

米国経済情報 2011 年 11 月号

Summary

【内 容】

1.トピックス

- (1)財政赤字削減を巡る政治的選択の行方
- (2)2012 大統領選挙を巡る動向

2.経済動向

- (1)7～9 月期の成長率は 2.0%
- (2)10～12 月期は底堅い？
- (3)雇用情勢：高度は低いが安定飛行に
- (4)個人消費：デレバレッジに変化？
- (5)住宅投資：大底には達したが...
- (6)企業部門：景況感に持ち直しの動き
- (7)貿易：7～9 月期は赤字が大幅に縮小
- (8)インフレ圧力が残る一方、デフレの足音も

3.金融政策

- (1)11 月 1～2 日の FOMC では現行政策を維持
- (2)FOMC 参加者の経済見通し
- (3)今後の金融政策展望

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

長期の財政赤字削減策を検討してきた特別委員会は、当初からの予想通り、やはり合意に達せず。このままでは 2013 年から歳出削減の自動安定化措置が発動。代替削減策の検討は、11 月の大統領選挙後まで先送り。寧ろ、2012 年の経済動向を左右する給与税減税などの延長が当面の焦点。

2012 年大統領選挙における共和党候補者は、未だ最有力候補がはっきりせず。足元の景気低迷は現職のオバマ大統領にとって逆風。しかし、議会運営の失敗に加え、有力候補の不在もあり、共和党候補の支持率も低迷し、11 月調査ではオバマ大統領に逆転を許す。大統領選挙の行方はいつになく不透明な状況。

7～9 月期の成長率は前期比年率 2.0%にとどまった。しかし、企業の在庫圧縮の影響が大きく、国内最終需要については 3%近くまで伸びが高まっており、2011 年前半に比べれば米国経済は明らかに改善。

10～12 月期は、個人消費の堅調推移と在庫投資の回復により、潜在成長ペース程度の 2.6%まで成長率が高まると予想。

米国経済の成長率予想は、2011 年 1.7%、2012 年 2.1%、2013 年 2.3%と据え置き。但し、予想の前提としている給与税減税延長が、民主党と共和党の政治対立により危うくなりつつある点は大きなリスク。

11 月の FOMC は、大方の予想通りに金融政策を据え置き。一方、コミュニケーション戦略の強化に関する議論は進展し、バーナンキ議長は具体策の検討を小委員会に対して要請。小委員会の検討結果を踏まえて、早ければ次回 12 月 13 日の FOMC にてコミュニケーション戦略の改善策が示され、2012 年 1 月の経済見通し公表をもって、擬似的なフレキシブル・インフレーション・ターゲットと見做せる仕組みが導入される可能性あり。追加緩和派は、コミュニケーション戦略の改善後にこそ追加緩和の効果が高まるとして、11 月 FOMC では具体的な緩和策提案を見送り。緩和派と目される NY 連銀ダドリー総裁の念頭には、追加緩和策として MBS 買入れがあると考えられるが、その量的緩和的側面を考えれば、タカ派の反対にあう可能性は否定できず。

1. トピックス

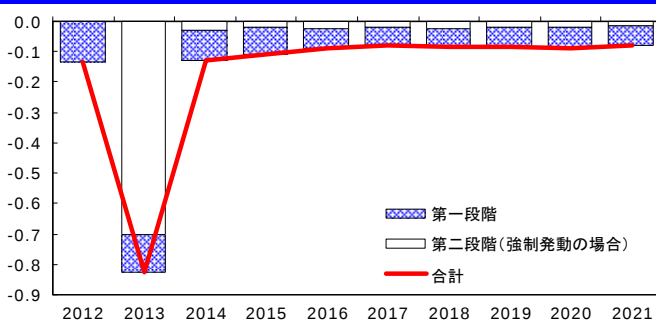
(1) 財政赤字削減を巡る政治的選択の行方

長期の財政赤字削減策を検討してきた超党派の債務特別委員会が、11月21日に合意に達せずと公表した。特別委員会の不合意は、同委員会が召集された時点から、筆者も含め、大方のエコノミストが想定していたものであり、驚くには値しない。イデオロギー対立を強める民主党と共和党が、2012年に大統領選挙及び議会選挙を控える中で、長期的な財政赤字削減策に合意することは、そもそも困難であった。

今回の不合意のまま、来年1月に長期的な財政赤字削減策を定める法案が両院の合意の下で成立しなければ、8月の「債務上限引き上げ法」に定められた自動安定化措置が発動、2013年から9年間で1.2兆ドルの歳出カットが強制される。なお、オバマ大統領は特別委員会の不合意を受けて、自動安定化措置の発動を妨げる動きには拒否権で対応する点を表明した。こうしたオバマ大統領の表明は、米国債の現行格付け維持のためには極めて重要である。自動安定化措置の発動を担保として、主要な格付け機関は、米国債の格付けを現行水準に維持している。

しかし、自動安定化措置は1.2兆ドルを9年間で均等に削減することから、初年度の2013年に極めて大きな歳出削減が生じ、景気への悪影響が大きい。そのため、オバマ大統領の表明とは裏腹に、実際には自動安定化措置に拠らないかたちでの財政赤字削減案を策定することこそが必要であり、かつ望ましい。但し、現在の深刻な政治対立を踏まえれば、その動きが本格化するのには、来年11月の大統領選挙後まで待たなければならない。裏を返せば、こうした事態を予め想定して、債務上限引き上げ法は、自動安定化措置の発動を2013年以降に定めているのである。

自動安定化措置による赤字削減の影響(名目GDP比、年度)



(出所)CBO資料等より当社試算。

一方、米国の財政においては、長期の財政赤字削減よりも差し迫った重要な問題がある。2011年末で期限切れとなる給与税減税や失業保険等の延長問題である。減税措置等が延長されなければ、名目GDP比で1.2%弱の負担増加(及び給付減少)が生じる。脆弱さが残る2012年の米国経済において、こうした財政面からの悪影響は何としても回避したい。しかし、特別委員会の副産物として、オバマ大統領及び民主党と共和党の間の非難合戦が更に激化している。この非難合戦が12月も継続し、減税措置が延長されず、実質増税となるリスクには、十分な配慮が必要であろう。欧州のリセッション入りが確実視される中で、米国経済も落ち込むこととなれば、世界経済にとっては極めて深刻な問題となる。

(2) 2012 大統領選挙を巡る動向

米国にとって、2012年は4年に一度の選挙の年である。11月6日には、最大の焦点である大統領選挙のみならず、上院(3分の1が改選)と下院(全議席)の選挙、更に幾つかの州知事選挙も実施される。夏場には、一部でオバマ降ろしの声もあがったが、民主党は現職のオバマ大統領が二期目を目

指す。一方、共和党については、未だ最有力候補が定まっていない。8月にペリー・テキサス州知事が、7月まで優勢だったロムニー・前マサチューセッツ州知事を抑えて一躍トップに躍り出たが、討論会での失策などが響き10月に急失速した。代わって、実業家のケイン氏が急浮上したが、スキャンダル問題などにより、最新調査では支持率を下げている。最新調査では、保守派の重鎮としての安定感からGINGRICH・元下院議長が支持率を高め、ロムニー氏とほぼ並んでいる。9月までは月替わりでトップ候補が変わっていたが、11月は週替わりとも言える状況である。また、トップ候補も支持率が20%程度にとどまっており、共和党の大統領候補を選出する党员集会及び予備選が1月3日から始まるにも関わらず、共和党員は真剣な検討に入ることさえ出来ない状況と言える。

景気低迷の下で、オバマ大統領は低支持率に喘いでおり、2012年大統領選挙に関する最新調査での支持率は43%にとどまる。しかし、議会運営などでの失策がたたリ、共和党候補者に対する支持率も低い。それでも、9・10月はオバマ大統領を8ポイントリードしていたが、11月調査では追いつかれ、逆に1ポイントのリードを許している。正直なところ、現時点で2012年大統領選挙を見通すことは極めて難しい。景気低迷の逆風がオバマ

大統領にとって致命傷になるとの見方がある一方で、未だ候補が定まらない共和党では、手堅く選挙戦を運営するオバマ大統領には勝てないとの見方も有力である。

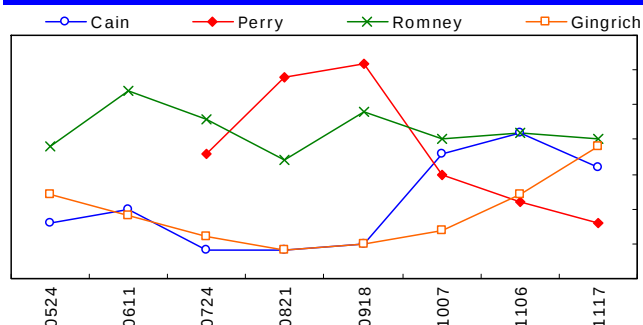
2012年大統領選挙を考える上では、3つのポイントがある。まず第一は、米国民にとって何よりも雇用が重要という点である。Gallup調査によれば、最大の関心事として、雇用と経済を挙げる米国民が圧倒的に多い。前述の通り、景気低迷は、現職のオバマ大統領に逆風である。しかし、ペースは緩慢ながらも、方向として景気が回復へ向かう一方、オバマ大統領が提示した雇用法案への反対が示すように共和党政権が雇用や経済にプラスであるとも言えない。

第二は、共和党がティーパーティー候補で大統領選挙を戦うのか否かという点である。ペリー・テキサス州知事の急浮上が示すように、主張がシンプルで、アピール性の強いティーパーティー候補は、対オバマ大統領という観点では有利に働く可能性がある。しかし、米国民の中間派から広い支持を獲得することは難しいだろう。足元でのGINGRICH・元下院議長の急浮上は、ティーパーティー候補に失望した共和党・保守派からの支持の高まりが原動力と考えられる。

スケジュール

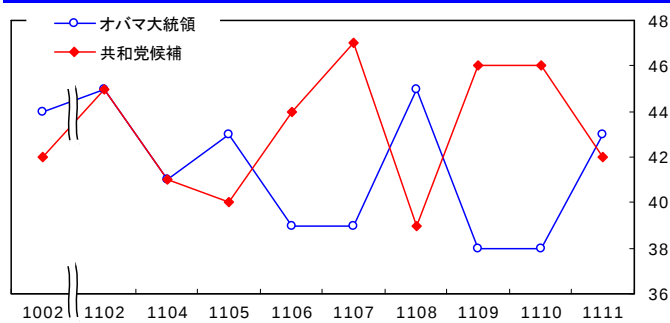
01/03 アイオワ州共和党員集会
01/10 ニューハンプシャー州共和党予備選
01/21 サウスカロライナ州共和党予備選
01/31 フロリダ州共和党予備選
.
.
.
03/06 スーパーチューズデー(予備選・党员集会が集中)
08/27-30 フロリダ州タンパで共和党全国大会
09/03-06 ノースカロライナ州シャーロットで民主党全国大会
11/06 大統領選投票日

共和党員の共和党候補者に対する支持率(%)



(出所)Gallup

2012年大統領選支持率(%)



(出所)Gallup

第三は、財政再建に向けた方策である。(1)で触れた債務特別委員会の不都合が示すように、財政赤字削減を巡って、民主党と共和党のイデオロギー対立は極めて厳しい。民主党が、現職のオバマ大統領による歳出削減と歳入増加を組み合わせたバランス重視の政策を掲げる一方、共和党は基本的に全ての増税に反対のスタンスを示している。しかし、共和党の掲げるような過度の歳出削減は非現実的であろう。

2. 経済動向

(1) 7～9 月期の成長率は 2.0%

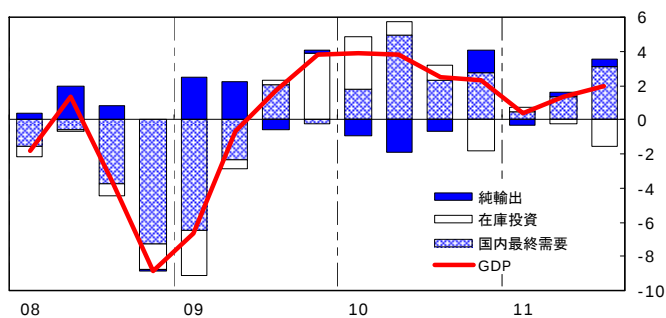
米国経済は 7～9 月期に前期比年率 2.0%で成長した（一次推計の 2.5%から下方修正）。1～3 月期の 0.4%や 4～6 月期の 1.3%は上回るが、失業率低下にはもの足りない低成長にとどまる。但し、7～9 月期の低成長は、内外の財政問題や金融市場の混乱を受けて、企業が在庫投資に対して慎重になった影響が大きい。在庫投資の成長率に対する寄与度は▲1.55%Pt に達しており、国内最終需要の伸びは 1～3 月期 0.3%、4～6 月期 1.4%が 7～9 月期は 2.9%まで高まっている。それでも十分とはいえないが、2011 年前半とは様相が大きく異なる。

需要項目別動向を見ると、一時的要因（エネルギー価格などの上昇、自動車の供給制約）の緩和により個人消費が大きく伸びを高め（4～6 月期 0.7%→7～9 月期 2.3%）、設備投資は引き続き堅調に推移（10.3%→14.8%）、また相対的な海外需要の強さとドル安を背景に輸出は底堅く推移している（3.6%→4.3%）¹。

(2) 10～12 月期は底堅い？

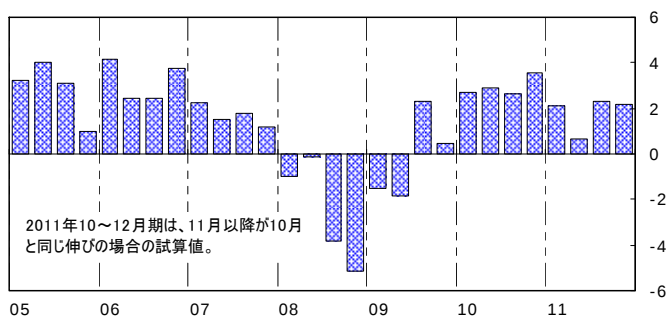
足元の 10～12 月期については、明るい材料が増えている。何よりも、個人消費が底堅い。10 月はサービス消費が前月比横ばいと低調に推移したため、個人消費支出全体も前月比 0.1%（9 月 0.5%）まで減速したものの、10 月の水準は 7～9 月期を

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



（出所）CEIC Data

個人消費支出（前期比年率、%）



（出所）CEIC Data

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比,%,%Pt	2010 実績	2011 予想	2012 予想	2013 予想
実質GDP	3.0	1.7	2.1	2.3
個人消費	2.0	2.3	1.7	2.1
住宅投資	▲4.3	▲1.9	3.4	6.4
設備投資	4.4	8.8	9.6	6.9
在庫投資(寄与度)	(1.6)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)
政府支出	0.7	▲2.1	▲2.5	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
輸出	11.3	6.6	4.8	6.9
輸入	12.5	4.8	2.5	3.9
名目GDP	4.2	3.9	3.6	3.8
失業率	9.6	9.0	8.9	8.5
(Q4)	9.6	9.0	8.9	8.4
雇用者数(月変化、千人)	78	123	107	150
経常収支(10億ドル)	▲471	▲454	▲410	▲385
(名目GDP比,%)	▲3.2	▲3.0	▲2.6	▲2.4
貯蓄率(%)	5.3	4.3	3.5	2.4
PCEデフレーター	1.8	2.5	1.6	1.7
コアPCEデフレーター	1.4	1.5	1.7	1.7
(Q4/Q4)	1.0	1.9	1.6	1.7
消費者物価	1.6	3.2	1.7	1.7
コア消費者物価	1.0	1.6	1.7	1.7

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

¹ 詳細は 10 月 28 日付 Economic Monitor「米国経済は 7～9 月期にリバウンドも先行きの懸念は消えず」及び 11 月 24 日付 Economic Monitor「米国の 7～9 月期成長率は年率 2.0%に下方修正」を参照。

年率換算で 1.8%も上回っている。11 月以降も、10 月と同じ 0.1%の増加率が続くと仮定すれば、10～12 月期の個人消費支出は前期比年率 2.2%と 7～9 月期並みの伸びを確保することになる。設備投資については、先行指標である非国防資本財受注が 10 月は低調であったが、11 月には設備投資意欲の持ち直しが示されており、過度の懸念は不要と考えられる。また、落ち込んでいた企業マインドに改善の動きが見られる点も、サポート材料である。週次の失業保険申請件数も 8～9 月の 42 万件程度から 10 月は 40 万件程度に、11 月は 39 万件台まで減少しており、雇用情勢も改善傾向を維持している。

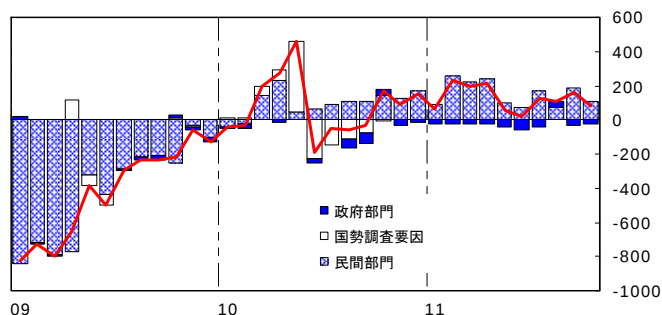
こうした国内最終需要の堅調推移と、7～9 月期に落ち込んだ在庫投資の回復が、欧州経済の低迷などを受けた輸出減速を補い、10～12 月期の米国経済は潜在成長ペース近傍の成長を確保する可能性が高い。現時点で、当社は 10～12 月期の成長率を前期比年率 2.6%と予想する。なお、暦年の成長率予想は、従来から不変の 2011 年 1.7%、2012 年 2.1%、2013 年 2.3%である。

(3) 雇用情勢：高度は低いが安定飛行に

米国の非農業部門雇用者数（NFP：Non-Farm Payroll）は、10 月に前月差+8.0 万人と増勢を維持した。9～10 万人程度を見込む市場コンセンサスは若干下回り、また一桁台の伸びは 4 ヶ月ぶりでもある。但し、8 月が+5.7 万人から+10.4 万人へ、9 月も+10.3 万人から+15.8 万人へいずれも大幅に上方修正、2 ヶ月でトータル 10.2 万人も上振れしている。こうした遡及改訂を加味すれば、10 月のNFPは寧ろ市場コンセンサスより強めであり、底堅く推移したと言える²。

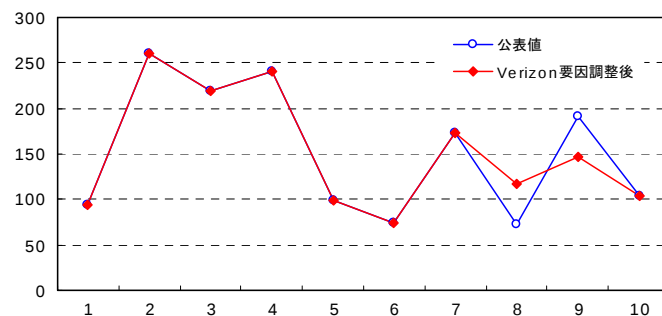
民間雇用者数は 8 月前月差+7.2 万人（修正前+4.2 万人）、9 月+19.1 万人（同+13.7 万人）の後、10 月は+10.4 万人と 2 ヶ月連続で二桁増加を確保した。Verizon によるストの影響を控除したベースでは 8 月+11.7 万人、9 月+14.6 万人、10 月+10.4 万人と 7 月を含め 10 月まで 4 ヶ月連続で二桁増加を確保している。失業率を明確に押し下げるには、民間雇用者について少なくとも 20 万人超の安定的な雇用増加が必要であり、現在の雇用回復は未だ不十分と言わざるを得ない。しかし、失業保険申請件数が 40 万件を割り込んできている点なども踏まえれば、5～6 月データが示した雇用失速とは様相が明らかに異なっている。民間雇用者数は低空飛行ながらも安定的に増加して

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



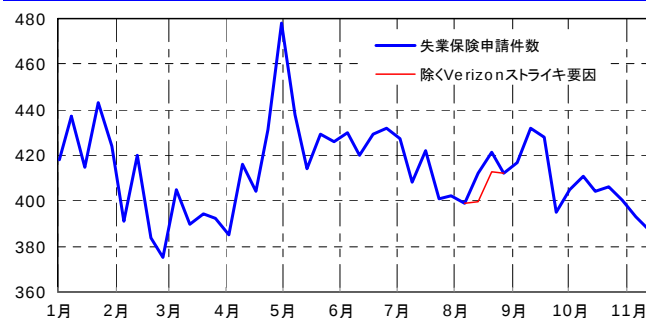
(出所) U.S. Department of Labor

民間雇用者数の推移（前月差、千人）



(出所) U.S. Department of Labor

2011年の失業保険申請件数推移（季調値、千人）

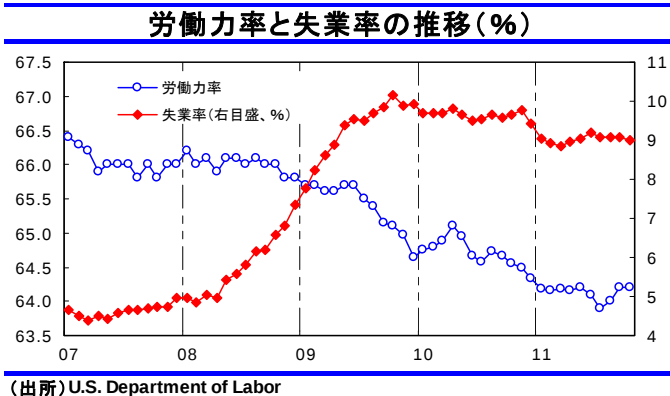


(出所) U.S. Department of Labor

² 詳細は 11 月 7 日付 Economic Monitor「高度は低い安定飛行に（10 月の米雇用統計）」を参照。

いると判断できる。

10 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▲1.0 万人（9 月+2.9 万人）と再び減少に転じた。8 月以降はゼロを挟んで一進一退の推移である。一方、サービス部門は+11.4 万人（9 月+16.2 万人）と前述の Verizon の影響を除いたベースで考えれば、4 ヶ月連続の二桁増加を確保し、底堅く推移している。



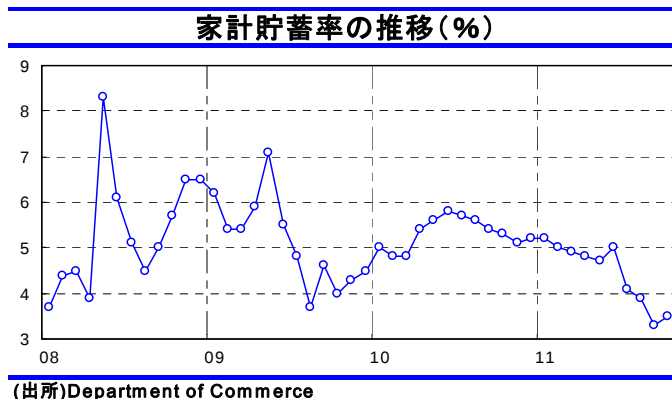
家計調査から算出される失業率は 10 月が 9.0%（小数点以下 3 桁では 9.012%）と 9 月の 9.1%（同 9.085%）から低下した。低下は 5 ヶ月ぶりである。内訳を見ると雇用者数が前月差+27.7 万人（9 月+39.8 万人）と 3 ヶ月連続で増加、失業者数は▲9.5 万人（9 月+2.5 万人）と低下へ転じている。雇用者数増加と失業者数減少から、10 月は雇用情勢の改善が、失業率に低下へ結びついたと素直に判断して良いだろう。なお、労働参加率（労働力人口／人口）は 10 月こそ 64.2%と 9 月から変わらずだったが、7 月 63.9%をボトムとして持ち直しつつある（7 月 63.9%→8 月 64.0%→9 月 64.2%→10 月 64.2%）。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。

(4) 個人消費：デレバレッジに変化？

個人消費は 4～6 月期に前期比年率 0.7%と低迷した後、4～6 月期の押し下げに寄与したエネルギー価格の上昇やと東日本大震災に起因した自動車の供給制約が緩和されたことを受けて、7～9 月期には 2.3%まで持ち直した。上述したように、10～12 月期も底堅く推移しており、7～9 月期並みの伸びが期待される。

個人消費の先行きについては二つの重要なポイントがある。一つは、給与税減税等の延長問題である。トピックスで述べたように、11 月 21 日に宣言された政府債務に関する超党派特別委員会の不合意は予想通りだが、不合意が民主党と共和党の非難合戦に拍車をかけている点は大きな問題である。こうした非難合戦が続き、2011 年末に期限切れとなる給与税減税と失業保険の延長が行われなければ、2012 年の個人消費にとって大きなマイナスとなる（給与税減税の終了だけで可処分所得を 1.0%Pt 程度押し下げ）。オバマ大統領は、改めて共和党に対し減税措置等の延長を求め、また当社も延長をメイシンナリオに据えてはいるが、情勢は厳しさを増していると言わざるを得ない。

もう一つのポイントは、家計のデレバレッジの動向である。既に 11 月 9 日付け Economic Monitor「米国家計の貯蓄率低下に関するサブシナリオ」で示したが、家計の債務圧縮行動に変化が生じてきた可能性がある。10 月の貯蓄率は 3.5%と、9 月の 3.3%からは上昇したものの、引き続き低位に留まり、3 ヶ月連続で 4%を下回った。もちろん、



ラチェット効果による消費水準維持のために、可処分所得の伸び悩みを貯蓄抑制で補っているという側面はあるだろう。しかし、3ヶ月連続の4%割れは、そもそも債務返済のための高水準の貯蓄が必要ではなくなりつつある可能性も提起している（GDP統計上の貯蓄は債務返済を含む）。少なくとも、大幅なディスカウントにより価格面で魅力の大きい、今週末の11月25日から始まるホリデーシーズンの消費支出に関しては、デレバレッジが制約要因にはならない可能性が高いと考えられる。こうした動きは、当社が10～12月期について成長率予想を引き上げた理由の一つでもある。

個人消費について指摘した二つのポイントは、影響が相反する。但し、前者の減税等の財政要因は所得変動やマインドへの影響を通じて、後者のデレバレッジ動向を左右する一方、その逆はありえない。そのため、足元の10～12月期は別として、2012年以降の個人消費を考える上では、下振れ方向に寄与する減税等の延長問題をやはり重視する必要がある。個人消費に関して見通しが明るくなったと論じるには、まだまだ障害が多い。

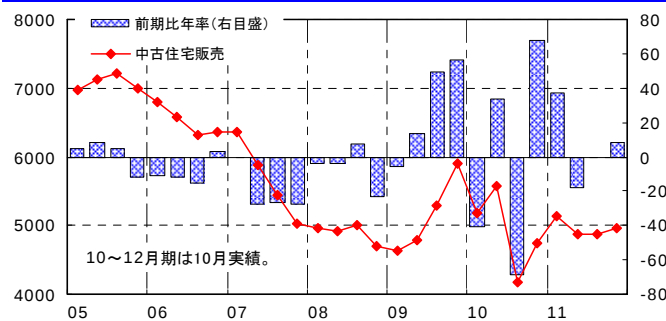
(5) 住宅投資：大底には達したが・・・

住宅投資は7～9月期に前期比年率1.6%（4～6月期4.2%）と2四半期連続で増加したが、10月の住宅関連データも良好なものが目立つ。当社は、従来から米国の住宅市場が大底に達しつつあると判断を示してきたが、その判断を裏付ける動きである。

まず、米国の住宅販売の9割超を占める中古住宅販売は、10月に前月比1.4%（9月▲3.2%）と増加に転じた。10月の水準は7～9月期を年率換算で7.9%上回っており、中古住宅販売は3四半期ぶりの増加が見込まれる。在庫率も8.2ヶ月³（9月8.3ヶ月）と、住宅取得者等を対象とした税額控除措置⁴で販売が膨らんだ2010年春以来の水準まで低下している。10月の新築住宅販売は執筆時点で未公表だが、全米ホームビルダー協会（NAHB）による景況感指数が11月に2010年5月以来となる20まで改善、また住宅着工も10月が7～9月期平均を年率で12.3%上回っていることを踏まえれば、大幅な悪化は見込まれない。

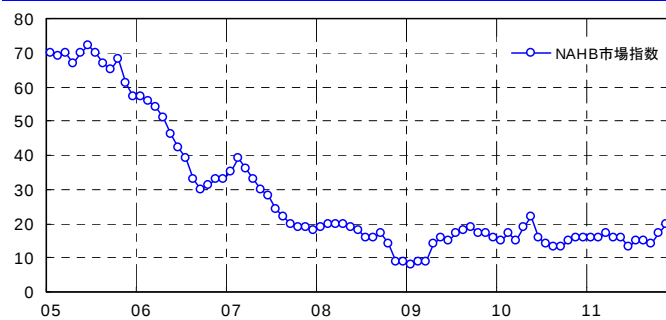
しかし、住宅市場が明確な反発に転じるにはまだ時間を要しよう。現在の住宅市場が、大きく分けて、二つの要因により回復を阻害されているためである。第一は、雇用所得環境の改善が遅れる下での、家計の住宅購入意欲低下である。自らの雇用所得環境の先行きに自身が持てず、加えて購入後の住宅資産が目減りする可能性が高い下で、住宅購入に踏み切る家計は少数に留

中古住宅販売（年率換算、千戸、%）



(出所)NAR

NAHB市場指数



(出所)NAHB

³ 当社試算の季節調整値。公表されている原系列では9月8.3ヶ月、10月8.0ヶ月。

⁴ 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。

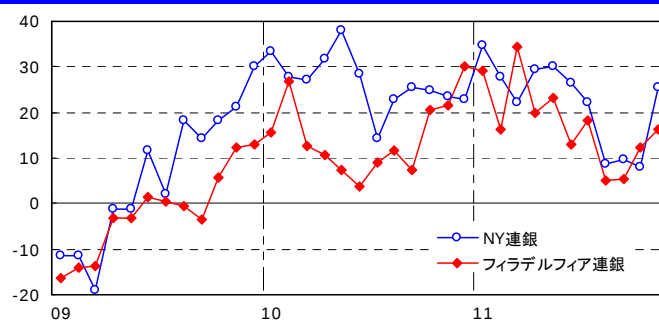
まる。第二は、潜在的な需給悪化要因の存在である。前述の通り、中古住宅の在庫率は低下しつつあるが、金融機関側の差し押さえて続き等の最中で未だ中古住宅市場に流入していない隠れ在庫（Shadow Inventory）を加えれば、在庫率は12ヶ月に達する。住宅市場が「需給改善→住宅価格下げ止まり→住宅需要増加→価格上昇及び販売・着工増加」という正の循環に繋がるまでには長い時間を要すると考えられる。

(6) 企業部門：景況感に持ち直しの動き

企業景況感を示す代表的な指標であるISM指数は、10月に製造業が50.8、非製造業も52.9と今回の景気回復局面での最低水準近くまで低下した。しかし、既に公表されている地区別景況感指数の11月分データには持ち直しの動きが見られる。NY連銀調査の製造業景況感指数は11月に0.6と6ヶ月ぶりに中立水準であるゼロを上回り、先行き判断は39.0と5月以来の水準まで上昇した。フィラデルフィア連銀調査の製造業景況感指数は11月に3.6と10月8.7から小幅低下したものの、2ヶ月連続で中立水準のゼロ超を確保し、やはり先行きは41.9と2月以来の高水準を記録している。景況感は持ち直しつつあると判断できよう。

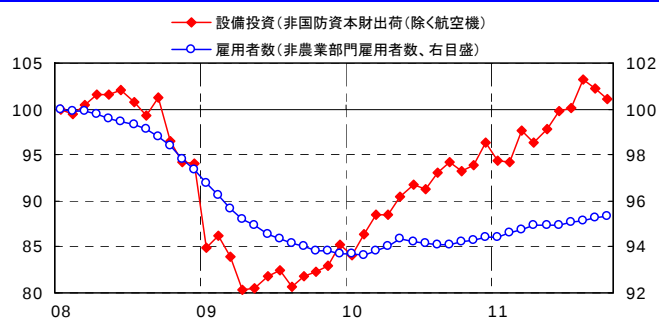
マインドと異なり、企業関連の実体指標は夏場に停滞することなく推移してきた。10月の製造業生産は前月比0.5%（9月0.3%）と4ヶ月連続で拡大、10月水準は7～9月期平均を年率換算で既に3.1%上回っている（7～9月期前期比年率4.3%）。設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は7～9月期に前期比年率7.3%（4～6月期20.1%）と9四半期連続で増加した後、10月は前月比▲1.8%と減少した。しかし、前掲の景況感指数において設備投資意欲が持ち直していることなどを踏まえれば、過度の懸念は不要であろう。当社では、ミスマッチ拡大により企業ニーズに即応した雇用を確保出来ない雇用市場動向と先行きの景気に対する不透明感を受けて、企業が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ると考えており、今後も設備投資は相対的に底固く推移すると考えている。

先行きの設備投資見通し（中立＝ゼロ）



（出所）CEIC

企業は雇用より投資を選好（2008年1月=100）



（出所）CEIC

(7) 貿易：7～9月期は赤字が大幅に縮小

米国の9月実質財輸出は前月比1.4%と2ヶ月ぶりに増加（8月▲0.7%）した。7月の4.8%もの大幅増加もあり、7～9月期は前期比年率8.0%へ増勢が加速している（4～6月期3.6%）。一方、9月の実質財輸入は前月比0.3%（8月▲0.1%）と横ばい推移が継続し、7～9月期でも前期比年率1.7%（4～6月期▲5.7%）と小幅の増加に留まった。その結果、7～9月期の実質財貿易赤字は前期比年率10.8%

縮小した。名目ベース（経常収支ベース）で見ても、貿易赤字は7～9月期に27.8%も縮小している。

夏場までのドル安進行が、価格競争力を高め、7～9月期まで米国の輸出は堅調に推移している。欧州ソブリン問題を受けたリスクオフの動きから、ドル安傾向は足元で反転しているが、それでも足元の名目実効ドルレートは前年並みに留まり、輸出に大きな悪影響を及ぼす程ではない。しかし、10～12月期以降は世界経済、とりわけ欧州経済減速の悪影響が顕在化してくる可能性が高いため注意が必要と言える。

7～9月期の名目輸出を仕向け地別に見ると（当社試算の季調値）、4～6月期に前期比年率▲1.1%と落ち込んでいた環太平洋向けが14.8%に反転したことに加え、中南米向けが18.3%（4～6月期7.8%）と加速したのが目立つ。一方、北米（4～6月期12.6%→7～9月期9.9%）やユーロ圏（19.4%→9.0%）は増勢こそ維持したものの、減速した。なお、環太平洋向けでは日本向けや韓国向けが減少した一方、中国向けが大幅に増加している。

7～9月期の実質輸入を財別に見ると、日本のサプライチェーン復旧を反映し、自動車等が前期比年率69.2%（4～6月期▲37.4%）と回復したのが目立つ。しかし、消費財は▲11.6%（4～6月期5.3%）と減少に転じ、資本財も0.9%（4～6月期16.1%）とほぼ横ばいに留まり、輸入全体の伸びを抑制した。

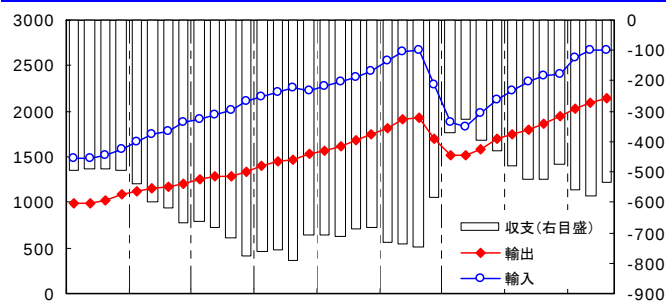
(8) インフレ圧力が残る一方、デフレの足音も

米国の10月ヘッドラインCPI（総合CPI）は前月比▲0.1%（9月0.3%）と4ヶ月ぶりに下落した。非コア品目の押し下げ、つまりは①飲食料品の9月0.4%から10月0.1%への減速と②エネルギー価格が9月2.0%から10月▲2.0%へ下落に転じたことが寄与している。一方、10月のコアCPI（除く食料及びエネルギー）は9月と変わらずの前月比0.1%だった。5～8月の0.2～0.3%に比べれば、伸びは鈍化しているが、ヘッドラインほど急な動きではない。また、小数点第二位まで見ると、9月0.05%が10月は0.14%へ若干加速してもいる。

CPIの内訳を見ると、東日本大震災に伴う供給制約の解消を受けて自動車価格が前月比▲0.4%（9月▲0.2%）と2ヶ月連続で下落したことや、衣服の上昇ペース鈍化が、9～10月におけるコアCPIの伸び鈍化に繋がっている。

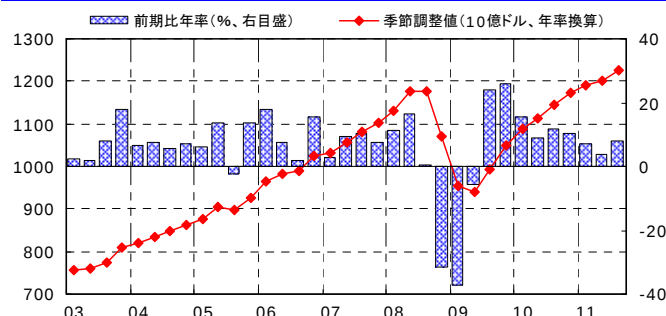
インフレの基調的な動きを考えるために、トレンド指標を見ると、刈り込み平均CPIこそ前月

名目貿易収支の推移(10億ドル)



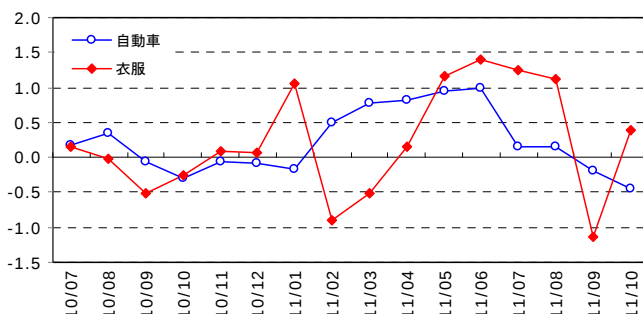
(出所)US Census Bureau

実質財輸出の推移



(出所)US Census Bureau

自動車及び衣服の価格推移(前月比、%)



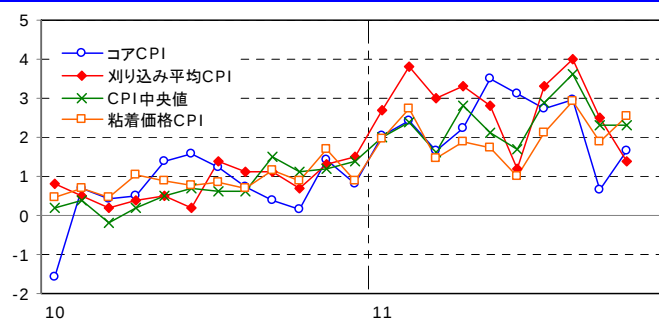
(出所)BLS

比年率 1.4% (9 月 2.5%) へ低下したものの、CPI 中央値は 2.3% で 9 月と変わらず、粘着価格 CPI に至っては 2.5% (9 月 1.9%) へ若干だが伸びが高まった。ヘッドライン CPI やコア CPI と同様に、トレンド指標もピークアウトしつつあるが、低下基調にまでは転じておらず、未だインフレリスクへの注意が必要なことを示唆している。少なくとも、トレンド指標は、デフレリスクの高まりは示していない。

但し、中期的なインフレ動向を大きく左右する「期待」は、異なる動きを示している。まず、インフレ連動債等から算出される 10 年の期待インフレ率 (BEI、ブレイクイーブンインフレ率) は 7 月まで 2.2% を超えていたが、9 月に 1.8% 割れまで急低下した。その後、Fed による追加緩和を受けて 10 月に 2% 台を回復したが、11 月に入り再び 2% を割り込み、直近は 1.9% 近くまで低下している。ミシガン大調査による消費者の 5 年期待インフレ率も 11 月確報で 2.7% (速報 2.6%) と、昨年デフレリスクが懸念された水準に並び、またリーマンショック直後の 2009 年 3 月に記録した 2.6% に接近している。市場の動きに連動する BEI はボラティルなため割り引いて考える必要があるが、ミシガン大調査の期待インフレ率下落は無視できない。インフレ期待の観点からは、デフレへの警戒も必要になりつつあると言えるだろう。

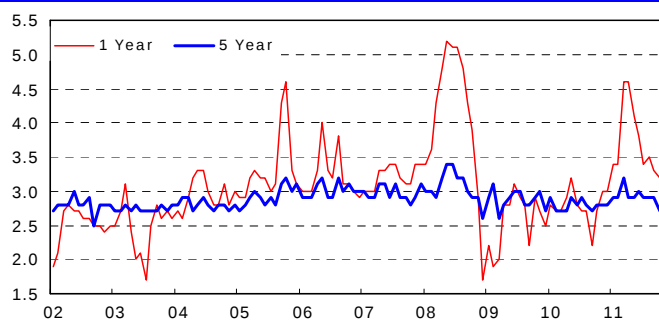
CPI を前年比で見ると、ヘッドライン CPI は 10 月が 3.5% と 9 月 3.9% からは低下したものの高止まりが続き、コアは 2.1% (9 月 2.0%) と寧ろ若干伸びを高めた。ヘッドライン、コア共に 8 月までの上昇によるベース効果が寄与し、前年比は当面高止まりが続くものの、来年 3 月頃には沈静化が明確となる見込みである。その時点でも、期待インフレ率が低水準のままで推移し、かつクリスマス商戦の低迷や雇用再失速などにより景気の二番底が再び懸念されるようであれば、金融政策においてデフレリスクへの対処、つまりは QE3 の実施が現実味を帯びてくる可能性が高い。

CPIのトレンド指標推移 (前月比年率%)



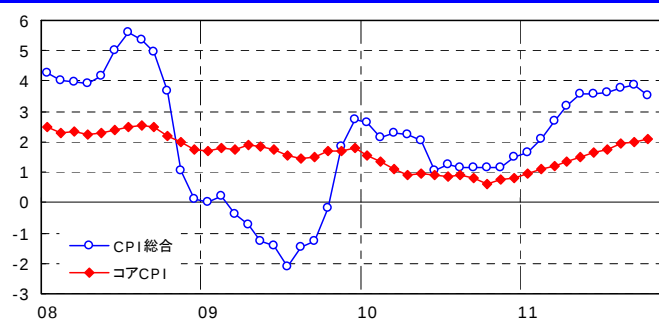
(出所)CEIC Data

期待インフレ率の推移 (%)



(出所)University of Michigan

CPIの総合とコア (前年比、%)



(出所)Department of Labor

3. 金融政策

Fedは11月1～2日にFOMCを開催し、現行の金融政策の維持を決めた。また、1年に4度⁵の経済見通しも公表し、成長率予想⁶を2012年について3.5%（中心値、レンジは3.3～3.7%）から2.7%（2.5～2.9%）へ、2013年も3.9%（3.5～4.2%）から3.3%（3.0～3.5%）へ大幅に引き下げている。FOMC後の記者会見ではバーナンキ議長が追加緩和に前向きなニュアンスを滲ませ、特に、一部理事から提案が為されているMBS購入について理解を示した。以下、FOMCの決定と経済見通しについて、順を追って見ていく⁷。

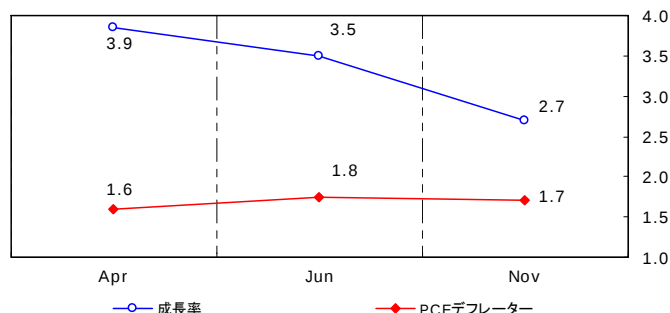
(1) 11月1～2日のFOMCでは現行政策を維持

FOMCでは現行政策が大方の予想通りに維持された。すなわち、①FF金利誘導目標の0～0.25%、②2013年半ばまで政策金利を現行水準に維持する可能性が高いとする時間軸文言⁸、③エージェンシー債及びMBSの償還元本のMBSへの、国債償還元本の国債への再投資、④ツイストオペ（The Maturity Extension Program）はいずれも9月FOMCにおける方針から変更はない。ただし、8月及び9月のFOMCではタカ派3名が反対票を投じていたが、今回はハト派のシカゴ連銀エバンス総裁が追加緩和を求めて反対票を投じるという構図の変化があった。逆に、金融政策は現状維持のため、タカ派の反対票はない。広く知られているように、エバンス総裁は具体的な緩和策、すなわち、1)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、2)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、を講演などで既に提案している。今回の反対票は、そうした従来からの主張と整合的なかたちで投じられたと言える。

(2) FOMC参加者の経済見通し

経済見通しは、前回6月時点から、大きく引き下げられた。レンジの中央値ベースで比較すると、まず成長率が2011年1.7%（6月時点2.8%）、2012年2.7%（同3.5%）、2013年3.3%（同3.9%）への大幅下方修正である。ただし、6月通しとの比較においては、二つの留意点がある。第一は、7月末の4～6月期成長率一次推計発表と同時に行われたGDP統計の大幅な下方改訂、いわゆるGDPショックの影響である。2011年1～3月期の成長率が1.9%から0.4%へ下方改訂されるなど、大幅な修正が施された。FOMC参加者の2011年成長率見通し下方修正の少なくとも半分程度は、この要因によるものと考えられる。第二は、見通し下方修正の公表は11月だが、実際の下方修正は8月のFOMC、遅くとも9月のFOMC時点で既に行われていたと判断すべき点である。FOMC参加者見通しの集計が8月や9月にあえて行われたかは不明だが、その時点で経済認識が大幅に下方修正さ

2012年に関するFOMC予想（レンジの中央値推移）



（出所）Fed

⁵ 公表は1、4、6、11月。その後に議長が記者会見を行う。

⁶ FOMCの見通しは成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比、失業率は最終四半期である点に留意。

⁷ 詳細は11月4日付 Economic Monitor「FOMCは将来の追加緩和に含みを残しつつ現状維持」を参照。

⁸ 「2013年半ばまで、FF金利を異例な低水準に維持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)」

れていたことは FOMC の議事要旨などから容易に確認できる。従って、今回の下方修正された経済見通しは、8月及び9月の FOMC の政策決定に既に反映されていると解釈すべきである。

今回示された 2012 年 2.7%成長予想は、2012 年に毎四半期 2.7%程度の成長を見込むのに概ね等しい⁹。潜在成長に概ね同値と解釈される「長期予想 (Longer run projections)」が 2.6%であることも踏まえれば、FOMC参加者は 2012 年について概ね潜在成長ペースでの成長を見込んでいると言えるだろう。2013 年以降は潜在成長率を上回る 3%超の成長見通しが示されており (2013 年 3.3%→2014 年 3.5%)、ステートメントに示されたリスク重視から慎重姿勢はもちろん読み取れるものの、金融緩和策などの効果により 2013 年以降は高めの成長を見込む楽観的なシナリオと解釈できる。

成長見通しが、慎重ながらも楽観である一方、経済に大幅なスラックが存在するために、失業率見通しは極めて厳しいものとなっている。FOMC 参加者の失業率見通しは 2011 年が 9.1%(6 月時点 8.8%)、2012 年は 8.6% (同 8.0%)、2013 年は 8.0% (同 7.3%)、2014 年 7.3%である。2013 年の最終四半期時点でも 8%を超える失業率見通しを踏まえ、エバンス総裁は追加緩和を求め、反対票を投じたのだと推測される。失業率見通しにおいて、もう一つ重要なのは「長期予想 (Longer run projections)」の中心傾向値のレンジ拡大であり、6 月の 5.2～5.6%が、11 月には 5.2～6.0%と下限は変わらず、上限のみが上昇している。但し、FOMC 参加者全員のレンジは 5.0～6.0%で 6 月も 11 月も変わらない。中心傾向値は上下各々 3 名を除いた値であるため、少なくとも失業率の長期予想を 6%とする FOMC 参加者が 11 月時点で 4 名は存在することになる。スキルミスマッチなどを踏まえ、構造的な失業率と考える水準を引き上げる FOMC 参加者が増加している模様である。

インフレ見通し (PCE デフレーター) は、足元の 2011 年こそ上方修正されたものの (6 月時点 2.4%

FOMC参加者の11月見通し

(%)	2011	2012	2013	2014	Longer run
成長率	1.6 ~ 1.7	2.5 ~ 2.9	3.0 ~ 3.5	3.0 ~ 3.9	2.4 ~ 2.7
6月見通し	2.7 ~ 2.9	3.3 ~ 3.7	3.5 ~ 4.2	-	2.5 ~ 2.8
4月見通し	3.1 ~ 3.3	3.5 ~ 4.2	3.5 ~ 4.3	-	2.5 ~ 2.8
失業率	9.0 ~ 9.1	8.5 ~ 8.7	7.8 ~ 8.2	6.8 ~ 7.7	5.2 ~ 6.0
6月見通し	8.6 ~ 8.9	7.8 ~ 8.2	7.0 ~ 7.5	-	5.2 ~ 5.6
4月見通し	8.4 ~ 8.7	7.6 ~ 7.9	6.8 ~ 7.2	-	5.2 ~ 5.6
PCEデフレーター	2.7 ~ 2.9	1.4 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
6月見通し	2.3 ~ 2.5	1.5 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	-	1.7 ~ 2.0
4月見通し	2.1 ~ 2.8	1.2 ~ 2.0	1.4 ~ 2.0	-	1.7 ~ 2.0
コアPCEデフレーター	1.8 ~ 1.9	1.5 ~ 2.0	1.4 ~ 1.9	1.5 ~ 2.0	-
6月見通し	1.5 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	1.4 ~ 2.0	-	-
4月見通し	1.3 ~ 1.6	1.3 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	-	-

(出所) Fed

(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比。失業率は最終四半期。

⁹ 見通し公表時点の GDP 一次推計データについて、2011 年 10～12 月期を 7～9 月期と同じ 2.5%成長とした上で、2012 年の各四半期を 2.7%成長とすると 2012 年 10～12 月期は前年比 2.7%と試算される。

→11月時点 2.8%)、2012年 1.7% (6月時点 1.8%)、2013年 1.8% (同 1.8%) はほぼ据え置かれた。現時点で FOMC 参加者の多くはデフレリスクが高まっているとは考えておらず、故に QE3 実施には未だ距離があると言えるだろう。

(3) 今後の金融政策展望

11月22日に開催された11月1～2日のFOMC議事要旨¹⁰では、コミュニケーション戦略に関する議論の進展等が明らかとなった。そうした進展を踏まえれば、今後、FOMCにおいて、擬似的なフレキシブル・インフレーション・ターゲット¹¹と見做せる仕組みが導入される可能性を指摘できる。

インフレ目標については、デュアルマンドートのもう一方である「雇用の最大化」の軽視と捉えられない方策が施されれば公表が可能との議論が見られ、また FOMC の金融政策アプローチの公開については、過半の FOMC 参加者が前向きである。こうした議論を踏まえ、バーナンキ議長が、小委員会に対し、1)FOMC の長期目標や金融政策戦略に関する文書公開の検討と 2)年 4 回公表している見通しに参加者の適切な金融政策に関する評価に関する情報を盛り込む検討を要請した。Fed 批判を強める議会との関係があるため明示的なインフレ目標の導入は難しいが、早ければ、12月13日の FOMC において何らかのコミュニケーション戦略の改善策が示され、2012年1月の経済見通し (the Summary of Economic Projections) 公表をもって、擬似的なフレキシブル・インフレーション・ターゲットと見做せる仕組みが導入される可能性は低いだろう。

シカゴ連銀のエバンス総裁が提案している緩和策 (1.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、2.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) に関しては、失業率部分について抵抗が大きい模様である。また米国のエコノミスト業界で議論が盛り上がっていた名目 GDP 目標などについては、実務的には無理があると言うのが FOMC 参加者の結論であった。

加えて、追加緩和派が、コミュニケーション戦略の強化後に、追加緩和策の具体的な提案に踏み切る可能性もある。議事要旨に基づけば、NY連銀のダドリー総裁等と目される追加緩和派は、現在の経済見通し (11月2日時点の見通し) が既に追加的な金融緩和を正当化すると主張した上で、今後のコミュニケーション改善に向けた取り組みをすすめる中で追加緩和を実施すればより効果的と判断し、11月1～2日のFOMCでは緩和策の提案を見送った。では、具体的な緩和策は何になるのか。最近の講演やインタビュー¹²を見る限り、ダドリー総裁の念頭にあるのはMBS買入と考えられる。確かに、MBS買入については、その住宅市場政策としての側面を重視した場合には、FOMC内に反対派が少ない。しかし、同時に、それは量的緩和としての側面も有する。買入額の規模にも依存するが、8月と9月に反対票を投じたタカ派3名は、現在の経済情勢での量的緩和については反対すると見込まれる。最終的にMBS買入が実施に移される可能性はあるが、未だ議論は熟していないように見える。

¹⁰ 詳細は、11月24日付 Economic Monitor 「FOMC は将来の追加緩和に含みを残しつつ現状維持」を参照。

¹¹ 目標とするインフレ率を掲げるものの、その短期的な達成には拘泥せず、経済動向など他の経済変数も考慮して運営されるインフレ・ターゲット政策。

¹² “Securing the Recovery and Building for the Future” Nov 17, 2011, William C. Dudley

“The National and Regional Economic Outlook” Nov 18, 2011, William C. Dudley

“Bill Dudley, Federal Reserve Bank of New York President - EXCLUSIVE, Full Interview” Nov 17, 2011, PBS

なお、従来から主張している通り、国債買入を中心とした QE3 の実施については、デフレリスクの高まりと米国経済の二番底リスクが必要である。今回の議事要旨にある「リセッションリスクが遠のいた」との記載を踏まえれば、QE3 が早いタイミングで実施される可能性は低下したと言える。

【米国主要経済指標】

	Q4-10	Q1-11	Q2-11	Q3-11				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	4.2	3.1	4.0	4.6				
実質GDP	2.3	0.4	1.3	2.0				
個人消費	3.6	2.1	0.7	2.3				
住宅投資	2.5	▲2.5	4.2	1.6				
設備投資	8.7	2.1	10.3	14.8				
政府支出	▲2.8	▲5.9	▲0.9	▲0.1				
輸出	7.8	7.9	3.6	4.3				
輸入	▲2.3	8.3	1.4	0.5				
経常収支(10億ドル)	▲112	▲120	▲118					
名目GDP比(%)	▲3.0	▲3.2	▲3.1					
	Q4-10	Q1-11	Q2-11	Q3-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-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	3.5	5.2	2.7	0.2	0.0	▲0.1	0.1	0.3
消費者信頼感	57.0	66.9	61.8	50.3	59.2	45.2	46.4	39.8
小売売上高	12.2	10.7	4.7	4.6	0.4	0.3	1.1	0.5
除く自動車、ガソリン、建設資材等	6.7	7.9	5.2	4.6	0.4	0.4	0.5	0.7
鉱工業生産	3.1	4.8	0.6	5.2	1.2	0.0	▲0.1	0.7
住宅着工件数(年率換算、千件)	539	582	572	610	615	585	630	628
中古住宅販売戸数	67.9	37.1	▲18.3	▲0.5	▲3.5	8.4	▲3.2	1.4
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.2	8.3	9.2	8.3	9.5	8.4	8.3	8.0
非国防資本財受注(除く航空機)	9.8	0.9	20.1	7.3	▲0.3	0.9	0.9	▲1.8
民間非居住建設支出	11.8	▲20.6	24.9	19.2	▲0.5	0.8	0.3	
貿易収支(10億ドル)	▲119	▲140	▲145	▲134	▲46	▲45	▲43	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲139	▲151	▲142	▲138	▲46	▲46	▲45	
実質財輸出	10.2	7.2	3.6	8.0	4.8	▲0.7	1.4	
実質財輸入	▲0.7	16.3	▲5.7	1.7	0.1	▲0.1	0.3	
ISM製造業指数(四半期は平均)	57.9	61.1	56.4	51.0	50.9	50.6	51.6	50.8
ISM非製造業指数(四半期は平均)	55.9	58.8	53.6	53.0	52.7	53.3	53.0	52.9
失業率(%)	9.6	8.9	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.0
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	139	166	97	130	127	104	158	80
民間雇用者数(前月差、千人)	146	191	138	145	173	72	191	104
※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	1.9	2.0	2.3	1.8	1.9	1.8
消費者物価(前年比、%)	1.3	2.1	3.4	3.8	3.6	3.8	3.9	3.5
コア消費者物価(前年比、%)	0.7	1.1	1.5	1.9	1.8	2.0	2.0	2.1
PCEデフレーター(前年比、%)	1.3	1.8	2.5	2.9	2.8	2.9	2.9	2.7
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.0	1.1	1.3	1.6	1.6	1.7	1.6	1.7
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(%)	0.62	0.70	0.41	0.21	0.41	0.23	0.21	0.28
10年債利回り(%)	3.29	3.42	3.00	1.98	3.00	2.30	1.98	2.15
名目実効為替レート(1997/1=100)	99.8	96.9	95.3	98.0	94.6	95.2	98.0	98.9
ダウ工業株30種平均	11578	12320	12414	10913	12143	11614	10913	11955
S&P500株価指数	1258	1326	1321	1131	1292	1219	1131	1253

(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。