

# 経済マンスリー [米国]

～景気は一時的要因から減速、年後半は持ち直しへ～

## 1. 実体経済の動向

### (1) 概要

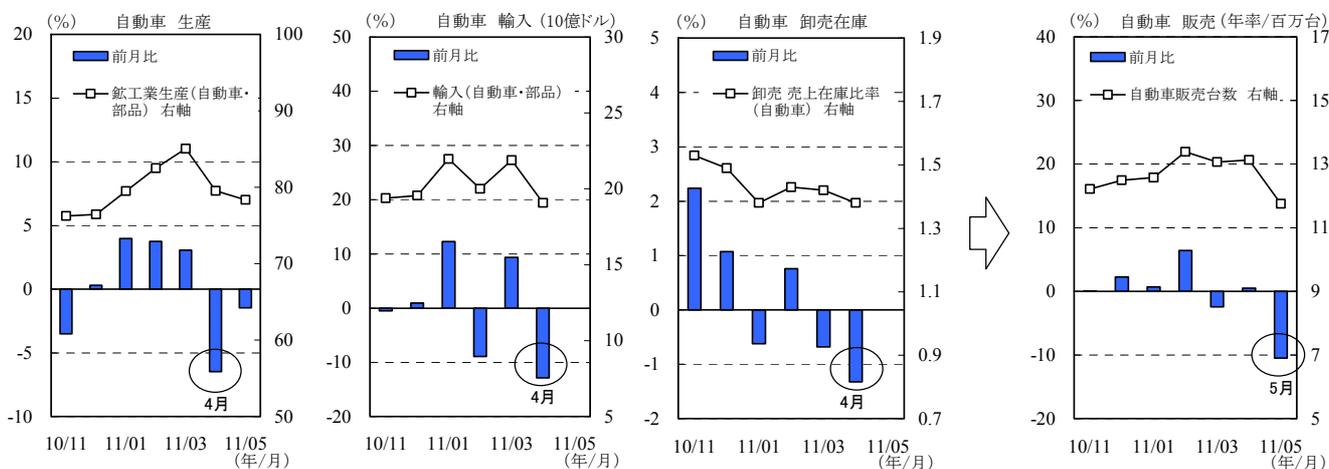
経済指標は悪化が続く

経済指標は弱めの動きが続いている。5月の全米供給管理協会（ISM）製造業景況指数は53.5となり前月（60.4）から大きく低下。また、5月の雇用統計では非農業部門雇用者数が前月比5.4万人増に止まり、前月（23.2万人増）から増加幅が大きく縮小した。

悪化は一時的要因が大きい

しかし、統計やサーベイの発表が進むに連れ、これまでの景気減速が一時的要因（東日本大震災に伴うサプライチェーン障害、ガソリン・食料品価格上昇、自然災害・悪天候等）による部分が大きいことが示されつつある。例えば、ベージュブック（地区連銀報告）は、サプライチェーン障害などへの言及が随所に見られ、先行きも悪化継続を示す内容とはなっていない。また、サプライチェーン障害の代表例として自動車関連統計を見ると、米国においても影響が大きいことが確認できる（第1図）。4-6月期は潜在成長率（3%程度）を下回る弱めの成長となりそうだが、年後半は反動もあり持ち直す見込みだ。

第1図：自動車関連統計



(資料) FRB、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 住宅市場

### 住宅市場は底這い

住宅市場は底這いが続いており、調整が終了し正常化するまでには引き続き時間がかかりそうだ。4月の住宅販売は、新築が前月比+7.3%増と2ヶ月連続の増加、中古が前月比▲0.8%（←3月+3.5%）と小幅のマイナスに止まり、悪い内容ではなかった。しかし、販売に1、2ヶ月先行する4月の中古住宅販売成約指数は前月比▲11.6%と大きく下落。中西部・南部の竜巻などの影響もあったようだが、住宅市場の回復がでこぼこ道であることを印象付ける結果となった。

### 回復期待は遠のく

住宅市場の底這いが続くなか、住宅市場回復への期待も後退している。5月28日には米不動産業協会（NAR）が今年の住宅販売見通しを引き下げたほか、6月8日には全米住宅建設業者協会（NAHB）のエコノミストが今年の住宅着工見通しを引き下げた。また、一般の人々を対象とした「Trulia and RealtyTrac Survey 4月調査」が発表されたが、“住宅市場の回復は2014年以降”との回答が54%となり、前回（11月調査、34%）から大きく上昇している（第1表）。

### 住宅価格は低迷

住宅価格は、1-3月S&Pケースシラー住宅価格指数（全国）が前年比で▲5.1%（←10年10-12月期▲3.8%）、1-3月期FHFA（米連邦住宅金融局）住宅価格指数が前年比で▲5.5%（←▲同4.2%）となり、下落傾向となっている（第2図）。幅広く住宅価格指標を見てみても、CoreLogic社住宅価格が前年比▲7.5%（3月）、不動産情報提供会社Zillowによる全米住宅価格は前年比▲8.2%（3月）と同様の動きとなっている。

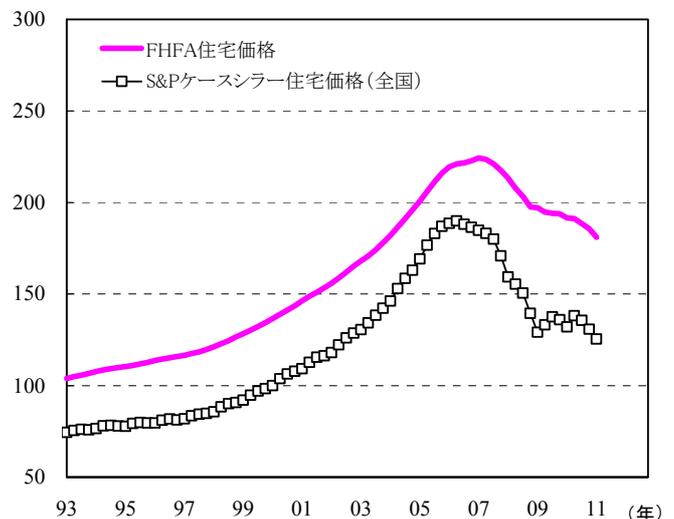
販売に占める差し押さえ物件割合が高いこと、在庫が高水準であることに、上記の回復期待後退も加わり、住宅価格は当面は低迷を余儀なくされそうだ。

第1表：住宅市場アンケート結果

いつ住宅市場は回復するのか？			
	2011年4月調査	2010年11月調査	変化幅
既に回復	5%	5%	0%ポイント
2011年末まで	3%	10%	▲7%ポイント
2012年末まで	15%	27%	▲12%ポイント
2013年末まで	24%	24%	0%ポイント
2014年以降	54%	34%	+20%ポイント

（注）調査は4月15日～19日に18歳以上の2,018人を対象に実施  
（資料）Trulia and RealtyTrac Surveyより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：住宅価格の推移



（資料）FHFA、S&Pより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 雇用

#### 雇用増勢は一服

雇用は、増勢が足元では一服している。5月の非農業雇用者数は前月比+5.4万人と市場予想を下回る小幅な伸びに止まった。

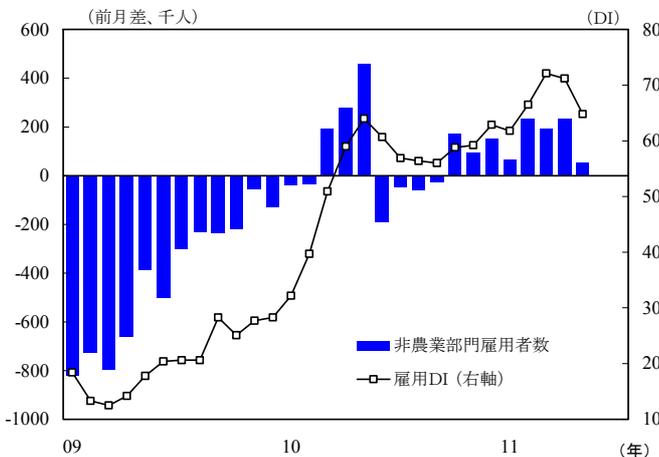
雇用者数変化の内訳は、民間部門が前月比+8.3万人、政府部門が▲2.9万人であり、民間部門の増加幅が縮小した。民間部門では、製造業が自動車関連を主因として7ヵ月ぶりに減少(▲0.5万人)したほか、小売業が4月の大幅増加(+6.4万人)の後、減少(▲0.9万人)に転じた。鈍化の背景には、サプライチェーン障害に伴う一時的な生産抑制や、高めの雇用増加が続いたことからの反動減があった模様である。

一方で、雇用DI(業種間の雇用増の拡がりを表すDI、50は増加と減少の業種が同数)は64.8(←4月71.2)と低下したが、50を上回る水準を維持した。これは、雇用の増勢が広範には鈍化していないことを示している(第3図)。

#### 一時的な鈍化の可能性が高い

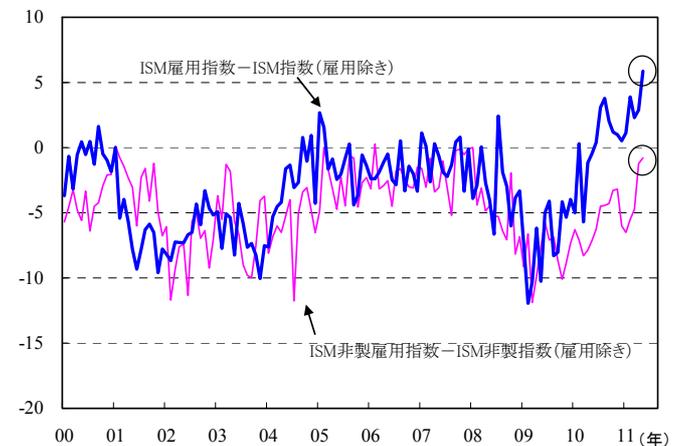
企業の景況感指標をみても、足元の雇用指数は高い水準に位置している。例えば、ISM製造業指数は新規受注・生産・雇用・入荷遅延・在庫の5指数の加重平均で算出されているが、これを新規受注・生産・入荷遅延・在庫の4指数による加重平均と雇用に分けてみると、相対的な雇用指数は過去に無い高いレベルにあることが分かる。また、ISM非製造業指数においても、活動指数・新規受注・雇用・入荷遅延の4指数の加重平均ではなく活動指数・新規受注・入荷遅延の3指数加重平均と雇用に分けてみると同様のことがみてとれる(第4図)。このことは、企業が足元の景気減速を一時的と見ており、雇用方針を比較的堅持していると解釈できる。

第3図：雇用統計



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ISM指数の内訳



(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 企業活動

##### 企業景況感は高水準から悪化傾向

企業景況感は大企業を中心に高水準であったが、足元では悪化傾向にある。5月のISM製造業景況指数は53.5（←4月60.4）と、大幅低下となった。内訳では新規受注・生産指数が大きく低下しており、短期的には一段と悪化する可能性がある。ただし、価格指数（76.5）が5ヶ月ぶりに80を下回ったことや、在庫指数（48.7）、顧客在庫指数（39.5）ともに低水準であることから、受注さえ回復してくれば全体の企業景況感は上昇し易い土壌になってきている。また、5月のISM非製造業景況指数は54.6（←4月52.8）となり一旦は持ち直している。受注・雇用指数が上昇、仕入れ価格・在庫指数が低下しており、内容は良好であった。

中小企業に関しては、全米独立企業連盟（NFIB）が発表した5月の中小企業景気楽観度指数は90.9（←4月91.2）となった。3ヶ月連続しての低下だが、低下幅は小幅であり、厳しい外部環境のなかでは底堅さを維持している（第5図）。

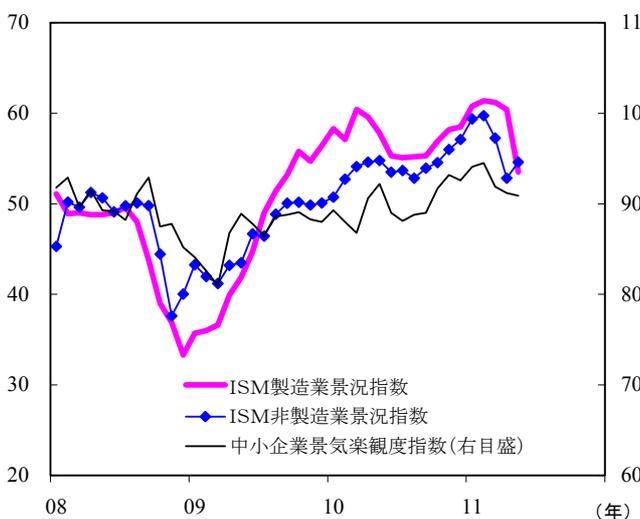
##### ハードデータはま ちまち

経済統計では、製造業受注（4月）が前月比▲1.2%（←3月+3.8%）と前月からの反動もあり減少、輸出（4月）が前月比+1.3%となり好調を持続した。企業在庫（4月）は前月比+0.8%と増加が継続。売上高在庫比率は1.26ヵ月（←3月1.25ヵ月）であり、水準は低位に抑えられている。

##### 企業収益は高水準

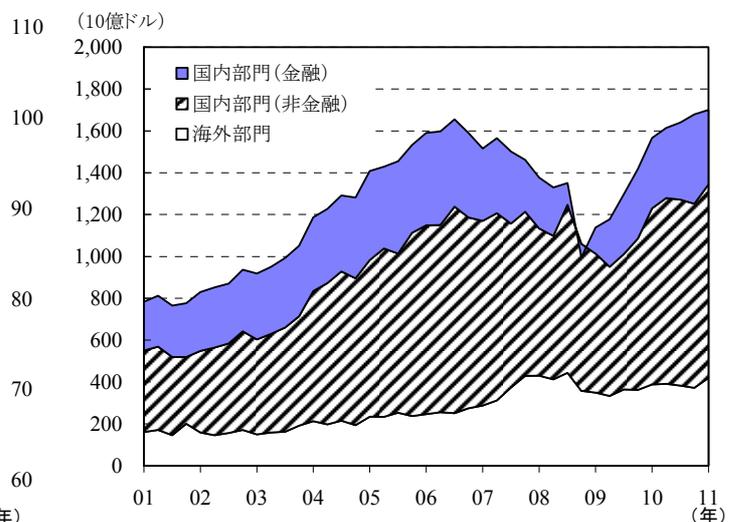
商務省によると1-3月期の企業収益は、前期比+1.3%（税引き前）となった。10-12月期（前期比+2.3%）より伸び率は鈍ったものの、金融危機前のピーク（06年7-9月期）を2.7%上回る高水準の収益を確保しており、一時的な事業環境悪化に対応できる余力は大きい（第6図）。

第5図：企業景況感



(資料) ISM、NFIBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：企業収益



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) 財政

### 財政議論は膠着

財政再建議論は膠着している。米国では、債務が5月16日に上限に達しており、議会で上限の引き上げが承認されなければ、8月2日にもデフォルトに陥るといった危機的な状況になっている。経済を予測する上でも注目が必要だ。格付会社は、S&Pが4月18日に米国債見通しを引き下げたことに続き、6月2日にはムーディーズ、6月8日にはフィッチも警告を発している。

### 共和党の主張は劣勢に

共和党が多数を占める下院では、4月に共和党による歳出削減法案を可決し、5月31日には債務上限引き上げ法案を否決した。共和党は、債務上限引き上げには、大幅な歳出削減が要るとの立場であった。しかし、5月24日の下院ニューヨーク州補欠選挙でメディケア改革案への反発を主因に民主党に予想外の敗北を喫したことに加え、足元の景気悪化懸念もあり、経済や雇用へ配慮せざるをえなくなってきた。すなわち、オバマ大統領や民主党と妥協する可能性が拡大している。

今後については、メディケアなどエンタイトルメントと呼ばれる部分での構造改革や多年度に渡る大幅な歳出削減での合意は先送りされ、まずは1兆ドル程度の歳出削減を頭金として合意することや、財政規律に資する新たなルール作りで合意することなどにより、債務上限を引き上げることとなろう。また、中長期財政再建議論がある程度進捗するかたちで債務上限引き上げが決着すれば、景気悪化懸念の強まるなか大統領選を睨み、短期的な景気刺激策（給与税引き下げなど）が検討される可能性もある。

第2表：最近の財政に関する出来事

日付	内容
4月15日	下院、共和党の歳出削減・メディケア改革案を235:193で可決
4月18日	S&P、米国債の格付見通しを安定的からネガティブに引き下げ
5月5日	バイデン副大統領、財政再建対話を開始
5月16日	連邦債務上限(14兆2,940億ドル)に到達
5月24日	下院ニューヨーク州補欠選挙で民主党勝利
5月25日	上院、共和党の歳出削減・メディケア改革案を57:40で否決
5月31日	下院、債務上限を引き上げる法案を否決
6月2日	ムーディーズ、米国債の見通しを引き下げの可能性を警告
6月8日	フィッチ、米国債の見通しを引き下げの可能性を警告
8月2日	債務上限が引き上げられなければデフォルトへ

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 金融動向

### (1) 物価と金融政策

基調インフレは底打ち、総合インフレは落ち着きへ

基調的なインフレ率は底打ちの動きが続いている。4月のコアPCE（個人消費支出）デフレーターは前年比+1.0%（←3月+0.9%）、5月のコアCPIは前年比+1.5%（←4月+1.3%）となり、伸び率が徐々に高まりつつある。一方、高い伸びが続いていた総合インフレ率は落ち着いてくる見通しだ。原油価格（WTI）は、4月に一時110ドル/バレルを超えたが、その後は反落し、足元では100ドル/バレル前後で推移している。原油価格に連れて、米国のガソリン価格も、5月に4ドル/ガロンに迫った後に反落している。このような状況を反映して、ミシガン大学消費者センチメント調査（5月）では、短期のインフレ期待（1年）が4.1%（←4月4.6%）へ低下。市場が織り込む期待インフレ率（ブレイクイーブン・インフレ率＝通常国債と、同年限の物価連動国債の利回り格差）も、昨年秋以降上昇地合で推移してきたが、足元では原油価格の下落や景況感悪化を受け4月をピークに低下に転じている。

委員の景気認識に大きな変化は無い

金融政策は現状維持が続く見通しだ。連邦公開市場委員会（FOMC）委員の講演からは、景気判断が大きく変化している様子は窺われない。足元の経済指標の軟化を受け、4-6月期や今年の成長見通しは下方修正された模様だが、景気減速は一時的要因によるもので、年後半以降は持ち直すとの見解が主流だ（第3表）。

第3表：最近のFOMC当局者の主な発言

発言者	発言内容（日付）
バーナンキ議長	◎ 4-6月期は日本の震災に伴うサプライチェーン障害が影響（6/7）
イエレン副議長	◎ 金融不均衡の際には金融政策よりはマクロプルーデンス政策で（6/2）
ダドリー・ニューヨーク連銀総裁	◎ 足元はソフトパッチだが一時的要因による部分大きい（6/10）
エバンス・シカゴ連銀総裁	◎ 今年、来年の経済見通しを若干下方修正したが、足元の弱さは一時的（6/7）
ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	◎ 足元の弱さは一時的なソフトパッチであり、年後半には持ち直し（6/9）
フィッシャー・ダラス連銀総裁	◎ 追加資産購入は必要無い。ガソリン価格下落で下期には成長加速（6/7）
コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	◎ 年末に向けて政策金利の引き上げが望ましい（5/25）
ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	引き続き今後数年は3%を上回る緩やかな成長が継続（6/1）
ブラード・セントルイス連銀総裁	物価指数はコアよりも総合で見るべき（5/24）
ラッカー・リッチモンド連銀総裁	そもそもの拡大ペースは緩やかだが年後半には加速（6/13）
ロックハート・アトランタ連銀総裁	回復が平坦ではないが、パニックになるほどではない（6/7）

（注）◎はFOMCの投票メンバー

上記以外の委員（投票権有）デューク理事、タルーロ理事、ラスキン理事、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁  
（投票権無）ローゼン格林・ボストン連銀総裁、ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁

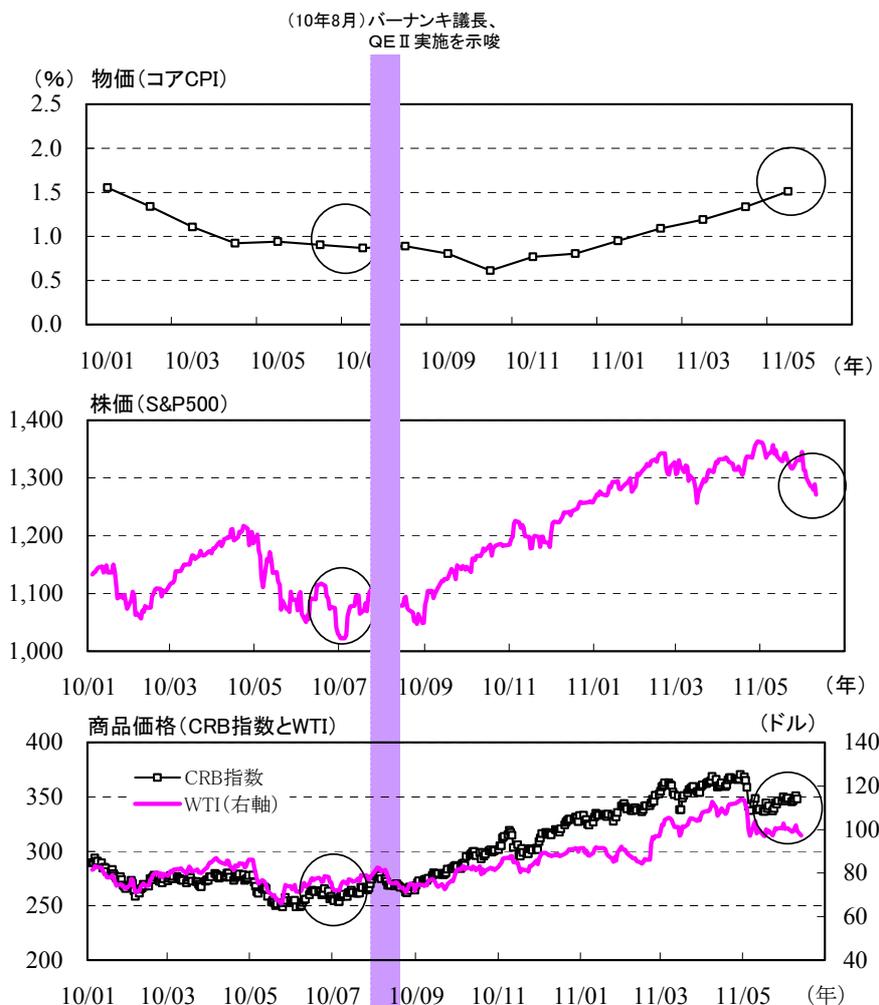
（資料）FRB、地区連銀、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

現状では QE3 導入  
の可能性は低い

バーナンキ議長やダッドリー・ニューヨーク連銀総裁などハト派的な当局者の景気認識は、従来はコンセンサス（平均的な市場見通し）よりも弱めであったが、コンセンサスがここ1ヵ月で急速に悪化するなかで現状ではむしろ強めに位置している。

市場の一部では追加量的緩和策（QE3）への期待が出て来ている。前回のQE2決定時と現在とを比較すると、景気モメンタムに顕著な変化はみられないが、物価や株価、商品価格が上昇している点に違いがある（第7図）。QE3については、①現在はQE2導入時に比し景気鈍化の要因が明確で一時的と判断できること、②デフレ懸念が後退していること、③株価上昇よりも商品市況上昇の悪影響が目立ってきたこと、などから実施には至らないであろう。

第7図：QE2決定時と現在との比較



(資料) Bloomberg、米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 株価と長期金利の動向

### 株価は下落

株価（ダウ平均）は、米国において市場予想を下回る経済指標が続いたことやグローバルな景気減速懸念などを受け、軟調な推移となった（第8図）。

### 長期金利は低下

長期金利（10年米国債利回り）は、景気減速懸念や欧州債務問題に関連した「質への逃避買い」で低下し、現状は3%近辺での推移となっている（第8図）。

第8図：株価、長期金利の推移



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)

(円ドル相場動向については、「経済マンスリー・日本」に記載しております。)

照会先：経済調査室 栗原 浩史 (米国) [hiroshi\\_2\\_kurihara@mufg.jp](mailto:hiroshi_2_kurihara@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。