

# 米国経済情報 2012年1月号

## Summary

### 【内容】

#### 1. 政治動向

- (1) 給与税減税は 2 ヶ月間の暫定延長
- (2) 大統領選挙動向アップデート

#### 2. 金融政策動向

- (1) 1 月 FOMC プレビュー
- (2) 2006 年 FOMC での住宅市場に関する議論

#### 3. 経済動向分析

- (1) 2011 年 10~12 月期成長率予想アップデート
- (2) 雇用情勢は底堅さを増す
- (3) 年末商戦は 12 月に幾分減速も好調
- (4) 住宅投資は低水準ながら改善の動き
- (5) 設備投資は低調も企業部門は上向き
- (6) 欧州や ASEAN 向け輸出が低迷
- (7) 米国のデフレリスクは高まらず

#### 巻末:

米国主要経済指標

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

2011 年末での失効が懸念された給与税減税は、クリスマス直前の 12 月 23 日に 2 ヶ月間の暫定延長が決定され、事実上のサスペンデッド（一時預かり試合）となった。オバマ大統領及び民主党と共和党のイデオロギー対立は激化しており、2 月末の暫定延長期限へ向けて、問題の再燃は必至と言える。

共和党の大統領候補選出のための予備選はロムニー候補が 2 連勝し、優勢となっている。ロムニー候補がサウスキャロライナ州でも圧勝すれば、共和党大統領候補が事実上確定する可能性があるが、他候補が善戦し混戦に戻るといったシナリオも十分にありうる。

1 月 24~25 日の FOMC では、金融政策は現状維持が見込まれるものの、政策金利の見通しや FOMC の長期目標と金融政策ストラテジーの提示などにより金融市場が変動する可能性がある。

2006 年の FOMC 議事録からは、FOMC 参加者が住宅市場調整の悪影響を楽観視していたことが読み取れる。しかし、金融政策で何ができたかはまた別の議論である。

2011 年 10~12 月期の実質 GDP 成長率 2.6%程度と見込まれる。年末商戦の好調により個人消費が堅調、住宅投資も持ち直しを続けるなど家計部門が好調だった。しかし、世界経済の先行き不透明感を映じて設備投資や在庫投資が抑制されたほか、輸出の伸びも鈍化したため、前月時点の予想ほどに成長率は高まらなかった。なお、エネルギー価格低下によりインフレ率はピークアウトしたが、デフレリスクは高まっていない。

雇用情勢は堅調さを増しており、個人消費を押し上げ、米国経済全体を正の循環へ導くことが期待される。こうした動きは、ISM 指数などが示す企業景況感の改善とも整合的である。住宅市場の低迷や長期失業問題など、構造的な課題は残るため高成長こそ望み難いものの、米国経済は緩やかな自律的回復基調にあると言える。しかし、自律的とは言え、回復の勢いは未だ鈍いため、欧州債務問題など負のショックに対しては脆弱であり、先行きのリスクが下振れ方向に広がっている点には留意が必要である。

## 1. 政治動向

### (1) 給与税減税は2ヶ月間の暫定延長

2011年末での失効が懸念された給与税減税は、クリスマス直前の12月23日に2ヶ月間の暫定延長が決定<sup>1</sup>され、事実上のサスペンデッド（一時預かり試合）となった。

給与税減税の延長問題は、紆余曲折を辿った。現在の米国経済において、給与税減税の終了による実質増税を何としても回避すべきことには、民主党と共和党の間で合意があるのだが、財源を巡るイデオロギー対立が激しさを増す中で、両党の溝は深まるばかりであった。そうした状況の下、目前に迫った減税措置の失効という最悪の事態を何としても回避するため、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。オバマ大統領の支持もあり、この2ヶ月延長による先送り案を下院も可決するかと思われたが、ティーパーティーなど共和党・保守派の意向を反映するかたちで、共和党のベイナード下院議長が、財源手当ての上で1年間延長すべきとの考えを強硬に主張、下院は2ヶ月先送り案を12月20日に一旦否決してしまった。その後、上院共和党や長老議員からの圧力に屈するかたちで、23日になって、下院は20日に否決した法案と概ね同様の先送り案を可決、ようやく2ヶ月間の暫定延長にこぎつけたのである。

今回のドタバタ劇が残したものは四つある。第一は、ほとんどの議員が、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明である。これは、今後の米国経済にとって希望の一つである。しかし、同時に、第二として、イデオロギー対立に関する議会の調整能力の欠如も確認された。これは、今年2012年が選挙の年であることを踏まえれば、大きな懸念材料と言わざるを得ない。第三は、オバマ大統領が経済政策運営において共和党に勝利を収めたことである。本来は勝利でも敗北でもないのだが、暫定延長法案をオバマ大統領が支持する一方、ベイナード下院議長が一旦は反対したことで、オバマ大統領が勝利するかたちとなった。この勝利は、2012年大統領選挙に向けて、経済分野におけるオバマ大統領の重要な得点となりうる。第四は、共和党内の混乱を国民に印象づけた点である。これは、2012年の大統領選挙や議会選挙に向けて、共和党の手痛い失策となりかねない。特にベイナード下院議長の指導力については、大きな疑問が投げかけられるだろう。

給与税減税の延長問題はサスペンデッドにより先送りされただけである。オバマ大統領は一時的に勝利を収めたが、国民が支持し、共和党を説得できるような解決策を示した訳ではない。財源問題におけるイデオロギー対立は寧ろ深まっている。また、共和党が求めていたカナダとテキサス州を結ぶキーストンXL・パイプラインの建設計画を、1月18日にオバマ大統領が認可しないと発表するなど、他の分野でも両者の対立は目立つ。暫定延長が期限を迎える2月末に、問題の再燃は必至と言える。

### (2) 大統領選挙動向アップデート

現職のオバマ大統領に挑戦する共和党候補を選出する予備選が1月3日のアイオワ州党員集会を皮切りに始まった。共和党の大統領候補者は月替わり、場合によっては週替わりで、最有力候補が変わるという状況が2011年中は続いていた。しかし、ここに来て、2011年中に20%台の安定的な支持を常

<sup>1</sup> 給与税減税延長のほか、長期失業者向け失業手当の2ヶ月延長、メディケア関連の診療給付削減回避も決定された。

に獲得していたロムニー候補が抜け出そうとしている。

ロムニー候補は、最初のアイオワ州（1月3日）で僅差ながら勝利、従前から有利と考えられていたリベラルなニューハンプシャー州（1月10日）では圧勝し、序盤戦で2連勝を飾った。1月21日に行われる第三戦のサウスキャロライナ州においても世論調査でトップを走っている。全国ベースの支持率も、これまで超えられなかった30%の壁を抜けてきた。ロムニー候補の躍進は、これまで「ロムニー以外 ABR：anyone but Romney」で支持候補を変えてきた保守派層が、予備選がついに始まったことからオバマ大統領と互角に戦える候補選びという現実路線へ方針を変更しつつあることが背景と考えられる。但し、アイオワ州では、それまで泡沫と考えられていたサントラム候補がロムニー候補に肉薄、またリバタリアンのポール候補が2割超の得票をアイオワ州とニューハンプシャー州とともに確保するなど、保守派層の方針が固まったわけではない。サウスキャロライナ州では、昨年11月に躍進したものの12月に失速したギングリッチ候補が、世論調査で2位につけてもいる。未だ、ロムニー候補の独走には至っていないと言える。

伝統的に保守的とされるサウスキャロライナ州でロムニー候補が圧勝すれば、共和党の大統領候補として事実上確定するかも知れない。勝ち馬に乗るかのごとく、保守派層の票が一気になだれ込む可能性があるためである。一方、ロムニー候補以外の保守派が善戦すれば、混戦が続くという逆のシナリオも十分にありうる。

### 共和党予備選の進捗状況

総代議員数2,286、過半数1,144		ロムニー	サントラム	ポール	ギングリッチ	ペリー	合計
01/03 アイオワ	得票率	24.6	24.5	21.4	13.3	10.3	100
	獲得代議員数	13	12	0	0	0	25
01/10 ニュー ハンプシャー	得票率	39.3	9.4	22.9	9.4	0.7	100
	獲得代議員数	7	0	3	0	0	12
01/21 サウス キャロライナ	世論調査	32.4	14.6	14.0	22.2	5.6	100
	獲得代議員数	-	-	-	-	-	25
01/31 フロリダ	獲得代議員数	-	-	-	-	-	50
01/31 ネバダ	獲得代議員数	-	-	-	-	-	28
獲得代議員数	比率	54.1	32.4	8.1	0.0	0.0	100
	実数	20	12	3	0	0	37

※すでに撤退した候補は除いている。

(出所)RCP, Washington Post, Gallup

## 2. 金融政策動向

### (1) 1月 FOMC プレビュー

2012年最初の FOMC が 1月 24～25 日に開催される。今回の FOMC は、いつにも増して、注目ポイントが多い。

第一に、地区連銀総裁が年初に輪番制により入れ替わった後、初めての FOMC となる。メンバー構成の詳細については、掲載の表及び過去レポート<sup>2</sup>を参照頂きたいが、一言でいえば、2011年に比べ、タカ派が減り、中間派が増えている。タカ派のリッチモンド連銀ラッカー総裁がアクションを起こす可能性は低いものの、ハト派が、後述する Fed の「FOMC の長期目標と金融政策ストラテジーの提示」を受けて、これまで見送ってきた緩和提案を行うか否かが注目される。

第二に、1月の FOMC では、通常の金融政策決定に加え、年 4 回の経済見通し (SEP: The Summary of Economic Projection) も公表される。また、昨年 12 月 13 日の FOMC 議事要旨 (1 月 3 日公表) が明らかにしたように、今回から SEP に政策金利見通しが追加される。1 月 4 日に NY 連銀が公表したプライマリーディーラー向けアンケートの結果が示すように、市場の初回利上げ予想は 2014 年半ばとなっているが、FOMC 参加者の政策金利予想が、そうした市場予想との対比で強気なのか弱気なのか今後の金融政策を占う上で極めて重要である。

第三に、おそらく長期的には金融政策を考える上で、これが最も重要と考えられるが、デュアルマナデートと整合的なかたちでの「FOMC の長期目標と金融政策ストラテジーの提示」が行われると見込まれる。当該草案は、コミュニケーションに関する小委員会から昨年 12 月の FOMC で示されていたが、要修正として差し戻された。1 月 FOMC では正式決定に至る見込みである。従前から、ハト派は、SEP での政策金利予想提示に加え、この透明性向上策が実施された後こそ、追加的な金融緩和の効果が高まると主張していた。そのため、1 月以降の FOMC において、追加緩和の提案に踏み切る可能性がある。

### FOMC の投票権者

	2011年10名	2012年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 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 ブロッサー・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 ハト派寄りの中間派 タカ派

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

<sup>2</sup> 2011年12月7日付 Economic Monitor 「[2012年のFOMC](#)」。

第四に、住宅市場に関する金融政策動向が注目される。Fedは、住宅市場の低迷が現在の景気回復を脅かす可能性が高いと判断しており、本来の管掌を逸脱するかたちで、1月4日に住宅市場改革に向けた文書<sup>3</sup>をバーナンキ議長名で議会へ提出した。当該文書の中でFedは①市場への住宅過剰供給、②住宅ローンにおける信用供給の低迷、③差し押さえ手続きの問題などを指摘し、そうした問題の改善のために公的部門の関与拡大を求めている。またデューク理事やラスキン理事、NY連銀のダドリー総裁らが、講演などで住宅市場改革の重要性を繰り返し訴えている。Fedが、あえて自らの管轄外である住宅政策に関して提言するのは、住宅政策の不備によってFRBの低金利政策が十分に効果を発揮していないとの強い思いがあるためである。問題は、こうした主張と、従来からNY連銀ダドリー総裁が主張してきたMBS買い入れ策との関係である。政府が、住宅市場改革を進め、Fedが側面支援するかたちでMBS買い入れを行うことが、本来は望ましい。しかし、選挙の年にあたる今年に政府に迅速な行動を期待するのは困難である。加えて、こうしたFedの動きを越権行為として批判する議会側の動きもある。ダドリー総裁は、政府の動きに関わらず、Fedは金融緩和すべきとしているが、ある意味でムダ撃ちになりかねないMBS買い入れを、他のFOMC投票権者がどう評価するかは不透明と言える。

以上の4つのポイントを踏まえ、1月のFOMCを予測したい。まず、金融政策については現状維持を見込む。FF金利誘導目標の据え置きは当然だが、新たな量的緩和やMBS買い入れなどの措置も講じられないと考えている。但し、SEPで政策金利予想が公表される関係から、時間軸文言は修正されると見込まれる。タカ派のプロッサー総裁が指摘するように「少なくとも2013年半ばまで」とする現行時間軸の具体的な時期表現が取り下げられる可能性があるだろう。1月FOMCにおいて、ダドリー総裁らハト派がMBS買い入れなどの緩和提案を行う可能性は否定しないが、FOMC投票権者による1月前半の経済見通し講演を読む限り、中間派が追加緩和に大きく傾いているとまでは判断されない。アトランタ連銀のロックハート総裁が1月11日の講演で追加緩和に対するスタンス明確化を避けたことが象徴するように、他のクリーブランド連銀ピアナルト総裁やサンフランシスコ連銀ウィリアム総裁も含め、中間派のほとんどは現時点での追加緩和実施について積極的とまでは言い難いだろう。また、MBS買い入れについて、政府による住宅政策との整合性やクレジット市場への介入という観点から十分に検討されたとも判断されない。追加緩和提案については、更なる検討が必要と判断されるのではないだろうか。

SEPについては、成長率とインフレ率の見通しは前回11月から微修正に留まると考えられる。注目点は、新たに公表される政策金利予想である。インフレ安定の下での失業率高止まりとの予想に基づけば、初回利上げは2014年以降との見通しがFOMC参加者から示される可能性が高いだろう。

予想が難しいのが、FOMCの長期目標と金融政策ストラテジーの提示である。セントルイス連銀のブラード総裁は年明けのBloomberg Radio出演に際し、インフレターゲットに近いかたちでの提示を示

## FOMCのスケジュール

2012/1/24-25	SEP,記者会見
2012/3/13	
2012/4/24-25	SEP,記者会見
2012/6/19-20	SEP,記者会見
2012/7/31	
2012/9/12	
2012/10/23-24	SEP,記者会見
2012/12/11	

※FOMCは年8回、SEPと記者会見は年4回。

### (出所)Fed

<sup>3</sup> “The U.S. Housing Market : Current Conditions and Policy Considerations” Jan 4, 2012, FRS

唆したが、コミュニケーションに関する小委員会の結論は不明である。数値目標が入るとすればインフレ率に限られ、均衡水準が人口動態などに影響を受ける失業率が盛り込まれないことまでは予想できるが、どの程度明確にインフレ率をターゲットとして明記するのか、またデュアルマンドートとの関係をどう表現するのかは、蓋を開けてみるまでは分からないと言わざるを得ないだろう。

FOMC参加者の2011年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。

(2) 2006年 FOMC での住宅市場に関する議論

Fed は、FOMC の詳細な議事録 (Transcript) を 5 年経過した後に公表することが定められており、1 月 13 日には 2006 年に行われた 8 回の FOMC の議事録が公表された。2006 年は、経済的にみれば住宅バブル崩壊の初期局面であり、Fed の人事面ではグリーンズパン前議長が退き、現在のバーナンキ議長が就任した年に当たる (1 月までグリーンズパン議長、3 月以降はバーナンキ議長となる)。その後、米国経済が住宅バブル崩壊と金融危機に見舞われたことが示すように、現在から見れば、つまり後講釈すれば、FOMC 参加者の住宅バブル奉加に関するリスク認識は明らかに不十分であったと言える。もちろん、そうした不十分な認識は、米国の民間エコノミストや他地域のエコノミストの多くに共通したものであり、FOMC 参加者のみを責めるわけにはいかないだろう。ただ、将来のためには、当時の認識の何が間違っていたのかを、議論の記録と経済動向に照らし、確認する必要がある。

まず、当時の米国経済の状況を確認しよう。本来は、当時の政策担当者がリアルタイムで接していた経済データに基づくべきである。ただ、その場合には時系列での表示が困難になることもあり、現在の経済指標に基づき、簡単に動向を振り返る。

2006 年の実質 GDP 成長率は 2.7% と 2005 年の 3.1% から減速したものの、ほぼ潜在成長ペースを維持した。後述するように Fed が 2004 年 6 月から 2006 年 6 月まで 425Bp の利上げを行ったことを踏まえれば、成長率の低下は当然とも言えるだろう。但し、2006 年後半は 7~9 月期に前期比年率 0.1% とほぼゼロ成長にとどまるなど、米国経済は停滞気味であった。非農業部門雇用者数は 2006 年に月

当たり 17.3 万人増加した。増加幅は 2005 年の 20.8 万人から縮小しており、成長率の推移に整合的である。四半期で見ても、概ね安定的な増加が続いている。一方、本稿の主題である住宅市場は 2006 年にはすでに反転し、バブル崩壊の初期局面に入っていた。但し、2006 年の悪化ペースは、2007 年以降に比べれば緩やかである。中古住宅販売は 2005 年 7~9 月期をピークに減少へ転じたが、四半期毎の減少率は前期比年率で 1 割程度と 2007 年以降の 2~3 割に比べればマイルドと言える。また、住宅販売の減少にやや遅行して、住宅価格は 2006 年 4~6 月期をピークに低下へ転じたが、低下ペースが加速するのは 2007 年 7~9 月期以降である。

CPI を前年比で見ると、ヘッドライン CPI は 2006 年前半に 4%程度で推移した後、エネルギー価格が一旦ピークアウトしたのに伴い 2%程度まで急低下している。その一方で、2006 年半ばにコア CPI が 3%近くまで上昇しており、タカ派がインフレ警戒度合いを強めることになった。

最後に、金融政策は 2004 年 6 月から始まった毎回 25Bp の利上げプロセスにあった。FF 金利の誘導目標は、グリーンズパン議長により 2006 年 1 月に 4.50%へ引き上げられた後、バーナンキ議長によって 6 月まで更に 3 回引き上げられ 5.25%となった。Fed は 8 月の FOMC でインフレリスクへの警戒を残しつつ、金利据え置きへ転じ、2006 年内は 5.25%を維持した。利下げへ転じるのは 2007 年 9 月である。



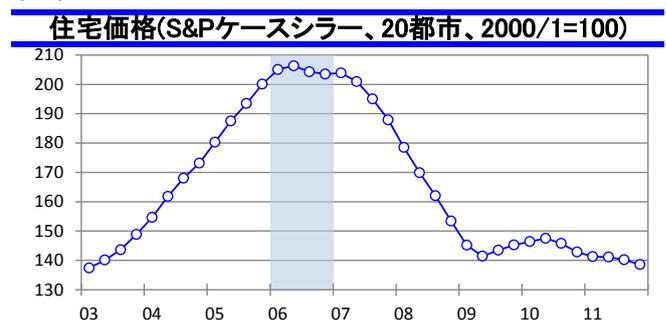
(出所)CIEC Data



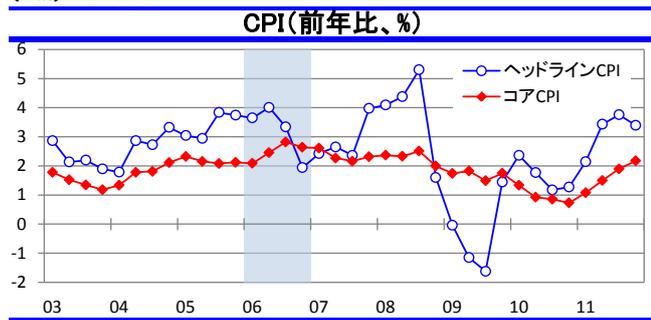
(出所)CIEC Data



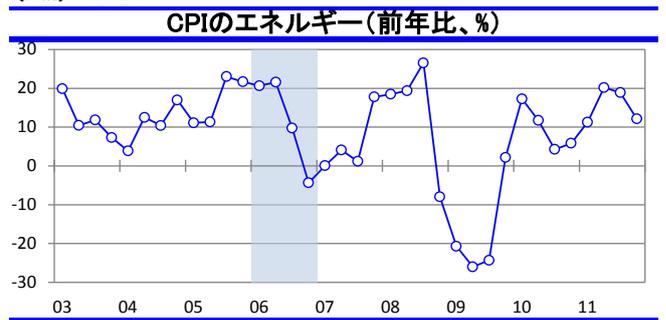
(出所)CIEC Data



(出所)CIEC Data



(出所)CIEC Data

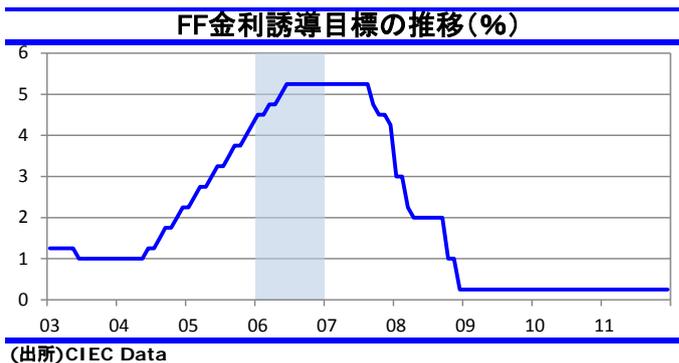


(出所)CIEC Data

以上の経済及びインフレ動向を踏まえたうえで、住宅市場に関する FOMC 参加者の認識をバーナンキ議長の発言を中心に振り返る。下段の表に示したのが、バーナンキ議長の住宅市場に関する主要なコメントの抜粋である。

表から読み取れるように、2006 年前半において、バーナンキ議長は、住宅市場の調整は不可避であるが、調整自体は健全なもの (healthy thing) と

して肯定しつつ、その経済への影響は住宅以外の分野の好調により十分吸収できると論じている。年  
央以降は住宅投資の減少に対して警戒感を強め、1)住宅市場調整の深度に関する不確実性や 2)資産価  
格調整 (asset-price correction) の問題点、3)住宅市場の調整が個人消費などに及ぼす影響 (spillover  
effect) などを重ねて強調したが、それでも米国経済がソフトランディングするとの認識は維持した。  
 結局のところ、不動産価格の調整が、経済全体に及ぼす影響の深刻さを十分には認識していなかったと指摘できるだろう。もちろん、バーナンキ議長の発言に加え、5月 FOMC でのバイス理事 (当時、2007 年退任) によるネガティブ・アモチゼーションが家計に及ぼす問題の声高な指摘や、8月 FOMC でのサンフランシスコ連銀のイエレン総裁 (当時、現在は Fed 副議長) による住宅市場の減速が「望ましくない住宅市場の低迷 (unwelcome housing slump) につながる可能性への言及など、多くの



## 住宅市場に関するバーナンキ議長のコメント

開催月	バーナンキ議長のコメント
3月	I agree with most of the commentary that the strong fundamentals support a relatively soft landing in housing. I think we are unlikely to see growth being derailed by the housing market, but I do want us to be prepared for some quarter-to-quarter fluctuations.
5月	So far we are seeing, at worst, an orderly decline in the housing market. some correction in this market (housing market) is a healthy thing.
6月	[T]he (housing market) cooling is an asset-price correction. Like any other asset-price correction, it's very hard to forecast, and consequently it is an important risk and one that should lead us to be cautious in our policy decisions
8月	At least three dimensions of the housing sector provide significant uncertainty...The first is the extent to which sales, starts, and permits will decline...[s]econd, associated with that consideration is a lot of uncertainty about housing prices...a third element... there is the possibility that housing will have a stronger effect on consumption than we now expect.
9月	[T]here are two issues...[t]he first is how severe the contraction in housing will be... [t]he second issue is how much spillover there will be from any housing correction to the rest of the economy. I agree that the economy except for housing and autos is still pretty strong, and we do not yet see any significant spillover from housing.
10月	But it's important to point out that, even if we see some stabilization in starts and permits, a lot of inventory is still out there, and there's going to be an inventory correction process that could be quite significant. However, the effects on GDP, because the correction is still significant, are not trivial, but they are also not that large.
12月	So like most people around the table, I think that a soft landing with growth a bit below potential in the short run looks like the most likely scenario. [I]f people thought that prices were going to fall much more, then they would be very reluctant to buy. [W]hen starts stabilize, there are going to be ongoing effects on GDP and employment. On the GDP side, it takes about six months on average to complete residential structures. Therefore, even when starts stabilize, we're going to continue to see declines in the contribution of residential construction to GDP.

(出所) Fed

FOMC 参加者が住宅市場の調整に対しての懸念を折に触れて示していた。しかし、そうした指摘が、金融政策の変更にまでつながるような動きには残念ながら至らなかった。

ただ、FOMC参加者が住宅市場の調整が経済全体に及ぼす影響の深刻さを理解していたとしても、住宅バブルがすでに頂点に達した後の 2006 年時点で金融政策に新たに何の貢献が出来たかは、正直言って難しい問題である。2007 年前半まで雇用者数の堅調な拡大が続いたことを踏まえれば、バブル崩壊による悪影響を軽減するために早いタイミングで積極的な金融緩和への転換を行うことは相当に困難だったと言える。また、そもそも、金融緩和によって住宅バブル崩壊を防げるものではない<sup>4</sup>。後講釈になるが、2006年時点で必要だったのは、今年1月4日に議会向けの文書でFedが示したような、住宅市場への政府介入強化やモーゲージに関するルール整備など金融政策以外での対応であったように思われる。そうした政府介入により、モーゲージのデフォルトが多少なりとも秩序だったかたちで進み、住宅市場への過剰在庫流入が抑制されれば、住宅価格の下落も限定的なものに留まり、家計の過剰債務問題も今ほどには深刻な状況には至らなかった可能性があるだろう。

---

<sup>4</sup> 可能だったかもしれないのは、是非は別として、住宅市場の不振を補う新たなバブルを生み出すことであろう。但し、住宅市場の調整を健全なもの、もしくは不可避なものとする時点で、その選択肢は消える。

## 3. 経済動向分析

### (1) 2011年10～12月期成長率予想アップデート

11月及び12月の経済指標発表を踏まえ、2011年10～12月期の実質GDP成長率の予想をアップデートする（公表は1月27日）。前回12月の米国経済情報では主として10月の経済指標を踏まえ10～12月期を4.0%の高成長と予想したが、その後発表された統計は個人消費関連こそ好調だったものの設備投資、在庫、財政、輸出入関連が軒並み低調だった。そのため、10～12月期の成長率予想を2.6%へ引き下げる（7～9月期成長率実績は1.8%）。

詳細は後述するが、10～12月期に家計部門は好調に推移したと判断される。年末商戦の好調を受けて個人消費が7～9月期の前期比年率1.7%から2.6%へ伸びを高め、住宅投資も3四半期連続で拡大し、成長に寄与したと見込まれる。一方、世界経済の減速を受けて輸出は鈍化、また先行きの不透明感を反映し設備投資が横ばい程度にとどまり、家計部門による押し上げを減じてしまった模様である。また、設備投資と同じく、先行きに対する不透明感を映じて、在庫投資の積み増し度合いも当初想定を下回ったと考えられる。

なお、10～12月期の個人消費の高い伸びは持続的ではないと当社では判断しており、四半期ベースでは2012年1～3月期には再び成長ペースが低下する可能性が高いと予想している。また、今回の10～12月期成長率予想を踏まえても、暦年の成長率見通しの変更はない。当社は米国経済の成長率を2011年1.7%、2012年2.1%、2013年2.3%と見込んでいる。

### (2) 雇用情勢は底堅さを増す

米国の非農業部門雇用者数（NFP：Non-Farm Payroll）は12月に増勢が加速した。NFPは、10月分が前月差+10.0万人から+11.2万人へ上方修正、11月分は+12.0万人から+10.0万人へ下方修正された後、12月は+20.0万人へ増加幅が拡大している。20万人以上の増加は9月の+21.0万人以来3ヶ月ぶりだが、9月がVerizonのストによる影響<sup>5</sup>で4.5万人程度上振れしていたことを加味すると、4月の+21.7万人以来、実に8ヶ月ぶりとなる20万人以上の増加幅である。また、民間雇用者数も、

米国経済の推移と予測（暦年）

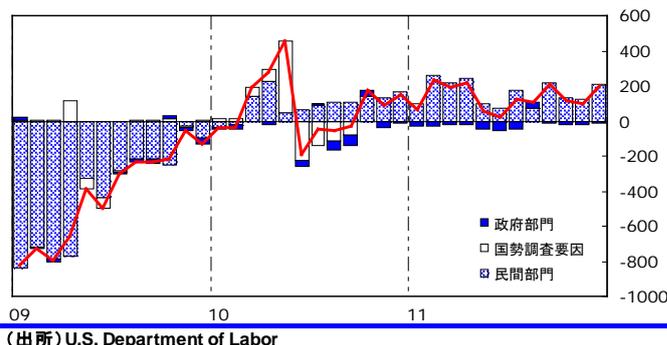
前年比,%,%Pt	2010 実績	2011 予想	2012 予想	2013 予想
実質GDP	3.0	1.7 <sup>!</sup>	2.1	2.3
個人消費	2.0	2.2 <sup>!</sup>	1.8	2.1
住宅投資	▲4.3	▲1.8 <sup>!</sup>	3.8	6.4
設備投資	4.4	8.4 <sup>!</sup>	7.7	7.1
在庫投資(寄与度)	(1.6)	(▲0.2) <sup>!</sup>	(0.0)	(▲0.0)
政府支出	0.7	▲2.0 <sup>!</sup>	▲1.9	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1) <sup>!</sup>	(0.2)	(0.3)
輸出	11.3	6.7 <sup>!</sup>	4.4	6.9
輸入	12.5	4.8 <sup>!</sup>	2.3	3.9
名目GDP	4.2	3.8 <sup>!</sup>	3.1	3.8
失業率	9.6	8.9 <sup>!</sup>	8.5	8.1
(Q4)	9.6	8.7 <sup>!</sup>	8.4	8.0
雇用者数(月変化、千人)	78	137 <sup>!</sup>	126	150
経常収支(10億ドル)	▲471	▲462 <sup>!</sup>	▲424	▲411
(名目GDP比,%)	▲3.2	▲3.1 <sup>!</sup>	▲2.7	▲2.5
貯蓄率(%)	5.3	4.4 <sup>!</sup>	3.9	2.9
PCEデフレーター	1.8	2.4 <sup>!</sup>	1.5	1.7
コアPCEデフレーター	1.4	1.4 <sup>!</sup>	1.6	1.7
(Q4/Q4)	1.0	1.7 <sup>!</sup>	1.6	1.7
消費者物価	1.6	3.1 <sup>!</sup>	1.6	1.7
コア消費者物価	1.0	1.6 <sup>!</sup>	1.7	1.7

(出所)米国商務省等資料より当社作成。

<sup>5</sup> 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。

10月分が前月差+13.4万人(修正前+11.7万人)、11月分は+12.0万人(同+14.0万人)へ修正された後、12月は+21.2万人へ増勢が加速した。非農業部門雇用者数の増加幅(月当たり換算、Verizonの影響考慮済)を四半期ベースで見ると、1~3月期+16.6万人→4~6月期+9.7万人→7~9月期+14.7万人→10~12月期+13.7万人となる。2011年の米国雇用情勢は4~6月期にやや弱含んだものの、底堅く推移したと言えるだろう。

非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

暦年で見ても、2011年の雇用者数は月当たり13.9万人増加と2010年の7.3万人増加から大きく加速している。

米国の雇用情勢は緩やかな改善基調にある。雇用情勢の改善は雇用所得環境を通じて、個人消費を押し上げ、米国経済全体を正の循環へ導くことが期待される。こうした動きは、ISM指数などが示す企業景況感の改善とも整合的である。住宅市場の低迷や長期失業問題など、構造的な課題は残るため高成長こそ望み難いものの、米国経済は緩やかな自律的回復基調にあると言えるだろう。但し、自律的とは言え、回復の勢いは未だ鈍いため、欧州債務問題など負のショックに対しては脆弱であり、先行きのリスクが下振れ方向に広がっている点には留意が必要である。

民間雇用者数の内訳を見ると、財生産部門が前月差+4.8万人(11月▲0.6万人)と大幅増加を記録、サービス部門も+16.4万人(11月+12.6万人)へ増勢を強めている。まず、財生産部門について見ると、建設業が+1.7万人(11月▲1.2万人)と3ヶ月ぶりの増加を記録、製造業は+2.3万人(11月+0.1万人)へ増勢が加速した。シェールオイル等の開発拡大を反映して鉱業は+0.8万人(11月+0.5万人)と安定的な増勢にある。なお、建設業の増加は一部部門に偏っており、現時点で増勢転換とは言い難い<sup>6</sup>。製造業の増加も、自動車など耐久財製造業に偏っているものの(11月+1.3万人→12月+2.3万人)、非耐久財も4ヶ月ぶりに下げ止まるなど(11月▲1.2万人→12月0.0万人)、業

## 雇用統計サマリー

	非農業部門雇用者数						失業率 (%)	労働力率 (%)		
	(千人/月)	民間								
		財生産	建設	製造	サービス	政府				
2009年	▲423	▲417	▲212	▲87	▲116	▲205	▲6	9.3	65.4	
2010年	73	94	▲1	▲15	8	94	▲21	9.6	64.7	
2011年	139	161	30	41	18	131	▲22	8.9	64.1	
2011年	1~3月期	166	191	53	8	37	138	▲26	9.0	64.2
	4~6月期	97	138	26	0	16	112	▲42	9.1	64.1
	7~9月期	147	155	25	9	11	130	▲8	9.1	64.1
	10~12月期	137	155	16	▲2	11	139	▲18	8.7	64.0
2011年	10月	112	134	6	▲10	10	128	▲22	8.9	64.1
	11月	100	120	▲6	▲12	1	126	▲20	8.7	64.0
	12月	200	212	48	17	23	164	▲12	8.5	64.0

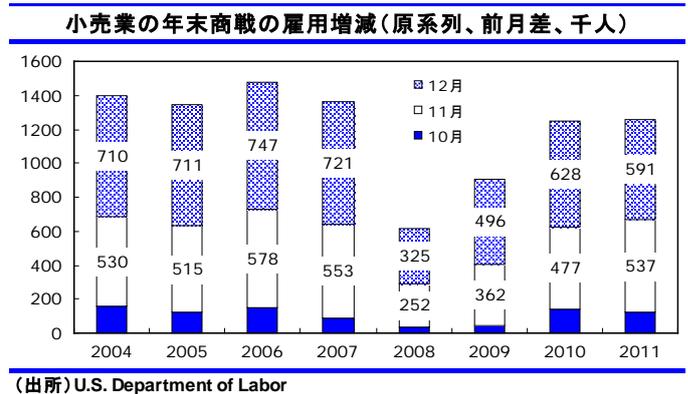
(出所) U.S. Department of Labor (注) 失業率及び労働力率の四半期及び暦年データは平均値。

<sup>6</sup> Specialty Trade Construction が前月差+1.7万人増加しているが、これはリフォームの増加等を反映している可能性がある。

種に広がりが見られつつある。なお、2011 暦年（月当たり換算）で見ると、製造業が+1.8 万人（2010 年+1.0 万人、2009 年▲11.6 万人）と小幅ながら 2 年連続、建設業は+0.4 万人（2010 年▲1.5 万人、2009 年▲8.7 万人）と実に 5 年ぶりの増加である。

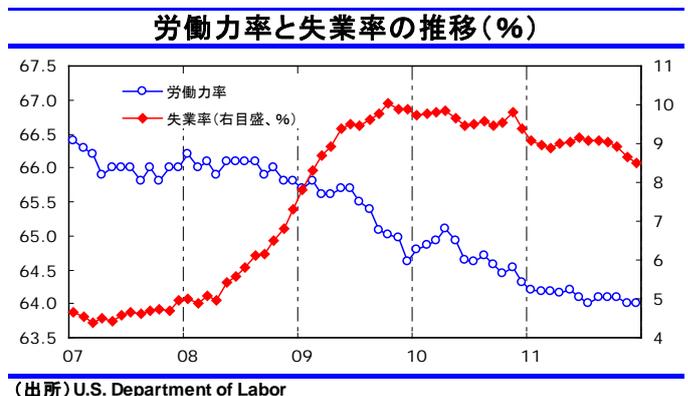
サービス部門（Verizon の影響控除済）の雇用者数は、6 ヶ月連続で 12 万人以上の増加を確保、堅調に推移している。12 月は、クリスマス商戦好調による運送需要の拡大を受けて運輸が+5.0 万人（11 月+0.3 万人）と大幅に増加したほか、11 月と同様に衣服販売を中心に小売が+2.8 万人（11 月+3.9 万人）、教育・ヘルスケアも+2.9 万人（11 月+3.3 万人）と増勢を維持した。但し、雇用情勢の先行指標とされる人材派遣が▲0.8 万人（11 月+1.1 万人）と 6 ヶ月ぶりに減少した点は、今後を考える上で若干気になる。

後述するように、2011 年の年末商戦は、12 月に幾分減速したものの底堅く推移した。年末商戦と連動する小売業の季節雇用を見ても、11 月急拡大の後、12 月にやや伸び悩んだものの、10~12 月合計では 2010 年並みの増加幅を確保している（2010 年 124.9 万人→2011 年 125.5 万人）。前述の運輸業の雇用増加と合わせて、雇用情勢からも年末商戦の好調が読み取れると言えよう。



政府部門は、10 月分が前月差▲1.7 万人から▲2.2 万人へ下方修正、11 月分は▲2.0 万人で修正無しの後、12 月は▲1.2 万人と減少幅が若干縮小した。連邦政府が+0.2 万人（11 月▲0.4 万人）と僅かながら増加、地方政府も▲1.4 万人（11 月▲1.6 万人）に減少幅が縮小している。政府部門雇用者の減少ペースは 2011 年前半に比べ幾分鈍化しているものの、減少基調が続いていると判断できる。財政赤字の削減を継続せざるを得ない下で、政府部門が雇用情勢全体を圧迫する傾向は続く見込みである。

雇用統計は、非農業部門雇用者数等と失業率等では基礎統計が異なる。12 月データの公表に際して、失業率等の家計調査部分について改めて季節調整が施され、2007 年以降のデータが改訂されている。原データの修正はなく、季節調整替えにとどまるため、大幅な変更ではないが、2009 年 10 月の失業率ピークが 10.1%から 10.0%へ、直近推移も 2011 年 9 月 9.1%→10 月 9.0%→11 月 8.6%が、9 月 9.0%→10 月 8.9%→11 月 8.7%へ改訂されているので注意されたい<sup>7</sup>。そうした季節調整の改訂を踏まえた上で、失業率等のデータを見ると、まず 2011 年 12 月の失業率は 8.5%（11 月 8.7%）へ低下した。四半期ベースの平均失業率は 2011 年 1~3 月期 9.0%→4~6 月期 9.1%→7~9 月期 9.1%→10~12 月期 8.7%、暦年平均は 2010 年 9.6%→2011 年 8.9%である（2010 年 12 月末 9.4%→2011 年 12 月末 8.5%）。12 月は雇用者数が前月差+17.6 万人



<sup>7</sup> 詳細は本レポート末尾のグラフ集を参照。

(11月+31.7万人)と6ヶ月連続で増加する一方、失業者数が▲22.6万人(11月▲43.6万人)と4ヶ月連続で減少し、失業率の低下に繋がった。但し、失業者数の減少幅が雇用者数の増加幅を上回っていることが示すように、労働力人口の減少も失業率の低下に寄与している。12月の失業率低下幅0.2%Ptのうち半分は労働力率の低下によるものである(11月64.02%→12月63.96%)。こうした労働力率の低下は、米国の潜在成長率に対し、マイナスに働くため、今後の動向には留意が必要である。

### (3) 年末商戦は12月に幾分減速も好調

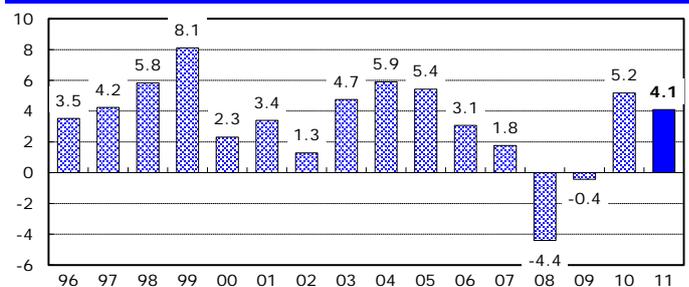
小売売上高は2011年12月が前月比0.1%と市場予想の0.3%を下回る低い伸びにとどまった。2011年の年末商戦は12月に失速気味で推移したと判断できるだろう。ただし、12月の失速は、年末商戦が始まったブラックフライデー頃に多くの関係者が予想していたものに過ぎない。

過去の実績が、11月速報段階の10月0.6%→11月0.2%から10月0.7%→11月0.4%へ上方修正されたことを踏まえれば、12月の小売売上高は、寧ろ、年末商戦が全体として好調に推移したことを示すものと解釈できる。11月速報段階の10・11月実績に12月市場予想の前月比0.3%を接続した場合、10～12月期は前期比年率7.4%となるが、今回示された10～12月期実績は、それを上回る7.9%に達した。これは、7～9月期の前期比年率4.7%を大きく上回り、2011年1～3月期の10.9%以来の高い伸びである。

また、NRF(全米小売業協会)は12月小売売上高の結果を受けて、2011年の年末商戦(Holiday Retail Sales)が予想<sup>8</sup>の前年比3.8%を上回る4.1%に達したと公表した。これは、2010年実績の5.2%には届かないものの、2010年が2009年の低い伸び(▲0.4%)の反動を含むことを考えれば、良好な内容と言えるだろう。当社試算でも、年末商戦は11月前年比4.5%が12月は3.8%へ減速したものの、減速度合いはゆるやかであり、全体としては好調だった。

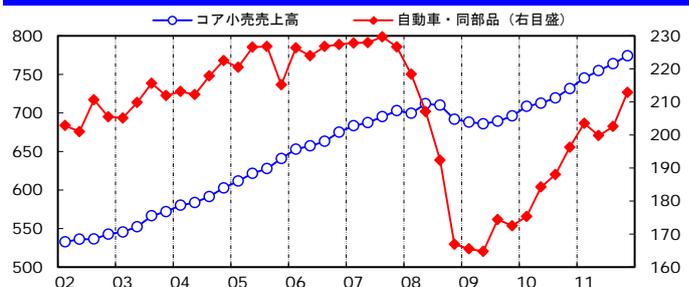
10～12月期の小売売上高の内訳をみると、全体の前期比年率7.9%(7～9月期4.7%)に対し、GDP算出に用いられる「除く自動車・建設資材」は4.8%(7～9月期4.4%)、いわゆるコア概念である「除く自動車・建設資材・ガソリンスタンド」も5.5%(7～9月期4.9%)と相対的に低い伸びにとどまった。全体とコア概念などの差異をもたらした最大の要因は、自動車販売である。自動車・同部品の売上高は前期比年率22.1%(7～9月期5.6%)と極めて高い伸びを示し、小売売上高全体を大きく押し上げた。自動車以外でも電気製品が5.5%(7～9月期2.1%)、家具も7.2%(7～9月期5.5%)と耐久財が総じて好調である。一方、衣料品は1.4%(7～9月期4.1%)

年末商戦の推移(前年比、%)



(出所)U.S. Department of Commerce, NRF

小売売上高(10億ドル)



(出所)U.S. Department of Commerce

<sup>8</sup> NRFは年末商戦予想を10月時点の2.8%から12月15日に3.8%へ引き上げていた。なお、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。

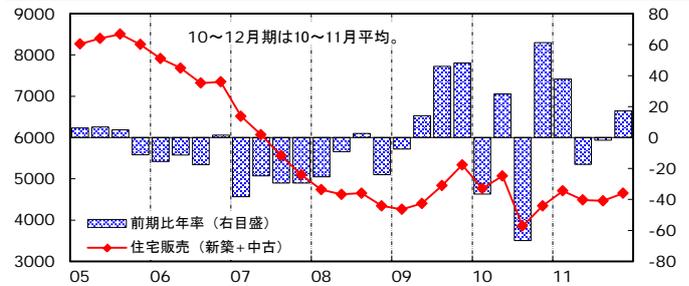
と低調、価格下落の影響もあり、ガソリンスタンドも 1.2% (7~9 月期 1.9%) へ減速した。なお、10~12 月期はインフレ率が低下しているため、実質ベースの売上高は上述の名目ベース以上に伸びが拡大した可能性が高い。2011 年 10~12 月期の個人消費は 7~9 月期の前期比年率 1.7%から加速が予想される。

## (4) 住宅投資は低水準ながら改善の動き

住宅投資は 2011 年 10~12 月期に回復傾向を維持した模様である。米国の住宅市場が概ね大底に達したとの当社見解に沿った動きと言える。但し、住宅分野の活動水準は極めて低く、また力強さにも欠ける。住宅投資は、米国経済の足を引っ張らない程度まで漸く達したに過ぎない。

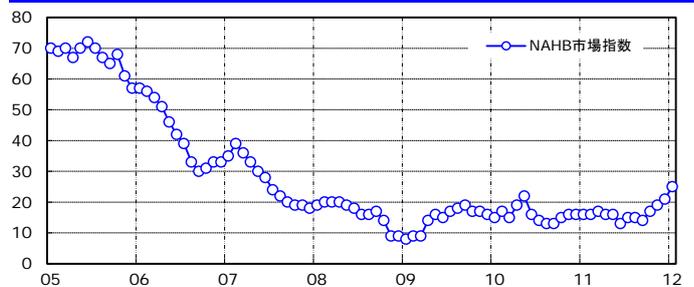
米国の住宅販売の 9 割超を占める中古住宅販売は 10~11 月平均が 7~9 月期を年率換算で 16.8% (7~9 月期前期比年率▲0.6%)、新築住宅販売も 22.6%も上回った (7~9 月期▲14.7%)。新築住宅販売の拡大を受けて、住宅着工も上向きであり、7~9 月期前期比年率 33.6%、10~12 月期 29.7%と 2 四半期連続で大幅に増加している。こうした住宅着工の持ち直しは、住宅投資の一致統計である建設支出の増加に繋がっており、民間居住用建設支出は 11 月まで 4 ヶ月連続で増加、10~11 月平均は 7~9 月期よりも年率換算で 22.1%高い水準にある。10~12 月期も住宅投資は緩やかな回復を続け、成長率を押し上げたと考えられる。先行きについても、ホームビルダーを対象とした市場動向調査である NAHB 市場指数が、2007 年以来的水準まで上昇するなど改善継続が示されている。

住宅販売動向(年率換算、千戸、%)



(出所)Department of Commerce, NAR

NAHB市場指数



(出所)NAHB

## (5) 設備投資は低調も企業部門は上向き

2011 年 10~12 月期 GDP 成長率予想の項で指摘したように、10~12 月期に設備投資は振るわなかった模様である。構築物投資は増勢を維持した模様だが、機械投資の一致指標である非国防資本財出荷(除く航空機)は 10~11 月平均が 7~9 月期を年率換算で 2.6%下回っており(7~9 月期前期比年率 17.3%)、構築物投資と機械投資の合計ではほぼ横ばいにとどまったと見込まれる。こうした設備投資の低迷には世界的な先行き不透明感の高まりが影響したと考えられる。実際、NY 連銀の製造業景況感調査にある設備投資の先行き判断指数(中立はゼロ)をみると、7 月まで 20 超で推移していたのが、8~10 月に一桁台へ低下している。こうした投資意欲の減退が 10~12 月期の設備投資低迷につながった模様である。但し、設備投資の先行き判断指数は 11 月以降再び 20 を上回って推移しており、2012 年入り後は設備投資の再加速が期待される。

設備投資意欲が再び高まっている背景には、堅調な企業活動がある。鋳工業生産は 7~9 月期前期比年率 6.3%が 10~12 月期 3.1%へ減速した。減速は、電気・ガスの生産が▲10.5% (7~9 月期 10.7%) に低迷したことや、自動車生産の伸びが 11.1% (7~9 月期 18.3%) に鈍化したことが主因である。

このうち自動車生産には二つの自然災害が影響しており、推移が大きく歪んでいる。3月の東日本大震災に伴うサプライチェーン途絶により4～6月期に落ち込み、その反動で、7～9月期は急回復を示した。さらに、10～12月期はタイの大洪水によるサプライチェーンの寸断で再び低迷している。こうした歪みを除けば、鉱工業生産は概ね回復傾向にあると言える。

こうした判断は景況感の推移からも裏付けられる。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まで低下した後、11月52.7、12月53.9と明確に上昇した（中立水準は50）。すでに1月分が公表されているNY連銀調査が更なる改善を示していることを踏まえれば（11月0.8→12月8.2→1月13.5）、年明け以降も景況感の改善は続いていると判断できる。

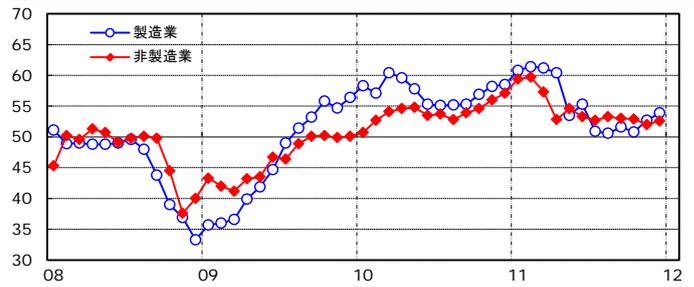
## (6) 欧州やASEAN向け輸出が低迷

米国の貿易赤字（BOPベース、年率換算）は10月に5,193億ドルと2011年の最低水準まで減少した後、11月は5,730億ドルへ拡大した。輸出が前月比▲0.9%（10月▲0.7%）と小幅ながら2ヶ月連続で減少する一方、輸入は1.3%（10月▲1.0%）と増加に転じたためである。

実質GDP成長率と関係の深い実質ベースの貿易収支を見ても、赤字幅が前月比7.8%拡大している。実質輸出が▲1.5%（10月1.4%）と減少に転じる一方、逆に実質輸入は1.2%（10月▲0.3%）と増加したためである。10～11月平均の実質貿易赤字は7～9月期平均を2%程度下回っており、若干成長率を押し上げる方向にはあるが、ほぼ横ばいの範囲である。10～12月期に純輸出は成長に対して中立となった模様である。

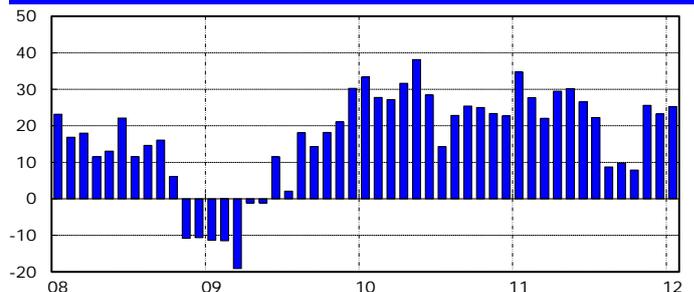
11月の名目輸出を地域別（筆者季節調整）に見ると、景気低迷が顕著なユーロ圏向けが前月比▲3.2%（10月▲0.8%）と3ヶ月連続で減少、またタイ大洪水の影響を受けてASEAN向けも▲3.3%（10月▲9.6%）と落ち込んだのが目立つ。一方、韓国（11月前月比16.4%）や中国（同3.5%）、日本（同3.4%）などの東アジア向けは、また中南米向けも好調である。世界経済の減速を受けて、米国の輸出も鈍化傾向にはあるが、

ISM調査の企業景況感(中立=50)



(出所)Institute for Supply Management

設備投資見通しDI(ゼロが中立)



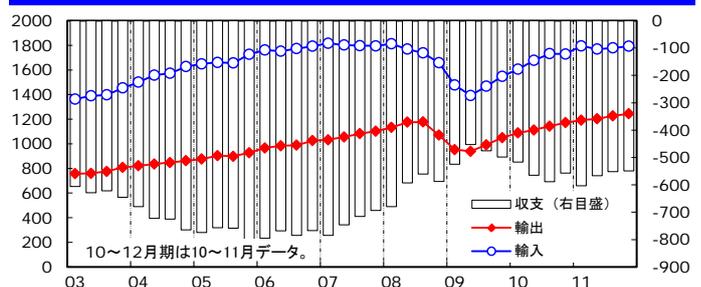
(出所)NY Fed

名目貿易収支の推移(10億ドル)



(出所)US Census Bureau

実質財収支の推移(10億ドル)



(出所)US Census Bureau

全体が極端に低迷しているわけではない。

## (7)米国のデフレリスクは高まらず

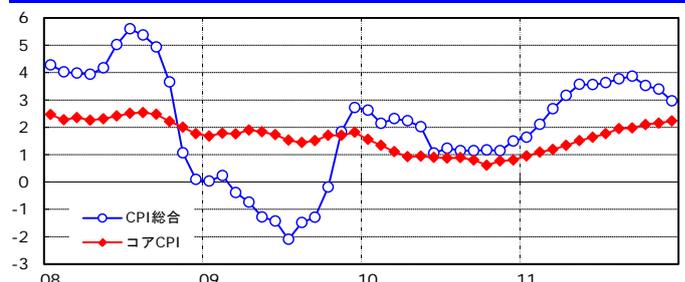
米国の2011年12月ヘッドラインCPIは前月比0.01%とほぼ横ばいに留まった。8月まで速いペースで上昇した後、10月▲0.08%→11月▲0.02%→12月0.01%と3ヶ月連続の横ばい推移である。こうした動きを反映して、前年比も9月3.9%をピークに10月3.5%→11月3.4%→12月3.0%と明確に低下している。

ヘッドラインCPIの低下に寄与したのはエネルギー価格の低下である。10月前月比▲2.0%→11月▲1.6%→12月▲1.3%と3ヶ月連続で大幅に低下し、ヘッドラインCPIを大きく押し下げた。裏を返せば、エネルギー価格以外の物価動向は安定している。エネルギーを除いたCPIは10月0.13%→11月0.15%→12月0.16%、更に食料も除いた、いわゆるコアCPIは10月0.14%→11月0.17%→12月0.15%と0.1%台半ばの上昇ペースである。なお、コアCPIは前年比で見ると、昨年の低い伸びの反動もあり、10月2.1%→11月2.2%→12月2.2%とむしろ若干伸びを高めている。

CPIの内訳を見ると、エネルギー以外で低下が目立つのは、12月に前月比▲0.4%（11月▲0.3%）と4ヶ月連続で低下した自動車である。自動車価格は日本の東日本大震災による供給不足を受けて急上昇した後、供給制約の緩和により現在は下落基調にある。季調値の指数水準で見ると3月98.2が8月101.3まで上昇した後、12月に99.9まで低下したが、まだ多少の低下余地があると考えられる。逆に上昇が顕著なのは住居の賃貸料である。モーゲージのデフォルトと住宅価格の下落を受けた米国家計の貸家志向の強まり等を映じて、賃貸料は前月比0.2~0.4%の高めの伸びが6ヶ月も続いている。こうした賃貸料の上昇は、サービス価格（除くエネルギー）が高めの伸びを維持している一因でもある。

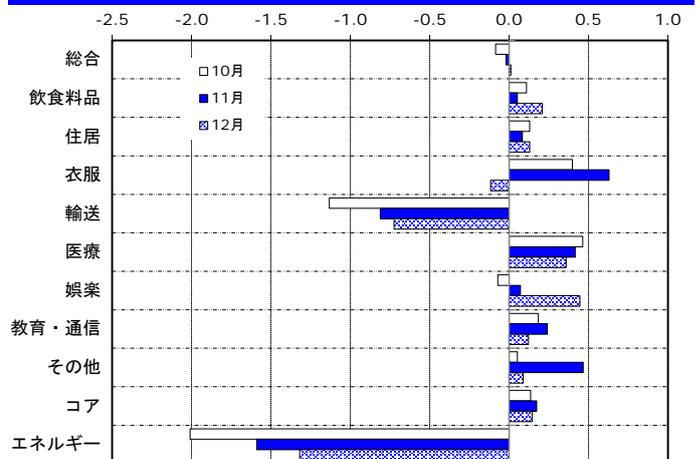
インフレのトレンド指標を見ると、①刈り込み平均CPIは10月前月比年率1.4%→11月1.0%→12月1.5%、②CPI中央値が2.3%→1.1%→2.9%、③粘着価格CPIも2.5%→2.3%→2.7%と、むしろ12月に伸びが幾分か高まった。12ヶ月前比<sup>9</sup>でも①刈

CPIの総合とコア(前年比、%)



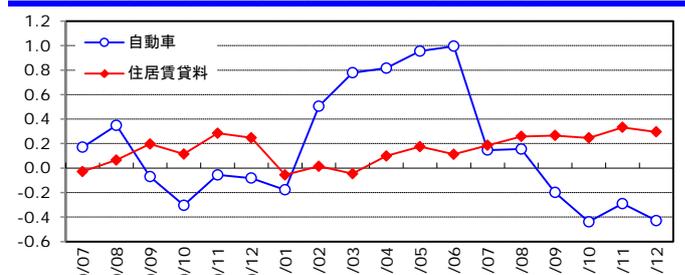
(出所) Department of Labor

直近3ヶ月のCPI推移(前月比、%)



(出所) CEIC Data

自動車価格及び住居賃貸料の推移(前月比、%)



(出所) CEIC Data

<sup>9</sup> 季調値ベースのため、前年比ではなく12ヶ月前比と表記。

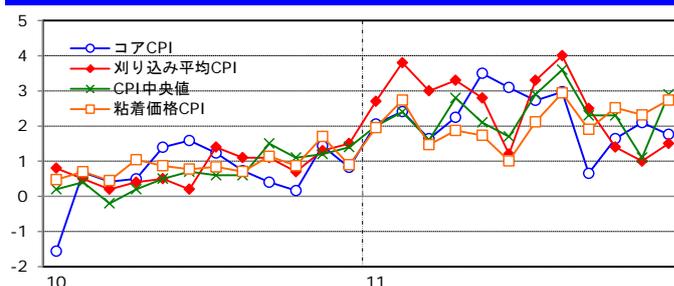
りこみ平均CPIが3ヶ月連続の2.5%、②CPI中央値は10月2.2%→11月2.2%→12月2.3%、③粘着価格CPIも1.9%→2.0%→2.1%と伸びが若干高まる傾向にある。

長期のインフレ動向を左右するインフレ期待については、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12月まで3ヶ月連続で金融危機後の最低水準である2.7%で推移した後、2012年1月は2.8%へ若干上昇した。また、金融市場の期待インフレ率を示すBEI（ブレイクイーブン・インフレ率）は10年が2.0%前後、20年も2.1%前後で安定的に推移している。

こうしたデータを総合すると、まず、米国のインフレ率はエネルギー価格の低下に伴い、ピークアウトしたと判断できる。これは家計の可処分所得を圧迫してきたインフレ昂進の解消を意味し、10～12月期の個人消費が堅調に推移した一因にもなったと考えられる。その一方で、コア指標やトレンド指標の上昇、そして期待インフレ率の安定は、デフレ圧力が強まっているわけではないことも示唆している。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っている。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。

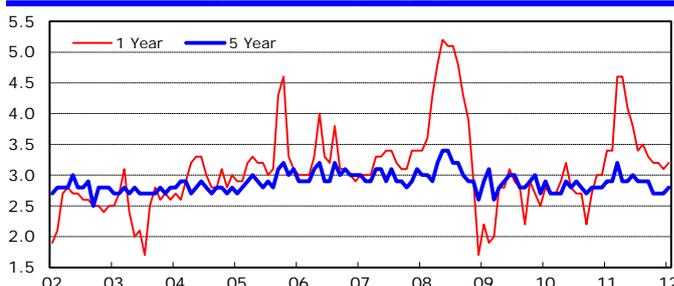
なお、個別の価格動向で懸念されるのは、住居の賃貸料上昇である。中古住宅市場へ大量の在庫流入が続いている下での賃貸料上昇は、持家と貸家の間での利用形態変更という調整メカニズムが現在の住宅市場では十分に機能していないことを意味する。調整メカニズムの不備は、住宅価格下落により家計の純資産が圧迫されると同時に、賃貸料によるフロー負担も増大することに繋がる。こうした認識が、1月4日にFedが住宅市場改革案を議会に示した理由の一つである。

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

## 【米国主要経済指標】

	Q1-11	Q2-11	Q3-11	Q4-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11
	注記がない限り前期比年率(%)				注記がない限り前月比(%)			
名目GDP	3.1	4.0	4.4					
実質GDP	0.4	1.3	1.8					
個人消費	2.1	0.7	1.7					
住宅投資	▲2.5	4.2	1.2					
設備投資	2.1	10.3	15.7					
政府支出	▲5.9	▲0.9	▲0.1					
輸出	7.9	3.6	4.7					
輸入	8.3	1.4	1.2					
経常収支(10億ドル)	▲120	▲125	▲110					
名目GDP比(%)	▲3.2	▲3.3	▲2.9					
	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	5.2	2.7	0.4		0.1	0.2	▲0.0	
消費者信頼感	66.9	61.8	50.3	53.5	46.4	40.9	55.2	64.5
小売売上高	10.9	4.7	4.7	7.9	1.3	0.7	0.4	0.1
除く自動車、ガソリン、建設資材等	7.7	5.2	4.9	5.5	0.7	0.6	0.3	▲0.1
鉱工業生産	4.8	0.7	6.3	3.1	0.2	0.6	▲0.3	0.4
住宅着工件数(年率換算、千件)	582	572	615	657	646	628	685	657
中古住宅販売戸数	41.1	▲19.3	▲0.6		▲3.0	1.4	4.0	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.3	9.2	8.3		8.3	7.7	7.0	
非国防資本財受注(除く航空機)	0.9	20.1	8.0		1.4	▲0.9	▲1.2	
民間非居住建設支出	▲20.6	24.9	25.2		1.5	▲0.6	0.0	
貿易収支(10億ドル)	▲140	▲146	▲136		▲44	▲43	▲48	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲151	▲142	▲138		▲46	▲44	▲47	
実質財輸出	7.2	3.6	8.1		1.5	1.4	▲1.5	
実質財輸入	16.3	▲5.7	2.2		0.7	▲0.3	1.2	
ISM製造業指数(四半期は平均)	61.1	56.4	51.0	52.5	51.6	50.8	52.7	53.9
ISM非製造業指数(四半期は平均)	58.8	53.6	53.0	52.5	53.0	52.9	52.0	52.6
失業率(%)	9.0	9.1	9.1	8.7	9.0	8.9	8.7	8.5
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	166	97	147	137	210	112	100	200
民間雇用者数(前月差、千人)	191	138	155	155	220	134	120	212
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	1.8	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	2.1
消費者物価(前年比、%)	2.1	3.4	3.8	3.3	3.9	3.5	3.4	3.0
コア消費者物価(前年比、%)	1.1	1.5	1.9	2.2	2.0	2.1	2.2	2.2
PCEデフレーター(前年比、%)	1.8	2.5	2.9		2.9	2.7	2.5	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.1	1.3	1.6		1.6	1.7	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(%)	0.70	0.41	0.21	0.26	0.21	0.28	0.25	0.26
10年債利回り(%)	3.42	3.00	1.98	1.98	1.98	2.15	2.02	1.98
名目実効為替レート(1997/1=100)	96.9	95.3	98.0	100.5	98.0	98.9	99.5	100.5
ダウ工業株30種平均	12320	12414	10913	12218	10913	11955	12046	12218
S&P500株価指数	1326	1321	1131	1258	1131	1253	1247	1258

(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。見直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。