

米国経済情報

2012 年 9 月号

Summary

【内 容】

1. トピックス:
シェールガスが強化
する経済の足腰
2. 金融政策:
Fed が大胆な追加
緩和に踏み切る
3. 経済見通し:
従来から据え置き
4. 経済動向分析
(1) 雇用情勢の回復は
鈍いまま
(2) 個人消費は持ち直
しも力強さを欠く
(3) 住宅市場は回復傾
向を維持
(4) 懸念は寧ろ海外に
(5) インフレのトレンド
は安定

巻末:
米国主要経済指標

【シェールガスが強化する経済の足腰】

シェールガス及びシェールオイルの増産は、エネルギー純輸入量の減少を通じて貿易収支の改善に繋がる他、エネルギー安全保障面でもプラスに働く。また、シェールガスの採掘に伴う化学基礎原料の増産が、米国の産業全体の競争力を押し上げる効果も期待できる。米国経済は住宅バブルや金融危機の後遺症に悩まされてきたが、シェールガスやシェールオイルの増産により金融危機前より改善している部分も存在する。

【Fed が大胆な追加緩和に踏み切る】

9月12～13日に開催したFOMCにて、Fedは追加金融緩和を決定した。a)労働市場の見通しに依拠したかたちでの資産買入のオープンエンド化とb)時間軸政策の大幅な強化は、Fedの金融緩和姿勢が揺るぎない点を金融市場参加者へ強くアピールする、すなわち期待へ大きく働きかける政策として、従来とは一線を画するものと評価できる。当社ではFedによる資産買入が2014年前半まで続き、FF金利については2015年前半まで現行水準に維持されると予想している。

【経済見通しは据え置き】

4～6月期GDP統計の2次推計値は当社予想通り、7～9月期の経済動向も概ね想定に沿って推移しているため、成長率予想は従来の2012年2.2%、2013年2.1%に据え置く。

家計の過剰債務問題の一巡や住宅市場の持ち直しが示すように、構造問題が米国経済に及ぼす悪影響は緩和されつつある。従って、雇用・所得環境の回復の遅れという懸念材料はあるものの、個人消費や住宅投資は2013年にかけて底堅い推移が見込まれる。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。そのため、家計や企業など経済主体は慎重姿勢を強めており、成長ペースの加速までは期待できない。特に2012年後半には、世界経済減速の影響から輸出や鉱工業生産、設備投資が米国経済の足を引っ張ることとなる。

深刻な干ばつに伴う2013年の穀物価格上昇見通しを踏まえ、インフレ予想を若干修正。コアCPIの予想に修正はないが、ヘッドラインCPI上昇率の2013年予想を従来の1.9%から今回2.1%へ引き上げた。

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：シェールガスが強化する経済の足腰

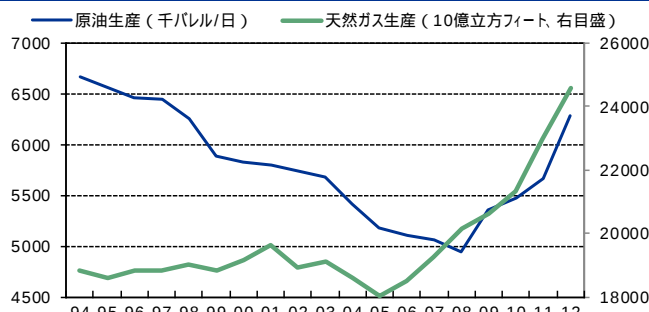
シェールガスやシェールオイル等の生産拡大が、米国経済に様々な好影響を及ぼしている。

まずは、エネルギー純輸入量の減少である。天然ガスや原油、そして再生可能エネルギーの国内生産の増加等¹により、米国のエネルギー純輸入量（輸入 - 輸出）は減少傾向にあり、2012年²にはピークである2006年の半分程度まで減少する可能性が高い。これは、エネルギー消費に占める純輸入量の比率が2006年の30%程度から16%程度へ低下し、米国のエネルギー面での自給率が大きく高まることを意味する。

天然ガス生産の増加は直接に天然ガス輸入量の圧縮に繋がるのみならず、天然ガス価格の低下と相俟って、石炭などの発電燃料から天然ガスへのシフトをもたらしている。2012年前半は、天然ガス在庫の積み上がりもあって、天然ガス価格が急低下、電力セクターにおける石炭発電と天然ガス発電の投入コスト差が縮小したため、天然ガス発電の比率が急速に高まった（グラフに示すように天然ガス発電の稼働率は夏季を除き低いため容易に発電量を増やすことができた）。

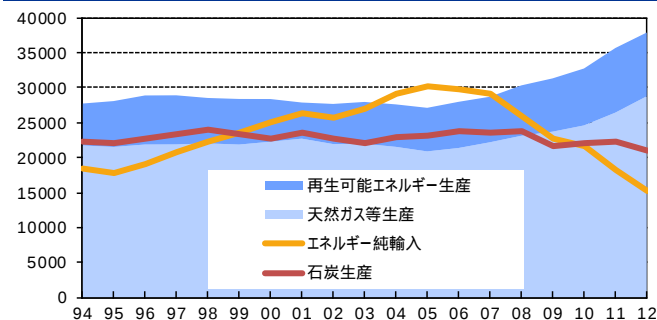
米エネルギー情報局は天然ガス価格の上昇によって、石炭発電への再シフトがある程度生じると予想しているが、石炭火力発電所の老朽化などの構造的な要因もあり、完全に元へ戻るわけではない。天然ガスへのシフトによって生じた石炭等の国内需要減少も、石炭純輸入量の抑制に繋がっている。また、原油生産（シェールオイル）の拡大は、エタノールやバイオディーゼル燃料など再生可能燃料の生産と相俟って、石油関連の輸入量を減少させている。

米国の天然ガスと原油生産の推移



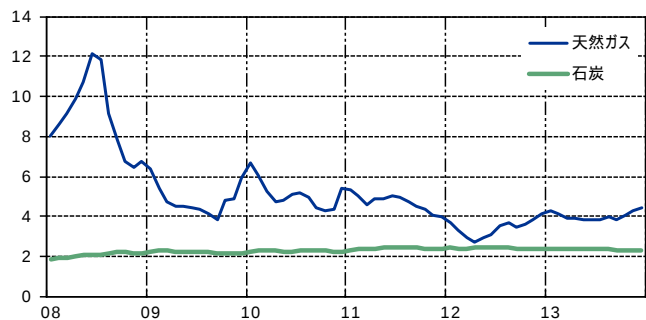
(出所)CEIC Data

エネルギー生産と純輸入（兆BTU）



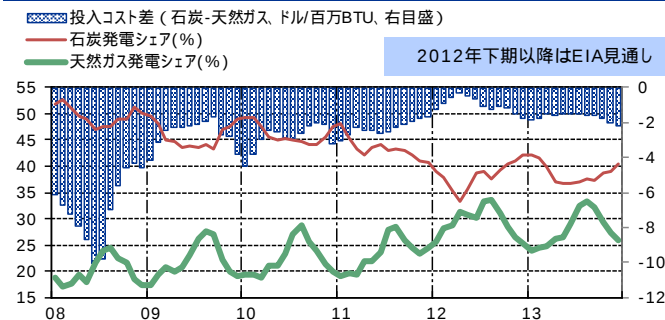
(出所)CEIC Data

電力セクターの燃料投入コスト（ドル/百万BTU）



(出所)EIA

燃料別発電シェアと投入コスト差



(出所)EIA

¹ エネルギー原単位の低下も純輸入量の減少に寄与している。実質 GDP1 単位当たりのエネルギー消費量は2006年から2012年に14%程度低下した。

² 2012年は月次公表データの前年比にて延長推計。以下、注記しない限り本稿の2012年データ及びグラフは同様。

エネルギー純輸入量の減少は、第一に、貿易収支ひいては経常収支の改善に繋がる。エネルギー輸入の過半を占める原油の価格上昇が響き、エネルギー全体での変化はさほど明確ではない。しかし、石油関連以外の収支は 2009 年以降に明らかな改善を見せている。

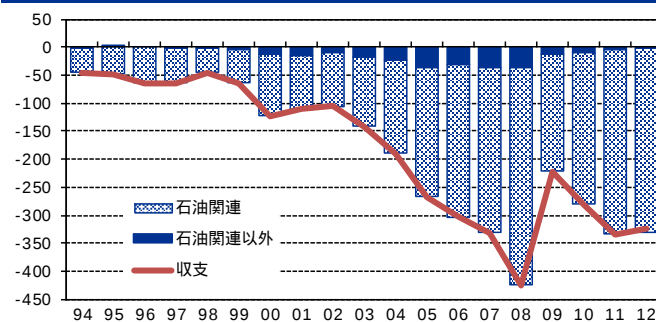
第二に、エネルギー純輸入量の減少が意味する自給率の上昇は、エネルギー安全保障の観点でプラスに働くと同時に、軍事面での自由度を高めることにも繋がる。輸入量の減少は対 OPEC が中心となっており、米国が中東に対するコミットを抑制することを可能にする（実際に抑制するかは、軍事費やイデオロギーなど様々な要因に左右される）。

次に、シェールガス等の生産は国内経済主体にとって、コスト抑制に繋がらう。既に述べた天然ガスの価格低下は家庭の電気料金やガス料金の低下に寄与し、家計のエネルギー負担を抑制し、春先までのガソリン価格上昇によるコスト増加を一部相殺した。

同様の図式は、企業のエネルギー購入にも当てはまる他、化学産業にとっては、原料コストそのものの引き下げに繋がる。シェールガスやシェールオイルの採掘は（含有成分や比率は個々で異なるが）同時に化学産業の基礎原料となるエタンや LPG ガスの原料となるプロパンの産出も伴う。シェールガス等の増産に伴いエタンなどの産出も拡大しており、そうしたエタン等は世界的に見て価格競争力が高いことから、米国における化学産業の競争力強化をもたらす。実際、米国化学メーカーが増産投資を行っているほか、日本メーカーも米国進出へ踏み切っている。

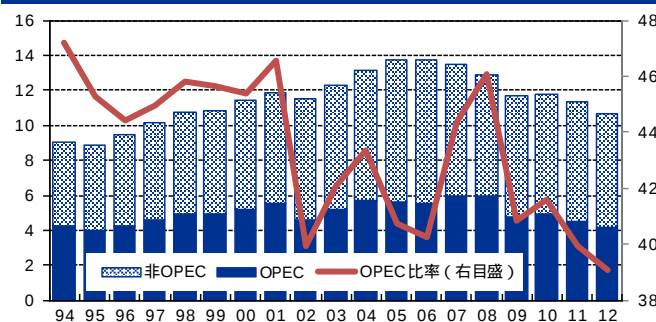
ここ数年、米国経済は住宅バブルや金融危機の後遺症に悩まされてきた。しかし、シェールガスやシェールオイルの増産により、エネルギー等のファンダメンタルズ面は金融危機前より改善している。また、化学セクターなど川上産業の競争力向上は、川下の電機や自動車等を含めた米国全体の産業競争力を強化する。サプライサイドの強化により、米国経済の潜在成長率が高まる可能性が示唆されている。

エネルギー関連貿易収支（10億ドル）



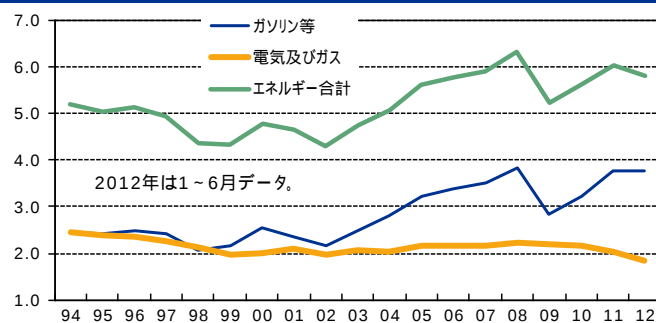
(出所)CEIC Data

石油輸入の推移（百万バレル/日、%）



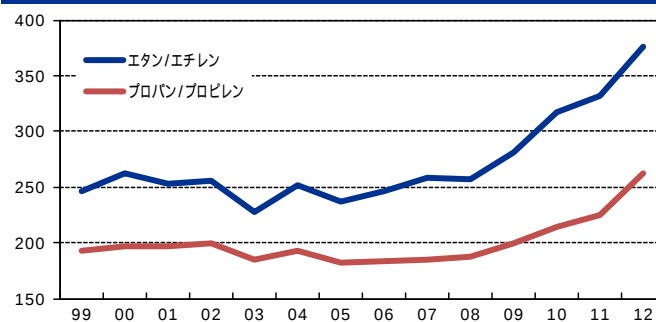
(出所)CEIC Data

名目個人消費支出に占める割合（%）



(出所)CEIC Data

油田・ガス田でのエタン等生産（百万バレル）



(出所)CEIC Data

2. 金融政策：Fed が大胆な追加緩和に踏み切る

オープンエンドの資産買入と時間軸政策の大幅強化を決定

Fed は、9 月 12～13 日に開催した FOMC にて、オープンエンドの資産買入と時間軸政策の強化を主体とした追加金融緩和を決定した。まず、資産買入として、MBS（エージェンシー発行の住宅ローン担保債券）を毎月 400 億ドル追加購入する。従来のオペレーション・ツイストや MBS 等の元本償還金の再投資も継続するため、2012 年内については合計で毎月 850 億ドルの長期債券の追加購入を行い、金融環境の一層の緩和を進める。また、従来の資産買入とは異なり、MBS 買入の合計金額や期間は定めず、「労働市場の見通しが著しく改善しない場合（If the outlook for the labor market does not improve substantially）」には買入を継続するのみならず、追加資産購入を実施、他の政策手段も活用するとして、労働市場の見通しに依存したオープンエンドな仕組みを採用した。同時に、時間軸政策も大幅に強化している。「雇用の最大化と物価安定に向けた動きの継続を支援するため、FOMC は景気回復が強まった後もかなりの間（considerable time after the economic recovery strengthens）非常に緩和的なスタンス（highly accommodative stance）が引き続き適切になると予想する」との表現を新たに加えた上で、FF 金利を異例の低水準に据え置くことが正当化されると予想する期間を、従来の「少なくとも 2014 年後半まで（at least through late 2014）」から「少なくとも 2015 年半ばまで（at least through mid 2015）」へ延長している。

期待への働きかけという点で従来と大きく異なる

今回の追加金融緩和は、資産買入の対象に国債が含まれず全てが MBS であった点など多少の相違はあるが、概ね市場予想及び当社予想³に沿ったものである。但し、a)労働市場の見通しに依拠したかたちでの資産買入のオープンエンド化と b)時間軸政策の大幅な強化は、Fed の金融緩和姿勢が揺るぎない点を金融市場参加者へ強くアピールする、すなわち期待へ大きく働きかける政策として、従来とは一線を画するものと評価できる。今回の追加緩和は、Fed の極めて積極的な緩和スタンスを示したものと言える。

FOMC が公表した追加緩和措置の概要

MBS を月額 400 億ドル買入（従来措置と合わせて 2012 年内は長期債を月額 850 億ドル買入）

労働市場の見通しが著しく改善しない場合には資産買入を継続し、また追加資産の購入を実施

雇用の最大化と物価安定に向けた動きの継続を支援するため、FOMC は景気回復が強まった後もかなりの間、非常に緩和的なスタンスが引き続き適切になると予想

少なくとも 2015 年半ばまで FF 金利を異例の低水準に据え置くことが正当化されると予想

労働市場の持続的な改善が目的

追加緩和実施の根拠は「一段の政策による緩和がなければ、経済成長は労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある点を FOMC は懸念する⁴」との部分に集約されている。バーナンキ議長がジャクソンホールで述べたように、経済成長のペースが高まらず、雇用情勢の持続的な改善が達成されないと予想されるが故の追加緩和である。実際、同時に公表された FOMC 参

³ 9 月 10 日付 Economic Monitor 「弱めの雇用情勢が Fed の追加緩和を後押し（8 月米雇用統計）」を参照。

⁴ “The Committee is concerned that, without further policy accommodation, economic growth might not be strong enough to generate sustained improvement in labor market conditions”.

加者の見通し (SEP) では、2012 年最終四半期の成長率予想は 6 月時点の 1.9 ~ 2.4% から 1.7 ~ 2.0% へ大幅に下方修正された。

その一方で、2013 年成長率予想は 2.2 ~ 2.8% が 2.5 ~ 3.0% へ、2014 年も 3.0 ~ 3.5% が 3.0 ~ 3.8% へ上方修正されている。これは、金融緩和の実施が経済成長や雇用にポジティブな効果を及ぼすと、(当然ではあるが) FOMC 参加者が判断していることを示している。失業率見通しも 2014 年時点が 7.0 ~ 7.7% から 6.7 ~ 7.3% へ下方修正 (改善方向への修正) された。なお、インフレ見通しに大きな変更はない。

2013・2014 年見通し改善の下での金融緩和長期化予想の意味

同じく SEP に含まれる金融引締め開始時期見通しは、6 月時点では 2014 年までが 19 名中 13 名と過半を占めていたが、今回 9 月時点では 2015 年以降が 13 名と過半に変わった。これが、前述の時間軸文言の記載変更の根拠となっている。また、2013 年及び 2014 年の成長率見通しや失業率見通しの改善にも関わらず、引き締め開始時期が後ズレした点は、前述の時間軸政策の強化、すなわち「景気回復が強まった後もかなりの間、非常

FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(%)	2012	2013	2014	2015	Longer run
成長率	1.7 2.0	2.5 3.0	3.0 3.8	3.0 3.8	2.3 2.5
前回見通し	1.9 2.4	2.2 2.8	3.0 3.5	-	2.3 2.5
失業率	8.0 8.2	7.6 7.9	6.7 7.3	6.0 6.8	5.2 6.0
前回見通し	8.0 8.2	7.5 8.0	7.0 7.7	-	5.2 6.0
PCEデフレーター	1.7 1.8	1.6 2.0	1.6 2.0	1.8 2.0	2.0
前回見通し	1.2 1.7	1.5 2.0	1.5 2.0	-	2.0
コアPCEデフレーター	1.7 1.9	1.7 2.0	1.8 2.0	1.9 2.0	-
前回見通し	1.7 2.0	1.6 2.0	1.6 2.0	-	-

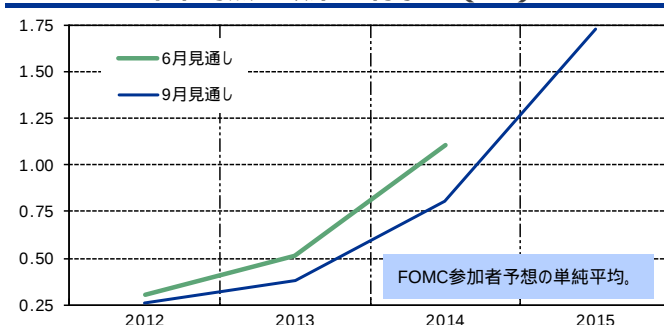
(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期前年比、失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2012	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	3	2	12	1
前回見通し	3	3	7	6	0

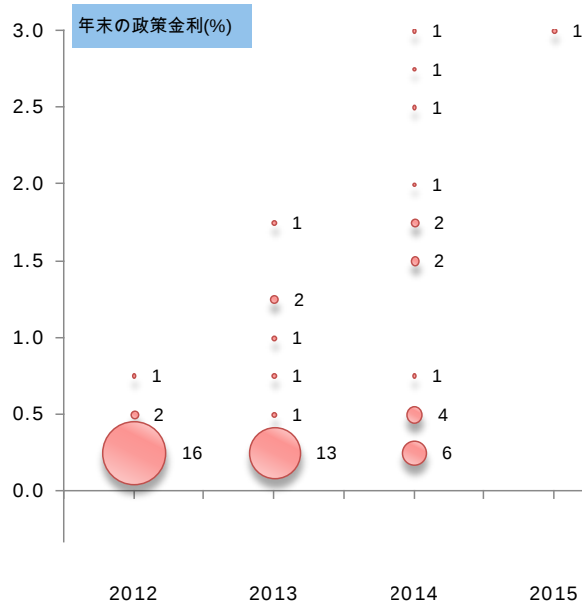
(出所) Fed

年末時点の政策金利予想 (%)



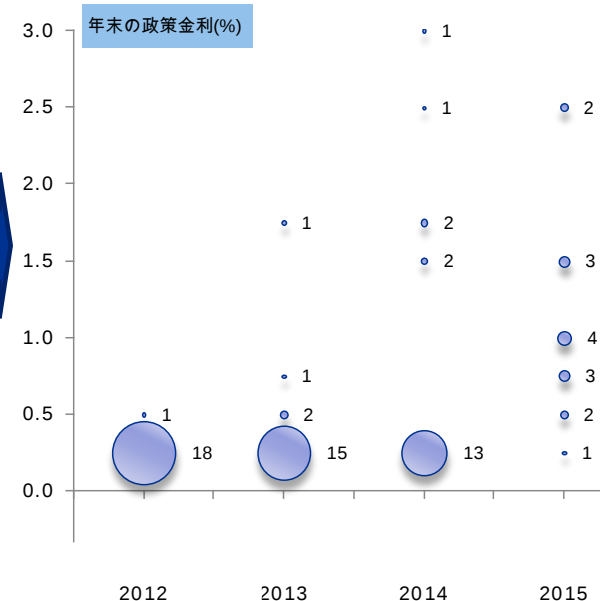
(出所) Fed

適切な金融引き締めペース (6月時点)



(出所) Fed

適切な金融引き締めペース (9月時点)



(出所) Fed

に緩和的なスタンスが引き続き適切になると予想」を色濃く反映したものと言えるだろう。また、これは同時に、ジャクソンホールでウッドフォード教授が展開した Fed の金融政策批判に対して部分的に対応したものと言えるかも知れない。本稿では、ウッドフォード教授の批判の詳細は割愛するが、従来の金融緩和期間の長期化（引き締め時期の後倒し）が FOMC 参加者の見通し悪化に対応したものであった一方、今回の金融緩和期間の長期化は FOMC 参加者の 2013・2014 年の成長率及び失業率見通しの改善と同時に行われたためである。

MBS 買入が意味する住宅市場の重要性

新たな資産買入の対象が MBS となった点は、住宅市場に関する FOMC の評価と、当然ながら密接に結びついている。ステートメントにおける米国経済の総括判断は、8 月の「経済活動が今年上半期にかけて幾分減速」が、9 月は「最近数ヶ月の間、緩やかなペースで拡大を続けた」へ改められ、米国経済が上半期に減速した後、7～9 月期は 4～6 月期と概ね同程度のペースで拡大していることを示した。個別には、個人消費に関する判断を上方修正する一方、設備投資を下方修正するなどの変化が見られるが、金融政策との関係で注目したいのは住宅市場に関する表現が前向きなものに変わっている点である。住宅市場に関する評価は、8 月時点では「一部改善の兆しが見られるものの落ち込んだ状態が続いている」と否定的な表現だったが、今回は「抑制された水準からではあるが、更なる改善の動きを示している」と肯定的な表現に変わっている。その一方で、バーナンキ議長は、ジャクソンホールにおいて米国経済が直面する三つの逆風⁵の一つとして住宅市場を挙げた。両者を総合すれば、米国経済の低迷をもたらしている住宅市場に改善の動きが見られており、それを後押しすることこそが景気回復の近道、とする Fed の意図を読み取ることができる。実際、バーナンキ議長は記者会見において、今回の金融緩和が「住宅部門に対する支援」の側面を有する点を明確に認めている。なお、住宅市場は、他の需要項目に比べ海外情勢との関係が薄いため、欧州債務問題の解決が見通せない現状において、金融政策で重視する価値があるとも考えられる（やりすぎがバブルを招くのは言うまでもないが）。

今後の金融政策見通し

資産買入が、どの程度、実体経済にプラスの影響を及ぼすかについて、バーナンキ議長はジャクソンホールで前向きな評価⁶を示したが、金融市場や学識者を含めた議論は収束しておらず、新たな資産買入がもたらす金利低下が景気浮揚に繋がるとは断定できない。しかし、既に述べたように今回の措置は、期待へ働きかけるという観点で極めて積極的な措置であり、それが金融市場参加者などの期待へ及ぼす効果は大きいと考えられる。また、住宅ローン金利の低下は持ち直しつつある住宅市場の回復を後押しし、消費支出へもプラスの影響を及ぼすと見込まれる。財政の崖や干ばつの影響、欧州債務問題など不透明要因は多々あるが、金融政策の支援もあり、米国経済は一層の下振れを回避し、緩やかな回復を続けるのがメインシナリオと言える。こうした景気シナリオと「景気回復が強まった後もかなりの間、非常に緩和的なスタンスが引き続き適切」との時間軸政策強化を踏まえ、当社では資産買入が 2014 年前半まで続き、FF 金利については 2015 年前半まで現行水準に維持されると予想する。なお、FOMC による資産買入額の積極的な増額は予想しないが、年末でのオペレーション・ツイストの終了を受けて、長期国債が買入対象へ加えられるかたちでの増額が行われる可能性はある。

⁵ 他の二つは「財政問題」と「欧州債務問題」。

⁶ 詳細は 9 月 3 日付 Economic Monitor 「ジャクソンホールでバーナンキ議長は何を示唆したか？」を参照。

3. 経済見通し：従来から据え置き

4～6月期の実質 GDP 成長率は当社予想通りに、1次推計値の前期比年率 1.5%が2次推計値で 1.7%へ上方改訂された。また 7～9月期の経済動向及び金融政策も次項で示す通り、概ね想定に沿ったかたちで推移している。そのため、成長率予想は前回 8月時点から据え置き、2012年 2.2%、2013年 2.1%である。

家計の過剰債務問題の一巡や住宅市場の持ち直しが示すように、構造問題が米国経済に及ぼす悪影響は緩和されつつある。従って、雇用・所得環境の回復の遅れという懸念材料はあるものの、個人消費や住宅投資は 2013 年にかけて底堅い推移が見込まれる。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。そのため、家計や企業など経済主体は慎重姿勢を強めており、成長ペースの加速までは期待できない。特に 2012 年後半には、世界経済減速の影響から輸出や鉱工業生産、設備投資が米国経済の足を引っ張ることとなる。

なお、深刻な干ばつに伴う 2013 年の穀物価格上昇見通しを踏まえ、インフレ予想を若干修正している。コア CPI の予想に修正はないが、ヘッドライン CPI 上昇率の 2013 年予想を従来の 1.9%から今回 2.1%へ引き上げた。必需品である食料価格の上昇は、低所得層を中心に可処分所得の目減りを通じて個人消費を抑制することになるが、他の品目の価格動向が安定していることもあり、米国経済に関する予想を大きく修正するほどのインパクトはないと判断している。

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質 GDP	2.4	1.8	2.2	2.1
個人消費	1.8	2.5	1.9	2.1
住宅投資	▲3.7	▲1.4	11.0	8.6
設備投資	0.7	8.6	8.5	6.2
在庫投資(寄与度)	(1.5)	(▲0.2)	(0.2)	(0.1)
政府支出	0.6	▲3.1	▲2.1	▲3.3
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.2)
輸出	11.1	6.7	4.3	6.0
輸入	12.5	4.8	3.4	3.6
名目 GDP	3.8	4.0	3.9	3.7
失業率	9.6	8.9	8.1	7.8
(Q4)	9.6	8.7	8.0	7.8
雇用者数(月変化、千人)	86	153	142	185
経常収支(10億ドル)	▲442	▲466	▲482	▲438
(名目GDP比, %)	▲3.0	▲3.1	▲3.1	▲2.7
貯蓄率(%)	5.1	4.2	3.8	3.0
PCEデフレーター	1.9	2.4	1.9	2.1
コアPCEデフレーター	1.5	1.4	1.8	1.7
(Q4/Q4)	1.2	1.7	1.8	1.7
消費者物価	1.6	3.1	2.1	2.1
コア消費者物価	1.0	1.7	2.1	1.7

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

4. 経済動向分析

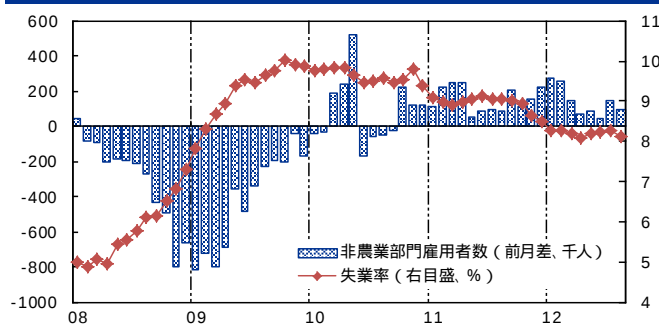
(1) 雇用情勢の回復は鈍いまま

雇用統計によると、事業所データから算出される非農業部門雇用者数（NFP：Non-farm Payroll Employment）は2012年8月に前月差+9.6万人にとどまり、7月の+14.1万人から減速した。+13.0万人程度を見込んでいた市場予想も下回っている。なお、過去2ヶ月分は6月が+6.4万人から+4.5万人へ、7月は+16.3万人から+14.1万人へ、合計4.1万人の下方修正である。加えて、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、7・8月の2ヶ月平均（+11.9万人）では何とか満たすものの、6~8月平均（+9.4万人）では下回っている。トレンド的な方向と伸び幅、いずれの観点から見ても、8月のNFPは弱めの内容だったと評価できるだろう。

家計データから算出される失業率は7月8.3%（8.25%）が8月は8.1%（8.11%）へ低下した。但し、失業率の低下は、労働力人口が前月差▲36.8万人（7月▲15.0万人）と2ヶ月連続で大幅に減少した影響が大きく、好感できる内容ではない。米国民が職探しを諦めたが故に労働市場からの退出が進み、失業率の低下に繋がった可能性が排除できないためである。8月の労働力率は63.5%（7月63.7%）と1980年初め以来の水準まで低下している。労働力人口減少の内訳を見ると、失業者数が▲25.0万人（7月+4.5万人）と大幅に減少したが、同時に雇用者数も▲11.9万人（7月▲19.5万人）と2ヶ月連続で減少している。

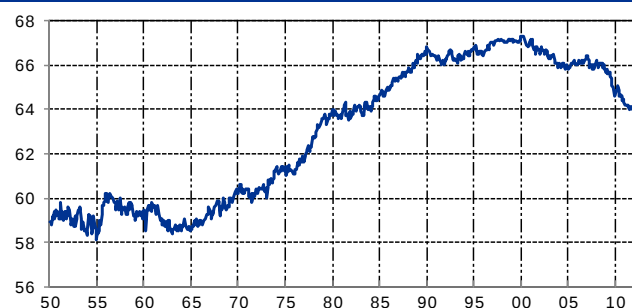
8月に2ヶ月連続で減少した家計データの雇用者数と、減速したとは言え増勢を維持した事業所データのNFPでは方向が大きく異なる。但し、両者は調査方法等の基本的な違いに加え、対象業種の範囲や兼職者の扱いなどでも概念⁷が異なる。そこで、労働省がNFP概念に調整して試算した家計調査の雇用者数を見ると、8月は前月差+24.7万人（7月+10.8万人）と寧ろ伸びが加速している。こうした概念の相違に加え、サンプル数の観点から事業所データが信頼性において家計データ大きく勝る点も踏まえれば、家計調査の雇用者数の2ヶ月連続減少を過度に重視する必要はないと考えられる。すなわち、雇用者数が減少基調に転じたとは判断されない。但し、米国の雇用情勢が未だ低調であるという認識に変わりはない。

非農業部門雇用者数と失業率



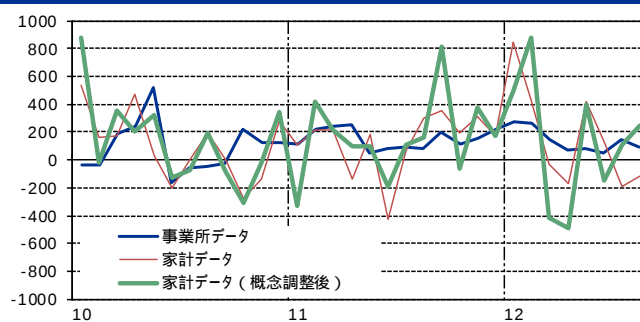
（出所）CEIC

労働力率の長期推移（%）



（出所）U.S. Department of Labor

概念による雇用者数の違い（千人、前月差）



（出所）BLS

⁷ 両者の違いの詳細は、米労働省 HP を参照。

(2)個人消費は持ち直しも力強さを欠く

小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は、7月分が前月比0.8%から0.6%へ下方修正された後、8月に0.9%と2ヶ月連続で大幅に増加した。但し、ガソリン価格の大幅上昇を受けて、ガソリンスタンド売上高が5.5%（7月0.4%）と急増した影響が大きく、ガソリンスタンド売上高を除くベースでは0.3%（7月0.7%）、自動車と建設資材、ガソリンスタンドを除いたコア売上高は0.0%（7月0.8%）と緩やかな増加にとどまる。また、詳細は後述するように、8月のCPIが、ガソリンなどエネルギー価格の上昇により前月比0.6%（7月0.0%）と大幅に上昇、小売売上高と関係の深い財CPIに限れば1.2%（7月0.1%）と2009年以来の高い伸びを示しており、実質ベースで見ると、8月の小売売上高は前月比横ばい程度にとどまったものと考えられる。

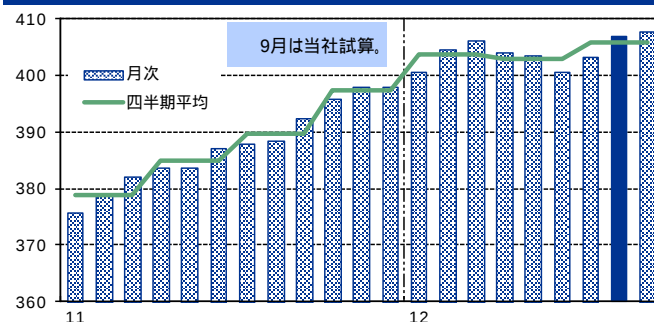
9月を2012年中（1～8月）の平均伸び率⁸と仮定した上で、7～9月期を見ると、名目小売売上高は前期比年率3.1%と4～6月期の▲1.0%から反転こそするものの、1～3月期の6.7%には遠く及ばない。コア売上高も7～9月期3.1%（1～3月期5.8%、4～6月期1.4%）と概ね同傾向の推移である。また、実質ベースでも7～9月期は2.6%と4～6月期0.4%を上回るが、1～3月期の4.3%を下回っている。7～9月期に入り、個人消費は持ち直しているものの、依然として力強さは欠いた状態にあると判断できるだろう。

今後については、エネルギー価格の上昇が家計の購買力を奪い、個人消費の押下げに寄与する可能性には一定の配慮が必要と言える。但し、9月のミシガン大消費者マインド指数の改善や株価上昇を踏まえれば、個人消費の先行きを過度に悲観する必要まではないだろう。既に見たように力強さは欠くものの、7～9月期の個人消費は、緩やかな持ち直しを示すと考えられる。

(3)住宅市場は回復傾向を維持

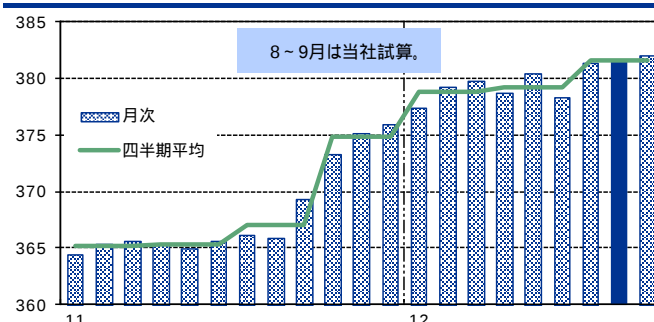
住宅市場は、7～9月期に入ってから回復傾向を維持している。まず、住宅価格の底入れが広く認知されるに従い、住宅販売が増勢を強めている。住宅販売の9割を占める中古住宅販売は1～3月期に前期比年率19.6%と急増した反動から4～6月期は▲2.6%と減少に転じたが、7～9月期に入り7月前月比2.3%、8月7.8%と明確に増加している。販売好調を受けて、中古住宅の在庫率は5.9

名目：小売・飲食サービス売上高（10億ドル）



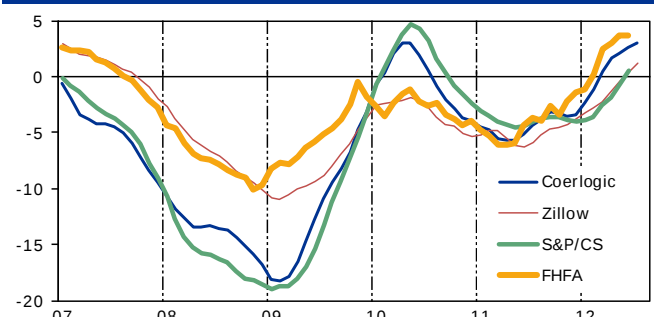
(出所)CEIC

実質：小売・飲食サービス売上高（10億ドル、2005年基準）



(出所)CEIC

各種の住宅価格指数（前年比、%）



(出所) FHFA, S&P, Corelogic, Zillow

⁸ 名目小売売上高が前月比0.27%、コアは0.32%、実質小売売上高は0.18%。

ヶ月（当社季節調整値⁹）まで低下した。在庫率の6ヶ月割れは、住宅バブル華やかなりし2006年以来であり、法的整理中の物件など非市場性物件を含まない、住宅市場に存在する物件に限れば過剰感は概ね払しょくされたと言える。中でも、値ごろ感のある物件については購入競争が激しくなっている模様である。

こうした販売好調を受けて、住宅建設も活発化している。8月の住宅着工は前月比2.3%と7月に▲2.8%と落ち込んだ後としては物足りない内容だったが、着工全体の基調を左右する戸建て住宅に限れば5.5%（7月▲4.5%）と大幅に増加した。また住宅着工に先行する建設許可は、7～8月平均が4～6月期を年率換算で30.1%（4～6月期21.3%）も上回っている。

FedによるMBS買入などの支援策もあり、住宅市場は7～9月期以降も回復傾向を維持すると考えられる。住宅バブル崩壊を経て、住宅投資のGDPに占める割合は大幅に低下しているため、景気のけん引役としては力不足である。しかし、住宅取得に伴う耐久財購入など、個人消費への波及効果も考慮すれば、米国経済の下支え役としての役割を期待はできる。

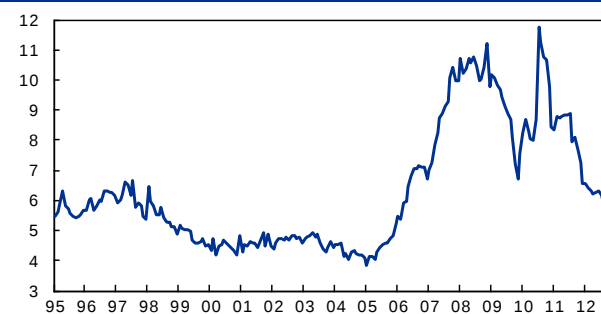
(4)懸念は寧ろ海外に

大統領選挙後に控えた財政問題を別とすれば、米国経済について、当面懸念すべきは、個人消費や住宅投資などの内需よりも、海外からの逆風である。

貿易統計ベースの実質財輸出は1～3月期の前期比年率3.6%が4～6月期に8.4%へ加速したが、7月は前月比▲2.2%へと明確な減少へ転じた。また、7月まで好調だった鉱工業生産も8月に前月比▲1.2%（7月0.5%）と大幅に減少している。8月の鉱工業生産の減少は、ハリケーン・アイザック襲来に伴う油田閉鎖などによりエネルギー生産が前月比▲2.6%（寄与度▲0.7%Pt）、販売好調で7月のレイオフが限定的だった反動から自動車及び部品も▲4.0%（寄与度▲0.3%Pt）と大きく落ち込むなど一時的要因が大きいものの、それ以外の業種を見ても総じて不冴えとなっている。

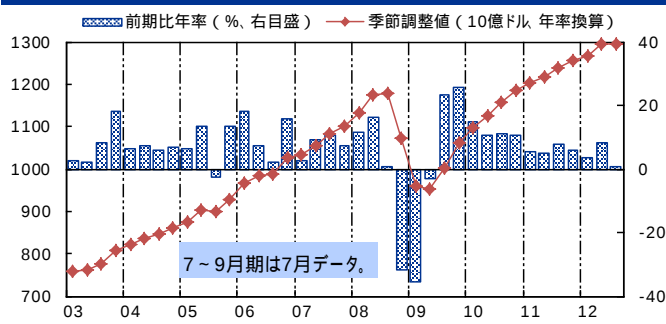
加えて、NY連銀調査の製造業景況感指数は9月に▲10.4（8月▲5.9、中立＝ゼロ）と大幅に悪化した。債務問題を受けて欧州経済が低迷している

中古住宅在庫率の長期推移（ヶ月、当社季節調整）



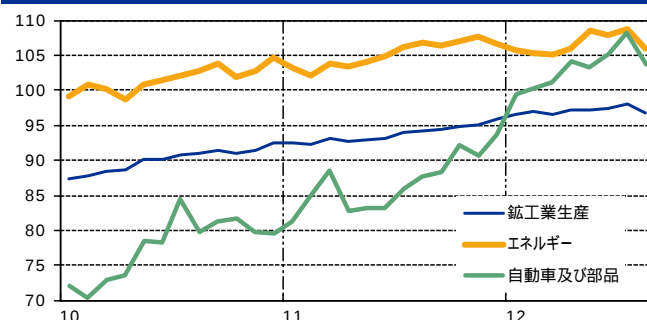
（出所）NAR

実質財輸出の推移



（出所）US Census Bureau

鉱工業生産の推移（2007＝100）



（出所）Fed

⁹ NARの公表値は原系列の在庫水準を季節調整値の販売で除した数値のため、当社では在庫データを季節調整し、在庫率を試算している。なお、NAR公表値は8月6.1ヶ月（7月6.4ヶ月）。

のみならず、日本経済が減速、中国やブラジル経済の回復も遅れており、米国の輸出や鉱工業生産に逆風が吹いている。こうした輸出や生産の低迷は、設備投資にも悪影響を及ぼしており、設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は7～9月期に2四半期連続で減少する可能性が高い。

製造業の低迷は、雇用面にも及んでいる。8月の非農業部門雇用者数は、前述したように前月差+9.6万人（7月+14.1万人）へ増勢が鈍化したが、中でも目立つのは財生産部門が前月差▲1.6万人（7月+2.3万人）と3ヶ月ぶりの減少へ転じた点である。財生産部門では、製造業が▲1.5万人（7月+2.3万人）と大幅に減少した。自動車産業が例年7月に行うレイオフの規模が国内販売好調を受けて縮小された反動はあるものの（自動車産業：7月+1.4万人→8月▲0.8万人）他を見ても金属関連やコンピューター製造、衣料製造など幅広い業種で低調な内容だった。

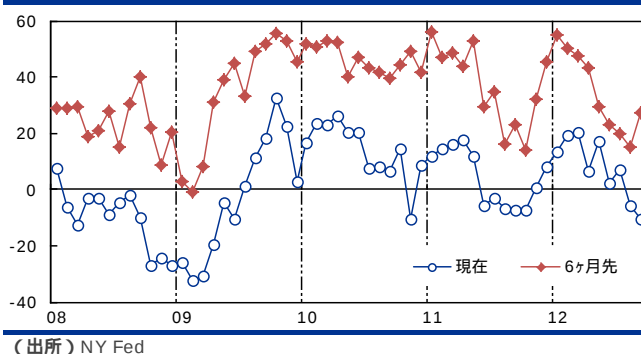
(5)インフレのトレンドは安定

8月のCPIは、ヘッドライン（日本でいう「総合指数」）が前月比0.6%（7月0.05%）と大幅に上昇した。但し、上昇のほとんどは、ガソリンを中心にエネルギー価格が5.6%（7月▲0.3%）と急上昇したためであり、エネルギーを除くベースでは0.08%（7月0.08%）、食料とエネルギーを除いたコア指数も0.05%（7月0.09%）とごく僅かな上昇にとどまっている。また、前年比は、コア指数が1.9%（7月2.1%）と2011年7月以来の2%割れ、またヘッドラインは8月に1.7%（7月1.4%）へ伸びが高まったが、4ヶ月連続の2%割れである。

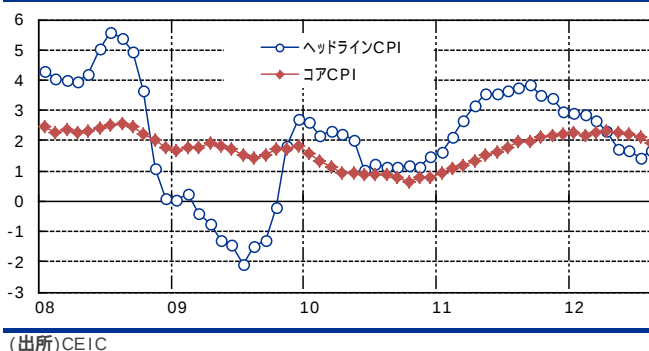
前月比についてカテゴリー別に見ると、前述のとおりガソリン価格の前月比9.0%（7月0.3%）もの急騰を受けて輸送が2.9%（7月▲0.1%）と大幅に上昇、同じくエネルギー価格上昇を受けて住居（7月0.0%→8月0.3%）も上昇幅が拡大し、ヘッドラインの大幅上昇に繋がった。但し、他のカテゴリーは、飲食料品こそ0.2%（7月0.1%）へ若干伸びを高めたものの、医療（7月0.4%→8月0.2%）が伸び鈍化、衣服（7月0.2%→8月▲0.5%）と教育・通信（7月0.0%→8月▲0.4%）は下落するなど、全体として物価上昇圧力が高まっているようには見えない。

インフレのトレンド把握のために試算されている指標を見ると、刈り込み平均CPIが前年比1.9%（7月2.0%）、粘着価格CPIも2.2%（7月2.3%）と伸びが鈍化、CPI中央値は2.3%で7月から変わ

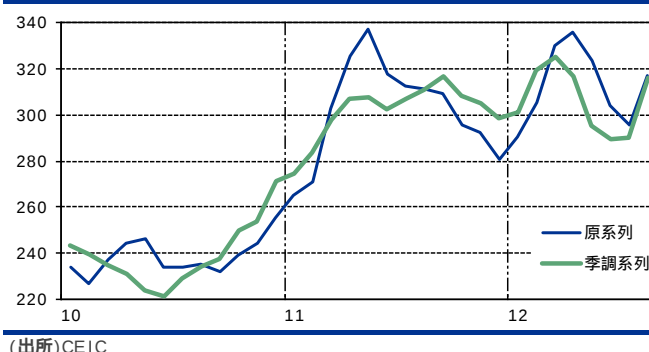
NY連銀 製造業景況感指数（中立=0）



CPIのヘッドラインとコア（前年比、%）



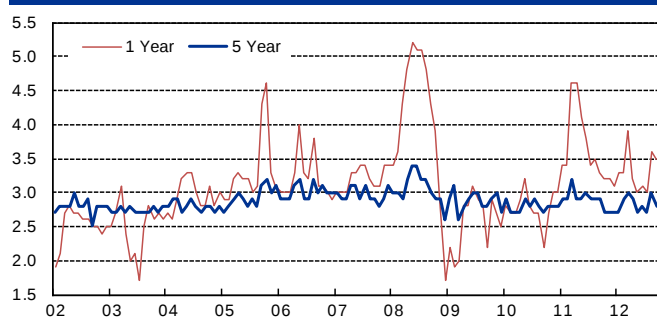
CPIガソリン価格の推移（1982-1984=100）



らずだった。トレンド指標もコアCPIなどと同様に、インフレの安定を示唆している。なお、期待インフレ率は、ガソリン価格の上昇を反映してミシガン大調査の先行き1年が3%台半ばに高止まりしているものの、先行き5年は3%弱の安定した推移である。またインフレ連動債から試算される10年期待インフレ率（BEI）も8月に2.27%と7月の2.13%からは上昇したものの、均せば低位安定が続いていると言える。

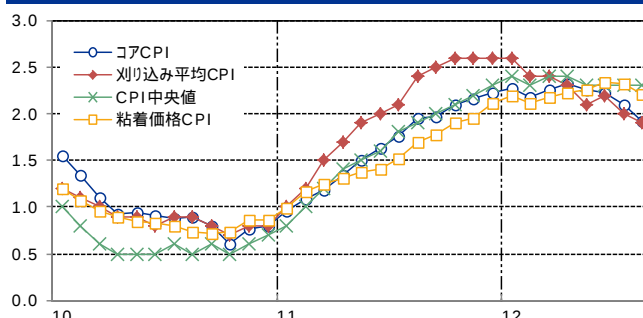
以上を総合すれば、インフレ動向は安定推移を続けていると判断できる。

期待インフレ率の推移（%）



（出所）University of Michigan

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）



（出所）CEIC Data

【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	3.3				
実質GDP	1.3	4.1	2.0	1.7				
個人消費	1.7	2.0	2.4	1.7				
住宅投資	1.4	12.0	20.6	8.9				
設備投資	19.0	9.5	7.5	4.2				
政府支出	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.9				
輸出	6.1	1.4	4.4	6.0				
輸入	4.7	4.9	3.1	2.9				
経常収支(10億ドル)	▲108	▲119	▲134	▲117				
名目GDP比(%)	▲2.9	▲3.1	▲3.5	▲3.0				
	Q3-11	Q4-11	Q1-12	Q2-12	May-12	Jun-12	Jul-12	Aug-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	6.3	3.8	0.3	0.3	0.3	
消費者信頼感	50.3	53.6	67.5	65.3	64.4	62.7	65.4	60.6
小売売上高	5.1	8.1	6.7	▲1.0	▲0.1	▲0.7	0.6	0.9
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.8	5.6	5.8	1.4	0.2	▲0.2	0.8	▲0.0
鉱工業生産	5.6	5.1	5.9	2.6	0.0	0.1	0.5	▲1.2
住宅着工件数(年率換算、千件)	614	678	715	736	706	754	733	750
中古住宅販売戸数	6.9	11.8	19.6	▲2.6	0.0	▲5.4	2.3	7.8
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.1	6.4	6.2	6.5	6.4	6.5	6.4	6.1
非国防資本財受注(除く航空機)	4.7	5.6	0.4	▲5.9	2.3	▲2.7	▲4.0	
民間非居住建設支出	27.0	12.1	31.5	4.2	0.4	▲0.9	▲0.9	
貿易収支(10億ドル)	▲135	▲146	▲148	▲139	▲48	▲42	▲42	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲141	▲143	▲144	▲141	▲48	▲44	▲47	
実質財輸出	7.9	5.9	3.6	8.4	1.2	3.0	▲2.2	
実質財輸入	3.6	6.2	2.7	3.0	0.1	▲0.3	0.1	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.1	52.4	53.3	52.7	53.5	49.7	49.8	49.6
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.3	52.7	56.7	53.1	53.7	52.1	52.6	53.7
失業率(%)	9.1	8.7	8.2	8.2	8.2	8.2	8.3	8.1
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	128	164	226	67	87	45	141	96
民間雇用者数(前月差、千人)	148	184	226	88	116	63	162	103
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	1.8	2.0	1.7	1.7
消費者物価(前年比、%)	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.7	1.4	1.7
コア消費者物価(前年比、%)	1.9	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9
PCEデフレーター(前年比、%)	2.8	2.5	2.4		1.5	1.5	1.3	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.6	1.7	1.9		1.8	1.8	1.6	
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	0.25	0.27
10年債利回り(%)	1.98	1.98	2.17	1.62	1.80	1.62	1.53	1.68
名目実効為替レート(1997/1=100)	98.0	100.5	98.7	102.2	100.7	102.2	101.7	100.8
ダウ工業株30種平均	10913	12218	13212	12880	12393	12880	13009	13091
S&P500株価指数	1131	1258	1408	1362	1310	1362	1379	1407

(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。