

米国経済情報 2011年12月号

Summary

[内 容]

1. 政治動向

- (1) 給与税減税延長の議論
- (2) 大統領選挙動向

2. 金融政策

- (1) 12月のFOMCは無風
- (2) 透明性向上策は二本立て
- (3) 2012年のFOMC

3. 経済動向

- (1) 10～12月期成長率予想の修正
- (2) 雇用情勢は改善傾向が強まる
- (3) 年末商戦は好調か否か？
- (4) 住宅投資は大底に達す
- (5) 企業の景況感が改善
- (6) 輸出は10月まで堅調だが…
- (7) インフレ圧力が低下

【政治動向】

共和党の大統領候補者選びは、GINGRITCH氏とROMNEY氏に絞られた状況。11月下旬からGINGRITCH氏が急浮上し一時は圧倒的なリードを確保も、再び失速。ROMNEY氏と抜きつ抜かれつの状況が続く。

給与税減税の延長は、2ヶ月延長による問題先送りで妥結するかと思われたが、下院共和党が財源確保の上での一年延長にこだわり、再び暗礁。

【金融政策】

2011年最後のFOMCは無風で終了。透明化策の最終決定は1月まで持ち越し。1月決定かつ実施が予想される透明化策は①デュアルマンドートに基づく目標の明確化と②将来の政策金利パスの提示。

FOMCのパワーバランスは、輪番により地区連銀総裁の投票権者が交替し、2011年のタカ派3名・ハト派1名から、タカ派1名・中間派3名へ変化。バーナンキ議長が中間派や理事との間で、どのようにコンセンサスを形成するかが、2012年は重要。

【経済動向】

10月及び11月の経済指標は良好であり、10～12月期の成長率予想を前期比年率4.0%へ引き上げ。年末商戦の好調を受けて個人消費が伸びを高めるほか、7～9月期に削減された在庫が復元されることも成長に寄与する見込み。一方、設備投資は減速。

但し、在庫復元は一時的な成長率押し上げにとどまることもあり、来年以降の成長率見通しは2012年2.1%、2013年2.3%で据え置き。

11月の失業率低下は割り引く必要があるものの、雇用情勢は、総じて底堅さを増す。注目度が高い年末商戦は、ブラック・フライデーやサイバー・マンデーが大きく伸び、良好なスタート。12月に息切れする可能性を割り引いても、10～12月期の個人消費は伸びを高める見込み。住宅投資は大底には達したが、引き続き低水準。企業部門では、夏場以降に悪化した景況感が11月以降持ち直し。但し、先行き不透明感からの先送りにより設備投資は幾分鈍化。輸出は10月まで好調だが、今後は欧州経済低迷の影響が及ぶ可能性がある点に注意。インフレ圧力は明確に鈍化しているが、デフレ圧力の高まりとまでは言えず。

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. 政治動向

(1) 給与税減税延長の議論

2011 年末で失効する給与税減税の延長を巡る民主党と共和党の対立が続いている。現在の米国経済にとって、給与税減税の終了による実質増税は何としても回避すべきことには合意がある。しかし、財源を巡るイデオロギー対立が激しさを増す中で、抜本的な解決策への糸口は未だ見出せていない。

そうした下、目前に迫った減税措置の失効を何とかして回避するため、暫定的な 2 ヶ月のみの給与税減税延長法案を、共和党と民主党の指導部協議を踏まえ、上院が 12 月 17 日に賛成 89 vs 反対 10 の圧倒的多数で可決した。これは、上院がイデオロギー対立に関する自らの調整能力の無さを吐露したことを意味するが、同時に多くの議員が、米国経済にとって減税延長が極めて重要なことを理解していることの証左でもあった。この 2 ヶ月延長による先送り案を下院も可決すると思われるが、共和党のペイナ下院議長が法案への反対姿勢を示したことで、クリスマスまで数日を残すのみにも関わらず、再び暗礁に乗り上げてしまっている。ペイナ議長は、延長自体に反対しているわけではなく、財源手当ての上で 1 年延長すべきとの考えである。そのため、最終的には、何らかのかたちで給与税減税の延長が合意される可能性は高いと考えられるが、予断を許さないこともまた確かである。

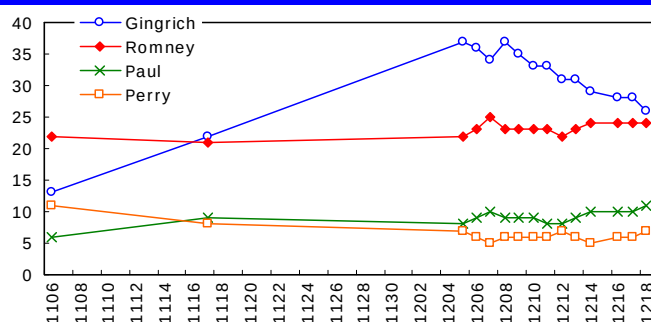
(2) 大統領選挙動向

共和党の大統領候補者レースは、ギングリッチ氏とロムニー氏の両者に概ね絞られたと考えられる。ライバルがスキャンダルや失言などで離脱もしくは失速する中で、安定的な支持を集めるロムニー氏が 11 月中旬まではトップに立っていた。しかし、11 月下旬からギングリッチ氏が急速に支持を獲得、12 月上旬には、ロムニー氏の 23% 大きく上回る 37% まで共和党の投票権者からの支持率を高めた。ただ、過度に保守的な自らの発言もあり、直近調査では 26% まで再び支持率を落とし、ロムニー氏の 24% と再び接近してしまっている。

年明け以降、1 月 3 日のアイオワ州党員集会を皮切りに共和党の候補者選定が始まる。ニューハンプシャー州予備選、サウスキャロライナ州予備選と続いた後、3 月 6 日には予備選が集中するスーパー・チューズデーを迎えることになる。その後、夏場の全国党大会で、予備選を勝ち抜いた候補者を正式な大統領候補として指名し、11 月 6 日の本投票日に向けて大統領選挙は後半戦に移る。

なお、現時点の下馬評では、選挙後半戦でのオバマ大統領との対決においては、現時点で支持率の高いギングリッチ氏よりもロムニー氏の方が有利と考えられている。保守派のギングリッチ氏よりも、中道寄りのロムニー氏の方がオバマ大統領から票を奪いやすいためである。

共和党候補者支持率の推移 (%)



(出所) Gallup

2012年大統領選スケジュール

- 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 サウスキャ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・党員集会が集中)
- 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

(出所) 各種報道資料

2. 金融政策

(1) 12 月の FOMC は無風

12 月 13 日に 2011 年最後の FOMC が行われた。(ステートメントに示されていないだけの可能性は残るが) 透明性向上策に関する最終決定は次回 1 月へ先送りされた模様である。透明性向上策に対する FOMC 関係者の度重なる言及もあり、12 月 FOMC での向上策決定に対する期待が幾分高まっていた。しかし、Fed からの示唆に基づくと考えられる 1 月への最終決定持ち越し報道 (12 月 5 日付の WSJ¹) もあり、市場が今回の見送りに大きく失望したという訳でもないだろう。(2) で述べるように 最終決定が 12 月でも 1 月でも、透明性向上策の実施は 1 月の経済見通しと同時に最も合理的である。

金融政策については、市場予想及び当社想定通り、変更はない。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²、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) はいずれも前回 11 月 2 日 FOMC の方針が維持されている。ステートメントにおける文言変更も全くない。

金融政策決定に関する反対票は、前回と同じく、一票だった。ハト派のシカゴ連銀エバンス総裁が追加緩和の実施を求めて反対票を投じた。8 月と 9 月に反対票を投じたタカ派 3 名 (ダラス連銀フィッシャー総裁、ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁) は、追加緩和の決定がないため、11 月と同様に賛成票である³。

金融政策決定の前提となる 経済情勢判断は若干好転したが、その好転を打ち消すように先行きに対する慎重姿勢が強調されている (詳細は次ページの表を参照)。まず、景気動向については、前回 11 月は年前半の低成長からの成長ペースの回復が強調されたが、12 月は「緩やかに拡大」とシンプルに纏められている。但し、同時に「世界経済は一部で明確に減速」との追記もなされ、欧州ソブリン問題とそれを受けた欧州経済の低迷を中心とする外部環境の悪化が強調されている。また、雇用統計の改善を受けて「労働市場が全体として幾分改善」と素直に認識しつつも「失業率は依然高止まり」との判断は維持し、やはり慎重トーンを滲ませた。需要項目については、個人消費は増加 (前回から上方修正)、設備投資は幾分減速 (下方修正)、住宅投資は依然低迷 (変わらず) との判断である。景気の先行きに関しては「今後数四半期において緩やかな成長を引き続き予想」との見方を維持し、加えて 欧州ソブリン問題を念頭に置いた「国際金融市場の緊張が引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスク」との文言も不変である (表現のみ若干変更)。

インフレの現状認識に関しては、前回 11 月は「緩やかになったように見える」と推定を含んでいたが、今回は「緩やかになっている」との断定表現に変わり、Fed がインフレ鈍化について自信を深めていることが窺われる。なお、先行き見通しは「デュアルマンデートに適うもしくは下回る水準に落

¹ “[Federal Reserve Prepares to Make Itself Perfectly Clear](#)” December 5, 2011, WSJ

² 「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)」

³ 議事要旨によれば、2～3 名のメンバー (具体的には、8 月と 9 月に反対票を投じたダラス連銀フィッシャー総裁、ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁であろう) は、現在の FOMC の政策には賛同しないものの、11 月 2 日の FOMC では、追加緩和策が提案されていないことを踏まえ、政策を支持する (反対票を投じない) とした。

ち着いていくと予想」で据え置かれた。なお、今回から現状判断と先行き見通しのいずれについても、エネルギーや商品価格に関する特記が外れた。特記するほどのインパクトはないとの判断であろう。

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	11月	12月
景気の現状判断	[E]conomic growth strengthened somewhat in the third quarter, reflecting in part a reversal of the temporary factors that had weighed on growth earlier in the year. Nonetheless, recent indicators point to continuing weakness in overall labor market conditions, and the unemployment rate remains elevated. Household spending has increased at a somewhat faster pace in recent months. Business investment in equipment and software has continued to expand, but investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector remains depressed. 今年前半の経済成長を抑制していた一時的要因が解消したことから、第3四半期の成長は幾分強まった。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おり、失業率は高止まりしている。家計支出はここ数カ月間で増加ペースが幾分加速した。機器・ソフトウェア投資は引き続き拡大したが、構築物投資は依然として弱く、住宅部門は落ち込んだ状態が続いている。	[T]he economy has been expanding moderately, notwithstanding some apparent slowing in global growth. While indicators point to some improvement in overall labor market conditions, the unemployment rate remains elevated. Household spending has continued to advance, but business fixed investment appears to be increasing less rapidly and the housing sector remains depressed. 世界経済は一部で明確に減速にしたが、米国経済は緩やかに拡大している。指標は、労働市場が全体として幾分改善したことを示しているが、失業率は依然高止まりしている。家計支出は増加を続けたが、設備投資の増加ペースは鈍り、住宅部門は落ち込んだ状態が続いている。
景気見通し	The Committee continues to expect a moderate pace of economic growth over coming quarters and consequently anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, there are significant downside risks to the economic outlook, including strains in global financial markets. FOMCは、今後数四半期において緩やかな成長を引き続き予想しているが、失業率はデュアルマンドートに合う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。さらに、経済見通しには、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。	The Committee continues to expect a moderate pace of economic growth over coming quarters and consequently anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook. FOMCは、今後数四半期において緩やかな成長を引き続き予想しているが、失業率はデュアルマンドートに合う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。国際金融市場の緊張が引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスクである。
インフレ判断	Inflation appears to have moderated since earlier in the year as prices of energy and some commodities have declined from their peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable. エネルギーおよび一部の商品の価格が下落したことを受け、今年これまでよりも、インフレは緩やかになったように見える。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。	Inflation has moderated since earlier in the year, and longer-term inflation expectations have remained stable. インフレは、今年これまでよりも緩やかになっている。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。
インフレ見通し	The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further. エネルギーや商品価格による押し上げの影響が更に弱まるにつれて、インフレ率はデュアルマンドートに合うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。	The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate. インフレ率はデュアルマンドートに合うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。

(出所) Fed ※日本語は当社による仮訳。

(2) 透明性向上策は二本立て

良くも悪くも、全ては来年の FOMC に持ち越された。透明性向上策の実施は、もともと 1 月からが合理的であり、12 月に急ぐ必要はない。とは言え、決定の事前アナウンスに意味がないわけでもない。詳細は議事要旨 (Minutes) で確認すべきだが、あえて現時点で決定先送りの理由を推測すれば、①景気情勢改善による追加施策に対するプレッシャーの緩和と②2012 年で投票権者が替わる影響が挙げられる (穿ち過ぎかもしれないが...)。前者は説明不要だろう。後者については(3)で詳述するが、1 年毎の輪番制により投票権を有する地区連銀総裁 4 名が入れ替わり、2011 年のタカ派 3 名+ハト派 1 名の構成が、2012 年はタカ派 1 名+中間派 3 名となる。タカ派の投票権者が減ることは当然に、11 月に続き 12 月の FOMC でも追加緩和を求めて反対票を投じたエバンス・シカゴ連銀総裁が外れることも、バーナンキ議長をはじめとする執行部が思い描く透明性向上策の決定を容易にすると考えられる。なお、最近の講演などに基づく、タカ派のコチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁とエバンス総裁は、執行部提案以上の透明性向上策を求める可能性があった。

1 月に最終決定が想定される透明性向上策は、大きく二つの部分に分かれる。一つは、Fed がデュアルマンデートに基づき目指す目標の明確化、もう一つは将来の政策金利パスの提示である。まず、前者の目標明確化はインフレ目標がどこまで明文化され、どこまでフレキシブル・インフレーション・ターゲットに近づくかが焦点となる。Fed の実際の政策運営がフレキシブル・インフレーション・ターゲットの枠組みで行われていることは Fed 関係者自身が認めるところだが、市場や米国民に対する透明性向上のためには実際の運営と名目上の宣言を近づける必要がある。なお、インフレと異なり、雇用すなわち失業率については、自然失業率などの把握が困難なため、やや曖昧な定性的な表現に留められる可能性が高い。また、インフレと雇用が共に重要であり、いずれが優先するわけでもないことも、議会との関係で強調されるだろう。後者の政策金利パスの提示は、ファンチャートになるのか、FOMC 参加者のレンジとなるのか、その方法は不明だが、年 4 回示される経済見通しと共に、かつ整合的なかたちで示される見込みである。故に 1 月からの透明性向上策実施が最も合理的と言える。なお、NY 連銀は透明性向上策の一環として、FOMC メンバーが参考に行っている「プライマリーディーラー向けの金融政策アンケートの質問事項」を既に 12 月から公表しており、いずれアンケート結果についても公表に踏み切る可能性がある⁴。

(3) 2012 年の FOMC

2012 年 1 月の FOMC にて透明性向上策が講じられた後、FOMC における議論の焦点は、追加緩和と引き換え MBS 買入れと QE3 の是非へ移ると見込まれる。MBS 買入れについては、その量的緩和的側面について、FOMC での議論がなお必要と考えられ、また QE3 については従来から指摘しており、リセッションリスク及びデフレリスクの再燃が実施に向けて最大の条件になるだろう。

そうした年明け以降の FOMC での議論を考える上で留意すべきは、既に若干触れたが、投票権者に占めるタカ派の割合が 2012 年⁵は大きく減る点である。FOMC における投票権者 12 名のうち、7 名はバーナンキ議長をはじめとするワシントンの理事が占め、残る 5 名が地区連銀総裁から輪番にて選出

⁴ “New York Fed to Post Primary Dealer Survey Questions” December 2, 2011, N.Y. Fed

⁵ 2012 年の FOMC 日程は 1 月 24-25 日、3 月 13 日、4 月 24-25 日、6 月 19-20 日、7 月 31 日、9 月 12 日、10 月 23-24 日、12 月 1 日。

される。と言っても、1名はNY連銀総裁で固定であり、4名が地区連銀総裁の輪番となる。なお、現在、理事は2名が欠員のため、FOMCの実投票権者は理事5名、地区連銀総裁5名のトータル10名にとどまる。

地区連銀総裁から選出される4名が輪番で変わるため、FOMCにおける政策決定のパワーバランスは毎年変化する。もちろん、FOMCは政策決定の安定性が維持されるよう、ワシントンの理事ならびに執行部に近いNY連銀総裁によって投票権の過半が占められる構造にはなっている。現在は理事2名の欠員でFed創設時の想定からややずれている可能性はあるが、それでも5名の理事にNY連銀総裁を含めれば10名中6名と過半を超える。ある意味、2011年は、その安定性重視の構造が極めて大きな力を発揮した年だったとも言える。

2011年は4名中3名をタカ派、すなわちダラス連銀フィッシャー総裁、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁、ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁が占め、その3名は8月と9月のFOMCで追加緩和に対して反対票を投じた。逆に、11月FOMCでは、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ている。つまり、現在の投票権者の構成上、実質的に反対票を投じうる4名全員がFOMCにおいて反対票を投じたのである。これは、FOMCの歴史において、極めて稀な事態と言えるだろう⁶。

一転、2012年の投票権者を見ると、バーナンキ議長がコンセンサス重視の運営をする限り、反対票は大きく減りそうである。まず、タカ派は前述の3名からリッチモンド連銀ラッカー総裁の1名に急減する。ラッカー総裁は、今年の3名にも勝るとも劣らない筋金入りのタカ派であり、現在の経済情勢においてはQE3やMBS買入れに反対票を投じる可能性が極めて高い。ラッカー総裁は、10月17日⁷及び11月16日⁸の講演において、現在（当時）の経済情勢では金融政策の役割が小さいと主張するのみならず、MBS買入れについても信用チャネルへの中央銀行の働きかけは不適切として否定してい

FOMCの投票権者

	2011 (現在) 10名	2012 (予定) 10名	スタンス
理事	バーナンキ議長 イエレン副議長 デューク理事 タルーロ理事 ラスキン理事 ウォーシュ理事3月退任、後任未定 欠員	バーナンキ議長 イエレン副議長 デューク理事 タルーロ理事 ラスキン理事 欠員 欠員	中間派 (ハト派寄り) ハト派 バーナンキ議長追随 バーナンキ議長追随 バーナンキ議長追随
地区連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁 エバンス・シカゴ連銀総裁 フィッシャー・ダラス連銀総裁 プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁 コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁 ピアナルト・クリーブランド連銀総裁 ロックハート・アトランタ連銀総裁 ウィリアム・サンフランシスコ連銀総裁 ラッカー・リッチモンド連銀総裁	ハト派 中間派 中間派 中間派 タカ派

(資料) Federal Reserve Board 資料等より伊藤忠経済研究所作成。

⁶ 8月の3名の反対票は1992年以来と報じられた。

⁷ “Economic Outlook, October 2011” October 17, 2011, Jeffrey M. Lacker

⁸ “Understanding the Interventionist Impulse of the Modern Central Bank” November 16, 2011, Jeffrey M. Lacker

る。極めつけは、11月30日の各国中央銀行による協調行動の前提と言えるドル流動性スワップ金利引下げへの反対である⁹。このようにラッカー総裁がいくら強硬でも、結局のところ、数の論理から、追加金融緩和への反対票は2011年対比で大きく減ることになる。

一方、ハト派では、MBS買入れを唱えるNY連銀ダドリー総裁と、最近の講演で本来のハト派ぶりを再び示し始めたイエレン副議長が2012年も投票権を有するものの、11月に追加緩和を求めて反対票を投じたシカゴ連銀エバンス総裁は投票権者から外れる。ラッカー総裁以外の新たに加わる3名、つまりクリーブランド連銀ピアナルト総裁、アトランタ連銀ロックハート総裁、サンフランシスコ連銀ウィリアム総裁は基本的に中間派である。2011年の講演内容を読む限り、FOMCの政策決定に反対を示してはいないが、足元で追加緩和に特に積極的というわけでも、完全に否定的というわけでもないと考えられる。

こうした投票権者構成を踏まえると、2012年の金融政策運営において、バーナンキ議長にとって重要になるのは、理事や中間派との間でのコンセンサス形成と考えられる。金融政策ウォッチャーの立場から言えば、2012年は極端なハト派やタカ派の見解よりも、FOMC内のコンセンサスに注目するのが重要になるということである。

3. 経済動向

(1) 10～12月期成長率予想の修正

11月の米国経済情報で10～12月期の実質GDP成長率を前期比年率2.6%と予想した。しかし、(2)以降で詳述するように、10月及び11月の経済指標は想定を上回って良好であり、10～12月期の成長率予想を引き上げる。年末商戦の好調を受けて個人消費が7～9月期の2.3%から2.7%へ伸びが高まることに加え、7～9月期に大きく落ち込んだ在庫の復元も10～12月期の高成長に寄与すると見込まれる。また、外需も若干のプラス寄与を確保するだろう。7～9月期まで好調の設備投資は、世界経済の先行き不透明を受けた投資先送りにより減速するものの、個人消費や在庫のプラス寄与拡大が勝り、10～12月期の米国経済は前期比年率4.0%程度まで加速する見込みである。10～12月期が4.0%成長となれば、2011年の成長率は、現時点の当社予想1.7%から若干上振れ1.8%となる。

但し、在庫投資の成長率押し上げは一時的な

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	127	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。

⁹ 出席できないプロッサー総裁に代わり、ラッカー総裁が投票した。

動きに過ぎないこともあり、1～3月期には再び成長ペースが減速する可能性が高い。来年少の成長率見通し 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%を変更する予定はない。

(2) 雇用情勢は改善傾向が強まる

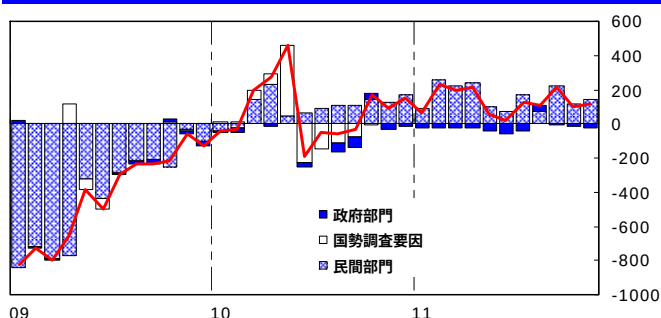
米国の非農業部門雇用者数（NFP：Non-Farm Payroll）は 11 月に増勢が加速した。NFPは、9 月分が前月差+15.8 万人から+21.0 万人に、10 月分も+8.0 万人から+10.0 万人へ、2 ヶ月でトータル 7.2 万人も上方修正された後、11 月は+12.0 万人と増加幅が拡大した。11 月単月データこそ 12 万人程度とする市場予想に概ね一致したが、遡及修正も含めれば大幅上振れと言える内容である。2011 年中の雇用増加は 11 月までで 144.8 万人、月当たり 13.2 万人となり、2010 年計の 94.0 万人、月当たり 7.8 万人を大きく上回っている。まだ 12 月は残しているが、雇用情勢は 2011 年に改善したと言えよう¹⁰。

民間雇用者数は、9 月前月差+22.0 万人（修正前+19.1 万人）、10 月+11.7 万人（同+10.4 万人）の後、11 月は+14.0 万人へ増勢が加速した。

Verizon のストによる影響¹¹を控除したベースで見ると、7 月以降 5 ヶ月連続で 10 万人超の増加を記録、5 ヶ月間の雇用増加は月当たり+14.4 万人を確保している。民間雇用者数の内訳を見ると、財生産部門が前月差▲0.6 万人（10 月▲0.4 万人）と再び減少に転じる一方、サービス部門は+14.6 万人（10 月+12.1 万人）と増勢を強めた。

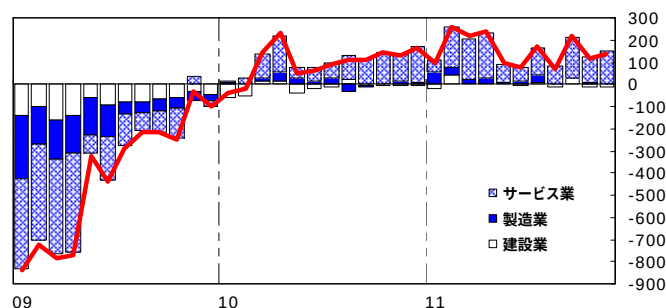
政府部門は、9 月が前月差▲1.0 万人（修正前▲3.3 万人）、10 月も▲1.7 万人（▲2.4 万人）へ上方修正された後、11 月は▲2.0 万人と 10 月対比で減少幅が若干拡大した。連邦政府が▲0.4 万人（10 月+0.4 万人）と 2 ヶ月ぶりの減少、地方政府は▲1.6 万人（10 月▲2.1 万人）と 3 ヶ月連続の減少である。政府部門全体で見ると、5～7 月の 4～5 万人程度の減少に比べ、足元で減少ペースこそ鈍化しているものの、減少基調は変わらない。財政赤字削減が続く下で、政府部門が雇用全体を圧迫する傾向は続くと考えられる。

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



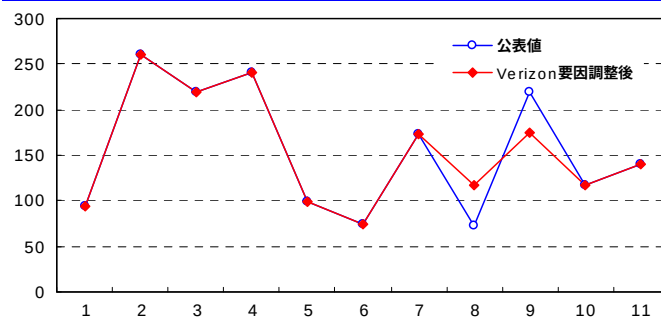
(出所) U.S. Department of Labor

民間部門の雇用者数推移（前月差、千人）



(出所) U.S. Department of Labor

2011年の民間雇用者数の推移（前月差、千人）



(出所) U.S. Department of Labor

¹⁰ 今年は、年に一度のベンチマーク修正もプラスに寄与する見込みである。

¹¹ BLS では過去のレポートにおいて “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。これが 8 月の雇用者数を押し下げ、ストからの復帰で 9 月は押し上げた。

家計調査から算出される失業率は、10月9.0%が11月は8.6%へ急低下した。NFP同様に、家計調査の雇用者数も前月差+27.8万人（10月+27.7万人）と4ヶ月連続で増加し、増勢が安定してきており、11月の失業率の低下も、方向としては雇用情勢の改善として素直に受け止めるべきである。但し、失業率の大幅低下については、労働市場からの退出による労働力人口（前月差▲31.5万人）及び失業者数減少（▲59.4万人）の影響が大部分を占める点に留意が必要である。11月に労働力率は64.0%へ低下したが、仮に労働力率が10月と同じ64.2%の場合（雇用者数は公表値のまま）、失業率は8.9%となる。すなわち、失業率の9.0%から8.6%への0.4%Ptの低下のうち、0.1%Ptが雇用増加によるもの、残る0.3%Ptは労働市場からの退出によるものと判断できる。

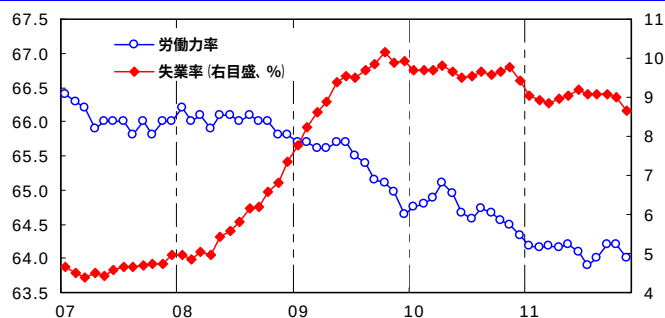
11月に労働市場からの退出が急速に進んだ理由は不明である。求人状況は改善基調を維持しており、何よりも雇用者数自体が事業所調査と家計調査の両方で増加している。そうした下での労働力人口減少は不可解であり¹²、統計上のアヤなど一時的な動きに留まる可能性は高い。但し、労働力率の低位推移が続くようであれば、米国の長期的な成長余力を考える上ではマイナスとなる。

(3) 年末商戦は好調か否か？

2011年の年末商戦（Holiday Sales）は例年幕開けとなるブラック・フライデー¹³を幾分前倒して11月24日の感謝祭深夜から始まったが、ブラック・フライデーやサイバー・マンデー¹⁴の売上高が大きく伸びるなど好調なスタートを切った模様である。小売関連データ会社のShoppers Trakによるとブラック・フライデーの売上高は前年から6.6%増加（2010年0.3%）、またNRF（全米小売業協会）はブラック・フライデーの週末（木曜日から日曜日）の売上高が16.4%増加（2010年9.2%）したとの推計を公表している。またサイバー・マンデーについてはIBM Benchmarkが33.0%増加（2010年19.4%）との集計を示した。

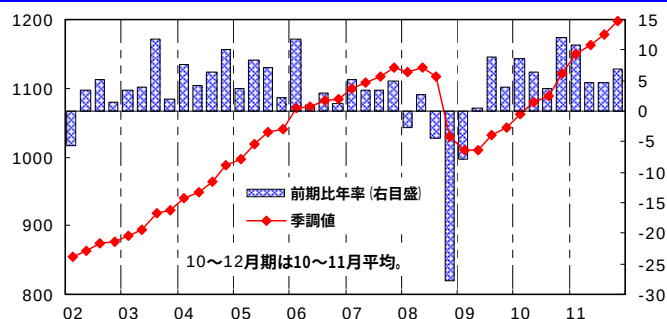
こうした年末商戦序盤の好調を受けて、月次ベースの小売データも良好である。11月の小売売上高は前月比0.2%と市場予想の0.6%を大きく下回る伸びとなり、失望を誘った。しかし、過去の遡及修正分を含めると失望するような内容ではない。9月分は前月比1.1%から1.3%へ、10月分も0.5%から0.6%へ上方修正されており、10月実績公表時点の10月データが7～9月期平

労働力率と失業率の推移 (%)



(出所) U.S. Department of Labor

小売・飲食サービス売上高 (10億ドル、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

¹² 人口動態の影響とは考えにくい。2010年までの人口動態や2008年将来人口推計に基づく、現在の労働力率はそもそも低過ぎる。

¹³ 感謝祭明けの金曜日。売上増加で小売店の収支が黒字になることから、こう呼ばれる。

¹⁴ 感謝祭の翌週の月曜日。人々が業務に復帰し、オンラインショッピングの売上が伸びることから、こう呼ばれる。

均を年率で 5.7%上回る程度にとどまっていたのに対し、11 月実績公表後の 10～11 月平均は 7～9 月期平均を年率で 6.9%も上回る（7～9 月期前期比年率 4.7%）。遡及修正なしに、10～11 月平均が 7～9 月期平均を年率で 6.9%上回るための 11 月データを試算すると前月比 0.6%である。つまり、遡及修正も加味すれば 11 月の小売データは市場予想通り良好との解釈になる。なお、GDP 推計に用いられる「除く自動車・建設資材」のベースでは 10～11 月平均が 7～9 月期平均を 4.9%上回るに留まり、7～9 月期の前期比年率 4.4%から若干の加速に過ぎない。しかし、インフレ鈍化を加味した実質ベースでは、名目ベース以上に財消費は堅調な推移と考えられる。

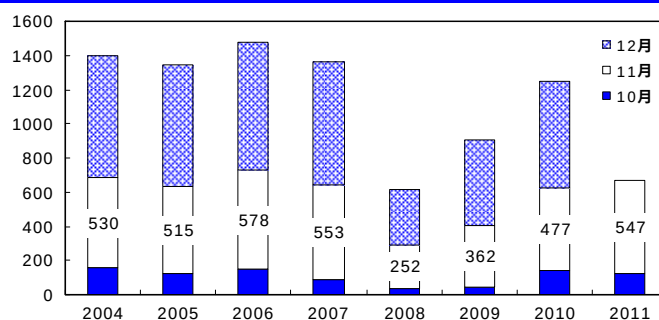
年末商戦の動向を占う上でメルクマールとなる小売業の雇用動向も堅調である。例年、米国の小売業界は年末商戦の繁忙に対応するため一時的に雇用を拡大するが、2011 年も 11 月までを見る限り金融危機前や 2010 年並みの雇用拡大を行っている。

11 月小売売上高の好調を受けて、10 月時点で 2.8%としていた年末商戦予想¹⁵を、NRF は 12 月 15 日に 3.8%へ引き上げた。但し、上方修正した後でも 11 月前年比 4.8%が 12 月は 3.0%へ減速するという販売息切れが予想の前提であり、十分に慎重な予想と言えるだろう。当社も NRF と同様、11 月の年末商戦開始直後に消費者の購入が相当程度前倒しされたと判断しており、12 月の小売売上高は失速が避けられないと考えている。ただ、そうした 12 月失速予想の下でも、11 月までの好調により、10～12 月期の個人消費は前期比年率 2.7%程度と 7～9 月期 2.3%から加速すると見込まれる。

(4) 住宅投資は大底に達す

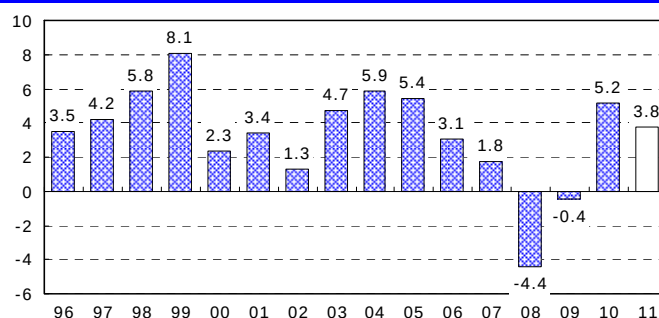
住宅投資は 7～9 月期に前期比年率 1.6%（4～6 月期 4.2%）と 2 四半期連続で増加したが、10～12 月期に入ってから住宅関連データは底堅さを維持している。当社は、従来から米国の住宅市場が大底に達しつつあると判断を示してきたが、その判断を裏付ける動きと言えるだろう。但し、いずれの指標を見ても、住宅市場の活動水準は極めて低く、米国経済を押し上げるには全くの力不足である。ようやく、米国経済の足

小売業の年末商戦の雇用増減（原系列、前月差、千人）



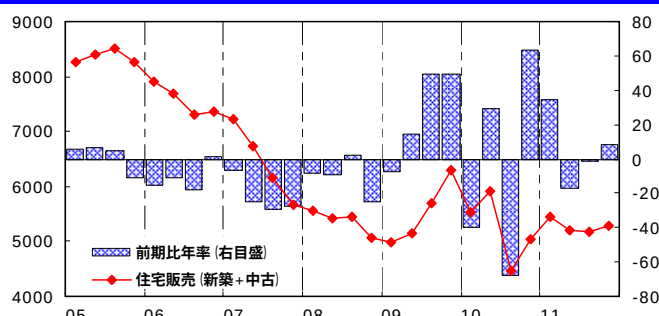
(出所) U.S. Department of Labor

2011年クリスマス商戦の見通し(前年比、%)



(出所) U.S. Department of Commerce, NRF

住宅販売動向（年率換算、千戸、%）



(出所) Department of Commerce, NAR

¹⁵ NRF は年末商戦に関連するセクターを特定した上で 11～12 月を年末商戦と定義している。

を引っ張らない程度まで達したに過ぎない。

まず、販売動向から見ると、米国の住宅販売の 9 割超を占める中古住宅販売は 10 月が 7～9 月期を年率換算で 7.9%上回り（7～9 月期前期比年率▲0.5%）、新築住宅販売は 14.2%も上回っている（7～9 月期▲14.7%）。新築住宅販売の拡大を受けて、住宅着工も上向きであり、7～9 月期に前期比年率 29.0%と大幅に増加した後の 10 月水準も 7～9 月期を年率換算で 12.3%上回った。こうした住宅着工の持ち直しは、住宅投資の一致統計である建設支出の増加に繋がっており、民間居住用建設支出は 10 月まで 3 ヶ月連続で増加、10 月水準は 7～9 月期よりも年率換算で 19.1%高い水準にある。10～12 月期も住宅投資は緩やかな拡大を続ける可能性が高いと考えられる。

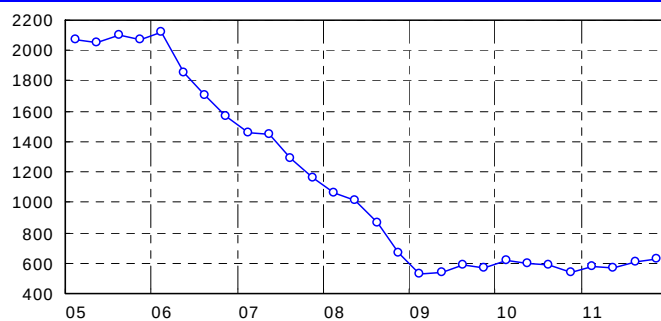
(5) 企業の景況感が改善

企業部門の実体指標は、特殊要因を除けば、引き続き堅調である。11 月の米鉱工業生産は前月比▲0.2%（10 月 0.7%）と減少に転じた。しかし、主因は、タイ大洪水を受けた日本メーカーの生産調整による自動車セクターの▲3.4%もの大幅減産である（台数ベースでは▲5.4%）。こうした自動車セクターの減産による押し下げは 0.16%Pt にも達した。11 月下旬以降、日本メーカーの自動車生産は順次、正常化しており、米国自動車販売の好調推移も踏まえれば、12 月には相応のリバウンドが生じる可能性が高い。

加えて、夏場に悪化していた企業景況感について持ち直しの動きが鮮明化してきている。企業景況感を示す代表的な指標である製造業 ISM 指数は、10 月に今回の景気回復局面の最低水準にほぼ並ぶ 50.8 まで低下したが、11 月は 52.7 へ上昇した。更に、既に公表されている地区別景況感指数の 12 月分データは、NY 連銀調査の製造業景況感指数が 11 月 0.6 から 12 月 9.5 へ（中立がゼロ）、フィラデルフィア連銀調査の製造業景況感指数も 11 月 3.6 から 12 月 10.3 へと明確に改善し（同じく中立がゼロ）、12 月 ISM 指数の更なる上昇を示唆している。

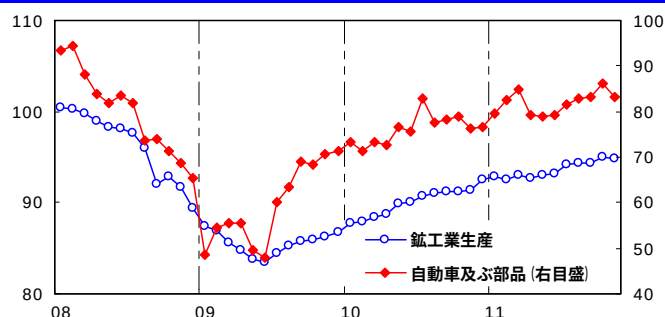
若干、懸念されるのは耐久財受注など設備投資関連データが足元でやや弱含んでいる点である。世界経済の先行き不透明感の高まりを受けて、日本企業と同じく米国企業も、設備投資に対する姿勢が慎重化している可能性がある。但し、景況感調査における設備投資意欲は、NY 連銀調査におい

住宅着工（年率換算、千戸）



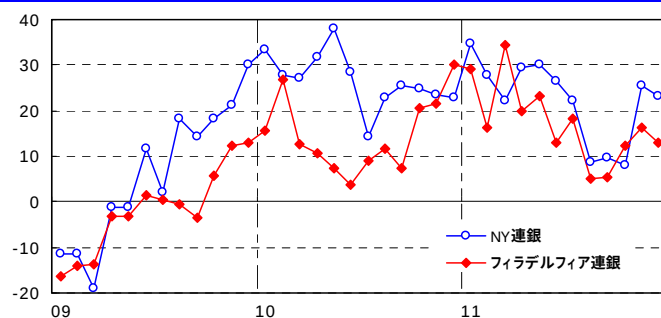
(出所) Department of Commerce

鉱工業生産の推移 (2007=100)



(出所) Fed

先行きの設備投資見通し (中立=ゼロ)



(出所) CEIC

て10月7.9が11月に25.6まで改善した後12月も23.3と高水準を維持、フィラデルフィア連銀調査も3ヶ月連続で二桁を確保している。楽観は禁物だが、現時点では、設備投資計画の下方修正には至らず、一時的な先送りに留まっていると判断できる。

(6) 輸出は10月まで堅調だが…

実質財輸出は7～9月期に前期比年率8.1%増加と堅調に推移した後、10月も前月比1.2%（9月1.5%）と増勢を維持している。一方、実質財輸入は7～9月期に前期比年率2.2%と緩やかな増加に留まった後、10月は0.3%（9月▲0.1%）とほぼ横ばいである。10月までのデータを見る限り、10～12月期も実質輸出の伸びが実質輸入を上回り、実質貿易赤字は縮小、純輸出がGDP成長率を押し上げる可能性が高いと言える。

しかし、欧州経済減速の影響はアジアや中南米の新興国へも及んでおり、今後は新興国経済の減速を経由するかたちで、米国からの輸出にも悪影響が広がる可能性がある。10月の名目財輸出を地域別に見ると、EU向けの落ち込みが前月比▲5.1%（9月▲0.6%）と顕著だが、中南米向け（9月3.3%→10月▲3.7%）やNIEs向け（9月12.0%→10月▲11.4%）も振るわない。10月データのみでの断定は危険だが、今後の動向には留意が必要である。10～12月期の純輸出プラス寄与は揺るがない見込みだが、その押し上げ幅は10月データの示唆よりも小幅に留まるだろう。

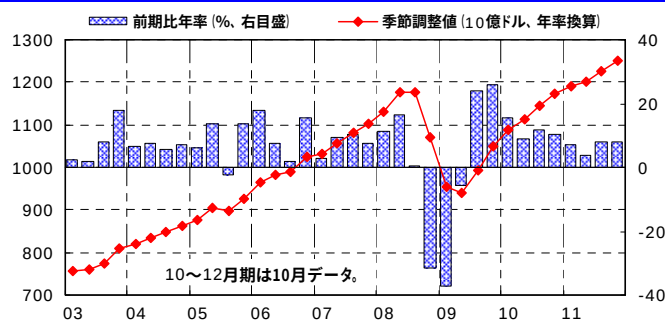
なお、10月の実質輸入を財別に見ると、食料（前月比3.7%）や資本財（3.0%）が大きく伸びた一方、生産財（▲3.1%）や自動車関連（▲2.8%）は低調だった。

(7) インフレ圧力が低下

11月の米CPIは、ヘッドラインが前月比▲0.02%（10月▲0.08%）と2ヶ月連続で下落した。但し、コアCPIは0.17%（10月0.14%）と上昇ペースが若干加速している。すなわち、11月のヘッドライン下落の主因は、コアに含まれない食料とエネルギーである。飲食料品は11月に0.05%（10月0.11%）と上昇幅が縮小、エネルギーは▲1.6%（10月▲2.0%）と2ヶ月連続で下落した。特にガソリンは▲2.4%（10月▲3.1%）と下落幅が大きい。

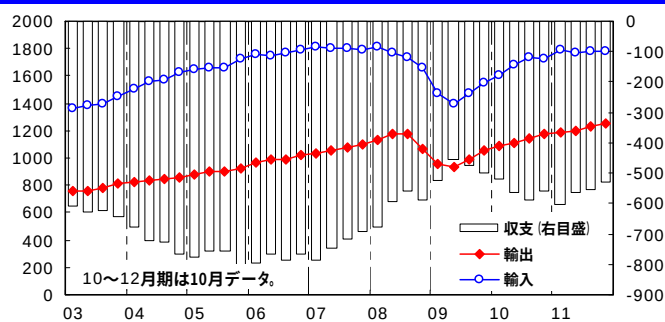
一方、コアCPIの内訳を見ると、東日本大震災のサプライチェーン途絶により上昇していた自動車価格が、その反動による下落を続けている（10月

実質財輸出の推移



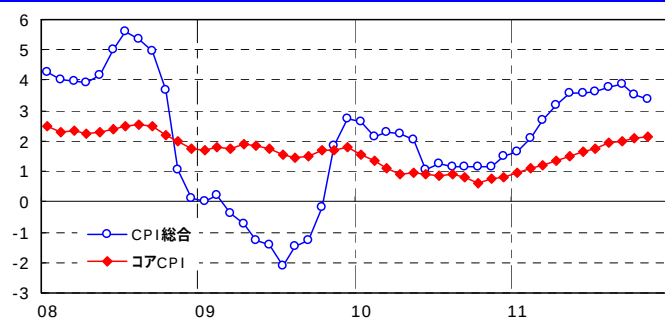
(出所) US Census Bureau

実質財収支の推移 (10億ドル)



(出所) US Census Bureau

CPIの推移 (前年比、%)



(出所) BLS

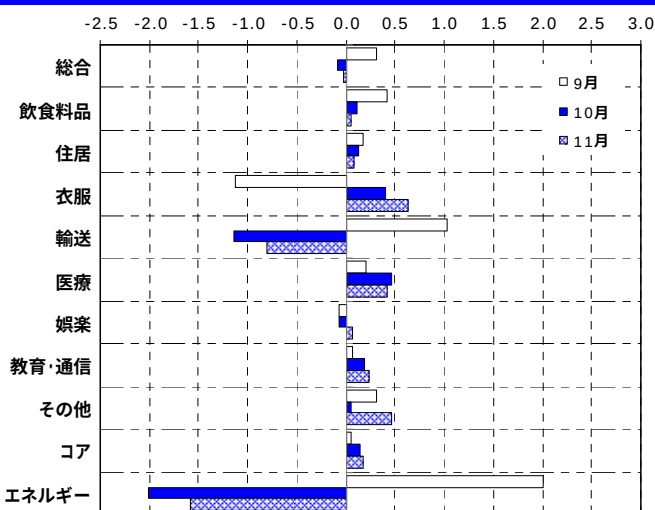
▲0.4%→11月▲0.3%)。しかし、その一方で衣服(0.4%→0.6%)や娯楽(▲0.1%→0.1%)は伸びが加速、教育(0.2%→0.2%)や医療(0.5%→0.4%)も安定的な伸びを確保し、コアCPIを押し上げた。

トレンド的なインフレ動向を把握するために、まず前年比を見ると、ヘッドラインCPIが11月3.4%(10月3.5%、9月3.9%)と2ヶ月連続で伸びが縮小、逆にコアは2.2%(10月2.1%)へ伸びが拡大した。更に、トレンド指標を見ると、①刈り込み平均CPIは10月前月比年率1.4%→11月1.0%、②CPI中央値が2.3%→1.1%、③粘着価格CPIもCPI2.5%→2.3%といずれも上昇ペースが鈍化している。12ヶ月前比¹⁶では③粘着価格CPIこそ1.9%→2.0%へ伸びが若干高まったものの、①刈り込み平均CPIは2.5%で、②CPI中央値も2.2%で10月から伸びが変わらなかった。

最後に、長期のインフレ動向を左右するインフレ期待を見ると、まずミシガン大調査では消費者の5年期待インフレ率が2.7%と金融危機後の最低水準にあるものの、12月まで3ヶ月連続で変わらずと安定している。一方、金融市場の期待インフレ率を示すBEI(ブレークイーブン・インフレ率)は10年が2.0%前後、20年も2.1%前後で低水準ながら、やはり安定している。

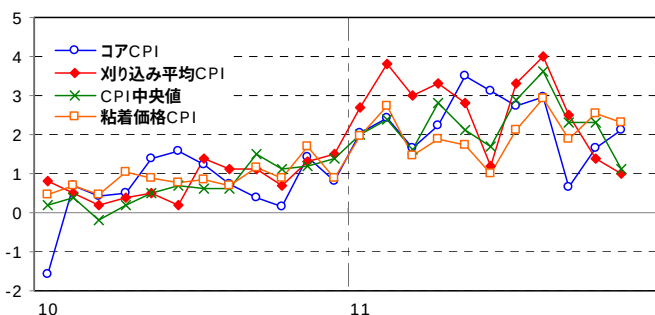
以上の動きを総合すると、ヘッドラインCPIの前月比下落や前年比鈍化、トレンド指標の動きが示すように、米国におけるインフレ圧力が鈍化傾向にあることは確かである。しかし、内訳品目において医療や教育などサービス関連が安定的な上昇を続けていることや、コアCPI及びトレンドCPIの安定的なプラスを踏まえると、デフレ圧力が強まっているとまでは言えない。期待インフレ率の低下や雇用統計が示す賃金上昇率の緩やかな低下はデフレ圧力が高まるリスクに警鐘を鳴らしているものの、未だデフレリスクは潜在的な状況にとどまると言えるだろう。デフレリスクが顕現化するかは、今後の景気動向次第、つまり各種の指標が示す米国経済の持ち直しが継続するかが鍵と言えるだろう。

直近3ヶ月のCPI推移(前月比、%)



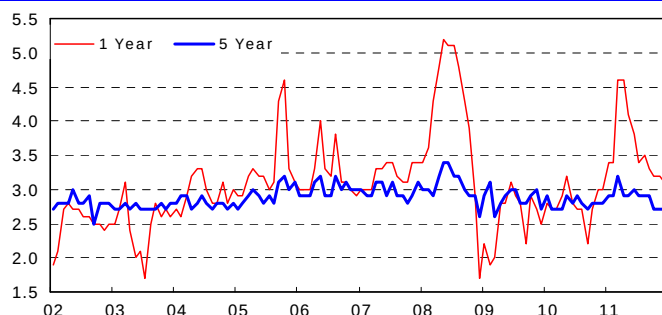
(出所) CEIC Data

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

¹⁶ 季調値ベースのため、前年比ではなく12ヶ月前比と表記。

【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	▲125	▲110				
名目GDP比 (%)	▲3.0	▲3.2	▲3.3	▲2.9				
	Q4-10	Q1-11	Q2-11	Q3-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-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	▲0.1	0.1	0.3	
消費者信頼感	57.0	66.9	61.8	50.3	45.2	46.4	40.9	56.0
小売売上高	12.1	10.8	4.7	4.7	0.3	1.3	0.6	0.2
除く自動車、ガソリン、建設資材等	6.8	7.8	5.2	4.9	0.4	0.7	0.7	0.3
鉱工業生産	3.1	4.8	0.7	6.1	0.3	▲0.0	0.7	▲0.2
住宅着工件数 (年率換算、千件)	539	582	572	610	585	630	628	
中古住宅販売戸数	67.9	37.1	▲18.3	▲0.5	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	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	8.0	0.9	1.4	▲0.8	
民間非居住建設支出	11.8	▲20.6	24.9	22.6	2.0	▲0.1	1.3	
貿易収支 (10億ドル)	▲119	▲140	▲146	▲136	▲45	▲44	▲43	
実質財収支 (10億ドル、2005年基準)	▲139	▲151	▲142	▲138	▲46	▲46	▲44	
実質財輸出	10.2	7.2	3.6	8.1	▲0.7	1.5	1.2	
実質財輸入	▲0.7	16.3	▲5.7	2.2	▲0.1	0.7	▲0.3	
ISM製造業指数 (四半期は平均)	57.9	61.1	56.4	51.0	50.6	51.6	50.8	52.7
ISM非製造業指数 (四半期は平均)	55.9	58.8	53.6	53.0	53.3	53.0	52.9	52.0
失業率 (%)	9.6	8.9	9.1	9.1	9.1	9.1	9.0	8.6
非農業部門雇用者数 (前月差、千人)	139	166	97	147	104	210	100	120
民間雇用者数 (前月差、千人)	146	191	138	155	72	220	117	140
※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	1.8	1.9	1.9	1.8
消費者物価 (前年比、%)	1.3	2.1	3.4	3.8	3.8	3.9	3.5	3.4
コア消費者物価 (前年比、%)	0.7	1.1	1.5	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2
PCEデフレーター (前年比、%)	1.3	1.8	2.5	2.9	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	1.7	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	0.23	0.21	0.28	0.25
10年債利回り (%)	3.29	3.42	3.00	1.98	2.30	1.98	2.15	2.02
名目実効為替レート (1997/1=100)	99.8	96.9	95.3	98.0	95.2	98.0	98.9	99.5
ダウ工業株30種平均	11578	12320	12414	10913	11614	10913	11955	12046
S&P500株価指数	1258	1326	1321	1131	1219	1131	1253	1247

(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。