

# 情勢判断

## 海外経済金融

### 回復の勢いが鈍化する米国経済

木村 俊文

#### 要 旨

米国では6月に入り、雇用や消費、生産関連などで冴えない経済指標の発表が続いたことから、景気減速懸念が強まった。米政策当局（FRB）は、6月末で期限を迎える「ツイストオペ」を2012年末まで延長することを決定したほか、景気回復と雇用改善に向けて一段の措置を講じる用意があると表明し、追加緩和に含みを持たせた。当面は、量的緩和策第3弾（QE3）を温存したまま、様子を見ながらの政策運営となるだろう。

#### 軟調な経済指標

最近発表された米国の主要な経済指標は、冴えない内容のものが目立ち、総じて回復の勢いが弱い状況を示している。

足元の動きを見ると、5月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差6.9万人増にとどまり、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継続的に鈍化し、製造・非製造業ともに低調な内容となった（図表1）。また、失業率は8.2%と11ヶ月ぶりに悪化した。ただし、失業率の上昇は、職探しをあきらめていた人たちが職を求めて労働市場に流入したことに伴う労働力人口の増加が主因であるため、状況を過度に悲観する必要はないと思われる。

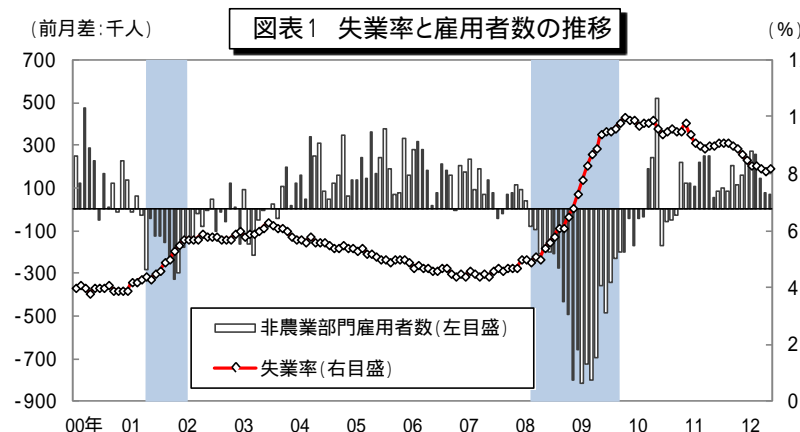
さらに、6月16日までの新規失業保険

週間申請件数は38.7万件（4週移動平均では38.6万件と4週連続の増加）と再び増加傾向を示しており、雇用改善の動きに一服感が見られる。

個人消費は、5月の小売売上高が前月比0.2%と2ヶ月連続で減少した。暖冬による押し上げ効果が見られた1～3月期とは違い、4～6月期は伸び鈍化の可能性が高まっている。ガソリン高は4月に降沈静化したものの、5月の民間企業時間当たり賃金が前年比1.4%と統計開始以来の最低水準になるなど、所得の伸び鈍化が消費を抑制していると考えられる。また、6月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は74.1と前月（79.3）から低下した。これまで改善傾向を示していた消費者センチメントは、株価が下

落基調にあるなか、雇用や欧州情勢などの先行き不安が強まったことから悪化した。

企業部門では、5月の鉱工業生産が前月比0.1%と2ヶ月ぶりのマイナスとなった。内訳をみると、電気・ガス等公益事業やコンピュータ関連の



（資料）米労働省、NBER

（注）シャドー部分は景気後退期

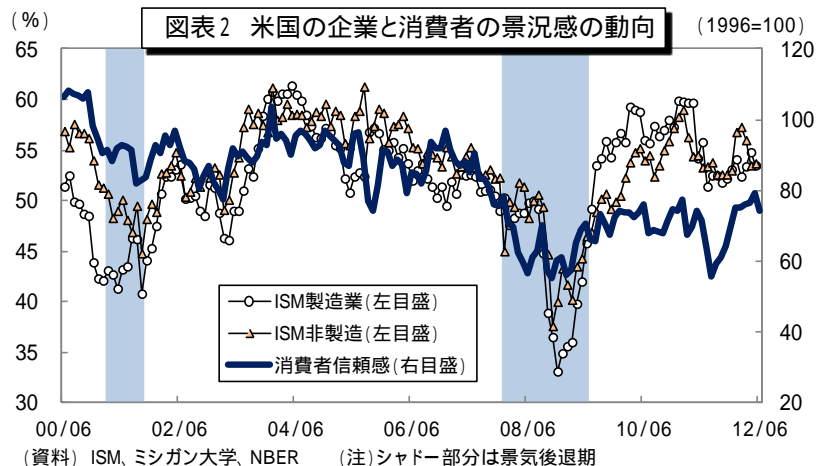
生産活動は底堅さを維持したものの、好調だった自動車関連が減少に転じるなど製造・非製造業ともに全般的に落ち込んだ。また、設備投資は、先行指標となる4月の耐久財受注(非国防資本財、除く航空機)

が前月比1.9%と2ヶ月連続で減少し、世界的な景気減速や欧州情勢の先行き懸念などから投資態度が慎重化していると思われる。

企業の景況感を示す5月のISM指数は、製造業が53.5と前月(54.8)から低下した一方、非製造業は53.7と前月(53.5)から小幅上昇した(図表2)。いずれも景況判断の目安となる50を上回っているが、業況改善のテンポは極めて緩やかとなっている。なお、個別の指数を見ると、5月は製造・非製造業ともに雇用指数が低下しており、雇用統計と一致した動きを示している。

また、6月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク(8ヶ月連続プラスとなるも17.09→2.29と急悪化)が改善傾向を維持したものの、フィラデルフィア(2ヶ月連続のマイナス)は業況悪化を示すマイナス圏に落ち込んだため、製造業の活動が縮小する可能性が高い。

住宅関連では、5月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が70.8万件と前月(74.4万件)を下回った一方、先行指標となる着工許可件数は前月比7.9%の78.0万件と08年9月以来の高水準で4ヶ月連続の70万件台となった。住宅価格の下落や口



ーン金利の一段の低下を受け消費者が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、ギリシャ再選挙後も同国の財政再建をめぐる不透明感やスペインの金融不安など欧州債務問題の悪化懸念が根強く、この影響により下振れするリスクがある。また、2012年末から13年始にかけて複数の緊縮財政措置が同時に発動される、いわゆる「財政の崖」による景気失速懸念も広がっている。

### ツイストオペは6ヶ月延長

こうしたなか、米連邦準備理事会(FRB)は、6月19~20日に開いた連邦公開市場委員会(FOMC)で、6月末で期限を迎える「ツイストオペ」を12年末まで延長することを決定した。このプログラムはFRBが保有する米国債の平均残存期間を長期化する措置であり、具体的には総額4,000億ドル(約32兆円)規模で残存期間6~30年の国債を購入し、同時に保有する3年以下を同額売却するものである。長期金利に低下圧力をかけることで一段と金融緩和を強化し、住宅市場の支援や設備投資の促進などを目指して、2011年10

月から実施してきた。  
FOMC では今回、12 年末ま  
でにさらに 2,670 億ドル  
(約 21 兆円) 相当の保有  
証券の残存期間を長期化  
する方針を示した。

一方、政策金利である  
フェデラルファンド (FF)  
金利の誘導目標は、08 年  
12 月に事実上のゼロ金利  
となる 0.0 ~ 0.25% に引

き下げられて以降、据え置かれているが、  
今回の FOMC でも現状維持が決定された。

今回の FOMC の声明文では、最近の景気  
判断を「緩やかに拡大している」と基本  
認識については据え置いたものの、「雇用  
の伸びが鈍化し、家計支出は幾分減速ペ  
ースとなった」と下方修正した。一方、  
インフレについては、「原油・ガソリン価  
格が下落したことを受けて低下しており、  
長期的にもインフレは引き続き安定して  
いる」と警戒姿勢を緩めた。また、追加  
行動については、「景気回復と雇用改善に  
向けて一段の措置を講じる用意がある」  
との表現を新たに加え、注目される追加  
の量的緩和策第 3 弾 (QE3) の可能性に含  
みを持たせた。

## FRB は当面様子見か

バーナンキ議長は、FOMC 後の会見で、  
「労働市場の継続的な改善が確認できな  
ければ、追加行動を取る準備を適切に行  
う」と言明した。その場合、FRB のバラ  
ンスシートを使った「一段の資産購入が  
確実な検討策の一つになるだろう」との  
認識も示している。

そこで、今後の金融政策を展望してみ  
ると、米景気は回復力に弱さが残る一方

図表 3 FRB 理事・地区連銀総裁による経済見通し (12 年 6 月時点)

(各項目のカッコ内は 12 年 4 月時点)

年次 項目	2012	2013	2014	長期
実質 GDP	1.9 ~ 2.4 (2.4 ~ 2.9)	2.2 ~ 2.8 (2.7 ~ 3.1)	3.0 ~ 3.5 (3.1 ~ 3.6)	2.3 ~ 2.5 (2.3 ~ 2.6)
失業率	8.0 ~ 8.2 (7.8 ~ 8.0)	7.5 ~ 8.0 (7.3 ~ 7.7)	7.0 ~ 7.7 (6.7 ~ 7.4)	5.2 ~ 6.0 (5.2 ~ 6.0)
PCE デフレーター	1.2 ~ 1.7 (1.9 ~ 2.0)	1.5 ~ 2.0 (1.6 ~ 2.0)	1.5 ~ 2.0 (1.7 ~ 2.0)	2.0 (2.0)
コア PCE デフレーター	1.7 ~ 2.0 (1.8 ~ 2.0)	1.6 ~ 2.0 (1.7 ~ 2.0)	1.6 ~ 2.0 (1.8 ~ 2.0)	未集計
FFレート 誘導水準	0.25 (0.25)	0.25 ~ 1.0 (0.25 ~ 1.0)	0.25 ~ 2.0 (0.25 ~ 2.5)	4.0 ~ 4.5 (4.0 ~ 4.5)

(資料) FRB 資料より作成

(注) メンバーの予想範囲から上下 3 人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第 4 四半期の平均値。その他の数値は各年第 4 四半期の前年同期比

でインフレ圧力が低下したことから、追  
加緩和の余地が広がったと言えるだろう。  
したがって、バーナンキ議長が指摘する  
ように労働市場で下振れリスクが意識さ  
れるなど、今後の景気次第では QE3 実施  
の可能性が高いと予想される。

ただし、FRB は今回の決定でツイスト  
オペを年末まで延長実施することにした  
ため、早期に QE3 を実行する可能性は低  
いと思われる。FRB は年末までの間、今  
後発表される経済指標を確認しながら、  
混乱した金融市場の行方や欧州債務危機  
の影響などを見極め、追加行動の必要性  
を判断することになるだろう。

## 成長率見通しを下方修正

FRB は FOMC 後に最新の経済見通しを発  
表した (図表 3)。それによれば、FRB 理  
事と連銀総裁の 19 人 (5 月に正式承認さ  
れ今回から新たに元財務次官のジェロー  
ム・パウエル氏と前ハーバード大学教授  
のジェレミー・スタイン氏の 2 人がメン  
バー入り) による 12 年の実質 GDP 成長率  
(予想中心帯) は 1.9 ~ 2.4% と、前回 4  
月時点の予想 (2.4 ~ 2.9%) から引き下  
げた。

また、13 年の成長率についても 2.2 ~

2.8%と、前回予想(2.7~3.1%)から下方修正した。一方、12~13年の失業率は足元で悪化していることを踏まえて引き上げている。同様に足元で物価上昇が鈍化していることから12年のインフレ率は引き下げた。

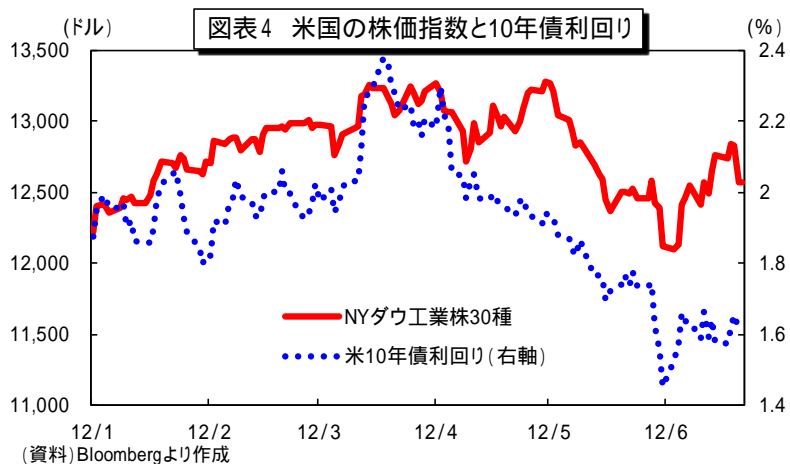
利上げ時期予想については、12年と13年が各3人、14年は7人と前回4月時点の予想と変わらなかったが、15年が6人と前回予想(4人)から2人(ただし新任理事かどうかは不明)増え、利上げ時期予想がやや先送りされた。

また、向こう3年間の年末時点の政策金利(FF金利)と長期的な金利誘導水準についての見通しでは、12年、13年はほぼ変わらないものの、14年については0.25%を予想するメンバーが前回予想比2人増えた。なお、長期的な金利誘導水準は4.0~4.5%(予想中心帯)と変更なかった。

### 米株は持ち直し、金利は低位

米国債市場では、6月にかけてスペインの金融財政不安やギリシャ政局の混乱などから欧州債務危機が悪化すると懸念が強まったほか、5月の米雇用統計が予想外に弱い内容になるなど冴えない経済指標の発表が続いたことからリスク回避的な動きが強まり、米国債への需要が高まった。

米10年債利回りは、昨年9月に記録したこれまでの最低水準(1.718%)を下回り、雇用統計が発表された6月1日には



1.452%と過去最低水準を更新した。しかし、その後は、G7 電話会議(5日)やECB理事会(6日)などで欧州問題に対する協調行動が確認され、欧州債務危機に対する過度の懸念が後退したことから1.6%台に上昇した。

なお、FOMC(19~20日)を前に米政策当局が追加緩和を打ち出すとの期待が高まったものの、実際にはツイストオペの増額と延長を決定したことでやや期待はずれとなり、1.6%を挟んでもみ合う場面もあった。先行きも米長期金利は、ツイストオペの継続実施に加え、スペインの金融財政不安など欧州情勢の先行き不透明感が払拭されないことから、低下圧力が強いまま推移すると思われる。

一方、株式市場も6月初旬にかけて急落し、6月4日のダウ工業株30種平均は1万2,101ドルと、5月1日に付けた4年4ヶ月ぶりの高値から約9%値を下げ、年初来安値を更新した。しかし、その後は急落の反動から自律反発し、1万2,500~2,800ドル台で推移している。米株式市場は持ち直しの動きが見られるが、一方で景気減速懸念が強まっており、当面は上値の重い展開が予想される。

(12.6.22 現在)