能性もある。

(3)雇用情勢は引き続き低位

6月の非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll employment）は前月差+8.0万人と、5月改訂値の+7.7万人とほぼ同程度の増加ペースにとどまった。最近3ヶ月は4月+6.8万人（改訂前+7.7万人）5月+7.7万人（同+6.9万人）6月+8.0万人と微増しており、更なる減速は回避されているが、水準は低い。

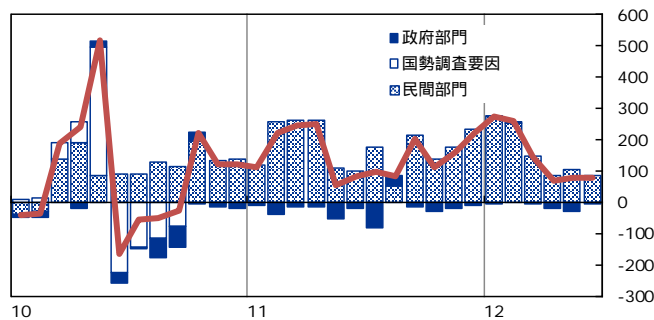
NFPの内訳は、民間部門が5月改訂値の前月差+10.5万人（改訂前+8.2万人）が6月は+8.4万人へ小幅減速する一方、政府部門の減少幅は5月改訂値 2.8万人（改訂前 1.3万人）が 0.4万人へ縮小し、トータルでは若干だが増加幅が拡大した。民間部門では、財生産部門が+1.3万人（5月 2.1万人）と2ヶ月ぶりの増加へ転じる一方、サービス部門は+7.1万人（5月+12.6万人）へ減速した。

家計調査から算出される6月の失業率は8.22%と5月8.21%からほぼ横ばいだった。雇用者数が前月から12.8万人拡大（5月+42.2万人）すると同時に、失業者も2.9万人増加したためである。労働力人口は15.6万人増加し、労働力率は5月と変わらずの63.8%だった。なお、雇用者数の内訳はフルタイム労働者が前月差+36.1万人（5月 26.6万人）と3ヶ月ぶりに増加、逆にパートタイム労働者は 14.4万人（5月+61.8万人）と3ヶ月ぶりの減少へ転じ、5月より幾分良好である。また、長期失業者比率（失業者に占める失業期間27週以上の失業者の割合）は42.1%と5月の42.5%から僅かに低下した。

平均時給は労働者全体が12ヶ月前比1.95%（5月1.83%）へ、製造及び非管理労働者も1.49%（5月1.34%）へ、共に小幅伸びが高まっている。NFPと合わせて考えれば雇用者報酬は6月に幾分伸びを高めたと判断される。

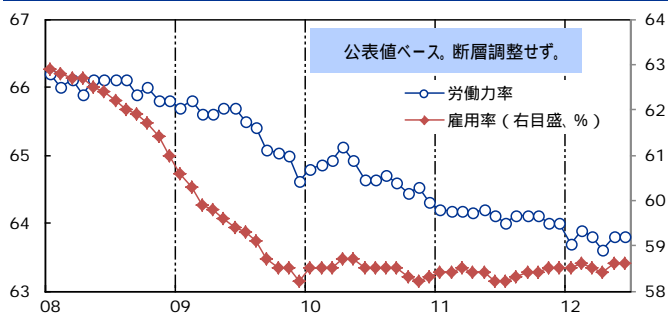
NFPに加え、失業率や賃金の動向なども踏まえると、6月の雇用情勢は5月から僅かに好転したと言えるが、その回復ペースは未だ低位にとどまる。

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



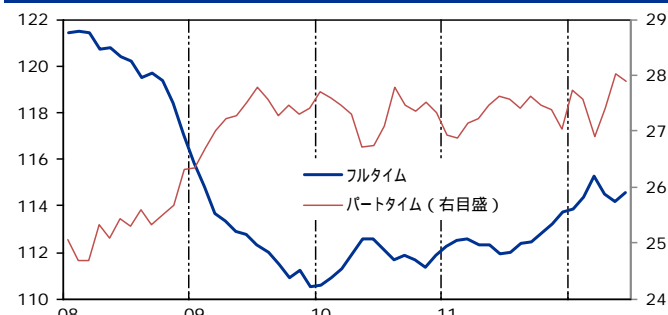
(出所)CEIC

労働力率と雇用率の推移（%）



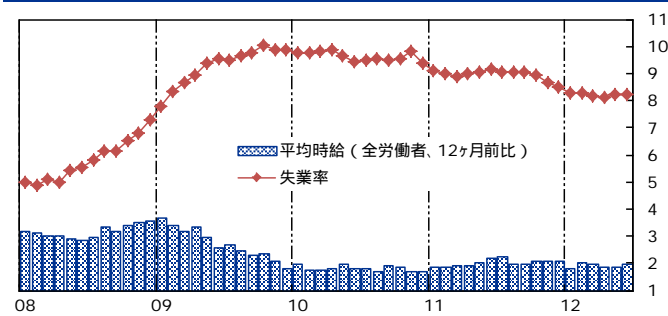
(出所)CEIC

就業時間別雇用者数の推移（百万人）



(出所)CEIC

失業率と平均時給の推移（%）



(出所)CEIC

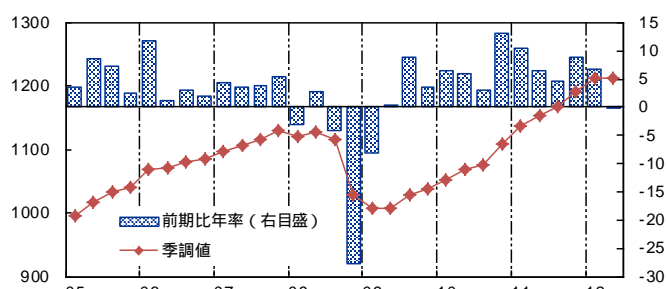
(4)個人消費が失速

7月16日に公表された米国の6月小売売上高は前月比 0.5%と3ヶ月連続で減少した。市場コンセンサスでは0.2%の増加が見込まれており、大きなネガティブ・サプライズとなった。加えて、遡及しての下方修正幅も大きい。4月データが前月比 0.2%から 0.5%へ大幅に下方修正され、4月 0.5%、5月 0.2%、6月 0.5%と大幅な落ち込みである。5月実績発表時点において、4~5月平均は1~3月期を年率換算で1.1%上回っていたが、今回の6月実績発表時点では4~6月期は1~3月期を0.8%下回る。四半期ベースでの小売売上高の減少は、実に2009年1~3月期以来である。

5月の小売売上高減少には、ガソリン価格の急落によるデフレーター¹⁰の低下が大きく響いていた。名目ベースの前月比 0.2%に対し、商務省が試算する実質小売売上高は5月に前月比0.4%¹⁰と明確に増加した。ガソリン価格下落による実質可処分所得の拡大は、マインド悪化に遮られ、消費支出の増加にまでは結びついてはいなかったものの、5月段階では消費者の支出行動が低迷していた訳ではない。しかし、6月はガソリン価格の下落ペースが鈍化したため、デフレーター¹⁰の低下幅も限られる。ヘッドラインCPIは5月の前月比 0.3%が6月は横ばいへ転じ、財に限れば低下幅が5月の0.9%から6月は 0.2%へ大きく縮小した。6月小売売上高は、実質ベースで見ても小幅に減少したと判断される。

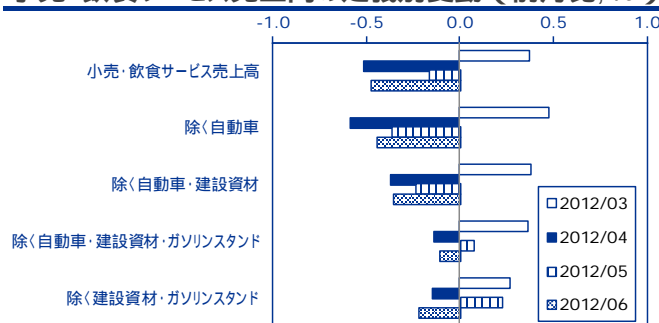
4~6月期の小売売上高は、上述の通り、前期比年率 0.8% (1~3月期 6.7%) と落ち込んだ。落ち込みの一部は、ガソリン価格下落に伴うガソリン販売の目減りによるものである。ガソリン販売は4~6月期に 8.7%(1~3月期 11.4%)と急減し、小売売上高全体を 1.0%Pt 押し下げた。しかし、ガソリン販売を除くベース (1~3月期 6.1% 1~3月期 0.3%) や、コア指標 (除く自動車・建設

小売・飲食サービス売上高 (10億ドル、%)



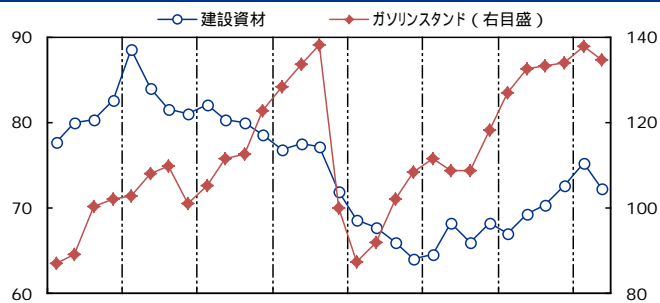
(出所) CEIC

小売・飲食サービス売上高の定義別変動 (前月比、%)



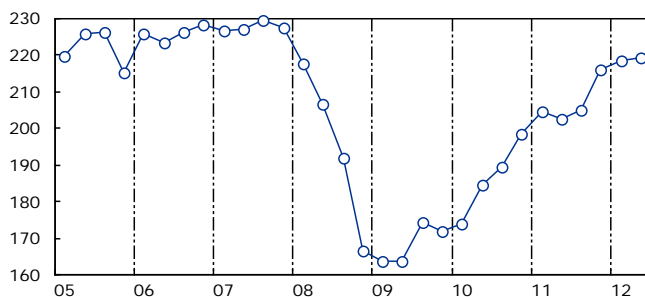
(出所) CEIC

ガソリンと建設資材の売上高 (10億ドル)



(出所) CEIC

自動車及び同部品の売上高 (10億ドル)



(出所) CEIC

¹⁰ 5月の名目小売売上高に基づくベースだが、5月の前月比は遡及修正がないため、現時点でも大きくは変わらない。一方、4月の実質小売売上高は前月比0.0%だが、本文で述べた遡及修正に基づけば、下方修正されると考えられる。

資材・ガソリン、1～3月期 5.8% 4～6月期 1.4%）
 で見ても、小売売上高の低迷は変わらない。

品目別に見ても、4～6月期は全般的に振るわないが、中でも落ち込みが特に大きいのは建設資材である。1～3月期に好転に恵まれ、住宅建設や改築が進み、15.2%と大きく伸びた反動はあるものの、4～6月期の建設資材は 14.9%と大幅に減少した（全体に対する寄与度 1.0%Pt）。住居関連と言うことでは、家具（1～3月期 14.8% 4～6月期 1.0%）や電気製品（1～3月期 9.8% 4～6月期 6.2%）も振るわなかった。他では、衣料品販売が前期比年率 1.8%（1～3月期 11.3%）と減少に転じている。一方、自動車・同部品売上高は4～6月期に 2.0%（1～3月期 4.3%）と減速こそしたものの、増勢を維持した。増加は4四半期連続である。

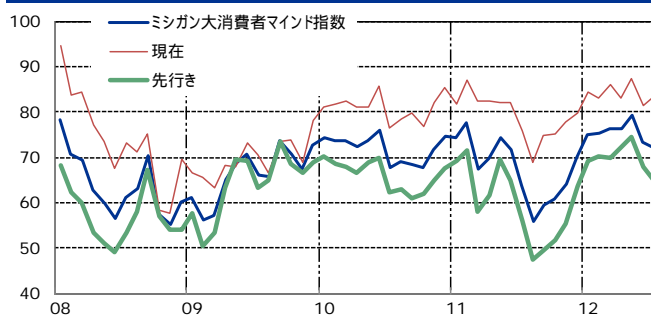
小売売上高の低迷により、4～6月期の個人消費支出の見通しを大幅に引き下げる。当社では従来、個人消費支出が1～3月期の前期比年率 2.5%から4～6月期に1%台後半まで減速すると予想してきた。しかし、今回の小売売上高公表を踏まえ、個人消費支出の見通しを前期比年率 1%程度へ、大幅に下方修正する。小売売上高が示した個人消費の弱さは、その一部が好転に恵まれた1～3月期の反動であり、またガソリン価格下落による目減りが含まれるとは言え、極めて深刻なものと判断せざるを得ない。国内雇用情勢の停滞や欧州債務問題などを受けた金融市場の混乱などを受けて、消費者マインドが悪化し、消費支出の減少に繋がったと考えられる。ガソリン価格下落による可処分所得押し上げは、マインド悪化により遮断され、残念ながら、消費支出の増加には結びついていない。

(5) 製造業景況感が中立水準を割り込む

製造業 ISM 指数は6月に 49.7 と、5月の 53.5 から大幅に低下した。中立水準である 50 を割り込むのは2009年7月以来である。内訳を見ると、新規受注が 47.8（5月 60.1）へ急低下したほか、在庫判断も 44.0（5月 46.0）と大きく50を下回っている。新規受注の減少を踏まえ、企業が在庫圧縮を行なったことが読み取れる。なお、雇用は5月 56.9 が6月も 56.6 と高水準だった。7月分が公表済の地区連銀データを見ると、6月対比では幾分改善も、未だ低水準にとどまっており、ISM 指数も7月に劇的な改善は期待できない。

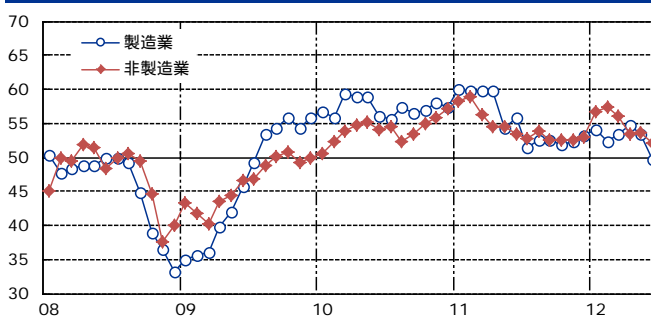
一方、実体指標である鉱工業生産は6月に前月比 0.4%と2ヶ月ぶりに増加した。四半期ベースで生産を見ると、1～3月期前期比年率 5.8%が4～6月期は 2.2%へ減速している。1～3月期に、好天

ミシガン大消費者マインド指数



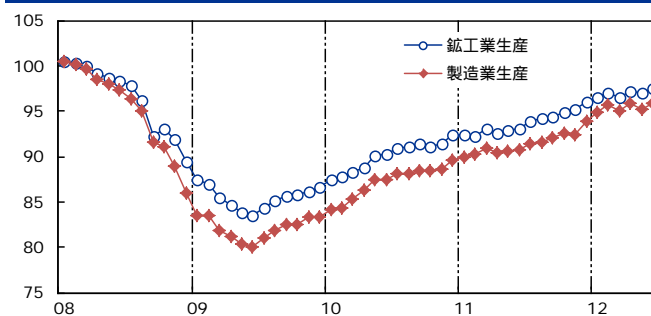
（出所）Univ. Michigan, Thomson Reuters

ISM調査の企業景況感（中立＝50）



（出所）Institute for Supply Management

鉱工業生産の推移（2007＝100）



（出所）Fed

に伴うエネルギー需要減少を受けて落ち込んだ電気・ガスが拡大に転じたものの（1～3月期 13.8% 4～6月期 14.9%）製造業が大幅に減速したためである（1～3月期 9.8% 4～6月期 1.4%）。自動車生産は4四半期連続の年率二桁増加と好調を維持したが、一次金属や石油・石炭、化学製品など素材関連が低迷し、全体を押し下げた。実体指標も方向は下向きと言えるが、ISM 指数ほどではない。

(6)設備投資は低い伸びに

1～3月期の前期比年率 3.1%に続き、4～6月期も設備投資は低い伸びが続いた模様である。先行きに対する不透明感が強い下で、企業は投資計画を先送りしていると考えられる。

まず、機械投資の一致指標である非国防資本財出荷（除く航空機）は4～5月平均が1～3月期を年率換算で 1.8%上回るにとどまった（1～3月期は前期比年率 5.6%）。先行指標である同受注は4～5月平均が1～3月期を 4.1%下回っており、6月や7～9月期の急回復も期待し難い。

また、構築物投資の一致指標である民間非居住用構築物投資は4～5月平均が1～3月期を年率換算で 4.8%上回り、機械投資に比べ底固いが、1～3月期の前期比年率 31.5%からは減速しており、やはり多くは期待できないだろう。

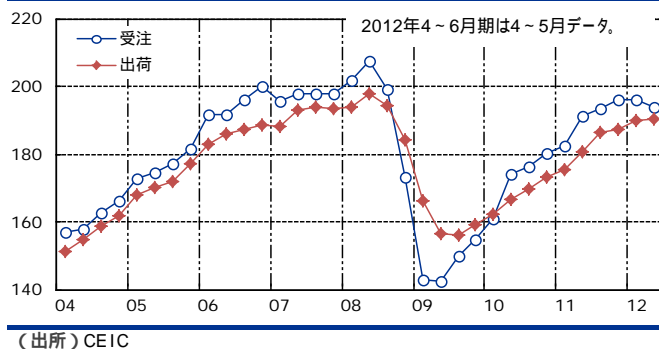
(7)欧州向けを中心に輸出が減速

貿易統計によると、貿易赤字（BOP ベース）は4月の年率 6,072 億ドルが、5月は 5,842 億ドルへ縮小した。四半期ベースで見ても、1～3月期の 6,040 億ドルが4～5月平均は 5,957 億ドルへと幾分縮小している。5月に輸出が前月比 0.2%（4月 0.9%）と小幅に増加した一方、輸入は 0.7%（4月 1.6%）と2ヶ月連続で減少したためである。石油輸入の減少が、輸入全体を押し下げた。

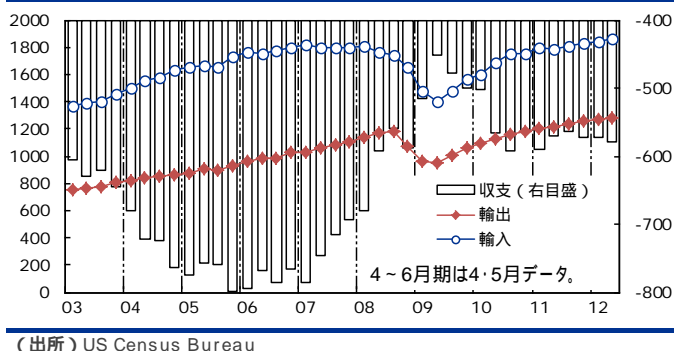
GDP の純輸出と概念に近い実質財ベースの動向を見ると、実質財輸出は5月に前月比 1.0%（4月 1.5%）実質財輸入が 0.3%（4月 1.5%）と共に2ヶ月ぶりに増加した。実質財輸出の4～5月平均は1～3月期を年率換算で 2.4%上回るにとどまっており、1～3月期の前期比年率 4.3%から減速する。GDP ベースの輸出も伸びが鈍化する可能性が高い。一方、輸入は4～5月平均が1～3月期を年率換算で 3.3%上回り、1～3月期の前期比年率 2.7%から若干だが加速した。輸出の伸びを輸入が上回ったため、実質貿易収支の赤字幅は拡大し、4～6月期の外需は成長率を押し下げたと見込まれる。

4～5月平均について実質ベースの内訳を見ると、輸出では、中国向けを中心とした環太平洋地域向けや中南米向けが堅調な一方、EU や南アジア向けが低調だった。輸入は生産財が減少の一方、消費財や資本財が伸びた。

非国防資本財（除く航空機）の受注と出荷（10億ドル）



実質財収支の推移（年率、10億ドル、貿易統計）



(8)インフレは安定推移

6月消費者物価指数（ヘッドライン CPI）は前月比 0.04%（5月 0.28%）とほぼ横ばいだった。原油価格下落を受けてガソリン価格を中心にエネルギー価格が3ヶ月連続で低下したものの、低下幅は5月 4.3%が6月は 1.4%へ鈍化したため、コア CPI（除く食料・エネルギー）の安定的な上昇（5月 0.2%、6月 0.2%）によって相殺された。5月に前月比 0.9%と急低下した財価格も、6月の低下幅は 0.2%へ縮小している。前年比で見ると、ヘッドライン CPI は前年比 1.7%と5月から変わらず、コア CPI は 2.2%（5月 2.3%）へ小幅低下した。

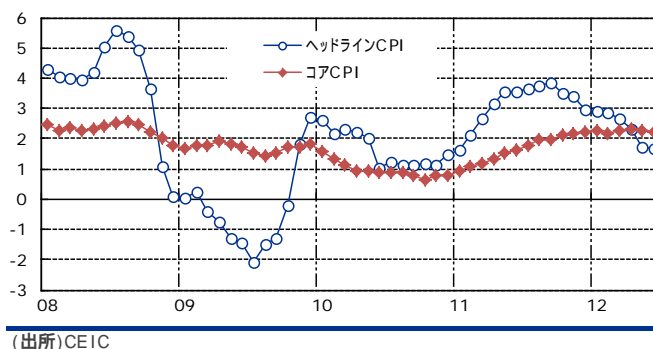
コア CPI の内訳を前月比で見ると、多くの分類で緩やかな上昇となっているが、4月及び5月に比べて伸びが高まっているのは、衣服（5月 0.4%、6月 0.5%）、医療（0.4%、0.6%）、娯楽（0.1%、0.3%）などである。衣服について製造を担う新興国の賃金上昇に伴う上昇トレンドが継続したほか、サービス価格の上昇が目立つ。

なお、全米平均ガソリン価格は、7月中旬までのデータによると、6月平均 3.54 ドル/ガロンが、7月は 3.4 ドル程度へ低下している。CPI にそのまま当てはめると、CPI ベースのガソリン価格は原系列が前月比 3.6%（6月 6.1%）と引き続き低下するものの、季調値では 0.6%（6月 2.0%）とほぼ横ばいにとどまり、下落が一服する。

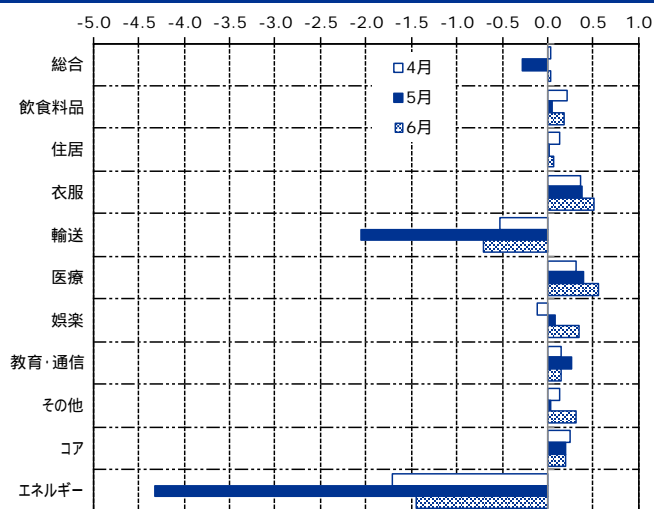
トレンド指標を見ると、刈り込み平均 CPI が 12ヶ月前比 2.2%（5月 2.1%）、中央値 CPI は 2.3%（5月 2.3%）、粘着価格 CPI が 2.3%（2.3%）と Fed がマンドレートに適うと考える 2%を若干上回る水準で概ね安定して推移している。

最後に、インフレ期待を見ると、ミシガン大調査の5年期待インフレ率は 2.8%程度で横ばい、インフレ連動債から算出される期待インフレ率（10年）は 2.1%で推移している。共に安定と言える。

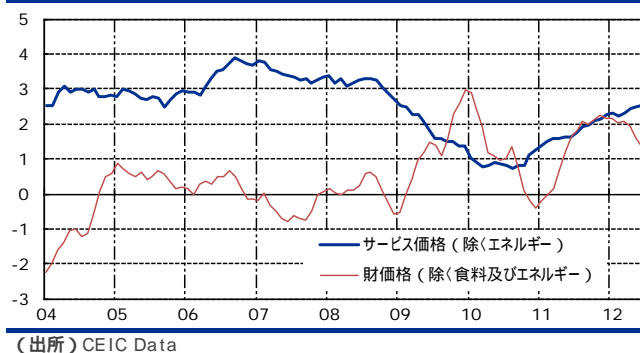
CPIのヘッドラインとコア（前年比、%）



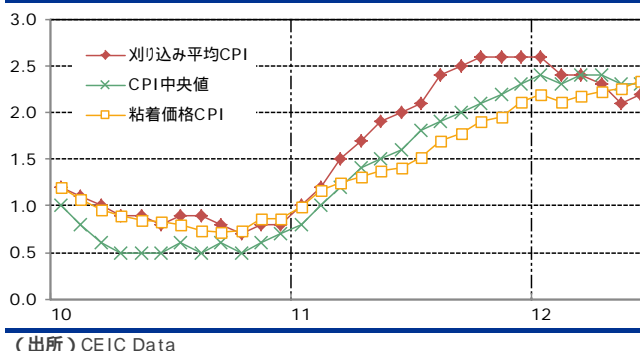
直近3ヶ月のCPI推移（前月比、%）



エネルギー以外のインフレ動向（前年比、%）



CPIのトレンド指標推移（前月比年率%）



コア CPI、トレンド CPI、インフレ期待の動向は、足元のインフレ動向が極めて安定的に推移していることを示唆するものである。加えて、全体のトレンドに影響するサービス価格の上昇が続いていることも踏まえれば、デスインフレの懸念もないと判断される。もちろん、潜在成長を下回る低成長が続き、失業率が高止まりする下では、国内発のインフレの懸念も小さい。現在のインフレ動向は、中央銀行にとって追加金融緩和を促すものではないが、追加金融緩和の障害にもならないと言える。

3. トピックス : 一人気を吐く米住宅市場

景気減速が懸念される状況の下で、住宅市場関連データが、一人気を吐いている。

販売データは均せば増勢、先行指標は上向き

住宅販売データから見ると、まず新築住宅販売は4～5月平均が1～3月期を年率換算で6.2%上回っている(1～3月期前期比年率32.8%)。一方、4～6月期の中古住宅販売は2.6%(1～3月期19.6%)と4四半期ぶりに小幅減少した。新築住宅販売の6月を前月比横ばいと仮定した場合、新築と中古を合算した4～6月期の住宅販売は前期比年率1.6%(1～3月期20.5%)と小幅減少する。但し、減少は変動の大きい中古の共同住宅による部分が大きく、加えて稀に見る好天で1～3月期に前期比年率で2割以上も伸びたことを踏まえれば、住宅市場が再び縮小に転じたと捉える必要はないだろう。先行指標を見ると、新築住宅販売と関係の深いホームビルダーの景況感が昨年9月の14をボトムに改善し、直近7月は35と2007年以来の水準へ上昇、また中古住宅販売に先行する仮契約指数も5月に前月比5.9%と急上昇している。住宅販売は増加基調にあると考えられる。

新築住宅在庫が払底

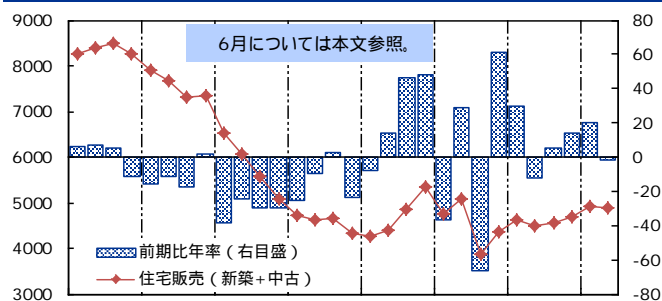
次に住宅在庫を見ると、新築住宅の5月在庫率は4.7ヶ月と2005年以来の水準まで低下し、在庫払底が鮮明である。在庫払底により、新築住宅販売では未着工物件の販売が前年比42.9%と急増し、販売全体に占める比率が2011年の2割強から3割程度まで高まっている。

中古住宅については、法的整理物件の流入でも在庫が変動するため、統計を表面通りに解釈ではできないが、2012年に入り6ヶ月強程度で横ばいとなっている。需給逼迫とは言えないが、過剰感の高まりも見られない。

住宅着工は戸建中心に増加

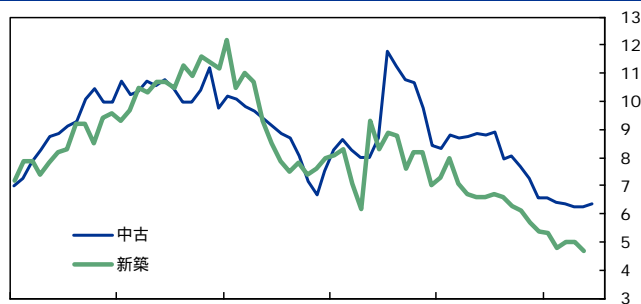
新築住宅販売の増加と在庫減少を受けて、住宅着工は増加基調にある。4～6月期は前期比年率

住宅販売動向(年率換算、千戸、%)



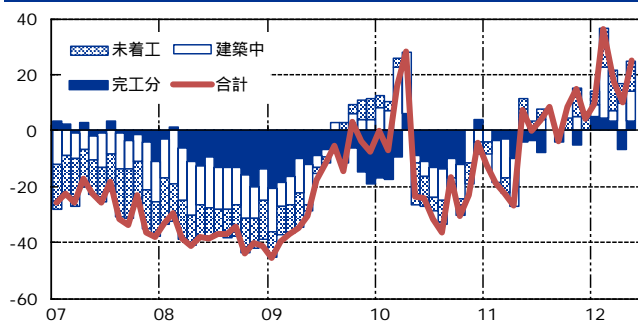
(出所) Department of Commerce, NAR

住宅在庫動向(ヶ月、季調値)



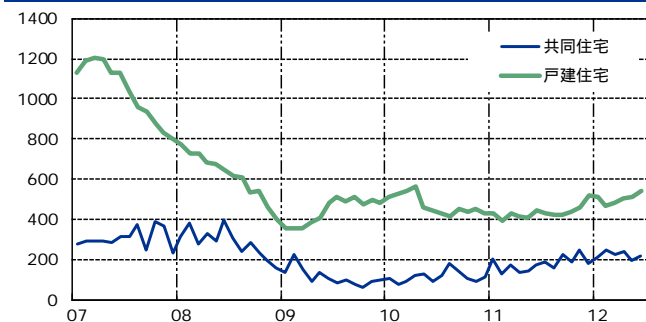
(出所) Department of Commerce, NAR

新築住宅販売の内訳推移(前年比、%)



(出所) CEIC Data

住宅着工の動向(年率、千戸)



(出所) CEIC Data

14.5%（1～3月期 23.2%）と4四半期連続の二桁増加を記録した。特に、主力の戸建住宅は4～6月期に前期比年率 29.0%と大幅に増加し、1～3月期の 12.7%から伸びが高まった。

4～6月期も住宅投資は大幅な伸びに

住宅投資を進捗ベースで示し、GDPの住宅投資推計にも用いられる新築居住用建設支出は1～3月期に前期比年率 25.8%拡大の後、4月前月比 1.9%、5月 2.5%と増加を続けた。4～5月平均は1～3月期を年率換算で 17.0%も上回っている。住宅投資は4～6月期も、1～3月期並みの高い伸びが期待できるだろう。

住宅価格にも好転データが増える

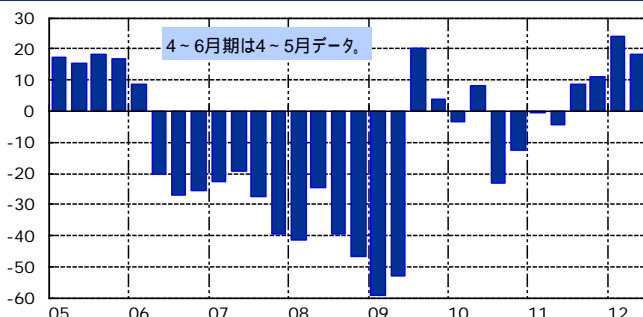
こうした住宅市場の堅調推移を受けて、住宅価格についても上昇へ転じるデータが増えてきている。前述の販売データで見ると、新築住宅販売価格の中央値は5月に前年比 5.6%と4ヶ月連続で、中古住宅販売価格の中央値も6月に年比 7.9%とやはり4ヶ月連続で前年水準を上回った。なお、中古住宅販売は6月に前月比 5.4%と減少したが、これには、手ごろな価格の物件の在庫が乏しくなってきた影響も含まれると考えられる。

よりカバレッジの広い価格データを見ても、公的機関である FHFA 算出の住宅価格指数が4月に前年比 3.0%と3ヶ月連続のプラスを示している。金融市場で参照されることが多い S&P・ケースシャラー住宅価格指数は4月に前年比 1.9%と、未だマイナス圏にとどまるが、昨年末の 4.1%からはマイナス幅が大きく縮小し、前月比では3ヶ月連続のプラスとなっている。米国の住宅価格が、上昇トレンドへ転じたと断ずるには未だ時期尚早だが、下げ止まりつつある可能性は極めて高いだろう。

住宅市場規模はバブル崩壊で急縮小したが...

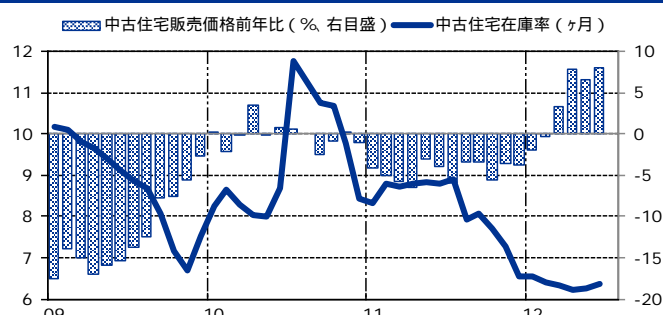
住宅バブル崩壊により米国の住宅市場規模は急縮小しており、経済全体に及ぼす影響も以前に比べはるかに小さい。足元の住宅販売戸数は住宅バブル期の5割強、住宅バブル前 1990年代後半との比較でも 85%程度にとどまる。住宅投資の名目 GDP 比は 2.3%程度と、住宅バブル期の 6%前後の

民間新築居住用建設支出（前期比年率、%）



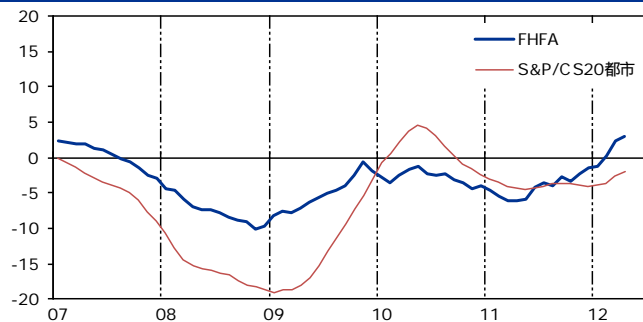
（出所）Department of Commerce

中古住宅市場の動向



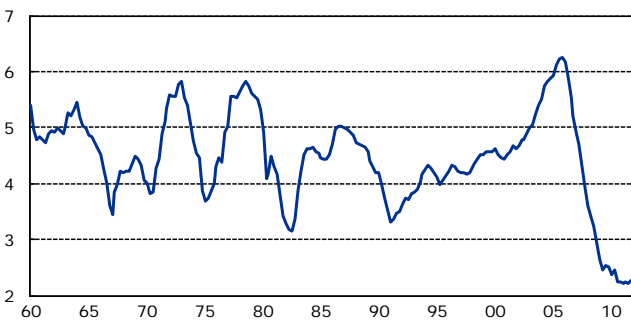
（出所）CEIC Data

住宅価格指数の推移（前年比、%）



（出所）CEIC Data, Bloomberg

住宅投資の名目GDP比（%）



（出所）CEIC Data

みならず、1990年代後半の4%程度さえ大きく下回っている。住宅投資が大きく伸びても、過去のような大きな経済効果は見込めない。これが米国の景気回復が精彩を欠く一因でもある。ただ、裏を返せば1990年代後半に比べて半分強の寄与は期待できるとも言える。2012年1～3月期に住宅投資は前期比年率19.3%増加し、成長率に対する寄与度は0.4%Pt程度だった。前述のように4～5月データを見る限り、4～6月期も同程度の伸びと寄与度は見込める。また、住宅投資は、欧州債務問題が抑制要因として働く企業の支出や個人消費とは異なり、海外要因に左右される割合が比較的小さい。けん引役とはとても言えないが、住宅投資に米国経済の下支え役ぐらいは期待できるだろう。

【米国主要経済指標】

| | Q3-11 | Q4-11 | Q1-12 | Q2-12 | | | | |
|-----------------------|-----------------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|
| | 注記がない限り前期比年率（％） | | | | | | | |
| 名目GDP | 4.4 | 3.8 | 3.9 | | | | | |
| 実質GDP | 1.8 | 3.0 | 1.9 | | | | | |
| 個人消費 | 1.7 | 2.1 | 2.5 | | | | | |
| 住宅投資 | 1.2 | 11.7 | 20.0 | | | | | |
| 設備投資 | 15.7 | 5.2 | 3.1 | | | | | |
| 政府支出 | ▲0.1 | ▲4.1 | ▲4.0 | | | | | |
| 輸出 | 4.7 | 2.7 | 4.2 | | | | | |
| 輸入 | 1.2 | 3.7 | 2.7 | | | | | |
| 経常収支(10億ドル) | ▲108 | ▲119 | ▲137 | | | | | |
| 名目GDP比(％) | ▲2.9 | ▲3.1 | ▲3.6 | | | | | |
| | Q3-11 | Q4-11 | Q1-12 | Q2-12 | Mar-12 | Apr-12 | May-12 | Jun-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 | 3.1 | 1.3 | 3.3 | | 0.4 | 0.2 | 0.2 | |
| 消費者信頼感 | 50.3 | 53.6 | 67.5 | 65.0 | 69.5 | 68.7 | 64.4 | 62.0 |
| 小売売上高 | 4.5 | 8.8 | 6.7 | ▲0.8 | 0.4 | ▲0.5 | ▲0.2 | ▲0.5 |
| 除く自動車、ガソリン、建設資材等 | 4.6 | 5.8 | 5.8 | 1.4 | 0.4 | ▲0.1 | 0.1 | ▲0.1 |
| 鉱工業生産 | 5.6 | 5.1 | 5.8 | 2.2 | ▲0.5 | 0.8 | ▲0.2 | 0.4 |
| 住宅着工件数(年率換算、千件) | 614 | 678 | 715 | 739 | 706 | 747 | 711 | 760 |
| 中古住宅販売戸数 | 6.9 | 11.8 | 19.6 | ▲2.6 | ▲2.8 | 3.4 | 0.0 | |
| 中古住宅在庫率(ヶ月、末値) | 8.1 | 6.4 | 6.2 | 6.6 | 6.2 | 6.5 | 6.4 | |
| 非国防資本財受注(除く航空機) | 4.7 | 5.6 | 0.4 | | ▲2.3 | ▲1.5 | 2.1 | |
| 民間非居住建設支出 | 27.0 | 12.1 | 31.5 | | 1.2 | 0.9 | 0.4 | |
| 貿易収支(10億ドル) | ▲135 | ▲146 | ▲151 | | ▲53 | ▲51 | ▲49 | |
| 実質財収支(10億ドル,2005年基準) | ▲141 | ▲143 | ▲143 | | ▲50 | ▲49 | ▲48 | |
| 実質財輸出 | 7.9 | 5.9 | 4.3 | | 2.5 | ▲1.5 | 1.0 | |
| 実質財輸入 | 3.6 | 6.2 | 2.7 | | 5.0 | ▲1.5 | 0.3 | |
| ISM製造業指数(四半期は平均) | 52.1 | 52.4 | 53.3 | 52.7 | 53.4 | 54.8 | 53.5 | 49.7 |
| ISM非製造業指数(四半期は平均) | 53.3 | 52.7 | 56.7 | 53.1 | 56.0 | 53.5 | 53.7 | 52.1 |
| 失業率(％) | 9.1 | 8.7 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.1 | 8.2 | 8.2 |
| 非農業部門雇用者数(前月差、千人) | 128 | 164 | 226 | 75 | 143 | 68 | 77 | 80 |
| 民間雇用者数(前月差、千人) | 148 | 184 | 226 | 91 | 147 | 85 | 105 | 84 |
| 四半期は月当たり換算 | | | | | | | | |
| 時間当たり賃金(12ヶ月前比、％) | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 2.0 |
| 消費者物価(前年比、％) | 3.8 | 3.3 | 2.8 | 1.9 | 2.7 | 2.3 | 1.7 | 1.7 |
| コア消費者物価(前年比、％) | 1.9 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |
| PCEデフレーター(前年比、％) | 2.9 | 2.7 | 2.3 | | 2.2 | 1.9 | 1.5 | |
| コアPCEデフレーター(前年比、％) | 1.6 | 1.8 | 2.0 | | 2.0 | 2.0 | 1.8 | |
| 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(％) | 0.21 | 0.26 | 0.34 | 0.29 | 0.34 | 0.29 | 0.29 | 0.29 |
| 10年債利回り(％) | 1.98 | 1.98 | 2.17 | 1.62 | 2.17 | 2.05 | 1.80 | 1.62 |
| 名目実効為替レート(1997/1=100) | 98.0 | 100.5 | 98.7 | 102.2 | 98.7 | 99.0 | 100.7 | 102.2 |
| ダウ工業株30種平均 | 10913 | 12218 | 13212 | 12880 | 13212 | 13214 | 12393 | 12880 |
| S&P500株価指数 | 1131 | 1258 | 1408 | 1362 | 1408 | 1398 | 1310 | 1362 |

(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。