

景気動向のポイント

【景況感】……企業の景況感は受注持ち直しにより改善方向

【生産・投資】……生産・投資活動は幾分足踏み気味

【消費・所得】……雇用・所得環境の改善に根強い期待

【物価】……低水準の伸びが継続

- 米国の景気は、緩やかな回復が続いているが、7～9 月期は前期に比べて幾分回復ペースに鈍さがみられるようになっている。
- 家計部門では雇用・所得環境の改善期待が根強く、なお底堅さがみられる。企業部門では先行きに対する期待が高まっているものの、足元の生産・投資は足踏み気味となっている。
- 9 月 17～18 日の FOMC で量的緩和が縮小を開始するとの見方が強まっているが、足元の指標には足踏みを示すものもみられ、どのようなペースで縮小を開始するのかに注目が集まっている。

主要経済指標

		四 半 期			月 次			
		12Q4	13Q1	13Q2	13/5	13/6	13/7	13/8
景況	実質 GDP (前期比)	0.1%	1.1%	2.5%				
	ISM製造業指数[上段]・ 非製造業指数[下段]	50.6 55.1	52.9 55.2	50.2 53.2	49.0 53.7	50.9 52.8	55.4 56.0	55.7 58.6
生産	鉱工業生産指数	0.6%	1.2%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	
	設備稼働率(前期/月比)	77.5%	78.0%	77.7%	77.7%	77.7%	77.6%	
投資	非国防資本財受注(前期/月比)	3.3%	5.0%	2.1%	2.1%	1.1%	▲4.0%	
消費	消費者信頼感指数 [ミシガン大(上段)・CB(下段)]	79.4 70.4	76.7 62.8	81.7 75.1	84.5 74.3	84.1 82.1	85.1 81.0	82.1 81.5
	実質個人消費支出(前期/月比)	0.4%	0.6%	0.4%	0.1%	0.2%	0.0%	
	小売売上高(前期/月比)	1.4%	1.0%	0.9%	0.5%	0.6%	0.2%	
	自動車販売台数[百万台]	14.9	15.3	15.5	15.4	15.8	15.7	16.0
雇用・ 所得	非農業部門就業者数 (前期/月差)[万人]	62.6	62.2	54.7	17.6	17.2	10.4	16.9
	完全失業率(%)	7.8%	7.7%	7.5%	7.6%	7.6%	7.4%	7.3%
	実質可処分所得(前期/月比)	2.2%	▲2.2%	0.8%	0.2%	▲0.2%	0.1%	
物価	コアPCEデフレーター(前年比)	1.7%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	
住宅	新築住宅着工件数(前期/月比)	14.7%	6.8%	▲8.9%	7.9%	▲7.9%	5.9%	
	新築住宅販売件数(前期/月比)	2.8%	16.1%	▲0.4%	▲1.6%	3.6%	▲13.4%	
	中古住宅販売件数(前期/月比)	3.3%	1.0%	2.3%	3.4%	▲1.6%	6.5%	
	S&Pケース・シラー 住宅価格指数(前年比)	5.6%	9.5%	12.0%	12.1%	12.0%		

1. 今月のトピック「QE3 縮小開始の環境は整ったか」

リーマン・ショック以降、5 年間に亘り、米連邦制度準備理事会(FRB)は金融緩和政策を強化してきた(図表 1)。その甲斐もあって、米国経済は足元では回復基調が強まりつつあり、これを背景として「出口戦略」が模索されている。

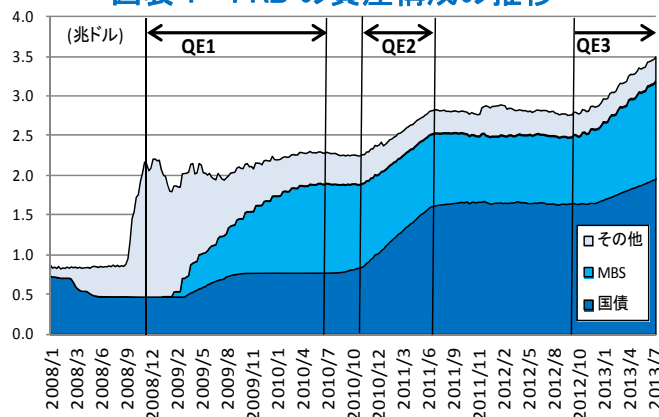
5 月 22 日、FRB バーナンキ議長が資産購入策(いわゆる、QE3)の縮小開始について仄めかし、6 月 18 日に「年内に縮小を開始する」と言及して以来、9 月 17~18 日に開催される連邦公開市場委員会(FOMC)での発表に注目が集まっている。それは、QE3 の縮小開始とその後に続く金利の引き上げに対する市場の思惑が、世界中の株価や債券価格を急落させ、世界経済を再度悪化させる懸念を噴出させたためである。他方、ここ 1 か月ほどは QE3 縮小開始の懸念に対するショックが弱まって、金融市場が落ち着いてきたことに加え、日本、欧州、中国でポジティブな景気指標の発表が相次いだことなどから、先行き不透明感が幾分薄れてきている。それでは、QE3 縮小開始のための環境は整ったのであろうか。

QE3 は、導入当初「労働市場の見通しが大幅に改善するまで継続」するとされていた。9 月 6 日発表の雇用統計をみると、8 月の失業率は 7.3%、非農業部門就業者数が 16.9 万人と改善傾向をみせたものの、就業参加率や労働時間などは改善が遅れていた(p.9 参照)。労働参加率の低下(1978 年以来、最低水準の 63.2%)はベビーブーム世代の労働市場退出による構造的なものと言われており、就業参加率の再上昇による失業率上昇のリスクは低いと考えられる。こうした、労働市場の状況は QE3 縮小開始を支持していると考えられる。

この他、米国経済の足取りをみると、4-6 月期の実質 GDP 成長率は輸出や投資の回復を受けて、前期比年率+2.5%と潜在成長率を上回る伸びとなった(p.4 参照)。住宅市場では住宅ローン金利が5月中旬から足元にかけて水準を切り上げたものの、住宅取得に対する意欲は根強く、中古住宅を中心に価格を押し下げている(p.10-12 参照)。

他方、9 月 5~6 日の G20 首脳会議では、QE3 の縮小が新興国経済に与える影響を監視することで合意、世界の金融市場の安定維持へ向けて連携する方針を示した。同会議中に中国等 BRICS 諸国は 1,000 億ドルの通貨スワップ協定を締結し、QE3 縮小開始に対する予防措置を導入した。逆説的ではあるが、米国内のみならず国外においても QE3 縮小開始に対する準備がなされてきていると言えよう。

図表 1 FRB の資産構成の推移



(資料)FRB より丸紅経済研究所作成

しかし、QE3 縮小開始には新たな懸念が出てきている。金利ガイダンスに注目すると、FRB は QE3 導入当初、超低金利政策を「2015 年半ばまで継続」、途中からは「失業率が 7.0%に達する時点で QE3 終了、6.5%に達すれば利上げ開始」としていた（図表 2）。

失業率の改善傾向は、労働参加率の硬直的な低下もあって、今後も着実に進んでいくとすると、QE3 は 14 年末ごろには終了、15 年半ば以降利上げの可能性が高い。しかし、FOMC 参加者の多くは長期的な FF 金利の水準が 4%（6 月会合時点）とみており（図表 3）、利上げ開始後、4%をすぐに目指すとの期待が形成されてしまうと、意図せざる金利急上昇を誘発する可能性がある。

9 月 FOMC では 2016 年の経済、金利の見通しが発表されるが、2016 年の金利見通しが 6 月 FOMC で示された長期的な FF 金利と同水準（4%）であると、市場に「2016 年問題」（6 月見通しでは 2015 年末の FF 金利は 1%近傍とみられているため、2016 年には一年間で 3%ポイントもの利上げが行われるかもしれないとの連想を呼ぶ）という新たな懸念を生む可能性がある。この数か月の金融市場での経験から、QE3 からの出口戦略はタイミングが難しく、FRB は不用意な金融の混乱を避けるべく、内外市場との密接な対話を図らなければならないことが示された。次の FOMC はその出口の第一歩となる可能性が高く、長期金利見通しと QE3 縮小ペース、スケジュールに関する言動には注意したいところだ。

図表 2 FOMC 参加メンバーによる主要経済指標見通し

見通し(%)		2013	2014	2015	長期
実質GDP 成長率	2012年12月	2.3-3.0	3.0-3.5	3.0-3.7	2.3-2.5
	2013年3月	2.3-2.8	2.9-3.4	2.9-3.7	2.3-2.5
	2013年6月	2.3-2.6	3.0-3.5	2.9-3.6	2.3-2.5
失業率	2012年12月	7.4-7.7	6.8-7.3	6.0-6.6	5.2-6.0
	2013年3月	7.3-7.5	6.7-7.0	6.0-6.5	5.2-6.0
	2013年6月	7.2-7.3	6.5-6.8	5.8-6.2	5.2-6.0
コアPCE デフレーター	2012年12月	1.6-1.9	1.6-2.0	1.8-2.0	-
	2013年3月	1.5-1.6	1.7-2.0	1.8-2.1	-
	2013年6月	1.2-1.3	1.5-1.8	1.7-2.0	-

（資料）FRB より丸紅経済研究所作成

図表 3 FOMC 参加者の FF 金利見通し

(人)	2013	2014	2015	長期
4%台	-	-	-	15
3%台	-	-	3	4
2%台	-	-	1	-
1%台	-	4	9	-
0%台	19	15	6	-

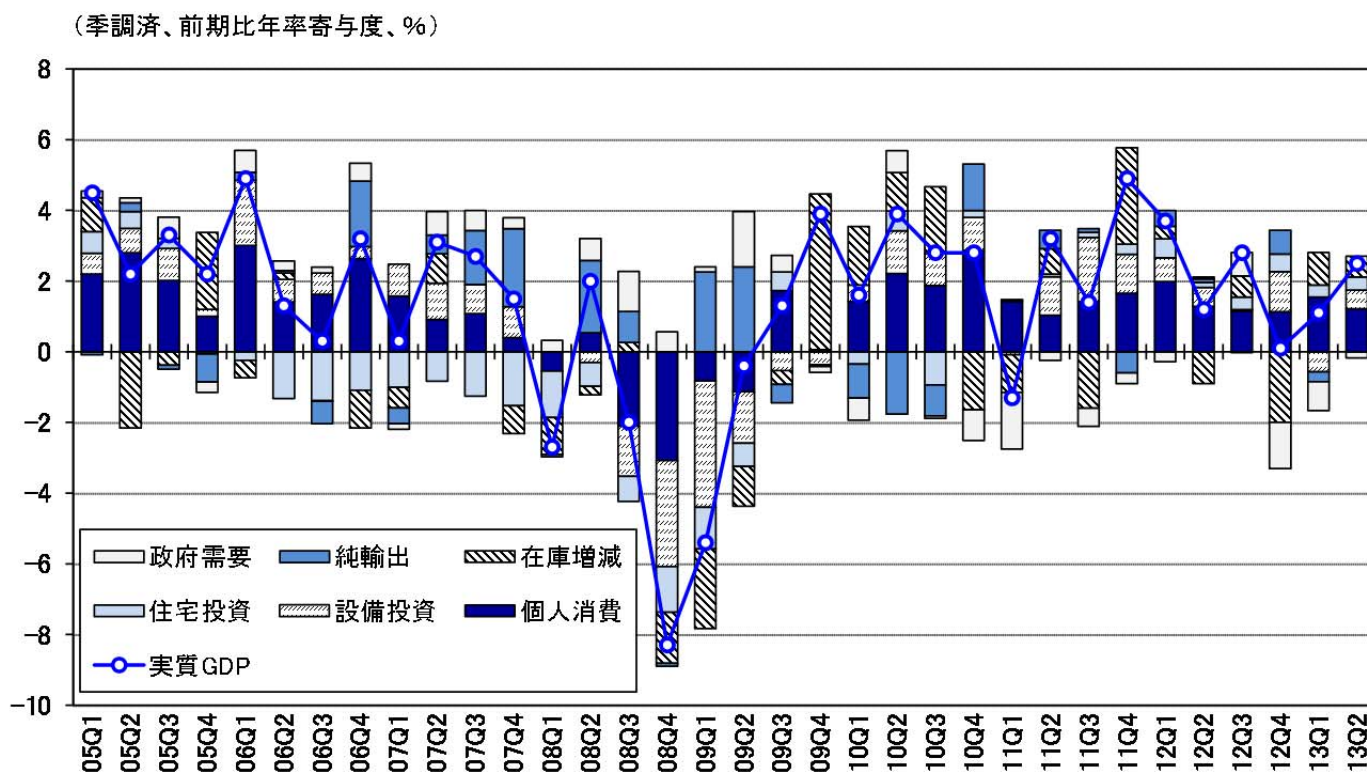
（資料）FRB より丸紅経済研究所作成

2. 主要指標の動き

(1) GDP・景況感

実質GDP

- 8月29日に発表された13年4-6月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+2.5%と、速報値の+1.7%から+0.8%ポイント上方修正され、成長が加速していたことが示された。加速の主因は、1~3月に落ち込んでいた輸出と設備投資の反動増、支出削減で大幅なマイナスを記録していた政府支出のマイナス幅縮小であり、けん引役の個人消費は小幅に鈍化した。
- 政府の歳出削減策の影響が薄れるとの予想から、市場コンセンサスでは7-9月期の実質GDP成長率は+2.2%と、年後半も回復基調の見通しを示している。



(資料) Bureau of Economic Analysis

▽ 米国の実質 GDP 予測(%)

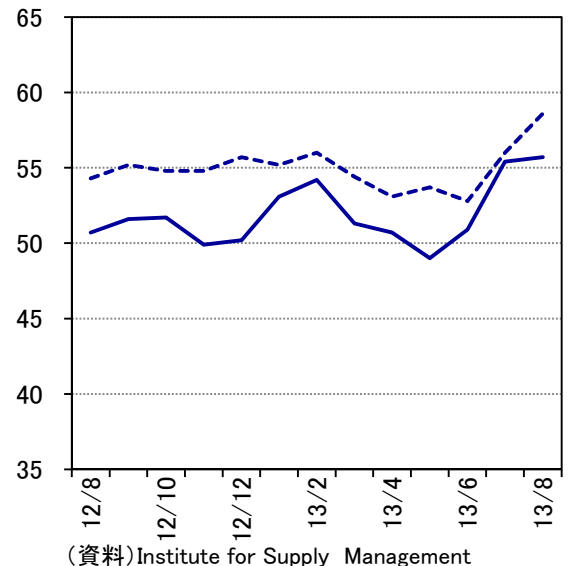
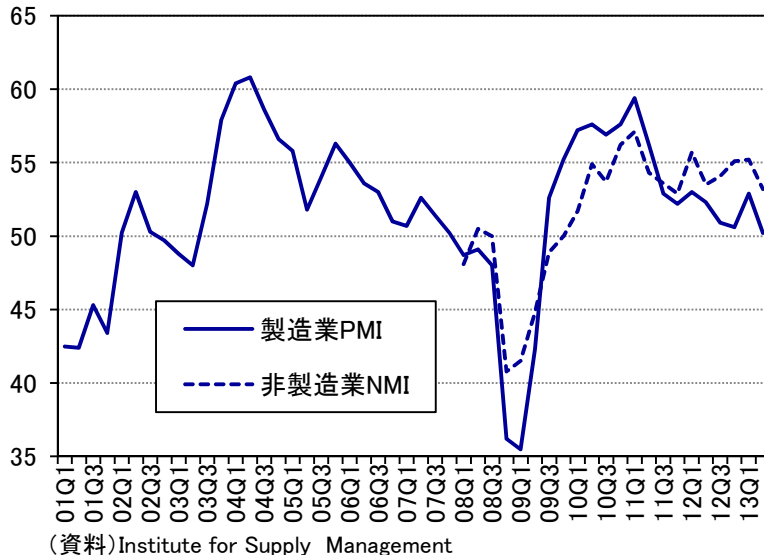
ソース	12年 10-12月	13年 1-3月	13年 4-6月	13年 7-9月	13年 10-12月	14年 1-3月	2012年	2013年	2014年
市場コンセンサス (2013/8)	+0.1	+1.1	+2.5	+2.2	+2.3	+2.7	+2.8	+1.5	+2.6
IMF (2013/7)				—	—	—		+1.7	+2.7

※四半期は前期比年率、暦年は前年比。共通部分は実績。市場コンセンサスはフィラデルフィア連銀調査。

企業業況感(ISM製造業・非製造業指数)

- 8月の製造業ISM指数は55.7(7月55.4)と小幅ながら3か月連続の上昇となった。生産指数(7月65.0⇒8月62.4)と雇用指数(同54.4⇒53.3)が低下したものの、新規受注指数(同58.3⇒63.2)と顕著に改善した。また、非製造業については8月58.6(7月56.0)と、着実な改善を見せた。

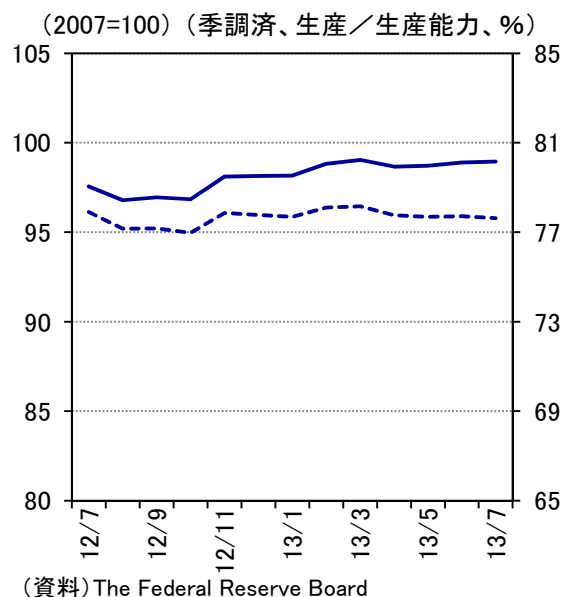
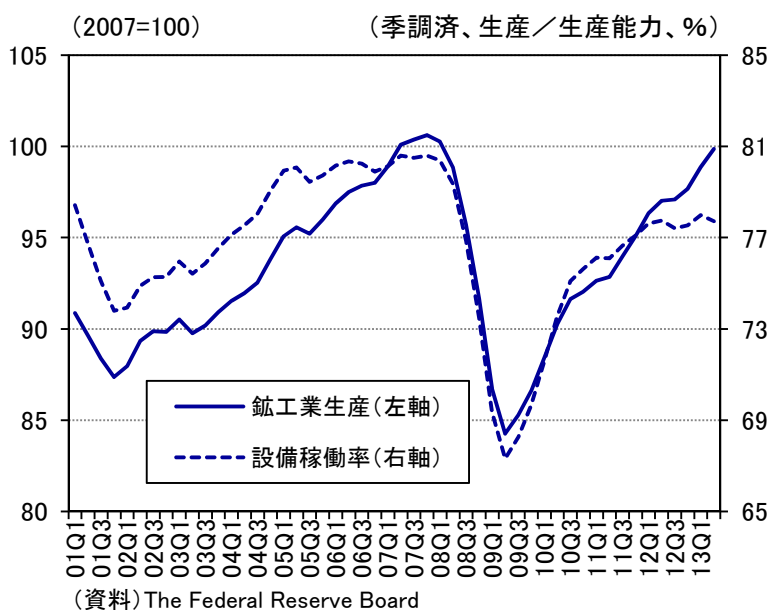
(DI: 50以上は活動拡大、50以下は活動縮小)



(2)生産

鉱工業生産指数・設備稼働率

- 7月の鉱工業生産は前月比+0.0% (6月同+0.2%) と、横ばいで推移した。製造業が同▲0.1% (6月同+0.2%) と消費財を中心に弱含んだ。一方、油田掘削を含む鉱業は同+2.1% (同+1.0%) と活発な操業となった。設備稼働率は77.6%と、わずかに低下した。

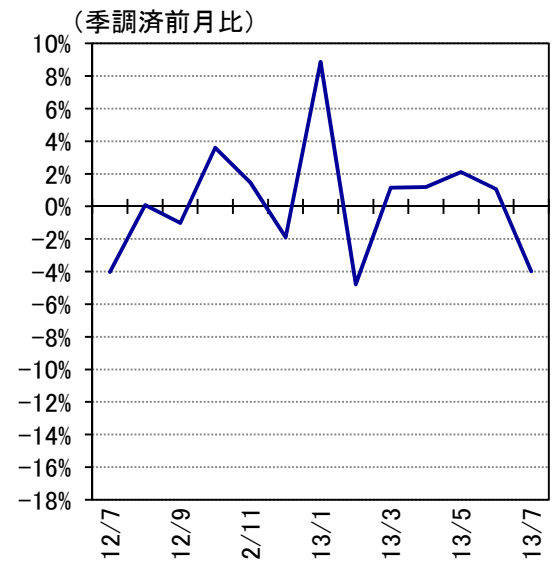


(3)投資**設備投資(非国防資本財受注)**

- 7月の非国防資本財受注（航空機除く）は前月比▲4.0%（6月同+1.1%）と、今年2月以来の大幅な減少となった。航空機、国防を含めると▲16.6%であり、先行きの期待に疑問符を付けるものであった。



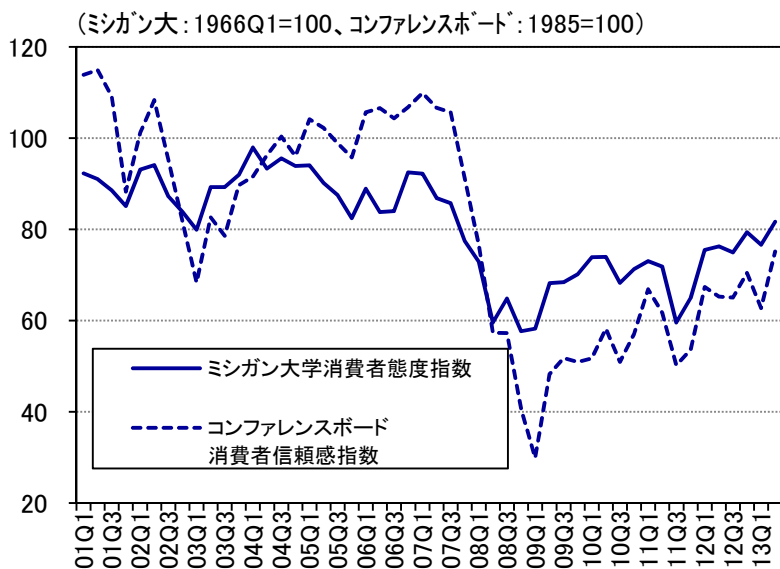
(資料)U.S. Census Bureau



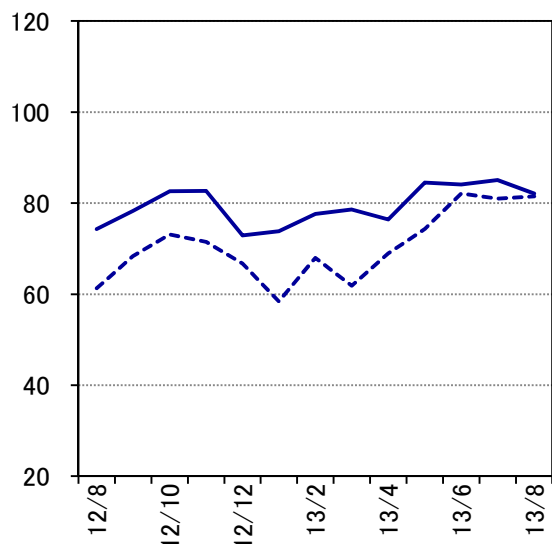
(資料)U.S. Census Bureau

(4)消費・所得**消費者センチメント(消費者信頼感指数)**

- 消費者センチメントは改善してきているものの、改善のペースは足踏み気味となっている。8月のミシガン大学消費者態度指数は82.1(7月85.1)と低下した。コンファレンスボード(CB)消費者信頼感指数は81.5(7月81.0)と小幅上昇した。雇用・所得環境の改善に対する期待が根強いものとなっている。



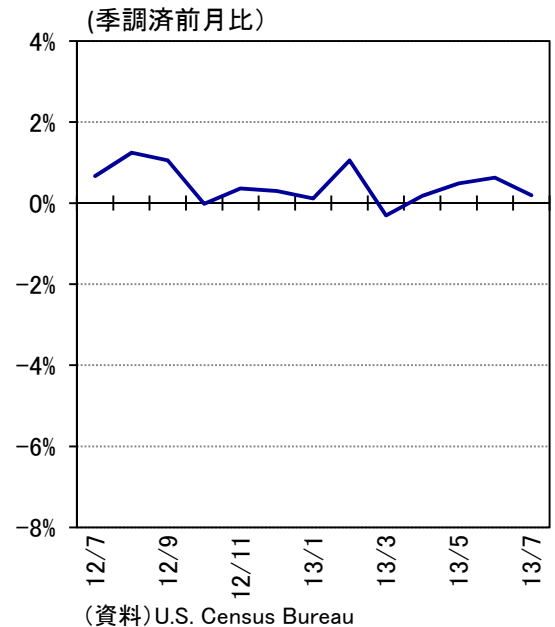
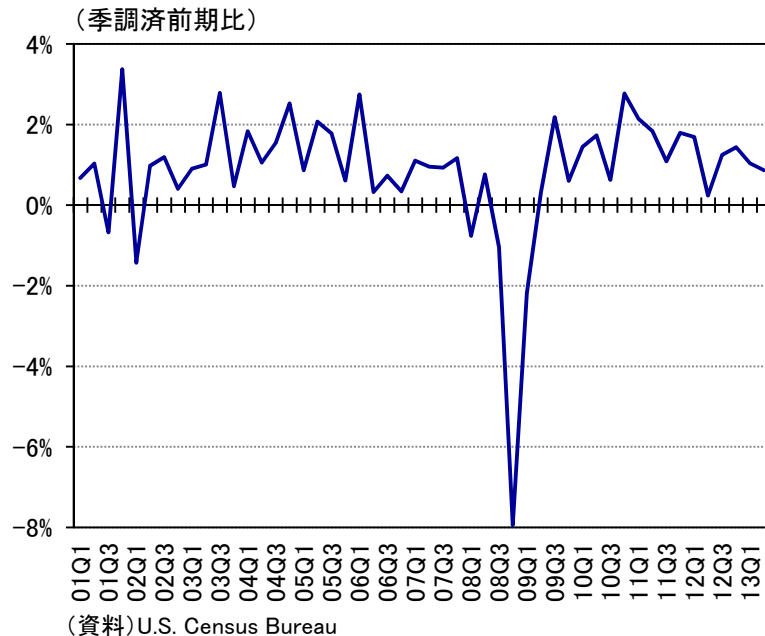
(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

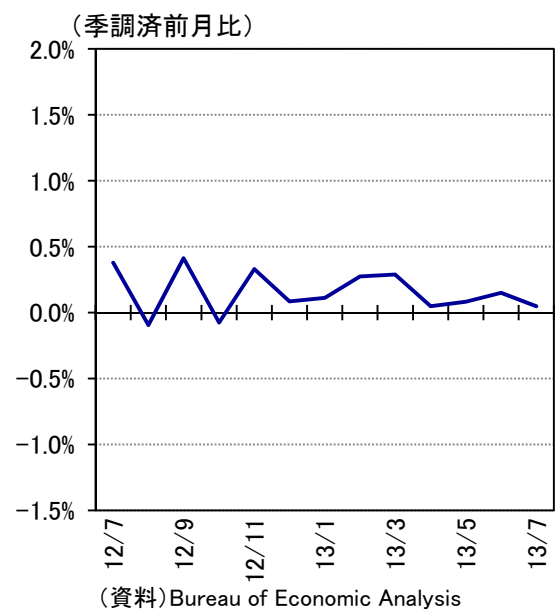
小売売上高

- 7月の小売売上高は前月比+0.2%（6月同+0.6%）と、小幅ながら4か月連続で増加した。自動車・部品、家具などが下押し要因となったが、食品、衣類、ガソリンなどが押し上げた。



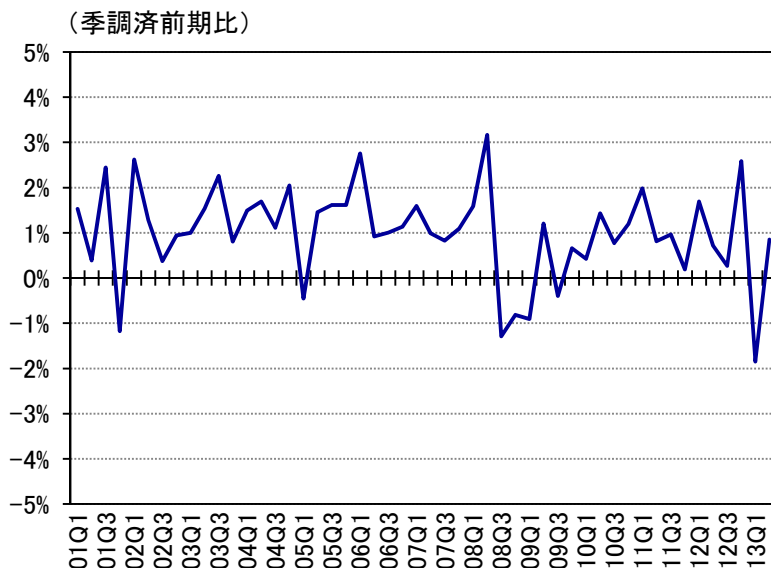
実質個人消費支出

- 7月の実質個人消費支出は、前月比+0.0%（6月同+0.2%）と、横ばいにとどまった。個人消費の2/3を占めるサービス支出が同▲0.1%（同+0.0%）と弱含んだのに加え、自動車などの耐久財が同+0.1%（同+0.9%）と目立って鈍化した。非耐久財については同+0.5%（同+0.1%）と幾分伸びを高めた。



実質可処分所得

- 7月の実質可処分所得は、前月比+0.1%（6月同▲0.2%）と、ほぼ横ばいであった。名目ベースでは、同+0.2%（6月同+0.2%）であった。内訳をみると、賃金（所得全体の約63%）が同▲0.2%（6月同+0.4%）、配当金・利息の受け取り（所得全体の約14%）が同+0.7%（6月同+1.1%）となり、底堅さを伺わせた。



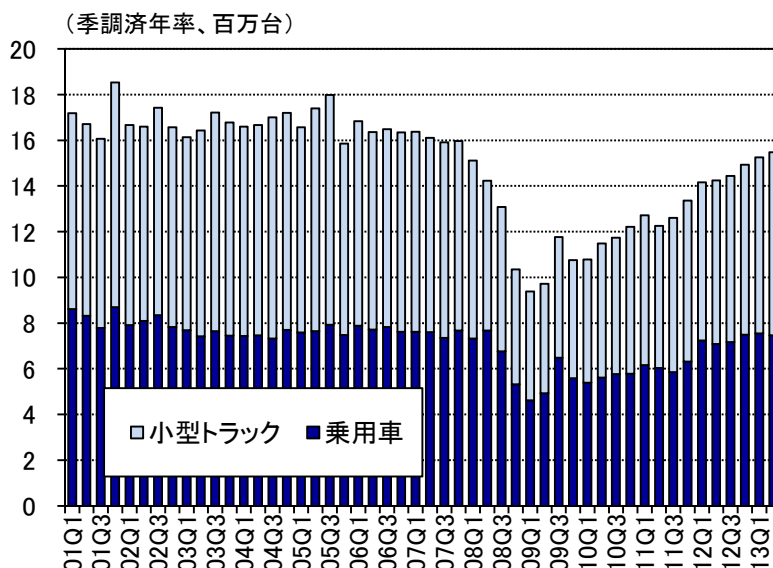
(資料) Bureau of Economic Analysis



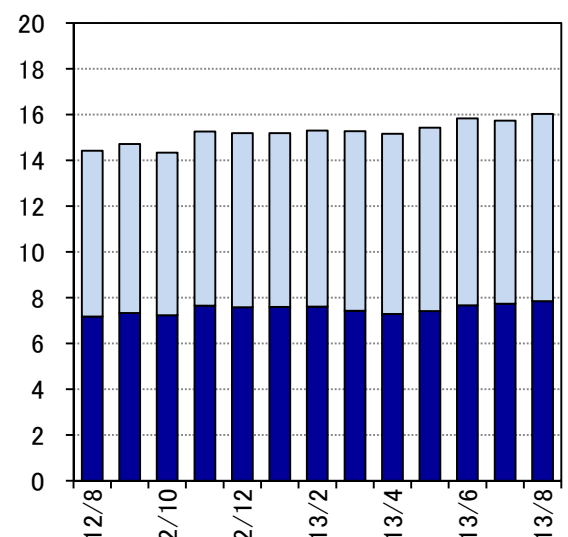
(資料) Bureau of Economic Analysis

自動車販売台数

- 8月の自動車販売（大型トラックを除く）は、前月比+1.8%（7月同▲0.6%）の年率1,602万台（7月1,574万台）と、2007年11月以来の高い水準となった。堅調な雇用・所得環境、家計のバランスシート調整の進展で、ペントアップ・デマンドが顕在化していると思われる。



(資料) Bureau of Economic Analysis

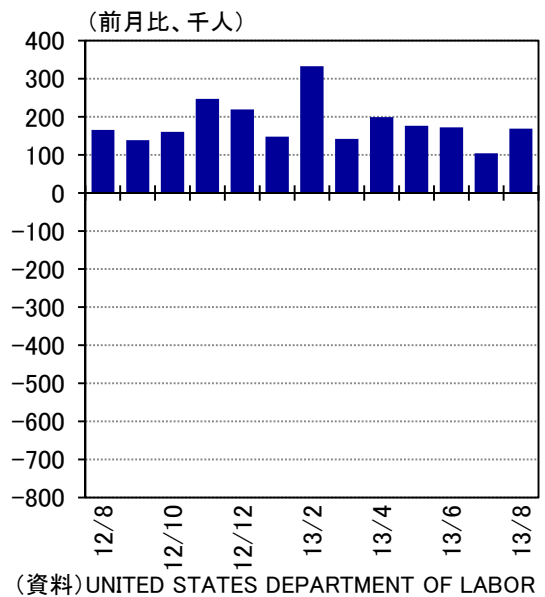
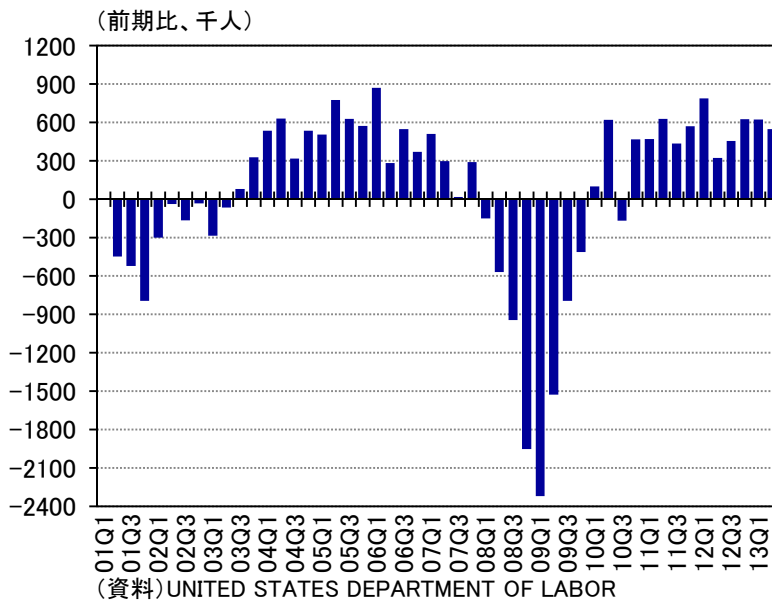


(資料) Bureau of Economic Analysis

(5)雇用

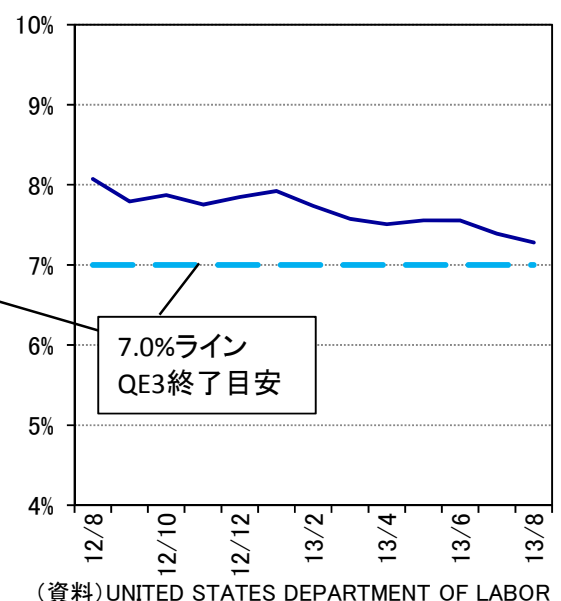
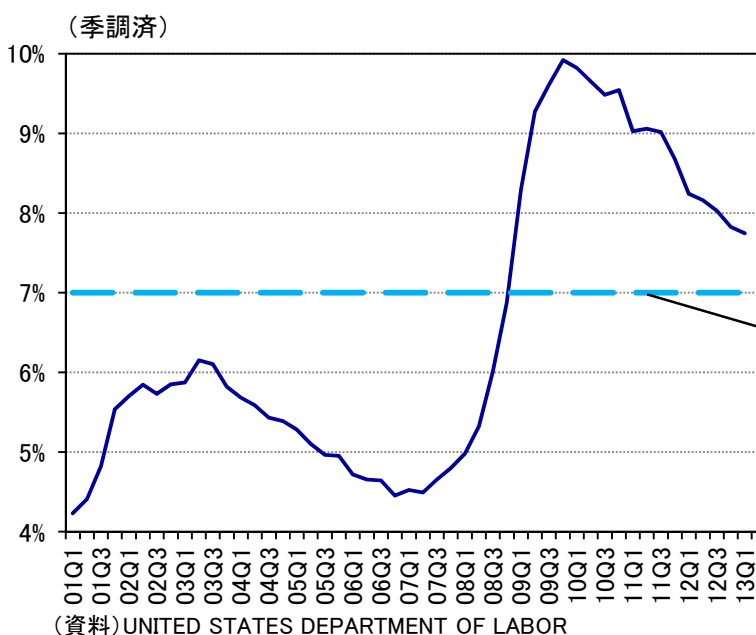
雇用統計(非農業部門就業者数)

- 8月の非農業部門雇用者数は前月差+16.9万人(7月+10.4万人)であった。市場の事前予想を下回る結果となったことに加えて、足元6,7月の数字が大幅に下方修正されたことから、雇用の回復は強くないとの見方が広がった。内訳をみると、製造業部門が同+1.8万人、非製造部門は同+13.4万人であった。



完全失業率

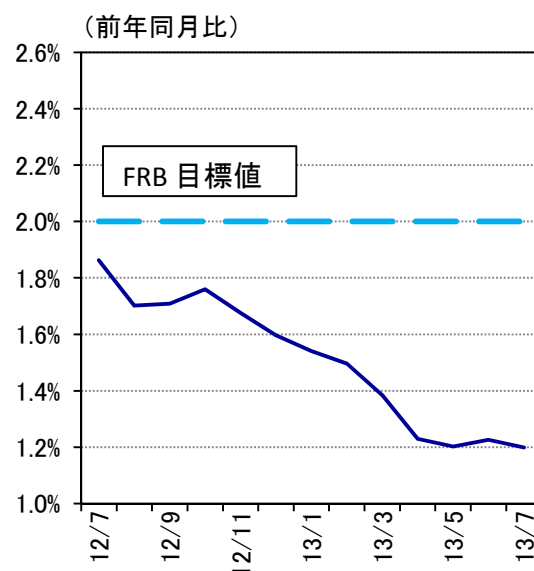
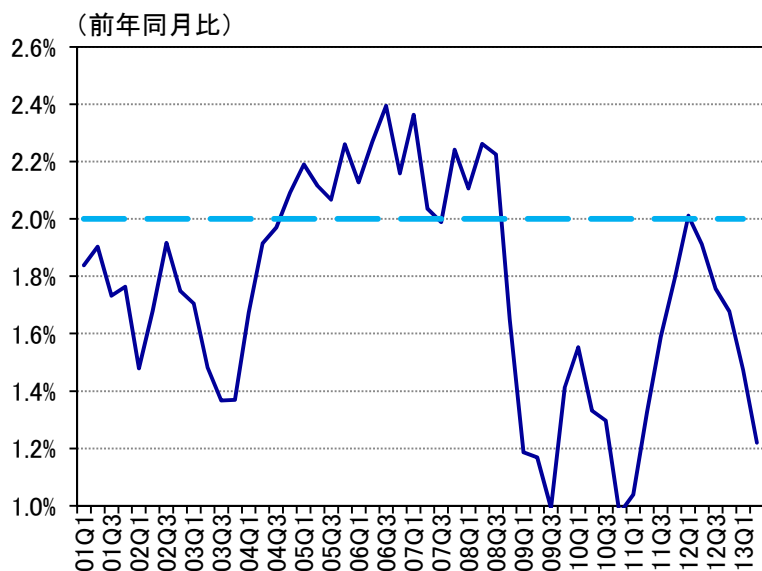
- 8月の失業率は7.3%(7月7.4%)と低下が続き、2008年12月以来の低水準となった。雇用の回復力は必ずしも強くないものの、労働参加率が低下し(7同63.4%⇒7月63.2%)、数字が押し下げられた。



(6)物価

消費者物価(コアPCEデフレーター)

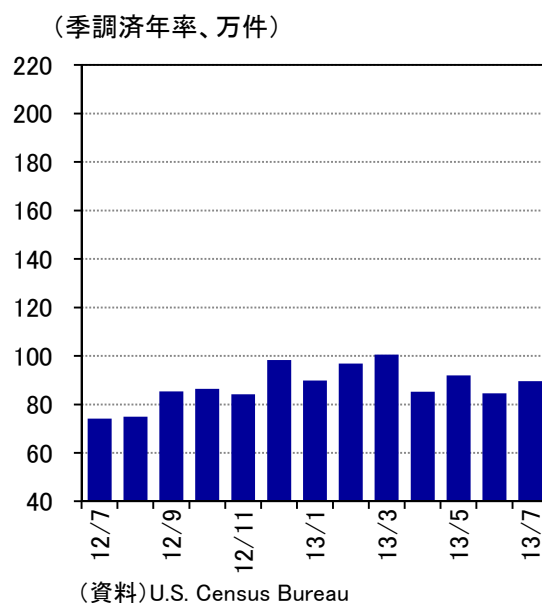
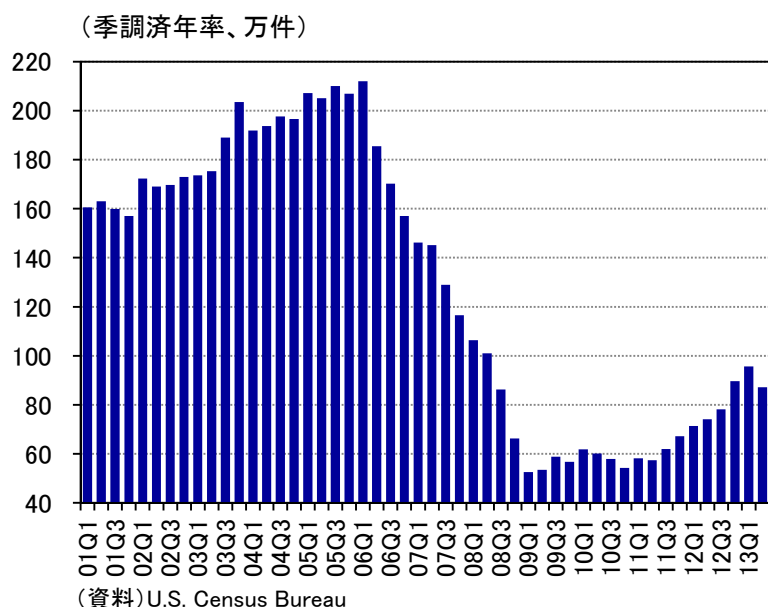
- 7月のコアPCEデフレーターは前年同月比+1.2%（6月+1.2%）と、低水準の伸びが続いた。昨今、量的緩和政策の縮小観測が高まっているが、物価が目標水準を大きく下回っているため、先送りされるのではないかとの見方もくすぶっている。



(7)住宅

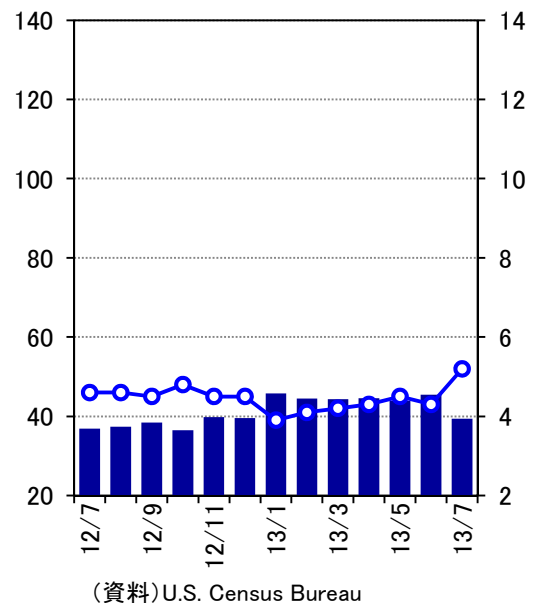
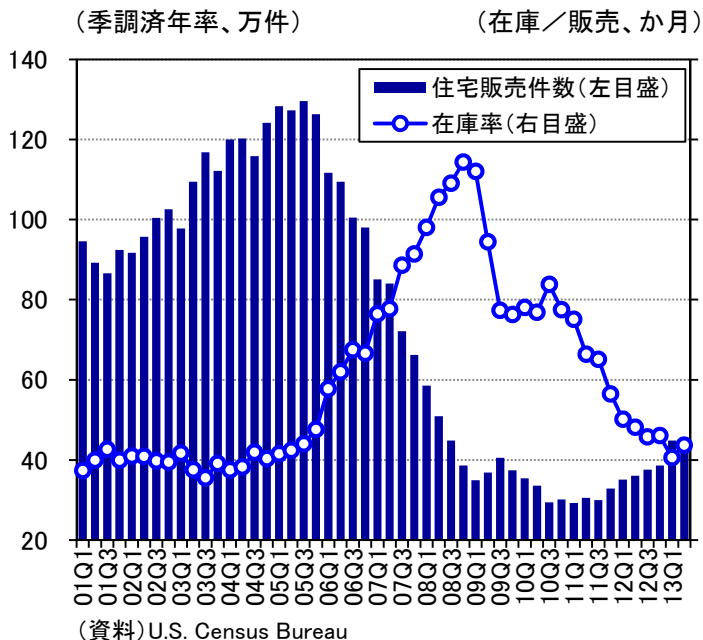
新築住宅着工件数

- 7月の住宅着工件数は前月比+5.9%（6月同▲7.9%）の89.6万戸（6月84.6万戸）となった。伸び率はプラスに転じたものの、ここ数か月の一進一退から抜け出せなかったため、住宅ローン金利上昇の影響が出てきているのではないかなどの憶測を呼んだ。内訳をみると、集合住宅は同+26.0%と大きく反発したが、全体の7割を占める一戸建てが▲2.2%と小幅ながら減少した。



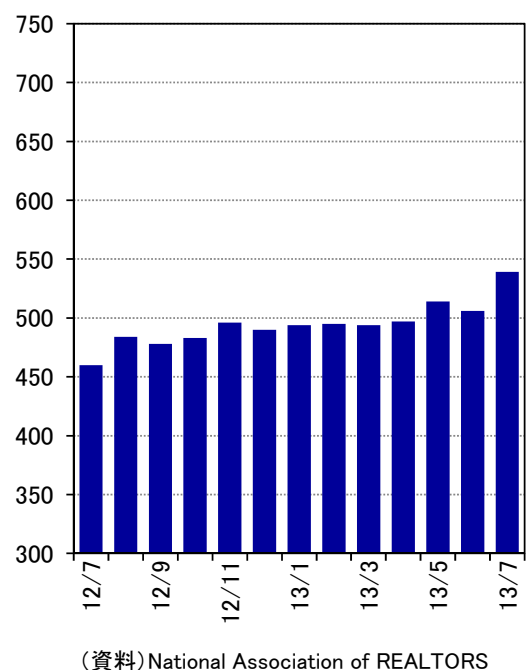
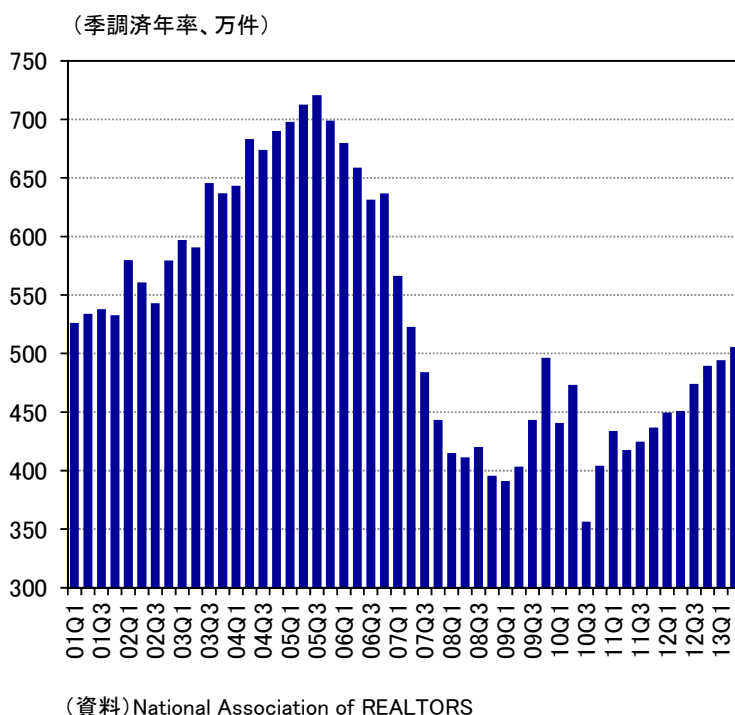
新築住宅販売件数

- 7月の新築住宅販売件数は前月比▲13.4%（6月は同+3.6%）と減少幅としては2010年5月以来の大きな落ち込みを記録した。在庫率(新築住宅期末在庫月数)は5.2か月（6月4.3か月）と、跳ね上がった。



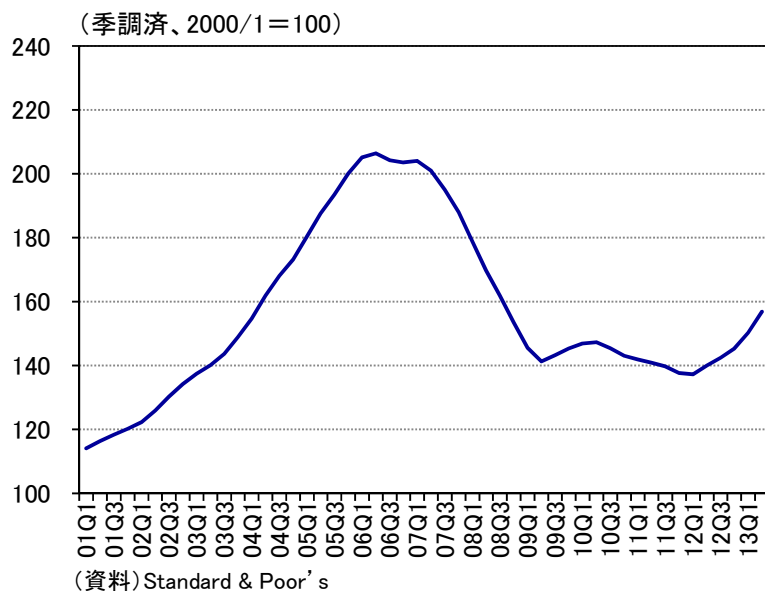
中古住宅販売件数

- 7月の中古住宅販売件数は前月比+6.5%（6月同▲1.6%）の年率539万戸（6月506万戸）と、新築が落ち込む傍ら、高い伸びを記録した。住宅ローン金利が一段と上昇するのではないかとの見方から、駆け込み需要が出た模様である。



住宅価格(S&P ケース・シラー住宅価格指数(20 都市圏))

- 6月のS&P ケース・シラー住宅価格指数(20都市圏)は前月比+0.9%(5月+1.0%)と、伸び率は3か月連続で低下した。前年同月比では+12.0%(5月同+12.1%)と高い水準であった。



担当	経済調査チーム	T E L : 03-3282-7681 E-mail: TOKB4A1@marubeni.com
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/	

(注記)

- ・ 本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、見解または情報の変更の際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。
- ・ 本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。