

米国経済情報

2011 年 9 月号

Summary

【内 容】

1. 米国経済見通しの
下方修正
(1) 政治対立が増幅する
構造問題
(2) 最大の問題は欧州
ソブリン危機
2. 米国雇用法案の実
現可能性
3. バーナンキ議長は
歩みを止めない
(1) ツイストオペ実施を
決定
(2) 下振れリスクに対
する警戒感を強調
(3) 諦めない姿勢こそ
が重要
4. 経済動向分析
(1) 雇用情勢は低迷が
深刻化
(2) 消費は 4～6 月期
からは回復だが…
(3) 住宅市場は底這い
(4) 企業部門ではマイ
ンドと実体指標の乖
離が続く
(5) 輸出は底堅く輸入
は弱含み
(6) インフレ動向は楽
観できず

米国では、政治対立の深刻化が、金融危機によって生じた構造問題の悪影響を増幅している。すなわち、企業の雇用創出能力が低下するのみならず、家計が必要以上のデレバレッジを進める懸念が高まっている。こうした構造問題は個人消費の拡大を抑制し、米国経済の回復力を大幅に削ぐことになる。こうした問題を踏まえ、当社では米国経済の成長率見通しを 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%へ大幅に引き下げた（従来 2012 年 2.7%、2013 年 2.6%）。特に、雇用低迷が深刻と考えており、2013 年末時点でも 8%台半ばの高水準に留まると考える。

メインシナリオにおいて、再リセッション入りは想定しないものの、国内財政問題と欧州ソブリン危機によって米国が景気後退に陥るリスクは否定できない。特に欧州ソブリン危機が世界的な信用収縮や銀行危機に繋がれば、深刻な景気後退が避けられない。

オバマ大統領は「米国雇用法案」により新たな雇用対策を提示したが、深刻な政治対立を踏まえれば、成立が期待できるのは、2011 年末に期限切れとなる給与税減税と失業保険給付の延長に限られるだろう。政治対立の解消は大統領選挙後まで待つ必要があると考えられる。

Fed は 8 月の時間軸明確化に続いて、9 月はツイストオペと MBS 再投資による追加緩和を決定した。バーナンキ議長は、構造問題が米国経済を苛む現状において、金融政策の効果が限られることは十分に理解しつつも、最大限の貢献を尽くす姿勢を明確化している。インフレリスクの明確な後退が条件となるが、QE3 の実施も将来的には視野に入れていると考えられる。なお、当社の経済見通しを前提とすれば、2013 年までの予測期間内に Fed による利上げは想定されない。

インフレ率は表面的に上昇しているのみならず、基調的な部分でも上昇圧力の強まりが示されている。米国経済に極めて大きな GDP ギャップが存在し、インフレ期待が低位で安定、かつ資源価格が世界経済との連動性を回復している現状を踏まえれば、中期的にインフレ率が上昇基調を強める可能性が高いとはされない。しかし、基調的なインフレ率の上昇によりインフレ期待が変化する可能性もある。FOMC 内のタカ派のインフレ警戒感の高まりは当然として、タカ派でなくとも足元のインフレ動向を楽観視はできない。

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

1. 米国経済見通しの下方修正

(1) 政治対立が増幅する構造問題

米国経済に関する予測を下方修正する。以下の三つの要因により、米国経済の自律的な回復力が想定以上に弱まっているためである。

第一に、企業の雇用創出力が大幅に低下している。従来、景気回復のエンジンであった住宅など建設部門の長期低迷が続き、長期失業者の大幅増加に繋がった。こうした失業者の有するスキルは長期の失職状態により低下しているのみならず、現在の米国経済や企業が必要とするスキルと大きく乖離してしまっている。建設業に従事していた労働者が、比較的需要が旺盛な情報関連産業に従事することはスキルの点からそもそも困難であり、需要に応じたスキルを獲得させるコストは相当に高い。加えて、住宅バブル崩壊に伴い、多数の雇用者がアンダーウォーター（住宅の担保価値が住宅ローンを下回る状態）に陥ったため、雇用の地域間モビリティも低下している。こうした労働市場における構造問題は、今になって新たに生じたわけではない。しかし、政府の政策対応能力に対する不信の高まり、夏場以降に急速に高まった世界経済ならびに米国経済に対する先行き不透明を受けて、企業が雇用拡大に極めて慎重となったため、問題の悪影響が大幅に増幅されている。

自らのニーズに応じた雇用を確保出来ない雇用市場環境に、先行きに対する不透明感も相俟って、企業は生産能力拡大を雇用増加ではなく、資本装備率の向上による生産性上昇で確保する傾向を強めつつある。そのため、今後は設備投資が相対的に底固くする一方で、雇用は低迷が避けられないと考えられる。当社では2013年末時点でも失業率が8%台半ばの高水準に留まると予想している。

第二に、先行き不透明感が強まる下で必要以上のデレバレッジが米国経済を圧迫する可能性が強まっている。住宅バブル崩壊により家計は過剰な債務を抱え込んだ。しかし、後述（4.経済動向(2)消費は4～6月期からは回復だが・・・）するようにマクロ的な観点では、可処分所得に対する金融債務の比率は概ね年内にトレンド水準まで低下する。無論、ミクロ的には未だ差し押さえなどの問題が残るが、マクロ的にはこれ以上の債務削減は不要となる。しかし、雇用の長期低迷が避けられず、かつ夏場の債務上限引き上げ問題を経て高まった財政や自らの年金などに対する不安などもあり、家計はトレンド水準を更に下回るレベルまで債務を圧縮する、つまりはデレバレッジを進める可能性が高い。こうした動きは個人消費を抑制するのみならず、それが景気低迷に繋がり、再び所得面から家計を圧迫するという悪循環に繋がる。

第三に、米国における政治サイドの解決能力の低下である。夏場の債務上限引き上げ問題におけるチキンレースを挙げるまでもなく、現在の米国においては経済的に必要な政策の成立が政治対立により阻まれてしまっている。オバマ大統領が示した9月8日に示した米国雇用法案は財源も含めて、現在の米国経済に対する処方箋として大きく間違っているものではないと考えられる。そして、現在の米国において雇用創出こそが当面の最重要課題であるとの認識は、共和党も共有している。それにも関わらず、米国雇用法案のうち成立が高い確率で期待できるのは2011年末期限切れ分の延長に留まる（詳細は2. 米国雇用法案の実現可能性、を参照）。既に選挙シーズン入りしている米国において、2012年11月の大統領選挙（及び議会選挙）を終えるまでは政治対立を超えた効果的な政策対応は期待できない。政治サイドによる十分な対応が可能であれば、第一や第二の要因も緩和できるのだが、残念

ながら、そうした政策は望むべくもない。

こうした三つの要因を踏まえ、当社では成長率見通しを 2011 年 1.6%、2012 年 2.1%、2013 年 2.3%へ大幅に引き下げる。従来は 2012 年 2.7%、2013 年 2.6%であり、特に 2012 年の引き下げ幅が大きい。これは上述の要因のうち、特に第一と第三が影響している。失業率は 2011 年 9.1%、2012 年 9.0%、2013 年 8.6%と高止まりが継続すると予想する（各年の最終四半期末時点）。但し、メインシナリオにおいて米国経済の再リセッション局面入りは想定していない。

なお、財政政策については、後述するように①オバマ大統領が提示した「米国雇用法案」については 2011 年末で期限切れとなる給与税減税と失業保険給付の延長のみが成立、②2013 年について自動安定化措置による成長押し下げは生じない（最終的に政治的選択として回避される）との前提を設けている。

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比, %, %Pt	2009 実績	2010 実績	2011 予想	2012 予想	2013 予想
実質GDP	▲3.5	3.0	1.6	2.1	2.3
個人消費	▲1.9	2.0	2.1	1.9	2.2
住宅投資	▲22.2	▲4.3	▲1.9	3.7	6.6
設備投資	▲17.9	4.4	7.9	8.0	7.0
在庫投資(寄与度)	(▲0.8)	(1.6)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.0)
政府支出	1.7	0.7	▲2.2	▲2.3	▲2.5
純輸出(寄与度)	(1.0)	(▲0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
輸出	▲9.4	11.3	7.1	5.9	6.9
輸入	▲13.6	12.5	5.3	3.7	4.0
名目GDP	▲2.5	4.2	3.6	3.5	3.8
失業率	9.3	9.6	9.1	9.0	8.7
(Q4)	10.0	9.6	9.1	9.0	8.6
雇用者数(月変化、千人)	▲422	78	98	104	149
経常収支(10億ドル)	▲377	▲471	▲445	▲401	▲376
(名目GDP比,%)	▲2.7	▲3.2	▲3.0	▲2.6	▲2.3
貯蓄率(%)	5.1	5.3	5.3	4.7	3.5
PCEデフレーター	0.2	1.8	2.4	1.7	1.9
コアPCEデフレーター	1.6	1.4	1.4	1.7	1.7
(Q4/Q4)	1.7	1.0	1.8	1.6	1.7
消費者物価	▲0.4	1.6	3.0	1.7	1.9
コア消費者物価	1.7	1.0	1.5	1.7	1.7

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

(2) 最大の問題は欧州ソブリン危機

既に述べたように、当社ではメインシナリオにおいて、米国経済の再リセッション入りは想定していない。しかし、こうした見通しに対しては、二つの重大なリスク要因がある。

第一は、米国内の政治対立に由来する財政問題である。メインシナリオで指摘したように、当社では政治対立が米国経済の成長に対してマイナスに寄与すると考える一方で、リセッションに陥れるような事態は何とか回避されるとも考えている。しかし、政治対立が経済情勢を無視した大規模な歳出削減などに繋がるようであれば、リセッション入りの可能性が高まる。但し、一旦リセッション入りしても、その後の適切な政策対応によって景気後退局面を短期に留めることは可能であろう。

第二は、欧州ソブリン危機の拡大である。現時点で欧州ソブリン危機の行方を合理的に見積もるのは正直難しいが、メインシナリオでは、少なくとも世界的な金融危機に発展するような事態は回避されると想定している。しかし、欧州諸国がギリシャ問題の封じ込めに失敗し、ソブリン危機が他の欧州諸国に伝播すれば、株式市場の下落などを通じた資産効果などにより、米国経済も深刻な悪影響を被ると考えられる。特に、世界的な信用収縮や銀行危機が生じれば、深刻な景気後退局面入りが不可避となる。

2. 米国雇用法案の実現可能性

オバマ大統領は9月8日の議会演説で総額4,470億ドルの包括的な雇用対策を公表した。支援策は「米国雇用法案（AJA: American Jobs Act）」にまとめられ、オバマ大統領は議会に対し早期の成立を求めている。オバマ大統領や民主党が描くように、同法が2011年末までに成立すれば、大統領選挙の年に当たる2012年の成長率を大きく押し上げる。加えて、オバマ大統領（及びOMB¹）は12日にAJAのための費用捻出方法を、19日にはAJAのための費用捻出も含めた財政赤字削減案も示した。

まず、新たな雇用対策であるAJAについて見よう。対策は総額4,470億ドルと、2009年2月17日に成立した総額7,872億ドルの「2009年米国再生・再投資法案」（ARRA: American Recovery and Reinvestment Act of 2009）を単純規模としては下回る。しかし、同対策が2009～2010年の概ね2年間に渡って景気をサポートした一方で、今回のAJAはオバマ大統領の想定通りであれば2012年に多くが集中するため、年率換算の規模ではARRAを上回ることになる。4,470億ドルは2010年名目GDPの3.07%に相当し、後述する減税部分の支出性向などを考慮しても、AJAがない場合に比べ、少なくとも1%Pt超の景気押し上げ効果が生じると考えられる。但し、後述するように、実際には2011年末期限切れ分の延長に過ぎない政策や政治対立の下で実現性が極めて低い政策も含まれている。

今回の雇用対策の内訳は、右図のとおりであり、給与税などの減税が55%、交通や学校など中心とするインフラ投資及び地方政府支援が31%、失業保険給付延長を中心とした失業対策が14%である。

今回の対策は、給与税を中心とする減税部分が大きく、内容としては共和党の支持を得やすい。しかし、オバマ大統領が財源の中心に共和党が強く反対する富裕層や大企業に対する実質増税を据え、かつ共和党側にも2012年11月に大統領選挙を控えて大統領の成果になるのを回避したいとの思惑もあるため、米国雇用法案がそのまま成立する可能性はほぼ皆無と言える。

実際に成立が濃厚と考えられるのは、2011年末に期限切れとなる被用者向け給与税減税²（2%分相当）と失業保険制度、設備投資減税の延長など1,670億ドル分に限られる。やや甘めに見ても、共和党側に妥協余地があるのは、被用者向け給与税減税の上乗せ分（1.1%分相当）や雇用主負担分の減税に留まろう。インフラ投資などが成立する可能性は極めて低い。

次に、オバマ大統領による財政赤字削減提案を検討する（次頁図表）。9月19日に大統領が示した削減額は合計で3.7兆ドルだが、前述の米国雇用法向け財源を除くと3.2兆ドルの赤字削減案となる。これに8月に両党が合意

米国雇用法案の詳細

	金額 10億ドル	比率 %
雇用法案合計	447	100.0
中小企業雇用促進のための減税	70	15.7
給与税減税（雇用主負担分）	65	14.5
設備投資減税延長	5	1.1
雇用創出策	140	31.3
教職者再雇用	35	7.8
学校近代化投資	30	6.7
交通インフラ投資	50	11.2
インフラ銀行	10	2.2
遊休不動産整備	15	3.4
就職支援策	62	13.9
失業保険制度の改善・延長	49	11.0
長期失業者採用のインセンティブ	8	1.8
職業訓練	5	1.1
所得対策	175	39.1
給与税減税（被用者負担分）	175	39.1
（うち2011年実施分の延長分）	113	25.3
（うち2012年からの拡大分）	62	13.9
分野別小計		
減税	245	54.8
インフラ投資及び地方支援	140	31.3
失業対策	62	13.9
※2011年期限切れ分の延長	167	37.3

（出所）Whitehouse

¹ Office of Management and Budget. 米国行政管理予算局。

² 給与税の被用者負担は6.2%だが、2011年は2%引き下げた。オバマ大統領は2012年について3.1%への引き下げ幅拡大を提案している。また、雇用主負担分も同じく6.2%を3.1%に引き下げるよう提案した。

済の 1.2 兆ドルを加え、2012 年度からの 10 年間で 4.4 兆ドルの財政赤字を削減する全体計画と言える。オバマ大統領は実質 3.2 兆ドルの削減案を、8 月の両党合意に基づき設置された「赤字削減のための超党派委員会（Joint Select Committee）」に提出し、財政赤字及び債務削減についてもリーダーシップを示そうとしている。超党派委員会は民主党と共和党からそれぞれ 6 名が選出されており、前述の 8 月合意による 1.2 兆ドルとは別に）1.5 兆ドルの赤字削減策を 11 月 23 日迄にとりまとめ、12 月 23 日迄に議会で採決する必要がある。もし、赤字削減策が成立しない場合には 1.2 兆ドルを 2013 年度から 10 年間で均等に削減するという自動安定化措置³が発動する。

今回の大統領提案で大きな問題となるのは増税と歳出削減の比率である。3.7 兆ドルの削減内訳を見ると、利払い負担軽減分を除いたうちの 49%が富裕層や石油業界向けの税制改革による実質増税で占められており、原則として増税を否定する共和党とは全く相容れない内容になっている。また歳出削減の内訳についても、歳出削減の 65%（赤字削減の 34%）が、やはり共和党側が強く抵抗するアフガニスタンやイラクからの米軍撤退に伴う戦費削減により賄われている。大統領提案を土台にした超党派委員会での検討は紛糾が避けられない。

過度な歳出削減による景気への悪影響を考えた場合には、雇用対策を講じる一方で、その費用や財政赤字削減の半額を富裕層などへの増税で賄うオバマ大統領提案は比較的リーズナブルな内容と言える。しかし、オバマ大統領が増税を軸に据えた赤字削減案を示した真の理由は別にあると考えられる。夏前までは米国民の関心は財政にあったが、8 月以降米国民の関心が財政から再び経済や雇用に戻っている。そうした状況で、共和党が雇用対策に反対し、かつ歳出削減に重きを置いた赤字削減策を推し進めればティーパーティなど保守層の支持は獲得できても、大統領選挙に向けて重要となる中間層からは大きな反発を受けかねない。オバマ大統領の提案こそが、政治的色彩の極めて濃いものと言えるだろう。

米国財政赤字シミュレーション(10億ドル)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	合計
ベースライン	a	1,316	1,060	912	854	968	1,088	1,058	1,075	1,158	1,255	1,345	10,774
	GDP比	8.8	6.8	5.5	4.9	5.3	5.6	5.2	5.0	5.2	5.4	5.5	
8月の予算管理法	b		-25	-56	-81	-99	-115	-130	-144	-159	-176	-194	-1,180
米国雇用法	c		324	155	-6	-3	-8	-7	-4	-2	-1	-2	447
歳出削減			12	-3	-40	-43	-34	-29	-27	-31	-30	-32	-257
医療制度改革			*	-11	-17	-22	-28	-38	-41	-46	-53	-65	-320
米軍撤退による戦費削減			-24	-78	-103	-115	-120	-123	-126	-129	-132	-135	-1,084
税制改革			-14	-89	-134	-154	-171	-185	-191	-200	-211	-224	-1,573
利払い負担軽減			1	4	3	-8	-23	-41	-60	-81	-103	-127	-436
オバマ大統領の債務削減案	d		-25	-177	-291	-342	-376	-416	-445	-487	-529	-583	-3,670
米国雇用法+債務削減案	e=c+d		299	-22	-297	-345	-384	-423	-449	-489	-530	-585	-3,223
追加措置合計	f=b+e		274	-78	-378	-444	-499	-553	-593	-648	-706	-779	-4,403
追加措置後の財政赤字見通し	g=a+f	1,316	1,334	834	476	524	589	505	482	510	549	566	6,371
	GDP比	8.8	8.5	5.1	2.7	2.9	3.0	2.5	2.2	2.3	2.4	2.3	

(出所)Whitehouse

³ 10 年均等のため、初年度 2013 年度の負担が極めて大きく、経済に対して大きな負担となる。但し、2013 年度からのため、仮に安定化措置の発動が一旦決定しても、政治サイドで仕切り直すことにより悪影響は回避可能との見方もある。

3. バーナンキ議長は歩みを止めない

(1) ツイストオペ実施を決定

Fedは9月20～21日にFOMCを開催し、追加緩和を決定した。採用した追加緩和策は①保有する米国債の残存年限を長期化する（デュレーションを長期化する）いわゆるツイストオペ（もしくはOperation Twist）と②エージェンシー債及びMBS償還元本のMBSへの再投資である。8月FOMCにおいて検討されていたIOER金利⁴の引き下げや時間軸の数値基準へのリンクは、リスクや弊害が大きいため、やはり採用されなかった模様である。

①ツイストオペの目的は言うまでもなく、より長めの金利の低下を促すことによる金融緩和である。今回決定されたツイストオペはa)2012年6月迄に、b)4,000億ドルの米国債について、c)残存期間6～30年の債券を購入し、d)残存期間3年以下を売却するというものである。なお、オペレーションの実務を担うNY連銀は当該オペレーションを「満期延長プログラム（Maturity Extension Program）」と呼称し、購入する米国債に関しての詳細をホームページにおいて示している⁵。

但し、前回8月会合で導入され今回も維持された時間軸の明確化「（政策金利を）少なくとも2013年半ばまで異例の低水準にすることが正当化される可能性が高い（likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013）」や事前のツイストオペ実施予想によって、長期金利は既に大きく押し下げられている。FOMCによるステートメント公表当日は、10年や30年を中心に金利低下が見られたが、プログラム全体を通して見れば、追加の金利押し下げ効果は限定的と考えられる。

②MBSへの再投資は、低迷の続く住宅ローン市場に配慮したものである。従来は米国債に再投資していた部分をMBSへの再投資に切り替えるため、Fedのバランスシートの信用リスク面からの健全化（MBS等→米国債）を遅らせることで、住宅ローン金利の押し下げを狙うものと言える。

(2) 下振れリスクに対する警戒感を強調

追加緩和の前提となる景気認識は、現状認識について前回8月を概ね踏襲した一方で、先行きについては警戒感をより強調している。すなわち、8月のFOMC以降に得られた情報によると「経済は未だ低成長に留まり（economic growth remains slow）」、「最近の経済指標は労働市場が全体として脆弱な状況に留まることを示唆している（Recent indicators point to continuing weakness in overall labor market conditions）」と指摘されている。最も重要な個人消費についても、サプライチェーン回復を受けた自動車販売の持ち直しを除けば「僅かな増加に留まる（Household spending has been increasing at only a modest pace in recent months）」として、低迷が続いている状況が記された。また、インフレは、エネルギーやほかの商品価格低下に伴い「今年これまでよりも、緩やかになったように見える（Inflation appears to have moderated since earlier in the year）」と曖昧な表現に留まっている。

対して、先行きの米国経済については「今後数四半期において幾分かの成長率上昇（some pickup in the pace of recovery over coming quarters）」を予想するとしつつも、リスク判断について前回8月

⁴ Fedが準備預金に対して支払う金利。

⁵ “Statement Regarding Maturity Extension Program and Agency Security Reinvestments”, NY Fed

の「下振れリスクは増大した (downside risks to the economic outlook have increased)」との表現を「国際金融市場の緊張を含む重大な下振れリスクが存在する (there are significant downside risks to the economic outlook, including strains in global financial markets)」に改めて、警戒感を強調し

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	8月	9月
政策目的	To promote the ongoing economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, 進行中の景気回復を促進し、インフレが今後デュアルマンドートと整合的な水準になることを確実にするため、	To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with the dual mandate, より強い経済成長を支援し、インフレが今後デュアルマンドートと整合的な水準になることを確実にするため、
ツイストオペ		The Committee intends to purchase, by the end of June 2012, \$400 billion of Treasury securities with remaining maturities of 6 years to 30 years and to sell an equal amount of Treasury securities with remaining maturities of 3 years or less. This program should put downward pressure on longer-term interest rates and help make broader financial conditions more accommodative. FOMCは2012年6月末までに4,000億ドルの米国債について、残存期間6～30年の債券を購入し、残存期間3年以下を売却する方針である。このプログラムは、長期金利に下向きの圧力を加え、更に広範囲の金融環境を緩和的にすると考えられる。
MBS再投資		To help support conditions in mortgage markets, the Committee will now reinvest principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities. 住宅ローン市場を支援するため、エージェンシー債とMBSの元本償還資金をMBSに再投資する。
時間軸文言	The Committee currently anticipates that economic conditions—including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run—are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。	(The Committee) currently anticipates that economic conditions—including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run—are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。
今後の金融政策	The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate. FOMCは、物価安定の文脈において一段と強い景気回復を促進するために利用可能な種々の政策手段について協議した。今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。	The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate. FOMCは、物価安定の文脈において一段と強い景気回復を促進するために利用可能な種々の政策手段について協議した。今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。
反対票	Voting against the action were: Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who would have preferred to continue to describe economic conditions as likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. 反対票を投じたのは、フィッシャー、コチャラコタ、プロッサーの各委員。これらの委員は、「長期に渡って」との表現の維持を主張。	Voting against the action were Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who did not support additional policy accommodation at this time. 反対票を投じたのは、フィッシャー、コチャラコタ、プロッサーの各委員。これらの委員は、現時点の追加金融緩和を支持せず。

(出所) Fed ※日本語は当社による仮訳。

ている。なおインフレについては「落ち着いていくと予想される（The Committee also anticipates that inflation will settle）」と前回同様、簡潔な表現である。インフレに関する表現が限定的なのは FOMC 内部で見解が割れているためと考えられる。

(3) 諦めない姿勢こそが重要

既に記したとおり、今回の追加緩和は概ね予想の範囲内である。FOMC ステートメントを受けて 30 年債利回りは 3% を割り込んだが、継続的かつ劇的な金融緩和効果は見込めないだろう。しかし予想の範囲内に留まるのは、8 月 FOMC での政策決定や公表された議事要旨の内容、ジャクソンホールでのバーナンキ議長講演などによるコミュニケーション戦略が十分に機能しているためである。そのため政策対応が予想の範囲内に留まるのをもって、Fed を金融緩和不足と批判するのはナンセンスである。また、ここまでイールドカーブが既に低下している状況で追加緩和策に更なる金利押し下げ効果をあまり期待できないのも当然である。それは Fed が政策を出し渋らず、効果の高い緩和策を早期に打ち出してきたことの反映とも言える。ツイストオペのみならず QE3 も含めて、今後の追加金融緩和に大きな効果を期待できないことは、米国の金融・財政政策当局者並びに市場関係者の既にコンセンサスとなっている。そうした状況において、バーナンキ議長が重視しているのは、(たとえ効果は薄くとも) Fed が金融政策において最大限の努力を払い続けるとのスタンスを明確にすることで、市場の失望を防ぎ、財政面からの政策対応を促し、また企業や家計のマインド改善を促すことではないだろうか。そのために、8 月と同じ「必要に応じて利用可能な種々の政策手段を実施する用意がある」との記載が、今回 9 月のステートメントにも残されている。ある意味で「アニマルスピリット」を極めて重視した政策対応とも言えるだろう。インフレリスクが明確に後退するとの条件充足が必要になるが、米国経済が更なる下振れに直面する場合、バーナンキ議長は QE3 実施も将来的には視野に入れていると考えられる。なお、当社の経済見通しに照らせば、2013 年までの予測期間内において Fed による政策金利の引き上げは予想されない。

4. 経済動向分析

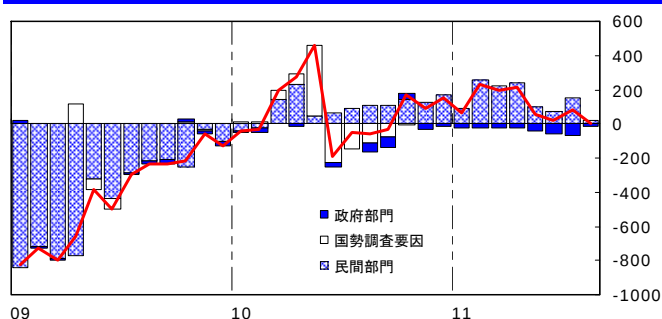
(1) 雇用情勢は低迷が深刻化

米国の非農業部門雇用者数（NFP：Non-Farm Payroll）は8月が前月差ゼロ、つまり増減なしとなった。市場予想では7万人程度の増加が見込まれていたため、ネガティブ・サプライズである。また、6月が前月差+4.6万人から+2.0万人へ、7月は+11.7万人から+8.5万人へ合計で5.8万人も下方修正されており、後述する特殊要因などを考慮しても、極めて厳しい結果と言える。

遡及改訂は政府部門がほとんどである。政府部門は6月が▲3.4万人から▲5.5万人へ、7月も▲3.7万人から▲7.1万人へ合計で5.5万人も下方修正された後に、8月は▲1.7万人と加速していた減少ペースが和らいだ。但し、8月も遡及改訂される可能性は否定できず、また厳しい財政状況を踏まえれば政府部門の雇用削減が和らいだとは判断されない。内訳を見ると、連邦政府は▲0.2万人（7月▲0.5万人）、地方政府が▲1.5万人（7月▲6.6万人）であり、7月までの大幅減少も8月の減少ペース鈍化も地方政府によるところが大きい。

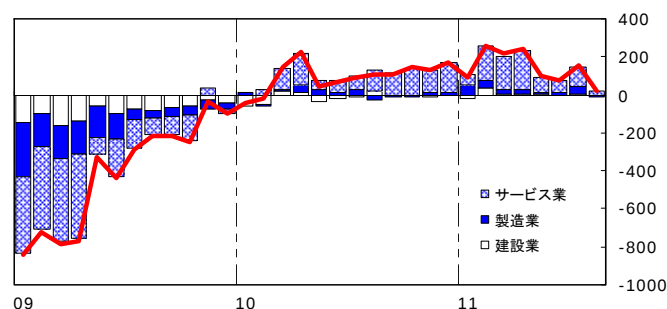
民間部門の雇用者数は8月に前月差+1.7万人の小幅増加に留まった。なお、民間部門の過去データは6月+7.5万人→7月+15.6万人（改定前+8.0万人→+15.4万人）とほとんど改訂されていない。8月の内訳は、財生産部門が▲0.3万人（7月+5.2万人）と昨年9月以来の減少に転じ、サービス部門も+2.0万人（7月+10.4万人）と低迷した。8月については、特殊要因を考慮する必要がある。通信大手Verizonの大規模ストライキが通信業の雇用者数を大きく押し下げた。情報通信業の雇用者は8月に前月差▲4.8万人と大幅に減少したが、そのうち4.5万人はストライキ⁶によるものである（ストライキ中の従業員は雇用者としてカウントされない）。既にストライキは終息しており、9月には4.5万人の増加として統計上反映される予定である。ストライキ要因を除いても、民間部門の雇用者数は6月+7.5万人→7月+15.6万人→8月+6.2万人と低迷は変わらないが、随分印象は変わる。特に異なるのは、サービス部門であり、6月+5.9万人→7月+10.4万人→8月6.5万人と7月からの減速は否めないが、8月に際立って落ち込んだわけではない。

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



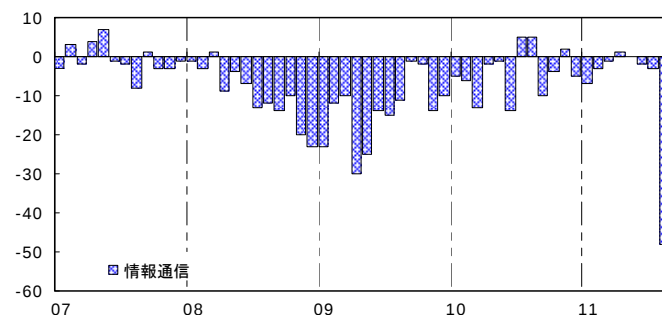
(出所) U.S. Department of Labor

民間部門の雇用者数推移（前月差、千人）



(出所) U.S. Department of Labor

情報通信業の雇用者数推移（前月差、千人）



(出所) U.S. Department of Labor

⁶ "About 45,000 workers in the telecommunications industry were on strike and thus off company payrolls during the survey reference period" BLS, Sep 2 2011

鍵を握るのは9月である。8月の雇用ゼロ成長が一時的となれば、景気の先行きを過度に悲観する必要はない。しかし、残念ながら関連指標は9月も雇用低迷が続くことを示唆している。失業保険申請件数は上述の Verizon の影響を除いたベースで8月から9月にかけて増加（悪化）基調が鮮明となっている。雇用統計調査週を見ると8月40万件（Verizon ストライキ考慮前41.2万件）が9月は42.3万件に増加した。Verizon のストライキ終了による押し上げを加味しても、9月の雇用者数は小幅増加に留まる可能性が高い。

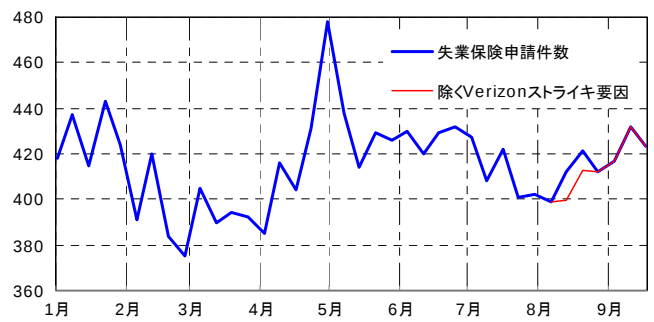
(2) 消費は4～6月期からは回復だが・・・

個人消費は4～6月期に前期比年率0.4%（1～3月期2.1%）と極めて低い伸びに留まった。主因は購買力低下と日本の大震災に起因するサプライチェーン途絶による自動車販売縮小である。まず、生活必需品であるガソリンなどのエネルギー（デフレーターは前期比年率20.8%上昇）や食料（同6.3%）の価格上昇により実質購買力が大幅に低下した。加えて、サプライチェーン途絶が供給制約のみならず、販売価格の上昇にも繋がったために自動車販売が前期比年率▲25.4%と急減、耐久財消費は▲5.1%（1～3月期11.8%）と5四半期ぶりの減少に転じた。

4～6月期を押し下げた二つの要因は7～9月期に和らいだ。エネルギー価格の上昇は一巡し、供給制約の解消により自動車販売は持ち直している（ハリケーンの影響もあり7～9月期は前期比横ばい程度の見込み）。しかし、新たなショック要因と構造的な問題が個人消費を苛んでいる。新たなショック要因は、米国の債務上限引き上げ問題と

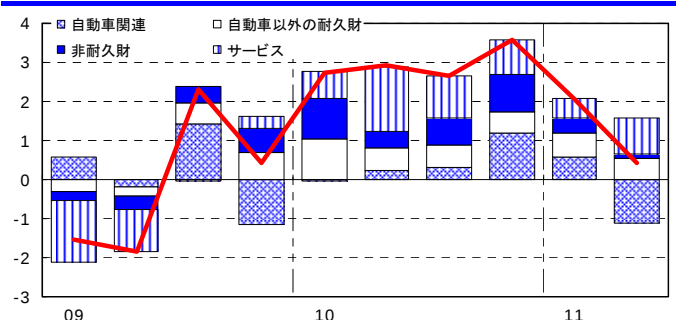
欧州のソブリン問題に端を発した市場混乱である。米国の債務上限引き上げ問題は一応の暫定的解決を見たが、財政に対する米国民の将来不安を大きく高めることになった。また、欧州のソブリン問題は未だ沈静化の兆しを見せず、世界的な株価下落に繋がっている。こうした要因がマインド面、資産効果面から個人消費を圧迫している。構造的な問題は、既に見た雇用低迷である。雇用情勢の回復が進まない下で、消費の糧となる雇用者報酬

2011年の失業保険申請件数推移（季調値、千人）



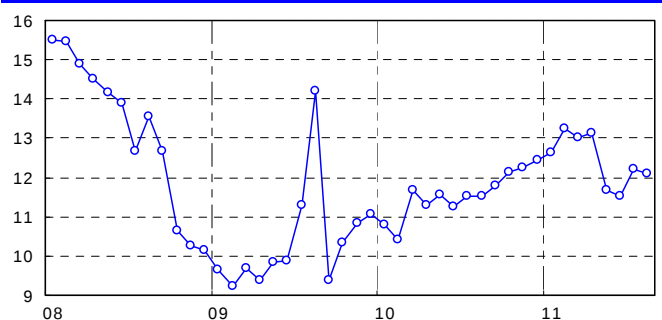
（出所）U.S. Department of Labor

個人消費の推移（前期比年率、%）



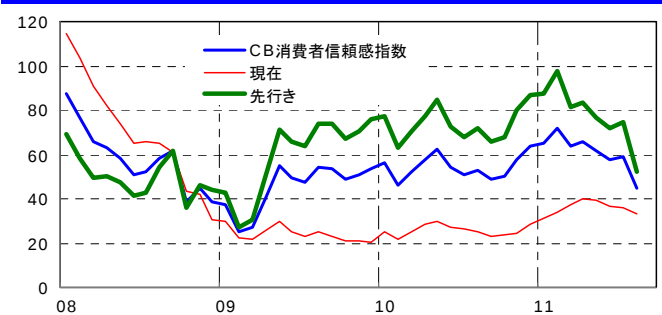
（出所）U.S. Department of Commerce

米新車販売台数の推移（年率、百万台）



（出所）CEIC Data, Autodata

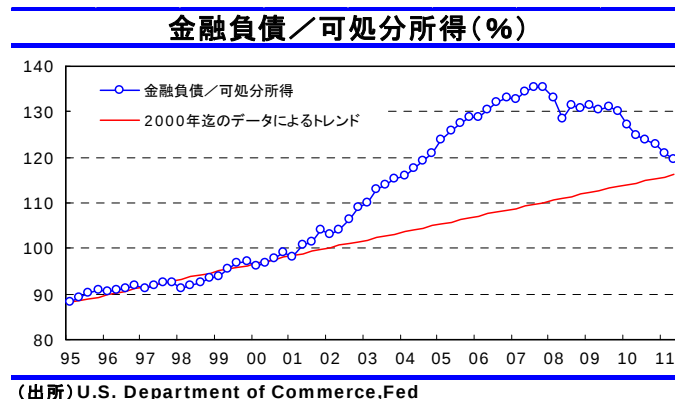
消費者信頼感指数の推移



（出所）The Conference Board

は増加せず、また失職状態の長期化はマインド面にも悪影響を及ぼしている。個人消費は 4～6 月期の前月比年率 0.4%からは伸びが高まるものの、7～9 月期も 1%台半ば程度の冴えない伸びに留まると考えられる。

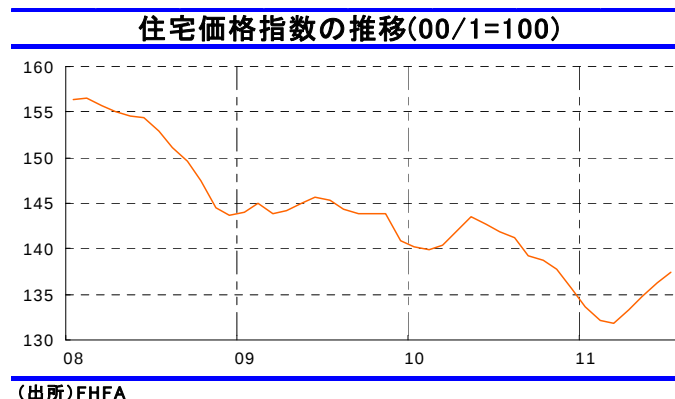
なお、家計が抱える過剰債務問題は、ゆっくりとではあるが解消に向かっている。過剰債務を考える上でメルクマールとなる金融負債の可処分所得比は 1～3 月期 120.8%が 4～6 月期には 119.5%へ低下した。ピークの 2007 年 7～9 月期からは 15.8Pt も低下し、2011 年末には 2000 年以降のトレンドに概ね一致する見込みである。しかし、残念ながら、財政不安（ひいては年金などの将来不安）や雇用不安などに苛まれた家計は金融負債の可処分所得比をトレンド水準から更に低下させる可能性が高い。将来不安による家計の行き過ぎたデレバレッジが消費抑制を招き、それが景気低迷に繋がり、再び所得面から家計を圧迫するという悪循環に米国経済は陥ろうとしている。



(3) 住宅市場は底這い

住宅市場が低迷している点については論を俟たない。その低水準の中で、住宅関連指標は方向感のない展開となっている。住宅販売の 9 割超を占める中古住宅販売は 1～3 月期の年率 514 万戸が 4～6 月期に 488 万戸まで落ち込んだ後、8 月は 503 万戸まで持ち直した。但し、7～8 月平均では 485 万戸と概ね横ばいである。一方、住宅建設の先行指標である。住宅着工は 4～6 月期に前期比年率▲6.7%と減少した後、7～8 月平均は 4～6 月期を年率換算で 9.9%上回っている。しかし、月次では 7 月前月比▲2.3%→8 月▲5.0%と寧ろ減少傾向にある。またホームビルダーに対する住宅市場動向調査は 9 月迄一進一退が続いている（6 月 13→7 月 15→8 月 15→9 月 14）。このように住宅関連データは極めて低い水準で、更なる悪化も持ち直しの動きも示していない状況にある。住宅投資は当面一進一退で推移する可能性が高い。

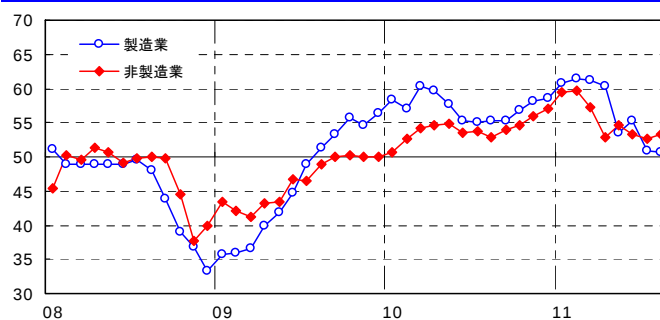
そうした中で若干気になる動きを示しているのは住宅価格である。FHFA 公表の住宅価格指数（原系列）は 7 月まで 4 ヶ月連続で上昇した。住宅市場は春から夏場にかけて書き入れ時となるため、住宅価格も同時期に上昇傾向を辿る。これは季節性である。しかし、昨年の上昇は 3～5 月の 3 ヶ月、累積の上昇率も 2.6%に留まった。一方、今年は連続上昇が 4 ヶ月に達し、累積上昇率は 4.2%に達している（無論、昨年後半急低下の反動との指摘もあるだろう）。こうした動きは FHFA 以外の民間調査会社算出の指数（Corelogic や Zillow など）でも確認できる。雇用低迷の下で、住宅市場の力強い回復など望むべくもないが、価格動向には徐々に変化が現れ始めた可能性もあるだろう。



(4) 企業部門ではマインドと実体指標の乖離が続く

家計部門では実体指標とマインドが平仄を揃えて悪化しているが、企業部門ではマインドが顕著に悪化する一方で、実体指標は比較的底堅く推移している。企業景況感を示す代表的な指標である製造業 ISM 指数は 6 月の 55.3 から 7 月 50.9、8 月 50.6 に急低下した。地区連銀調査を参考にすると（NY 連銀調査は 8 月▲7.7→9 月▲8.8、フィラデルフィア連銀調査は▲30.7→▲17.5）、9 月も顕著な改善は見込み難い。

ISM調査の企業景況感(中立=50)



(出所)Institute for Supply Management

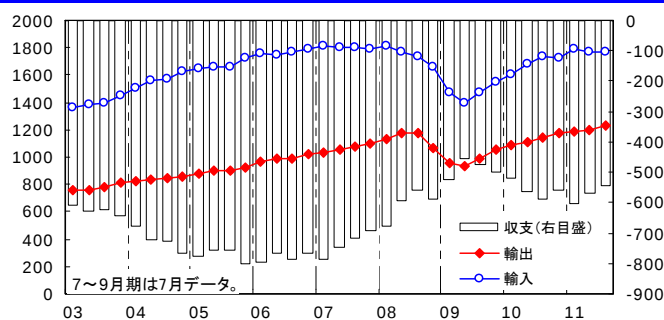
一方、実体指標は、まず鉱工業生産が 8 月まで 4 ヶ月連続で増加、7～8 月平均は 4～6 月期を年率換算で 4.6%（1～3 月期前期比年率 0.5%）上回っている。7 月以降の持ち直しはサプライチェーン復旧に伴う自動車及び部品的大幅増産（7～8 月平均の 4～6 月期対比 19.6%）の寄与が大きい。自動車及び部品を除いても 4～6 月期前期比年率 1.5%が 7～8 月平均の 4～6 月期対比で 2.5%と伸びが高まっている。また、耐久財受注は 7 月に前月比 4.1%（6 月▲1.1%）と大幅に増加、7 月水準は 4～6 月期を年率換算で 17.0%も上回っている。大幅増加は航空機受注の寄与もあるが、設備投資の先行きが暗転したわけではないと言える。

今後については、足元の企業マインド悪化がある程度は実体指標に反映されるものと見込まれる。しかし、ドル安の支援もあり、輸出産業を中心に製造業の大崩れは回避される可能性が高い。

(5) 輸出は底堅く輸入は弱含み

7～9 月期の輸出は良好なスタートを切った。実質財輸出は 7 月に前月比 4.9%（6 月▲3.4%）と大幅に増加し、7 月水準は 4～6 月期を年率換算で 8.5%（4～6 月期前期比年率 3.5%）も上回っている。サプライチェーン復旧を受けた自動車輸出や資本財輸出が米州大陸向けを中心に好調である。一方、実質財輸入は 7 月に前月比▲0.2%（6 月▲0.7%）と 2 ヶ月連続で減少し、7 月水準は 4～6 月期とほぼ同水準に留まった。サプライチェーン復旧を受けて自動車関連輸入は増加しているものの、個人消費の低迷を受けて消費財輸入が低調である。7 月までのデータで判断する限り、7～9 月期は外需が実質 GDP 成長率を押し上げる可能性が高い。

実質財収支の推移(10億ドル)



(出所)US Census Bureau

(6) インフレ動向は楽観できず

インフレ率は表面的に上昇しているのみならず、基調的な部分でも上昇圧力の強まりが示されている。米国経済に極めて大きな GDP ギャップが存在し、インフレ期待が低位で安定、かつ資源価格が世界経済との連動性を回復している現状を踏まえれば、中期的にインフレ率が上昇基調を強める可能性は高くないと判断される。しかし、基調的なインフレ率の上昇によりインフレ期待が変化する可能性も

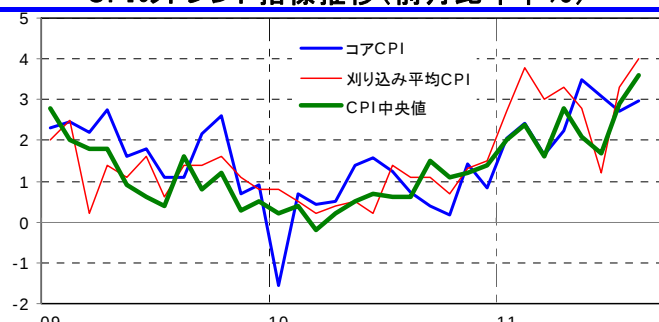
ある（実際、昨年のデフレリスク後退にはインフレ期待が大きく影響した）。FOMC 内のタカ派のインフレ警戒感の高まりは当然として、タカ派でなくとも足元のインフレ動向を楽観視はし難いだろう。

8月のCPIはヘッドラインが前月比0.4%（7月0.5%）と2ヶ月連続で高い伸びを、コアCPIも5ヶ月連続での0.2%上昇を記録した。コアCPIは前月比0.2%上昇に留まると言っても、より詳細に見ると8月は0.24%であり、年率換算すると3%程度の高い伸びが4ヶ月も続いている（5月3.5%→6月3.1%→7月2.7%→8月3.0%）。基調的なインフレ動向を示す指標についても上昇が鮮明である。刈り込み平均CPIは6月に前月比年率1.2%まで低下した後7月3.3%→8月4.0%、CPI中央値も6月1.7%が7月2.9%→8月3.6%と共に上昇率が高まっている。

前月比などに示される瞬間風速に遅行して変化する前年比は当然ながら上昇が続いた。ヘッドラインが3.8%（7月3.6%）と2008年9月以来、コアCPIは2.0%（7月1.8%）と2008年11月以来、刈り込み平均CPIは2.4%（7月2.1%）と2009年2月以来、CPI中央値は2.0%（7月1.8%）と2009年6月以来の高い伸びを記録している。

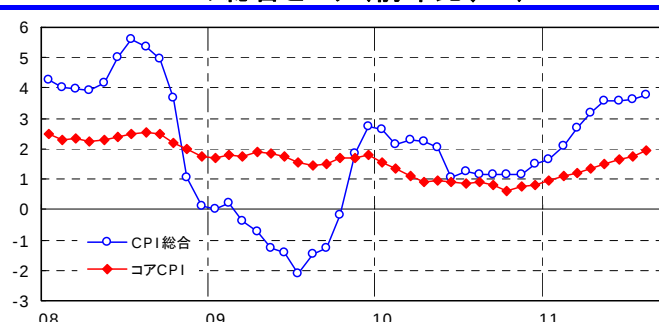
CPIの内訳品目を見ると、飲食料品が前月比0.5%（7月0.4%）と高い伸びを続け、エネルギー価格も6月に▲4.4%と急低下した後は7月2.8%→8月1.2%と2ヶ月連続で上昇した⁷。加えて、中国での工賃上昇やドル安に伴う輸入価格上昇を受けて衣服が1.1%（7月1.2%）と4ヶ月連続で1%を超える伸びを記録、医療なども安定して0.2%程度の伸びを続けている。サプライチェーン途絶による供給不足で上昇していた自動車価格は6月1.0%が7月0.1%、8月0.2%と伸びこそ鈍化したものの、下落には至っていない。Fedが一時的と判断した上昇要因（エネルギー、自動車）の反転が不十分な上に、衣服などの価格上昇が続き、インフレ率を押し上げていると言える。

CPIのトレンド指標推移（前月比年率%）



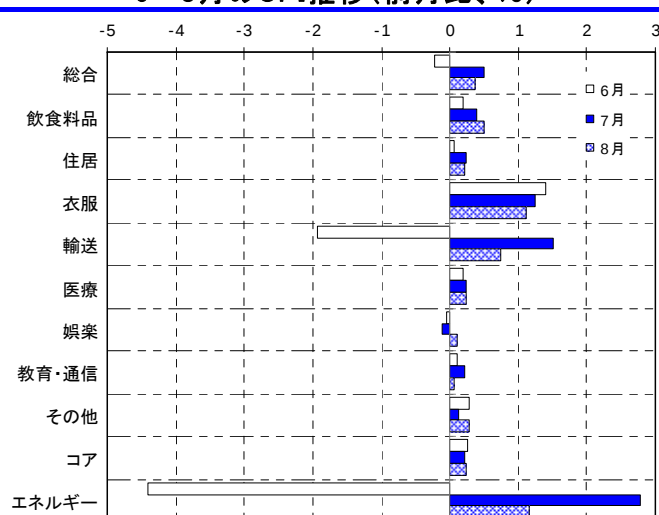
（出所）CEIC Data

CPIの総合とコア（前年比、%）



（出所）Department of Labor

6～8月のCPI推移（前月比、%）



（出所）CEIC Data

⁷ エネルギー価格は原系列では低下した。しかし、季節変動のタイミングが例年とずれたことにより、季節調整により押し上げられ上昇している。

【米国主要経済指標】

	Q3-10	Q4-10	Q1-11	Q2-11				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	3.9	4.2	3.1	3.5				
実質GDP	2.5	2.3	0.4	1.0				
個人消費	2.6	3.6	2.1	0.4				
住宅投資	▲27.7	2.5	▲2.5	3.4				
設備投資	11.3	8.7	2.1	9.9				
政府支出	1.0	▲2.8	▲5.9	▲0.9				
輸出	10.0	7.8	7.9	3.1				
輸入	12.3	▲2.3	8.3	1.9				
経常収支(10億ドル)	▲120	▲112	▲120	▲118				
名目GDP比(%)	▲3.3	▲3.0	▲3.2	▲3.1				
	Q3-10	Q4-10	Q1-11	Q2-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11
	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	3.3	3.5	5.2	4.2	0.2	0.2	0.3	
消費者信頼感	50.9	57.0	66.9	61.8	61.7	57.6	59.2	44.5
小売売上高	3.7	12.4	10.5	4.7	▲0.0	0.2	0.3	0.0
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.0	6.7	7.8	5.2	0.2	0.4	0.3	0.1
鉱工業生産	6.7	3.1	4.8	0.5	0.3	0.1	0.9	0.2
住宅着工件数(年率換算、千件)	584	539	582	572	553	615	601	571
中古住宅販売戸数	▲68.6	67.9	37.1	▲18.3	▲3.8	0.6	▲3.5	7.7
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	10.9	8.2	8.3	9.2	9.1	9.2	9.5	8.5
非国防資本財受注(除く航空機)	12.3	9.8	0.9	20.1	1.9	0.8	▲0.9	
民間非居住建設支出	▲11.3	11.8	▲20.6	21.9	3.9	2.9	▲0.4	
貿易収支(10億ドル)	▲131	▲119	▲140	▲145	▲50	▲52	▲45	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲147	▲139	▲151	▲142	▲48	▲50	▲45	
実質財輸出	11.9	10.2	7.2	3.5	▲1.4	▲3.4	4.9	
実質財輸入	13.8	▲0.7	16.3	▲5.6	1.9	▲0.7	▲0.2	
ISM製造業指数(四半期は平均)	55.2	57.9	61.1	56.4	53.5	55.3	50.9	50.6
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.5	55.9	58.8	53.6	54.6	53.3	52.7	53.3
失業率(%)	9.6	9.6	8.9	9.1	9.1	9.2	9.1	9.1
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲46	139	166	97	53	20	85	0
民間雇用者数(前月差、千人)	104	146	191	138	99	75	156	17
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0	1.9	2.3	1.9
消費者物価(前年比、%)	1.2	1.3	2.1	3.4	3.6	3.6	3.6	3.8
コア消費者物価(前年比、%)	0.9	0.7	1.1	1.5	1.5	1.6	1.8	2.0
PCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.3	1.8	2.5	2.6	2.6	2.8	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.3	1.0	1.1	1.3	1.3	1.4	1.6	
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(%)	0.48	0.62	0.70	0.41	0.56	0.41	0.41	0.23
10年債利回り(%)	2.65	3.29	3.42	3.00	3.17	3.00	3.00	2.30
名目実効為替レート(1997/1=100)	101.5	99.8	96.9	95.3	95.3	95.3	94.6	95.2
ダウ工業株30種平均	10788	11578	12320	12414	12570	12414	12143	11614
S&P500株価指数	1141	1258	1326	1321	1345	1321	1292	1219

(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。見通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。