

米国経済情報

2012 年 2 月号

Summary

【内 容】

1. 経済見通し

- (1) 10～12 月期加速も
1～3 月期は再減速
- (2) 2 次推計でも変わら
ず
- (3) 2013 年も潜在成長
率に届かず

2. 金融政策動向

- (1) インフレと雇用に数
値目標を導入
- (2) 緩和方向だが次の
一手までは距離
- (3) FOMC 参加者と投
票権者のパワーバ
ランス

3. 政治動向

- (1) 給与税減税の延長
が決まる
- (2) 絵に描いた餅の予
算教書
- (3) 大統領選挙動向ア
ップデート

4. 経済動向分析

- (1) 雇用情勢は回復加
速
- (2) 年末商戦の好調は
続かず
- (3) 延滞率と差し押さえ
率の動向に留意
- (4) 企業部門は改善、
設備投資も再加速
- (5) 内外のモメンタム格
差で貿易赤字拡大
- (6) インフレ圧力が幾
分強まる

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

【経済見通し】

2011 年 10～12 月期の米国経済は年率 2.8%と高めの成長を示した。1～3 月期は成長減速が予想されるが、雇用情勢の回復加速や企業景況感の改善などを踏まえると、米国経済の回復は今後も続くと思込まれる。但し、財政赤字や住宅市場の低空飛行など国内の構造問題が引き続き成長抑制に寄与し、加えて欧州のソブリン問題を受けた世界経済の減速により輸出にも大きな期待はできないため、2%台半ばと考えられる潜在成長率には届かないだろう。当社は成長率を 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%、失業率は 2012 年 8.1%、2013 年 7.9%と予想している。

【金融政策】

Fed は 1 月の FOMC で「長期目標及び政策方針」を示し、2%のインフレ目標を導入した。但し、これはもう一方のデュアルマンドेटである「雇用の最大化」の軽視ではない。雇用についても、単一の数値基準こそ示さなかったが、SEP における長期予想が目安として掲げられている。Fed は、当面、雇用回復を重視し、経済情勢次第では追加緩和がありうるとのスタンスである。SEP の予想に比べ、初回利上げ時期が遅めとも解釈できる時間軸文言の設定も、そうしたハト派スタンスの反映と言えるだろう。しかし、FOMC 投票権者は追加緩和に過度に傾倒しているわけではなく、現状の景気回復基調が維持されれば、追加緩和策は講じられない可能性が高い。

【政治動向】

2 月 17 日に、給与税減税を 2012 年末まで延長する法案が議会で成立し、米国経済を巡る懸案事項の一つが決着した。但し、財源は担保されていない。

オバマ大統領は 2013 会計年度の予算教書において、短期的には景気対策を進め米国経済の浮揚を図る一方、長期的には財政赤字の名目 GDP 比を 3%未満に引き下げ、財政再建を目指す方針を掲げた。財政赤字削減の方策としては、高所得者向けの増税（1.4 兆ドル）や海外活動費への上限設定（0.8 兆ドル）ヘルスケア等の義務的経費削減（0.6 兆ドル）などが示されている。ただ、経済想定楽観さや個別政策の妥当性を別としても、民主党と共和党の対立が激化している政治環境を踏まえれば、今回の予算教書は実現性について絵に描いた餅の域を出ない。

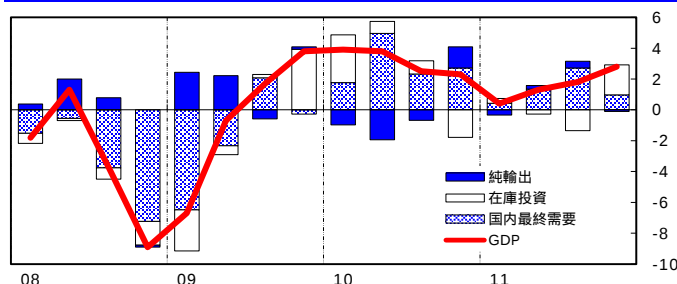
1. 経済見通し

(1) 10～12 月期加速も 1～3 月期は再減速

米国商務省が 1 月 27 日に公表した 2011 年 10～12 月期の成長率は前期比年率 2.8%と、7～9 月期の 1.8%から加速した。市場予想の 3.0%に若干の未達も、当社予想の 2.6%は小幅上回った。なお、2011 暦年の成長率は 1.7%と、2010 年実績の 3.0%から低下した。

10～12 月期の米国経済の成長加速は喜ばしいが、諸手を挙げて好感できる内容ではない。何よりも評価できないのは、在庫投資の寄与度が前期比年率で 1.94%Ptと成長の約 7 割を占める点である。もちろん、10～12 月期の在庫投資加速は、企業景況感の改善に伴う面が大きく、全てを否定的に捉える必要はない。世界経済の不透明感の高まりを受けた企業景況感の悪化が 7～9 月期の在庫投資圧縮をもたらした一方、10～12 月期は景況感の改善が在庫投資の加速に繋がったのである¹。10～12 月期の在庫投資額は年率 560 億ドルと、2010 年 1～3 月期から 2011 年 4～6 月期までの平均 539 億ドルを若干上回るに過ぎず、2011 年 7～9 月期（▲20 億ドル）と 10～12 月期（560 億ドル）の平均は 270 億ドルの低水準に留まっている。在庫率に相当する在庫残高の名目GDP比率を見ても、在庫の積み上がりは見られない。そのため、10～12 月期の在庫投資それ自体が過剰なわけではない。しかし、2012 年 1～3 月期に限れば、在庫投資による成長率押し上げが失われるのもまた

実質GDP成長率の四半期推移 (前期比年率%、%Pt)



(出所)CEIC Data

GDP成長率の四半期推移

	前期比年率 % 2011年				前期比年率・寄与度 %Pt 2011年			
	1～3月 Final	4～6月 Final	7～9月 Final	10～12月 1st	1～3月 Final	4～6月 Final	7～9月 Final	10～12月 1st
GDP	0.4	1.3	1.8	2.8	-	-	-	-
個人消費	2.1	0.7	1.7	2.0	1.47	0.49	1.24	1.45
耐久財	11.7	▲5.3	5.7	14.8	0.85	▲0.42	0.42	1.07
非耐久財	1.6	0.2	▲0.5	1.7	0.25	0.04	▲0.09	0.27
サービス	0.8	1.9	1.9	0.2	0.36	0.87	0.90	0.10
設備投資	2.1	10.3	15.7	1.7	0.20	0.98	1.49	0.18
構築物投資	▲14.3	22.6	14.4	▲7.2	▲0.40	0.54	0.37	▲0.21
機器及びソフトウェア	8.7	6.2	16.2	5.2	0.60	0.44	1.12	0.39
住宅投資	▲2.4	4.2	1.3	10.9	▲0.06	0.09	0.03	0.23
在庫投資	-	-	-	-	0.32	▲0.28	▲1.35	1.94
純輸出	-	-	-	-	▲0.34	0.24	0.43	▲0.11
輸出	7.9	3.6	4.7	4.7	1.01	0.48	0.64	0.64
輸入	8.3	1.4	1.2	4.4	▲1.35	▲0.24	▲0.21	▲0.75
政府支出	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲4.6	▲1.23	▲0.18	▲0.02	▲0.93
連邦	▲9.4	1.9	2.1	▲7.3	▲0.82	0.16	0.17	▲0.62
国防	▲12.6	7.0	5.0	▲12.5	▲0.74	0.37	0.27	▲0.73
非国防	▲2.7	▲7.6	▲3.8	4.2	▲0.08	▲0.22	▲0.10	0.11
地方政府	▲3.4	▲2.8	▲1.6	▲2.6	▲0.41	▲0.34	▲0.19	▲0.32

(出所) U.S. BEA

¹ ISM 製造業指数は 2011 年 7 月に 51.4 まで低下した後、2012 年 1 月は 54.1 まで上昇した。

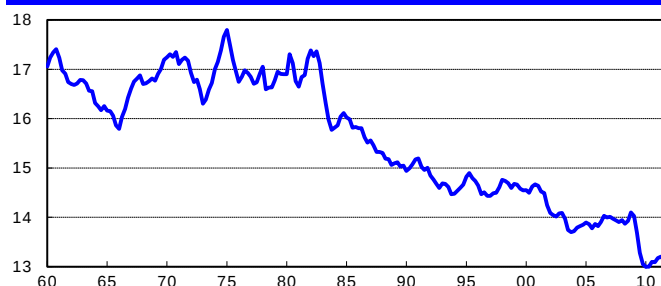
確かである（1～3月期の在庫投資額が10～12月期と同額であれば成長への寄与度はゼロとなる）。現時点で当社は、1～3月期に在庫投資は▲0.4%Ptの押し下げ寄与へ転じ、実質GDP成長率も前期比年率1.5%に低下すると予想している。

10～12月期において、在庫投資の加速と並んで目立ったのは、設備投資の減速である。7～9月期の前期比年率15.7%が10～12月期には1.7%へ急減速した。構築物投資が▲7.2%（7～9月期14.4%）と3四半期ぶりの減少へ転じ、機器・ソフトウェア投資は5.2%（7～9月期16.2%）へ減速している。但し、「4.経済動向分析」で詳述するが、景況感調査によると、企業の設備投資意欲は明確に持ち直しており、設備投資は1～3月期以降の再加速が期待できる。

外需については、輸出が前期比年率4.7%（7～9月期4.7%）と前期並みの伸びを確保する一方、在庫投資拡大と整合的なかたちで輸入は4.4%（7～9月期1.2%）へ加速した。輸入の加速により、純輸出の成長に対する寄与度は▲0.11%Pt（7～9月期0.43%Pt）と小幅ながらもマイナスへ転じている。1～3月期については海外経済の減速を受けて輸出が、また在庫投資の一巡を受けて輸入も、伸びの鈍化が見込まれる。

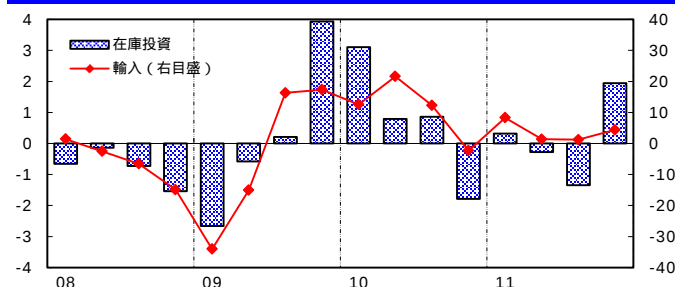
10～12月期の個人消費は、前期比年率2.0%と7～9月期1.7%から伸びが高まったものの、正直期待外れだった。年末商戦の好調を受けて耐久財消費は14.8%（7～9月期5.7%）に加速、非耐久財消費も1.7%（7～9月期▲0.5%）へ伸びを高め、財消費は5.7%と2011年で最大の伸び率を記録した。しかし、サービス消費が0.2%（7～9月期1.9%）とほぼ横ばいにとどまり、個人消費全体の増勢を減じてしまっている。内訳を見ると、耐久財消費では自動車関連（10～12月期前期比年率37.7%）が、非耐久財消費では衣料品（同3.0%）の好調が目立つ。一方、サービス消費では外食・宿泊（同6.4%）は伸びたものの、住居関連（同▲3.1%）や金融サービス（同▲3.0%）が低調に推移した。家計はサービス消費を抑制し、年末商戦で大幅にディスカウントされた財消費に資金を費やしたと推測できる。また、貯蓄率も7～9月期3.9%が10～12月期は3.7%へ低下しており、家計が従来よ

実質在庫残高のGDP比(%)



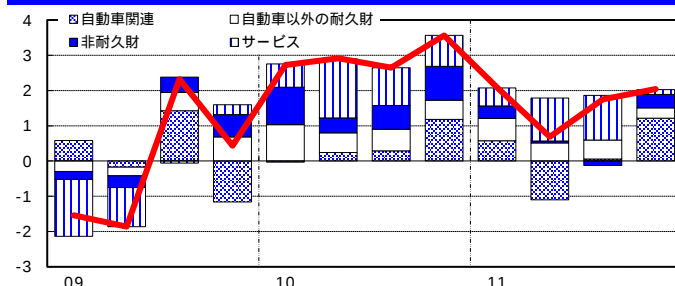
(出所) Department of Commerce

在庫投資寄与度と輸入伸び率(前期比年率%Pt, %)



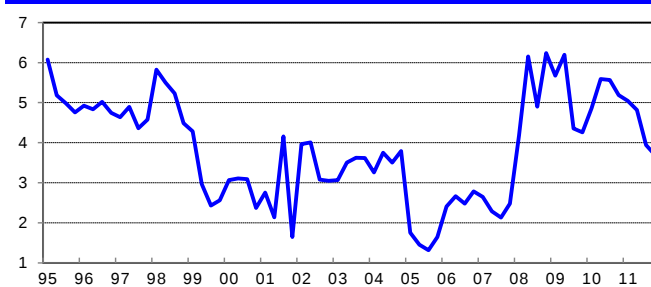
(出所) CEIC Data

個人消費の推移(前期比年率, %)



(出所) U.S. Department of Commerce

貯蓄率の推移(前期比年率, %)

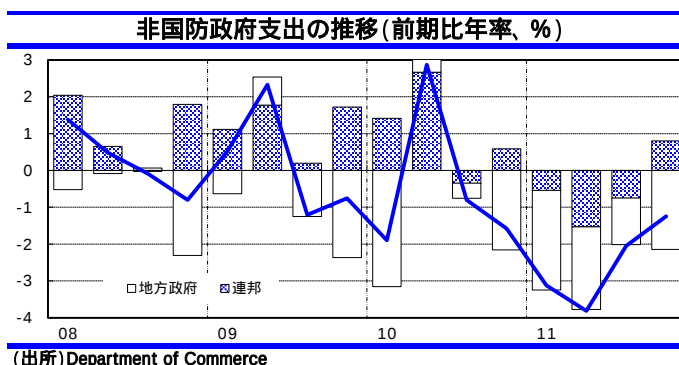


(出所) U.S. Department of Commerce

りも 10～12 月期に貯蓄を圧縮し、消費に振り向けたことも読みとれる。なお、10～12 月期は雇用者報酬が前期比年率 3.8% (7～9 月期 1.5%) へ伸びを高めている。足元の底堅い雇用情勢を考えれば雇用者報酬の増勢は今後も維持され、個人消費のサポート要因になる見込みである。

住宅投資は、10～12 月期に前期比年率 10.9% (7～9 月期 1.3%) と伸びが大きく高まり、かつ 3 四半期連続で増加した。住宅分野は、投資のみならず、販売も持ち直しの動きを見せており、全体として大底から脱し、回復へ向かいつつある。しかし、住宅分野の活動水準は未だ極めて低く、力強さにも欠ける。また、Fed が指摘するまでもなく、住宅ローンのデフォルトに伴い、住宅市場への在庫流入が続くと見込まれるなど、構造問題が解消したわけではない。住宅分野は、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ず、景気の牽引役としては当面期待できない。

政府支出は、前期比年率 ▲4.6% (7～9 月期 ▲0.1%) に減少ペースが加速した。連邦国防支出が ▲12.5% (7～9 月期 5.0%) と 3 四半期ぶりの大幅減少に転じた影響が大きい。非国防支出は、連邦が 4.2% (7～9 月期 ▲3.8%) と 4 四半期ぶりの増加へ転じる一方、地方政府は ▲2.6% (7～9 月期 ▲1.6%) と 6 四半期連続の減少を記録している。財政状況が厳しい下で、政府支出は減少基調の継続が避けられないが、ボラタイルな国防分野を除けば、足元で減少ペースが加速しているわけではない。



(2) 2 次推計でも変わらず

米国の実質 GDP 成長率は 1 次推計が公表された後、2 次推計と確定値で二度改訂される。10～12 月期の 2 次推計値は 2 月 29 日に公表されるが、関連統計を見るかぎり、GDP 成長率の大幅な修正はなさそうである。小売業売上高の遡及改訂により個人消費が、また在庫投資も 12 月分データの反映により若干の下方修正が予想される。一方、建設支出データが商務省想定より上振れたために設備投資や住宅投資が上方修正が見込まれる。下方修正と上方修正が概ね相殺し合い、10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.8% から変わらないと当社は予想する。

(3) 2013 年も潜在成長率に届かず

2011 年 10～12 月期の成長率は、冒頭で述べたとおりヘッドラインこそ当社予想を若干上回ったものの、その内容は想定から大きく乖離するものではなかった。雇用環境の緩やかな改善を踏まえれば、個人消費は緩やかな拡大が続き、景況感の改善を受けて 10～12 月期に落ち込んだ設備投資も再加速が期待できる。しかし、財政赤字や住宅市場の低空飛行など国内の構造問題が、引き続き成長抑制に寄与することに加え、欧州のソブリン問題を受けた世界経済の減速により輸出にも大きな期待はできない。そのため、雇用環境の改善に伴い、成長率は 2012 年及び 2013 年に緩やかに高まるものの、2% 台半ばと考えられる潜在成長率には届かないと予想する。成長率予想は従来から変わらず、2012 年 2.1%、2013 年 2.3%、失業率予想(暦年平均)は 2012 年 8.1%、2013 年 7.9% (10～12 月期は 2012 年 8.0%、2013 年 7.9%)。なお 1 月の雇用統計で反映された人口推計の修正を踏まえ、予想を修正している。また、潜在成長率を下回る低成長が続くため、インフレ率も低位に留まる。CPI 上昇

率は2012年、2013年共に1.7%、Fedが金融政策の目標とするPCEデフレーターは2012年1.5%、2013年1.7%と予想する。

米国経済の推移と予測(暦年)

前年比,%,%Pt	2009 実績	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質GDP	▲3.5	3.0	1.7	2.1	2.3
個人消費	▲1.9	2.0	2.2	1.8	2.2
住宅投資	▲22.2	▲4.3	▲1.4	5.6	6.4
設備投資	▲17.9	4.4	8.6	8.3	7.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.8)	(1.6)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)
政府支出	1.7	0.7	▲2.1	▲2.5	▲2.5
純輸出(寄与度)	(1.0)	(▲0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
輸 出	▲9.4	11.3	6.8	4.7	6.9
輸 入	▲13.6	12.5	5.0	2.9	3.9
名目GDP	▲2.5	4.2	3.9	3.3	3.8
失業率	9.3	9.6	8.9	8.1	7.9
(Q4)	9.9	9.6	8.7	8.0	7.9
雇用者数(月変化、千人)	▲422	86	152	165	168
経常収支(10億ドル)	▲377	▲471	▲467	▲441	▲430
(名目GDP比,%)	▲2.7	▲3.2	▲3.1	▲2.8	▲2.7
貯蓄率(%)	5.1	5.3	4.4	3.9	3.0
PCEデフレーター	0.2	1.8	2.4	1.7	1.7
コアPCEデフレーター	1.6	1.4	1.4	1.6	1.7
(Q4/Q4)	1.7	1.0	1.7	1.6	1.7
消費者物価	▲0.4	1.6	3.1	1.9	1.7
コア消費者物価	1.7	1.0	1.7	1.7	1.7

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

(注) 経常収支の2011年実績は予想作成時点で未公表。

2. 金融政策動向

(1) インフレと雇用に数値目標を導入

1月24～25日に2012年最初のFOMCが開催された。FF金利の誘導目標及び元本再投資やツイストオペこそ現行方針が維持されたが、FOMCの「長期目標及び政策方針(longer-run goals and monetary policy strategy)」に関する文書が示されるなど、新たなFOMCの幕開けを示す極めて重要な内容が多数決定されている。

最も重要な決定は、議会から課されている物価安定と雇用の最大化というデュアルマンドートに整合的なかたちで、金融政策運営において目指す最終ゴールと金融政策のストラテジーが「長期目標及び政策方針」により明示されたことであろう。まず、物価安定については「PCEデフレーターで2%のインフレ率が法的マンドートに長期的に最も整合的と判断される」と示され、数値基準を伴ってのインフレ目標が名実ともに導入された²。このインフレ目標導入を受けて、年4回の経済見通し(SEP: The Summary of Economic Projection)におけるPCEデフレーターの長期予想も、従来のレンジではなく、単一の2%表記へ変更されている³。

The Committee judges that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate.

一方、デュアルマンドートのもう一方、雇用の最大化については、雇用情勢がインフレ率と異なり非金融的要因に大きく依存するため、単一の数値基準は明記されず、SEPにおける長期予想(1月予想5.2～6.0%、詳細は表を参照)がデュアルマンドートに適用とされた。

ここで注意すべきは、Fedがインフレ目標を導入したことは確かに重要だが、「雇用の最大化」を軽視したわけではない点である。雇用(失業率)に数値基準が導入されなかったのは、その重要度が低いからではなく、非金融的要因に左右され、金融政策運営における固定数値基準にそぐわないために過ぎない。

FOMCの「長期目標及び政策方針」において、今後の具体的な金融政策運営を考える上で注目されるのは、政策運営のストラテジーが明示された点である。同文書では、金融政策運営においては「インフレ率の長期目標からの、及び雇用情勢の長期予想からの逸脱を減じることを追及する」との基本原則を示した上で、インフレと雇用が補完し合わない(not complementary)場合、つまり二つの政策目標達成のための政策運営が相反する場合には、両者の(目標などからの)逸脱度合いと時間軸の相違を踏まえて、バランスのとれたアプローチを講じるとした。

In setting monetary policy, the Committee seeks to mitigate deviations of inflation from its longer-run goal and deviations of employment from the Committee's assessments of its maximum level. These objectives are generally complementary. However, under circumstances in which the Committee judges that the objectives are not complementary, it follows a balanced approach in promoting them, taking into account the magnitude of

² 「長期目標と政策方針」は毎年1月に見直しされる。

³ 11月SEPでは1.7～2.0%だった。

the deviations and the potentially different time horizons over which employment and inflation are projected to return to levels judged consistent with its mandate.

認識する必要があるのは、Fed は数値基準を伴うインフレ目標を導入したが、今回示された政策方針に基づき、現在の経済環境を評価すれば、金融政策においてはインフレよりも雇用の優先順位が高いと考えられる点である。すなわち、後述するように PCE デフレーターは SEP において 2012 年 1.4 ~ 1.8%、PCE デフレーターの先行きを考える上で重要なコア PCE デフレーターも 1.5 ~ 1.8% と予想されており、インフレ目標の 2% からの乖離はわずかである。一方、失業率は 2012 年に 8.2 ~ 8.5% と予想され、長期予想の 5.2 ~ 6.0% から大きく乖離したままである。こうした雇用面の乖離を重視して、Fed は、今回 1 月の金融政策決定ステートメントにおいて、「物価安定という文脈の中でより強い景気回復を促進するために政策手段を実施する用意がある」としていた従来文言よりも幾分方向性を明確化して「金融政策において非常に緩和的なスタンスを維持する方針である」と述べたのである。

To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with the dual mandate, the Committee expects to maintain a highly accommodative stance for monetary policy.

(2) 緩和方向だが次の一手までは距離

こうした長期目標や政策運営の枠組みを踏まえて、SEP やステートメントの他の部分を読むと、Fed の目指すところが、より良く理解できる。まず、SEP で示された成長率見通し（中心傾向値、Central tendency）は、欧州ソブリン問題など海外からの逆風の強まりを踏まえ、2012 年が 11 月時点の 2.5 ~ 2.9% から 2.2 ~ 2.7% へ、2013 年は 3.0 ~ 3.5% から 2.8 ~ 3.2% へ下方修正された。失業率予想は 2012 年が 8.2 ~ 8.5%（11 月時点 8.5 ~ 8.7%）、2013 年は 7.4 ~ 8.1%（11 月時点 7.8 ~ 8.2%）へ下方修正（良好な方向へ修正）されたが、あくまでも 2011 年終盤の予想外の急低下を反映したに過ぎず、ポジティブな修正と認識すべきでないだろう。一方、PCE デフレーター見通しは成長率見通しの下方修正に伴う需給ギャップ悪化を踏まえ、2012 年が 1.4 ~ 1.8%（11 月時点 1.4 ~ 2.0%）へ小幅ながら下方修正されている。既に述べたとおり、雇用の長期予想からの乖離が極めて大きく、かつ、雇用情勢と連動する成長率見通しを下方修正したために、今回から SEP に追加された FOMC 参加者が適切と考える金融引き締め開始時期（Appropriate Timing of Policy Firming）は、2014 年

FOMC参加者の2012年1月見通し

(%)	2011	2012	2013	2014	Longer run
成長率	-	2.2 ~ 2.7	2.8 ~ 3.2	3.3 ~ 4.0	2.3 ~ 2.6
11月見通し	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
失業率	-	8.2 ~ 8.5	7.4 ~ 8.1	6.7 ~ 7.6	5.2 ~ 6.0
11月見通し	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
PCEデフレーター	-	1.4 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0	2.0
11月見通し	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
コアPCEデフレーター	-	1.5 ~ 1.8	1.5 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0	-
11月見通し	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	-	-

(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。

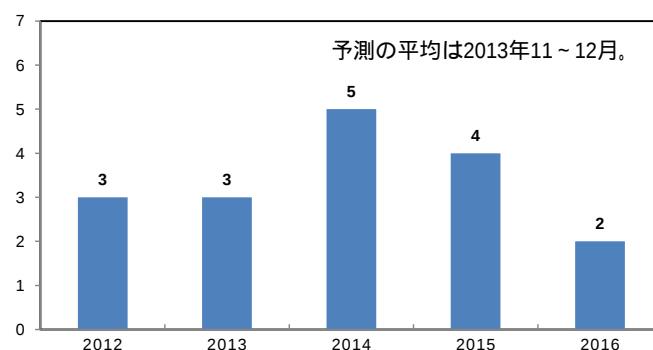
が 17 名中 5 名で最多となり⁴、従来のステートメントにおける時間軸文言である「少なくとも 2013 年半ばまで」よりも長期化した。なお、SEP と時間軸文言の関係については後述する。

以上を踏まえて、今後の金融政策を考えた場合、バーナンキ議長も FOMC 後の記者会見で明言しているように、雇用の回復の遅れこそが金融政策において対応すべき最大の問題となる。従って、当面は引締め転換の時期ではなく、追加緩和策の

要否が最大の焦点である。インフレ率も（僅かではあるが）当面は長期目標を下回ると考えられるため、バーナンキ議長が記者会見で「追加緩和が明らかに検討されている選択肢である」と明確に指摘してもいるのである。ただ、方向として、ありうる次の一手が追加緩和だとしても、FOMC が前のめりになっているわけではない。

2 月 15 日に公開された議事要旨によると、FOMC 投票権者のうち「2～3 名 (A few members)」が「現時点の経済情勢及び見通し（高失業率や 2% を下回るインフレ率）は追加資産購入の近い将来 (before long) における実施を担保しうる」と述べ、追加緩和の実施を主張したものの、おそらく多数を占める「他の投票権者 (Other members)」は「経済とインフレの状況次第では追加資産購入が必要にな

FOMC参加者の利上げ時期見通し(人数)



(出所) Fed

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	12月	1月
時間軸文言	(The Committee) currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。	(The Committee) currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through late 2014 . FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、 少なくとも2014年後半までは 、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。
今後の金融政策	The Committee will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ its tools to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. FOMCは今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。	(To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with the dual mandate,) the Committee expects to maintain a highly accommodative stance for monetary policy. In particular, (一段と力強い景気回復を支援し、インフレが時間の経過と共に確実にFOMCのデュアルマンドートと整合的な水準になるよう支援するために) FOMCは金融政策において非常に緩和的なスタンスを維持する方針である。
反対票	Voting against the action was Charles L. Evans, who supported additional policy accommodation at this time. 反対票を投じたのはエバンズ委員で、現時点において追加緩和を支持するとした。	Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who preferred to omit the description of the time period over which economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate. 反対票を投じたのはラッカー総裁で、時間軸文言における時期記載に反対した。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

⁴ なお、2014 年末の適切な政策金利予想は 0.25% が 6 名で最多であり、2014 年の早い時期からの利上げは予想されていない。ゆえに 2014 年の「後半」がステートメントに記されたのであろう。

る」と常識的な見解を確認するにとどまっている。そのため、現時点で確認されている景気の回復基調が続く限り、少なくとも景気浮揚（＝失業率低下）を意図しての追加緩和は考えにくい。なお、住宅市場にフォーカスしての信用緩和、つまり MBS 買入についても実現の可能性は低下したと考えられるが、Fed 関係者が再三再四住宅市場の問題に言及している点を考慮すると、政府の動きも含め住宅関連の政策動向には留意は必要であろう。

(3) FOMC 参加者と投票権者のパワーバランス

1 月 FOMC のステートメント公表後、従来の「少なくとも 2013 年半ばまで」から「少なくとも 2014 年後半まで」に延長された時間軸文言を巡っては、経済見通し（SEP：The Summary of Economic Projection）との不整合を指摘する市場関係者の見解が多く見られた。すなわち、2014 年末の FF 金利予想を 0.25% とする FOMC 参加者が 6 名にとどまり、他の 11 名が少なくとも 2014 年末までに 1 回の利上げを予想しているにも関わらず、時間軸文言で「少なくとも 2014 年後半まで、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 late 2014）」と述べるのはおかしいとの見解である。一部では、時間軸効果を強めるためにバーナンキ議長が時間軸文言を長期化したとの見方まで見られた。

時間軸文言と SEP の相違についての、一つの有力な解釈は「異例な低水準（exceptionally low levels）」を 0.25% ではなく 1% 以下とするものであった。確かに、議事要旨と同時に公開された SEP の詳細版では、1% を金利水準判断の一つの目安とする記載（11 participants placed the target federal funds rate at 1 percent or lower at the end of 2014）がみられる⁵。

ただ、議事要旨を踏まえれば、FOMC 参加者の見解を示す SEP と、実際に 2012 年に政策決定を下す FOMC 投票権者の認識の相違にこそ原因があると考えられる。時間軸文言のあり方を巡っては、今回の議事要旨でも多様な意見の表明や対立がみられるが、その中で数名の参加者（several other participants）が「SEP における FF 金利に関する情報は FOMC における投票権者の正式の決定に代わるものではない」と指摘している。

[S]everal other participants emphasized that the information regarding the federal funds rate in the SEP could not substitute for a formal decision of the members of the FOMC.

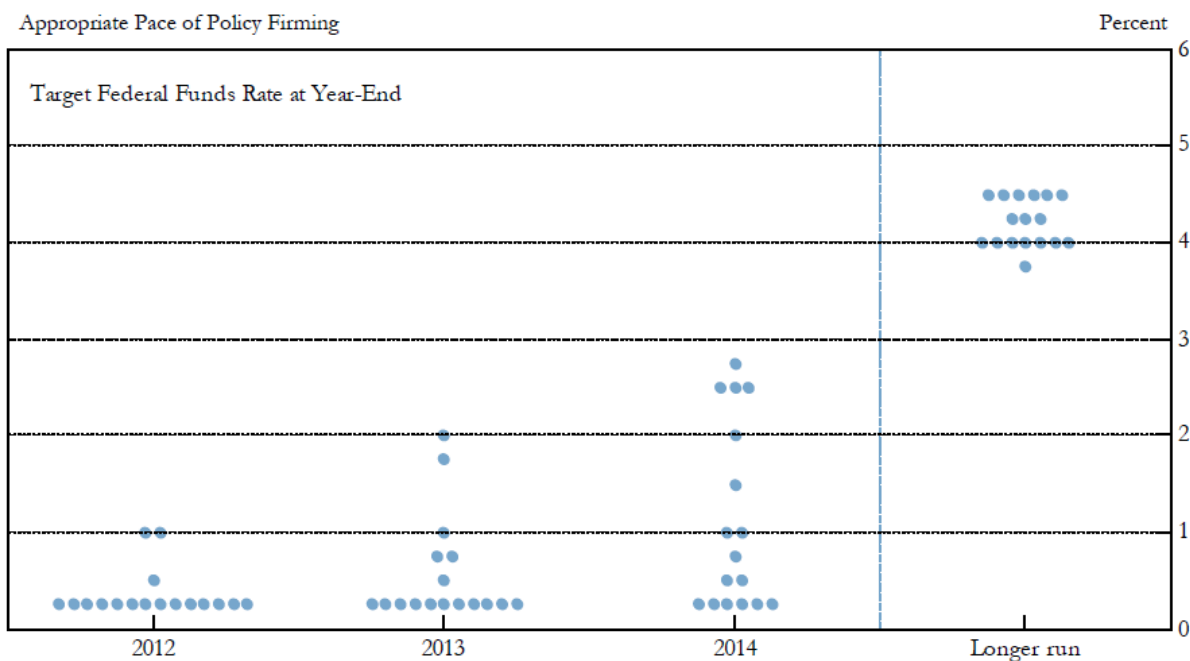
この見解はある意味で当たり前である。両者が一致するものであれば、FOMC の決定が不要となるか、FOMC を参加者全員による投票で決める必要がある。つまり、SEP と時間軸文言の不整合を指摘すること自体がナンセンスと言える。あえて、SEP と時間軸文言の整合性を考えれば、FOMC 投票権者の FF 金利の先行き予想分布は、SEP が示す FOMC 参加者全体の分布よりも下方に（0.25% に近い方に）偏っているのだろう。

1 月の FOMC ステートメント、バーナンキ議長の記者会見、そして議事要旨を総合すれば、2012 年の FOMC 投票権者は明らかにハト派に偏っている。しかし、そのハト派が中心の FOMC 投票権者をもってしても追加的な資産購入は未だ時期尚早と考えられている模様である。「4. 経済動向分析」で詳述するように、米国の経済指標は、2 月に入って公表されたものも、雇用関連（雇用統計、失業保険申請件数など）や企業関連（ISM 指数、鉱工業生産、NY 連銀指数など）を中心に概ね好調を維持し

⁵ 0.25% 予想が 6 名、0.50% が 2 名、0.75% が 1 名、1.00% が 2 名で計 11 名となる。

ている。そのため、1月時点の FOMC よりも、Fed が更なる資産購入による追加緩和を検討するまでには、更に距離が開いたとも判断できる。

FOMC参加者が考える適切なFF金利の各年末及び長期水準(%)



(出所) Fed

3. 政治動向

(1) 給与税減税の延長が決まる

上下両院が2月17日に、給与税減税を2012年末まで延長する総額1,500億ドルの法案を可決した。今後、オバマ大統領の署名を経て成立し、昨年来の懸案事項の一つがようやく決着する。同法案には、長期失業保険給付の延長やメディケアによる医師報酬維持も盛り込まれている。

2011年末で期限切れとなる給与税減税は、景気情勢に照らして継続の必要性が多く議員から認識されていたにも関わらず、財源面での合意が見られず、クリスマス直前の昨年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）になっていた。しかも、そのサスペンデッドに至る過程では、2ヶ月延長法案を、民主党と共和党の指導部協議を踏まえ上院が超党派で可決したにも関わらず、下院共和党が否決するというドタバタが生じた。最終的に、2ヶ月延長法案は再提案の上で可決されたのだが、一旦否決した下院共和党（特にベイナー下院議長）が、ワシントンのみならず、米国民全体からの信頼や評判を大きく落としたことは言うまでもない。今回、2012年末までの延長法案が、財源担保を求めないという共和党側の妥協によって、比較的すんなりと成立した背景には、昨年末の否決により国民の意思を窺うも思い知った共和党が、民主党やオバマ大統領との対立点を早期に変更したいと考えた面もあるだろう。

今回の給与税減税の期間延長は、回復基調にあるとは言え、未だ脆弱さの残る米国景気にとって、朗報である。但し、その財源は担保されておらず、外部債務の拡大に繋がることになるため、大統領選挙を経たのちの財政改善に向けた取り組みの重要性が増したとも言える。

(2) 絵に描いた餅の予算教書

オバマ大統領は1月24日に一般教書演説を行い、議会に対して主要政策課題を示した。しかし、共和党との対決色を顕わにしており、議会というよりは大統領選挙の投票権者にあてた選挙演説としての色彩が濃いものだった。その演説内容は、従来からの主張の繰り返しが多く新味にかけものだが、そうした中でも重要と考えられるのは、ワシントンの停滞への不満、高所得者に対する増税を掲げ共和党との対決を明確に打ち出した部分、米製造業の復活を目指す姿勢を強くアピールした部分の三つであろう。では「議会が賛同せずとも、経済成長のために施策を遂行する」と喧嘩腰で臨み、

では「公平な経済」を掲げてバフェットルールを推し進めると約束することで、中低所得者層へ支持を訴えた。そして、については、国内立地企業への税制優遇と海外移転企業への課税強化、輸出振興などを打ち出している。

その一般教書演説に続き、オバマ大統領は2月13日に2013会計年度(2012年10月～2013年9月)の予算教書を議会に提出した。今回の予算教書の内容を一言で言えば、短期的には景気対策を進める一方、長期的には成長の恩恵に加え、裁量的経費のカットや高所得者に対する増税などにより財政再建を目指すものである。具体的には10年間で財政赤字の名目GDP比を3%未満にすること

予算教書での財政再建案(10億ドル)

	2012	2013	2014	2013 -2017	2013 -2022
短期的雇用対策	178	137	24	172	176
ヘルスケア等義務的経費の節減	11	2	▲17	▲166	▲597
高所得者減税の終了	-	▲83	▲95	▲560	▲1,433
その他の歳入増策	-	▲20	11	▲218	▲480
海外活動費の削減	-	-	-	▲111	▲617
個人及び企業向け減税	10	25	39	159	352
利払費利節減	-	1	2	▲30	▲407
合計	200	58	▲91	▲950	▲3,173

(出所) The Budget 2013

が謳われている。

予算教書は、赤字削減額を 10 年間（2013～2022 年度）で計 3.2 兆ドルと見積もり、提示済の対策による削減も含め、合計で 4 兆ドルの赤字削減が企画されている。具体的な方策としては、一般教書でも触れられたブッシュ減税の終了による高所得者に対する増税で 1.4 兆ドル、また海外活動費（COO：テロ対策戦費）への上限設定により 0.8 兆ドル、ヘルスケア等の義務的経費削減により 0.6 兆ドルなどが挙げられている（詳細は表参照）。

こうした赤字削減策により、2011 年度実績で名目 GDP 比 8.7%、2012 年度も 8.5% の高水準が見込まれる財政赤字は、2013 年度に 5.5% へ、2017 年度には 3% まで縮小し、予算教書に掲げた目標を達成する。2012 年度から 2013 年度の急激な財政赤字縮小は高所得者に対する増税による歳入増加

（+830 億ドル）と給与税減税の年度途中での終了予定（+510 億ドル）によるところが大きい。また、プライマリーバランスは 2018 年度に黒字化するが、利払い費が多額に及んでいるため、財政赤字の実額ベースでの削減は打ち止めになり、2022 年度までの財政赤字は 2.7～2.8% の水準で一進一退の推移が見込まれている。政府債務残高の名目 GDP 比は 2019 年度に 76.4% まで低下した後、横ばいへ転じる。なお、経済成長率が 2015 暦年に 4.1% まで高まるとの前提で予算教書は計算されており、やや楽観的な経済想定と言えるだろう。

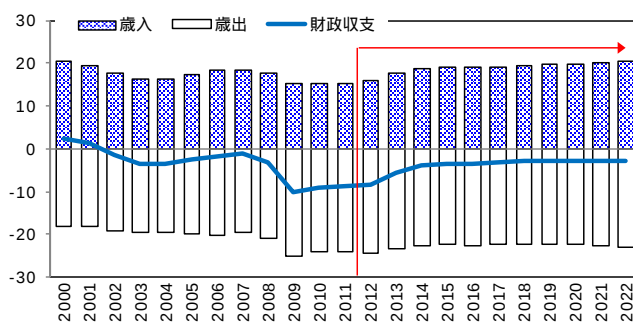
ただ、今回の予算教書は、実現性という観点では絵に描いた餅と言わざるを得ない。経済想定の実現性や個別政策の妥当性は別として、民主党と共和党の対立が激化している中で、政策の実現に全く目途が立たないためである。オバマ大統領の示した予算教書は、現時点では米国経済の将来像を提示した一案にとどまる。

(3) 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は 2 月 7 日までに 9 州で行われたが、未だ抜け出す候補はなく、稀に見る混戦となっている。初戦のアイオワ州で、伏兵と見られていたサントラム候補が鼻の差で、世論調査で常に上位のロムニー氏を押さえて 1 位を獲得（当初はロムニー氏が 1 位と報じられたが後に修正）。ロムニー氏はリベラル色の強いニューハンプシャー州でこそ前評判通り圧勝したものの、保守の強いサウスキャロライナ州ではGINGRITCH氏に完敗した。敗戦を踏まえ、選挙戦を立て直したロムニー氏は、勝者総取り方式（Winner take all）のフロリダ州で勝利、ネバダ州とメイン州でも 1 位となり波に乗るかと思われたが、2 月 7 日に行われたコロラド州、ミネソタ州、ミズーリ州では、サントラム氏が 3 戦全勝を飾り、再び選挙戦は混迷している。

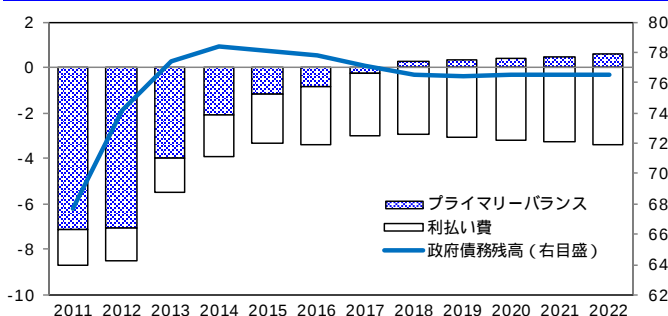
米ニューヨーク・タイムズ紙の集計によると獲得代議員数はロムニー氏が 105 に対し、サントラム氏

予算教書の財政収支見通し（名目GDP比、%）



(出所) The Budget 2013

プライマリーバランス等の見通し（名目GDP比、%）



(出所) The Budget 2013

は 71 であり、その差は一つもしくは二つの州の結果次第でひっくり返る程度に過ぎない。さらには、米 Gallup による最新世論調査（2 月 15 ～ 19 日の平均）によると、ここ 2 週間でロムニー氏の支持率が 37% から 26% まで低下する一方、サントラム氏の支持率は 1% から 36% へ 20Pt も急上昇し、逆転している。

これまでの 9 州の傾向を見る限り、従来の保守やりペラルなどの傾向や、地盤などよりも、予備選前に手厚いキャンペーン（対立候補へのネガティブ・キャンペーンも含む）を行うか否かが結果の明暗を分ける傾向にある。サウスカロライナ州でGINGERITZ氏に圧倒されたロムニー氏が、キャンペーンのテコ入れによりフロリダで勝利したことしかり、他の州をあきらめて 2 月 7 日の 3 州に早くから注力したサントラム氏の勝利しかりである。こうした点を重視すると、未だ序盤戦の途中に過ぎない長丁場の選挙戦においては、資金力に優れるロムニー氏が基本的に有利と言えるだろう。ただ、最近の支持率動向を重視すれば、サントラム氏に風が吹きつつあるとも言える。結局のところ、共和党の予備選は混戦が当面続きそうであり、10 州の予備選が集中する 3 月 6 日のスーパー・チューズデーを経ても、大統領候補が決まらない可能性が高い。

2008 年の民主党候補者選びにおけるオバマ氏とクリントン氏の激闘による盛り上がり念頭に、共和党は予備選の活発化を企図して、代議員数の多い主要州の日程を遅らせ、勝者総取り方式の州も減らした。ある意味で、これまでの予備選の展開は、選挙制度を変えた共和党の思惑通りとも言える。但し、選挙戦は政策論議で盛り上がるというよりも、互いの誹謗中傷に時間を割いているようではある。

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	GINGERITZ	サントラム	ポール	合計
01/03	アイオワ	得票率 24.5 獲得代議員数 12	13.3 0	24.6 13	21.4 0	100 28
01/10	ニューハンプシャー	得票率 39.3 獲得代議員数 7	9.4 0	9.4 0	22.9 3	100 12
01/21	サウスカロライナ	得票率 27.9 獲得代議員数 2	40.4 23	17.0 0	13.0 0	100 25
01/31	フロリダ	得票率 46.4 獲得代議員数 50	31.9 0	13.4 0	7.0 0	100 50
02/04	ネバダ	得票率 49.7 獲得代議員数 14	21.4 6	10.4 3	18.6 5	100 28
02/04	メイン	得票率 39.2 獲得代議員数 11	6.2 0	17.7 0	35.7 10	100 28
02/07	コロラド	得票率 34.9 獲得代議員数 9	12.8 0	40.3 18	11.8 0	100 36
02/07	ミネソタ	得票率 16.9 獲得代議員数 0	10.8 0	44.9 37	27.1 0	100 40
02/07	ミズーリ	得票率 25.0 獲得代議員数 -	- -	55.0 -	12.0 -	100 40
獲得代議員数		比率 43.2 実数 105	11.9 29	29.2 71	7.4 18	100 243

すでに撤退した候補は除いている。

(出所) RCP, NYT, Gallup

4. 経済動向分析

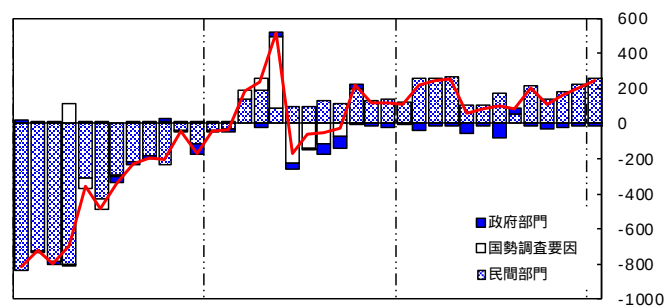
(1) 雇用情勢は回復加速

雇用統計によると、2012年1月の非農業部門雇用者数（NFP：Non-Farm Payroll）は前月差+24.3万人と大幅に増加し、15万人程度の増加を見込んだ市場コンセンサスを大きく上回った。これは2011年4月の+25.1万人以来の増加幅である。例年1月は、後述するようにベンチマーク修正など技術的な改訂が施されるため予想が困難だが、そうした点を考慮しても、1月は予想対比で上振れと言えるだろう。なお、過去2ヶ月も、2011年11月が前月差+10.0万人から+15.7万人へ、12月は+20.0万人から+20.3万人へ上方修正されている。

毎年1月実績の公表時点で施されるベンチマーク修正⁶により、2011年3月時点のNFPは季節調整前で16.2万人上方修正された。昨年9月時点の暫定集計値の19.2万人上方修正よりも修正幅は小幅に留まり、また修正幅はNFP全体の0.1%に過ぎず、サプライズはない。但し、ベンチマーク修正後の期間（2011年4月～12月）についても、最新のNet Birth/Death⁷推計の適用で雇用者数の水準が押し上げられている点には留意が必要である（リリース資料によると7.7万人の押し上げ）。加えて、季節調整も改めて施されている。種々の修正が施された結果、2011年12月時点のNFPの水準は、12月実績の公表時点より26.6万人も押し上げられ、印象は大きく変わった。

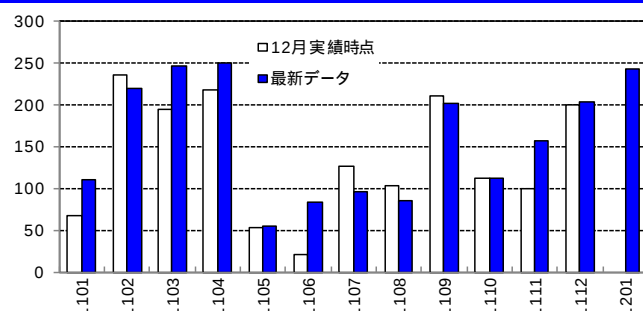
新系列で改めて2011年のNFP推移を確認すると、まず2011年のNFPは176.7万人、月当たりでは

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



(出所) U.S. Department of Labor

NFPの修正状況（前月差、千人）



(出所) U.S. Department of Labor

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					サービス			政府
			財生産	建設	製造						
									(%)	(%)	
2009年		▲423	▲417	▲212	▲87	▲116	▲205	▲6	9.3	65.4	
2010年		84	103	▲1	▲16	9	105	▲19	9.6	64.7	
2011年		147	170	31	6	18	139	▲22	8.9	64.1	
2011年	1～3月期	192	212	52	6	38	160	▲20	9.0	64.2	
	4～6月期	130	158	26	▲0	16	132	▲28	9.1	64.1	
	7～9月期	128	148	27	11	10	121	▲20	9.1	64.1	
	10～12月期	157	179	28	8	15	151	▲22	8.7	64.0	
2011年	11月	157	178	8	1	3	170	▲21	8.7	64.0	
	12月	203	220	71	31	32	149	▲17	8.5	64.0	
2012年	1月	243	257	81	21	50	176	▲14	8.3	63.7	

(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。

⁶ ベンチマーク修正の詳細は米労働省の資料を参照。

⁷ 詳細は、労働省 HP "CES Net Birth/Death Model" を参照。

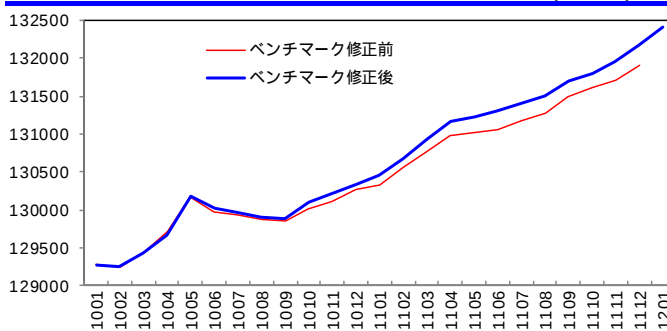
14.7 万人増加した（原系列ベース）。金融危機後の推移を振り返ると、米国の雇用者数は 877.9 万人が 2010 年 2 月までに失われ、2012 年 1 月迄に 316.5 万人が回復している（2011 年 12 月迄では 292.2 万人、季節調整系列ベース）。ただ、回復率は 36%と 4 割にも未だ届かない。四半期ベースでは、改訂前は 7～9 月期月当たり +14.7 万人→10～12 月期 +13.7 万人と、雇用者数の増勢が 10～12 月期に若干減速していたが、改訂後は 7～9 月期 +12.8 万人→10～12 月期 +15.7 万人と明確な加速へ修正されている。景況感との比較では、改訂後の方がしっくり来るだろう。

家計データから算出される失業率は 2012 年 1 月が 8.3%と、2011 年 12 月の 8.5%から低下し、NFP の増勢加速と同様、雇用情勢の改善を示した。但し、年に一度の人口推計の修正が遡及せずに 1 月から反映されているため、詳細な数値の解釈には注意を要する。

表面的な 12 月から 1 月の変化を見ると、人口が前月差 +168.5 万人と増加する一方、労働力人口は 50.8 万人の増加に留まり、非労働力人口が 117.7 万人も急増している。また、雇用者数が +84.7 万人と労働力人口を大幅に上回る増加を示し、失業者数は ▲33.9 万人と減少している。但し、こうした変動については、人口推計の変更による部分が含まれる。特に、今回の人口推計の変更は、労働力率の低い「低年齢層」及び「高年齢層」の人口修正が大きいことが特徴であり⁸、その結果、非労働力人口及び人口全体の変化が目立つ。人口推計の影響を除いたベースで見ると、人口は僅か +17.5 万人に留まり、非労働力人口に至っては ▲7.5 万人と符号が逆転する。また、人口推計の変更による押し上げを除くと、労働力人口は +25.0 万人に、雇用者数も +63.1 万人へ増加幅が縮小するが、失業者数については人口推計による押し上げが除かれることで ▲38.1 万人と寧ろ減少幅が膨らむ点に留意が必要であろう。

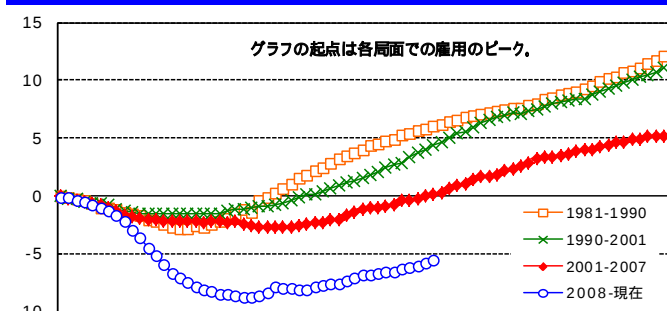
雇用者数の大幅増加と失業者数の大幅減少は、その程度は別として、人口推計の影響に関わらず生じ

ベンチマーク修正によるNFPの水準変化(千人)



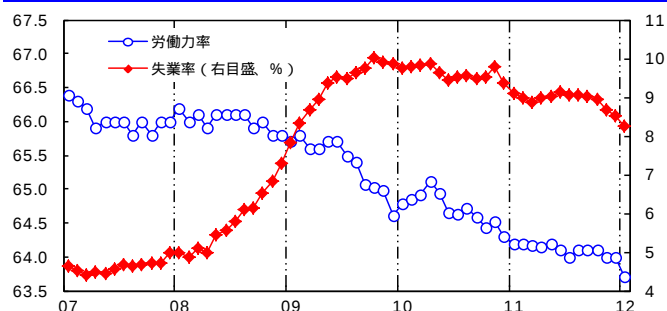
(出所) U.S. Department of Labor

景気循環における雇用者数の推移(百万人、季調値)



(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

人口推計の家計調査への影響

	人口	労働力人口	雇用者数	失業者	非労働力人口
2011年12月	240,584	153,887	140,790	13,097	86,697
2012年01月	242,269	154,395	141,637	12,758	87,874
前月差	1685	508	847	▲339	1177
人口推計の影響	1510	258	216	42	1252
=	175	250	631	▲381	▲75

(出所) U.S. Department of Labor

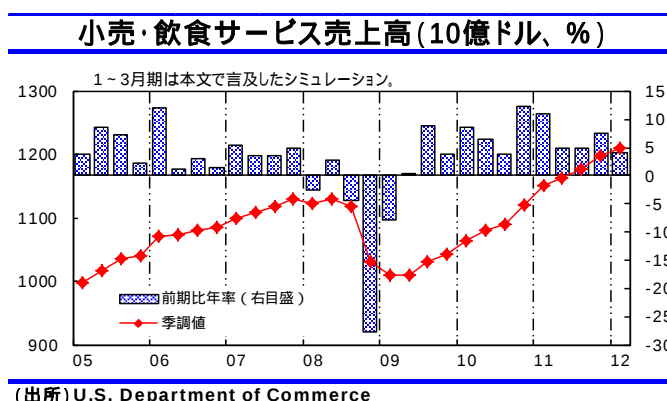
⁸ 人口推計の詳細は、リリース資料における” [Adjustments to Population Estimates for the Household Survey](#)”を参照。

ており、失業率の 2011 年 12 月 8.5%から 2012 年 1 月 8.3%への低下も人口推計の変更には左右されない。但し、労働力率の推移には注意を要する。表面的には、労働力率が 12 月 64.0%から 1 月に 63.7%へ急低下している。しかし、12 月分についても人口推計変更の影響を加味し、基準をそろえると、労働力率は 12 月も 1 月も 63.7%で変わらない。63.7%という極めて低水準の労働力率が、米国の潜在成長を考える上で大きな問題であることは言うまでもない。しかし、それは 1 月に突然生じたわけではなく、少なくとも 2011 年後半から既に生じていたと解釈すべきである。1 月に労働市場からの退出が加速したわけではない。

なお、2012 年 1 月の大幅な雇用増加については、例年よりも悪天候による就業不能が少ないことを多少考慮する必要があるかもしれない。2012 年 1 月に悪天候により就業不能となった雇用者数は 20.6 万人にとどまり、大雪で 88.6 万人が就業不能となり 1 月として歴代 4 位を記録した 2011 年の四分の一にも満たない。2006～2010 年の 1 月に関する平均である 28.2 万人も大きく下回っている。そのため、2 月の雇用増は 1 月から減速する可能性があるだろう。

(2) 年末商戦の好調は続かず

米国の小売売上高は 2011 年 11 月分が前月比 0.3%(修正前 0.4%)、12 月分も 0.0%(同 0.1%)へ修正された後、1 月に 0.4%増加した。「除く自動車」ベースは 11 月分が前月比 0.2%(同 0.3%)、12 月分も▲0.5%(同▲0.2%)へ修正された後、1 月に 0.7%増加した。「除く自動車」ベースの 1 月の伸びは一見高めであり、実際、市場ではポジティブに評価する向きもあった。しかし、前 2 ヶ月分のとりわけ 12 月の大幅な下



方修正を踏まえると 1 月の小売売上高は強いとは言い難いだろう。ちなみに、2011 年の平均前月比⁹を 2 月及び 3 月に代入すると、小売売上高全体は 10～12 月期前期比年率 7.4%が 1～3 月期は 4.1%へ、他も、除く自動車が 10～12 月期 4.3%→1～3 月期 3.6%、GDP推計に用いられる除く自動車・建設資材¹⁰は 4.0%→3.3%、コア¹¹も 4.7%→3.5%へいずれも減速する。1～3 月期の個人消費は 10～12 月期対比で見れば減速する可能性が高いと言えるだろう。小売店によるディスカウント競争も寄与した年末商戦の高い伸びはさすがに持続的ではなかったと解釈される。ただ、1 月の消費関連データが示しているのは、あくまで 10～12 月期の高い伸びからの減速であって失速ではない。既にみたように雇用環境は改善基調を強めており、個人消費を下支えする。加えて、構造的な調整の進展もある。

2011 年末の消費者信用残高は前年比 3.7%と 3 年ぶりに増加した。前年比 5.5%と大きく伸びた自動車ローンや学生ローンなどを中心とする「非回転信用」が増加の主体だが、クレジットカードが主力の回転信用も 0.1%と、僅かとはいえ水面上に顔を出した。信用残高の伸びは、特に 2011 年後半にかけて加速しており、上半期の年率 2.9%増加が下半期は 4.6%へ高まっている。こうした信用残高の増加

⁹ 前月比の平均ではなく、2011 年の月当たり平均上昇率。小売・飲食サービス売上高は前月比 0.5%、除く自動車 0.4%、コントロール 0.4%、コア 0.4%。

¹⁰ いわゆるコントロール概念。

¹¹ 除く自動車、建設資材、ガソリン。

が、昨年から続く自動車販売の増加を下支えするとともに、年末商戦の好調にも繋がったと考えられる。実際、クレジットカードなどの回転信用残高は、年末商戦が最も盛り上がった11月に前月比0.7%（10月0.15、12月0.3%）と極めて高い伸びを示している。

消費者信用残高の増加は、実額でのみならず、債務が過剰か否かを推し量るうえでのメルクマールとなる可処分所得に対する比率でも確認できる。同比率は住宅バブル崩壊前の23%台から2011年1～3月期に21.1%まで低下した後に反転し、10～12月期には21.5%まで上昇した。信用残高の対可処分所得比の3四半期連続の上昇は、米国家計の債務調整が終息へ向かいつつあることを示している。これは金融機関の貸し出し意欲の好転が続いている点からも確認できる。

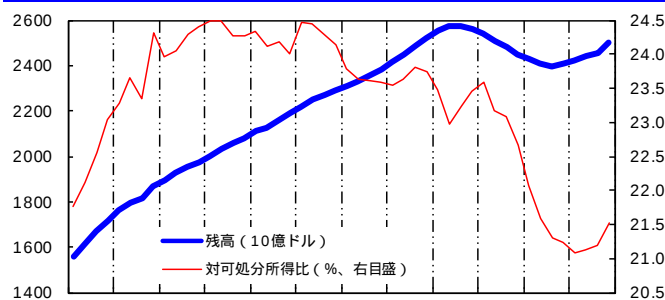
もちろん後述するように、住宅市場の調整は未完であり、2012年も続くと考えられる住宅価格の低下が、資産価値の縮小を通じて家計に対して更なる住宅ローンの圧縮を迫る可能性は否定できない。しかし、少なくとも住宅ローン以外の分野については、上述のように調整は終了しており、住宅ローンを抱えない家計がマクロ的に見て多少の債務増加を伴う消費拡大を許容し始めていることも確かである。また、住宅ローンを含めた金融負債全体についても、可処分所得に対する比率が2000年までのトレンドに概ね回帰し、債務調整の速度も低下しつつあるように見える。住宅価格下落に応じ、一時的にトレンドを下回る水準まで調整が進む可能性は残るものの、家計の債務調整は終了局面に近づきつつあると見ても差し支えはないだろう。

(3)延滞率と差し押さえ率の動向に留意

米国の住宅投資は2011年10～12月期に前期比年率10.9%と高い伸びを示した。増加は3四半期連続である。また、10～12月期は中古住宅販売（前期比年率25.8%）や新築住宅販売（19.8%）も二桁増加を示している。2012年に入っても、住宅着工が増勢を維持し、住宅業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数が2月に29と2007年5月以来の水準まで上昇するなど、住宅市場は低水準ながらも回復傾向を幾分強めている。

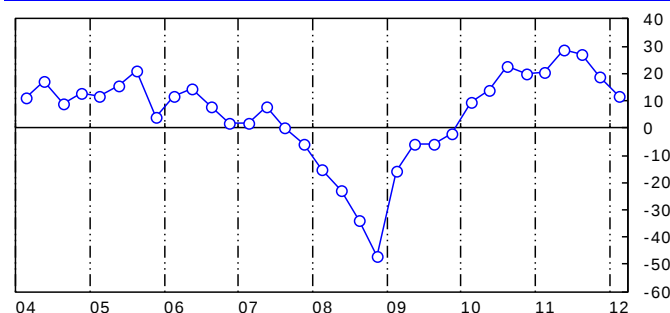
しかし、その一方で住宅価格の低下が止まっていない。代表的な住宅価格指数であるS&Pケース・シラー住宅価格指数は最新データである昨年11月も前年比▲3.7%と大幅に下落している。こうした住宅価格の下落は、未だ住宅市場の需給バランスが極めて緩和的であることを物語る。市場に出回る

消費者信用残高合計



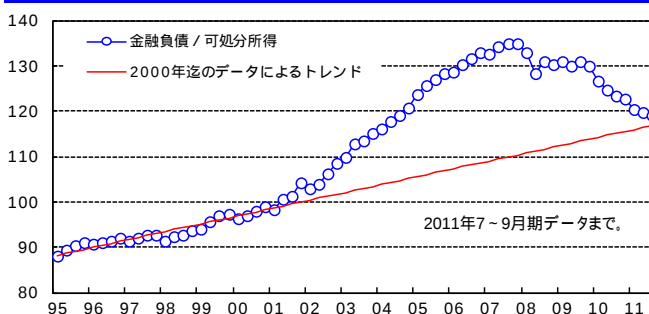
(出所)CEIC Data

金融機関の消費者向け貸出に関する意欲(増やす - 減らす)



(出所)Federal Reserve Board

金融負債 / 可処分所得 (%)



(出所)U.S. Department of Commerce, Fed

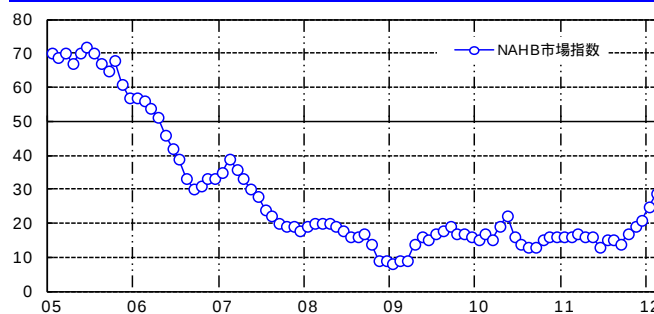
ベース、つまり統計によって把握できるベースでは、中古住宅の在庫率が住宅バブル崩壊前、2006年の水準まで低下するなど、需給バランスは明確に改善している。しかし、いわゆる隠れ在庫と呼ばれる市場への流入予備軍も含めると需給バランスは緩和的なままであり、故に住宅価格の下落が続いているのだと考えられる。

そうした隠れ在庫の流入が、今後速いペースで進む可能性がある。2月9日に米大手金融機関5社が住宅ローンの差し押さえ問題を巡る不適切手続きの問題で米政府等と250億ドルを支払うことで和解に達したためである。米金融機関は、この問題が足かせとなり、住宅ローンのデフォルトに伴う差し押さえ手続きを抑制してきた。今回和解に達したことにより、差し押さえ手続きが進むと見込まれる。

そうした観点を踏まえ、延滞率や差し押さえ率の動きを見ると、まず差し押さえ率は2010年以降横ばいが続いている。不適切取引の問題が表面化したのは2010年秋であり、それ以降、物件売却による回収の手続きも、新規差し押さえの手続きも共に進めにくくなったが故に、差し押さえ率は上にも下にも動かない状況にあると推測できる。今回の和解を受けて、物件売却による債権回収が進めば、差し押さえ率は低下する可能性が高いが、それは住宅市場への物件流入による需給悪化を通じて、住宅価格を押し下げることになる。では、新たな差し押さえが膨らむ可能性はどうか。滞っていた手続きが進むことにより短期的に差し押さえ件数が膨らむ可能性は否定できない。しかし、差し押さえ予備軍の動向に相当する延滞率がピークから既に大きく低下していることを踏まえると、中期的には差し押さえの大幅増加は回避される見込みである。延滞率は2010年1～3月期に10.1%まで上昇しピークをつけた後、2011年10～12月期には7.6%まで低下している。住宅バブル崩壊前に5%近傍で安定推移していたことを踏まえると、調整は折り返し地点に達したと解釈できる。

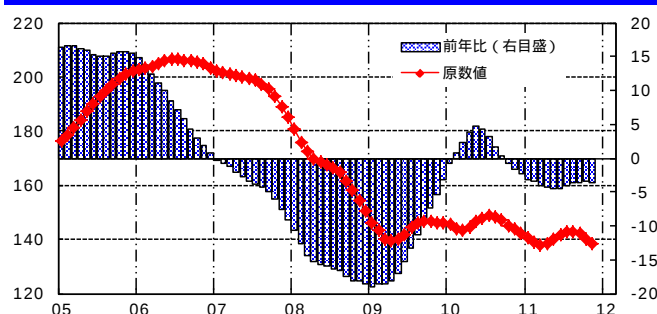
以上を踏まえると、差し押さえ物件の流入などにより2012年も住宅価格の下落は続く見込まれる。こうした住宅価格の下落は住宅資産価値の目減りリスクを高め、住宅販売や住宅建設の回復を阻害するため、当面は住宅市場の回復ペースが大幅に加速することは期待できない。しかし、延滞率の低下が示すように、住宅バブル崩壊後の調整が進捗しているのもまた確かであり、住宅市場の回復傾向が頓挫してしまうこともないだろう。2012年は住宅価格の下落と住宅販売や建設の緩やかな回復が併存

NAHB市場指数



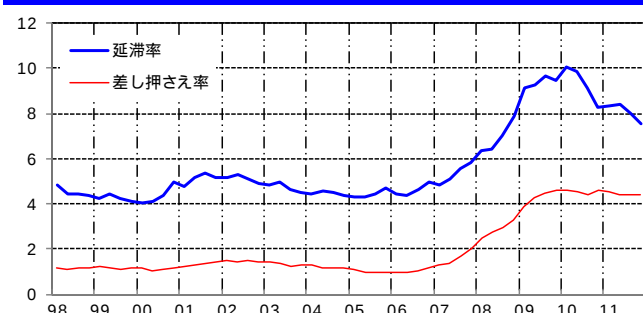
(出所)NAHB

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



(出所)Bloomberg

米住宅ローンの延滞率と差し押さえ率 (%)



(出所)Bloomberg

する状況が続くと予想される。

(4) 企業部門は改善、設備投資も再加速

企業部門の改善は続いている。企業景況感を示す代表的な統計であるISM指数の2012年1月分は、製造業が54.1と12月の改訂値53.1から上昇、また非製造業も56.8と12月の改訂値53.0から大幅に上昇した¹²。製造業は昨年6月以来の、非製造業は昨年3月以来の高水準である。いずれも、先行性のある新規受注が上昇しており、2月以降も上昇が期待される。実際、地区連銀調査では2月も景況感の改善が続いている（NY連銀・製造業景況感指数1月13.5→2月19.5、フィラデルフィア連銀製造業景況感指数1月7.3→2月10.2）。

こうした景況感の改善は実体指標からも裏付けられる。製造業生産は2011年11月前月比1.5%、12月0.8%と力強く拡大し、日本の東日本大震災による2011年4月（▲0.6%）とタイ大洪水による2011年10月（▲0.2%）の減少を特殊要因として除けば、2009年7月から、実に31ヶ月間も継続して増加している。また、耐久財受注も2011年10～12月期に前期比年率13.0%と7～9月期15.4%に続き、2四半期連続の二桁増加を確保した。

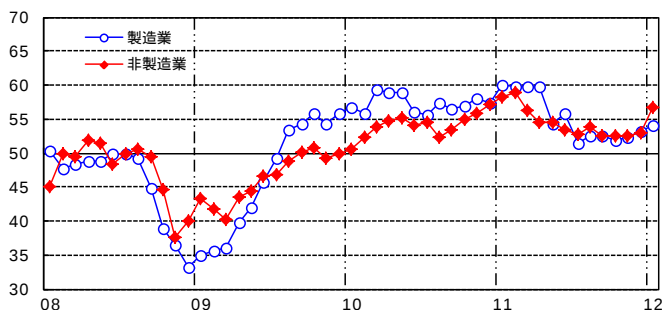
一方、2011年10～12月期に設備投資は前期比年率1.7%と7～9月期の15.7%から大きく減速、2010年以降で最低の伸びにとどまった。こうした設備投資の減速は、世界経済の先行き不透明感を映じたものであり、実際、NY連銀製造業景況感指数の設備投資意欲は夏場に急低下していた。しかし、企業景況感の回復に沿うかたちで、設備投資意欲も11月以降は急回復、金融危機以降の最高レベル近辺で推移している。そのため、2012年入り後は設備投資の再加速が期待される。

(5) 内外のモメンタム格差で貿易赤字拡大

米国の貿易赤字（BOPベース）は、2011年11月前月比9.5%、12月3.7%と2ヶ月連続で拡大し、12月は5,856億ドルと昨年6月以来の高い水準を記録した。10～12月期では前期比年率12.8%の貿易赤字拡大である。石油取引の赤字が縮小する一方、非石油取引の赤字が大幅に拡大した。

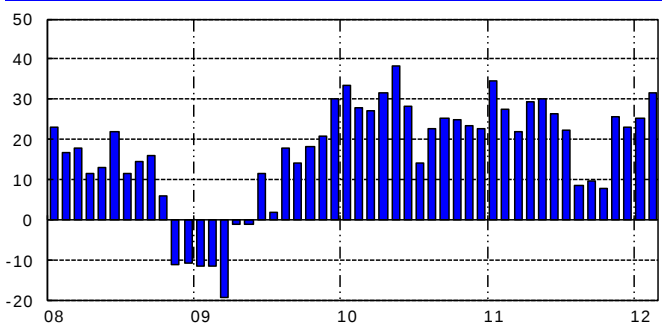
実質ベースで輸出入動向を見ると、輸出は11月前月比▲1.8%の後、12月は1.4%と増加した。しかし、10～12月期では前期比年率5.3%（7～9月期8.6%）へ減速している。10～12月期を仕向け地別に見ると、EU向けが▲18.2%と大きく落ち込んでおり、欧州ソブリン問題などの影響が読み取れる。また欧州と関係の深い中南米向けも▲4.3%と低調だった。但し、中国や日本が含まれる環太平洋

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

¹² ISM 指数は季節調整替えに伴い2011年以前のデータが改訂されている。

向けは 8.8%と堅調である。一方、輸入は、個人消費を中心とした内需回復を反映し、11 月前月比 0.9%、12 月 1.4%と 2 ヶ月連続で増加した。10 ~ 12 月期でみても前期比年率 5.1%と 7 ~ 9 月期の 2.3%から伸びを高めている。こうした輸出入の動向を踏まえれば、米国内と海外経済のモメンタムの差異が、10 ~ 12 月期は貿易赤字の拡大となって現れた可能性が高いと判断できる。

なお、今後の輸出については、欧州発の逆風が当面続くため、2012 年前半の輸出に多くは期待できない。但し、趨勢的なドル安による競争力の回復もあり、輸出の大幅な落ち込みは回避できるものと考えられる。

(6)インフレ圧力が幾分強まる

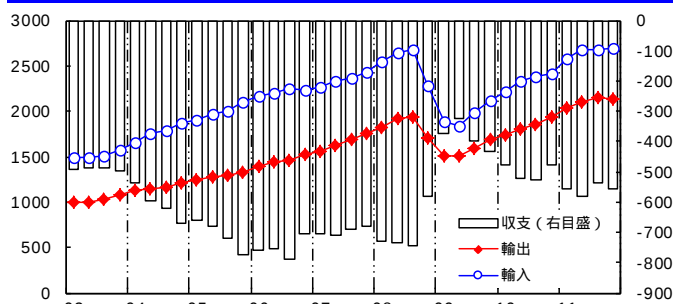
米国の 1 月消費者物価指数 (CPI) はヘッドラインが前月比 0.21% (12 月 0.01%) と 4 ヶ月ぶりの高い伸びを示した。コア (除く食料及びエネルギー) も 0.22% (12 月 0.15%) と 5 ヶ月ぶりの高い伸びである。

1 月の内訳では、衣服 (0.9%) や輸送 (0.3%)、娯楽 (0.6%) の上昇が目立った。衣服は前年比でも 4.7%と大幅な伸びであり、生産地である新興国の賃金コスト上昇や趨勢的なドル安の影響が押し上げに寄与していると考えられる。東日本大震災に伴う価格上昇の反動が残り、自動車価格は▲0.4%と 5 ヶ月連続で低下したものの、ガソリン (0.9%) や部品 (0.4%) の価格上昇が勝ったため、輸送全体では CPI は上昇した。なお、新車価格は 5 ヶ月連続で下落したが、下落幅は 1 月に▲0.04%まで縮小しており、大震災を受けた供給制約による上下動は概ね終息したと考えられる。一方、中古車価格は 1 月時点でも▲1.0%と大幅に下落しているが、新車価格の下落が止まれば、中古車価格も徐々に下落に歯止めがかかると考えられる。また、娯楽の上昇については、例年に比べ好天に恵まれた影響があると推測される。

12 月に 3.3 ドル/ガロンを割り込んでいたガソリン価格は、1 月に 3.4 ドル程度へ上昇、2 月中旬には 3.5 ドルまで上昇している。この水準が 2 月後半も続けば、2 月の CPI ベースのガソリン価格 (季調値) は前月比 4 ~ 5%の大幅上昇になるため、注意を要する。

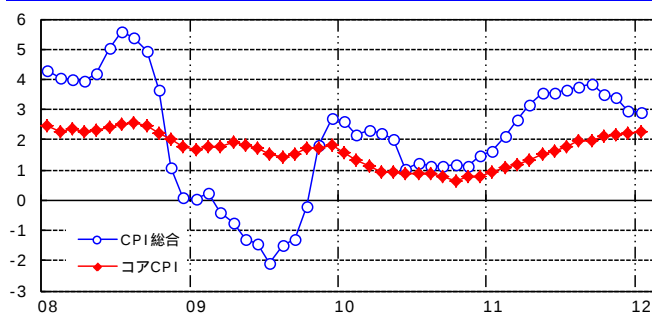
インフレ率の基調的な推移を考えるために、前年比を見ると、ヘッドラインは 2.9% (12 月 3.0%) と昨年 3 月以来の 3%割れを記録したが、低下ス

名目貿易収支の推移 (10億ドル)



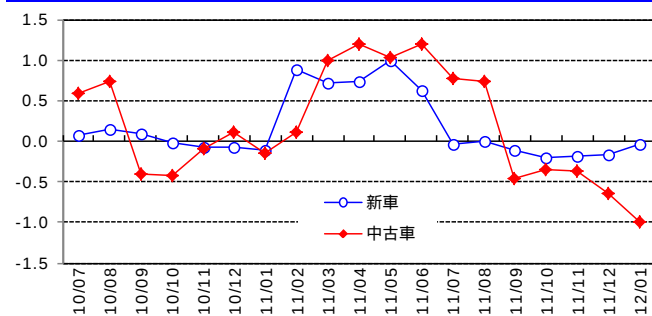
(出所) US Census Bureau

CPIの総合とコア (前年比、%)



(出所) Department of Labor

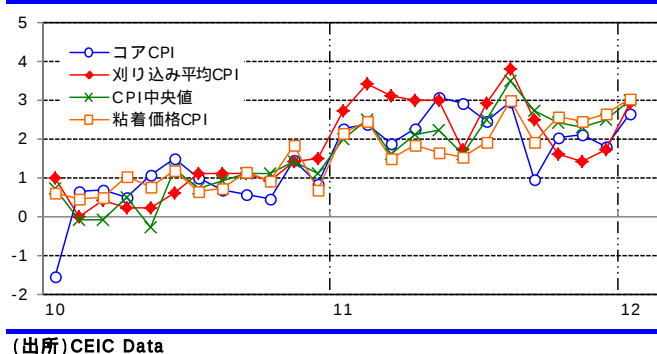
自動車価格の推移 (前月比、%)



(出所) CEIC Data

ピードはやや緩んできた。コアは2.3%(12月2.2%)とむしろ上昇している。一方、トレンド指標のほとんどはインフレ加速を示している。まず、刈りこみ平均CPIは前月比年率が2.9%(12月1.7%)に加速、前年比は2.6%で変わらずだった。また、CPI中央値は前月比年率3.0%(12月2.5%)、前年比2.4%(12月2.3%)、粘着価格CPIも前月比年率3.0%(12月2.6%)、前年比2.2%(12月2.1%)へいずれも伸びが高まっている。

CPIのトレンド指標推移(前月比年率%)



長期的なインフレ動向を規定する期待インフレ率(先行き5年)は1月まで4ヶ月連続で2.7%の低水準にあったが、2月は2.9%へ上昇した。

ヘッドラインCPIの前年比低下ペース緩和やコアの上昇、トレンド指標の動向、そして期待インフレ率の底入れは、足元で米国経済におけるインフレ圧力が若干強まりつつある可能性を示唆している。今後については、インフレの基調を決めるサービス価格を左右する賃金動向について伸びが高まる兆しがないため、インフレ圧力が大きく高まっていくとは予想されない。しかし、足元の動向を見るかぎり、インフレ面から、Fedに対して追加緩和圧力が強まることも想定し難い。

4. トピックス

(1) 米国製造業の復活

米国の製造業が復活している。

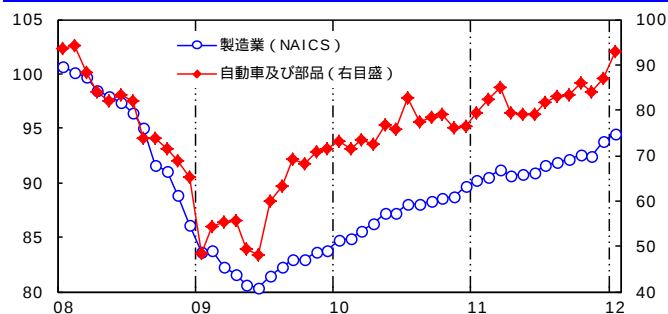
鉱業の生産減少や、例年を上回る気温を受けた電気・ガス部門の減産により、2012年1月の鉱工業生産は前月比横ばいに留まった。しかし、製造業に限れば11月1.5%、12月0.8%と力強く生産が拡大した。過去を振り返ってみても、日本の東日本大震災による2011年4月(▲0.6%)とタイ大洪水による2011年10月(▲0.2%)の減少を特殊要因として除けば、2009年7月から、実に31ヶ月間も継続して製造業生産は増加している。

内訳をみると、公的な救済を受けた自動車部門の回復が著しく、オバマ大統領が一般教書演説などで強調するように(政府介入を嫌悪する共和党の大統領候補者の理念的批判はあるものの)自動車部門の救済は成功したと言えるだろう。自動車セクターなどがけん引するかたちで、製造業の雇用者数も緩やかではあるが増加している。

製造業は稼働率も、2012年1月に77.4%と金融危機前の78~79%程度にあと一步のところまで迫っている。こうした稼働率上昇は、製造業の設備投資活発化に繋がる。実際、地区連銀の調査などによると、製造業の設備投資意欲は高水準にある。

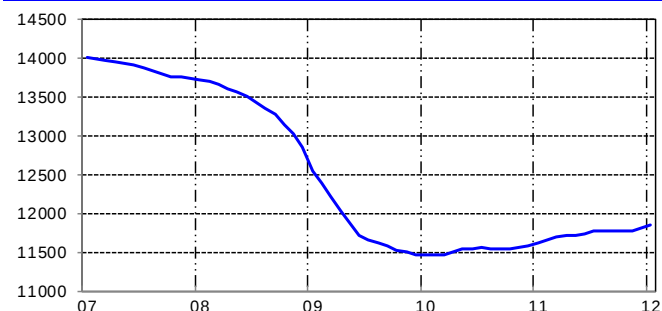
こうした米国の製造業の回復には、上述のとおり、政策的には、破綻と公的救済によって人件費などのレガシーコストを削ったことで復活を果たした自動車セクターが寄与している。しかし、マクロ経済的な観点から、より長い目で見れば、名目実効ドルレート的大幅な減価がもたらした国際的な価格競争力の回復こそが重要であろう。名目実効ドルレートは2011年半ばまでに26%以上も減価した。欧州のソブリン問題などをを受けて、足元で若干増価しているものの、トレンドの変化に至るほどではない。

製造業生産の推移 (2007=100)



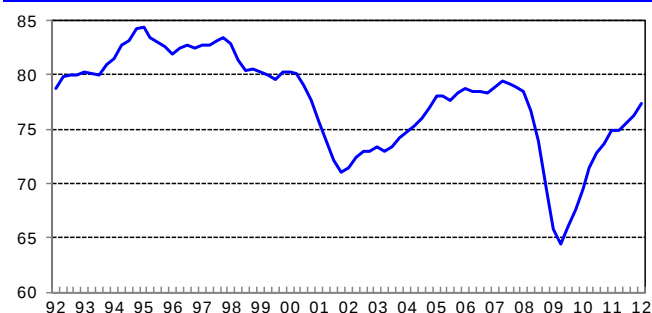
(出所) Fed

製造業の雇用者数推移 (千人)



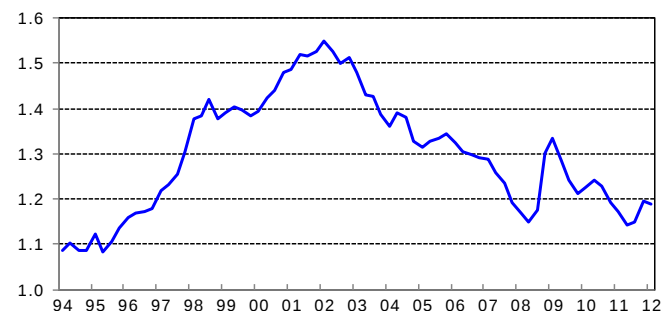
(出所) U.S. Department of Labor

製造業の稼働率推移 (%)



(出所) Fed

名目実効ドルレートの推移 (1997年1月=1)



(出所) Fed

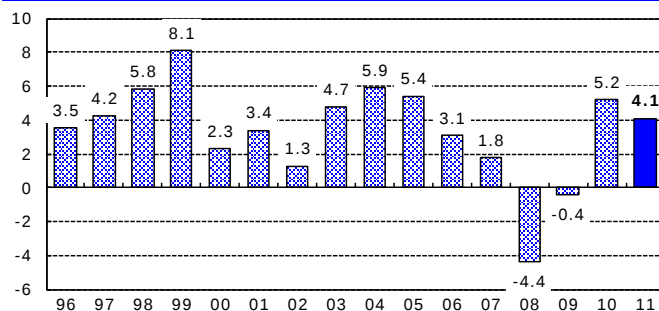
(2) ネットショッピングのシェアが更に上昇

2011 年の年末商戦は、低調との予想を覆して前年比 4.1%と大幅に拡大した（全米小売業協会ベース）。2010 年の 5.2%には及ばなかったが、2010 年は 2008 年 ▲4.4%、2009 年 ▲0.4%の後であり、発射台が極めて低かった点を踏まえれば、2011 年の 4.1%は極めて良好な結果と言えるだろう。

その 2011 年の年末商戦において、従来にも増して顕著となったのが、ネットショッピングの浸透である。小売り各社は、ネット販売のためのサイトを拡充・強化するのみならず、様々なディスカウントクーポンやタイムセールを仕掛けることで、集客に励んだ。その甲斐あって、ネットショッピングの売上高は 2011 年 10～12 月期に前期比年率 25.3%と、2006 年 1～3 月期以来の高い伸びを示している。なお、2006 年 1～3 月期時点ではネットショッピング売上高は現在の約半分にとどまっていた。また、2011 年 10～12 月期は前年比でも 16.1%と 2010 年 10～12 月期の 16.5%には届かないものの、高い伸びを記録している。

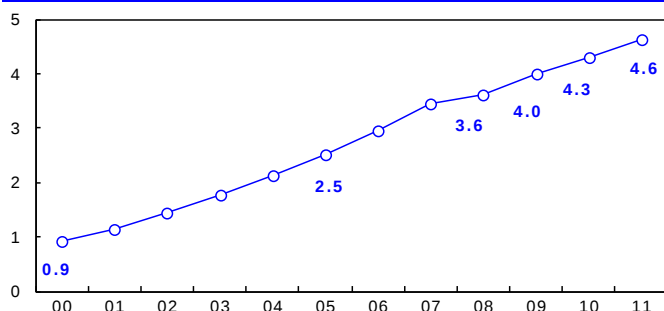
ネットショッピングは金融危機後の落ち込みから逸早く抜け出し、その後も対象とする販売品目を増やしながら、米国民の生活へ浸透し、売上高は拡大傾向を維持している。ネットショッピング売上高は、2011 年通年では 16.1%増加し（2010 年 15.2%）、その小売売上高全体に占める比率も 4.6%（2010 年 4.3%）まで高まった。特に年末商戦が売上の過半の占める 10～12 月期に限れば 2010 年 5.1%、2011 年 5.5%と 2 年連続の 5%超えである（原系列ベースで算出）。スマートフォンの普及によりネットショッピングの手段が広がったこと、金融危機を経て米国民が低価格志向を強めている下では価格比較の容易なネットショッピングに優位性があること、などを踏まえると、こうしたネットショッピングのシェア拡大は今後も続いていくと見込まれる。

年末商戦の推移(前年比、%)



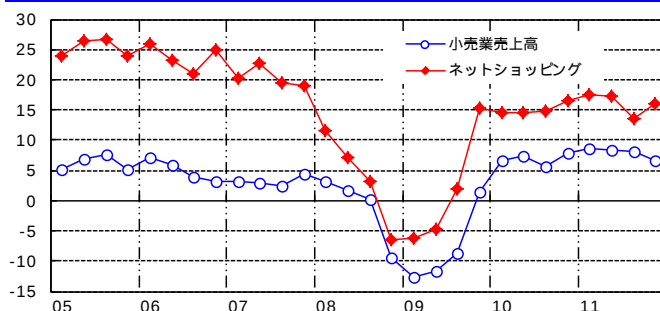
(出所) U.S. Department of Commerce, NRF

小売売上高に占めるネットショッピングの割合 (%)



(出所) US Department of Commerce

ネットショッピングの動向(前年比、%)



(出所) US Department of Commerce

【米国主要経済指標】

	Q1-11	Q2-11	Q3-11	Q4-11				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	3.1	4.0	4.4	3.2				
実質GDP	0.4	1.3	1.8	2.8				
個人消費	2.1	0.7	1.7	2.0				
住宅投資	▲2.5	4.2	1.2	10.9				
設備投資	2.1	10.3	15.7	1.7				
政府支出	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲4.6				
輸出	7.9	3.6	4.7	4.6				
輸入	8.3	1.4	1.2	4.4				
経常収支(10億ドル)	▲120	▲125	▲110					
名目GDP比(%)	▲3.2	▲3.3	▲2.9					
	Q1-11	Q2-11	Q3-11	Q4-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11	Jan-12
	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	1.5	0.2	▲0.0	0.4	
消費者信頼感	66.9	61.8	50.3	53.6	40.9	55.2	64.8	61.1
小売売上高	10.8	4.7	4.7	7.4	0.7	0.3	0.0	0.4
除く自動車、ガソリン、建設資材等	7.9	5.0	4.9	4.7	0.6	0.2	▲0.4	0.7
鉱工業生産	4.8	0.7	6.2	3.9	0.5	▲0.0	1.0	0.0
住宅着工件数(年率換算、千件)	582	572	615	673	628	702	689	699
中古住宅販売戸数	41.1	▲19.3	▲0.6	25.8	1.4	3.3	5.0	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.3	9.2	8.3	6.2	7.7	7.2	6.2	
非国防資本財受注(除く航空機)	0.9	20.1	8.0	1.3	▲0.9	▲1.5	3.1	
民間非居住建設支出	▲20.6	24.9	25.2	10.9	0.2	▲0.5	3.3	
貿易収支(10億ドル)	▲139	▲145	▲135	▲139	▲43	▲47	▲49	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲150	▲141	▲137	▲139	▲44	▲47	▲48	
実質財輸出	7.0	3.7	8.6	5.3	1.3	▲1.8	1.4	
実質財輸入	15.4	▲5.8	2.3	5.1	▲0.3	0.9	1.4	
ISM製造業指数(四半期は平均)	59.8	56.6	52.1	52.4	51.8	52.2	53.1	54.1
ISM非製造業指数(四半期は平均)	57.9	54.1	53.3	52.7	52.6	52.6	53.0	56.8
失業率(%)	9.0	9.1	9.1	8.7	8.9	8.7	8.5	8.3
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	192	130	128	157	112	157	203	243
民間雇用者数(前月差、千人)	212	158	148	179	139	178	220	257
四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	1.9	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	1.9
消費者物価(前年比、%)	2.1	3.4	3.8	3.3	3.5	3.4	3.0	2.9
コア消費者物価(前年比、%)	1.1	1.5	1.9	2.2	2.1	2.2	2.2	2.3
PCEデフレーター(前年比、%)	1.8	2.5	2.9	2.6	2.7	2.6	2.4	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.1	1.3	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	
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	0.28	0.25	0.26	0.24
10年債利回り(%)	3.42	3.00	1.98	1.98	2.15	2.02	1.98	1.97
名目実効為替レート(1997/1=100)	96.9	95.3	98.0	100.5	98.9	99.5	100.5	99.8
ダウ工業株30種平均	12320	12414	10913	12218	11955	12046	12218	12633
S&P500株価指数	1326	1321	1131	1258	1253	1247	1258	1312

(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。