米国経済情報 2012年3月号

【内 容】

1.高まる米国経済の回復に対する期待
(1)不安定だった2010年と2011年
(2)米国経済を左右する要因①:構造問題
(3)米国経済を左右する要因②:商品価格
(4)今後の米国経済を左右するのは何か

2.金融政策
(1)3月FOMCは金融政策を据え置き
(2)景気の先行き判断を上方修正
(3)現行の時間軸を2012年内は維持

3.大統領選挙情勢アップデート

4.経済動向分析
(1)雇用情勢の改善が鮮明
(2)消費は堅調継続
(3)住宅投資は持ち直し
(4)設備投資は低調
(5)外需は成長下押し
(6)インフレ鎮静化の動き

5.トピックス
(1)失業率の急低下について考える
(2)過剰債務調整は一つの目途に到達

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

Summary

【高まる米国経済の回復に対する期待】
雇用情勢や消費指標の改善を受けて、米国経済の回復に対する期待が高まっている。財政赤字削減は今後も経済を下押し続けるものの、住宅市場や過剰債務など他の構造問題の下押し圧力は和らいでおり、2012年の成長をサポートする。昨年はガソリン価格の上昇が実質購買力の低下を通じて米国経済の成長を抑制したが、2012年については昨年のピークと同程度、4ドル/ガロンまでの上昇であれば、雇用所得環境の改善やガソリン消費抑制により吸収可能であり、悪影響は限られる。但し、継続して4.5ドルを上回るようであれば、下押し圧力は大きく強まる。昨年と同様の失速シナリオを警戒する必要はないが、経済の基礎代謝の回復が不十分なこともあり、高成長に対する過度の期待は避けるべき。

【金融政策は様子見姿勢を強める】
3月FOMCでは「少なくとも2014年後半まで」との時間軸を維持する一方、先行きに対する認識を微妙に上方修正。QE3や不胎化QEは未だ検討のテーブルにはあるものの、実現には高いハードル。市場は2013年後半の利上げを一気に織り込んだが、米国経済は時間軸短期化に伴う金利上昇に耐えられるほどに盤石ではないため、ハト派寄りの現行FOMCは、2012年内は現在の時間軸を据え置く見込み。

【雇用情勢が本格回復に至れば失業率の低下は鈍る】
足もとの失業率急低下は、労働力率低下によるところが大。雇用率が上昇にまで至らず、米国民が雇用情勢の改善を時間出来ないために、労働力率が上昇に至っていない。年齢別の労働力率動向を踏まえると、高齢化要因を加味しても、今後の労働力率には大幅な上昇余地。足もとの雇用者数増加が継続すれば、雇用率の上昇を経て、労働力率も上昇へ向かう見込み。その場合、失業率の低下ペースは鈍る。

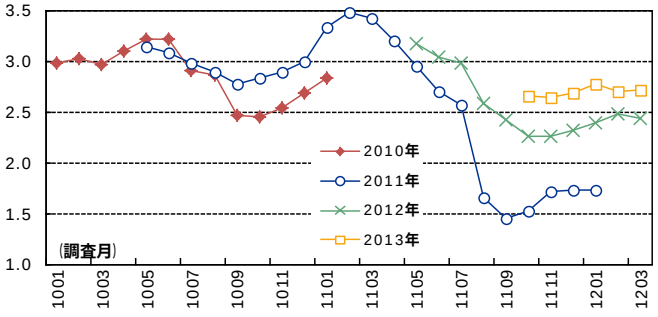
【家計の過剰債務調整は一つの目途に到達】
「可処分所得に対する金融負債の比率」は2000年迄のトレンド近傍に低下し、家計の過剰債務調整は一つの目途に到達。住宅価格下落が継続しているために、金融負債の圧縮は今後も継続はするが、債務削減一辺倒の状況は終了。既に消費者信用は増加に転じており、過剰債務問題による消費下押し圧力は緩和へ向かう見込み。

1.高まる米国経済の回復に対する期待

(1)不安定だった 2010 年と 2011 年

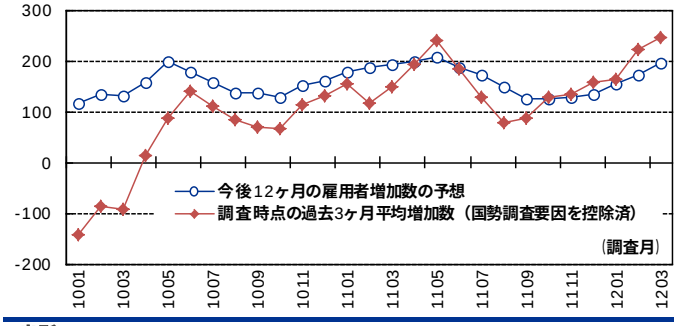
米国経済の回復に対する期待が高まっている。IMFのラガルド専務理事は 3 月 18 日に北京で開催された経済フォーラムにおいて「最近の経済指標は実体経済の上向きの動きを示唆しているが、その大部分は米国においてである [1]」と述べた。また、専務理事は先立つ 9 日の米TV出演に際し、米国成長率見通しの上方修正にも言及している。IMFは 1 月に米国経済見通しを 2012 年 1.8%→2013 年 2.5%から、2012 年 1.8%→2013 年 2.2%へ引き下げたが [2]、ラガルド氏は 4 月に公表する新見通しでは上方修正する旨を公言したと言える。

WSJ調査成長率予想の推移 (%)



(出所)WSJ

雇用者数の実績と予測の推移 (千人)



(出所)CEIC Data, WSJ

金融危機以降、米国経済の成長率予想は極めて不安定である。WSJが月次で行なっているエコノミスト・サーベイによると 2010 年の成長率予想は 2010 年 5 月に 3.2%まで高まった後、10 月に 2.5%まで低下、実績は 2.9%（10～12 月期一次推計公表時点、現在は 3.0%）となった。また、2011 年成長率予想は 2011 年 2 月に 3.5%まで高まった後、2011 年 7 月に 2.6%、統計改訂により断層 [3]を伴って 9 月に 1.5%へ急低下、実績は 1.7%である。2012 年成長率予想も 2011 年 5 月段階で 3.1%と 3%を上回っていたが 10 月に 2.3%Ptまで低下、直近の 2012 年 3 月調査では 2.4%となっている。**過去 3 年を見ると、年前半に強気な見通しが示された後、後半は極端に弱気となり、実績は弱気見通しのボトムをやや上回る傾向**がある。こうした見通しの不安定な推移は、もちろん予想するエコノミストに主たる責任があるが、実際の米国経済が極めてボラタイルに推移してきたことも関係している。米国において最も注目される指標である非農業部門雇用者数・前月差の後方 3 ヶ月平均を見ると、年前半に改善加速、後半に失速という動きを繰り返している。米国経済の先行きを考える上では、こうした変動をもたらした要因を考える必要がある。

2010 年の成長率は、最強気時点の予想 3.2%に対し実績は 2.9%と若干下振れした。これは、バブル崩壊がもたらす構造問題に対する、エコノミスト側の認識の甘さによるところが大きいだろう。ARRA（米国再生・再投資法）などがもたらした高成長が続くと錯覚してしまった。対して、2011 年の下振れは、複合的である。構造問題に関する警戒は相当程度あったが、食品やエネルギー価格の上昇による実質可処分所得の目減りと日本の東日本大震災によるサプライチェーン途絶が米国経済を下押しし

[1] “[R]ecent indicators point to an uptick in real economic activity, mostly in the United States” Christine Lagarde, Beijing, Sunday, March 18

[2] “World Economic Outlook Update” IMF, January 24, 2012

[3] 改訂の詳細は 2011 年 8 月 1 日付 Economic Monitor「2011 年上期の米国経済は 1%強の低成長に留まる」を参照。なお、2011 年成長率に限れば、2011 年 1～3 月期の成長率が年率 1.9%から 0.4%へ大幅に下方修正された影響が大きい。

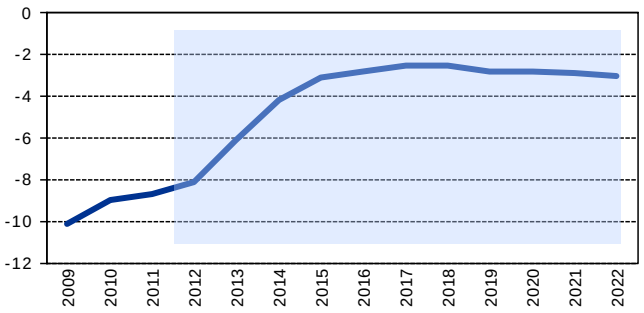
た。このため、(統計改訂の影響もあるが) 2011 年の成長率は、最強気時点の予想 3.5%に対して実績は 1.7%にとどまった。なお、東日本大震災によるサプライチェーンの途絶は、日本のみならず米国でも自動車生産に悪影響を及ぼし、供給制約と自動車価格上昇により自動車購入も抑制し、経済成長に悪影響を及ぼした。また、鉱工業生産を見る限り、タイの大洪水も若干のインパクトがあった。

以上を踏まえると、2012 年の米国経済を考える上では構造問題と商品価格の動向が重要となる。

(2)米国経済を左右する要因①：構造問題

第一に構造問題だが、財政赤字と住宅市場、家計の過剰債務に大きく分けられる。オバマ大統領が示した 2013 年度予算案を加味した米議会予算局(CBO)の試算によると財政赤字は 2011 年度(2010 年 10 月～2011 年 9 月)の名目 GDP 比▲8.7%が、2012 年度に▲8.1%へ、2013 年度は▲6.1%へ縮小する。2013 年度は大統領選挙の行方に大きく影響を受けるが、**財政赤字削減が米国経済を下押し続ける**と判断できる。

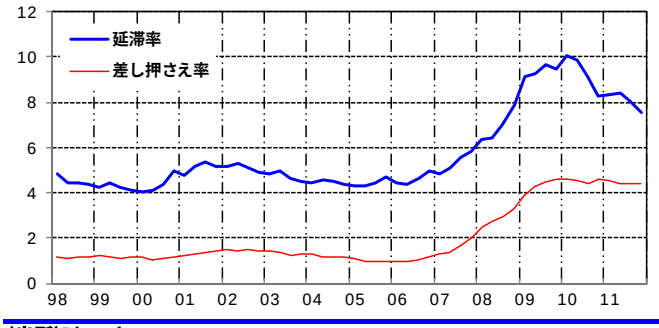
財政収支の見通し(CBO,大統領予算案ベース)



(出所)CBO

次に、**住宅市場は、緩やかな回復傾向**にある [4]。住宅投資は 2008 年と 2009 年に減少率が 2 年連続で 2 割を越えたが、その後、2010 年▲4.3%、2011 年▲1.4%と減少率は縮小、2011 年 4～6 月期以降は 3 四半期連続で前期実績を上回っており、2012 年は増加へ転じると見込まれる。しかし、その一方で、**住宅価格の下落は止まっていない**。代表的な住宅価格指標である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 12 月でも前年比▲4.0%と大幅に下落したままである。**住宅価格の下落には、差し押さえ段階などにある隠れ在庫と呼ばれる市場への流入予備軍の存在が影響**している。隠れ在庫を反映する差し押さえ率（差し押さえ状態にある住宅ローン件数/住宅ローン総数）は高水準にあり、今後処理が進む段階で市場へ流入し、需給を悪化させる可能性が高い。ただ、その差し押さえの更に予備軍を反映する延滞率（延滞状態の住宅ローン件数/住宅ローン総数）はピークから既に大きく低下している。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%まで低下した。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、**住宅市場の調整はマラソンでいう折り返し地点にまでは達した**と解釈できる。

米住宅ローンの延滞率と差し押さえ率 (%)



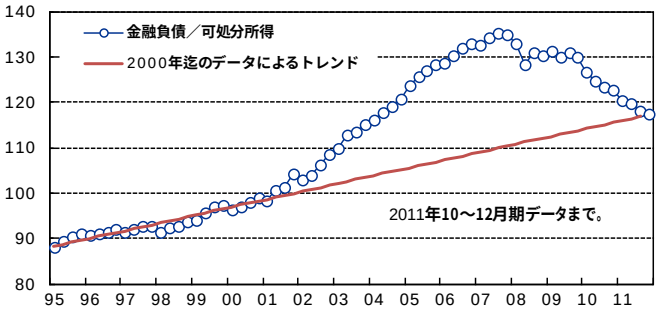
(出所)Bloomberg

以上を踏まえると、差し押さえ物件の流入により 2012 年も住宅価格の下落は続くと見込まれる。**住宅価格の下落は住宅資産価値を目減りさせ、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

[4] 住宅市場については、2 月 23 日付 Economic Monitor「米住宅市場の今を示す延滞率と差し押さえ率」を参照。

バブル崩壊後の調整が相当程度、進捗しているのもまた確かである。**雇用所得環境の回復などを勘案すれば、住宅市場の回復傾向が頓挫することもないだろう。米国経済の牽引役にはなり得ないが、住宅市場が 2012 年の米国経済を更に下押すこともない**と考えられる。

家計の可処分所得に対する金融負債の比率（%）



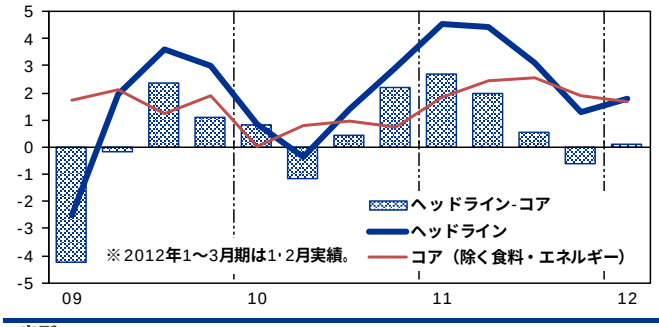
（出所）CEIC

構造問題の最後は、家計の過剰債務問題[5]である。当社が過剰債務問題のメルクマールと考える「可処分所得に対する金融負債の比率」は 2011 年 10～12 月期に 2000 年までのトレンドから算出した適正比率にほぼ並び、**マクロ的な観点からは米国家計の過剰債務調整が一つの目途に達した**と判断される。但し、上述したように住宅価格の下落が続くため、資金供給側と需要側双方の要因により、同比率はトレンドを下回る水準まで一旦は低下する可能性が高い。その意味で、現時点で過剰債務問題が完全に解決したとは言えない。しかし、「可処分所得に対する金融負債の比率」のトレンドへの回帰によって、家計は少なくとも債務削減一辺倒ではなくなっている。実際、消費者信用は既に増加へ転じ、2011 年クリスマス商戦好調の一助になった。**家計が抱える構造問題は、住宅関連を中心に残存も、解決へ近づいており、消費支出に対する下押し圧力も和らぎつつある**。

(3)米国経済を左右する要因②：商品価格

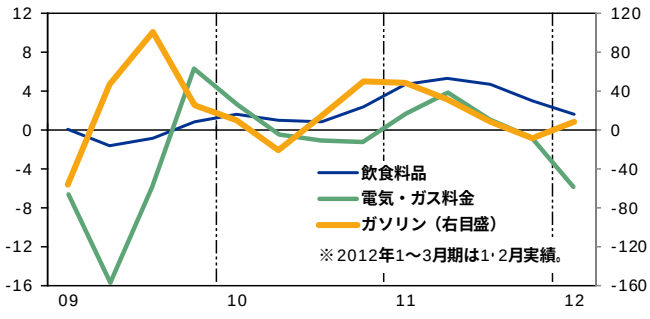
第二に、商品価格動向である。**2011 年前半は飲食料品とエネルギー価格の急騰が実質購買力の低下を通じて、米国経済を下押し**した。消費者物価のヘッドラインを家計が直面する価格動向、食料とエネルギーを除いたコアを賃金上昇率の動きに代替させて、両者を比較すると 2010 年 10～12 月期から 2011 年前半に両者の乖離が急拡大し、家計の購買力低下に繋がったことが読み取れる。2011 年前半は飲食料品とエネルギーが共に急騰したが、**2012 年前半に懸念されるのはエネルギーの中でもガソリン価格の動向**である。飲食料品価格は上昇ペースが鈍化傾向にあり、エネルギー価格の中でも電気・ガス料金は天然ガス価格の低下を受けて下落している。一方、ガソリン価格は足元で再び上昇へ転じ、2 月はCPI季調値ベースで前月比6%と急上昇した。3 月に入っても、上昇は止まらず、足元は 1 ガロン当たり 3.8 ドル台に達し、昨年末との比較では、16%強の上昇となっている（原系列ベース[6]）。

CPIの動向（前期比年率、%）



（出所）CEIC Data

食料･エネルギー関連のCPI動向（前期比年率、%）



（出所）CEIC Data

[5] 詳細は、後掲のトピックス「米家計の過剰債務調整は一つの目途に到達」を参照。

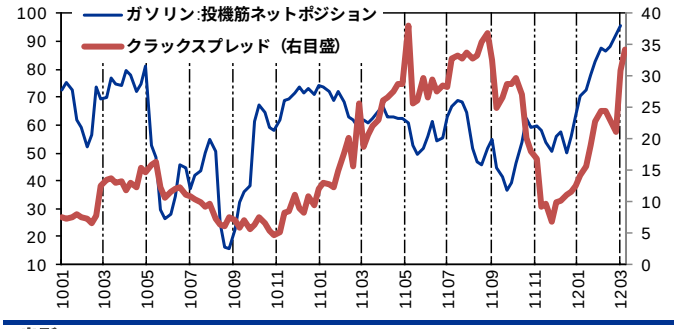
[6] 年初からの上昇の一定部分は季節性によるものである。そのため、単純に上昇率を計算することには問題もある。

ガソリン価格上昇は、もちろん原油価格上昇によるところが大きいが、足元でガソリン価格の上昇ペースはWTIとブレントを共に上回り、クラック・スプレッド（原油と石油製品の価格差）が拡大している。その一方で、ガソリン需給は緩和的な状況にある。過去5年平均に比べて需要が低調な一方で、在庫は過去5年平均を上回り、需要と在庫の動向を集約した在庫率（在庫/需要）は高水準にある。そのため、**足元のガソリン価格上昇には地政学的リスクなどを受けた投機資金の流入が大きく影響**していると考えられる。実際、CFTCデータによると、原油とガソリン共に、投機筋のネットポジションはロングが大きく積み上がっている。

次に、ガソリン価格上昇の経済に与える影響を考える上では、その上昇ペースが鍵を握ると考えられる。2011年にガソリン向けの消費支出は、実質ベース（数量ベース）が3.9%縮小したものの、26.3%もの価格上昇により、名目ベースで21.4%増加した。その結果、**名目可処分所得に占めるガソリン支出の割合が、2010年の2.96%から2011年は3.47%へ急激に上昇、2011年の可処分所得を0.50%Ptも押し下げ、個人消費ひいては米国経済を圧迫した**のである。

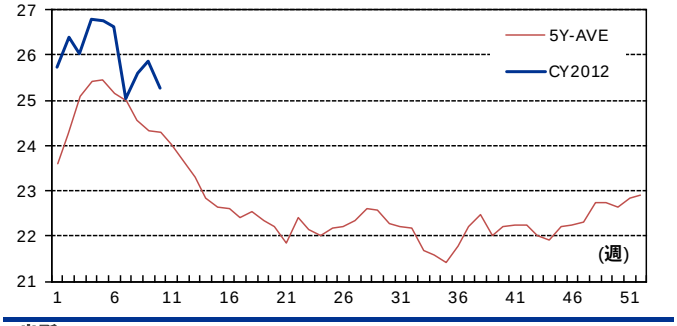
前述のとおり、足元で全米平均のガソリン価格は3.8ドルを超え、昨年5月の3.965ドル/ガロン[7]に接近してきた。しかし、**2012年について、過去2年間と同程度の実質ガソリン消費削減と、2012年1月までの3ヶ月間並みの可処分所得増加[8]（この場合2012年の可処分所得増加は2.4%）を想定した場合、4月以降のガソリン価格が4ドルになったとしても、可処分所得に占めるガソリン支出の割合は3.53%までの上昇にとどまる**。2011年3.47%との差異は0.06%Ptと僅かで、無視できる範囲と言える。これはガソリン価格の上昇が10%強と2011年26%の4割程度にとどまり、その多くが可処分所得増加と実質ガソリン消費の削減で

ガソリンの先物ポジションとクラックスプレッド



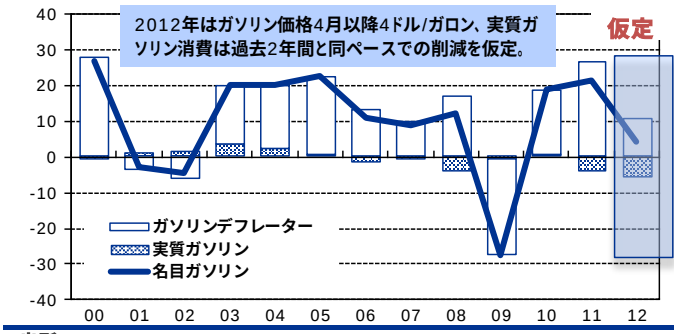
（出所）Bloomberg

ガソリンの在庫率（在庫/需要）



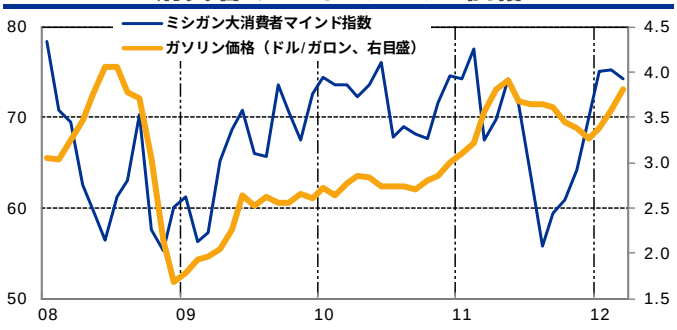
（出所）Bloomberg

ガソリン消費の寄与度分解（前年比,%）



（出所）CEIC Data

消費者マインドとガソリン価格



（出所）Bloomberg, Thomson Reuters

[7] EIAの週次データベース。

[8] ガソリン消費削減は月当たり▲0.4%、2012年平均では▲5.6%となる。一方、2012年の可処分所得は2.4%増加となるが、これは2011年実績の3.8%を下回る。そのため、所得増加に関しては強気の想定とは言えない。

吸収できるためである。ちなみに**4月以降のガソリン価格が4.4ドル程度で推移すると、2011年並み0.5%Pt程度の可処分所得に対する圧迫**となる。

また、ガソリン価格上昇の影響はマインド面にも及び、可処分所得面での影響を増幅する可能性がある。但し、ガソリン価格上昇のテンポが昨年前半に比べれば緩やかなことに加え、過去の度重なるガソリン価格上昇に伴う学習効果も働いてか、現在までのところマインド悪化は限定的である。

以上を踏まえると、**昨年ピークと同程度、4ドル/ガロン程度までの上昇であれば、可処分所得増加などにより相当程度が吸収され、マインド面を含めても大きな悪影響は生じない**と考えられる。しかし、今後の展開次第では、ガソリン価格の上昇が米国経済の成長を大きく損なう可能性も否定はできない。**4月以降継続して4.5ドル/ガロンを上回るようであれば、昨年と同様、可処分所得の圧迫を通じて個人消費を、ひいては米国経済を大きく下押し**する。

(4)今後の米国経済を左右するのは何か

赤字削減に向けた財政面での動きが2012年も米国経済の回復を阻害するものの[9]、他の構造問題である住宅市場と過剰債務問題による重石は、少なくとも、これまでよりは和らぐ。一方、ガソリン価格については安定的に4.5ドルを上回る展開となれば、2011年並みの下押しとなる可能性があるが、4ドル程度までの上昇にとどまれば、それほどの悪影響は生じないと考えられる。もちろん、**昨年の東日本大震災のようなショック要因や、また地政学的リスクによるエネルギー価格高騰、欧州発の金融市場の混乱など懸念材料を上げれば際限はないが、米国経済の基礎代謝が徐々に回復してきていることを踏まえれば、現時点でメインシナリオにおいて過去2年と同様の失速を織り込む必要はない**だろう。

ただ、米国経済に高成長を期待するのも難しい。雇用者数の増勢は足元で加速しているが、1・2月と稀に見る好天に恵まれた影響も含まれ、幾分割り引く必要がある。また、賃金上昇率は低位推移が続き、雇用者数拡大は以前ほどには雇用者報酬の増加をもたらしていない。これが雇用情勢の回復が示唆するほどにGDP成長率が高まらない一因であり、また失業率の低下が示唆するほどに雇用需給が改善していない証左でもある。米国経済の基礎代謝は回復しつつあると述べたが、未だ十分とは言い難い。現時点で、当社は成長率予想を従来からの2012年2.1%、2013年2.3%に据え置く。

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	2.0	2.2
住宅投資	▲22.2	▲4.3	▲1.4	6.7	6.4
設備投資	▲17.9	4.4	8.7	7.3	7.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.8)	(1.6)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)
政府支出	1.7	0.7	▲2.1	▲1.7	▲2.6
純輸出(寄与度)	(1.0)	(▲0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.3)
輸　出	▲9.4	11.3	6.8	5.5	6.9
輸　入	▲13.6	12.5	4.9	4.4	3.9
名目GDP	▲2.5	4.2	3.9	3.4	3.7

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

[9] 但し、2012年1～3月期については国防支出の大幅増加により、政府支出がGDP成長率を押し上げる可能性が高い。

2.金融政策

(1)3 月 FOMC は金融政策を据え置き

Fed は 3 月 13 日に 2012 年 2 回目の FOMC を開催した。金融政策は市場予想通りに据え置き、声明文（Statement）では、景気認識を若干前進させ、またガソリン高に言及したものの、前回 1 月から最小限の修正にとどめられている。様子見姿勢を色濃く滲ませた内容と判断できる。

まず、金融政策に変更はない。**時間軸文言は「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（currently anticipates that economic conditions…likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through late 2014）」と前回から変わらず**、緩和的な金融政策スタンスを維持する旨も引き続き明記されている[10]。

ラッカー・リッチモンド連銀総裁は 1 月に続き、3 月もFOMCの決定に反対した。但し、反対理由は変更されている。ラッカー総裁は、前回 1 月FOMCにおいて時間軸文言における時期の明記すなわち表記方法に対して反対したが、今回 3 月は「2014 年後半まで異例な低水準が続く」という予想について反対している。すなわち、**ラッカー総裁は、景気回復やインフレ率上昇によって、時間軸が現在のFOMC想定よりも短期化する可能性を提示**したと言える[11]。

(2)景気の先行き判断を上方修正

声明文の景気に関する部分を見ると、世界経済減速に関する文言が削除されたものの、米国経済が「緩やかに拡大している」との景気認識は据え置かれた。1 月及び 2 月の雇用統計が良好なものとなり、失業率が 8.3%まで低下したことを踏まえて、「失業率は最近数ヶ月で顕著に低下した（unemployment rate has declined notably）」と明記したものの、「依然高止まり」との記載は変わらず、労働市場に対しては引き続き慎重なスタンスを滲ませている。また、個人消費と設備投資に関しては極めてシンプルに「引き続き増加」と記され、月次指標が示唆する個人消費の強含みと設備投資の若干弱含みについては判断が留保された。また、住宅市場は「落ち込んだ状態」との認識で変わらない。一方、**先行きの米国経済については、向こう数四半期の成長ペースに関する 1 月 FOMC の「緩慢な成長（to be modest）」との表現を、3 月は「緩やかな成長（moderate）」へ改め、また、失業率の低下ペースについても「緩やかにしか低下しない（will decline only gradually）」との表現を、3 月は「緩やかに低下する（will decline ~~only~~ gradually）」へ、いずれもニュアンスを若干上方修正**した。先行きのリスクについては、緊張緩和を認めつつも、国際金融情勢が引き続き重大な下振れリスクであるとの認識が維持されている。

景気認識が限定的な修正、かつシンプルな表現にとどめられた一方で、インフレに関しては、ガソリン高への言及が新たに加えられた。まず、**現状認識において、原油とガソリン価格の上昇が示され、かつ先行き「一時的にインフレ率を押し上げる（will push up inflation temporarily）」ことも明記**されている。こうした変更は、前回 1 月声明文との比較では幾分タカ派的だが、ガソリン高についてはバーナンキ議長が議会証言で、また議長以外の FOMC 参加者も講演などで言及しており、サプライ

[10] インフレについて「FOMC のデュアルマンデートと整合的な水準になるよう」との表記から、「FOMC のデュアルマンデートと最も整合的な伸びになるよう」に改められている。物価のレベルではなく、伸びが目標である旨の明確化であろう。

[11] 反対理由の詳細を、ラッカー総裁は 16 日にリッチモンド連銀の HP に掲載している。

ズはない。また、あくまでも**インフレへの影響は一時的とのスタンスは維持され、ガソリン高はインフレ期待に変化を及ぼさず、従って将来的にインフレ率は低下するとの見通しは変わっていない**。

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

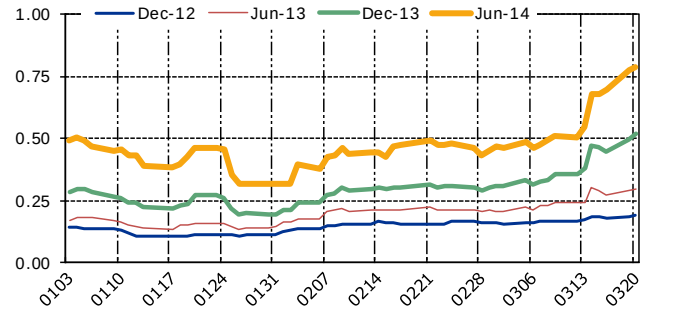
先行きも含めれば、景気認識は若干前進したと判断できる。しかし、雇用や個人消費に対する慎重な表記が示すように、あくまでも微修正にとどまる。一方、インフレ認識では、ガソリン高への言及を行ったものの、ガソリン高によるインフレ率上昇があくまでも一時的であるとの認識も同時に示されており、インフレ見通しを大きく変更したわけでもない。**3月の景気及びインフレ認識変更に基づくと、4月FOMC後に示される新たな経済見通し（SEP：The Summary of Economic Projection）では、2012年について失業率予想の下方修正（ポジティブ方向への修正）とPCEデフレーター予想の上方修正が行われる可能性が高い（コアPCEデフレーター予想の修正はない見込み）**。しかし、こうした修正は、2012年のハト派寄りのFOMC投票権者が、時間軸を前倒すには不十分なものと考えられる。

(3)現行の時間軸を2012年内は維持

3月FOMCでは景気認識が若干上方修正されたたものの、慎重なトーンは変わっていない。**現時点でFedは、QE3や一部で報道された不胎化QEを含め追加緩和を政策オプションから外したわけではない一方、引締め方向へのスタンス修正、すなわち時間軸前倒しを未だ視野に入れていない旨を示した**と言える。但し、最近のFOMC投票権者の講演などを参考にすると、**追加緩和は引き続き検討されている政策オプションではあるものの、景気が大きく再減速しない限り、実施に移される可能性は低い**。大統領選挙に対する不干渉の観点から、Fedが2012年後半の金融政策変更に消極的と見込まれる点も追加緩和を難しくする。その一方で、**時間軸面からの金融緩和効果を維持するために「少なくとも2014年後半まで」との時間軸は2012年中維持される**と、当社は見込んでいる。時間軸の短期化に伴う金利上昇がもたらす金融引き締め（緩和度合いの縮小）に耐えられるほどに、米国経済は盤石ではない。

なお、景気認識の微妙な修正と良好な経済指標を受けて、金融市場は一気に、時間軸の前倒しへ動いた。2013年12月限月のFF金利先物は、3月12日時点では0.36%にとどまっていたが、FOMC翌日の14日には0.47%まで上昇し、2012年10～12月期の利上げを一気に織り込んだ（20日には更に0.52%まで上昇）。しかし、こうした急激な金利上昇は2月までQE3の実施を過度に織り込んでいた反動に加え、景気回復の加速に対する過度な期待も反映していると考えられる。利上げタイミング予想は、再び2014年前半まで押し戻される可能性が高いだろう。

FF金利先物推移（%）



（資料）Bloomberg

3.大統領選挙情勢アップデート

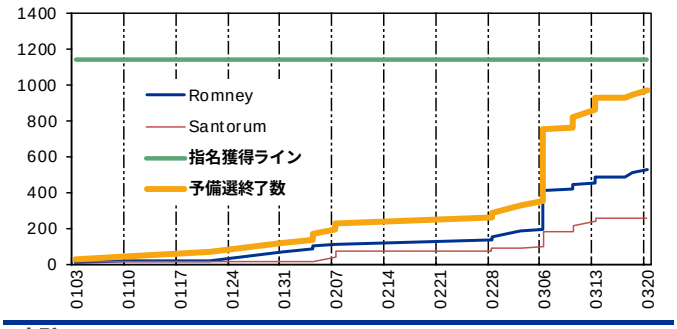
現職のオバマ大統領に挑戦する共和党候補を選出する予備選では、**ロムニー氏の優勢が鮮明**となっている。しかし、決定力を欠き、他候補を撤退へ追い込むまでには至っていない。**最も遅い場合には 8 月の共和党大会まで大統領候補が決まらない可能性**もある。候補者決定の遅れは共和党候補者の資金力を削ぎ、結局のところ、**大統領選挙前半戦の最大の勝者は、オバマ大統領**とも言える状況である。

3 月 20 日までに 2,286 の代議員総数（Delegates）のうち 962、約 43%が決定した。獲得代議員数はロムニー氏が 541 と過半数を占め、サントラム氏が 253 で二位、以下ギングリッチ氏 135、ポール氏 50 となっている（NYT 調べ）。未決定数 1,305 と 6 割近くを残してはいるが、**サントラム氏が逆転するためには残りの州においてロムニー氏を大きく上回る代議員を獲得する必要があり、不可能ではないが相当に難しい状況**である。しかし、**ロムニー氏が絶対過半数を獲得するまでに未だ時間を要するのも事実**であり、サントラム氏は党大会での大逆転に望みを繋いでいる。四候補の争いによる共和党予備選は当面継続する見込みである。

こうした予備選の長期化は、共和党執行部の意図したところではある。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を念頭に、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。しかし、**実際の予備選は、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おり、本来の意味での活発化とは程遠い状況**にある。寧ろ、こうした**予備選の長期化は、大統領選挙後半戦に向けた資金力を削ぐという意味で、共和党にとって好ましい事態ではなく、民主党のオバマ大統領を利するだけになってしまっている**とも言える。

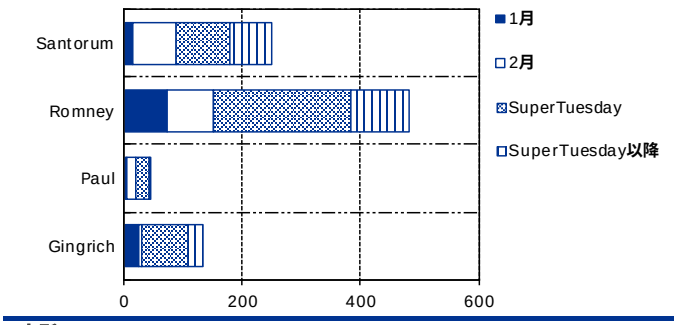
しかし、そのオバマ大統領にも逆風が吹いている。ガソリン高である。生活必需品であり、米国民が値上がりを実感しやすいガソリン価格の上昇は、現政権の経済・外交政策に対する批判に繋がる。米国経済全体への影響という観点では、雇用情勢の回復加速によるプラスの影響の方が大きいと考えられるが、**実感しにくい雇用よりも、わかりやすいガソリン価格上昇の方が有権者の意向を左右**する。Gallup による大統領選挙における支持率調査では昨年 12 月以降、ロムニー氏に対してオバマ大統領が優勢に立っていたが、1 月に並ばれ、2 月はロムニー氏 50% vs オバマ大統領 46%と明確に逆転された。共和党の予備選のみならず、本選も、大統領選挙は混戦になるかも知れない。

獲得代議員数の推移（人）



（出所）New York Times

獲得代議員数の推移（人）



（出所）New York Times

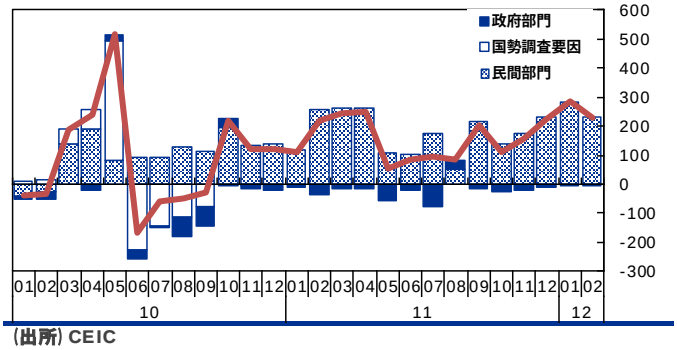
4.経済動向分析

(1)雇用情勢の改善が鮮明

3 月 9 日に公表された米国の 2 月雇用統計によると、**非農業部門雇用者数**(NFP：Non-Farm Payroll)**は前月差＋22.7 万人と 3 ヶ月連続で 20 万人を超える増加**を確保し、21 万人程度の増加を見込んだ市場コンセンサスも大きく上回った。過去 2 ヶ月分も 2011 **年 12 月分が**+20.3 **万人から**+22.3 **万人へ、**2012 **年 1 月分は**+24.3 **万人から**+28.4 **万人へ、合計で 6.1 万人も上方修正**されている。3 ヶ月連続の 20 万人超の増加は 2011 年 2～4 月以来であり、**昨年夏場に減速した米国の雇用情勢が、年末以降に回復基調を強めていることを改めて確認**できる。なお、2 月は前月差+22.7 万人と 1 月の+28.4 万人から伸びが鈍化した。但し、前回レポートにおいても指摘したように 1 月は稀に見る好天で押し上げられた部分があり、それが 2 月は剥落したに過ぎない。

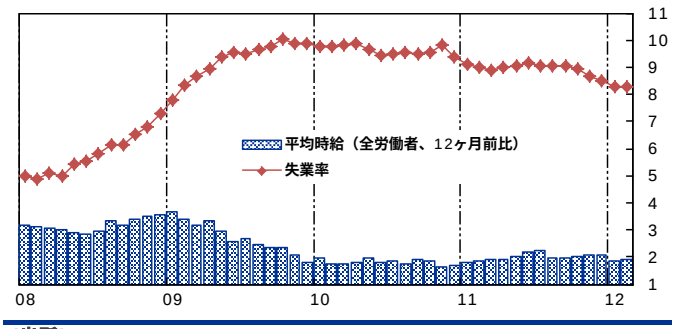
家計調査から算出される**失業率は 1 月から変わらずの 8.3%**だった（小数点第二位まで見ると 1 月 8.26%→2 月 8.27%）。**労働力率が 63.9%（1 月 63.7%**[12]**）へ上昇したことから、労働力人口が前月差**+47.6 **万人（1 月＋25.0 万人）と、人口の増加幅**+16.6 **万人（1 月 17.5 万人）を大きく上回る増勢**を示した。一方、雇用者数は+42.8 万人（1 月+63.1 万人）と増勢を維持したものの、労働力人口の増加を全て吸収するには至らず、失業者が+4.8 万人（1 月▲38.1 万人）と小幅ながらも 6 ヶ月ぶりに増加したため、失業率は 1 月から横ばいである。すなわち、**2 月の失業者数増加と失業率横ばいは、労働力人口の大幅増加及び労働力率の上昇に伴うものであり、ネガティブに捉える必要はない**だろう。労働市場への参加拡大に伴う、いわゆる「良い失業率上昇」に分類される動きである。

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



(出所) CEIC

失業率と平均時給の推移（%）



(出所) CEIC

米国経済において新規労働力の吸収に必要な雇用増は 12～15 万人[13]であり、現在の雇用増加ペースはそれを明確に上回っている。1～3 月期の雇用増加は天候要因や季節調整要因[14]によって押し上げられている部分もあると考えられ、4～6 月期には若干の減速が予想されるものの、新規労働力の吸収に十分なだけの雇用増加は確保できるだろう。但し、失業率低下のための条件は、また別である[15]。

全労働者の 2 月平均時給は前月比年率 1.6%と 1 月から伸びが変わらず、12 ヶ月前比も 1.9%（1 月 1.8%）とほぼ横ばいである。平均時給の上昇率は 2010 年が 1.8%、2011 年は 2.0%であり、

[12] 毎年 1 月時点で行われる人口推計補正の影響を控除したベースであり、公表値とは異なる。人口や労働力人口、雇用者数、失業者数も同様。詳細は 2 月 6 日 economic Monitor「米国の雇用情勢は回復加速（1 月の米雇用統計）」を参照。

[13] 過去 10 年の人口動向に基づき、人口増加を 17～23 万人/月と想定、また労働力率は金融危機前の 66%として試算。

[14] 金融危機による急速な雇用減少が完全には控除されていない可能性がある。

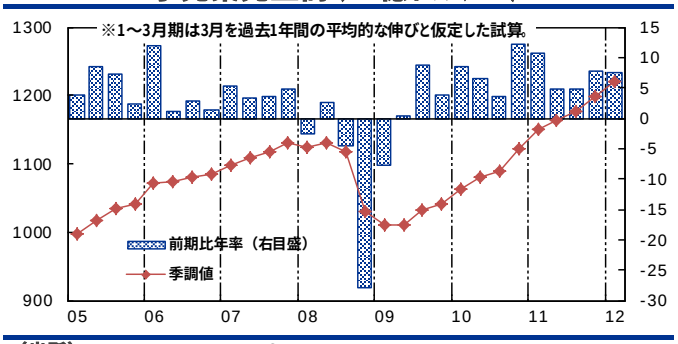
[15] 詳細はトピックスを参照。

2012 年に入ってからの直近 2 ヶ月も含めて 2%前後の推移が長期化している。**労働需給が緩和的な下で、企業は賃金抑制姿勢を維持しており、賃金発のインフレリスクが高まっているとは判断されない**。なお、2011 年 10～12 月期に単位労働コストの上昇率が高まったことをもって、インフレリスクを指摘する向きがある。賃金上昇率の低位推移を踏まえると、単位労働コストの上昇は雇用者側の社会保障コスト増加が原因と考えられる（社会保障コストも賃金などと並んで労働コストに含まれる）。こうした**コストの増加は、企業の価格決定力が低下している現状では企業収益を圧迫する方向に働き、寧ろ、雇用主が更に賃金を抑制する要因に**なりうる。そのため、現時点で単位労働コストの上昇を、インフレリスクに直結させる必要はないだろう。

(2)消費は堅調継続

個人消費は堅調に推移している。2 月公表時点で 1 月の小売売上高はクリスマス商戦後の消費鈍化を示唆していたが、2 月データの公表に際し遡及して大幅に上方修正された。すなわち小売売上高は 2011 年 12 月分が前月比 0.0%から 0.3%へ、1 月分も 0.4%から 0.6%へ上方修正された後、2 月に 1.1%と大幅に増加した。2 月の高い伸びには、ガソリン高を主因としたガソリンスタンド販売の 3.3%増加も影響しているが、それを除いても 0.8%と堅調推移は変わらない。1～2 月平均の小売売上高は 10～12 月期を年率換算で 6%上回っており、3 月を過去 1 年間の平均的な伸びと仮定すると、1～3 月期は前期比年率 7.5%（10～12 月期 7.8%）、除く自動車・建設資材・ガソリンスタンド（いわゆるコア売上高）も 5.6%（10～12 月期 5.0%）とほぼ前期並みの伸びを確保する。**個人消費には、1～3 月期も 2%を上回る伸びが期待できる**。

小売業売上高（10億ドル、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

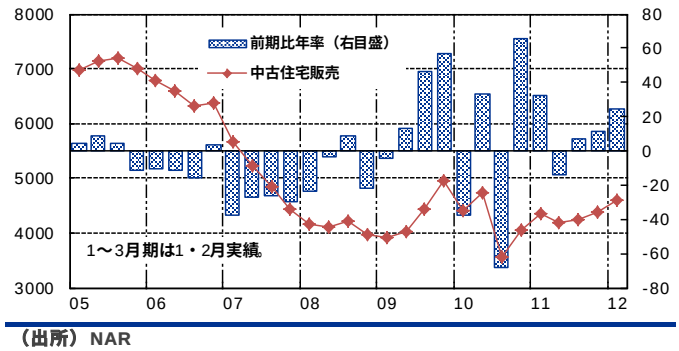
(3)住宅投資は持ち直し

住宅投資は持ち直しつつある。まず、GDP ベースの住宅投資は 2011 年 10～12 月期まで 3 四半期連続で増加した。先行指標である住宅着工は 10～12 月期に前期比年率 40.8%と大幅に増加、2012 年に入っても増勢を維持しており、1～2 月平均は 10～12 月期を 20.3%上回っている。住宅投資は 2012 年も増加を続けると見込まれる。

住宅販売も増勢にある。住宅販売の 9 割を占める中古住宅販売は 1～2 月平均が 10～12 月期を年率換算で 24.2%も上回っており、7～9 月期前期比年率 6.9%、10～12 月期 11.8%に続き、3 四半期連続の増加が確実な情勢にある。

住宅市場は方向しては持ち直しているが未だ水準は低く、米国経済を牽引するには力不足である。しかし、昨年までのような景気下押しが生じない点は認識する必要があるだろう。

中古住宅販売（年率換算、千戸、%）

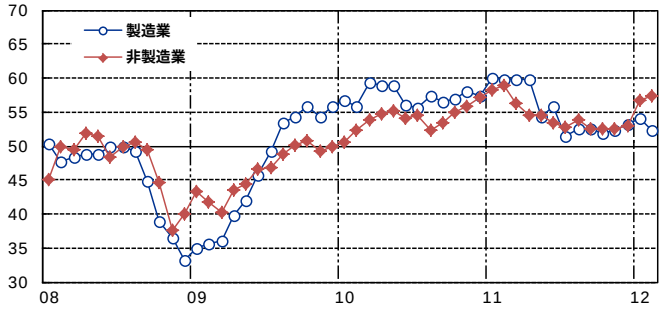


（出所）NAR

(4)設備投資は低調

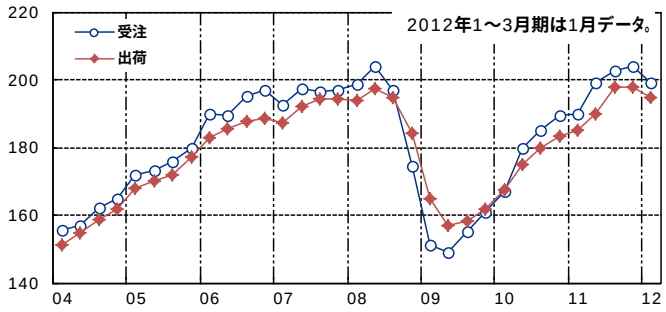
企業部門の改善は継続している。製造業 ISM 指数は 2 月に 52.4（1 月 54.1）と 4 ヶ月ぶりに低下したが、非製造業 ISM 指数は 57.3（1 月 56.8）と上昇を続けた。また、3 月の地区連銀製造業データでは、既に公表されている NY 連銀指数（1 月 13.5→2 月 19.5→3 月 20.2）とフィラデルフィア連銀指数（1 月 7.3→2 月 10.2→3 月 12.5）が共に上昇しており、**製造業 ISM 指数も 3 月は再上昇が期待される**。実体指標も堅調である。鉱工業生産は 1 月前月比 0.4%増加の後、2 月は横ばいとなった。但し、製造業以外が押し下げに寄与しており、鉱業は前月比▲1.2%（1 月▲1.6%）と 2 ヶ月連続で減少、好天を反映した電力消費の減少を受けて電力業も▲0.7%（1 月▲1.5%）と 3 ヶ月連続で減少している。一方、**製造業は 2 月も前月比 0.3%と、1 月 1.2%や 12 月 1.5%程の高い伸びではないが、増勢を維持**した。なお、2 月の製造業の鈍化には、自動車が▲1.1%と 1 月に 8.6%も急増した反動で減産に転じたことが影響している。

ISM調査の企業景況感（中立＝50）



（出所）Institute for Supply Management

非国防資本財（除く航空機）の受注と出荷（年率、10億ドル）



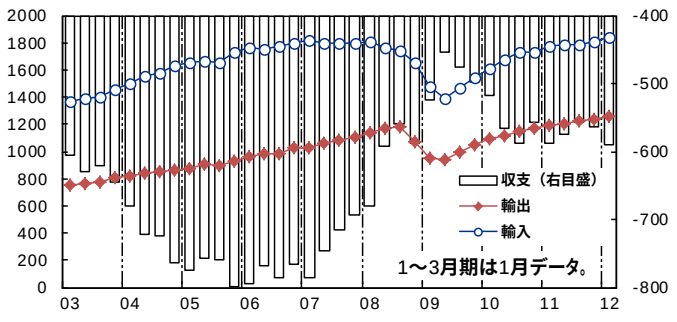
（出所）CEIC Data

企業部門において、足元で**低調なのが設備投資関連データ**である。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 1 月に前月比▲3.0%（12 月 2.8%）と大きく落ち込み、1 月水準は 10～12 月期平均を明確に下回っている。先行指標である受注もやはり 1 月に▲3.9%（12 月 3.5%）と振るわない。また、民間非居住用建設投資も 1 月に▲1.5%（12 月 2.1%）と減少しており、**1 月は設備投資関連指標が総崩れ**となった。1～3 月期の設備投資に多くを期待はできないだろう。但し、NY 連銀調査などによると、昨年 10～12 月期以降、企業の設備投資意欲は寧ろ改善傾向にある。そのため、**設備投資は 1～3 月期に低迷するも、4～6 月期には復調**する可能性が高い。

(5)外需は成長下押し

2012 年 1 月の貿易赤字（BOP ベース）は年率 6,308 億ドルと金融危機前 2008 年 10 月以来の水準まで拡大した。**輸出は前月比 1.4%（12 月 0.4%）と底堅く推移しているが、好調な個人消費などを受けて輸入の増勢が更に強く、2.1%（12 月 1.6%）と 3 ヶ月連続で増加、貿易赤字の拡大に繋がった**。実質財ベースで見ても、輸出の伸び（1.1%）を輸入（1.3%）が上回り、赤字幅が拡大しており、**1～3 月期に外需は GDP 成長率を押し下げ**る可能性が高い。

実質財収支の推移（10億ドル）



（出所）US Census Bureau

実質ベースで財別の内訳を見ると、輸出では石油輸出が前月比▲13.4%（12 月 7.1%）と大きく落ち込んだ影響が大きく、非石油輸出は 2.5%と高い伸びを示している。非石油輸出では資本財や自動車が好調である。一方、輸入でも自動車の伸びが目立つ。

(6)インフレ鎮静化の動き

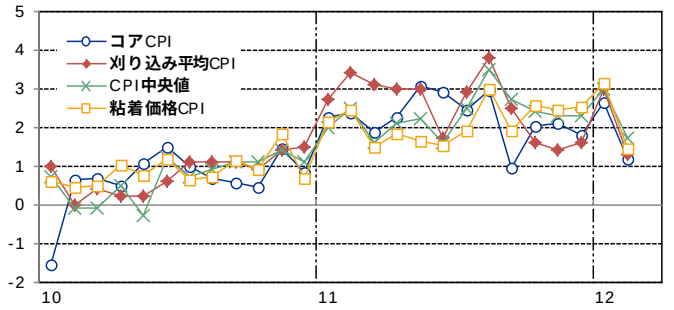
米国の 2 月消費者物価指数（CPI）はヘッドライン（日本で言う総合 CPI）が前月比 0.4%（1 月 0.2%）と 2011 年 3 月の 0.5%以来の高い伸びを記録した。上昇の主因はガソリンなどエネルギー価格の上昇である。エネルギー価格は 3.2%（1 月 0.2%）と大幅に上昇し、ヘッドラインを 0.3%Pt も押し上げた。但し、エネルギーでも、ガソリンと電気料金などでは大きく傾向が異なる。原油価格上昇や投機資金流入などを背景に、ガソリン価格が 2 月に前月比 6.0%（1 月 0.9%）と大きく上昇する一方、天然ガス価格の低位推移などを背景に電気･ガス価格は▲0.8%（1 月▲0.8%）と 5 ヶ月連続で低下した。一方、食料とエネルギーを除いたコア CPI は前月比 0.1%（1 月 0.2%）と小幅の伸びにとどまっている。2 月の鈍化は、1 月に 0.9%上昇していた衣服が▲0.9%と低下へ転じた影響が大きいものの、娯楽（1 月 0.6%→2 月▲0.1%）や教育・通信（0.3%→0.2%）、医療（0.3%→0.2%）など幅広い品目で上昇率が低下した。なお、前年比はヘッドライン CPI が 2.9%（1 月 2.9%）で変わらず、コア CPI は 2.2%（1 月 2.3%）へ若干鈍化している。

次に、**インフレのトレンド指標を見ると、刈り込み平均 CPI が前期比年率 1.3%（1 月 3.0%）、CPI 中央値は 1.7%（3.0%）、粘着価格 CPI も 1.5%（3.1%）といずれも、1 月までの上昇もしくは高止まりが解消し、伸びの鈍化傾向が鮮明**となっている。

最後に、3 月のミシガン大調査によると、期待インフレ率は今後 5 年が 3.0%（2 月 2.9%）と小幅上昇、必需品であるガソリン価格の上昇を受けて今後 1 年は 4.0%（1 月 3.3%）と昨年 5 月 4.1%以来の水準へ急上昇した。なお、5 年の 3.0%も昨年 6 月以来の高水準ではあるが、過去 10 年平均 2.9%と同程度の安定的な水準と言える。

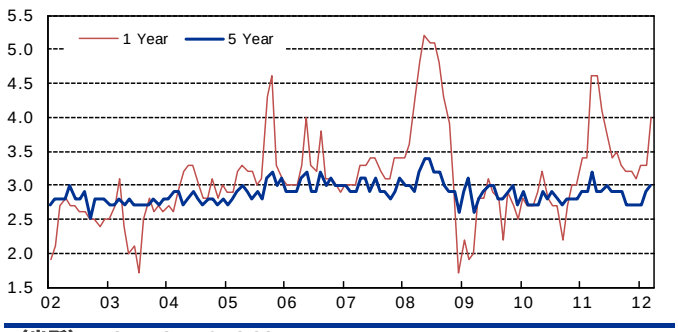
以上を総合すると、**インフレ圧力の強まりを示していた 1 月までから一転、2 月の CPI 関連データにはインフレ沈静化の動き**が現れている。ガソリン価格急上昇によりヘッドライン CPI が高い伸びを示し、今後 1 年の期待インフレ率も 4%まで跳ね上がった。しかし、今後 5 年の期待インフレ率は安定的な水準にあり、またガソリン以外の多くの CPI 構成品目では伸びが鈍化、コア CPI 及びトレンド指標も伸びが縮小傾向にあり、サービス価格を左右する賃金伸び率も低位で推移している。今後も、エネルギー価格の動向次第でヘッドラインインフレが高い伸びを示す可能性は高いが、**基調的な高インフレにつながるとは見込まれない**。

CPIのトレンド指標推移（前月比年率%）



（出所）CEIC Data

期待インフレ率の推移（%）



（出所）University of Michigan

5.トピックス

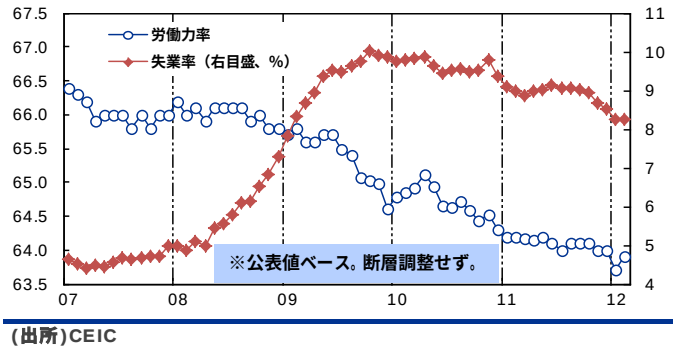
(1)失業率の急低下について考える

雇用率と労働力率

昨年 8 月の 9.1%から今年 1 月の 8.3%への急速な失業率低下は、想定より速いペースでの労働需給タイト化の可能性、すなわちインフレリスクを示し、Fed が現在提示している「2014 年後半」との時間軸よりも早いタイミングでの金融引締めへの転換を市場に意識させるものであった。1 月及び 2 月の失業率 8.3%は、FOMC 参加者が 1 月に示した 2012 年最終四半期の失業率見通し 8.2～8.5%の中央値を既に下回っている。

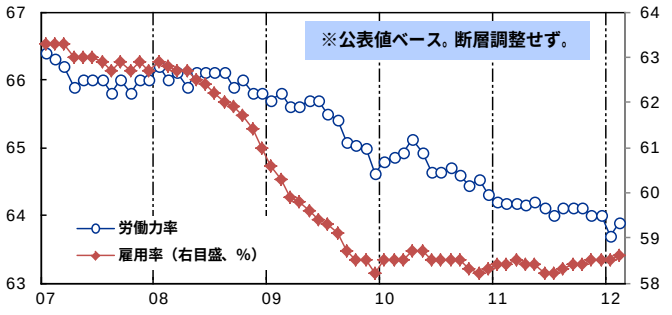
Fed 関係者のみならず、**多くの民間エコノミストにとって驚きだったのは、実は雇用者数の増加よりも、労働力率の低下**であった。以下のシミュレーションに示すように 1 月の労働力率 63.7%が継続すれば、2012 年末の失業率は 7%近くまで低下する可能性がある。失業率の低下につながる労働力率の低位推移が継続しているのは、雇用情勢の回復が十分に進んでいないが故と考えられる。人口に占める雇用者数の割合を示す雇用率は 2010 年平均が 58.5%、2011 年平均は 58.4%と寧ろ 2011 年に低下した。つまり、米国民に占める雇用者数の割合は高まっていない。すなわち、**雇用率を重視すれば、雇用者数の増加や失業率の低下が示すほどには、雇用情勢の回復は進んでいない**と判断される。米国民が実感する雇用情勢は、求職状況に左右される失業率よりも、雇用率に近いと想定される。換言すると、**雇用率が明確に上昇し、米国民が雇用情勢の回復を実感してくれば、米国民の労働市場への参加が積極化し、労働力率も上昇する可能性が高い**。2 月に雇用率は 58.6%と 2011 年平均を 0.4%Pt 上回る水準まで上昇したが、労働力率の 63.9%への 0.2%Pt 上昇に後押しされたとも解釈できる。

労働力率と失業率の推移 (%)



(出所)CEIC

労働力率と雇用率の推移 (%)

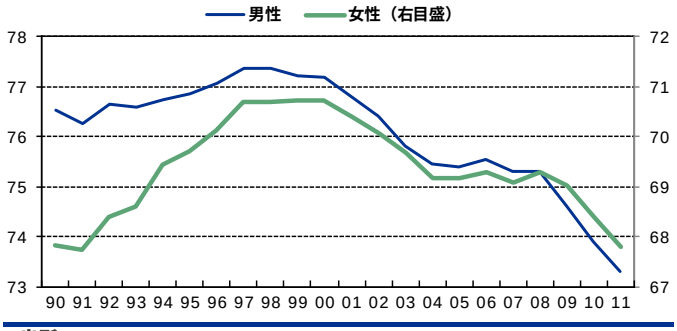


(出所)CEIC

高齢化は労働力率急低下の主因ではない

最近の労働力率の低下には、高齢化も影響しているが、主因ではない。日本と同様に米国でも加齢に伴い労働力率は低下し、特に 65 歳以上では 17.9%と 2 割を下回る。そのため 65 歳以上のシェア上昇による影響を除外するために、65 歳未満に限って男女別に労働力率を計算してみても、やはり金融危機を経た 2009 年以降に明確な低下が確

65才未満労働力率の推移(%)

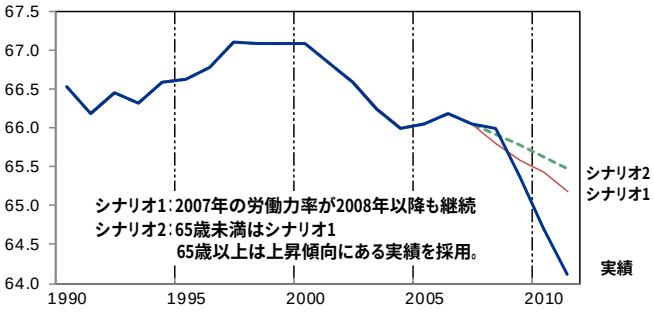


(出所)BLS

認できる。更に労働力率低下の要因を探るために、年齢別の労働力推移を見ると、男女ともに働き盛りの 20～40 歳台で金融危機以降の労働力率低下が明確である。**労働市場の需給悪化や職探しの困難さ故に労働市場から退出し、労働力率低下に繋がった**ことが分かる。なお、20 歳台[16]については金融危機前の 2000 年代前半においても労働力率が低下しているが、これは高学歴志向の高まりによるものと推測される。

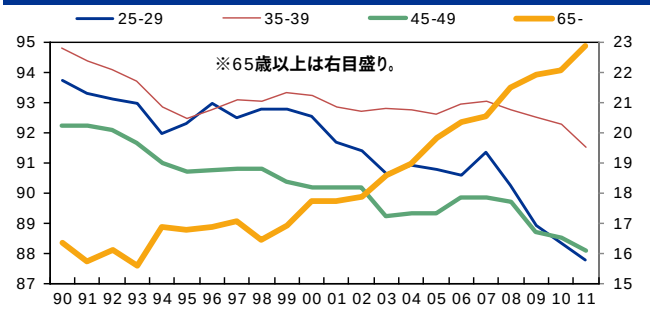
ちなみに、**金融危機前 2007 年時点の男女別年齢別労働力率を用いて 2011 年の労働力率を試算すると 2011 年は実績 64.1%に対し試算は 65.2%**となる[17]。更に高年齢層の労働力率上昇トレンドを加味すると 2011 年時点の労働力率は 65.5%まで高まる。いずれにしろ、**労働力率には雇用情勢の改善（雇用率の上昇）に伴い上昇する余地**があると判断できる。

労働力率の推移とシミュレーション（%）



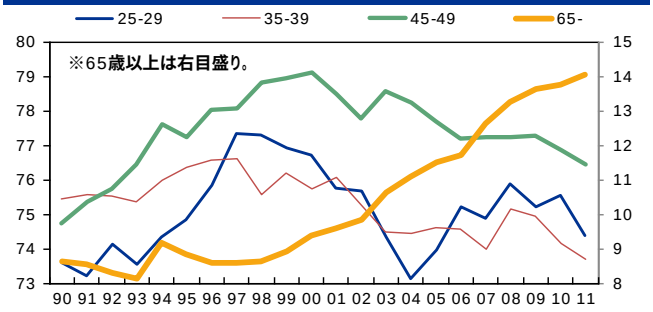
（出所）BLS

男性の年齢別労働力率の推移(%)



（出所）BLS

女性の年齢別労働力率の推移(%)



（出所）BLS

2012 年末の失業率シミュレーション

以上を踏まえた上で、2012 年 12 月の失業率に関する簡単なシミュレーションを示したい。前提条件として固定するのは人口増加[18]である。2010 年国勢調査（センサス）における過去 1 年の平均増加数を想定した。変化させるのは労働力率とNFP増加数であり、NFPを家計調査ベースの雇用者数に換算[19]した上で雇用率と失業率を算出する。なお、シミュレーションの発射台は 2012 年 2 月実績である。

まず、1 月雇用統計発表時点で懸念された **1983 年以降で最低の労働力率である 63.7%が続くケース**を見よう。この場合、NFP が 2 月と同様の前月差+22.7 万人で 3 月以降も増加を続けると、12 月に失業率は 7.2%まで低下する。このケースでは、**Fed がシナリオ変更を余儀なくされる可能性**は高い。

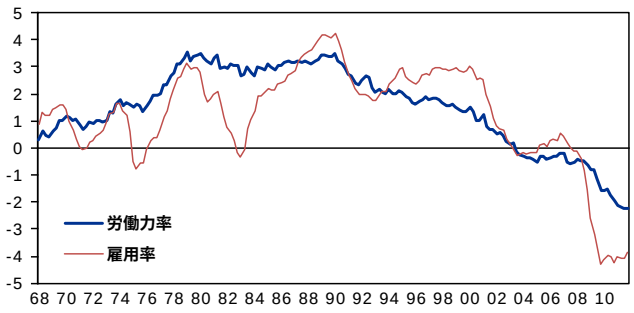
16 グラフでは 25～29 歳のみを示したが、20～24 歳の労働力率は 2000 年の 82.6%が 2005 年に 79.1%まで低下、その後 2006 年 79.6%、2007 年 78.7%、2008 年 78.7%とほぼ横ばいで推移した後、2009 年 76.2%Pt、2010 年 74.5%と急低下した。

17 試算は 2000 年センサスに基づく 2011 年データまでを用いているが、雇用統計は 2012 年から 2010 年センサスに基礎データが切り替わった。そこで、2012 年 1～2 月平均を用いて、センサス切り替えの労働力率への影響を見たところ、0.1% Pt 程度の押下げとなった。センサス切り替えの影響は僅かであり、本稿の議論には影響しないと言える。

18 金融危機以降、米国の人口増加ペースは 20～23 万人/月から 17～18 万人/月程度まで鈍化している。しかし、米国経済の底堅い推移を受けて、2012 年は移民流入が加速し、想定を上回る人口増加となる可能性もある。

19 家計調査ベースは農業を含むなどベースが異なる。例えば、2011 年について家計調査ベースの雇用者数は NFP を 6.5%上回る規模である。

雇用率と労働力率（後方20年平均からの乖離,%Pt）



（出所）CEIC

しかし、シミュレーション a)に示すように NFP **が毎月 22.7 万人で増加すると、雇用率は 12 月に 59.1%まで上昇**し、2011 年 12 月実績の 58.2%を 1%Pt 近く、2012 年 2 月実績も 0.5%Pt 上回る。そのため、雇用率上昇を受けて、労働力率も上昇へ向かう可能性が高い。**労働力率が 64.2%へ上昇した場合に失業率は 7.9%、64.5%へ上昇した場合には 8.3%**となる。次に、シミュレーション b)では雇用者数が毎月 18 万人増加にとどまるケースを示している。この場合、a)に比べ雇用率と労働力率の上昇が共に限定的となる。更に c)では雇用者数が更に緩慢な 12 万人の増加に留まる場合を示した。雇用率が 58.7%と 2 月からほぼ横ばいのため、労働力率も上昇しないと見込まれる。労働力率が 63.9%のままであれば、失業率は 8.2%と FOMC 参加者の見通しの下限にとどまる。

a)～c)のシミュレーションが示す重要なポイントは、**雇用者数の増加がもたらす雇用率の上昇に沿って、労働力率も高まれば、失業率の低下は限定的なものにとどまる**点である。これは、労働力率が上昇する場合、その上昇ペース次第では人口増加を大幅に上回る労働力人口の拡大を伴うために生じる。

足元で、労働力率並びに雇用率は異例の低水準まで低下しているが、過去 40 年の推移からは、**雇用率がある程度上昇した後に、多少遅れて労働力率が上昇するという関係**を読み取ることができる。また、個人の行動を想定した場合に、雇用情勢が大幅に改善しているにも関わらず、労働市場に参加しないと考えるのは、非合理でもあろう。

2012年12月の失業率シミュレーション

前提条件：人口は2010年センサスによる過去1年の人口増加。
※NFPは2011年の比率で家計調査ベースに換算して使用。

	人口増加（千人/月）	労働力人口増加（千人/月）	労働力率（%）	雇用率（%）	NFP増加（千人/月）	失業率（%）
2月実績	166	476	63.9	58.6	227	8.3
労働力率最低	187	75	63.7	59.1	227	7.2
	187	124	63.9	59.1	227	7.4
a)	187	197	64.2	59.1	227	7.9
	187	271	64.5	59.1	227	8.3
	187	124	63.9	58.9	180	7.8
b)	187	197	64.2	58.9	180	8.2
	187	271	64.5	58.9	180	8.6
	187	124	63.9	58.7	120	8.2
c)	187	197	64.2	58.7	120	8.6
	187	271	64.5	58.7	120	9.0

（出所）U.S. Department of Labor

(2)過剰債務調整は一つの目途に到達

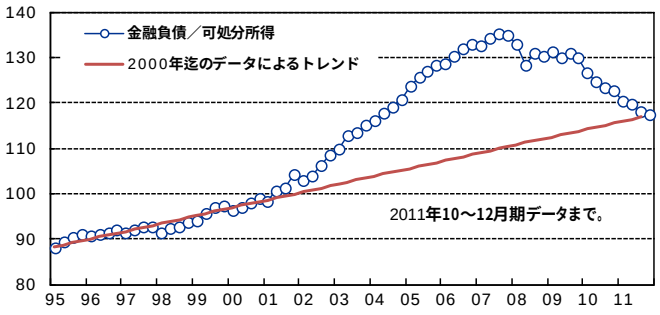
Fed が公表した 2011 年 10～12 月期の資金循環統計によると、米国家計の過剰債務は調整における一つの目途に到達した。10～12 月期の金融負債が前期から前期比年率 0.2%、実額にして 56 億ドル増加（7～9 月期 612 億ドル減少）とほぼ横ばいにとどまる一方、雇用情勢の改善を背景に可処分所得が前期比年率 2.6%（7～9 月期 3.1%）と大きく伸びたことから、当社が過剰債務問題のメルクマールと考える「可処分所得に対する金融負債の比率」は 7～9 月期の 118.2%が 10～12 月期は 117.5%へ低下、2004 年 1～3 月期 116.0%以来の低水準を記録した。

この 117.5%は、2000 年までのトレンドから算出した適正と考えられる「可処分所得に対する金融負債の比率」である 117.2%にほぼ並び、**マクロ的な観点からは米国家計の過剰債務調整が一つの目途に達した**と判断される。当社は従来から 2011 年末時点で「可処分所得に対する金融負債の比率」がトレンド水準に回帰すると予想しており、ほぼ想定通りの結果である。

長期的な観点に立てば、トレンドへの回帰により、更なる大幅な債務圧縮は不要となる。もちろん、「可処分所得に対する金融負債の比率」が、主として金融技術の進歩などによって規定されるトレンドに常に沿って推移するわけではない。いわゆるバブルのように、資産価値上昇による信用膨張が生じれば、2002～2008 年が正にそうであったように「可処分所得に対する金融負債の比率」はトレンドから大きく上方に乖離する。担保価値などの上昇を受けて資金供給側である金融機関の貸出姿勢が積極化するのみならず、資金需要側である企業や家計も将来所得や将来の純資産に対する期待を高め、借入選好を強めるためである。

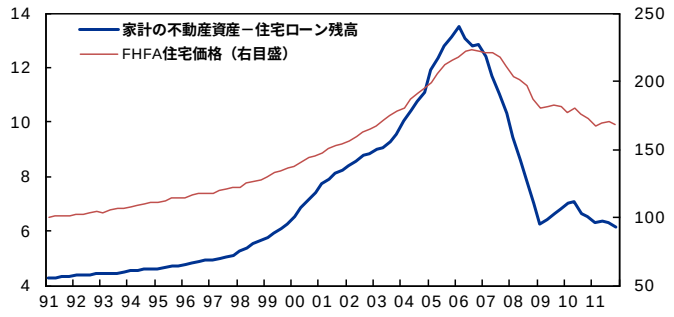
米国において当面生じるのは、逆の現象である。**住宅価格の下落基調が継続すると見込まれ、現実にも家計の不動産関連純資産価値（不動産資産－住宅ローン残高）が減少を続けているために、資金供給側である金融機関は貸出を抑制し、需要側である家計は借入を圧縮**する。そのため、**「可処分所得に対する金融負債の比率」は、一旦はトレンドを下回る水準まで低下する可能性が高い**だろう。事実、冒頭で述べたように 10～12 月期に金融負債は前期から横ばいだったが、住宅ローン残高に限れば前期比年率▲1.7%（7～9 月期▲2.2%）と 11 四半期連続で減少した。

家計の可処分所得に対する金融負債の比率（%）



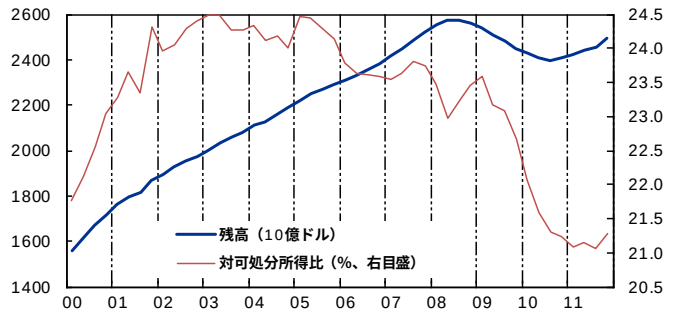
（出所）CEIC

住宅市場の調整（兆ドル、1991年Q1=100）



（出所）CEIC

消費者信用残高合計



（出所）CEIC

しかし、**「可処分所得に対する金融負債の比率」のトレンドへの回帰によって、家計は少なくとも債務削減一辺倒ではなくなり、個人消費に対する圧迫度合も低下**してくると考えられる。既に、その動きは統計に明確に現れ始めている。クレジットカードやオートローンなどを主体とする消費者信用は2011年10～12月期まで5四半期連続で増加し、特に10～12月期は前期比年率7.1%（7～9月期1.4%）と大きく伸び、2011年のクリスマス商戦好調の一助になったと考えられる。2012年に入っても、消費者信用の増勢は変わっていない。

家計が抱える構造問題は、住宅関連を中心に未だ残存している。しかし、過剰債務問題が調整局面における一つの目途を超えたことが示すように、少なくとも解決の方向へは向かっており、消費支出に対する下押しも和らいできている。

【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	3.9
実質GDP	0.4	1.3	1.8	3.0
個人消費	2.1	0.7	1.7	2.1
住宅投資	▲2.5	4.2	1.2	11.5
設備投資	2.1	10.3	15.7	2.8
政府支出	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲4.4
輸出	7.9	3.6	4.7	4.3
輸入	8.3	1.4	1.2	3.8
経常収支 (10億ドル)	▲118	▲123	▲108	▲124
名目GDP比 (%)	▲3.2	▲3.3	▲2.8	▲3.2

	Q1-11	Q2-11	Q3-11	Q4-11	Nov-11	Dec-11	Jan-12	Feb-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	3.1	2.6	▲0.0	0.4	0.1	
消費者信頼感	66.9	61.8	50.3	53.6	55.2	64.8	61.5	70.8
小売売上高	10.6	4.9	4.7	7.8	0.3	0.3	0.6	1.1
除く自動車、ガソリン、建設資材等	7.7	5.1	4.9	5.0	0.2	▲0.2	1.0	0.5
鉱工業生産	4.8	0.7	6.2	3.8	0.0	0.9	0.4	0.0
住宅着工件数 (年率換算、千件)	582	572	615	670	702	681	706	698
中古住宅販売戸数	32.7	▲14.2	6.9	11.8	1.9	▲0.5	5.7	▲0.9
中古住宅在庫率 (ヶ月、末値)	8.5	9.1	8.1	6.4	7.1	6.4	6.0	6.4
非国防資本財受注 (除く航空機)	0.9	20.1	8.0	1.8	▲1.5	3.5	▲3.9	
民間非居住建設支出	▲20.6	24.9	25.2	13.6	1.0	2.1	▲1.5	
貿易収支 (10億ドル)	▲139	▲145	▲135	▲141	▲48	▲50	▲53	
実質財収支 (10億ドル、2005年基準)	▲147	▲144	▲140	▲141	▲48	▲48	▲49	
実質財輸出	6.8	5.2	7.4	3.7	▲1.9	1.3	1.1	
実質財輸入	12.0	0.9	0.9	3.8	0.4	1.4	1.3	
ISM製造業指数 (四半期は平均)	59.8	56.6	52.1	52.4	52.2	53.1	54.1	52.4
ISM非製造業指数 (四半期は平均)	57.9	54.1	53.3	52.7	52.6	53.0	56.8	57.3
失業率 (%)	9.0	9.1	9.1	8.7	8.7	8.5	8.3	8.3
非農業部門雇用者数 (前月差、千人)	192	130	128	164	157	223	284	227
民間雇用者数 (前月差、千人)	212	158	148	184	178	234	285	233
※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	2.1	2.1	1.8	1.9
消費者物価 (前年比、%)	2.1	3.4	3.8	3.3	3.4	3.0	2.9	2.9
コア消費者物価 (前年比、%)	1.1	1.5	1.9	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2
PCEデフレーター (前年比、%)	1.8	2.5	2.9	2.7	2.7	2.5	2.4	
コアPCEデフレーター (前年比、%)	1.1	1.3	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	
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	0.25	0.26	0.24	0.28
10年債利回り (%)	3.42	3.00	1.98	1.98	2.02	1.98	1.97	1.97
名目実効為替レート (1997/1=100)	96.9	95.3	98.0	100.5	99.5	100.5	99.8	98.1
ダウ工業株30種平均	12320	12414	10913	12218	12046	12218	12633	12952
S&P500株価指数	1326	1321	1131	1258	1247	1258	1312	1366

(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。