

米国経済情報

2013年4月号

Summary

【内容】

1.トピックス:米国経済は今年も期待外れ?

(1)三度あることは四度ある?

(2)2013年1~3月期成長率予想

2.金融政策

(1)年内の資産買入縮小が多数

(2)減額開始の閾値は?

(3)歳出削減の影響を見極める必要

(4)2013年終盤から減額、2014年に終了

3.経済動向分析

(1)3月に雇用環境は急減速

(2)個人消費は4~6月期に懸念

(3)住宅市場の三つのボトルネック

(4)海外需要に頼れず

(5)企業景況感は再び勢いを失う

(6)増税と歳出削減により赤字縮小

(7)インフレは金融緩和継続を支持

巻末:主要経済指標

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

【三度あることは四度ある?】

2013年も米国経済は、過去3年に続き、年央に減速する可能性が高い。1~3月期は個人消費の高い伸びを背景として前期比年率3%近い高成長となるも、一転して4~6月期の成長率は2%を割り込む見通しである。そうした年央の成長減速の主因は、財政問題が引き起こす直接・間接の悪影響である。雇用者数の伸びも4~6月期は月当たり10万人台前半へ鈍化すると見込んでいる。

但し、2013年の年央の減速は、多くのエコノミストが予想するものであり、過去3年と異なりサプライズではない。そのため、米国経済は2013年央に過去3年と同様に減速するものの、エコノミストの2013暦年成長率見通しは過去3年と異なり、大きく下方修正はされない見通しである。

財政問題の悪影響が和らぐ2013年7~9月期から米国経済は再加速へ転じ、2013年後半から2014年にかけては潜在成長ペースと考えられる2%台半ばの成長率を確保すると予想している。成長率予想は従来から据え置きの2013年1.9%(最終四半期前年比では2.3%)、2014年2.4%(同2.4%)である。

【資産買入の減額はいつからか?】

3月のFOMCでは資産買入の縮小や終了を巡って、様々な意見交換が行われた。投票権者による3月時点での多数意見は2013年内に資産買入の縮小を開始し、2013年内に終了するというものである。

しかし、その後に示された3月の雇用者数の伸びは大きく減速しており、また4~6月期には財政問題の悪影響が強まると見込まれることを踏まえれば、資産買入の減額開始は2013年末まで遅れ、買入終了は2014年前半になると考えられる。足元のインフレ率の低位推移も、そうした時間をかけての見極めを正当化する。なお、減額は、毎回のFOMCにおいて減額幅を決定する方法ではなく、減額テンポを最初に決定し、FOMCで妥当性を点検していくという手法になる見込みである。

1. トピックス：米国経済は今年も期待外れ？

(1) 三度あることは四度ある？

今年 2013 年も、米国経済は年央にかけて減速を余儀なくされる可能性が高い。当社の想定通りに減速すれば 4 年連続となる。ただ、過去 3 年と今年では、減速の意味合いや位置づけが異なる。

過去 3 年の減速パターン

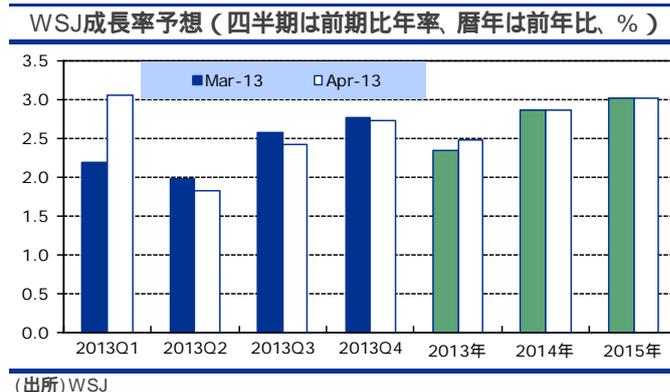
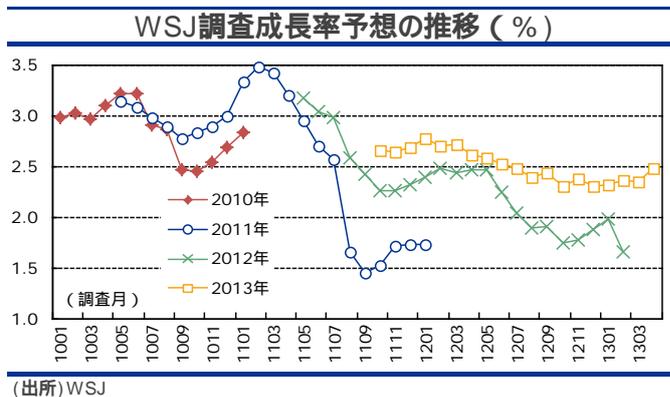
まずは、過去 3 年の減速パターンを確認しよう。WSJ が月次で行なっているエコノミスト・サーベイによると 2010 年の成長率予想（最終四半期の前年比、以下同様）は 2010 年 5 月に 3.2% まで高まった後、10 月に 2.5% まで低下し、実績は 2.4% である（実績は現在の最新公表値ベースであり、当時の公表値ではない）。また、2011 年成長率予想は 2011 年 2 月に 3.5% まで高まった後、2011 年 7 月に 2.6%、統計改訂により断層を伴って 9 月に 1.5% へ急低下した。実績は 2.0% である。2012 年成長率予想も 2012 年 5 月段階の 2.5% が、10 月には 1.7% まで低下し、実績は 1.7% となっている。

過去 3 年は、該当年の前半は相対的に強気な見通しが示されるものの、後半に下方修正されるというパターンを辿ってきた。簡単に言えば、4~6 月期成長率（2010 年のみ 7~9 月期成長率）が期待外れとなり（厳密には実績段階ではなく直前予想時点で期待外れが判明）、暦年の成長率予想（最終四半期の前年比成長率予想）も引き下げられるという修正パターンである。例えば 2012 年 4~6 月期成長率予想は 2012 年 3 月時点の前期比年率 2.5% が、実績公表直前の 7 月に 1.7% へ引き下げられている。

2013 年のエコノミスト予想

では、2013 年の成長率予想はどうか。WSJ サーベイによると、4 月調査時点で 2013 年 1~3 月期成長率予想が前期比年率 3.1%（3 月調査 2.2%）へ大きく引き上げられる一方、4~6 月期成長率予想は 1.8%（3 月調査 2.0%）へ引き下げられ、2013 年暦年成長率予想は 2.5%（3 月調査 2.3%）へ引き上げられている。定性的に解釈すれば、3 月までは、1~3 月期の成長率は財政問題で押し下げられるとの見方が多かったが、極めて好調な 2 月の個人消費や雇用統計、1 月の在庫データなどを踏まえ、4 月に 1~3 月期予想が大幅に引き上げられたのである。しかし、財政問題が解決した訳ではなく、財政問題の悪影響は 4~6 月期以降に現れる見込みのため、4~6 月期予想は逆に引き下げられた。1~3 月期予想の上方修正によるプラス寄与が、4~6 月期予想を下方修正したことのマイナス寄与に勝るため、2013 暦年予想は上方修正である。

当社は現時点で 4~6 月期成長率を 1% 台前半と想定しており、WSJ の 4~6 月期予想に多少の下方修正余地があると考えている。しかし、2013 暦年については、2% 半ば近傍の予想から大きな修正



はない見込みである。

年央の減速はあるが、暦年成長率予想の修正は軽微に

以上をまとめると、過去3年と概ね同様に、2013年も米国経済は年央特に4~6月期に成長率の低下が見込まれる。その意味で「三度あることは四度ある」と言える。但し、期待外れの失速が暦年成長率予想の下方修正に繋がった2012年までとは異なり、2013年4~6月期の減速は(多少の下方修正はあるとしても)財政問題を踏まえ多くのエコノミストが既に予想している動きに過ぎない。そのため、暦年成長率予想の大幅下方修正については「三度」迄で終わり、「四度」目はないと考える。

(2)2013年1~3月期成長率予想

当社予想は前期比年率2.8%

WSJサーベイ4月調査では、既に述べたように4月26日に公表される2013年1~3月期の実質GDP成長率について前期比年率3.1%と10~12月期実績の0.4%から大幅加速が見込まれている。対して、当社の直前予想は、WSJサーベイより若干低い2.8%である。

企業・海外・政府部門の低調を家計部門がカバー

詳細は後述する経済動向分析を参照頂きたいが、まず、構築物投資の低迷などにより1~3月期の設備投資は減速、海外経済に比べ米国経済が堅調なため輸入が輸出を上回り純輸出もマイナス寄与へ転じるなど、企業部門や海外部門は経済成長を牽引しない。また政府支出も、国防費の落ち込みが響いた10~12月期対比では、マイナス幅が縮小するものの、引き続き減少が続く。しかし、そうした企業・海外・政府部門の押下げ寄与を、家計部門の堅調推移による押し上げが上回る。サービス消費の拡大により個人消費が10~12月期の前期比年率1.8%から1~3月期は2.7%へ大きく加速、住宅投資も10~12月期並みの伸びを確保し、GDP成長率を高める。また10~12月期に落ち込んだ在庫投資が幾分持ち直すことも成長率を押し上げる(但し、一部は輸入増加で相殺される)。

4~6月期は成長と雇用がともに減速

1~3月期は3%近い高成長となるも、4~6月期は財政問題が顕在化し、成長ペースは1%台へ低下すると予想される。政府部門の支出削減が、直接的に政府支出や政府部門の雇用を押し下げるほか、民間企業の支出行動や雇用行動にも悪影響を及ぼす。当社では、非農業部門雇用者数は1~3月期の月当たり16.8万人増加が、4~6月期に10~15万人程度へ鈍化すると見込んでいる。なお、7~9月期以降は成長率と雇用の伸びが共に再加速すると考えられる。暦年の成長率予想は、従来から据え置きの2013年1.9%(最終四半期前年比2.3%)、2014年2.4%(同2.4%)である。

米国経済の推移と予測(暦年)

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想
実質GDP	2.4	1.8 ¹	2.2	1.9	2.4
個人消費	1.8	2.5 ¹	1.9	1.9	2.2
住宅投資	3.7	1.4 ¹	12.1	13.4	9.2
設備投資	0.7	8.6 ¹	8.0	5.5	7.2
在庫投資(寄与度)	(1.5)	(0.2) ¹	(0.1)	(0.0)	(0.1)
政府支出	0.6	3.1 ¹	1.7	2.7	3.4
純輸出(寄与度)	(0.5)	(0.1) ¹	(0.1)	(0.1)	(0.2)
輸出	11.1	6.7 ¹	3.4	3.0	6.3
輸入	12.5	4.8 ¹	2.4	1.7	3.9
名目GDP	3.8	4.0 ¹	4.0	3.5	4.0
失業率	9.6	8.9 ¹	8.1	7.7	7.2
(Q4)	9.5	8.7 ¹	7.8	7.5	7.0
雇用者数(月変化,千人)	85	175 ¹	183	184	228
經常収支(10億ドル)	442	466 ¹	475	426	381
(名目GDP比,%)	3.0	3.1 ¹	3.0	2.6	2.3
貯蓄率(%)	5.1	4.2 ¹	3.9	3.4	3.3
PCEデフレーター	1.9	2.4 ¹	1.8	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	1.5	1.4 ¹	1.7	1.4	1.8
(Q4/Q4)	1.2	1.7 ¹	1.5	1.6	1.8
消費者物価	1.6	3.1 ¹	2.1	2.3	2.0
コア消費者物価	1.0	1.7 ¹	2.1	1.7	1.8

(出所)米商務省等資料より当社作成。

2. 金融政策

(1) 年内の資産買入縮小が多数

FRB側のミスによって、予定より早く公表¹された2013年3月19~20日開催のFOMCの議事要旨(Minutes)では、FOMC参加者が、資産買入の減額及び終了について様々な見解を示していたことが明らかとなった。

12名の投票権者のうち、数名(several)の投票権者が労働市場見通しの予想通りの改善を前提としつつ年後半の資産買入減額と年末までの停止を、2~3名(a few)は昨秋以降の労働市場の改善を踏まえ年央からの資産買入減額と年後半での終了を、1名は資産買入の即時減額を、それぞれ主張した。逆に2名は少なくとも年内の資産買入継続を求めている。なお、こうしたFOMC投票権者の資産買入における主張は、投票権者以外のメンバーも含めた全参加者が交わした議論においても概ね同様の意見分布である。

Several others thought that if the outlook for labor market conditions improved as anticipated, it would probably be appropriate to slow purchases later in the year and to stop them by year-end.

A few members felt that the risks and costs of purchases, along with the improved outlook since last fall, would likely make a reduction in the pace of purchases appropriate around midyear, with purchases ending later this year.

In light of the current review of benefits and costs, one member judged that the pace of purchases should ideally be slowed immediately.

Two members indicated that purchases might well continue at the current pace at least through the end of the year.

今回のFOMCにおいて示された議論を、素直に解釈すれば夏まで(4月、6月、7月)のいずれかのFOMCにおいて資産買入の減額が始まり、年内に自動的に終了するか、もしくは10月か12月のFOMCで終了が決定されるということになる。但し、3月FOMCの議論は、市場予想を大きく下回り、かつ絶対水準として10万人の増加にさえ届かなかった3月の非農業部門雇用者数が公表される前に行われたものである。そのため、雇用や金融政策に関する認識を割り引いて考える必要がある。また、執行部として鍵をにぎるバーナンキFRB議長やイエレン副議長、ダドリーNY連銀総裁が最近の記者会見や講演などで、雇用情勢見通しの改善に対応した資産買入減額を肯定しつつも、それに対して積極的な姿勢を示していない点も考慮すべきである。

2013年FOMCのスケジュール

2013/01/29-30	
2013/03/19-20	SEP, 記者会見
2013/04/30-05/01	
2013/06/18-19	SEP, 記者会見
2013/07/30-31	
2013/09/17-18	SEP, 記者会見
2013/10/29-30	
2013/12/17-18	SEP, 記者会見

FOMCは年8回。

(出所)FRB

(2) 減額開始の閾値は？

3月FOMCの時点で、年央からの減額を求めた2~3名の投票権者が前提とした労働市場の回復は、月当たり20万人程度のペースでの非農業部門雇用者数の増加が5ヶ月間継続していたこと(2012年10月~2013年2月)であったと考えられる。2月データの公表時点で、非農業部門雇用者数は5ヶ月平均で

¹ 一部に早いタイミングでメール送信されたため。

19.6万人増加かつ2月は23.6万人の大幅増加となり、増勢加速を示していた。

こうした解釈は、今年投票権を有するシカゴ連銀のエバンス総裁や来年投票権を有するクリーブランド連銀のピアナルト総裁、昨年の金融緩和においてエバンス総裁と共に主導的なポジションにあったサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁の見解から確認もできる。但し、3名とも20万人増加の5ヶ月間継続だけでは不十分との認識も同時に示しており、エバンス総裁は半年、ピアナルト総裁は5ヶ月間プラス数ヶ月の改善が減額開始に必要としていた。また、ウィリアムズ総裁も3月雇用統計公表前の時点で、夏からの買い入れ額縮小を示唆しており、概ね同様の見解と考えられる。多くのFOCMメンバーが時期尚早と判断したが故に、3月ではカンザスシティ連銀のジョージ総裁（おそらくの投票権者に相当）を除き、金融政策の変更を求めなかったのだと言える。仮に3月の非農業部門雇用者数が20万人を超えていれば、4月か6月のFOMCにおいて減額開始がより具体的なかたちで議論の俎上にのぼることになっていた可能性がある。

(3) 歳出削減の影響を見極める必要

しかし、現実の非農業部門雇用者数は、3月に前月差8.8万人増加へ急減速した。1~3月期平均でも月当たり16.8万人の増加にとどまり、物足りない内容である。もちろん、当初公表の23.6万人が26.8万人へ上方修正された2月データのように3月データも改訂される可能性はあるが、一方で4~6月期にはFOMC参加者も懸念する歳出削減による景気下押し圧力が強まる。そのため、より時間をかけて労働市場を見極めたいとするFOMC投票権者が増加すると見込まれる。そのうち4~6月期の景気及び雇用の動向を検討できるのは、早くて7月のFOMCである。従って、4~6月期に雇用者数の増勢が月当たり20万人増加に復帰すれば、7月もしくは9月のFOMCにおいて資産買入の減額が決定される可能性がある。

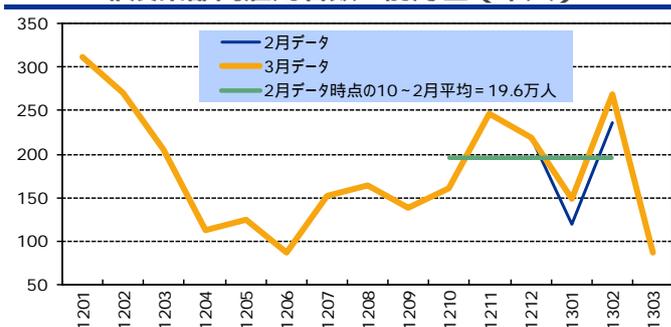
しかし、当社では財政支出削減による政府部門の雇用削減や、その影響を見極めんとする民間部門の雇用抑制により、4~6月期の非農業部門雇用者数は月当たり15万人を下回る可能性が高いと考えている。当社予想通りであれば、非農業部門雇用者数の増勢が再び、FOMC関係者の閾値である20万人まで回復したことを確認する必要から、FOMCによる資産買入の減額決定は早くて10月、四半期に一度のFOMC参加者見通し(SEP)の公表や政策変更を詳細に説明できるバーナンキ

FOMCの投票権者

2013年12名		スタンス
理事	バーナンキ議長	中間派
	イエレン副議長	ハト派
	デューク理事	バーナンキ議長追随
	タルーロ理事	バーナンキ議長追随
	ラスキン理事	バーナンキ議長追随
	パウエル理事	バーナンキ議長追随
	スタイン理事	バーナンキ議長追随
地区連銀総裁	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	ハト派
	ポストン連銀ローゼングレン総裁	ハト派寄り
	セントルイス連銀ブロード総裁	タカ派寄り
	カンザスシティ連銀ジョージ総裁	タカ派

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

非農業部門雇用者数の前月差(千人)



(出所) U.S. Department of Labor

個人消費デフレーター(前年比、%)



(出所) CEIC Data

議長の記者会見が行われることを考えれば、12月FOMCまで遅れる可能性もある。また、今年投票権を有するセントルイス連銀のブラード総裁が指摘しているようにPCEデフレーターがヘッドラインとコア共に前年比1.3%と、FOMCのインフレ目標(Goal)である2%を大きく下回り、かつ低下傾向にあることも、資産買入の減額について、慎重に時間をかけて判断する余裕を与えることになる。

(4)2013年終盤から減額、2014年に終了

では、実際の買入減額はどのように行われるのか。今回のMinutesにおいて、多くの参加者は(雇用回復の継続がもちろん前提だが)半年程度の期間の減額を経て、資産買入を終了することを想定している。また、バーナンキ議長²は、3月FOMC後の記者会見において買入ペースの調整について「毎回のFOMCで行いたいとも頻繁に行いたいとも考えていない(Now, we won't do that every meeting; we won't do that frequently)」と説明している。そのため、実際の買入減額は、ブラード総裁が提案するように毎月一定額の減額(例えば100~150億ドル)を行っていくパターンと2段階程度の減額を経て行うパターンのいずれかが想定される。

については、毎月150億ドルの減額であればほぼ6ヶ月間で買入額はゼロへと段階的に縮小される。またの場合には、例えば、まずは600億ドルへ縮小し、その次々回のFOMCで更に300億ドルへ縮小するなどの方法が考えられる。なおとのいずれの場合においても予め縮小方針を明示し、それが妥当かを毎回のFOMCで点検するとの手法になり、毎回ゼロから減額幅を検討することはないだろう。

以上を総括すれば、3月Minutesで議論された資産買入の減額は、やや遅れて10~12月期から開始され、2014年前半に資産買入は終了すると予想される。減額は、その刻み方に様々なバリエーションが考えられるが、いずれにしても資産買入終了までの減額テンポを最初に決定し、それを点検するという手法になるだろう。なお、当然だが、こうした資産買入の減額及び終了は雇用回復の継続が前提である。

² “We think it makes more sense to have our policy variable, which is the rate of flow of purchases, respond in a more continuous or sensitive way to changes in the outlook. So, as we make progress towards our ultimate objective of substantial improvement, we may adjust the rate of flow of purchases accordingly. Now, we won't do that every meeting; we won't do that frequently. But when we see that the condition or the situation has changed in a meaningful way, then we may well adjust the pace of purchases in order to keep the level of accommodation consistent with the outlook, and, secondly, to help provide the markets with some sense of progress—how much progress is being made so that it can make better judgments.” Ben Bernanke, March 20, 2013

3. 経済動向分析

(1) 3月に雇用環境は急減速

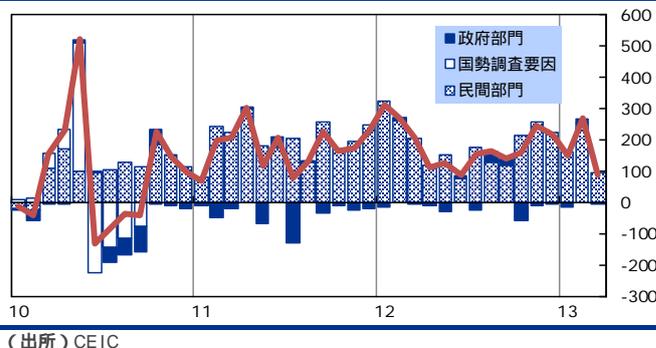
3月の非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll Employment）は前月差+8.8万人と増加幅が10万人を下回った。低調なADP調査やISM指数で目線が下がっていたとはいえ、市場コンセンサスの10万人台後半を大幅に下回り、ネガティブ・サプライズである。1月が+11.9万人から+14.8万人へ、2月は+23.6万人から+26.8万人へと2ヶ月合計で6.1万人も上方修正されているため、3月の落ち込み度合いは幾分割り引いて判断すべきと言える。ただ、それでも3月に雇用情勢が減速したことに変わりはない。1～3月期で見ても月当たり16.8万人の増加と、2012年の月当たり18.9万人を下回った。

NFPの内訳を見ると、3月の政府部門の雇用者数の落ち込みは前月差0.7万人（2月+1.4万人）と昨年10～12月期の月当たり2.4万人に比べ大きなものではなく、自動歳出削減による影響とは考えられない。3月初めからの自動歳出削減が効果を発揮し、政府部門の雇用抑制に繋がるのは4月以降の見込みである³。つまり、3月のNFP減速は民間部門によるものである。

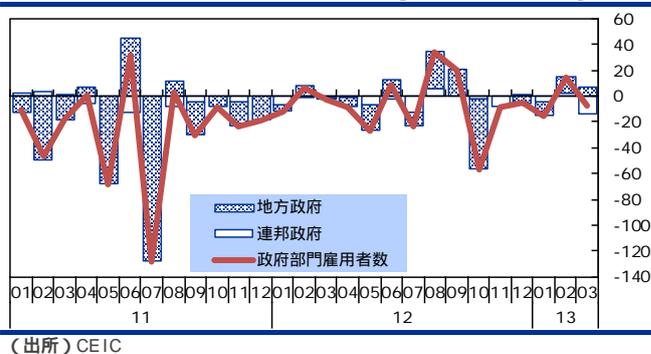
3月の民間部門の雇用者数は前月差+9.5万人となり、1月+16.4万人、2月+25.4万人から大幅に減速した。建設業は10ヶ月連続で増加したものの、製造業が0.3万人（2月+1.9万人）と減少に転じたため、財生産部門が+1.6万人（2月+7.3万人）へ大きく減速、またサービス部門も+7.9万人と2月18.1万人から増加幅が半分以下へ縮小している。

こうした民間部門の鈍化には、自動歳出削減措置を踏まえた民間企業の雇用抑制や在庫復元が2月迄で概ね完了したことなどが影響していると考えられる。前述のように、自動歳出削減が政府

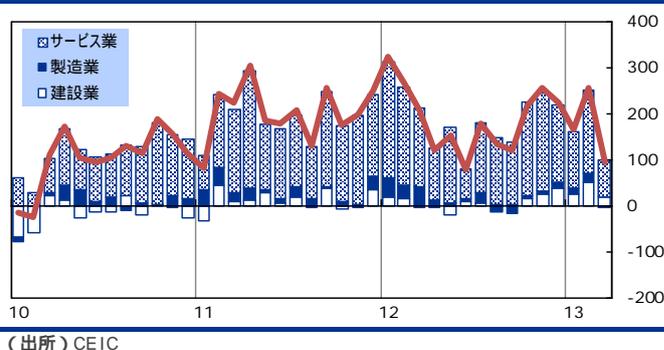
非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



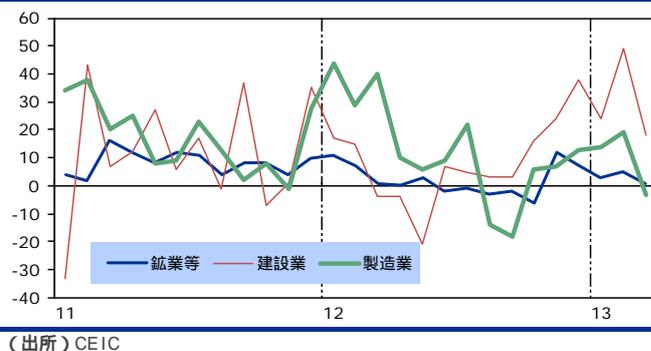
政府部門雇用者数の推移（前月差、千人）



民間部門の雇用者数推移（前月差、千人）



財生産部門の雇用者数推移（前月差、千人）



³ 連邦政府の雇用者数は3月に前月差1.4万人（2月+0.4万人）と大幅に減少したが、郵便部門がほぼ全てである。なお、米国郵政公社は今年8月から普通郵便の土曜日配達を停止する計画だったが、議会により撤回させられた。

部門の雇用にあぼす直接的な影響は4月以降となるが（特に連邦政府の存在感が大きいワシントンなどで影響が大きい模様）今後の歳出削減を踏まえ民間企業は先んじて雇用抑制に動いたと考えられる。

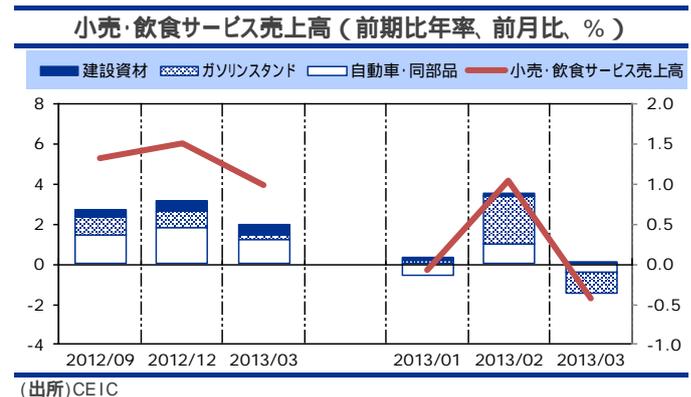
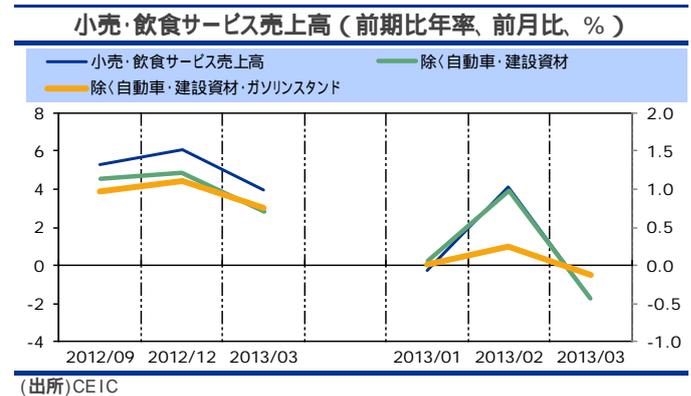
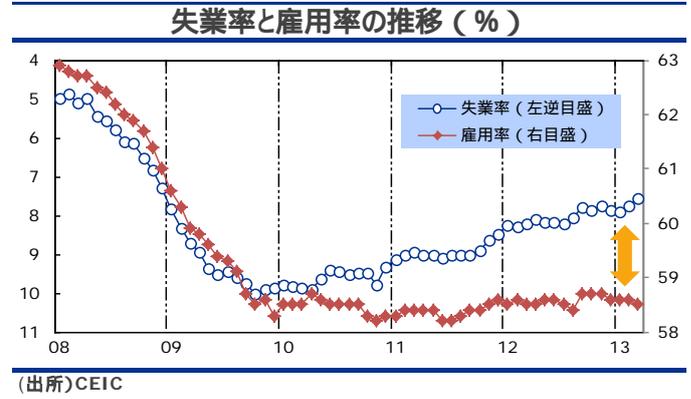
3月の失業率は7.57%と2月の7.74%から低下した。但し、3月の失業率低下は、労働力率の低下（2月63.5% 3月63.3%）が示す労働市場からの退出加速に拠るものであり、いわゆる「悪い失業率の低下」と位置づけられる。実際、生産年齢人口に占める雇用の割合を示す雇用率は58.5%（2月58.6%）へ低下している。3月の失業率低下は、雇用市場の改善を示すものではない。

3月は、賃金上昇率も鈍化した。全労働者ベースが前月比年率0.5%（2月1.5%）、製造及び非管理労働者ベースは0.6%（2月3.7%）といずれも2月から低下している。1~3月期では全労働者ベースが前期比年率2.3%（10~12月期1.9%）と2009年1~3月期以来、製造及び非管理労働者ベースは2.8%（10~12月期2.0%）と2009年10~12月期以来の高い伸びを確保しており、少なくとも3月の伸び低下については1~2月の高い伸びの反動が大きいと言える。但し、雇用情勢鈍化の影響が4~6月期に賃金上昇率へ及ぶ可能性は否定出来ないだろう。

(2)個人消費は4~6月期に懸念

3月の小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は前月比0.4%と、市場コンセンサスの前月比横ばいを大きく下回り、予想外の減少に転じた。更に、1月は0.2%から0.1%へ、2月も1.1%から1.0%へ遡及改訂、結果として1~2月平均の水準が0.3%も下方修正されている（年率ベースに換算すれば1%以上の下方修正となる）。3月データ公表前の時点で1~3月期の小売売上高は前期比年率5%を超える伸びが見込まれたが、遡及改訂が響き、結局のところ、1~3月期は前期比年率3.9%と4%にも届かない伸びに留まってしまった。10~12月期の前期比年率6.1%からは大幅な減速である。

もちろん、財のインフレ率がCPIベースで見て10~12月期前期比年率1.5%から、1~3月期は



0.6%へと大きく低下しているため⁴、インフレ変動を考慮した実質ベースで考えた場合、(簡易試算⁵において)1~3月期の小売売上高は10~12月期と概ね同程度の伸びを確保する。従って、1~3月期の財消費が10~12月期対比で大きく減速する訳ではない。ただ、2月時点で見込まれていた高い伸びからは認識を引き下げる必要がある。

財支出に加えサービス支出も含む個人消費支出統計によると、財支出とは異なり、サービス支出が堅調な動きを示し、1~2月平均の実質個人消費支出は前期比年率換算で10~12月期平均を3%上回っていた。しかし、上述の小売売上高が示唆する財支出の1~2月平均の下方改訂と3月の弱含みに鑑みれば、1~3月期の実質個人消費は前期比年率3%に届かず、2%台後半の伸びにとどまる可能性が高いだろう。それでも、10~12月期実績の前期比年率1.8%からは大幅な加速だが、4~6月期に向けては低い発射台からのスタート⁶を余儀なくされる。

こうした個人消費鈍化の背景にあるのは、消費者のマインド悪化と考えられる。コンファレンスボード消費者信頼感指数の大幅悪化(2月68.0 3月59.7)⁷が示すように、燻り続ける財政問題や財政支出削減を踏まえた企業側の雇用抑制などに対する懸念が、消費行動の慎重化に繋がったと推測される。

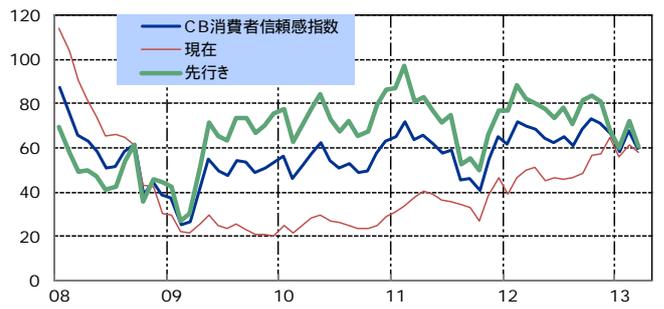
(3)住宅市場の三つのボトルネック

住宅市場の回復が続いている。しかし、現在の住宅市場は三つのボトルネックを抱え、回復の勢いを削がれている。

ボトルネックの第一は、広く知られている住宅供給の不足である。中古住宅販売と新築住宅販売は共に1~2月平均が昨年10~12月期の水準を上回り、住宅販売の増勢継続が確認できるが、増加ペースは昨年7~9月期をピークに鈍りつつある。こうした増加ペース鈍化の背景にあるのは、在庫率の低下が示す住宅供給の不足である。

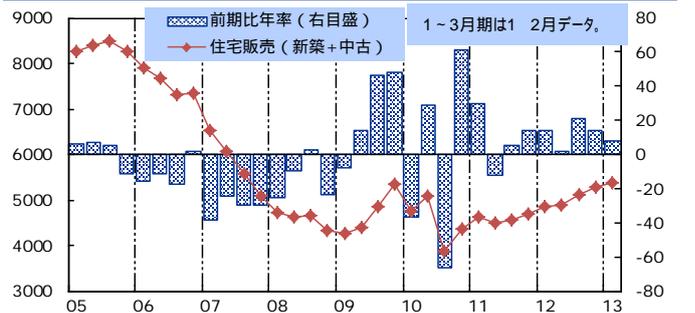
新築住宅と中古住宅を合算したベースで見た在庫率は2010年末の8.5ヶ月が、2011年末に6.5ヶ月、2012年末には4.7ヶ月まで急低下した。

消費者信頼感指数の推移



(出所) The Conference Board

住宅販売動向(年率換算、千戸、%)



(出所) Department of Commerce, NAR

⁴ 3月のCPIは、Bloombergによると現時点で前月比横ばいが見込まれている。但し、6割を占めるサービスCPIが前月並みの伸びとすると、財CPIは前月比0.3%になる。本稿では、こうした試算にもとづき、1~3月期の財CPI伸び率を試算した。

⁵ 本来は、品目別にデフレートする必要がある。

⁶ 2012年12月実績は10~12月期平均を0.5%上回っていたため、1月以降が横ばいでも1~3月期は10~12月期を0.5%(年率換算で2%超)上回った。一方、3月実績は1~3月期を0.05%上回るに過ぎず、4月以降が横ばいの場合、4~6月期は1~3月期を0.2%上回るに過ぎない。

⁷ ミシガン大消費者マインド指数は2月77.6が3月は78.6へ上昇した(速報は2月対比で悪化だったが、確報で大幅に上方修正された)。しかし、4月には72.3へ再び悪化している。3月と4月を均せば、CB指数と概ね同様の内容と解釈できるだろう。

5ヶ月割れの在庫率は住宅バブル初期に匹敵する極めて低い水準であり、供給不足を確認できる。こうした供給不足は、住宅価格の急ピッチでの上昇にも繋がっている。

第二のボトルネックは、住宅供給の更に川上、住宅資材や住宅建設労働者に関する供給不足である。住宅バブルの崩壊に伴い、住宅市場は2006～2011年の5年間に渡り、冬の時代にあった。そのため、住宅資材の供給能力は削減され、また住宅建設における高い技術を有する労働者も失われてしまった。

重要な建設資材である木製品の生産能力はピークの8割まで削減され、住宅関連の建設業雇用者数はピークの6割を割り込む水準まで減少した。削減された生産能力の回復にも、雇用者を雇用し、必要なスキルを習得させるにも、多大な時間とコストを要する。なお、こうしたサプライチェーンの問題が住宅需要の充足において障害となっている点は、ホームビルダー景況感調査におけるデベロッパーのコメントなどからも確認できる。

第三のボトルネックは、住宅ローン供給における制約、すなわちファイナンス面に関するものである。FRBの貸出動向調査（SLOOS）から「住宅ローンの貸出基準の変化」に関する回答を見ると、金融危機時に引締め回答が急増した後、2010年以降は概ねゼロ近傍で推移している。SLOOSが「変化」を問う調査であることを踏まえれば、貸出基準は引締めこそ止まったものの大きくは緩和されていないということになる⁸。実際は多少の緩和が行われているとも推測されるが、少なくとも緩和ペースは緩慢なものにとどまり、ファイナンス面の問題が住宅市場の回復を阻害する一因になっていると判断される。

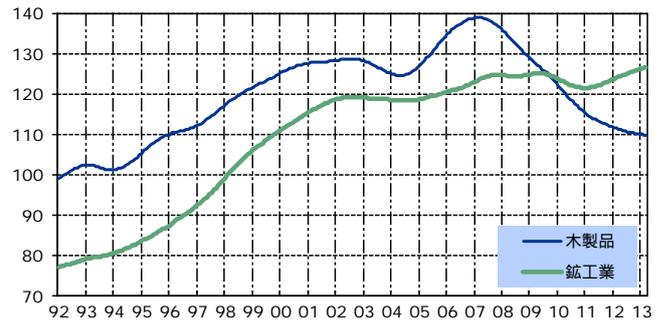
こうした三つのボトルネックは、時間の経過とともに、解消していく見込みである。生産能力やスキルは投資や訓練により回復し、そうしたサプライチェーンの修復により、住宅供給も増加へ向かう。また、景気回復が進み、家計の財務内容が改善、住宅価格が上昇へ向かうに連れ、金融機関の貸出基準も緩和される。但し、ボトルネックが多重構造になっているため、住宅市場の回復が加速するまでには、今なお時間を要すると考えられる。

住宅在庫率の推移（新築+中古、ヶ月）



(出所) CEIC

生産能力の推移（2007=100）



(出所) FRB

住宅ローン基準の厳格化（引締-緩和）



(出所) Federal Reserve Board

⁸ 実際には、回答者が水準と方向を峻別して回答できるか否かには議論の余地がある。

(4) 海外需要に頼れず

米国経済は、未だ海外需要に頼ることのできない状況にある。貿易統計の実質財輸出は昨年末に11月前月比2.3%、12月2.6%と速いペースで増加したものの、今年に入ってから1月1.6%、2月0.2%と勢いが鈍っている。12月までの増加で発射台が引き上げられたことにより、1~3月期は前期比年率3~4%程度の増加が見込まれるものの、昨年7~9月期前期比年率1.9%、10~12月期5.5%と大きく落ち込んだ後には、戻りが鈍い。仕向け地別に見ると、中南米を中心に米州向けは好調だが、日本や中国が含まれる環太平洋向けや欧州向けが足を引っ張っている。

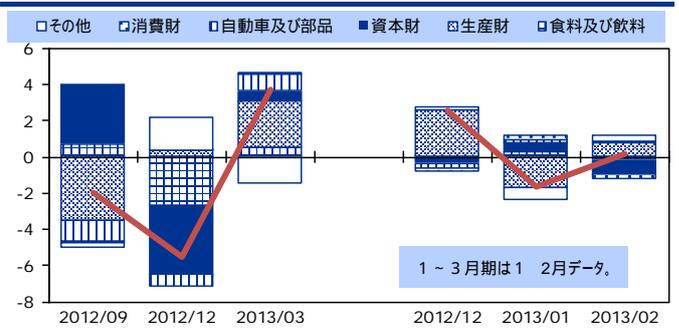
既に見た個人消費の拡大や在庫復元を反映し、実質財輸入は増加している。しかし、シェール革命による国内エネルギー生産の拡大により石油輸入が2012年初めから減少傾向にあるため、輸入全体の伸びが抑えられている。非石油輸入は1~2月平均が10~12月期を前期比年率換算ベースで6.2%も上回るが、石油輸入を含めた輸入全体では3.6%上回るにとどまる。とは言え、1~3月期に輸入額の増加幅は輸出額を上回り、純輸出(輸出-輸入)は赤字が拡大、実質GDP成長率を若干押し下げる見込みである。

(5) 企業景況感は再び勢いを失う

企業景況感は、昨年後半に停滞した後、年明けの1月、2月と改善したが、足元で再び勢いを失いつつある。製造業ISM指数(中立=50)は10~12月期平均50.6が、1月53.1、2月54.2と上昇した後、3月は51.3へ低下、非製造業ISM指数は10~12月期平均55.1が1月55.2、2月56.0と上昇した後、3月は54.4である。4月についても、既に公表されているNY連銀の製造業指数が3月から水準を下げています。

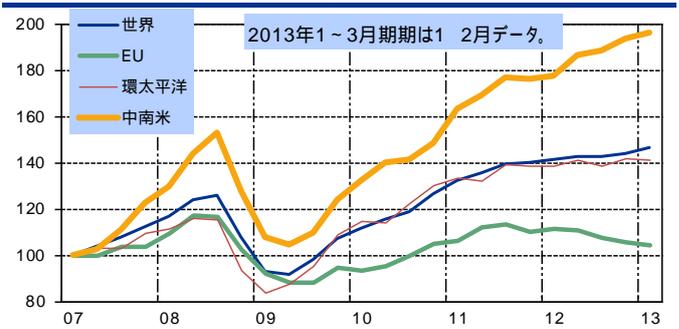
こうした企業景況感の悪化には、前項で見た輸出の停滞に加え、3月1日から始まった自動歳出削減の悪影響を見極めたいとの思惑による企業の支出行動慎重化があると推測される。歳出削減の影響を受けやすい一部企業による支出行動の慎重化が、発注鈍化を通じて他企業の生産活動を、また雇用抑制を通じて家計の支出行動に悪影響を及ぼ

実質財輸出の推移(前期比年率、前月比、%)



(出所) CEIC

仕向け地別輸出額の推移(2007年1~3月期=100)



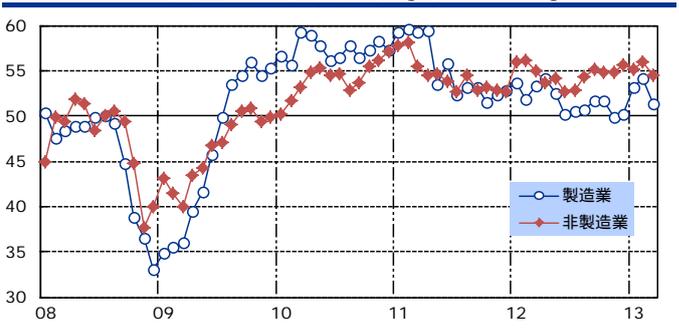
(出所) CEIC

実質財輸入の推移(年率、10億ドル)



(出所) CEIC

ISM調査の企業景況感(中立=50)



(出所) Institute for Supply Management

している。こうした動きは、歳出削減の影響が判明するにつれ、徐々に鎮静化へ向かう見込みである。ただ、4~6月期の鎮静化は難しく、景況感の再改善は7~9月期以降になる可能性が高い。

また、実体データの製造業生産を見ても、1~3月期は前期比年率 5.3%と高い伸びを確保したが、3月水準は1~3月期平均を 0.2%上回るにとどまる。そのため、4~6月期の発射台は低く、増勢は鈍化する可能性が高い。

企業景況感が勢いを失い、製造業生産は先行き減速が見込まれるものの、企業部門には明るい動きも散見される。特に顕著なのは、設備投資意欲の回復である。短期的な慎重姿勢とは別に、長期的な観点では米国経済の先行きに対して強気な見方が増えていることが影響している。

機械投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は1~2月平均が10~12月期を前期比年率換算ベースで 24%も上回り（10~12月期前期比年率 20.4%）、2 四半期連続の大幅増加が確実である。出荷段階に結びつくには時間を要するため、1~3月期の機械投資は小幅の伸びにとどまり、加えて構築物投資の減少もあって、1~3月期の設備投資全体は減速する可能性が高い。しかし、4~6月期以降は設備投資が成長下支えに貢献する見込みである。また、地区連銀調査ベースではあるが、設備投資見通しが改善傾向にあり、4~6月期のみならず 2013 年後半も設備投資の拡大が続く可能性が示唆されている。

(6) 増税と歳出削減により赤字縮小

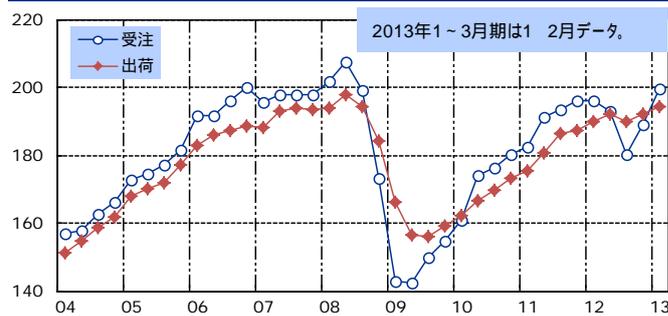
2013 年初めからの増税等を受けて 1~3 月期に歳入は前年比 14.2%（10~12 月期 10.8%）と増勢が加速した。一方、3 月からの自動歳出削減発動等の影響により、歳出は前年比 8.1%と減少へ転じている（10~12 月期 3.6%）。その結果、1~3 月期の財政赤字は前年同期から 1,500 億ドル程度も縮小し、フローベースでの正常化が近づいてきた。

こうした動きは、当社が季節調整を施したベースでも確認できる。季節調整値の前期対比で見ても、歳出は減少、歳入は増加している。こうした傾向は 4~6 月期以降も続き、政府部門は 2013 年を通じて経済成長の抑制要因になると見込まれる。

(7) インフレは金融緩和継続を支持

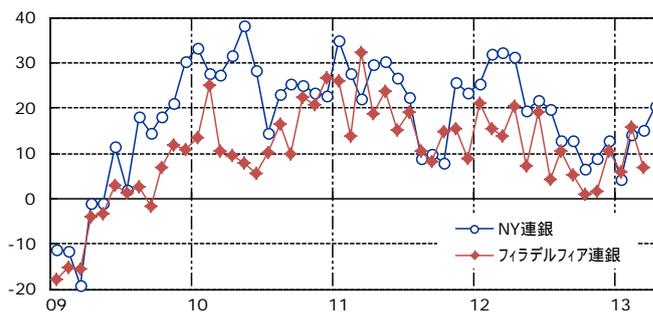
3 月の消費者物価指数（CPI）では、エネルギー価格の下落を受けて、ヘッドライン（日本で言う総

非国防資本財（除く航空機）の受注と出荷（10億ドル）



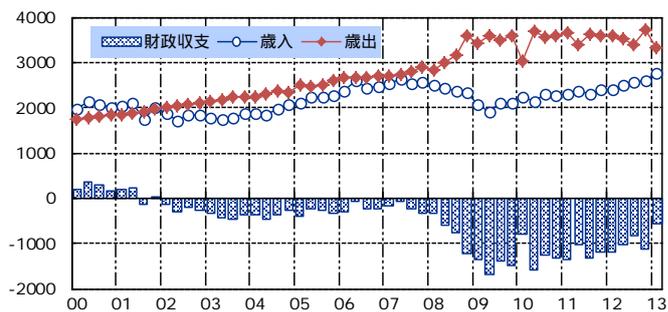
(出所) CEIC

米国企業の設備投資見通し（中立 = ゼロ）



(出所) CEIC

連邦財政収支の推移（季調値、年率、四半期、10億ドル）



(出所) US Financial Management Service

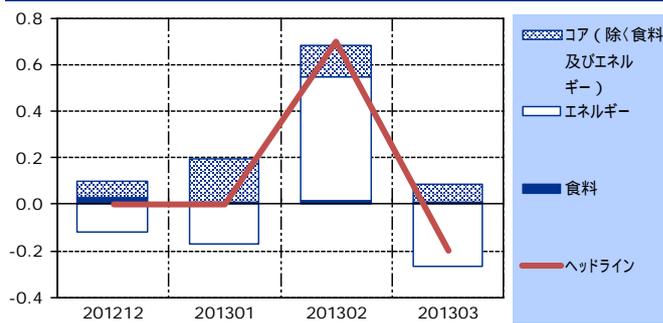
合指数)が前月比 0.2% (2月 0.7%)と低下に転じた。一方、エネルギーと食料を控除したコア指数は前月比 0.1% (2月 0.1%)と緩やかな上昇が継続している。前年比で見てもヘッドラインは1月 1.6%、2月 2.0%、3月 1.5%とボラタイルだが、コアは 1.9%、2.0%、1.9%と極めて安定した推移である。

コア指数と同様に、トレンド関連データも概ね安定している。刈り込み平均 CPI が前年比 1.7% (2月 1.9%)とやや大きめの低下を示したが、他は CPI 中央値が 2.1% (2月 2.2%)、粘着価格 CPI も 2.1% (2.2%)と一進一退の推移である。またインフレ期待も安定状況が継続している。インフレ連動債から算出される BEI が 2.5%程度 (10年物) またミシガン大調査による 5年期待インフレ率は 2.8%程度で、大きな動きは見られない。

ヘッドラインとコアの変化差異が示すように、ここ数ヶ月、エネルギー価格が CPI を大きく変動させている。ただ、そのほとんどはガソリンなどの自動車燃料 (Motor Fuel) であり、他の消費者向けエネルギー価格 (例えば電気料金) は概ね安定している。自動車燃料は 2月に前月比 9.0% 上昇し、CPI 全体を 0.51%Pt 押し上げたが、3月は一転して 4.2% と低下、CPI を 0.26%Pt 押し下げている。すなわち、3月の CPI ヘッドラインの低下は、自動車燃料でほぼ全てが説明できる。

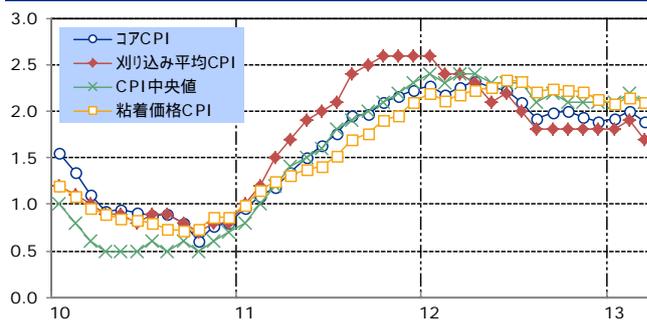
一方、コア指数の内訳を見ると、財価格が若干のマイナスに転じる一方、サービス価格は安定的な上昇基調にある。こうしたサービス価格の上昇がインフレ率の緩やかな上昇に繋がっている。ただ、金融政策の観点から見れば、一層のインフレ率上昇が臨まれる。Fed は個人消費デフレーター (PCED) で見て 2% をデュアルマントに適うインフレ率と位置づけている。コア CPI 上昇率は前述のとおり 2% 程度で推移しているが、コア PCED は 1.3% と極めて低い伸びに留まる (消費者の嗜好変化を反映するが故に、PCED の伸びは CPI より低位となりやすい)。従って、現在のインフレ動向は、緩やかな金融政策の継続を支持するものとして位置づけられる。

CPI 寄与度分解 (前月比、%)



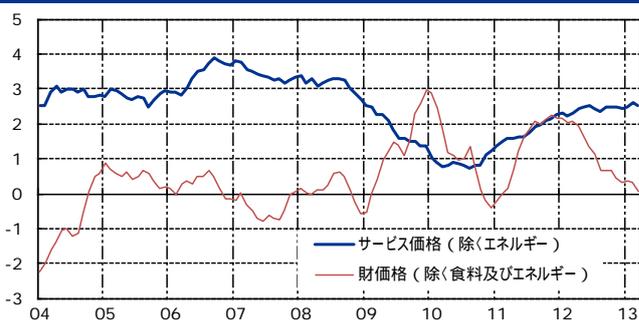
(出所) US BLS

CPI のトレンド指標推移 (前年比、%)



(出所) CEIC Data

エネルギー以外のインフレ動向 (前年比、%)



(出所) CEIC Data

【米国主要経済指標】

	Q2-12	Q3-12	Q4-12	Q1-13				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	2.8	5.9	1.4					
実質GDP	1.3	3.1	0.4					
個人消費	1.5	1.6	1.8					
住宅投資	8.4	13.6	17.5					
設備投資	3.6	▲1.8	13.1					
政府支出	▲0.7	3.9	▲7.0					
輸出	5.2	1.9	▲2.8					
輸入	2.8	▲0.6	▲4.2					
経常収支(10億ドル)	▲118	▲112	▲110					
名目GDP比(%)	▲3.0	▲2.8	▲2.8					
	Q2-12	Q3-12	Q4-12	Q1-13	Dec-12	Jan-13	Feb-13	Mar-13
	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	2.9	2.3	7.9		2.7	▲4.0	1.1	
消費者信頼感	65.3	65.0	70.4	62.0	66.7	58.4	68.0	59.7
小売売上高	▲0.4	5.3	6.1	3.9	0.5	▲0.1	1.0	▲0.4
除く自動車、ガソリン、建設資材等	1.8	3.9	4.4	3.1	0.6	0.0	0.2	▲0.1
鉱工業生産	2.9	0.3	2.3	5.0	0.1	▲0.1	1.1	0.4
住宅着工件数(年率換算、千件)	736	774	904	969	982	902	968	1036
中古住宅販売戸数	1.2	22.0	13.9		▲1.2	0.8	0.8	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	6.4	5.4	4.5		4.5	4.3	4.7	
非国防資本財受注(除く航空機)	▲5.9	▲23.8	20.4		▲0.8	6.7	▲3.2	
民間非居住建設支出	3.5	▲1.1	28.7		2.8	▲5.9	0.4	
貿易収支(10億ドル)	▲138	▲125	▲128		▲38	▲44	▲43	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲141	▲142	▲142		▲44	▲48	▲47	
実質財輸出	8.3	▲1.9	▲5.5		2.6	▲1.6	0.2	
実質財輸入	3.0	▲0.9	▲3.5		▲3.1	1.4	▲0.3	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.3	50.9	50.6	52.9	50.2	53.1	54.2	51.3
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.5	54.1	55.1	55.2	55.7	55.2	56.0	54.4
失業率(%)	8.2	8.0	7.8	7.7	7.8	7.9	7.7	7.6
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	108	152	209	168	219	148	268	88
民間雇用者数(前月差、千人)	117	142	232	171	224	164	254	95
四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	1.8
消費者物価(前年比、%)	1.9	1.7	1.9	1.7	1.7	1.6	2.0	1.5
コア消費者物価(前年比、%)	2.3	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9
PCEデフレーター(前年比、%)	1.6	1.5	1.6		1.5	1.3	1.3	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.8	1.6	1.5		1.4	1.3	1.3	
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(%)	0.29	0.26	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27	0.26
10年債利回り(%)	1.62	1.72	1.72	1.96	1.72	1.91	1.98	1.96
名目実効為替レート(1997/1=100)	102.2	99.2	99.0	100.7	99.0	98.9	99.8	100.7
ダウ工業株30種平均	12880	13437	13104	14579	13104	13861	14054	14579
S&P500株価指数	1362	1441	1426	1569	1426	1498	1515	1569

(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。見直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。