

米国経済情報

2011年10月号

Summary

【内容】

1. トピックス

- (1) 雇用法案は一口サイズでの審議へ
- (2) 回復までにはなお時間を要する住宅市場

2. 金融政策: QE3 が最も有効

3. 経済情勢分析

- (1) 7～9月期の成長率予想
- (2) 一安心も雇用情勢の低空飛行は変わらず
- (3) 7～9月期の個人消費は持ち直し
- (4) 企業関連の実体指標は底固い
- (5) 7～9月期の外需は成長に寄与
- (6) インフレ沈静化の前奏曲か

オバマ大統領の米国雇用法案は大方の予想通り、共和党の反対により実質的に否決された。今後は個々の提案内容が個別に法案化され審議される。当社では従来から、米国雇用法案について、成立が見込まれるのは、2011年末に期限切れとなる被用者向け給与税減税（2%分相当）と失業保険制度、設備投資減税の延長などに限られるとの見方を示しており、概ね想定範囲内である。

現在の米住宅市場は、①雇用所得環境の改善が遅れる下での家計の住宅購入意欲低下と、②隠れ在庫に代表される潜在的な需給悪化要因に苛まれている。住宅市場が「需給改善→住宅価格下げ止まり→住宅需要増加→価格上昇及び販売・着工増加」という正の循環に繋がるまでには長い時間を要すると考えられる。

9月FOMCの議事要旨では、QE3が最もメリットのある手段として多くの参加者から認識されていることが改めて確認された。バーナンキ議長率いるFOMCは、米国経済が更なる下振れに直面する場合には、QE3の実施をためらわないだろう。しかし、QE3実施にはインフレ面でのコストが伴うため、デフレリスクの高まりが必要になる。このハードルは低くはない。

また、追加緩和に該当するとは必ずしも言えないが、金融政策の透明性向上のために、年4回の経済見通しにおける長期目標と金融政策見通しに関する情報の拡充が今後行われる可能性が高いと考えられる。これは実質的なインフレ目標導入に向けた大きな前進とも言えるだろう。

10月27日に7～9月期のGDP成長率が公表される。執筆時点までに公表されたデータに基づくと、7～9月期の成長率は前期比年率2.4%程度と4～6月期の1.3%から加速が見込まれる。設備投資が構築物投資を中心に拡大し、4～6月期の前期比年率22.6%に続いて二桁増加を確保するほか、個人消費もサプライチェーン復旧に伴う自動車販売の回復などにより、伸びを確保する見込みである。

通常感覚で捉えれば、2%前半の成長率は潜在成長並みの成長ペースの過ぎない。しかし、米国経済に関する市場の目線は大きく切り下がっており、2%でも御の字と受け入れられる可能性があるだろう。

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. トピックス

(1) 雇用法案は一口サイズでの審議へ

オバマ大統領が、雇用対策を包括的に提案した 4,470 億ドルの米国雇用法は、上院で審議入りに必要な 60 票を確保できず、事実上否決された。オバマ大統領は米国雇用法案に盛り込んでいた内容を、検討しやすいように、個別に一口サイズ (bite-sized pieces) として法案化し、上院へ提出していくように上院民主党に働きかけている。個別法案の提出は、教職者や警官、消防士等の再雇用に関する 350 億ドルの法案から始まる予定である。次いで、インフラ投資関連の法案審議をオバマ大統領は希望している模様だが、上院民主党が実際にいずれを提出するかははっきりしない。

最初に提出される予定の「教職者等の再雇用法案」は、財源として共和党が明確に反対する増税 (100 万ドル超の収入に対する 0.5%課税) が挙げられているため、成立は絶望的である。但し、米国雇用法の中で成立が確実視されている法案もある。設備投資減税の延長や長期失業者雇用に対しての 4800 ドルの税額控除などには、超党派的な支持がある模様である。

米国雇用法案の中で成否が、特に焦点となるのは、2011 年末で期限が切れる給与税減税の行方であろう。米国雇用法案においてオバマ大統領は 2011 年に実施した 2%減税の延長に加え、1.1%ポイントの上乗せを求めている。減税の廃止は増税になり有権者の支持を失うため、給与税減税に対しては共和党も異論がない模様である。しかし、問題は合計で 1,750 億ドルに及ぶ財源である。高所得者向け増税が財源となる可能性が高いため、共和党は減税幅の圧縮に動くと考えられ、期限切れ分のみの延長になる可能性が濃厚である。

当社では従来から、米国雇用法案について、成立が見込まれるのは、2011 年末に期限切れとなる被用者向け給与税減税 (2%分相当) と失業保険制度、設備投資減税の延長などに限られるとの見方を示している。現時点での政治情勢は概ね当社の想定範囲内と言える。

(2) 回復までにはなお時間を要する住宅市場

米国経済において最も脆弱な分野の一つが住宅であることには、異論を挟む向きは少ない。住宅バブル崩壊を踏まえつつ、現在の住宅市場の動向を振り返る。

米国では、従来から住宅販売の 85%程度を中古住宅が占めていたが、住宅バブル崩壊後の新築供給抑制により、足元で中古住宅の占める比率は 94%程度にまで上昇している。その中古住宅販売は「新規

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

住宅取得者等を対象とした税額控除措置¹⁾の適用を狙った住宅購入の増加とその反動により、2009年末から2010年半ばにかけて急増と反動減を繰り返したものの、2011年に入ってからは均してみれば、低水準で一進一退の横ばい推移となっている。なお、直近7~9月期の販売水準は年率488万戸と、バブル崩壊前2006年平均の652万戸を25%も下回る。

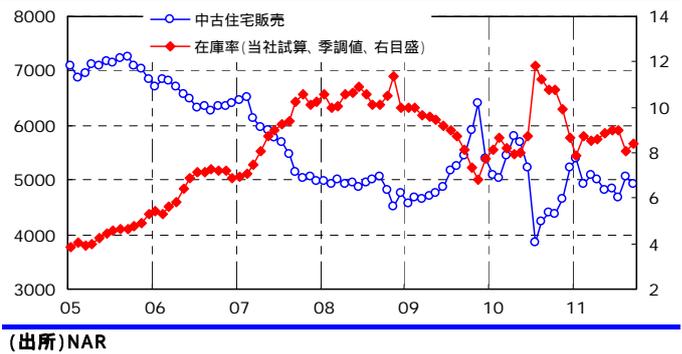
新築住宅については、住宅バブル崩壊に伴う住宅市場全体の需給バランス崩壊を受けた供給減少により、販売も2010年まではほぼ一貫して減少した。しかし、中古住宅販売が2011年から底這いに転じたことで、新築住宅についても需給バランスの悪化が止まったため、足元では年率30万戸程度で横ばい推移となっている。

住宅販売の低迷を受けて、当然ながら住宅建設も低調である。2005年に200万戸を超えていた住宅着工戸数は2010年に55万戸まで減少した後、2011年は60万戸を若干下回る水準で一進一退を繰り返している。住宅建設全体は低迷が続く中で、極めて好調なのが改築や補修である。米BuildFaxが公表している住宅改築指数（Remodeling Index）は22ヶ月連続で前年水準を上回り、特に最新2011年8月分は前年比29%もの大幅増加を記録した。住宅ローンの残額が住宅価値を上回るなどの理由により住宅の買い替えが困難な下で、現在の住居の改修などでニーズの変化（家族構成の変化など）に対応する家計が多いためと考えられる。加えて、居住目的から賃貸目的への用途変更に伴う改修も増加している模様である。改築の増加は、ある意味で、米国の住宅市場全体の構造変化を示すデータとも言えるだろう。

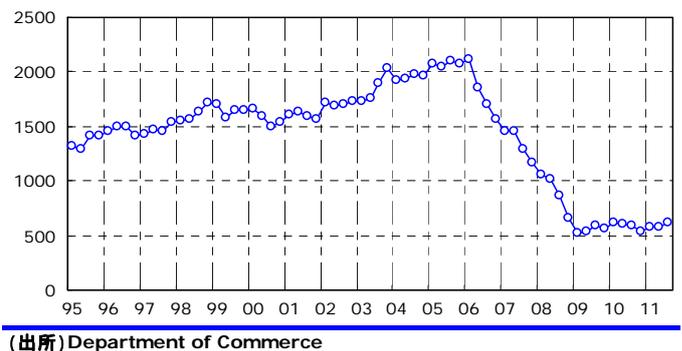
住宅市場の低迷を反映し、住宅価格も下落が続いている。最新2011年7月データでは代表的な住宅価格指数であるS&Pケースシラー指数（20都市ベース）が前年を4.1%下回っているほか、公的機関であるFHFAがファニーメイやフレディマックなどのデータに基づいて試算する住宅価格指数も▲3.2%とやはり前年割れである。

現在の住宅市場は、大きく分けて二つの要因により阻害されていると考えられる。第一は、雇用所得環境の改善が遅れる下での、家計の住宅購入意欲低下である。住宅価格下落と住宅ローン金利の大幅

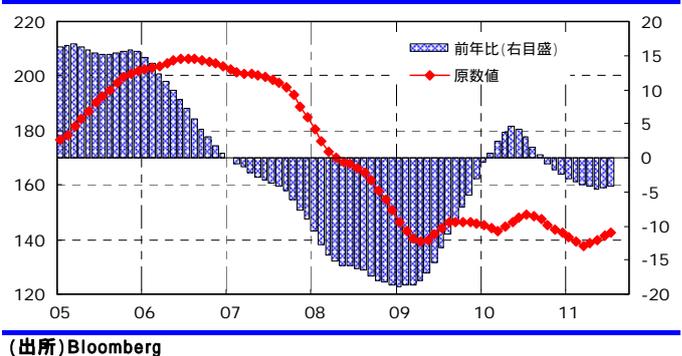
中古住宅販売と在庫率：合計（年率換算、千戸）



住宅着工（年率換算、千戸）



S&P CASE-SHILLER住宅価格指数20都市（2000年1月=100）



¹ 税控除措置は当初2009年12月1日期限だったため、適用を狙った駆け込みで2009年10~12月期に住宅販売が増加した。その後、適用期限が2010年4月末に延長されたため、再び4~6月期に駆け込み購入が生じている。

な低下により、所得水準対比では住宅に割安感も生じている。しかし、自らの雇用所得環境の先行きに自身が持てず、加えて購入後の住宅資産が目減りする可能性が高い下で、住宅購入に踏み切る家計は少数に留まる。第二は、潜在的な需給悪化要因の存在である。住宅販売の低迷に加え、デフォルト物件の流入もあり、住宅在庫は高水準の推移が続いている。9月の中古住宅在庫（当社試算の季調値²）は344万戸、在庫率は8.4ヶ月と、ピークをつけた2010年7月の11.8ヶ月に比べれば低いが、2005年までの5ヶ月前後に比べ極めて高い水準にあることは変わらない。加えて、差し押さえ手続き等の最中で未だ中古住宅市場に流入していない隠れ在庫（Shadow Inventory）が米CoreLogic³の試算では160万戸程度存在しており、公表ベースの在庫（Visible Inventory）と合わせれば、在庫全体は500万戸を超え、在庫率は12ヶ月に達する。隠れ在庫の水準は2010年初めの200万戸超をピークとして緩やかに減少しており、中古住宅市場の需給バランスが更に悪化しているわけではないが、依然として住宅市場に対する極めて強い下押し圧力になっていると言えるだろう。

こうした強い下押し圧力が残存する下で、米国の住宅市場は当面底這い推移が続く可能性が高いと判断される。住宅市場が「需給改善→住宅価格下げ止まり→住宅需要増加→価格上昇及び販売・着工増加」という正の循環に繋がるまでには長い時間を要すると考えられる。

2. 金融政策：QE3が最も有効

ツイストオペとMBS再投資を決めた9月20～21日のFOMCの議事要旨(Minutes)が公表された。議事要旨では、種々の追加緩和手段に関する詳細な検討の内容や金融政策の透明性向上に向けた取り組みが示されている。

(1) 金融緩和手段の検討

まず、9月FOMCの日程を2日間に拡大した理由である追加緩和手段に関する検討の状況を見よう。

① バランスシートを用いた政策

→ 追加手段を講じるべきとの参加者が多数

多くの参加者（Many）は、Fedのバランスシートを用いた政策手段全般について、政策金利であるFFレートがゼロ金利制約に直面する下では、長期金利を押し下げ、金融環境を緩和する手段として位置づけられると判断している。但し、多くの参加者（a number）が、そうしたバランスシートを用いた政策手段が实体经济に及ぼす影響は、特に現在のようなデレバレッジが進み、信用状況に制約があり、経済主体が経済の先行きを不透明と考えている状況では、一時的かつ限定的とも指摘しており、金融政策が万能薬やトールのハンマー⁴ではなく限界があり、財政などによる対応が必要との認識が暗に示唆されている。

² 中古住宅在庫の公式データは原系列だが、在庫率などの評価に際しては、季節性を考慮すべきと考えられるため、当社では独自に季節調整を施している。

³ CoreLogicは四半期毎に試算しており、最新試算は2011年7月時点である。

⁴ 北欧神話に登場する戦神トールの持つ雷槌ミョルニル。トールが有するミョルニルは、極めて強力な武器であるのみならず、物や人を清める効果を有するとされ、ミョルニルを模した槌が冠婚葬祭などで清めの儀式に用いられる。ダラス連銀のフィッシャー総裁が、講演の中で、金融政策がトールのミョルニルのように万能ではなく、限界があるので、注意して用いる必要があると論じている。

また、参加者 (Participants) は、ツイストオペは Fed が保有する短期債券の量に制約される点で限界があり、量的な拡大もないと改めて指摘し、結局のところ、多くの参加者が QE2 のような「大規模資産購入」、つまり QE3 が現在検討されている手段の中で最も金融緩和に有効との認識を示している (A number of participants saw large-scale asset purchases as potentially a more potent tool that should be retained as an option in the event that further policy action to support a stronger economic recovery was warranted)。但し、QE2 実施がデフレリスクの軽減であったことを踏まえ、何名かの参加者 (Some) は 大規模資産購入が景気刺激よりもインフレ率とインフレ期待を押し上げる可能性が高く、デフレリスクが高まった場合まで留保しておくべきとの指摘を行なっている。加えて、何名かの参加者 (several participants) は、市場機能を損なわないよう、Fed の国債シェアが過度に高まることは避けるべきとも言及した。

こうした議論の一応の結論として、バランスシートを用いた政策について、2・3名の参加者 (a couple of participants) がメリットに乏しいと反対したものの⁵、多くの参加者 (a number of participants) は資産購入やMBS再投資などを行うよう提案した。これがツイストオペやMBS再投資に結実したと言える。

②金融政策の透明性向上

→ 失業率目標は否定、インフレ目標設定に向け前進

ほとんどの参加者 (Most participants) は、金融政策の透明性を高めるために、FOMCの長期的な目標⁶ (longer-run policy objectives) や政策変更に影響する要因についての情報拡充を含めた、追加的な措置が必要と示唆している。金融政策の透明性向上に向け、FOMC参加者の中で、一般的な合意があると言えるだろう。但し、個別論では問題も多い。ハト派と考えられる何名か (some) は、デュアルマンデートを念頭に、雇用とインフレの長期的な目標と、短・中期的な政策対応とのリンケージを明らかにすることを求めている。この提案に対しては、インフレ率こそ金融政策によって一義的に決定されるとして同意が得られたものの、雇用については非金融的要因の影響も大きいとして (均衡失業率などを想定していると考えられる)、多くの参加者 (a number of participants) が懸念を表明した。最終的には、1)インフレ目標 (Inflation Targeting) などの設定をもし行なうのであれば、目標設定のプロセスや金融政策フレームワークの中での位置づけについて国民に対するより深い説明が必要になる点と、2)そうした目標に関する説明はFOMC後のステートメントとは別に行う必要がある点、について合意されている。

③時間軸文言の透明性向上

→ 経済見通しでの長期目標と先行きの金融政策に関する情報の拡充

ほとんどの参加者 (Most participants) は、いわゆる 時間軸文言について、条件の透明性を高めることにメリットがあるとの判断を示している。但し、何名か (several participants) は、条件の明確化が長期的な目標との関係においてそぐわない可能性を示唆し、他の参加者 (Others) も条件明確化が誤解される可能性に言及している。結局のところ、時間軸文言における経済条件の明確化は見送られ、

⁵ 2・3名の反対は、実は想定より少ない。投票権者での反対が3名であることを踏まえれば、FOMC参加者全体では4名以上の反対があると考えていた。

⁶ Objectives であり、Target ではない。

それに代えて、年4回公表している経済見通しにおいて長期的な目標と先行きの金融政策に関する情報の拡充を行うことで多くの参加者（A number of participants）が合意した。

④ IOR 金利の引き下げ → 更なる検討

準備預金に対して付利する IOR 金利⁷の引き下げについては、多くの参加者（A number of participants）が貸出金利引き下げに効果（ベネフィット）があると認めたものの、市場機能の阻害など様々なコストも指摘された。そのため、効果に関する更なる検討が必要として判断が見送られている。

(2) 政策決定

以上のような議論を踏まえ、9月のFOMCでは、ほとんどの投票権者（most members）が、足元で生じた経済見通しの下方修正は追加緩和を正当化すると判断し、金融政策が全ての問題を解決できる訳ではないことを認識しつつも、金融政策による追加緩和が米国経済のより力強い回復に貢献できる部分があるとして、ツイストオペによる追加緩和を支持した。

[M]ost members agreed that the revisions to the economic outlook warranted some additional monetary policy accommodation to support a stronger recovery and to help ensure that inflation, over time, was at a level consistent with the Committee's dual mandate. While they recognized that monetary policy alone could not completely address the economy's ills, most members judged that additional accommodation could contribute importantly to better outcomes in terms of the Committee's dual mandate of maximum employment and price stability.

8月FOMCにおける追加緩和と同様に、こうした政策決定には、反対意見がある。まず、二人の投票権者（Two members）はツイストオペの効果を認めつつも（ツイストオペ自体には賛成）、経済見通しの下方修正からは更に強力な追加緩和措置も正当化されると論じた。二人の念頭にあるのは、8月と同様に、時間軸文言と経済条件のリンケージである。実際、2011年に投票権を有するシカゴ連銀のエバンス総裁は講演⁸の中で具体的な政策を示唆している。エバンス総裁は、失業率が7%を下回るか中期的なインフレ見通しが3%を上回るまで短期金利をゼロ近傍に維持すべきと示し、加えて、経済状況の変化があまりに緩慢であれば、毎回のFOMCでの再評価を課しつつ長期債購入を増額すべきとも述べた。但し、9月のFOMCでは、逆に、既にステートメントから明らかのように、タカ派の三名（フィッシャー総裁、コチャラコタ総裁、プロッサー総裁）は、追加緩和を不要として、反対票を投じた。

MBSへの再投資は、ほとんどの投票権者（Most members）がモーゲージ金利引き下げに資するとして支持したが、一人の投票権者（ツイストオペ反対者のうちの一人）は効果がないと反対した。なお、MBSへの再投資についてはFedによる長期国債保有シェアの過度の上昇を防止する効果も挙げられている。

⁷ [T]he interest rate that the Federal Reserve pays on reserve balances that depository institutions hold in accounts at the Federal Reserve Banks.

⁸ “[The Fed's Dual Mandate Responsibilities: Maintaining Credibility during a Time of Immense Economic Challenges](#)” Charles Evans, Federal Reserve Bank of Chicago, Oct 17, 2011.

(3) 次の一手は？

9月 FOMC の議事要旨からは、QE3 が最もメリットのある手段として多くの参加者から認識されていることが改めて確認された。バーナンキ議長率いる FOMC は、米国経済が更なる下振れに直面する場合には、QE3 の実施をためらわないだろう。しかし無条件という訳ではない。QE3 実施にはインフレ面でのコストが伴うため、デフレリスクの高まりが必要になる点も議事要旨は明らかとしている。このハードルは低くはない。

必ずしも追加緩和に該当するとは言えないが、他の政策手段のうち、今後講じられる可能性が高いと判断できるのは、年4回の経済見通しにおける長期目標と金融政策見通しに関する情報の拡充である。議事要旨に基づけば、そうした情報拡充と同時に、長年の懸案であるインフレ目標（Inflation Targeting）が実質的な意味で導入される可能性もある。明示的なインフレ目標導入に対しては、Fed 批判を強める議会が立ちはだかるため、現在は「長期予想」として公表しているインフレ率見通しを「デュアルマニデートに適うインフレ率」に名称を変更する方法等が考えられるだろう。加えて、経済見通し作成の前提となる金融政策推移を分かりやすく示すなどの方策が講じられれば、金融政策の透明性は大きく向上する。加えて、インフレと金融政策の関係性が明示されれば、QE3 がインフレを昂進させるとの懸念を和らげる効果も見込まれる。インフレリスクが高まる下では、野放図に金融緩和が継続されないとの歯止めにつながるためである。

FRB による次の経済見通し公表は 11 月 1～2 日の FOMC であり、残された時間はあまりない。また、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁が 11 月 FOMC での透明性向上について否定的なコメントも示している。しかし、11 月の次の見通し公表となれば来年 1 月下旬まで待つ必要がある。バーナンキ議長が、早いタイミングでの金融政策の透明性向上に踏み切る可能性は否定的でない。

一方、IOR 金利の引き下げについては、実施のためのハードルが上がったと考えられる。完全に否定された訳ではないが、コストとベネフィットの観点からコストがベネフィットを上回ると認識する FOMC 参加者が多い模様である。当社も従来から同様の認識である。

9 月の FOMC 議事要旨から読み取れるのは、金融政策の限界を認識しつつも、米国経済の回復のために、政策手段を講じ続けるとの FOMC 主流派やバーナンキ議長の強い意志である。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あろう。

3. 経済情勢分析

(1) 7～9 月期の成長率予想

10 月 27 日に 7～9 月期の GDP 成長率が公表される。執筆時点までに公表されたデータに基づくと、7～9 月期の成長率は前期比年率 2.4%程度と 4～6 月期の 1.3%から加速が見込まれる。

まず、好調なのは設備投資である。特に商業用不動産などの構築物投資が 4～6 月期の前期比年率 22.6%に続いて二桁増加を確保し、設備投資全体でも 4～6 月期の 10.3%と同程度の高い伸びが予想さ

れる(成長率に対する寄与度 1.0%Pt 程度)。また、個人消費は、サプライチェーン復旧に伴い供給制約緩和を受けた自動車販売の回復などにより、4~6月期の前期比年率 0.7%から加速、1.6%程度の伸びを確保する見込みである(成長率に対する寄与度 1.1%Pt)。また、輸出の拡大などにより外需も7~9月期に成長率を0.4ポイント程度押し上げる可能性が高い。ここまでを足しあげると 2.5%成長になる。ただ、米国経済において脆弱な分やである住宅や政府支出が下押しに働くため、トータルでは 2.4%程度の成長と考えられる。

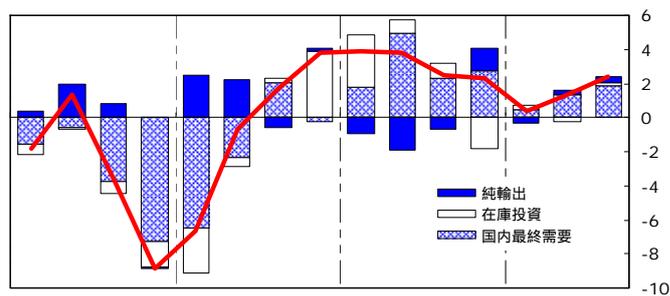
通常感覚で捉えれば、2%前半の成長率は潜在成長並みの成長ペースに過ぎない。しかし、米国経済に関する市場の目線は大きく切り下がっており、2%でも御の字と受け入れられる可能性があるだろう。

(2) 一安心も雇用情勢の低空飛行は変わらず

米国の非農業部門雇用者数(NFP: Non-Farm Payroll)は9月に前月差+10.3万人と二桁増加を確保した。5~6万人増加との市場予想を大幅に上回り、ポジティブ・サプライズと言える。また、7月は前月差+8.5万人から+12.7万人へ、8月はゼロから+5.7万人へ、2ヶ月合計で9.9万人も上方修正された。2011年の雇用者増加数も8月実績時点の月当たり+10.9万人が+11.9万人へ拡大している。

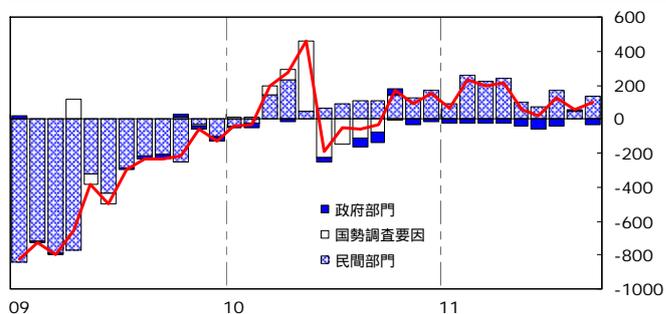
民間雇用者数は7月+17.3万人(修正前+15.6万人)、8月+4.2万人(同+1.7万人)の後、9月は+13.7万人の大幅増加となり、9月に増勢の急加速が見られる。但し、Verizonによる8月ストの影響⁹で8月の雇用者数が4.5万人押し下げられ、逆に9月は同数程度押し上げられたと考えられる。そうした要因を調整して年初からの推移を確認すると、1~3月期の月当たり+19.1万人が4~6月期に+13.8万人に減速、7月に+17.3万人へ一時

実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)

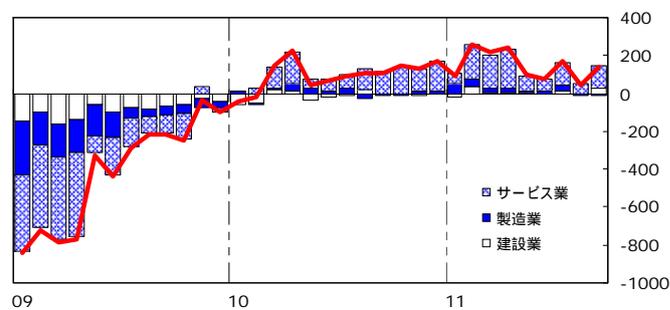


(出所)CEIC Data

非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)

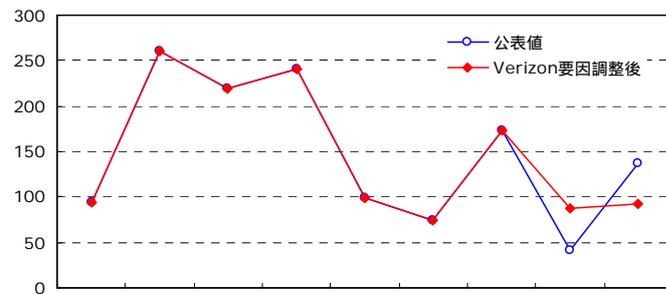


民間部門の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所)U.S. Department of Labor

民間雇用者数の推移(前月差、千人)



(出所)U.S. Department of Labor

⁹ BLS では“The increase in employment partially reflected the return to payrolls of about 45,000 telecommunications workers who had been on strike in August.”と示している。

的に加速した後10、8月+8.7万人、9月+9.2万人と一桁台の増加に留まっている。遡及修正もあり、減速ペースこそ相当にマイルドなものとなったが、民間部門の雇用が年初から鈍化を続けていることに変わりはない。

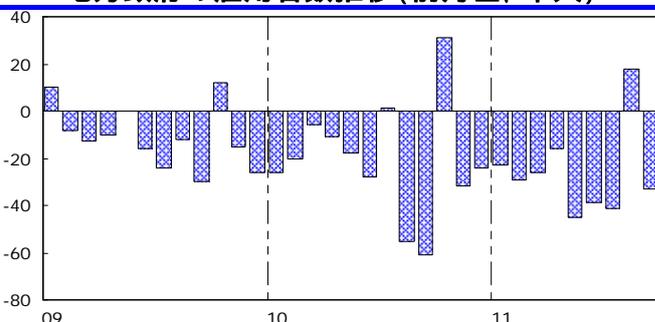
9月について民間部門の内訳を見ると、財生産部門が前月差+1.8万人（8月▲0.9万人）と2ヶ月ぶりの増加、サービス部門は+11.9万人（8月+5.1万人）と2ヶ月ぶりの二桁増加である。但し、上述のVerizonの影響を加味すると、サービス部門は8月+9.6万人、9月+7.4万人と、寧ろ9月にかけて小幅ながら減速している。

財生産部門では建設業が+2.6万人（8月▲0.7万人）と非居住用建設などを中心に大幅増加する一方、製造業は▲1.3万人（8月▲0.4万人）と2ヶ月連続で減少した。建設支出統計などでも非居住用建設の底入れが示されており、断定するには時期尚早だが、居住用に先んじて持ち直しに転じた可能性もあるだろう。一方、製造業は実体統計などでは生産活動の明確な落ち込みは観察されないものの、景気の先行きに関する不透明感の高まりから企業が雇用に対して慎重となっている可能性が高い。製造業の内訳では家具や印刷などの減少が目立った。

政府部門は8月が前月差+1.5万人（修正前▲1.7万人）へ大幅に上方修正された後、9月は▲3.4万人と再び減少した。連邦政府は▲0.1万人（8月▲0.3万人）とほぼ横ばいだが、地方政府が▲3.3万人（8月+1.8万人）と大幅に減少している。厳しい財政状況の下で、地方政府の雇用圧縮が続いていると言える。特に9月は教育関連の雇用が▲2.4万人と大幅に削減されており、米国の教育体制の劣化が懸念される。

事業所データに基づくNFPが改善したのとは異なり、家計調査から算出される失業率は9月も9.1%と8月から変わらずで高止まりした。失業率9.1%は3ヶ月連続である。但し、家計調査の内容には明るい動きも見られる。何よりも、雇用者数が9月に前月比0.3%（8月0.2%、実数では8月+33.1万人→9月+39.8万人）と2ヶ月連続で大幅に増加している。雇用者数の大幅増加にも関わらず、失業率が横ばいに留まったのは労働力人口も9月に0.3%（8月0.2%）と大幅に増加したためであり、労働市場への参加の回復により労働参加率（労働力人口／人口）はボトムの7月63.9%が8月64.0%、9月64.2%と上昇している。こうした労働参加率の上昇が継続すれば、米国の長期的な成長余力を考える上ではプラスと言える。

地方政府の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

労働力率と失業率の推移(%)

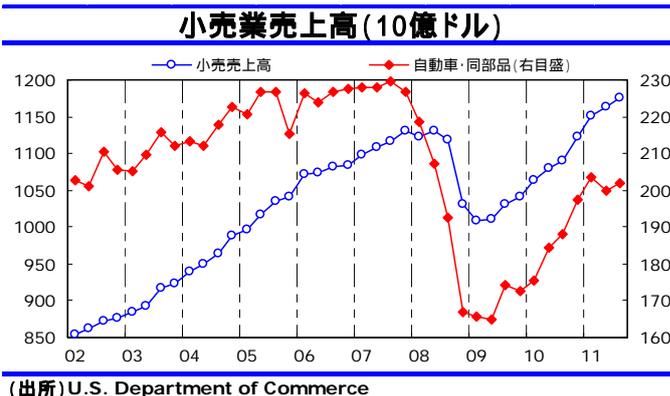


(出所) U.S. Department of Labor

¹⁰ 7月の一時的な加速には①サプライチェーン復旧に伴う製造業の増加（前月差+3.4万人）と②復活祭の休日のズレによる小売業の5~6月低迷の後の7月正常化の動きなどが影響したと考えられる。いずれにしろ一時的である。

(3) 7~9 月期の個人消費は持ち直し

米小売売上高は7月分が前月比0.3%から0.4%へ、8月分が0.0%から0.3%へ遡及改訂された後、9月に1.1%と大幅に増加した。内訳を見ると、9月は自動車・同部品が前月比3.6%と大幅に増加し、小売全体を0.6Ptも押し上げた。また衣料品(1.3%)や家具(1.1%)なども好調で、ハリケーン襲来により商戦が後倒しされた影響が見てとれる。



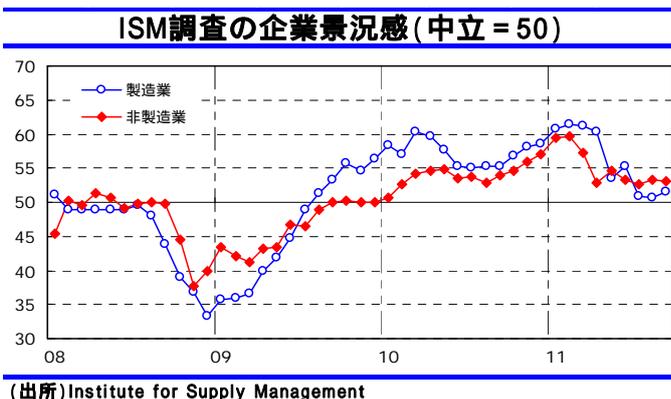
9月の大幅増加は言うまでもないが、横ばいに留まっていた8月分の上方修正もインパクトが大きく、個人消費に対する過度な悲観の修正に繋がっている。8月分までの遡及改訂により、7~8月平均の4~6月期対比が年率1.6%から2.8%へ大幅に上方修正され、加えて9月分の大幅増加により、7~9月期は前期比年率4.5%と、4~6月期の4.7%とほぼ同程度の伸びを確保した。1~3月期の10.5%には遠く及ばないが、7~9月期の個人消費が更に落ち込んだわけではないと言えるだろう。

サプライチェーン復旧により自動車販売の回復が7~9月期を大きく押し上げた点には留意が必要である。自動車を除いた小売売上高は4~6月期の前期比年率7.4%が7~9月期は4.5%に減速している。但し、供給制約という特殊要因が明らかな下で、消費者が自動車購入とそれ以外の支出のタイミングを自ら調整した可能性もあり、自動車を除いた小売売上高の減速を過度に重視すべきではないとも言える。

小売売上高などのデータに基づき、当社では7~9月期の実質個人消費支出が前期比年率1.6%程度と4~6月期の0.7%から若干加速すると予想している。但し、雇用・所得環境が低調で、かつ消費マインドも低迷しているため、個人消費支出には多くを期待できない。7~9月期は4~6月期対比で伸びが高まるとは言え、2010年の2%に比べれば低い伸びに留まる。また、年末商戦に関する米国の小売関連団体の予想を見る限り、10~12月期の個人消費は再減速する可能性が高いだろう。

(4) 企業関連の実体指標は底固い

企業マインドの悪化には足元で歯止めがかかっているが、先行きは楽観視出来ない。代表的な景況感指標であるISM指数は製造業が9月51.6(50.6)と小幅上昇、非製造業は53.0(53.3)とほぼ横ばいだった。製造業ISM指数は9月に上昇したと言っても、先行性の高い新規受注が3ヶ月連続で50を割り込むなど懸念材料も残った。しかし、10月のNY連銀やフィラデルフィア連銀の調査では若干の持ち直しが示されており、少なくとも景況感の更なる悪化は回避できていると判断できるだろう。但し、欧州ソブリン問題の影響で金融市場が不安定な下で、企業は慎重姿勢を強めており、企業景況感が明確な持ち直しに向かうとは見込みにくい。



マインド指標が更なる悪化を回避する下で、企業まわりの実体指標は底固く推移している。まず、鉱工業生産は日本の東日本大震災に由来するサプライチェーン途絶を受けて4月に減少した後、9月まで5ヶ月連続で増加した。四半期で見ると、4～6月期の前期比年率0.5%が7～9月期は5.1%へ伸びが大きく加速している。サプライチェーン復旧を受けて自動車生産が4～6月期▲15.8%から7～9月期21.4%と反転したのが最大の要因である。但し、自動車セクターを除いたベースでも、7～9月期は前期比年率4.4%と1.3%から伸びが高まっており、自動車以外も落ち込んだ訳ではない。また、稼働率も4～6月期76.6%が7～9月期は77.4%へ上昇し、金融危機後の最高を更新した（金融危機前は80%前後で推移）。また、耐久財受注も7～8月平均が4～6月期を年率換算で17.1%も上回っている。大幅増加は航空機受注の寄与が大きい、少なくとも設備投資の先行きが暗転したわけではない。今後については、企業の慎重姿勢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だろう。

(5) 7～9月期の外需は成長に寄与

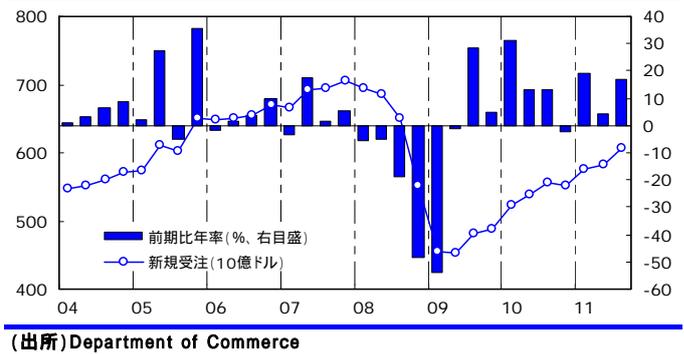
米貿易統計によると、8月の実質貿易赤字は前月比2.1%と小幅拡大した。但し、7月の大幅縮小が寄与し、7～8月平均は4～6月期を年率で6.7%下回る水準にある。7～9月期は外需がGDP成長率を押し上げる可能性が高いと言える。

7～8月平均について内訳を見ると、実質輸出が4～6月期を年率換算で6.3%上回り、4～6月期の前期比年率3.5%から伸びが加速している。一方、実質輸入は7～8月平均が2.0%と4～6月期の前期比年率▲5.6%からは反転したものの、輸出の伸びを下回った。仕向け地別（名目輸出ベース、当社試算）に見ると、北米向け（7～8月平均の4～6月期対比年率14.7%）や中南米向け（15.5%）が好調な一方、東アジアを含む環太平洋地域向け（1.5%）が低調である。またソブリン問題を抱えるEU向けは4～6月期前期比年率33.1%が7～8月平均の4～6月期対比は年率6.6%へ減速している。また、輸入を財別（実質ベース）に見ると、自動車関連輸入は伸びているものの、消費財や生産財が低調なため、全体では小幅増加に留まっている。

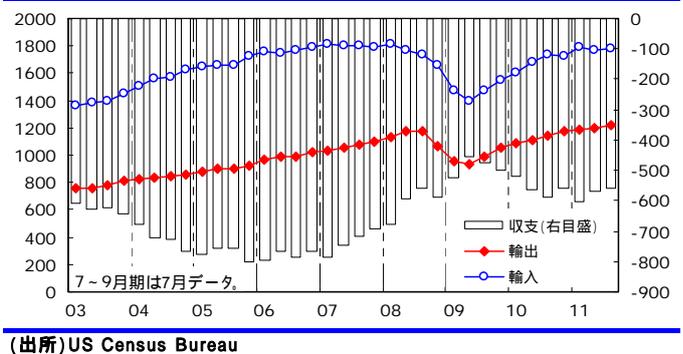
(6) インフレ沈静化の前奏曲か

米国の9月CPIはヘッドラインが前月比0.3%（8月0.4%）と高めの伸びを続けたものの、コア（除く食料及びエネルギー）は前月比0.1%（8月0.2%）に、年率換算では0.7%（8月3.0%）へ大幅に伸びが鈍化した。年率0.7%昨年10月の0.2%以来の低い伸びである。

耐久財



実質財収支の推移 (10億ドル)



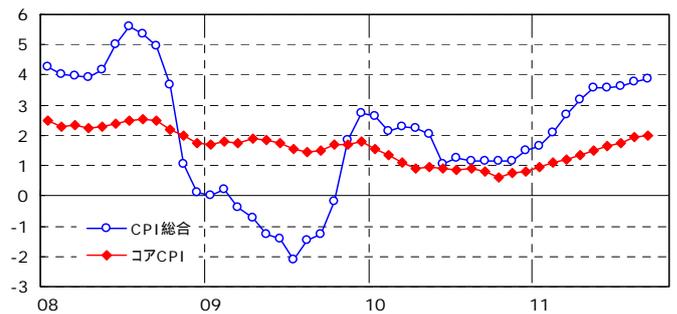
但し、コア CPI 以外のトレンド指標はそれほど鈍化していない点には留意を要する。 刈り込み平均 CPI (Trimmed mean CPI) が前月比年率 2.5% (8月 4.0%)、CPI 中央値(Median CPI)は 2.3% (8月 3.6%)、粘着価格 CPI (Sticky CPI)は 1.9% (8月 2.8%) であり、低下こそしているものの、いずれも多くの Fed 関係者がマンデートに適うと考える年率 2%を明確に下回っているわけではない。

瞬間風速である前月比の変化に遅行する前年比は未だ低下には至っていない。ヘッドライン CPI が前年比 3.9%(8月 3.8%)へ上昇、コア CPI は 2.0%で 8月から変わらずだった。

品目内訳を見ると、まず、ヘッドラインの高止まりには飲食料品 (8月前月比 0.5%→9月 0.4%) とエネルギー (1.2%→2.0%) が共に寄与している。なお、エネルギー価格は原系列では前月比 0.5%下落したが、通常 9月は季節性により大幅な下落となるため、季節調整済系列では逆に上昇している。なお、原油価格の下落により 10月のガソリン価格は前月から 4.4%程度下落しており、CPI ベースでもガソリンやエネルギー価格が下落する見通しである (ガソリン価格は原系列▲4.4%、基調系列▲3.3%と想定)。

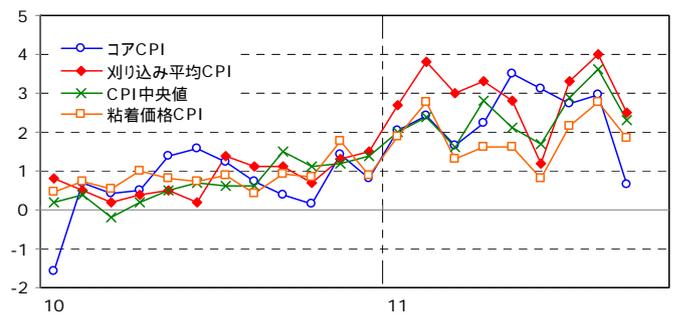
一方、コアの伸び鈍化に繋がったのは、衣服と自動車である。逆に言えば、それ以外の品目に大きな動きは見られない(故に、刈り込み平均の鈍化が限定的である)。衣服は、海外での人件費上昇やドル安による輸入価格上昇などを受けて、5月以降、前月比 1%超の伸びを続け、CPI をコンスタントに押し上げてきた。それが、9月は前月比▲1.1%と大幅な低下へ転じ、コアを 0.05%Pt 程度押し下げている。衣服の価格上昇が止まれば、CPI の伸び沈静化も明確になる。但し、9月はハリケーンなどによる商戦タイミングのズレにより、価格動向が歪んだ可能性がある。加えて、気温やセールのタイミングに大きく依存する衣服の価格は季節調整が難しい品目でもある。何よりも、前述の

CPIの推移 (前年比、%)



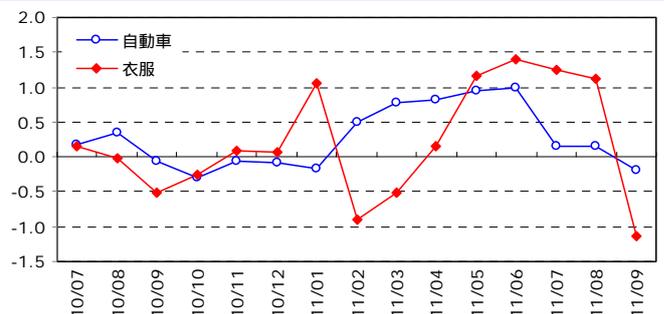
(出所)BLS

CPIのトレンド指標推移 (前月比年率%)



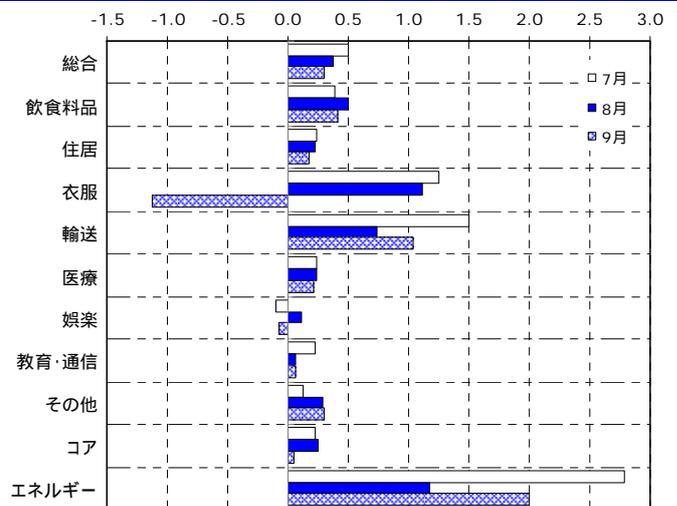
(出所)CEIC Data

自動車及び衣服の物価推移 (前月比、%)



(出所)BLS

7～9月のCPI推移 (前月比、%)



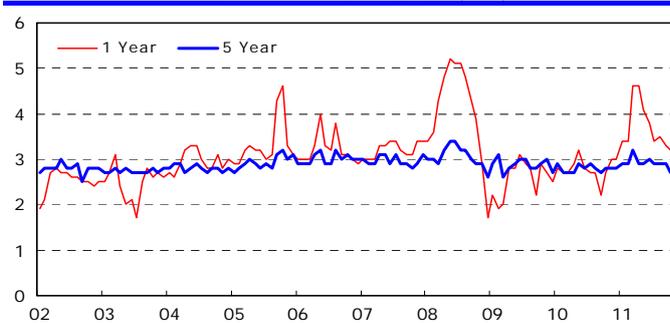
(出所)CEIC Data

人件費や為替要因に変化がないことを踏まえれば、衣服の価格動向に関する判断には、なおデータの集積が必要だろう。

自動車は前月比▲0.2% (8月0.2%)と1月以来の下落を記録した。日本の東日本大震災を受けた供給制約によって、6月まで上昇が続いていた新車価格が、7月以降は横ばい推移に転じている(5月1.1%→6月0.6%→7月0.0%→8月0.0%→9月0.0%)。加えて、新車販売の増加を受けて、中古車の需給も緩和され、中古車価格が9月は▲0.6%(8月0.9%)と大幅に下落した。中古車価格の下落は、10月以降も続き、コアCPIの押し下げに寄与する見込みである(9月は▲0.01%Pt程度押し下げ)。

9月のCPIがインフレ沈静化の端緒となり、QE3実施の必要条件である「インフレ懸念の後退」を充たす可能性がある。但し、前述の通りトレンド指標は未だ高止まりしており、品目別にも大震災の反動による自動車の下落を除けば、9月に明確な低下を示した品目は衣服に留まる。9月のコアCPI鈍化が一時的な動きに過ぎず、インフレ沈静化にはなお時間を要するという逆の可能性も否定は出来ない。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高止まりによりインフレ期待が変化する可能性もある(実際、昨年デフレリスク後退にはインフレ期待が大きく影響した)。引き続きインフレ動向は慎重に見ておくべきだろう。

期待インフレ率の推移(%)



(出所)University of Michigan

【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	4.0				
実質GDP	2.5	2.3	0.4	1.3				
個人消費	2.6	3.6	2.1	0.7				
住宅投資	▲27.7	2.5	▲2.5	4.2				
設備投資	11.3	8.7	2.1	10.3				
政府支出	1.0	▲2.8	▲5.9	▲0.9				
輸出	10.0	7.8	7.9	3.6				
輸入	12.3	▲2.3	8.3	1.4				
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	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-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	3.9	0.1	0.1	▲0.0	
消費者信頼感	50.9	57.0	66.9	61.8	57.6	59.2	45.2	45.4
小売売上高	3.7	12.4	10.5	4.7	0.2	0.4	0.3	1.1
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.0	6.7	7.8	5.2	0.4	0.4	0.4	0.6
鉱工業生産	6.7	3.1	4.8	0.5	0.0	1.1	0.0	0.2
住宅着工件数(年率換算、千件)	584	539	582	572	615	615	572	658
中古住宅販売戸数	▲68.6	67.9	37.1	▲18.3	0.6	▲3.5	8.4	▲3.0
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	10.9	8.2	8.3	9.2	9.2	9.5	8.4	8.5
非国防資本財受注(除く航空機)	12.3	9.8	0.9	20.1	0.8	▲0.3	0.9	
民間非居住建設支出	▲11.3	11.8	▲20.6	24.9	4.6	0.3	0.2	
貿易収支(10億ドル)	▲131	▲119	▲140	▲145	▲52	▲46	▲46	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲147	▲139	▲151	▲142	▲50	▲46	▲47	
実質財輸出	11.9	10.2	7.2	3.5	▲3.4	4.7	▲0.7	
実質財輸入	13.8	▲0.7	16.3	▲5.6	▲0.7	0.2	0.2	
ISM製造業指数(四半期は平均)	55.2	57.9	61.1	56.4	55.3	50.9	50.6	51.6
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.5	55.9	58.8	53.6	53.3	52.7	53.3	53.0
失業率 (%)	9.6	9.6	8.9	9.1	9.2	9.1	9.1	9.1
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲46	139	166	97	20	127	57	103
民間雇用者数(前月差、千人)	104	146	191	138	75	173	42	137
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	1.9	2.3	1.8	1.9
消費者物価(前年比、%)	1.2	1.3	2.1	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9
コア消費者物価(前年比、%)	0.9	0.7	1.1	1.5	1.6	1.8	2.0	2.0
PCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.3	1.8	2.5	2.6	2.8	2.9	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.3	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	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	0.41	0.41	0.23	0.21
10年債利回り (%)	2.65	3.29	3.42	3.00	3.00	3.00	2.30	1.98
名目実効為替レート(1997/1=100)	101.5	99.8	96.9	95.3	95.3	94.6	95.2	98.0
ダウ工業株30種平均	10788	11578	12320	12414	12414	12143	11614	10913
S&P500株価指数	1141	1258	1326	1321	1321	1292	1219	1131

(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、伊藤忠商事調査情報部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。