

米国経済情報 2012 年 10 月号

Summary

【内 容】

1. 米国経済の
オーバービュー：
住宅分野の回復は
進むも、逆風が残る
(1) 7～9 月期の動向
(2) 住宅市場の回復が
もたらす恩恵
(3) 「財政の崖」の問題
2. 金融政策：
焦点はオペレーショ
ン・ツイストの行方
(1) 9 月 FOMC 後の
Fed 関係者発言
(2) 2014 年中ごろまで
資産買入継続？
(3) オペレーション・
ツイストの後継は？
(4) 来年の FOMC は...
3. 経済動向分析
(1) 雇用情勢は再び回
復の動きを強める
(2) 失業率 7%と 8%の
意味
(3) 個人消費は加速
(4) 住宅市場の回復が
続く
(5) 住宅資産価値の反
転
(6) 世界経済減速で輸
出低調
(7) 輸出低迷で製造業
が縮小
(8) エネルギーを除け
ばインフレは安定

巻末：主要経済指標

伊藤忠経済研究所

所長

三輪裕範

(03-3497-3675)

miwa-y

@itochu.co.jp

主任研究員

丸山義正

(03-3497-6284)

maruyama-yo

@itochu.co.jp

米国経済を襲う逆風として、バーナンキ FRB 議長は 8 月末のジャクソンホールでの講演において、住宅市場、財政問題、欧州債務問題という三つを挙げた。そのうち住宅市場については、足元で持ち直しが明確となりつつある。その持ち直しをより力強いものとし、米国経済全体の回復へ繋げるため、バーナンキ議長自身が身を粉にして FOMC メンバーの説得に当たり、失業率低下を条件とした期限や上限額を定めないオープンエンドの MBS 買入を 9 月 FOMC で決定した。

住宅市場の回復は 4 つの観点から、米国経済にとって明るい材料と言える。第一に、住宅投資は海外経済の動向に対する依存度の小さい需要であり、バーナンキ議長が指摘した欧州債務問題など海外から吹く逆風の下でも、回復が期待できる。第二に、住宅投資の拡大は、耐久財購入など派生的な消費需要を生むことが期待できる。第三に、住宅部門の活性化は建設業就業者の拡大へ繋がっていくと期待できる。第四に、住宅市場の回復に伴う住宅価格の上昇が、家計の保有する資産価値の上昇をもたらし、消費需要を刺激することが期待できる。

但し、今後を過度に楽観するのも、二つの観点から避けたい。一つは住宅バブル崩壊を経て、住宅投資の規模が、名目 GDP 比で住宅バブル時の 4 割、平時（住宅バブル発生前の平均）との比較でも 6 割まで縮小してしまっており、経済全体を牽引するほどの力を取り戻すには、今なお時間を要する点である。

もう一つは、住宅投資が経済全体を牽引する力を取り戻す前に、やはりバーナンキ議長が指摘した財政問題から強い逆風が吹いてくるリスクが存在する点である。現在の米国政治の焦点は、言うまでもなく 11 月 6 日の大統領選挙の行方だが、選出された大統領がまず直面するのは、いわゆる「財政の崖」の問題である。

2013 年成長率の民間予想は 2%前後だが、米議会予算局（CBO）では「財政の崖」を回避できない場合、米国経済は▲0.5%のマイナス成長へ陥ると試算している。未だ脆弱さの残る米国経済の現状を考えると、大統領や議会が「財政の崖」を放置することはありえない。しかし、政治対立が激化しているため、政治動向を注視する必要がある。

1. 米国経済のオーバービュー：住宅分野の回復は進むも、逆風が残る

(1) 7～9 月期の動向

10 月 26 日に米商務省から 2012 年 7～9 月期の GDP 統計が公表される。7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.8%と 4～6 月期の 1.3%から伸びが加速する見込みである。家計部門の個人消費や住宅投資の拡大が、海外からの逆風を受けた輸出や設備投資の低迷による悪影響を上回ると考えられるためである。

まず、ガソリン高による可処分所得の目減りはあったものの、雇用環境とマインドの改善が寄与し、個人消費は堅調に推移した模様である。内訳を見ると、自動車販売が持ち直したほか、9 月下旬の発売のため 7～9 月期への影響は限られるが好調な iPhone5 販売による押し上げもある。当社では 7～9 月期の個人消費は前期比年率 2.1%（4～6 月期 1.5%）へ伸びを高めたと予想している。

また、住宅投資が前期比年率 24.4%（4～6 月期 8.4%）と大幅に拡大した見込みである。住宅市場において値ごろ感のある販売可能（建設済）物件が減少し、物件価格が上昇していることを受けて、新築住宅の建設が活発化しつつある。

対して低調だったのが、輸出や設備投資など企業部門と関係の深い需要項目である。まず、輸出は前期比年率▲3.0%（4～6 月期 5.2%）と金融危機で落ち込んだ 2009 年 1～3 月期以来の減少へ転じた見込みである。欧州向けを中心に幅広い地域向けが不調だった。輸入も▲1.0%（4～6 月期 2.8%）と減少へ転じる見込みだが、減少幅は輸出を下回ったため、輸出から輸入を控除した純輸出は成長率を押し下げることになる。

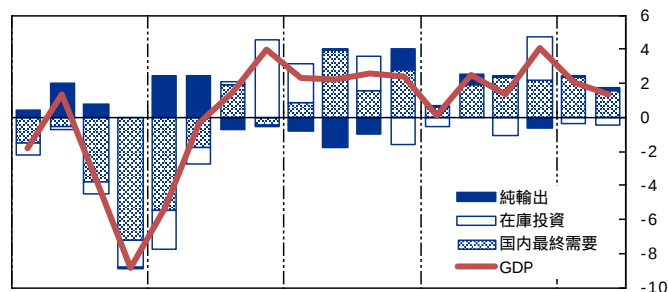
設備投資も低調に推移した模様である。輸出低迷の悪影響を受けた製造業を中心として、機器及びソフトウェア投資と構築物投資が共に振るわず、当社では前期比横ばい程度を予想する。政府支出も引き続き減少し、成長率を押し下げた。

世界最大の経済規模を誇る米国の家計部門が 7～9 月期に底堅さを示した点は、世界経済の先行きを考える上で明るい材料である。しかし、同時に世界経済が全体として減速していることによる悪影響は米国にも及んでおり、個人消費と住宅投資の高い伸びにも関わらず、米国経済全体の成長率は潜在成長率とされる 2%台前半は言うまでもなく、2%にさえ未だ届かない見込みである。

(2) 住宅市場の回復がもたらす恩恵

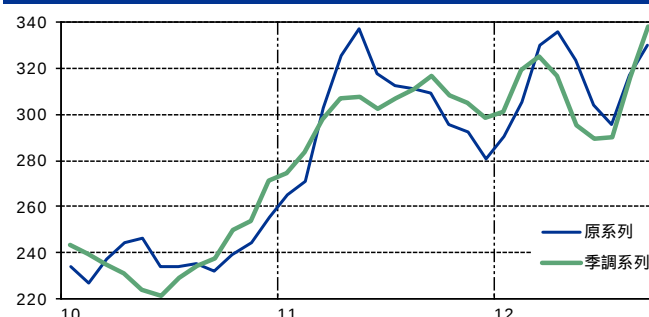
米国経済を襲う逆風として、バーナンキFRB議長は 8 月末のジャクソンホールでの講演において、

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



（出所）CEIC Data

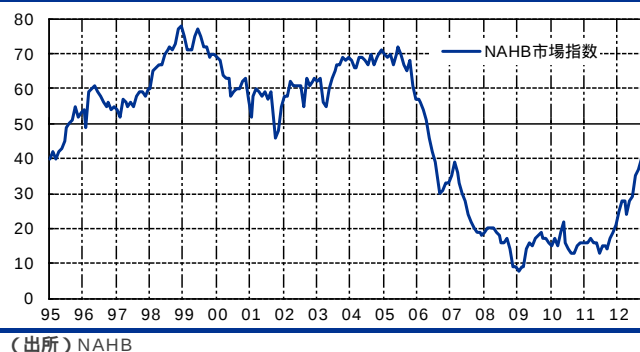
CPIガソリン価格の推移（1982-1984 = 100）



（出所）CEIC

住宅市場、財政問題、欧州債務問題という三つを挙げた。そのうち住宅市場については、足元で持ち直しの動きが明確となりつつある。その持ち直しの動きをより力強いものとし、米国経済全体の回復へ繋げるため、バーナンキ議長自身が身を粉にしてFOMCメンバーの説得に当たり¹、失業率低下を条件とした期限や上限額を定めないオープンエンドのMBS買入を9月FOMCで決定した。

住宅デベロッパーの景況感（NAHB市場指数、中立=50）



住宅市場の回復は4つの観点から、米国経済にとって明るい材料と言える。第一に、住宅投資は海外経済の動向に対する依存度の小さい需要であり、バーナンキ議長が指摘した欧州債務問題など海外から吹く逆風の下でも、回復が期待できる。第二に、住宅投資の拡大は、耐久財購入など派生的な消費需要を生むことが期待できる。7～9月期に見られた自動車など耐久財購入の活発化に、その影響が既に含まれているとも考えられる。第三に、住宅部門の活性化は建設業就業者の拡大へ繋がっていくと期待できる。建設業就業者は下げ止まりこそしたものの未だ回復に至っていないが、住宅市場の回復が今後も続けば、いずれは建設業就業者も増加へ向かうと考えられる。第四に、住宅市場の回復に伴う住宅価格の上昇が、家計の保有する資産価値の上昇をもたらす、消費需要を刺激することが期待できる（いわゆる資産効果）。

（3）「財政の崖」の問題

但し、今後を過度に楽観するのも、二つの観点から避けたい。一つは住宅バブル崩壊を経て、住宅投資の規模が、名目GDP比で住宅バブル時の4割、平時（住宅バブル発生前の平均）との比較でも6割まで縮小してしまっており、経済全体を牽引するほどの力を取り戻すには、今なお時間を要する点である。

もう一つは、住宅投資が経済全体を牽引する力を取り戻す前に、やはりバーナンキ議長が指摘した財政問題から強い逆風が吹いてくるリスクが存在する点である。現在の米国政治の焦点は、言うまでもなく11月6日の大統領選挙の行方だが、選出された大統領がまず直面するのは、いわゆる「財政の崖」の問題である。「財政の崖」とは、米議会が何の手立ても講じなければ2013会計年度（2012年10月～2013年9月）に生じる増税と歳出削減による大規模な財政緊縮を指している。そうした不連続かつ大規模な財政措置の縮小は、米国経済に大きな悪影響を及ぼす。2013年成長率の民間予想は2%前後だが、米議会予算局（CBO）では「財政の崖」を回避できない場合、米国経済は▲0.5%のマイナス成長へ陥ると試算している。未だ脆弱さの残る米国経済の現状を考えると、大統領や議会が「財政の崖」を放置することはありえない。しかし、政治対立が激化しているため、政治動向を注視する必要がある。

¹ “How Bernanke Pulled the Fed His Way” WSJ, September 28, 2012

2. 金融政策：焦点はオペレーション・ツイストの行方

10月23～24日の日程でFOMCが開催されている（結果公表は日本時間の25日3:15）。9月FOMCでオープンエンドのMBS買入と時間軸強化を決定済²であるため、今回のFOMCでは大きな政策変更は予想されておらず、市場の注目度も低い。あえて注目点を挙げれば、足元で見られる景気回復の動きをステートメントにどの程度反映させるかぐらいである。

寧ろ、市場の焦点は、2012年末で期限を迎えるオペレーション・ツイストの後継措置を議論すると見込まれる、2012年最後の次回12月11～12日のFOMCへと移っている。オペレーション・ツイストを終了するのか、9月FOMCで決定したオープンエンドの資産買入の対象へ国債を追加することで実質的に延長するのか、FOMCメンバー（投票権者）及び参加者による検討が本格化するのはいずれと考えられる。ただ、現時点の検討状況や見解は10月4日に公表された9月FOMCの議事要旨（Minutes）や9月FOMC後の関係者発言、米国メディア報道などから読み解くことができる。

(1) 9月FOMC後のFed関係者発言

9月FOMCの議事要旨では、新たな大規模資産買入（LSAP: Large Scale Asset Purchases）が従来ほど効果を示さない可能性を踏まえつつも、労働市場の持続的な改善が米国経済にとって喫緊の課題であるという問題認識がFOMC参加者の多くに共有され、故に追加緩和に踏み切ったことが明らかとされた。労働市場の改善を特に重視するスタンスは「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）」には買入を継続し、追加資産購入を実施し、他の政策手段も活用すると、ステートメントへ明記することへも繋がっている。そうした労働市場重視の議論を踏まえつつ、FOMC後に行われたFed関係者の発言を読み解くと、FOMCによる次の政策対応が多少なりとも見えてくる。FOMC後には、ハト派、中間派、タカ派と多くの関係者が発言を行っているが、当社では特に以下の四名の見解が重要と判断する。

第一は、従来からオープンエンドの資産買入を主張してきたシカゴ連銀のエバンス総裁の講演である。エバンス総裁は9月18日に講演³を行い、失業率が7%を上回り、中期のインフレ見通しが3%を下回っている限りは金融緩和を続けるべきとの主張を改めて繰り返した。

Specifically, I believe we should adopt an explicit state-contingent policy rule that commits the Fed to providing accommodation at least as long as the unemployment rate remains above 7 percent and the outlook for inflation over the medium term is under 3 percent. If our progress toward this unemployment marker falters, then we should expand our balance sheet to increase the degree of monetary support.

第二は、タカ派寄りの見解を示してきたミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁が、エバンス総裁の主張に同調するかたちで、具体的な失業率の目安を示して、超低金利政策の継続を支持した点である。すなわち9月20日にコチャラコタ総裁は「離陸に向けた計画（Planning for Liftoff）」と題して講演⁴し、その中で「長期的なインフレ期待が安定している下で、中期的なインフレ見通しが2.25%と上回

² 9月FOMCについての詳細はEconomic Monitorの9月14日付「FOMCが積極的な緩和姿勢を示す」、10月5日付「FOMCの次の焦点はオペレーション・ツイストの行方」を参照。

³ “Perspectives on Current Economic Issues” Charles Evans, September 18, 2012

⁴ “Planning for Liftoff” Narayana Kocherlakota, September 20, 2012

るか、失業率が 5.5%を下回らない限り、利上げをしないというのが、離陸計画の要諦である」と述べ、低金利政策を維持する目途として 5.5%の失業率を挙げている。

The substance of this liftoff plan is that, as long as longer-term inflation expectations remain stable, the Committee will not raise the fed funds rate unless the medium-term outlook for the inflation rate exceeds a threshold value of 2 1/4 percent or the unemployment rate falls below a threshold value of 5.5 percent.

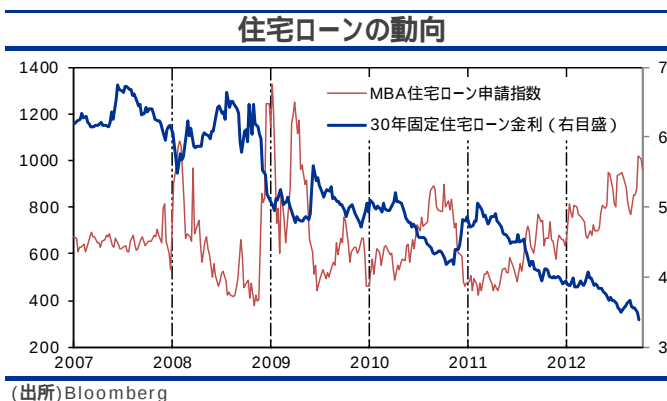
なお、WSJ記事⁵によれば、コチャラコタ総裁は、バーナンキ議長との濃密なディスカッションを受けて、失業率を取り巻く構造的要因と循環的要因に関する認識を改め、追加緩和と支持へとスタンスを変えた模様である。

第三は、アトランタ連銀のロックハート総裁である。ロックハート総裁は9月21日に行った講演⁶の中で、MBS買入が経済に影響を及ぼす経路について、「住宅市場の最近の改善を踏まえた時宜を得た措置」であることを強調した上で、住宅ローン金利の押し下げが住宅購入を刺激すると同時に、住宅価格の上昇を通じて消費者の信頼感を高める」と具体的なメカニズムを説明している。更に、そうした住宅市場の持ち直しが経済全体の回復へ繋がることも述べている。WSJ記事によれば、今年FOMCで投票権を有するロックハート総裁はバーナンキ議長との議論を通じて、追加緩和への支持を固めた模様であるが、特に住宅市場にフォーカスしたMBS買入が提案された点がロックハート総裁にとって重要であったと推測される。また、ロックハート総裁は「より良い雇用環境を我々（Fed）が確認するまでMBS購入は継続し、改善がなければ更なる対応が採られうる」とも述べ、更なる対応の可能性が低いことも同時に示唆している。

Let me explain how I think the purchase of mortgage-backed securities will help. I think the initiation of a program of MBS purchases is well-timed given recent improvement in the housing market. (中略) By maintaining downward pressure on mortgage rates and by encouraging growth of mortgage-financed purchase activity, sales activity in the Southeast and nationwide should accelerate, and upward pressure on home prices should contribute to consumer confidence. The policy action should have positive sector-specific effects with spillover to general conditions. An improving housing sector will help calm one headwind that has impeded a stronger recovery.

MBS purchases will continue until we see a better employment situation. If we do not see improvement, more action may be taken.

FedによるMBS買入は始まったばかりであり、その効果を論じるのは時期尚早だが、足元までのデータを見る限り、ロックハート総裁の示唆をある程度は確認できる。MBA（米国抵当銀行協会）のデータによると住宅ローン金利は顕著に低下し、未だ借換が中心だが住宅ローン申請は大幅に増加している。また、消費者マインドも9月に大



⁵ “How Bernanke Pulled the Fed His Way” WSJ, September 28, 2012

⁶ “U.S. Economic Outlook and Monetary Policy” Dennis Lockhart, September 21, 2012

きく改善した。

第四は、サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁の見解である。ウィリアムズ総裁は9月24日に講演⁷を行い、「労働市場が顕著な回復を示すまでMBS買入を続ける」と述べると同時に、「他の資産を含めて、買入を拡大」する可能性も示唆した。

In particular, we will continue buying mortgage-backed securities until the job market looks substantially healthier. We said we might even expand our purchases to include other assets.

(2)2014 年中ごろまで資産買入継続?

指摘した四名の主張の中で、まず注目すべきはエバンス総裁とコチャラコタ総裁が挙げた数値基準である。FOMCにおいて数値基準が明示的に採用される可能性は低い⁸と考えられるが、地区連銀総裁各々が指摘する数値基準は資産買入が続く期間を推し量る上で参考になる。9月に示されたFOMC参加者の景気見通しでは2014年最終四半期の失業率は6.7~7.3%と予想されているため、エバンス総裁が資産買入による金融緩和の基準とした失業率7%を援用すれば、2014年中ごろまでは資産買入が続く可能性があるということになる。また、2015年最終四半期の失業率予想は6.0~6.8%であるため、コチャラコタ総裁が超低金利の条件とした失業率5.5%を援用すれば、超低金利政策は時間軸文言に記されている2015年半ばを超えて続く可能性があるとも言える。

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

(3)オペレーション・ツイストの後継は?

二番目に注目すべきは、四名全員に共通する低金利維持の長期化や資産買入継続を辞さないとする強いハト派的なスタンスである。特に、これまでタカ派寄りの見解を示してきたコチャラコタ総裁が見解を転じたインパクトは大きい。また、ステートメントに記されている点ではあるが、追加の資産買入についても3名が改めて前向きなスタンスを示した。そうした観点から2012年内に焦点となるのは、年末で終了するオペレーション・ツイストの扱いである。Fedが示すストック・ビューから見れば、オペレーション・ツイストの終了は緩和度合の低下を必ずしも意味するものではない。しかし、オペレーション・ツイストが終われば長期国債とMBSを合わせた残高の拡大ペースは明らかに鈍る。その鈍ったペースが労働市場の持続的な回復に不十分と判断されれば、現在はオペレーション・ツイストの対象となっている国債を、ウィリアムズ総裁が言う「他の資産」として新たに買入対象とする可能性がある。

⁷ “The Economic Outlook and Challenges to Monetary Policy” John C. Williams, September 24, 2012

⁸ 前掲の10月5日付 Economic Monitor 「FOMCの次の焦点はオペレーション・ツイストの行方」を参照。

2012年FOMCのスケジュール

2012/1/24-25 2012/3/13	SEP,記者会見
2012/4/24-25 2012/6/19-20 2012/7/31-8/1	SEP,記者会見 SEP,記者会見
2012/9/12-13 2012/10/23-24	SEP,記者会見
2012/12/11-12	SEP,記者会見

FOMCは年8回。

(出所)FRB

前掲の WSJ 記事によれば、9 月に決定された追加緩和措置はデューク理事が提示した妥協案だった模様である。妥協案という意味は、オペレーション・ツイストをオープンエンドの資産買入へ組み込まず、少なくとも年内は別建てとした点にある。すなわち、積極緩和派は 2012 年内にオペレーション・ツイストによる 450 億ドルの長期債買入と MBS400 億ドル買入の合計 850 億ドルの買入を手にする一方、緩和懐疑派は 2012 年末で期限となるオペレーション・ツイスト分の 450 億ドルを終了するか、かたちを変えて延長するかの選択肢を手に入れたのである。従って、経済情勢の回復が十分でなければ、オペレーション・ツイストの代替措置が講じられる可能性は十分にあるだろう。

(4) 来年の FOMC は...

最後に、鬼が笑う話だが、来年の FOMC ではハト派とタカ派の戦いが一層激しいものとなりそうである。2012 年の FOMC では、ハト派のウィリアムズ総裁とタカ派であるリッチモンド連銀のラッカー総裁で対立したが、投票権を有する残りの地区連銀総裁 2 名（常に投票権を有するダドリー NY 連銀総裁を除く）であるロックハート総裁とクリーブランド連銀のピアナルト総裁は中間派であったため、対立を鎮静化させる役割を担ったと考えられる（バーナンキ議長は追加緩和の実施に際し、その 2 名の中間派の説得に時間を費やした模様である）。

一方、2013 年は、輪番による交替で、地区連銀総裁の投票権者のパワーバランスがハト派 2 名とタカ派 2 名という構図に変わる。ハト派は、本稿でも見解を紹介したエバンス総裁とボストン連銀のローゼングレン総裁、タカ派はカンザスシティ連銀のジョージ総裁とセントルイス連銀のブラード総裁である。特にエバンス総裁とブラード総裁はメディア露出も多いため、見解の対立も際立つと考えられる。

FOMCの投票権者

	2012年12名	2013年12名
理事	バーナンキ議長	バーナンキ議長
	イエレン副議長	イエレン副議長
	デューク理事	デューク理事
	タルーロ理事	タルーロ理事
	ラスキン理事	ラスキン理事
	パウエル理事(2012/5/25就任) スタイン理事(2012/5/30就任)	パウエル理事 スタイン理事
地区連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁
	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	エバンス・シカゴ連銀総裁(ハト派)
	ロックハート・アトランタ連銀総裁	ボストン連銀ローゼングレン総裁(ハト派)
	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	セントルイス連銀ブラード総裁(タカ派寄り)
	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	カンザスシティ連銀ジョージ総裁(タカ派)

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

3. 経済動向分析

(1) 雇用情勢は再び回復の動きを強める

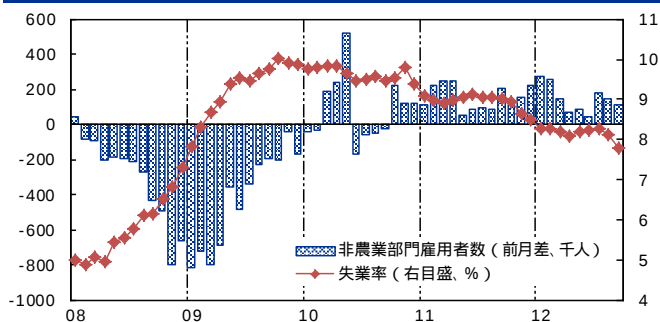
労働省が10月5日に公表した雇用統計によると、雇用情勢は4～6月期減速の後、足元で再び回復の動きを強めつつある。事業所データから算出される9月の非農業部門雇用者数（NFP：Non-farm Payroll Employment）は前月差+11.4万人となり、市場予想の+11.5万人に概ね一致した。但し、7月が+14.1万人から+18.1万人へ、8月は+9.6万人から+14.2万人へ、合計8.6万人も上方修正されており、遡及改訂を加味すれば上振れと言える。四半期ベースで見ると、7～9月期にNFPは月当たり14.6万人増と4～6月期の6.7万人増から大幅に加速した。

また、家計データから算出される失業率は9月に7.8%（8月8.1%）と、2009年1月以来の8%割れを記録した。雇用者数が前月差+87.3万人（8月▲11.9万人）と急増する一方、失業者数が▲45.6万人（8月▲25.0万人）と急減し、失業率の低下に繋がった。なお、労働力人口は+41.8万人と、人口増加（20万人程度）を上回る伸びを示し、労働力率は8月63.5%が9月は63.6%へ上昇している。労働市場からの退出が失業率低下に繋がった8月とは異なり、労働市場への参加者（労働力人口）の増加を上回るペースでの雇用増加が、9月は失業率の低下をもたらしている。なお、家計調査をNFP概念に調整したベースで見ても9月の雇用者数は増加した⁹。家計調査はサンプル数が少なく振れが大きいため、ある程度均して見る必要があるが、事業所データと合わせ、雇用情勢が再び回復の動きを強めつつあると判断して問題は無いだろう。

(2) 失業率7%と8%の意味

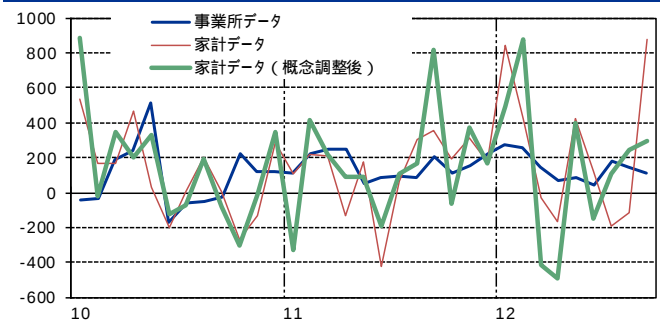
9月の雇用統計は4年に一度、特別な意味を持つ。大統領選挙に大きく影響する経済情勢を図る上で極めて重要な位置づけとなるためである。2012年大統領選挙は11月6日の投票であるため、厳密には11月2日リリースの10月分が大統領選挙前に公表される最後の雇用統計となる。しかし、討論会実施のスケジュールや国民の投票行動への影響を考えれば、9月の雇用統計こそが、最も大きなインパクトを有すると判断される。その9月分雇用統計では、既に述べた通

非農業部門雇用者数と失業率



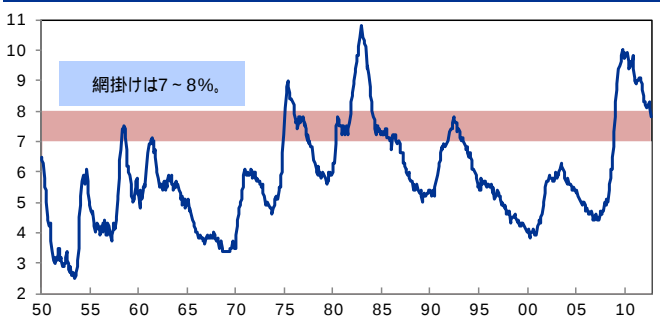
(出所) CEIC

概念による雇用者数の違い（千人、前月差）



(出所) BLS

失業率の長期推移（%）



(出所) U.S. Department of Labor

⁹ 9月はNFPが前月差+11.4万人（8月+14.2万人）に対し、家計調査の雇用者数は+87.3万人（8月▲11.9万人）、家計調査のNFP概念ベース雇用者数は+29.4万人（8月+24.7万人）である。

り、オバマ大統領が就任してから初めて¹⁰、失業率が8%の上台を割り込んだ。

経済とりわけ雇用情勢の悪化や回復の遅れが、現職大統領にとって逆風となるのは言うまでもない。歴史を紐解けば、失業率が8%を超えている状況で再選に成功した大統領は存在しない。また、失業率が7%を超えている状況での再選も極めて難しく、7%を超える失業率で再選を果たしたのは1984年選挙で勝利したレーガン大統領(1984年9月の失業率は7.3%)のみであり、フォード(1976年)、カーター(1980年)、ブッシュ(1992年)はいずれも再選に失敗している。つまり、7%を超える失業率での再選確率は、単純計算で25%となる。

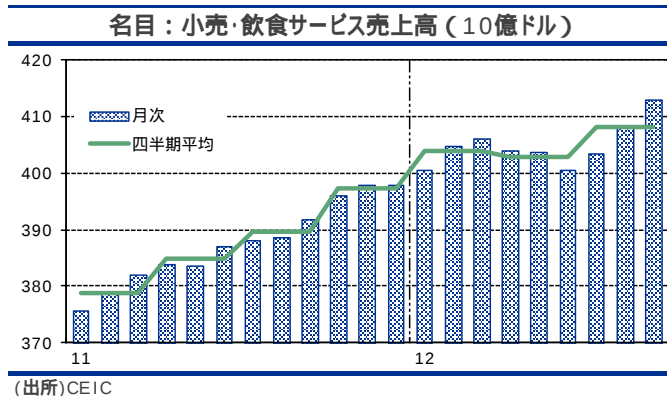
僅か四つしかない事例で、今回の大統領選挙の行方を推し量ることは出来ず、また雇用情勢が改善傾向にあるのか、悪化傾向にあるのかが寧ろ重要とも考えられる(ちなみにレーガン大統領が再選した時の失業率は低下傾向にあった)。いずれにしろ、9月失業率の8%割れが示唆する雇用情勢の方向としてのみならず水準の改善は、オバマ大統領陣営にとっては慈雨となった可能性が高いとは言える。

但し、足元で雇用情勢が再び回復の動きを強めつつあるとは言っても、回復の動きは持続的な失業率低下のためには不十分である。2012年1~9月¹¹の平均的な人口増加数である月当たり19万人に9月の労働力率である63.6%を乗じて算出される労働力人口の増加数は約12万人であるため、失業率が持続的に低下するためには毎月12万人の雇用増加が必要となる。7~9月期の非農業部門雇用者数¹²は、12万人を何とか上回るが、9月に限れば届かない。持続的な失業率の低下には、更なる雇用増加すなわち景気回復が必要であり、Fedが9月に導入した極めて大胆な金融緩和策の実施は正当化されると言える。

(3)個人消費は加速

米国の9月小売・飲食サービス売上高(以下、小売売上高)は前月比1.1%(8月1.2%、7月0.7%)と3ヶ月連続で大幅に増加した。価格上昇もあって、ガソリン販売が2.5%(8月6.1%)と伸びた寄与はあるものの、ガソリン販売を除いても9月は1.0%と大きく伸びている。なお、9月分の公表に際し、8月実績は0.9%から1.2%へ上方修正されたが、特に除くガソリンが0.3%から1.0%へ0.7%Ptも上方修正された影響が大きい。修正前の段階では、8月の小売売上高増加はガソリン高による受動的な拡大に過ぎないと判断された。しかし、8月データの上方修正と9月の高い伸びは、ガソリン販売以外の部分で個人消費が力強さを見せたことを示している。

なお、9月実績はAppleのiPhone5発売で多少押し上げられている。9月の電気製品販売は前月比4.5%と、Appleの前モデルであるiPhone4S発売の2011年10月の5.3%以来の高い伸びを記録した¹³。こうした電気製品売上高の増加により、小売売上高



¹⁰ オバマ大統領の就任は2009年1月20日のため、2009年1月分を含めていない。

¹¹ 家計データは12月で断層が存在するため、1~9月のデータを用いている。

¹² ここでは、家計データと事業所データの概念相違は捨象している。

¹³ 4Sは2011年10月14日発売、iPhone5は2012年9月21日発売である。

は0.1%Pt程度押し上げられている。iPhone5の販売は9月下旬のため、10月に更に売り上げは伸びると見込まれる。但し、Phone5の影響を除いても、小売売上高の堅調推移は変わらない。

他の販売内訳を見ると、自動車・同部品が1.3%(8月1.8%)と2ヶ月連続で高い伸びを示したほか、住宅関連の建設資材(8月1.9%、9月1.1%)や家具(8月0.6%、9月0.4%)も堅調だった。また、食品・飲料も1.2%と大きく伸びている(CPIでは飲食料品価格は小幅上昇にとどまっており、インフレの影響ではない)。

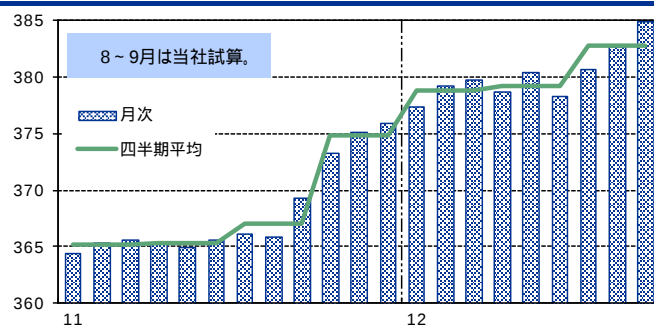
四半期で見ると、小売売上高は前期比年率5.5%(4~6月期▲1.0%)、GDP推計に用いられる「除く自動車・建設資材(コントロール概念)」でも5.2%(4~6月期▲0.5%)と4~6月期の減少から反転した。「除く自動車・建設資材・ガソリンスタンド(コア売上高)」も4.6%(4~6月期1.4%)へ伸びを高めている。既に述べたように7~9月期の小売売上高の増加にはガソリン高の影響が含まれており、それは割り引く必要があるが、実質ベースでも前期比年率4%前後の伸びは確保したと試算される。こうした財消費の加速に、サービス消費動向を踏まえ、当社では7~9月期の個人消費を前期比年率2.1%と予想している(4~6月期1.5%)。

(4)住宅市場の回復が続く

住宅市場は、7~9月期も回復傾向を維持した。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月期は13.6%と再び二桁増加を記録した。販売好調を受けて、中古住宅の在庫率は5.9ヶ月(当社季節調整値¹⁴)まで低下している。在庫率の6ヶ月割れは、住宅バブル華やかかなりし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り、住宅価格の上昇へも繋がっている模様である。

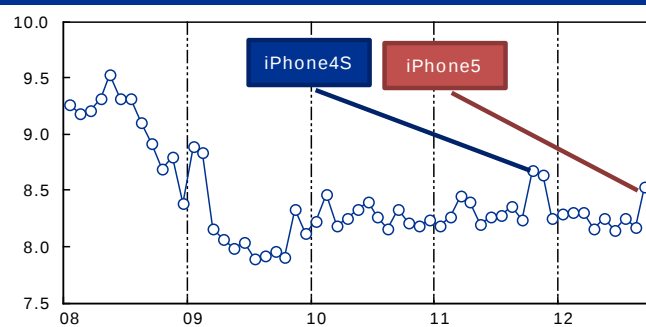
販売好調と販売在庫の減少を受けて、住宅建設が活発化している。7~9月期の住宅着工は前期比年率30.3%(4~6月期12.3%)と5四半期連

実質：小売・飲食サービス売上高(10億ドル、2005年基準)



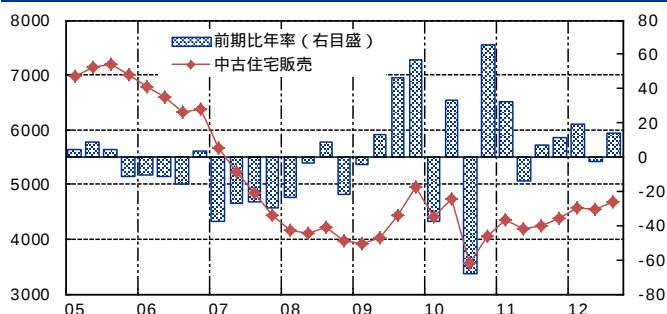
(出所)CEIC

電気製品販売の推移(10億ドル)



(出所)CEIC

中古住宅販売(年率換算、千戸、%)



(出所)CEIC

¹⁴ 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)。

続の二桁増加を示した。住宅着工に先行する建築許可に至っては 7～9 月期に 49.3%と住宅バブル崩壊後で最大の伸びを記録しており、住宅建設の拡大が続くことが示されている。

(5)住宅資産価値の反転

米国家計が有する住宅資産の価値が反転している。

FRB 公表の資金循環統計によると、家計の 6 月末の純資産残高（有形資産 + 金融資産 - 金融負債）

は前期比 ▲0.5%と 3 四半期ぶりに減少した。6 月末の減少は、株価が 3 月末対比で下落し、6 月末の金融資産残高が前期比 ▲1.4%と減少したためである（1～3 月期は 4.8%の増加）。なお、株価の大幅反発により、9 月末の金融資産残高は再び拡大が期待される。

一方、住宅価格の底入れを反映して、住宅を中心とする有形資産は前期比 1.8%（1～3 月期 1.9%）と 2 四半期連続で明確に増加した。住宅資産がこうした明確な増加を示すのは、実に 2006 年以来である。なお、金融負債残高は減少こそ止まったものの、3 四半期連続で横ばい推移となっている。

2011 年までは、住宅資産の減価ペースを上回る金融負債の圧縮と株価上昇を反映した金融資産の増加が、家計の純資産の回復を担ってきた。しかし、可処分所得対比での過剰債務調整が一巡することで金融負債の圧縮は止まっており、今後は金融資産価値と住宅資産価値の動向が、純資産の先行きを左右することになる。

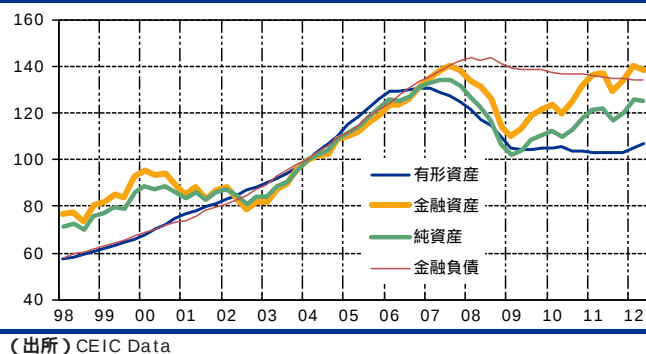
ちなみに住宅関連に絞って、家計のバランスシートを見ると、不動産資産から住宅ローンを控除した残高（住宅関連の純資産残高）は 2011 年に横ばいで推移した後、2012 年に入り、明確に増加している。

住宅関連データを見ると、既に見たように販売と建設が揃って回復傾向にあり、住宅デベロッパーの景況感も大幅に改善している。こうした住宅市場の持ち直しを反映し、住宅価格も上昇傾向にある。WSJが集計している住宅価格（公的なFHFA価格指数）のエコノミスト予想は最新 10 月集計で、2012 年平均が前年比 3.289%、2013 年は 3.25%である¹⁵。現在は市場性を失っている在庫予備軍が、今後、住宅市場へ再び流入する可能性があるため、住宅価格の先行きを過度に楽観することは避けるべきである。しかし、FedによるMBS買入などの支援策も踏まえれば、住宅市場は 7～9 月

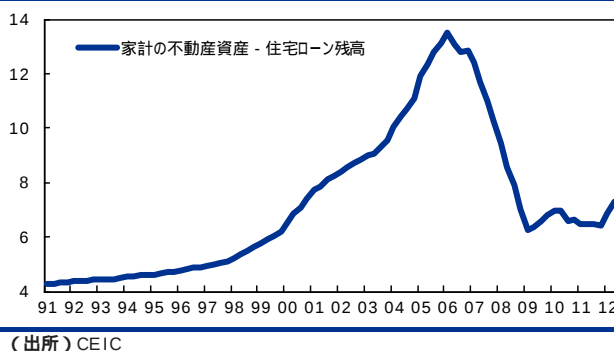
中古住宅市場の動向



家計の純資産などの推移（2004Q1=100）



家計の住宅資産の調整（兆ドル）



¹⁵ なお、2012 年 8 月の FHFA 価格指数は前年比 4.7%上昇している。

期以降も回復を続け、住宅価格も上昇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今のところ力不足ではある。しかし、住宅取得は耐久財など付随製品の購入活発化に繋がる。そうした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だろう。また、住宅価格の上昇が、住宅資産ひいては純資産の拡大による資産効果を通じて、米国経済を下支えすることも期待される。かつて住宅資産は金融資産を上回る資産効果¹⁶を有するとされたが、住宅バブルの崩壊を経験した現在では、それほどの資産効果は望み得ないかも知れない¹⁷。しかし、自らの保有する住宅価値の毀損リスクを気にする必要がなくなるというだけでも、家計の消費行動に多少なりともプラスの効果をもたらすことは確かである。

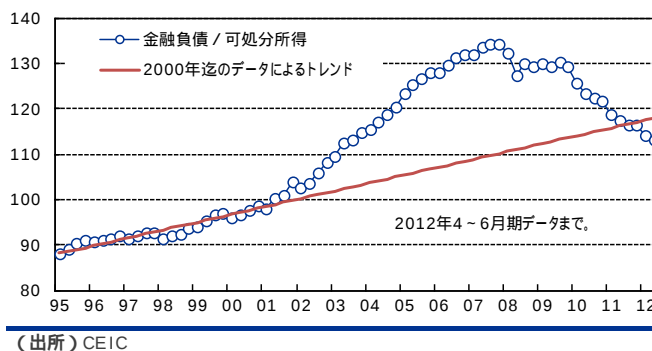
(6) 世界経済減速で輸出低調

米貿易収支（BOP ベース）は、7月の年率▲5,096億ドルが、8月は▲5,306億ドルへ赤字幅が拡大した。輸出が前月比▲1.0%（7月▲1.1%）と2ヶ月連続で減少する一方、原油価格の上昇が寄与し輸入が▲0.1%（7月▲0.6%）とほぼ横ばいにとどまったため、赤字拡大へ繋がった。

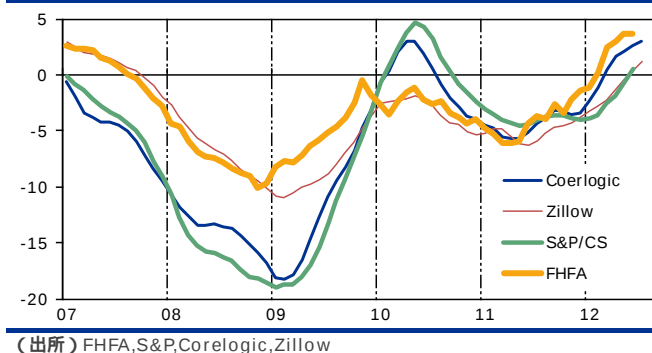
実質財ベースで詳細を見ると、まず輸出は前月比▲2.6%（7月▲2.3%）と大幅に減少、7～8月平均は4～6月期を年率換算で4.9%下回っており（4～6月期前期比年率8.4%）、GDP統計ベースでも7～9月期の輸出が低調に推移した可能性が高いことを示唆している。仕向け地別の内訳（但し、名目ベース）によれば、欧州向けが低調なほか、東アジアを含む環太平洋向けや中南米向けも振るわない。世界経済減速の悪影響が米国の輸出にも及んでいると言える。

一方、実質財輸入も8月に前月比▲0.9%（7月0.3%）と減少したが、減少幅は小幅だった。内訳では、資本財輸入の低調推移が目立つ。輸出の低迷により、7～9月期の実質貿易収支は赤字幅が拡大し、同様にGDPベースの純輸出も悪化、

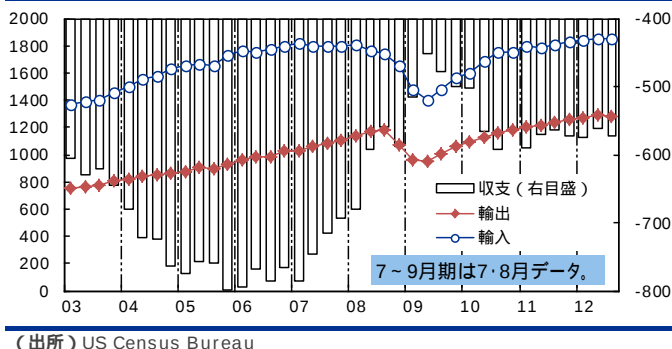
家計の可処分所得に対する金融負債の比率（%）



各種の住宅価格指数（前年比、%）



実質財収支の推移（年率、10億ドル、貿易統計）



¹⁶ 例えば、"Housing Wealth Effects: Housing's Impact on Wealth Accumulation, Wealth Distribution and Consumer Spending" Eric Belsky / Joel Prakken, December 20, 2004

¹⁷ 住宅ローンなど金融商品の商品性的変化も、資産効果の発現に影響すると考えられる。

成長率の押下げに寄与すると見込まれる。

(7) 輸出低迷で製造業が縮小

低調な輸出は、米国の製造業にも悪影響を及ぼしている。鉱工業生産は8月に前月比▲1.4%と落ち込んだ後、9月は0.4%と再び増加した。しかし、8月の落ち込みが響き、7～9月期では前期比年率▲0.4%と小幅ながら減少へ転じている(4～6月期2.6%)。

鉱工業の中でも特に低調なのが、前期比年率▲0.6%(4～6月期1.5%)と金融危機以来の減少を余儀なくされた製造業である。内訳を見ると、世界的なPC販売の低迷を映じてコンピューター及び電気製品が前期比年率▲3.7%(4～6月期4.1%)と落ち込んだのが目立つほか、衣料品(7～9月期▲14.2%)や金属(▲4.0%)、化学製品(▲1.8%)など幅広いセクターが低調だった。また、自動車販売は7～9月期に好調だったが、国内在庫の復元が一巡したため自動車セクターの生産は▲2.5%(4～6月期17.0%)と減少に転じている。7～9月期に、米国内の個人消費や住宅投資が堅調だったことを踏まえれば、こうした製造業低迷の主因は、輸出の落ち込みと判断される。

企業景況感を示すISM指数(及び地区別指数)には9月以降持ち直しの動きがみられるものの、輸出環境が芳しくないため、10～12月期も製造業の生産には大きな伸びを期待できないだろう。

(8) エネルギーを除けばインフレは安定

9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0.6%(8月0.6%)と2ヶ月連続で大幅に上昇した。

但し、上昇のほとんどは、8月と同じくガソリンを中心としたエネルギー価格の上昇によるものである。エネルギー価格は8月5.6%に続き、9月も4.5%と大幅に上昇し、ヘッドラインを約0.5Ptも押し上げた。すなわち、エネルギーを除いたCPIは8月、9月共に0.1%と落ち着いた推移を示している。エネルギーに加え食料も除いたコア指数も3ヶ月連続で0.1%上昇と緩やかな上昇にとどまっている。

また、前年比で見ても、ヘッドラインは9月に2.0%と8月1.7%から0.3Pt伸びを高めたが、コア指数は8月1.9%から9月は2.0%へ0.1Ptの上昇幅拡大にとどまった。

トレンド関連データを見ても、刈り込み平均CPI

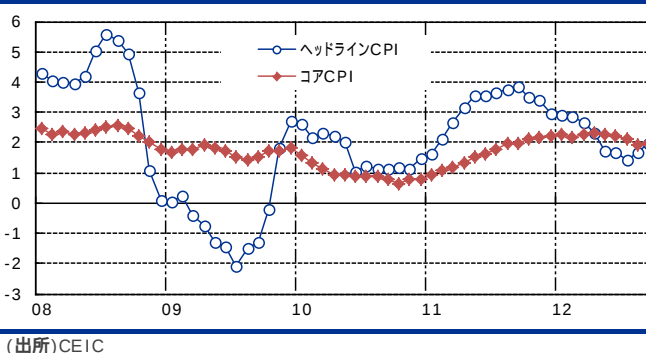
製造業生産の推移(2007=100)



ISM調査の企業景況感(中立=50)

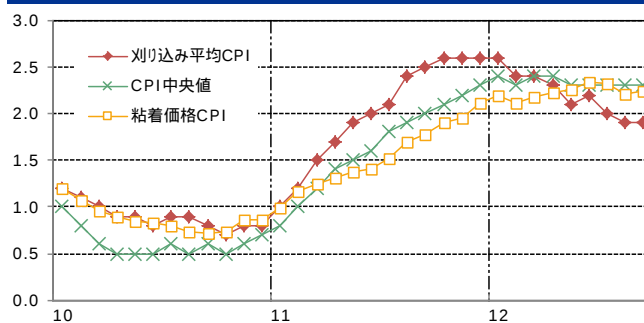


CPIのヘッドラインとコア(前年比、%)



が前年比 1.9% (8 月 1.9%)、CPI 中央値は 2.3% (8 月 2.3%)、粘着価格 CPI も 2.2% (8 月 2.2%) といずれも 8 月と同じ伸びを示しており、伸びは高まっていない。インフレ連動債から算出した期待インフレ率には幾分上昇が見られるものの、安定推移を逸脱するほどの動きとはなっていない。米国のインフレ率がトレンドとして上昇基調を強めている訳ではないと判断できる。

CPIのトレンド指標推移（前月比年率%）



(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	2.8				
実質GDP	1.3	4.1	2.0	1.3				
個人消費	1.7	2.0	2.4	1.5				
住宅投資	1.4	12.0	20.6	8.4				
設備投資	19.0	9.5	7.5	3.6				
政府支出	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.7				
輸出	6.1	1.4	4.4	5.2				
輸入	4.7	4.9	3.1	2.8				
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	Jun-12	Jul-12	Aug-12	Sep-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	0.1	0.1	
消費者信頼感	50.3	53.6	67.5	65.3	62.7	65.4	61.3	70.3
小売売上高	5.0	8.2	6.7	▲1.0	▲0.7	0.7	1.2	1.1
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.8	5.6	5.8	1.4	▲0.2	0.9	0.1	0.9
鉱工業生産	5.6	5.1	5.9	2.6	0.0	0.7	▲1.4	0.4
住宅着工件数(年率換算、千件)	614	678	715	736	754	728	758	872
中古住宅販売戸数	6.9	11.8	19.6	▲2.6	▲5.4	2.3	8.1	▲1.7
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.1	6.4	6.2	6.5	6.5	6.4	6.0	5.9
非国防資本財受注(除く航空機)	4.7	5.6	0.4	▲5.9	▲2.7	▲5.6	1.1	
民間非居住建設支出	27.0	12.1	31.5	3.5	▲1.5	▲0.5	▲1.7	
貿易収支(10億ドル)	▲135	▲146	▲148	▲139	▲42	▲42	▲44	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲141	▲143	▲144	▲141	▲44	▲47	▲48	
実質財輸出	7.9	5.9	3.6	8.4	3.0	▲2.3	▲2.6	
実質財輸入	3.6	6.2	2.7	3.0	▲0.3	0.3	▲0.9	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.1	52.4	53.3	52.7	49.7	49.8	49.6	51.5
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.3	52.7	56.7	53.1	52.1	52.6	53.7	55.1
失業率(%)	9.1	8.7	8.2	8.2	8.2	8.3	8.1	7.8
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	128	164	226	67	45	181	142	114
民間雇用者数(前月差、千人)	148	184	226	88	63	163	97	104
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	2.0	1.7	1.7	1.8
消費者物価(前年比、%)	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.4	1.7	2.0
コア消費者物価(前年比、%)	1.9	2.2	2.2	2.3	2.2	2.1	1.9	2.0
PCEデフレーター(前年比、%)	2.8	2.5	2.4		1.5	1.3	1.5	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.6	1.7	1.9		1.8	1.6	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	0.25	0.27	0.26
10年債利回り(%)	1.98	1.98	2.17	1.62	1.62	1.53	1.68	1.72
名目実効為替レート(1997/1=100)	98.0	100.5	98.7	102.2	102.2	101.7	100.8	99.2
ダウ工業株30種平均	10913	12218	13212	12880	12880	13009	13091	13437
S&P500株価指数	1131	1258	1408	1362	1362	1379	1407	1441

(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。