

米国経済情報

2012年8月号

Summary

【内容】

1. トピックス

住宅価格持ち直しの持続性を考える

2. 経済見直し改訂

(1) 4～6月期 GDP の評価

(2) 2次推計による改訂見直し

(3) 経済見直しの修正

3. 金融政策

(1) 8月 FOMC は追加緩和判断を先送り

(2) 9月 FOMC も微妙な判断に

4. 経済動向分析

(1) 7月雇用者数は2月以来の伸び

(2) 可処分所得増が消費拡大に繋がらず

(3) 住宅投資は5四半期連続の増加

(4) 企業部門では景況感が悪化

(5) 在庫投資は低位

(6) 輸出加速はポジティブだが

(7) インフレは低下傾向

巻末: 主要経済指標

GDP 統計 1次推計値によると、4～6月期成長率は前期比年率 1.5%と、1～3月期の改訂値 2.0%を下回り、2四半期連続で潜在成長ペースに届かない低成長にとどまった。

月次統計によれば 4～6月期は月を追う毎に景気減速が鮮明化し、また7月の経済データは6月対比では改善しているが、7～9月期の景気再加速までは示していない。米国経済は4～6月期に続き、7～9月期も潜在成長ペースを下回る低成長の状態にあると判断される。

4～6月期成長率実績や月次データを踏まえ、2012～2013年の米国経済見直しを微修正する。新たな2012年の成長率予想は2.2%と、従来の2.1%から僅かに上方修正である。しかし、これは当社が米国経済に対する見方を引き上げたことを意味しない。寧ろ、米国経済がソフトパッチから脱する時期は7～9月期から10～12月期に後ずれしたと考えている。ただ、GDP 統計の遡及修正によって昨年10～12月期及び今年1～3月期が上方修正された結果、成長の発射台（ゲタ）が高まり、2012年成長率見通しの上方修正に繋がった。2012年内の成長率は、4～6月期前期比年率 1.7%（2次推計値予想）の後、7～9月期 1.7%、10～12月期 2.1%と予想している。2013年の成長率予想は、従来の2.3%から2.1%へ引き下げる。これは、2012年7～9月期以降の成長率予想の引下げを反映したものである。

家計の過剰債務問題の一巡や住宅市場の回復が示すように構造問題による悪影響は緩和されつつある。しかし、財政問題は解決の方向性が未だ見出せず、また世界経済の減速や欧州債務問題などにより外部環境が悪化しているため、家計や企業など経済主体は慎重姿勢を強めており、米国経済は成長ペースが容易に高まらない状況が続くと見込まれる。

8月 FOMC では、今後の景気持ち直しへの期待を残し、追加緩和の決断を先送りする道が選択された。6月に FOMC 参加者が示した景気見通しの達成には、2012年後半の明確な成長加速が必要である。7月の経済データは6月対比では改善しているが、FOMC 参加者の見通しに適うような景気加速は、今のところ示していない。9月 FOMC に際して、FOMC 投票権者が成長加速の見通しを堅持できれば、追加緩和は見送られるが、見直しを引き下げれば追加緩和に踏み切る可能性がある。

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

1. トピックス：住宅価格持ち直しの持続性を考える

4～6月期の住宅投資は活況

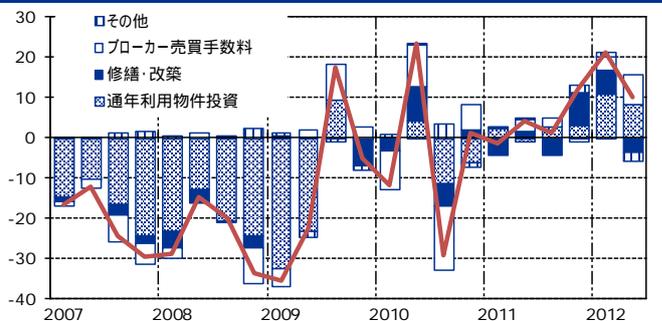
米国の住宅投資は4～6月期に前期比年率9.8%（1～3月期20.6%）と5四半期連続で増加した。伸び率は3四半期ぶりに一桁台へ低下したが、関連統計に基づく、8月末に公表される2次推計値では二桁への上方修正が濃厚である。また、GDP統計の詳細を見ると、通年利用住宅(Permanent site¹)に分類される通常の住宅建設が好調なことが分かる。4～6月期の住宅投資減速は、1～3月期に修繕・改築(Improvement)が好天を受けて大幅に増加した反動減の影響が大きい。また、4～6月期は住宅ブローカーの売買手数料(Brokers' commissions on sale of structures)も大幅に増加しており、中古住宅取引の活発化も確認できる²。

住宅価格も多くの指標で上昇

住宅市場の回復は、これまで下落の続いてきた住宅価格にも及びつつある。住宅物件は個別性が強く、住宅市場全体の価格動向を把握するのは容易ではない。そのため、一つの住宅価格データに依存するのは危険だが、足元では代表的な4種類の住宅価格データのいずれもが持ち直しの動きを示している。FHFA（米連邦住宅金融局）の住宅価格指数は前年比3.8%（5月）とプラス、民間調査会社の調査でもCorelogicが2.5%（6月）、Zillowは0.2%（6月）と水面上に浮上した。最も改善の遅れているS&P/ケース・シラー住宅価格20都市指数も5月に市場予想を上回って大幅に改善、前年比のマイナス幅は0.7%（2012年4月1.8%、2011年12月4.1%）まで一気に縮小した。また、指数を構成する20都市を見ると、5月時点で既に12都市で前年比がプラスへ転じている。6月以降を前月比横ばいと仮定した単純試算では、S&P/ケース・シラー住宅価格20都市指数は、9月にも前年比プラスへ転じる。

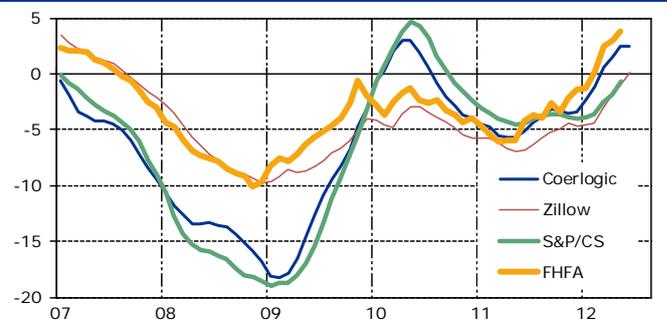
振り返れば、2010年はS&Pケース・シラーとCorelogicが水面上へ浮上したものの、FHFAとZillowが大幅マイナスにとどまり、結果的に住宅価格の反転は幻と消えた。一方、今回2012年は4指標全てがプラスへ転じ、住宅価格が下げ止まり

住宅投資の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

各種の住宅価格指数（前年比、%）



(出所) FHFA, S&P, Corelogic, Zillow

NAHB市場指数



(出所) NAHB

¹ 通常の住宅建設は、通年利用と分類される。通年利用でないのは寮や寄宿舎、プレハブ住宅など。

² グラフ上の「その他」には、寮・寄宿舎やプレハブ住宅などが含まれる。

から持ち直しへ至る可能性は高いように見える。

住宅デベロッパーの景況感も改善

住宅価格の上昇基調が強まれば、取得物件の値下がり懸念を払拭して住宅取得を見送ってきた購入予備軍も新たに市場へ参入し、住宅市場の回復傾向はより強まる。そうした動きを先読みしてか、住宅デベロッパーの景況感を示す NAHB 市場指数は 8 月に 2007 年 2 月以来の水準まで上昇した。

住宅市場の過剰感が薄れる

住宅価格指数が示す住宅価格持ち直しの動きに持続性があるか否かを推し量るためには、現在の住宅価格持ち直しをもたらしている住宅市場の需給を把握すると同時に、先行きを展望する必要がある。

住宅取引の活発化等を受けて、住宅バブル崩壊後の住宅市場を支配してきた住宅市場の過剰感は、薄れつつある。まず、米国民の賃貸志向の強まり (= 持ち家率の低下) から、賃貸物件の空家率は、既に住宅バブルが広がる前の 2001 年段階まで低下している。一方、持ち家の空家率も低下はしているが、6 月末時点で 2.1% と、1990 年台から 2000 年台前半までの 1.5 ~ 1.8% に比べれば、未だ高めである。但し、持ち家の需給は空家率が示す以上にタイトとなっている可能性がある。住宅価格の低下により、賃料対比での住宅価格の割高感が薄れており、米国民の賃貸志向が反転しつつあると考えられるためである。

住宅ローンに対する需要が高まる

実際、FRB が四半期に一度実施している銀行上級貸出担当者調査 (SLOOS : Senior Loan Officer Opinion Survey) を見ると、住宅ローンに対する需要が急速に高まっていることが分かる。2008 年に 60 まで低下していた住宅ローンの需要 DI は、最新 7 月調査では 50 を上回り、1998 年以來の水準まで上昇した。住宅価格の低下による値ごろ感と住宅ローン金利の低下によって、米国家計の住宅購入意欲が高まっていることが確認できる。

賃貸志向の反転？

すなわち、賃貸志向の反転により、持ち家物件に対する需給が短期的に引き締まり、それが前述した住宅価格の上昇へ繋がっている可能性がある。持ち家から賃貸へのシフトなど需要側の志向変化に影

持ち家率 (%)



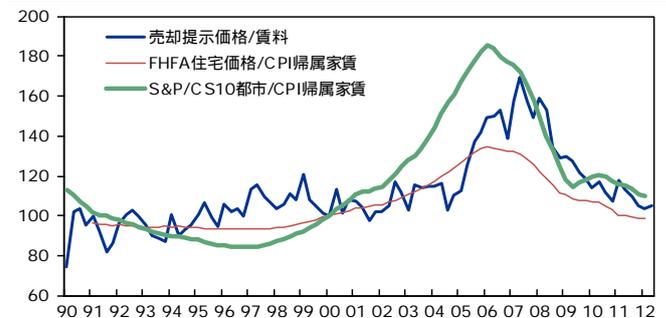
(出所)CEIC

空家率の推移 (%)



(出所)CEIC

住宅価格と賃料の関係 (2000年1~3月期 = 100)

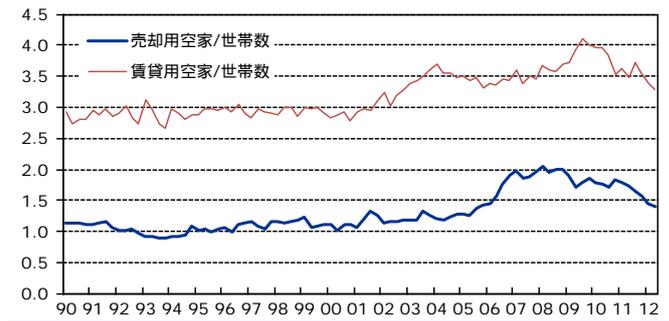


(出所)CEIC

響を受ける空家率³ではなく、世帯数全体に対する「売却用(持ち家用)空家」の比率を見ると既に1.4%まで低下し、1990年代後半から2000年台前半のレンジである1.0~1.5%内に入ってきた。すなわち、世帯数対比で見た場合、持ち家用の空家は概ね適正水準まで減少していると判断できる。

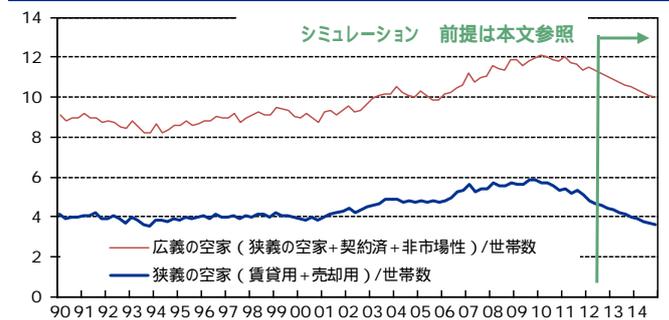
但し、こうした米国民の志向変化による持ち家用物件市場のタイト化は、住宅供給側の行動にいずれ影響を及ぼす。すなわち、ここ数年は米国民の賃貸志向の高まりを受けて持ち家用物件を賃貸用へ切り替える動きが顕著だったが、そうした動きが反転へ向かうのである。志向変化がもたらした需要と供給のアンバランスに依拠する足元の住宅価格上昇は、そのみでは持続的ではなく、供給側のリバランスにより終わる可能性がある。住宅市場全体の過剰感が低下へ向かわなければ、再び幻と消える可能性が否定できない。

世帯数に対する空家の比率 (%)



(出所)CEIC

世帯数に対する空家の比率 (%)



(出所)CEIC

狭義の空家は世帯数対比で減少

従って、中期的には、持ち家と賃貸に分けてではなく、両者を合算して空家の動向を把握する必要がある。そこで、世帯数に対する空家(狭義の空家⁴、持ち家用空家と貸家用空家のみ)の比率を見ると、2012年6月時点では4.7%と2004~2005年頃の水準までの低下にとどまるが、足元1年の世帯数と空家の変動を延長したシミュレーションでは2013年末に1990年台の水準である4%程度まで低下、2014年には4%を大きく割り込むことになる。現状の住宅供給(住宅建設など)と住宅需要(世帯数動向)が継続する限りにおいて、空家の過剰感は解消へ向かうと考えられ、その過剰感解消を見込んでの、住宅価格の上昇には一定の持続性があると論じることが可能である。

米住宅市場の抱える問題

もちろん、こうしたシミュレーションは、景気動向に大きく左右される。欧州債務問題など海外要因の悪影響は相対的に少ないが、購入資金や購入者のクレジットに影響する雇用所得環境の改善が途絶えれば、当然に住宅市場へ冷や水を浴びせることになる。例えば、前述のSLOOSによると、住宅ローン需要の回復が顕著な一方で、金融機関側の融資基準緩和は未だ限定的である⁵。これは金融機関が未だ住宅ローン申請者のクレジット状況などに対して強い懸念を有することを示している。

³ 空家率は、その定義上、以下の式で計算されるため、持ち家志向や賃貸志向の影響を受ける。

持ち家用空家率 = 持ち家用空家 / (売却済居住物件 + 売却済非居住物件 + 持ち家用空家)

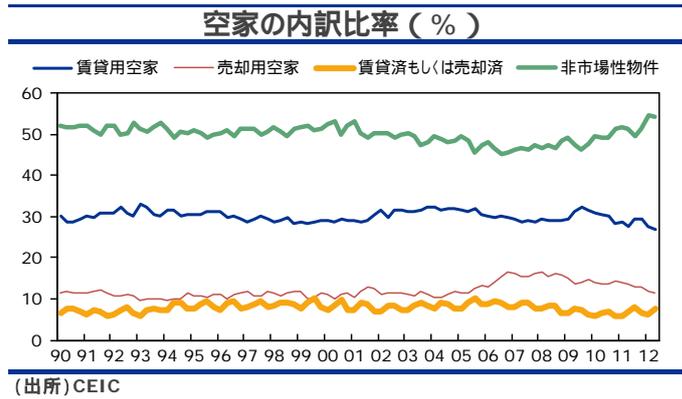
賃貸用空家率 = 賃貸用空家 / (賃貸済居住物件 + 賃貸済非居住物件 + 賃貸用空家)

⁴ 後述する非市場性物件などを含めた空家ではなく、用途がはっきりした売却用と賃貸用の空家のみ。詳細は後述。

⁵ 2012年7月SLOOSによると、プライム住宅ローンに対する基準厳格化DI(厳格化 - 緩和)はゼロ(4月調査1.9)。

非市場性物件の存在

そして何よりも、住宅市場独自の問題として、現時点で住宅市場に投入されていない「Held off Market（以下、非市場性物件）」の存在がある。実は、米国の統計上、空家（広義の空家）は4区分から構成される。目的がはっきりしている 賃貸用空家と売却用空家に加え、 賃貸契約及び売却契約が終了したが未居住の物件、そして 非市場性物件である。上述した世帯数に対する空家の比率の分析には非市場性物件は含めていない（そのため、狭義の空家として注記）。 は過渡的な空家であり、気にする必要はないが、 の動向には注意が必要と言える。



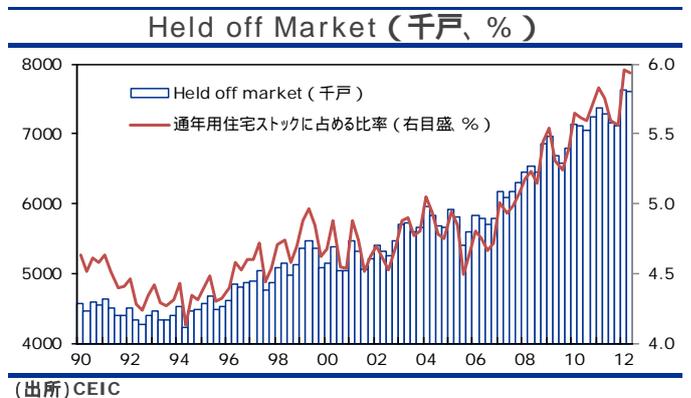
$\text{広義の空家} = \text{狭義の空家 (売却用 + 賃貸用)} + \text{契約済未居住物件} + \text{非市場性物件}$ $\text{非市場性物件} = \text{一時利用} + \text{URE} + \text{修繕中} + \text{法的手続き中} + \text{その他}$
--

通年利用住宅の空家のうち、約5割を非市場性物件が占める。統計上、市場性がないと判断されるのは、1)共同住宅の管理人などに提供される場合（一時利用）、2)他に主たる住居を有するものによる利用の場合（URE：Usual Residence Elsewhere⁶）、3)再賃貸に向けて修繕中の場合に加え、4)差し押さえなどの法的手続きを理由に市場性を失っている場合である⁷。4)を中心に、非市場性物件は住宅バブル崩壊後に急増し、2006年に4%台後半だった通年利用住宅ストックに占める比率は直近2012年には6%程度へ、広義の空家に占める比率は45%から55%程度へ上昇した⁸。

非市場性物件の復帰タイミング次第

既に見たように、非市場性物件を含めない「狭義の空家」の世帯数に対する比率は、2013年末に住宅バブル前の安定水準までの低下が展望できる。しかし、非市場性物件を含めると絵姿は大きく変わる。非市場性物件を含めた「広義の空家」の世帯数に対する比率は、2012年6月末段階で11.3%と高止まりが続いており、前掲の「狭義の空家」に関するシミュレーション（世帯数と狭義の空家について足元1年の変動で延長）に非市場性物件は横ばいと仮定を加えた場合、2014年末段階でも2003年レベルまでの低下にとどまる。1990年台の9%程度には届かない。

非市場性物件のうち、法的手続きなどによって市場性を一時的に失っている物件の多くは、いずれかの段階で市場性を回復、すなわち「Off Market」から「On Market」となり、「狭義の空家」としてカウントされることになる。現在は、そうした「On Market」への移行がほとんど進んでいない



⁶ 週末のみ利用する住居など。
⁷ 差し押さえ手続きなど法的手続きが進行している物件すべてが、「Held Off Market」の概念に含まれるわけではない。一部は販売市場や賃貸市場に投入されているほか、居住中である場合もある。
⁸ 統計上の断層を調整した上で、示している。

が故に住宅市場の需給がタイトとなり、住宅価格が持ち直しているのだと判断される。従って、住宅価格の持ち直し、今後も継続するか否かは、非市場性物件が、どのようなテンポ及びタイミングで、再び市場性を獲得するか大きく依存する。不動産や住宅ローンなどに関する法制は州毎に異なり、また制度変更が行われる可能性もあるため、そのテンポやタイミングを予測することは難しいが、二つ留意する点がある。一つ目は、現状の住宅価格見合いで既に引当処理を終えている金融機関等にとっては、あえて市場再投入を急いで、住宅価格を下押しする必要はないと考えられる点である。住宅市場や米国経済に対する見方次第では、処分を急ぐプレイヤーが生じる可能性は否定できないが、多くの金融機関は淡々と一定テンポで処分を進めると見込まれる。二つ目として、住宅バブル後に積み上がった非市場性物件の全てが、市場性を回復する訳ではない点も指摘できる。これまでにない長期間の空家状態により住宅が大きく痛み、滅失に至る物件も相当数生じると考えられるためである。その意味で、「広義の空家」の世帯数に対する比率のシミュレーションは幾分悲観的過ぎるとも言えるだろう。

【結 論】

住宅市場の需給は、本稿で述べた「狭義の空家」の世帯数に対する比率が示すように 2013 年末の正常化を展望できる状況まで改善しており、それに家計の賃貸志向の反転などが相俟って、住宅価格の持ち直しへ繋がっていると判断できる。しかし、住宅ローンのデフォルトなどに伴う法的手続きにより「広義の空家」に含まれる非市場性物件が急増しており、そうした非市場性物件の（全てではないが）一部はいずれ住宅市場へ復帰する。その住宅市場への復帰テンポやタイミング次第では、住宅市場の需給が再び緩和へ向かい、住宅価格へ下押し圧力が及ぶリスクがある。

米国経済の緩やかな回復継続を前提として、非市場性物件の多くを抱える金融機関の行動を考えれば、住宅価格を再び大きく押し下げるほどに非市場性物件の住宅市場の急速な復帰が進む可能性が高いとは判断されない。しかし、「広義の空家」の世帯数に対する比率が高水準にとどまり、また家計のクレジット改善が未だ限定的など、住宅市場が需給面の脆弱性を抱える 2012～2013 年に、非市場性物件が住宅市場へ大量に流入すれば、住宅価格が再び下落へ転じる可能性を否定はできない。米国の住宅市場は回復基調を辿ってはいるが、そうした脆さへの配慮が、未だ必要な状況にあることもまた確かである。

2. 経済見直し改訂

(1) 4~6 月期 GDP の評価

7月27日公表のGDP統計1次推計値によると、4~6月期成長率は前期比年率1.5%と、1~3月期の改訂値2.0%を下回った。但し、毎年恒例ではあるが、4~6月期成長率の公表時には遡及改訂が施されるため、遡及改訂を踏まえた上での事実確認から始めたい。

4~6月期は潜在成長ペースを2四半期連続で下回る低成長

米国の潜在成長率は2%前半から半ばと考えられており、1~3月期前期比年率2.0%、4~6月期1.5%ともに潜在成長率を下回るという観点で、低成長と判断される。特に、4~6月期は、GDP全体の7割を占める個人消費が1.5%（1~3月期2.4%）の低い伸びに留まったのが目立つ。

4~6月期は市場予想ほどには減速せず

市場予想では、4~6月期の成長率は前期比年率1.2%前後と見込まれていた（当社予想も1.2%）。その市場予想との対比で、4~6月期実績の1.5%は幾分良好な数値と言えるだろう。市場予想からの上振れには、個人消費の減速が想定した程ではなかったことが寄与している（1~3月期2.4%、4~6月期1.5%）。財消費の失速を、サービス消費の好調がある程度補った。

遡及改訂により2012年前半の成長率は表面的には悪くない

詳細は、後掲の「参考：GDP統計の遡及改訂」を参照頂きたいが、今回の遡及改訂はGDPショック⁹をもたらした昨年と比べれば小幅なものにとどまった。2011年の成長率は前年比1.7%から1.8%へ

GDP成長率の四半期推移

	前期比年率 %				前期比年率・寄与度 %Pt			
	2011年		2012年		2011年		2012年	
	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月
	Final	Final	Final	1st	Final	Final	Final	1st
GDP	1.3	4.1	2.0	1.5	-	-	-	-
個人消費	1.7	2.0	2.4	1.5	1.18	1.45	1.72	1.05
耐久財	5.4	13.9	11.5	1.0	0.40	1.00	0.85	0.08
非耐久財	0.4	1.8	1.6	1.5	0.06	0.29	0.26	0.25
サービス	1.8	0.3	1.3	1.9	0.85	0.16	0.61	0.87
設備投資	19.0	9.5	7.5	5.3	1.71	0.93	0.74	0.54
構築物投資	20.7	11.5	12.9	0.9	0.51	0.31	0.35	0.03
機器及びソフトウェア	18.3	8.8	5.4	7.2	1.20	0.62	0.39	0.51
住宅投資	1.4	12.1	20.5	9.7	0.03	0.26	0.43	0.22
在庫投資	-	-	-	-	1.07	2.53	0.39	0.32
純輸出	-	-	-	-	0.02	0.64	0.06	0.31
輸出	6.1	1.4	4.4	5.3	0.83	0.21	0.60	0.73
輸入	4.7	4.9	3.1	6.0	0.81	0.85	0.54	1.04
政府支出	2.9	2.2	3.0	1.4	0.60	0.43	0.60	0.28
連邦	4.3	4.4	4.2	0.4	0.36	0.35	0.34	0.03
国防	2.6	10.6	7.1	0.4	0.15	0.60	0.39	0.02
非国防	17.4	10.2	1.8	0.3	0.51	0.25	0.05	0.01
地方政府	2.0	0.7	2.2	2.1	0.24	0.08	0.26	0.26

(出所) U.S. BEA

⁹ 7月23日付「米国経済情報2012年7月号2(2)GDPショック再び?」を参照

僅か0.1%Ptの修正である。但し、2011年10～12月期の成長率が前期比年率3.0%から4.1%へ大幅に、2012年1～3月期も1.9%から2.0%へ小幅に上方修正されたことは、今年2012年の成長率に影響を及ぼす。冒頭で述べた通り、2012年4～6月期は1.5%の低成長に留まったが、昨年10～12月期の高成長の寄与(いわゆるゲタ)により2012年1～6月期は前半期比年率2.4%と2半期連続でほぼ潜在成長並みの成長率を確保している(2011年7～12月期は2.3%)。2012年1～6月期平均のGDP水準を2011年と比較すると1.8%上回り、これは改訂前のデータで2012年1～3月期を2011年と比較した場合の1.3%から大幅な上振れである。

米国経済に対する現状認識

以上～を踏まえた上で、4～6月期GDPひいては足元の米国経済を解釈すれば、以下のとおりである。

4～6月期の米国経済は2四半期連続で潜在成長を下回る低成長にとどまったものの、成長ペースの鈍化は事前想定よりマイルドであり、半期ベースで見れば2012年上期は潜在成長ペースを確保している。しかし、月次統計によれば4～6月期は月を追う毎に景気減速が鮮明化し、また7月の経済データは6月対比では改善しているが、7～9月期の景気再加速までは示していない。従って、米国経済は4～6月期に続き、7～9月期も潜在成長ペースを下回る低成長の状態にあると判断される。

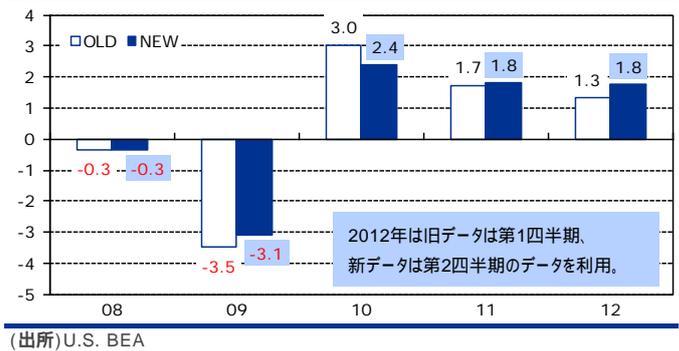
参考：GDP統計の遡及改訂

例年4～6月期の一次推計値の公表に際し、米国のGDP統計は遡及改訂が行われる。今回2012年4～6月期成長率の公表に際しての遡及改訂は2009年以降が対象である。本文中でも触れたが、今回の遡及改訂は「GDPショック」と呼ばれた昨年に比べれば小幅なものにとどまっている。

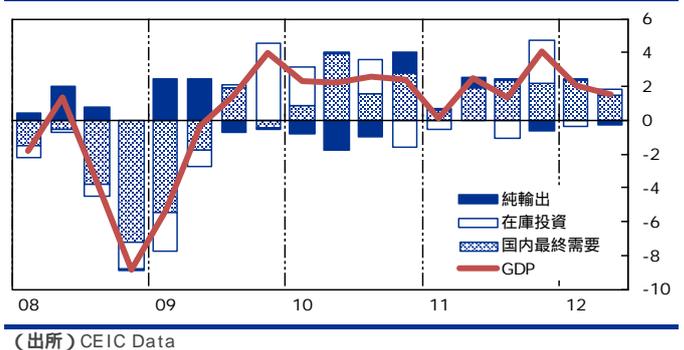
暦年ベースの成長率を見ると、2009年が前年比3.5%から3.1%へ上方修正される一方、2010年は3.0%から2.4%へ下方修正された。金融危機による落ち込みは従来推計よりも軽微だったが、住宅バブル崩壊や過剰債務などの構造問題を抱えるが故に、リセッション後のリバウンドが勢いを欠いたという今回の回復局面の特徴がより鮮明なものになっている。

需要項目別に改訂内容を見ると、2009年の上方改訂には、地方政府支出の上方修正(前年比0.9% 2.2%、寄与度0.11%Pt 0.26%Pt)が寄与した。一方、2010年の下方改訂には、設備投資(4.4%

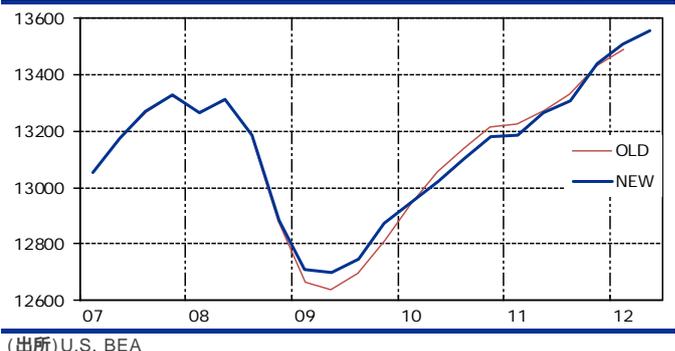
実質GDPの改訂状況～前年比(%)



実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)



実質GDPの改訂状況～水準(10億ドル)



0.7%、0.4%Pt 0.1%Pt)や個人消費(2.0% 1.8%、寄与度 1.4%Pt 1.3%Pt)の下方修正が寄与している。

2011年の成長率は1.7%から1.8%へ小幅に上方改訂された。個人消費が前年比2.2%から2.5%へ上方修正(寄与度 1.5%Pt 1.8%Pt)された影響が大きい。

なお、四半期ベースで見ると、2011年は10~12月期の上方改訂幅が前期比年率ベースで1.1%Pt(3.0% 4.1%)と際立って大きく、本文中でも述べたように2012年(前半)の成長率のゲタを従来よりも大幅なものにしている。2011年10~12月期のGDPは2011年平均を改訂前は0.86%上回るに過ぎなかったが、改訂後は1.07%上回った。

(2) 2次推計による改訂見通し

GDP統計の1次推計値には、間に合わない6月データが多い。また、7月データの公表と共に4~6月期データが改訂されることもある。そうした6月データ公表及び改訂を踏まえ、当社では4~6月期の実質GDP成長率が1次推計値の前期比年率1.5%から、2次推計値で1.7%へ上方修正されると予想している。

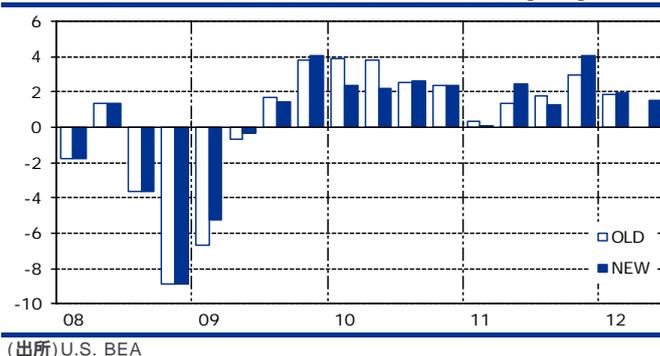
アップサイドの要因から挙げると、建設支出統計の6月分を踏まえ、住宅投資は前期比年率9.8%から11.1%へ上方修正される見込みである。同じく建設支出統計を受けて、非居住構築物投資は0.9%から4.2%へ上方修正され、設備投資全体も5.4%から6.5%への上方修正が予想される。6月分の貿易統計では輸出が強含む一方、輸入は低調だったため、4~6月期の輸出が5.3%から6.5%へ上方修正、輸入は6.0%から4.0%への下方修正される見込みである。純輸出は1次推計値での成長率押し下げ寄与が2次推計値では押し上げ寄与に変わる。一方、ダウンサイドの要因としては、輸入の下方修正と整合的なかたちで、在庫投資は1次推計値の押し上げ寄与が2次推計値では押し下げ寄与に転じると見込んでいる。また、7月小売売上高の公表に際して4~6月期の小売売上高が引下げられており、個人消費は小幅の下方修正が見込まれる。こうした下方修正要因により一部は相殺されるが、上方修正要因が勝り、GDP全体では若干の上方修正が見込まれる。

(3) 経済見通しの修正

4~6月期成長率の1次推計値及び2次推計値予想、他の月次データを踏まえ、2012~2013年の米国経済見通しを微修正する。

新たな2012年の成長率予想は2.2%と、従来の2.1%から僅かに上方修正である。しかし、これは当社が米国経済に対する見方を引き上げたことを意味しない。寧ろ、米国経済がソフトパッチから脱する時期は7~9月期から10~12月期に後ずれしたと考えている。ただ、前項で述べたように、遡及修正によって昨年10~12月期及び今年1~3月期が上方修正された結果、成長の発射台(ゲタ)が高まったため、2012年成長率見通しの上方修正に繋がった。2012年内の成長率は、4~6月期前期比年率1.7%(2次推計値予想)の後、7~9月期1.7%、10~12月期2.1%と予想している。

実質GDPの改訂状況～前期比年率(%)



一方、2013年の成長率予想は、従来の2.3%から2.1%へ引き下げる。これは、2012年7～9月期以降の成長率予想の引下げを素直に反映したものである。

米国経済については、家計の過剰債務問題の一巡や住宅市場の回復が示すように構造問題による悪影響は緩和されつつある。しかし、財政問題は解決の方向性が未だ見出せず、また世界経済の減速や欧州債務問題などにより外部環境が悪化しているため、家計や企業など経済主体は慎重姿勢を強めており、米国経済は成長ペースが容易に高まらない状況が続くと見込まれる。

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	2.4 _I	1.8	2.2	2.1
個人消費	1.8 _I	2.5	1.8	2.1
住宅投資	3.7 _I	1.4	11.4	8.7
設備投資	0.7 _I	8.6	9.0	6.4
在庫投資(寄与度)	(1.5) _I	(0.2)	(0.2)	(0.1)
政府支出	0.6 _I	3.1	2.2	3.3
純輸出(寄与度)	(0.5) _I	(0.1)	(0.1)	(0.2)
輸出	11.1 _I	6.7	4.6	6.2
輸入	12.5 _I	4.8	3.6	3.7
名目GDP	3.8 _I	4.0	3.8	3.6
失業率	9.6 _I	8.9	8.1	7.8
(Q4)	9.6 _I	8.7	8.0	7.8
雇用者数(月変化、千人)	86 _I	153	155	186
経常収支(10億ドル)	442 _I	466	499	469
(名目GDP比,%)	3.0 _I	3.1	3.2	2.9
貯蓄率(%)	5.1 _I	4.2	3.8	3.1
PCEデフレーター	1.9 _I	2.4	1.8	1.9
コアPCEデフレーター	1.5 _I	1.4	1.8	1.7
(Q4/Q4)	1.2 _I	1.7	1.8	1.7
消費者物価	1.6 _I	3.1	2.0	1.9
コア消費者物価	1.0 _I	1.7	2.1	1.7

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

3. 金融政策

(1) 8月 FOMC は追加緩和判断を先送り

Fed は 7 月 31 日～8 月 1 日に FOMC (連邦公開市場委員会) を開催し、金融政策の据え置きを決定した。6 月 FOMC で 2012 年末まで延長されたオペレーション・ツイストや「2014 年後半まで FF 金利を異例の低水準に維持する」との時間軸文言に変更はない。米国経済は減速が鮮明化していたが、FOMC 投票権者は今後の景気持ち直しへの期待を残し、追加緩和の決断を先送りする道を選んだ。なお、ラッカー総裁は、時間軸文言の期間明示の修正を求め、反対票を投じた。

今回のステートメント(声明文)の修正は、技術的な部分を除けば、それほど多くない。まず、2 四半期連続の潜在成長率を下回る低成長¹⁰を踏まえ、景気の総括判断は6月の「緩やかに拡大している (expanding moderately)」から「今年上半期にかけて幾分減速した (decelerated somewhat)」へ下方修正された。しかし、判断時点の変化に伴う微修正を除けば、雇用や消費、投資などに関する判断は6月FOMCから基本的に据え置かれている。景気の総括判断こそ下方修正したものの、踏み込んだ修正は見送ったと言える。

追加緩和見送り判断の根拠となったのは、先行きの景気回復見通しの維持である。すなわち、今回の FOMC でも、6 月 FOMC と同様の「今後数四半期の経済成長が引き続き緩やかなものにとどまった後、極めて緩やかに加速する」との文言が維持されている。2012 年後半から米国経済は回復へ向かうとする 6 月の FOMC 参加者の見通しは(基本的に)維持されており、故に追加緩和は現時点で必要と判断されない、とのロジックである。

一方で、追加緩和実施の可能性が 6 月 FOMC 段階より高まった点も、ステートメントの表現変化から明らかである。今回のステートメントでは「今後の経済・金融動向に関する情報を注視し」と次回

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	6月	8月
今後の金融政策	The Committee is prepared to take further action as appropriate to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability. FOMCは物価安定の下で、一段と強い景気回復と持続的な雇用環境の改善を促すため、追加措置を適切に講じる用意がある。	The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments and will provide additional accommodation as needed to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability. FOMCは、今後の経済・金融動向に関する情報を注視し、物価安定の文脈の中で一段と強い景気回復と持続的な雇用環境の改善を促進するため、必要に応じ追加緩和を実施する。
反対票	Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who opposed continuation of the maturity extension program. ラッカー総裁は、MEP (オペレーション・ツイスト) の延長に反対して、反対票を投じた。	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 an exceptionally low level of the federal funds rate. ラッカー総裁は、政策金利を異例の低水準に維持することが経済状況により正当化される公算が大きいとこの文言における「期間」の言及削除を主張し、反対票を投じた。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

¹⁰ 前項で述べたように、GDP 統計によると、1～3 月期は前期比年率 2.0%、4～6 月期は 1.5%の低成長だった。

FOMC までの情勢変化（もしくは不変化）が政策判断に極めて重要な点を敢えて付記した上で、6月 FOMC の「追加措置を講じる用意がある（prepared to take further action）」から、大きく踏み込んで「必要に応じ追加緩和を実施する（will provide additional accommodation）」との意思を示した。

(2)9月 FOMC も微妙な判断に

8月の追加緩和決断先送りは、FOMC投票権者にとって極めて微妙な決断だったと考えられる。4～6月期のGDPは低い伸びにとどまったが、遡及修正もあり、事前予想より良好だった¹¹。しかし、6月に示されたFOMC参加者見通しの実現には、米国経済の成長ペースが下期に大きく加速することが不可欠である。2012年10～12月期の成長率が6月FOMC参加者見通しの中央値である前年比2.15%となるためには、4～6月期までのGDP統計を前提とした場合、7～9月期と10～12月期が共に前期比年率2.55%成長となる必要がある。また、前項で述べた当社予想（4～6月期前期比年率1.7%、7～9月期1.7%）を前提とした場合、10～12月期に前期比年率3.2%成長を達成する必要がある。いずれにしても、2012年下期もしくは10～12月期に相当の成長加速が求められる。金融市場の好転や雇用情勢の再加速などを受けて、家計や企業の財布の紐が緩み、支出拡大へ繋がるのが、FOMC参加者の見通し達成には不可欠と言える。

執筆時点で明らかとなっている雇用や消費、生産等の7月経済指標は6月対比では明らかに改善しており、追加緩和の可能性は8月初めの段階より低下した。しかし、7～9月期に米国経済が再加速するとは示されておらず、9月FOMCにおける成長率見通しの下方修正と追加緩和の実施を否定はできない。従って、今後示される経済データが、金融緩和の有無を考える上で鍵を握る。9月12日のFOMCまでに明らかとなる経済指標の中では、特に、8月30日のベージュブックと9月4日の製造業ISM指数、9月7日の雇用統計が重要だろう。そうした指標等により、FOMC参加者が今後の成長加速見通しを維持できれば、追加緩和は見送られる。逆に、このままでは成長加速を見込めないと判断すれば、追加緩和に至る。

なお、カンザスシティ連銀が主催する恒例のジャクソンホール・ミーティングが8月30日から開催される。バーナンキ議長は、8月31日に講演する予定だが、景気判断及び金融政策運営が極めて微妙な段階にあるため、今回の講演では金融政策の次の一手や方向性などを示さないと考えている。

¹¹ 1(1)を参照。

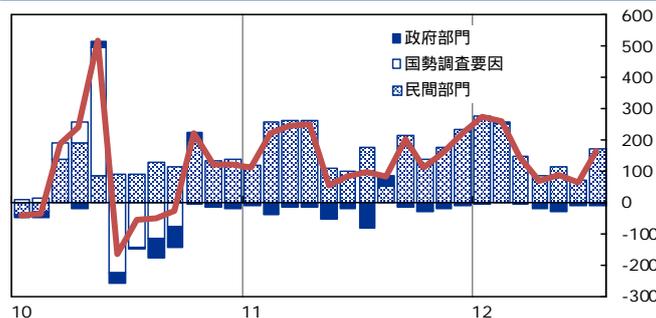
4. 経済動向分析

(1) 7月雇用者数は2月以来の伸び

米雇用統計によると7月の非農業部門雇用者数（NFP：Non-farm payroll employment）は前月差+16.3万人と2月の+25.9万人以来の高い伸びを示した。二桁の伸びは3月+14.3万人以来であり、+10万人程度との市場予想も上回った。なお、5月は+7.7万人から+8.7万人へ上方修正、6月は+8.0万人から+6.4万人へ下方修正されている（合計で0.6万人の下方修正）。

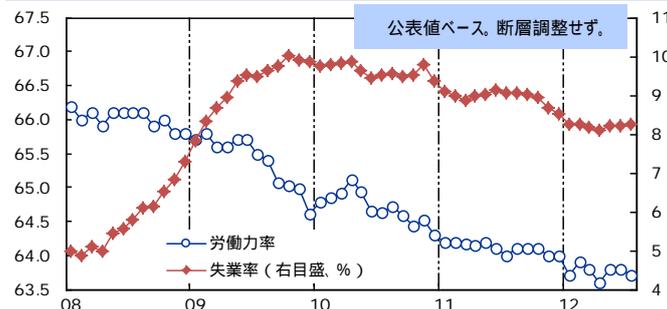
7月の結果は、単月で見ると、明らかに良好なものである。7月のNFP増加幅は毎月の人口増加に伴う労働力人口拡大を満たす雇用者数の増加幅11~12万人を明確に上回った。この判断は、例年に比べレイオフが少ないためと推測される自動車産業の雇用増加+1.3万人（輸送機械全体では+2.1万人）を控除しても変わらない。しかし、7月の結果をもって、雇用動向のモメンタムに安堵できる訳ではない。+25万人を超える今年1~2月の雇用増加は例年にない暖冬や少雨に伴うところが大きく、4~5月の一桁台の雇用増加はその反動と考えられた。実際、1~5月の雇用増加は+16.6万人/月であり、これは昨年10~12月期の+16.4万人/月とそれほど変わらず、均せば16万人程度の雇用増加が続いていたと判断できる。問題は、暖冬・少雨の反動が一巡したと考えられる6月以降であり、7月は単月でこそ良好な結果だったが、6月の+6.4万人と均せば、+11.4万人/月の雇用増加に過ぎない。これは、上述の通り、労働力人口の増加を何とか満たす程度の伸びにとどまる。

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



(出所)CEIC

労働力率と失業率の推移（%）



(出所)CEIC

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				政府				
		財生産	建設	製造	サービス					
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	148	171	31	6	18	140	23	8.9	64.1	
2011年	7~9月期	128	148	27	11	10	121	20	9.1	64.1
	10~12月期	164	184	25	6	13	158	20	8.7	64.0
2012年	1~3月期	226	226	47	1	41	179	0	8.2	63.8
	4~6月期	73	91	1	12	11	91	18	8.2	63.7
2012年	5月	87	116	15	32	13	131	29	8.2	63.8
	6月	64	73	13	4	10	60	9	8.2	63.8
	7月	163	172	24	1	25	148	9	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。

一方、家計調査¹²によると7月の失業率は8.25%と、6月8.22%から僅かに上昇した。雇用者数が前月差19.5万人(6月+12.8万人)と3ヶ月ぶりに減少する一方、失業者数が+4.5万人(6月+2.9万人)増加したためである。なお、労働力人口は15.0万人(6月+15.6万人)と3ヶ月ぶりに減少し、労働力率は63.7%(6月63.8%)へ若干低下している。雇用者の内訳を見ても、7月はフルタイムが22.8万人(6月+36.1万人)、パートタイムは+3.1万人(6月14.4万人)と質的劣化が進んでおり、NFPとは異なり、7月の家計調査は雇用情勢の悪化を示した¹³。

7月のNFPは良好だったが、6月と均した場合の増加幅は労働力人口の増加を何とか満たす程度にとどまる。更に、低調な家計調査も加味すれば、雇用情勢の現状は未だ厳しいと考えられる。また、企業の雇用意欲を示すISM調査の雇用指数が製造業(6月56.6 7月52.0)と非製造業(52.3 49.3)で共に低下していることを勘案すれば、雇用情勢の先行きを楽観はできないだろう。

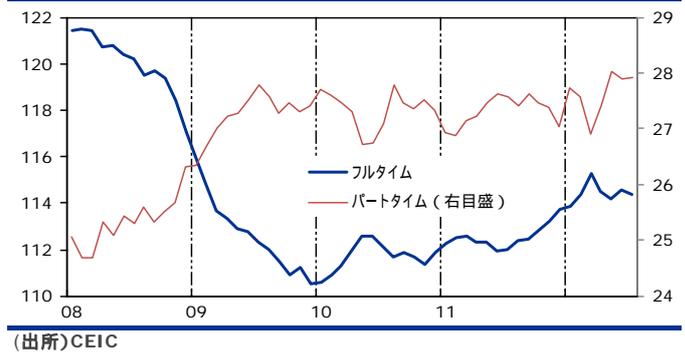
(2)可処分所得増が消費拡大に繋がらず

GDPの7割を占める個人消費は1~3月期前期比年率2.4%が4~6月期は1.5%へ減速し、4~6月期のGDP伸び率鈍化の主因となった(寄与度は1.72%Pt 1.05%Pt)。

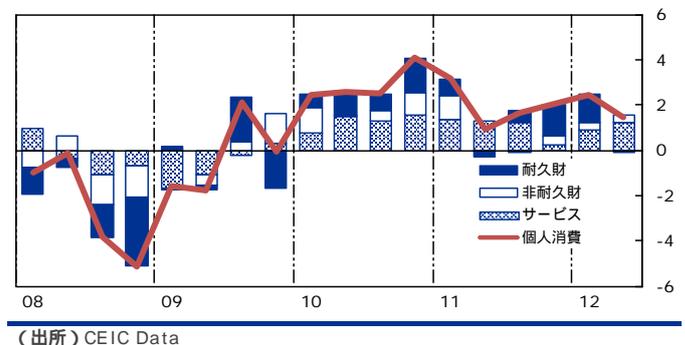
可処分所得は1~3月期前期比年率6.0%に続き4~6月期も4.0%と高い伸びを示したが、欧州債務問題を受けた金融市場の変調などを映じたマインド悪化により消費性向が低下したため、消費拡大には繋がっていない。貯蓄率は1~3月期3.6%が4~6月期は4.0%へ上昇した。貯蓄率の上昇は2四半期連続である。

一方、7月の小売・飲食サービス売上高(以下、小売売上高)は前月比0.8%(6月改訂値0.7%)と、市場予想の0.3%を大きく上回る高い伸びを示した。増加は4ヶ月ぶりである。4月以降に顕著となっていた家計の消費支出抑制に一服感が見られ、7~9月期の米国経済を考える上で多少ポジティブと言

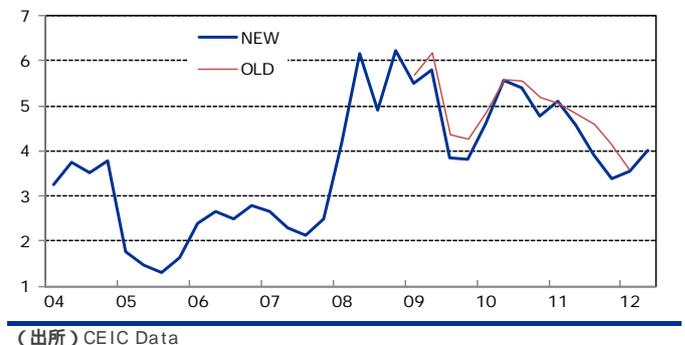
就業時間別雇用者数の推移(百万人)



個人消費の推移(前期比年率%、%Pt)



貯蓄率の推移(%)



¹² 米国の労働力調査は事業所調査と家計調査から作成される。NFPは事業所調査から、失業率やその基礎データとなる労働力人口や雇用者数、失業者数は家計調査に基づく。

¹³ 但し、2012年1~7月について見ると、NFPは+15.1万人/月、家計調査の雇用者数は+17.3万人/月の増加と、寧ろ家計調査の方が強めではある(家計調査については人口推計変更の影響を控除後)。

よると、4～6月期の設備投資は前期比年率 5.3%と、1～3月期の 7.5%から減速した。先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)が4～6月期に 4.6%(1～3月期 0.4%)と落ち込んでいるため、7～9月期には設備投資が更に減速する可能性がある。設備投資は勢いを欠く状況が、当面続くと見込まれる。

(5)在庫投資は低位

GDP 統計によると、在庫投資の寄与度は1～3月期の前期比年率 0.39%Pt が4～6月期は 0.32%Pt と2四半期ぶりのプラスへ転じた。4～6月期の在庫投資はGDP 成長率を押し上げたが、GDP 対比で実質在庫残高を見るとほぼ横ばいの推移にとどまる。また在庫投資圧縮のトレンドを考慮しても、GDP 対比で在庫投資残高が過剰とは判断されない。7～9月期に在庫投資が大幅に圧縮され、成長率の下押しに寄与する可能性は低いと見られる。

但し、景況感が悪化している下で、企業が在庫積み増し意欲に乏しいことも確かである。在庫投資に成長の牽引役としての役割は期待できない。

(6)輸出加速はポジティブだが

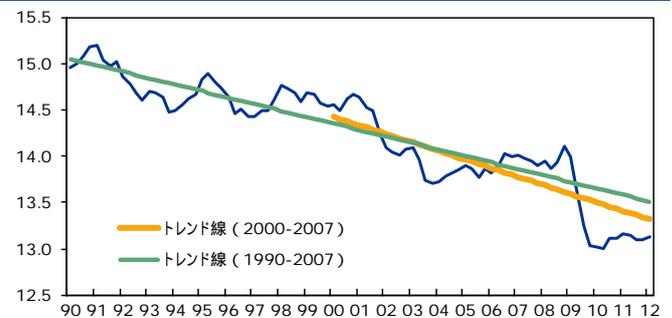
4～6月期に輸出は前期比年率 5.3%と1～3月期 4.4%から若干加速した。加速は2四半期連続であり、4～6月期のGDP 統計において最も明るいデータと言える。一方、輸入が6.0%(1～3月期 3.1%)と輸出を上回る伸びを示したため、純輸出の成長率に対する寄与度は 0.31%Pt(1～3月期 0.06%Pt)と押し下げだった。既に前項で述べたように、輸出は6.5%への上方修正が、輸入は4.0%への下方修正が見込まれ、2次推計値では輸出の好調が更に際立つと考えられる。しかし、先行きは必ずしも明るくない。重要な貿易パートナーである欧州経済の低迷を踏まえれば、輸出の拡大が、米国経済を牽引する姿は描きにくい。

(7)インフレは低下傾向

米国の6月消費者物価指数はヘッドライン(日本でいう「総合指数」)が前月比 0.05%(6月 0.04%)と2ヶ月連続でほぼ横ばいだった。また、食料とエネルギーを除いたコア指数も 0.09%(6月 0.20%)へ伸びが鈍化した。前年比で見ても、昨年上昇の反動もありヘッドラインが 1.4%(6月 1.7%)まで低下、コアも 2.1%(6月 2.2%)へ小幅に低下している。

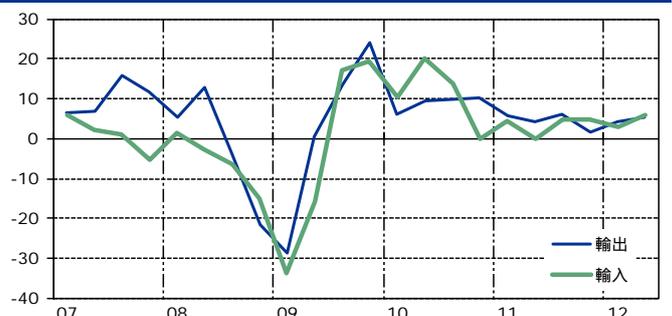
前月比でカテゴリー内訳を見ると、賃料は緩やかな上昇を続けているものの、電気・ガス料金の下落(

実質在庫残高のGDP比 (%)



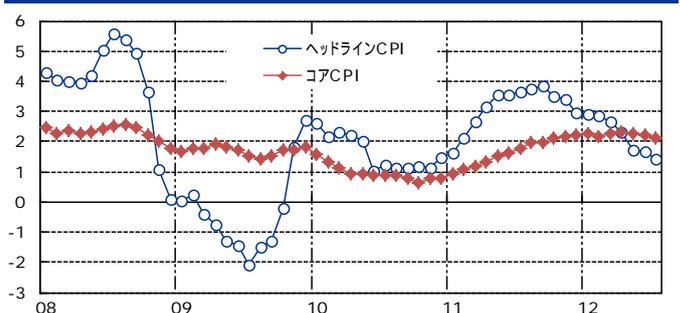
(出所) Department of Commerce

輸出入の推移 (前期比年率, %)



(出所) U.S. Department of Commerce

CPIのヘッドラインとコア (前年比, %)



(出所) CEIC

1.1%) が寄与して住居が 0.0% (6 月 0.1%) へ低下、6 月まで高い伸びを続けてきた衣服も 0.2% (6 月 0.5%) へ伸びが鈍化している。また、原油価格反転を映じてガソリンが 0.2% (6 月 2.0%) と上昇したものの、自動車価格の低下により輸送は 0.1% (6 月 0.7%) と 4 ヶ月連続で低下した。サービス関連では、医療 (6 月 0.6%、7 月 0.4%) や教育 (6 月 0.0%、7 月 0.7%) が上昇したものの、通信は 0.5% (0.1%) と大幅に低下している。サービス価格の上昇がインフレ率を押し上げるという従来からの構図は変わらないものの、衣料や通信、自動車価格の低下などインフレ圧力の鈍化を窺わせる動きが散見される。

7 月の飲食料品価格は前年比 2.3% (6 月 2.7%) に伸びが鈍化した。伸び鈍化は昨年上昇の反動による部分が多い。なお、今後は中西部を中心に襲った干ばつの影響が現れてくる。1988 年の干ばつを参考にすると、2012 年内にも穀物関連 (シリアルやパン製品など) で価格の上昇が始まり、また来年以降は供給減少で肉類の価格が上昇すると見込まれる。食料がCPIに占めるウェイトは 14% のため、過去の干ばつ並みに食料価格全体が 4% 上昇してもCPIヘッドラインに対する寄与度は 0.6%Ptにとどまる。しかし、生活必需品である食料価格は、家計の消費行動に大きく影響するほか、インフレ予想を変化させる可能性もあり、動向には注意が必要である¹⁴。

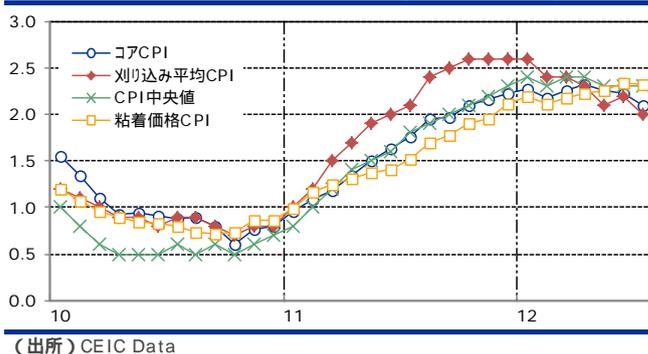
トレンド指標を見ると、刈り込み平均 CPI が前年比 2.0% (6 月 2.2%) へ低下する一方、粘着価格 CPI (2.3%) と CPI 中央値 (2.3%) は 6 月と同じ伸びだった。また、期待インフレ率はインフレ連動債ベースで見ても、ミシガン大調査で見ても、概ね低位で安定している。

2012 年前半の潜在成長率を下回る低成長を反映して、米国のインフレは低下傾向にある。但し、トレンド指標によれば低下圧力は緩やかなものにとどまり、デysinフレの懸念までは見られない。現在のインフレ動向は、中央銀行にとって追加金融緩和を促すものではないが、追加金融緩和の障害にもならないと判断できる。なお、干ばつに伴い予想される食料価格の上昇が、インフレのトレンドを左右する可能性は低いものの、生活必需品でもあり、価格動向には注意が必要だろう。

1988年の食料価格推移 (前年比、%)



CPIのトレンド指標推移 (前年比、%)



¹⁴ 食料価格に関する記載はカンザスシティ連銀の8月3日付レポート”Initial Impacts of the 2012 Drought”を参考とした。

【米国主要経済指標】

	Q3-11	Q4-11	Q1-12	Q2-12				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	4.3	4.2	4.2	3.1				
実質GDP	1.3	4.1	2.0	1.5				
個人消費	1.7	2.0	2.4	1.5				
住宅投資	1.4	12.0	20.6	9.8				
設備投資	19.0	9.5	7.5	5.4				
政府支出	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲1.4				
輸出	6.1	1.4	4.4	5.3				
輸入	4.7	4.9	3.1	6.0				
経常収支(10億ドル)	▲108	▲119	▲137					
名目GDP比(%)	▲2.9	▲3.1	▲3.5					
	Q3-11	Q4-11	Q1-12	Q2-12	Apr-12	May-12	Jun-12	Jul-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	1.1	0.9	6.0	4.0	0.1	0.3	0.4	
消費者信頼感	50.3	53.6	67.5	65.3	68.7	64.4	62.7	65.9
小売売上高	4.8	8.4	6.7	▲1.0	▲0.5	▲0.1	▲0.7	0.8
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.6	5.8	5.8	1.5	▲0.1	0.2	▲0.2	0.9
鉱工業生産	5.6	5.1	5.8	2.5	0.8	0.1	0.1	0.6
住宅着工件数(年率換算、千件)	614	678	715	736	747	706	754	746
中古住宅販売戸数	6.9	11.8	19.6	▲2.6	3.4	0.0	▲5.4	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.1	6.4	6.2	6.6	6.5	6.4	6.6	
非国防資本財受注(除く航空機)	4.7	5.6	0.4	▲4.6	▲1.5	2.3	▲1.7	
民間非居住建設支出	27.0	12.1	31.5	8.1	1.0	1.3	0.1	
貿易収支(10億ドル)	▲135	▲146	▲151	▲142	▲51	▲48	▲43	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲141	▲143	▲144	▲141	▲49	▲48	▲44	
実質財輸出	7.9	5.9	3.6	8.3	▲1.5	1.2	2.9	
実質財輸入	3.6	6.2	2.7	3.1	▲1.6	0.1	▲0.3	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.1	52.4	53.3	52.7	54.8	53.5	49.7	49.8
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.3	52.7	56.7	53.1	53.5	53.7	52.1	52.6
失業率(%)	9.1	8.7	8.2	8.2	8.1	8.2	8.2	8.3
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	128	164	226	73	68	87	64	163
民間雇用者数(前月差、千人)	148	184	226	91	85	116	73	172
四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	2.1	2.1	1.9	1.9	1.9	1.8	2.0	1.7
消費者物価(前年比、%)	3.8	3.3	2.8	1.9	2.3	1.7	1.7	1.4
コア消費者物価(前年比、%)	1.9	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1
PCEデフレーター(前年比、%)	2.8	2.5	2.4		1.9	1.5	1.5	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.6	1.7	1.9		1.9	1.8	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(%)	0.21	0.26	0.34	0.29	0.29	0.29	0.29	0.25
10年債利回り(%)	1.98	1.98	2.17	1.62	2.05	1.80	1.62	1.53
名目実効為替レート(1997/1=100)	98.0	100.5	98.7	102.2	99.0	100.7	102.2	101.7
ダウ工業株30種平均	10913	12218	13212	12880	13214	12393	12880	13009
S&P500株価指数	1131	1258	1408	1362	1398	1310	1362	1379

(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。