情勢判断

海外経済金融

底堅い回復が続く米国経済

木村　俊文

要　旨

米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や生産が底堅く推移するほか、住宅部門にも底入れの動きが見られるなど、緩やかな回復基調をたどっている。先行きも緩やかな回復が続くと見込まれが、5 月以降はギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務問題が再燃しており、この影響により下振れするリスクがある。

経済指標は底堅さ維持

2012 年 1～3 月期の米国の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率 2.2%と、11 四半期連続のプラス成長となったが、10～12 月期（3.0%）からは減速した（図表１）。1～3 月期の成長の主因は個人消費であり、自動車等の耐久財への支出が堅調となったことから個人消費が 2.9%と高い伸びを示した。また、暖冬による好影響もあり、住宅投資が 19.1%と加速したことも成長率を押し上げた。一方、成長減速の要因は、投資減税失効の影響から設備投資が▲2.1%と 9 四半期ぶりに落ち込んだことに加え、在庫投資が小幅増にとどまったこと、さらに政府支出が▲3.0%と 6 四半期連続で減少したことなどが挙げられる。

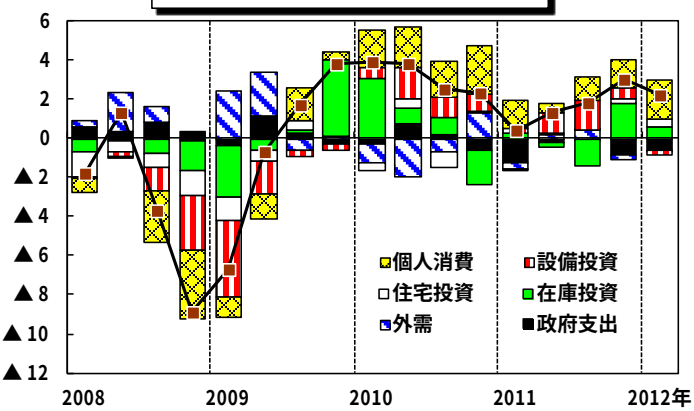
GDP 以外の月次の主な統計で足元の動きを見ると、4 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比 11.5 万人増にとどまり、年初にかけて見られた 3 ヶ月連続 20 万人超増加の動きが鈍化し、3 月（15.4 万人）に続き低調な内容となった。一方、失業率は 8.1%と約 3 年ぶりの低水準となった。ただし、失業率の低下は、失業中の人が職探しをあきらめたことに伴う労働力人口の減少が一因であるため、状況を楽観することはできず注意が必要である。

また、5 月 12 日までの週の新規失業保険週間申請件数は 37.0 万件（4 週移動平均では 37.5 万件と 2 週連続の減少）と、4 月中旬には一時 40 万件近くに増加したが、再び減少傾向を示しており、雇用改善の動きを示している。

個人消費は、4 月の小売売上高が前月比 0.1%と、1～3 月期に見られた暖冬による押し上げ効果が剥落したと見られ、わずかな伸びにとどまった。ただし、4 月以降ガソリン価格の高騰が沈静化しており、消費を下支えすると期待される。

また、5 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は 77.8 と、4 ヶ月連続で上昇した。このところは失業率が低下するなど雇用の先行き不安がやや後退したほか、ガソリン価格が下落に転じたこと

図表1　米国実質GDPの寄与度推移



(資料) 米商務省

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

もあり、消費者マインドが改善傾向を示している。

企業部門では、4 月の鉱工業生産が前月比 1.1%と、2 ヶ月ぶりのプラスとなった。内訳をみると、電気・ガス等公益事業の生産活動が活発になったことに加え、好調な自動車関連が加速して全体を押し上げた。ただし、設備投資の先行指標となる 3 月の耐久財受注（非国防資本財、除く航空機）は前月比▲0.1%と 2 ヶ月ぶりに落ち込んだ。企業業績が底堅く推移しており、設備投資が大きく崩れることはないと考えられるものの、世界的な景気減速や欧州情勢の先行き懸念などから慎重になっていると思われる。

企業の景況感を示す 4 月の ISM 指数は、製造業が 54.8 と前月（53.4）から上昇した一方、非製造業は 53.5 と新規受注や景況指数が低下したことから 3 月に続き前月を下回った（図表２）。1～3 月期に暖冬による好影響を受け堅調となった個人消費や住宅関連は主として非製造業に含まれるが、こうした一時的に非製造業の景況感を押し上げた要因が剥落したと考えられる。

住宅関連では、4 月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が 71.7 万件と、上方改定された前月（65.4→69.9 万件）を上回った。一方、先行指標となる着工許可件数は 71.5 万件に鈍化したものの、3 ヶ月連続で 70 万件台を維持し、弱いながらも改善傾向が続いている。4 月は中古住宅販売件数も 3 ヶ月ぶりに前月比プラスとなるなど、住宅価格の下落やローン金利の一段の低下を受け、消費者がこれまでになく住宅を取得しやすい状況にあり、今後も需要を下支えすると考えられる。

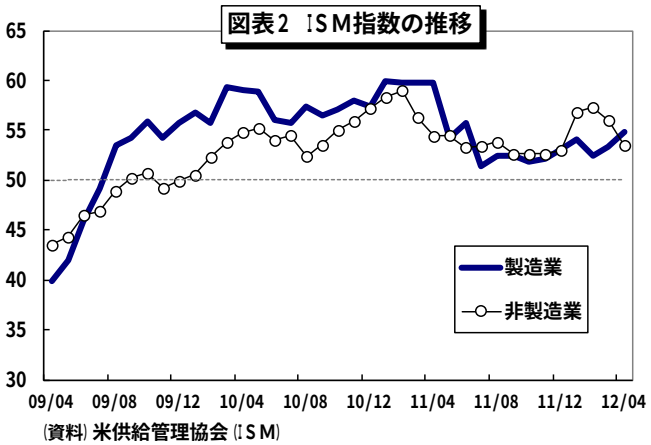
景気の先行きについては、緩やかな回復が続くと見込まれる。ただし、5 月以降はギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務問題が再燃しており、この影響により下振れするリスクがある。

米議会は選挙を控え膠着状態

こうしたなか、ねじれ状態が続く米議会では、11 月に大統領選と議会選を控えていることもあり、財政赤字削減案など重要な議論が進まず、政治的な膠着状態に陥っている。財政問題をめぐっては、下院で過半数を占める野党共和党が歳出削減を強く求めているのに対し、オバマ大統領率いる民主党は富裕層への増税を主張している。直近の与野党指導部による協議でも歩み寄りは見られなかった。

このまま何の対応もできなければ、国防費を中心に 13 年から 10 年間で総額 1.2 兆ドル（約 96 兆円）の歳出を強制的に削減する条項が発動されることになる。一方で、景気下支えのために延長して継続実施しているブッシュ減税や給与減税も 12 年末で失効を迎える。つまり、「財政の崖（Fiscal Cliff）」と呼ばれているように、12 年末に大幅な歳出削減と増税が同時に実施され、仮にそうなれば米

図表２ ＩＳＭ指数の推移



（資料）米供給管理協会（ＩＳＭ）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

国経済は再び失速する可能性が高い。さらに、12 年末までに連邦債務が法定上限の 16.4 兆ドル（約 1,310 兆円）に達する見込みであり、米議会は債務上限引き上げで合意する必要もある。

したがって、新体制が固まる大統領選直後から年末までの 2 ヶ月弱の間で、米議会が新たに財政赤字削減案を策定できるかどうかが最大の焦点となる。こうした政治的な不透明感が払拭されるまでは、雇用や投資の先延ばしが起きる可能性があり、米経済への悪影響も懸念される。

巨額損失発覚で規制強化か

米金融大手のＪＰモルガン・チェースは 5 月 10 日、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の取引で 20 億ドル（約 1,600 億円）超の評価損失が発生したことを公表した。CDS は、国や企業などの債務不履行リスクを売買する金融商品の一種である。報道によれば、同社は欧州債務危機で企業の債務不履行が増えると予想して CDS 取引を拡大したが、欧州中央銀行（ECB）が 2 回にわたり大量の資金供給オペを実施するなど緩和措置を講じたため、結果的に想定が外れ巨額損失を被ったようである。

リーマン・ショック後に金融システム危機の再発防止と消費者保護を目的として成立した米金融規制改革法（ドッド・フランク法）には、銀行の自己勘定での高リスク取引を制限するボルカー・ルール案の採用が盛り込まれている。このルールについては、銀行の自己売買が削減されると、社債市場の流動性が低下することから企業と投資家のコスト上昇を招くなど、批判的な意見が多く見られる。我が国の規制当局（金融庁および日銀）も今年 1 月、欧州やカナダ等の批判に加わる形で、ボルカー・ルールが日本国債の取引に悪影響を及ぼす懸念があると、米国に対し考慮を求めたところである。

しかし、今回のＪＰモルガン・チェースの巨額損失を受け、米議会では、ボルカー・ルールの法制化に向けた議論が活発になると予想される。

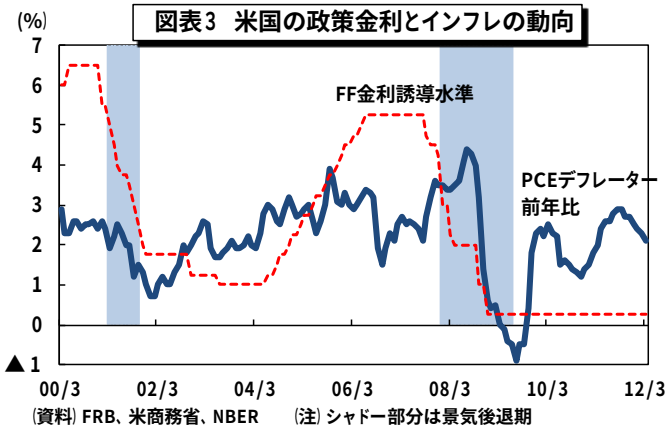
FRB は当面様子見、6 月末に注目

米連邦準備理事会（FRB）は、4 月 25 日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で前回の 3 月に続き、金融政策の現状維持を決定した。

具体的には、①政策金利（FF レート）の誘導目標を現行水準の 0.00～0.25%で据え置いた（図表３）ほか、②保有証券の平均残存期間延長（ツイストオペ）と償還資金の再投資の継続、③1 月の会合で延長した時間軸（14 年後半まで異例の低金利を維持する方針）の確認など、今後も超緩和政策を継続する姿勢を示した。

FRB は声明で、失業率が低下するなど労働市場の状況が改善していることに加え、家計支出および企業の設備投資が引き続き

図表3　米国の政策金利とインフレの動向



(資料) FRB、米商務省、NBER　(注) シャドー部分は景気後退期

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

増加していることなどから、最近の景気認識を「米経済は緩やかに拡大している」と前回と同じ表現で据え置いた。ただし、景気見通しについては、今後数四半期の米経済が「緩やかに成長し、その後段階的に拡大する」とやや上方修正した。

一方で、最近の原油・ガソリン価格の上昇がインフレに及ぼす影響は一時的で、「今後は適正水準もしくは下回って推移する」との見通しを示している。また、欧州債務問題の影響を受けた国際金融市場の緊張は「引き続き下振れリスクとなっている」と警戒感を緩めていない。声明文の最後では、「保有証券の規模と構成を定期的に見直し、適切に調整する用意がある」と、これまでの表現を維持した。

バーナンキ議長は、注目される追加の量的緩和策第 3 弾（QE3）について、「必要に応じて実施する用意がある」と言明した一方で、インフレ率が FRB の目標（PCE デフレーターで 2%）に低下しつつある状況下で「物価上昇を加速させるような政策を採用することは困難」との判断も示している。したがって、FRB は引き続き超緩和的な姿勢を維持し、景気次第では対応する構えを温存しつつも、予想外に景気が悪化しない限り QE3 実施の可能性は低いと考えられる。ただし、ツイストオペが 6 月末に期限を迎えることから長期金利に上昇圧力がかかると想定され、状況次第ではツイストオペの延長や増額、あるいは住宅ローン金利の低下を促すためのモーゲージ担保証券（MBS）購入再開など追加措置を打ち出す可能性もある。

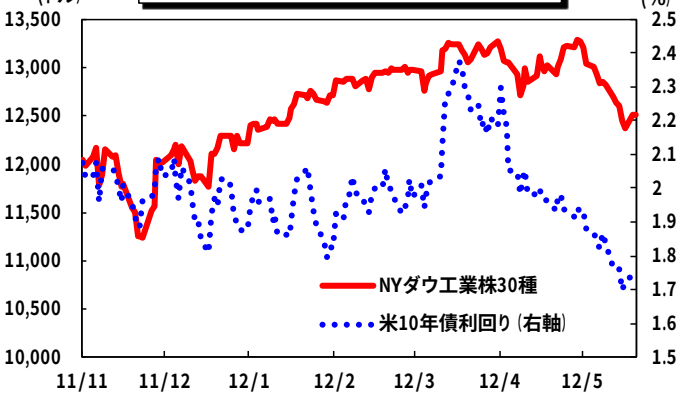
米国市場は株安･金利低下

米国債市場では 5 月以降、4 月の米雇用統計で雇用者数の伸びが予想を下回ったことなどを受け米経済の回復期待が後退したほか、ギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務危機が深刻化するとの懸念が強まったことなどから、投資家のリスク回避の動きが強まり、米国債への需要が高まった。

米 10 年債利回りは、4 月中旬以降 2%を下回って推移しているが、5 月 17 日には一時 1.68%台まで低下し昨年 9 月に付けた過去最低水準に迫った（図表４）。先行きも米長期金利は、債券高への警戒感があるものの、ギリシャのユーロ離脱懸念も浮上するなど欧州情勢の先行き不透明感が払拭されず、低下圧力が強いまま推移すると思われる。

また、株式市場も 5 月以降は大幅続落し、ダウ工業株 30 種平均は 5 月 1 日に付けた 4 年 4 ヶ月ぶりの高値から約 7%値を下げ、18 日には 1 万 2,369.86 ドルと年初来安値に迫った。米株式市場は、急落の反動から自律反発の可能性もあるが、先行き不透明感の払拭が想定できず、上値の重い展開が続くと予想される。（12.5.23 現在）

図表４　米国の株価指数と10年債利回り



（資料）Bloombergより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます