

米国経済情報 2012 年 11 月号

Summary

内 容

1. 迫りくる財政の崖
(1) 大統領選挙の結果
(2) 「財政の崖」の影響とシナリオ
2. 金融政策:
金融緩和の継続が見込まれる
(1) 大統領選挙と Fed
(2) 12 月 FOMC はオペレーション・ツイストの代替に動く
3. 2012～2014 年の経済見通し
(1) 2012 年 7～9 月期成長率
(2) 二次推計値で上方修正？
(3) 米国経済の明暗
(4) 成長率見通しは 2013 年 1.9%、2014 年 2.4%
4. 経済情勢分析
(1) 雇用情勢は明確に改善
(2) ハリケーンが消費押し下げ
(3) 住宅市場は着実に改善
(4) 石油輸入減少と世界経済低迷の綱引き
(5) 企業部門は低調
(6) インフレは安定

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

11 月 6 日の大統領選挙ではオバマ大統領が再選を決めた。両候補の得票率における差は小さいが、人口動態を考慮すれば、将来に向けて民主党の優位が目立つ。共和党は、将来に向けて政策及び選挙戦略の練り直しが必要である。両院議会選挙でも、民主党は選挙前に比べ議席を増やしたが、上院が民主党、下院は共和党と言うねじれ状態を変えるには至らなかった。

そうした議会のねじれ状態の下で、米国は CBO 試算で総額 5,000 億ドルの財政赤字削減、成長率下押し効果 2.9%Pt という「財政の崖」に直面する。議会のねじれ状態や両党の主義主張の大きな隔たり、年内のレームダック議会を踏まえれば、崖からの転落は避けられないように思われる。しかし、巨額の財政赤字削減に米国経済が耐え切れないとの認識や、昨年の債務上限引き上げの失敗を繰り返したくはないとの思いは両党に共有されている。そのため、当社では「財政の崖」に関する各シナリオの発生確率を、崖転落シナリオが 2 割程度、先送りシナリオは 4 割、グランドバーゲン・シナリオも 4 割と想定している。

2012 年 7～9 月期の成長率は年率 2%だったが、輸出や投資の上方修正により二次推計値で 2.6%への上方修正が見込まれる。足元の 10～12 月期と来年 1～3 月期はハリケーン・サンディ及び「財政の崖」に対する不透明感などから、米国経済は減速が避けられない。しかし、不透明感が払しょくされる 2013 年 4～6 月期以降は徐々に成長率が高まってくと見込まれる。当社の成長率予想は、2012 年 2.2%、2013 年 1.9%、2014 年 2.4%である。米国経済は、2014 年に漸く潜在成長ペースへ復帰すると予想している。

徐々に成長率が高まるとは言っても、潜在成長ペース未満もしくは相当の成長にとどまるため、インフレは安定推移を続ける見込みである。従って、金融政策はデュアルマンドートのもう一方である雇用情勢に左右されることになる。当社の成長率及び失業率予想に基づけば、現在行われているオープンエンドの資産買入は、オペレーション・ツイストを代替するかたちで 2013 年に増額されたのち、2014 年半ばまで継続する見込みである。なお、初回利上げは FOMC ステートメントの時間軸に沿った 2015 年半ば以降と予想している。

1. 迫りくる財政の崖

(1) 大統領選挙の結果

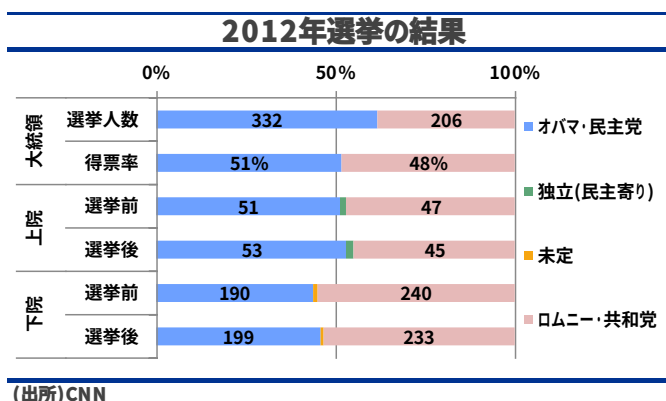
11月6日に行われた大統領選挙では、オバマ大統領が再選を果たした。勝敗の鍵を握るとされた激戦州¹の全てをオバマ大統領が制し、獲得選挙人数はオバマ大統領が332に対し、ロムニー候補は206と予想以上の差がついた(全選挙人数は538)。大勢の判明も投票日当日6日の深夜という速さだった。

選挙直線までオバマ大統領とロムニー候補の支持率は拮抗しており、実際、得票率ではオバマ大統領51%に対し、ロムニー候補48%と差は僅かであった²。しかし、その内訳を見ると、オバマ大統領が若年層・アフリカンアメリカン・ヒスパニック・アジア系で圧倒的な優位にある。裏を返せば、ロムニー候補が勝利を収めたのは白人有権者層のみである。オバマ大統領の支持層は、投票数に占めるシェアが拡大傾向にあるため、こうした現在の支持構造を維持できれば、民主党の大統領候補には今後も追い風が吹くことになる。

大統領選挙に示された民主党への追い風に加え、共和党有力議員の引退や直前での共和党候補の問題発言もあり、改選数が多く不利とされた上院³においても民主党は改選前から2議席伸ばし53議席を確保、多数党の地位を維持した(共和党45議席、民主寄りの独立議員が2議席)。民主党は下院でも9議席伸ばし199議席を手にしたものの、共和党が233議席を占め、下院は共和党が引き続き支配するかたちとなっている(3議席は執筆時点で未決)。

選挙前との比較で言えば、民主党は上院・下院ともに議席を伸ばし、大統領選挙でも勝利した。その意味で、今回の結果が、共和党にとって明らかな敗北であることは間違いない。共和党は4年後に向けて、人口動態を踏まえて、政策及び選挙の戦略を大幅に修正する必要があるだろう。

しかし、議席数が示すパワーバランスに着目すれば、大統領と上院を民主党が制する一方、下院が共和党を支配するという構図は、選挙前と何ら変化はない。議会の下院と、大統領及び上院を支配する政党が異なるという「ねじれ」状態のままで、米国は迫りくる難題に立ち向かう必要がある。



(2) 「財政の崖」の影響とシナリオ

米国に迫りくる難題とは、言うまでもなく「財政の崖 (Fiscal Cliff)」である。民主党と共和党が合意に至らなければ、議会予算局 (CBO) の試算では2013会計年度(より具体的には2013年1~9月)に財政赤字を約5,000億ドル削減する規模の増税及び歳出削減が行われ、実質GDP成長率は2.9%Pt押し下げられる(厳密には2013年10~12月期の前年比成長率)。最も成長率の押し下げ効果が大きいのはブッシュ減税及びAMT(代替ミニマム課税)回避措置の終了であり3,300億ドル相当の赤字

¹ ニューハンプシャー、バージニア、アイオワ、ウィスコンシン、コロラド、オハイオ、フロリダ。

² 以下の2012年選挙の結果に関する記載はCNN「[Election 2012: Results](#)」の2012年11月19日時点データに基づく。

³ 上院は任期6年、定員100人で3分の1ずつが2年毎に改選期を迎える。

削減に繋がり、成長率を 1.4%Pt も押し下げる。次に影響が甚大なのは給与税減税及び緊急失業保険給付の終了であり 1,080 億ドル相当、0.7%Pt の成長率押し下げである。また財政管理法による歳出削減は防衛費と防衛費以外が共に 0.4%Pt の成長率押し下げと試算されている。

総額 5,000 億ドルもの巨大な財政赤字削減が 2013 年度に集中して生じれば、米国経済のリセッション入りは避けられない。CBO は「財政の

崖」から転落した場合に、米国経済の 2013 年 10～12 月期成長率が前年比▲0.5%とマイナス圏へ転落する旨の見通しを公表している。

こうした巨額の財政赤字削減が、現実には生じる可能性をどのように考えるか。既に見たように、**議会はねじれ**の状態にあり、一方が数の力で押し切ることは出来ない。そのため、民主党と共和党が胸襟を開いて妥協を図る必要があるが、**両党の原則的な主義主張は相違が大きい**。同時に、財政の崖が発動する年末までに残された時間は少なく、選挙前のメンバーによる**レームダック議会が重要な決定を為し得ない可能性**も高い。このように考えると、「財政の崖」からの転落は必至とも思えてくる。

しかし、巨額の財政赤字削減に、未だ**脆弱さの残る米経済が耐え切れないことは火を見るより明らか**であり、民主党と共和党も十分に理解している。加えて、**昨年の債務上限引き上げに際して議会は当事者能力の無さを露呈しており、それを繰り返したくはない**との思いも十分にある。また、レームダック議会とは言え、「財政の崖」からの転落を甘受するのではなく、タイムリミットを 1～2 ヶ月程度延長する程度の能力は期待できる。

以上を踏まえれば、**米国経済の「財政の崖」からの転落が、メインシナリオに据えられるほどに可能性の高いシナリオであるとは判断されない**。寧ろ可能性が高いのは、政治サイドが交渉を続けるものの主義主張の対立を超えることはできず、**財政の崖を 2014 年へ一年間先延ばしするという「先送りシナリオ」と両者が一定の妥協を図り合意案をまとめるという「グランドバーゲン (Grand Bargain) シナリオ」**である。後者の場合は、部分的な小規模の崖 (Partial Cliff) が生じることになる。但し、グランドバーゲンとは言っても、「財政の崖」回避という主目標を前提にすれば、両党が妥協できる領域は、給与税減税や高所得者向けブッシュ減税、歳出削減の分野及びペースぐらいしか見当たらない。高所得者向け減税については、共和党が税率という果実を得る一方で、民主党は控除削減による実質増税を目指す可能性がある。CBO の試算では高所得者向け増税の終了が GDP 成長率に及ぼす影響は大きくない。

「財政の崖」に関するシナリオが生じる確率を、当社では先送りシナリオ 40%、グランドバーゲン・シナリオ 40%、転落シナリオ 20%と想定している。また、経済見通し作成においては、**給与税減税の終了と (2013 年に大きな負担を及ぼさない) 段階的な歳出削減プランへの合意を前提**としている。

2013会計年度に生じる「財政の崖」

財政収支変動要因	財政赤字削減額 (10億ドル)	実質成長率への マイナス寄与 (%Pt)
ブッシュ減税や代替ミニマム課税回避措置の終了	330	1.4
除(高所得者分)	288	1.3
高所得者分	42	0.1
給与税及び失業保険給付の終了	108	0.7
2011財政管理法に基づく歳出削減	64	0.8
防衛費	24	0.4
防衛費以外	40	0.4
「財政の崖」	503	2.9

(資料) CBO資料より伊藤忠経済研究所作成

2. 金融政策：金融緩和の継続が見込まれる

(1) 大統領選挙と Fed

4年に一度の大統領選挙は、金融政策にも影響を及ぼす。言うまでもなく、大統領が FRB 議長を含む理事の指名権限を、上院が承認権限を握っているためである。大統領選挙選において、ロムニー候補は最近の Fed の政策を真っ向から批判していたため、ロムニー候補が勝利した場合、2014 年 1 月のバーナンキ FRB 議長の任期終了後には、現在と全く路線の違う人物が FRB 議長に就任する可能性があった（ロムニー候補が勝利した場合にも、バーナンキ議長は独立性を盾に、任期前の辞任は回避したと考えられる）。

現実にはオバマ大統領が勝利したことから、バーナンキ議長の金融緩和路線は維持される見込みである。更に、オバマ大統領は 2014 年 1 月の任期満了に際してバーナンキ議長の再任を望む可能性が高いものの、バーナンキ議長は学界への復帰を望んでいると見る関係者が多い。バーナンキ議長が再任要請を受け入れない場合、オバマ大統領にとって望ましいバーナンキ路線を継承するという意味で、最有力の次期議長候補はイエレン副議長であろう。

副議長への就任後は言動が控えめとなっているが、広く知られているように、イエレン副議長は筋金入りのハト派であり、議長に就任すれば、現在の金融緩和政策を継続すると見込まれる。なお、次期議長人事が示されるのは、過去の例に倣えば、来年の夏ごろである。

(2) 12 月 FOMC はオペレーション・ツイストの代替に動く

Fed が 10 月 23～24 日に開催した FOMC の議事要旨が 11 月 14 日に公表された。今回の議事要旨におけるポイントは二つある。一つは 2012 年内で終了するオペレーション・ツイストについて、追加資産購入で代替することを多くの参加者が適切と考えていた点である。もう一つは、先行きの金融政策に関するガイダンス、いわゆる時間軸文言について、現在用いている特定の期日（現在は「少なくとも 2015 年半ばまで」）に替えて経済指標を用いる点ではコンセンサスが形成されているものの、実際の運用については意見の隔たりがある点である。

まず、前者のオペレーション・ツイストについては、多くの参加者（a number of participants）が、Fed が目指す労働市場の十分な改善のためには、MEP（Maturity Extension Program、いわゆるオペレーション・ツイスト）が終了した後の来年には、追加の資産購入が適切になる見込みである（would likely be appropriate）と指摘している。もちろん、追加の購入額や購入ペース、買入資産構成は慎重に査定すべきとも明記されているが、当社が従来から予想していた通り、現在の月 45 億ドルのオペレーション・ツイストについて概ね同額が追加資産購入により代替されると見込まれる。

Looking ahead, a number of participants indicated that additional asset purchases would likely be appropriate next year after the conclusion of the maturity extension program in order to achieve a substantial improvement in the labor market. In that regard.

一方、後者のフォワードガイダンスについては、特定期日の利用に替えて、経済データ（economic variables）を用いることが好ましい点については、一般的な合意がある（Participants generally favored...）ことが示された。しかし、その経済データの用い方や表現方法については、量的な表記を用いるのか、質的な表現にとどめるのかについて FOMC 参加者の意見は大きく割れており、現時点

でいずれが優勢かは判然としない。

Participants generally favored the use of economic variables, in place of or in conjunction with a calendar date, in the Committee's forward guidance, but they offered different views on whether quantitative or qualitative thresholds would be most effective.

FOMC における議論は、追加で検討すべきポイントとして、①ガイダンスとして用いるべき経済変数は実現値なのか予想値なのか、②ガイダンスとしてどんな値が適切なのか、③値を達成する前に FF 金利の引き上げが適切となるのか、それとも値が達成された後なのか、④初回利上げの後も（つまり二回目の利上げについても）ガイダンスが必要なのか、などを指摘した上で、スタッフに更なる検討資料の提供を指示して終了した。未だ議論に収束の方向性は見られないため、当面は、現在の特定期日によるステートメント表記が続く可能性が高い。

3. 2012～2014 年の経済見通し

(1) 2012 年 7～9 月期成長率

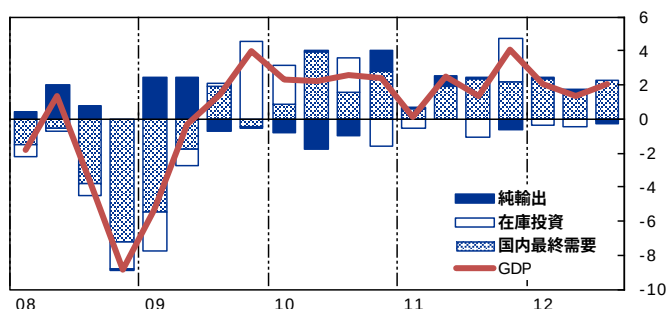
米商務省が公表した GDP 統計一次推計値によると、米国経済の 7～9 月期成長率は前期比年率 2.0% となり、4～6 月期の 1.3% から加速した。市場予想の 1.8%（当社予想も同じ）を上回るが、上振れは政府部門に限られ、他の需要項目は大方の想定どおりである

雇用情勢の改善やマインド回復を背景に個人消費が前期比年率 2.0%（4～6 月期 1.5%）へ伸びを高め、住宅投資も 14.4% と持ち直しを続けるなど家計部門が好調な一方、世界経済減速を受けて輸出が▲1.6%（4～6 月期 5.3%）と金融危機以来の減少を記録したことを起点に、先行き不透明感を受けた企業部門の投資抑制により設備投資も▲1.3%（4～6 月期 3.6%）と 2011 年 1～3 月期以来の減少に転じるなど企業部門が低調に推移し、成長の足を引っ張った。また、干ばつを受けた農業部門の在庫減少が▲0.42%Pt（4～6 月期▲0.17%Pt）も成長を押し下げている。但し、非農業部門のプラス寄与により在庫全体では▲0.1%Pt と小幅の押し下げ寄与だった。政府支出は国防部門の支出増加により 3.7%（4～6 月期▲0.7%）と 2010 年 4～6 月期以来の増加に転じている。

(2) 二次推計値で上方修正？

一次推計値で前期比年率 2.0% であった 7～9 月期成長率は、今月 29 日に公表される二次推計値で 2.6% へ大幅な上方修正が見込まれる。11 月に公表

実質 GDP 成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



(出所) U.S. Department of Commerce

GDP 成長率の四半期推移

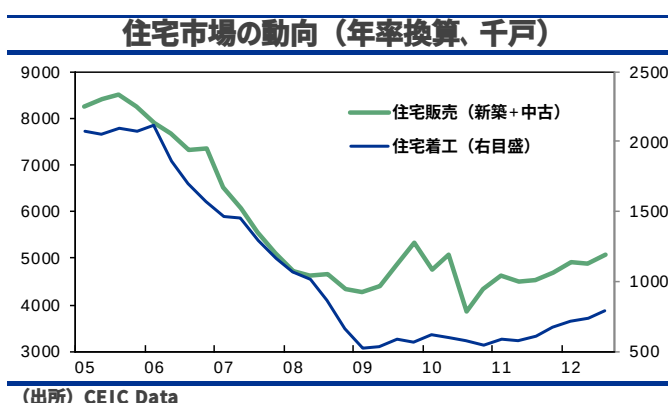
	前期比年率 %				前期比年率・寄与度 %Pt			
	2011年 10～12月 Final	2012年 1～3月 Final	2012年 4～6月 Final	2012年 7～9月 1st	2011年 10～12月 Final	2012年 1～3月 Final	2012年 4～6月 Final	2012年 7～9月 1st
GDP	4.1	2.0	1.3	2.0	-	-	-	-
個人消費	2.0	2.4	1.5	2.0	1.45	1.72	1.06	1.42
耐久財	13.9	11.5	▲0.2	8.5	1.00	0.85	▲0.02	0.63
非耐久財	1.8	1.6	0.6	2.4	0.29	0.26	0.10	0.40
サービス	0.3	1.3	2.1	0.8	0.16	0.61	0.99	0.39
設備投資	9.5	7.5	3.6	▲1.3	0.93	0.74	0.36	▲0.13
構築物投資	11.5	12.9	0.6	▲4.4	0.31	0.35	0.02	▲0.13
機器及びソフトウェア	8.8	5.4	4.8	0.0	0.62	0.39	0.35	0.00
住宅投資	12.1	20.5	8.5	14.4	0.26	0.43	0.19	0.33
在庫投資	-	-	-	-	2.53	▲0.39	▲0.46	▲0.12
純輸出	-	-	-	-	▲0.64	0.06	0.23	▲0.18
輸出	1.4	4.4	5.3	▲1.6	0.21	0.60	0.72	▲0.23
輸入	4.9	3.1	2.8	▲0.2	▲0.85	▲0.54	▲0.49	0.04
政府支出	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.7	▲0.43	▲0.60	▲0.14	0.71
連邦	▲4.4	▲4.2	▲0.2	9.6	▲0.35	▲0.34	▲0.02	0.72
国防	▲10.6	▲7.1	▲0.2	13.0	▲0.60	▲0.39	▲0.01	0.64
非国防	10.2	1.8	▲0.4	3.0	0.25	0.05	▲0.01	0.08
地方政府	▲0.7	▲2.2	▲1.0	▲0.1	▲0.08	▲0.26	▲0.12	▲0.01

(出所) U.S. BEA

された月次統計により、輸出や民間企業設備投資に含まれる構築物投資の落ち込みが商務省の想定ほどではないことが明らかとなったためである。最も影響が大きいのは輸出の上方修正である。当社では、輸出が一次推計値の前期比年率▲1.6%から二次推計値で+1.6%へ上方修正され、純輸出がプラス寄与へ転じると見込んでいる。世界経済低迷を受けた輸出の減速（4～6月期 5.3%→7～9月期 1.6%）は変わらないが、その程度は随分異なる。また、構築物投資も一次推計値の▲4.4%が二次推計値で1.4%へ上方修正され、その結果、設備投資は 0.3%（一次推計値▲1.3%）と若干だがプラスへ転じる見込みである。他に在庫投資や住宅投資も上方修正が予想される。

(3)米国経済の明暗

既に述べたように、7～9月期の米国経済は、明るい材料と暗い材料が入り混じる内容だった。ガソリン高の下でも個人消費が伸びを高めた点や住宅市場の回復が軌道に乗りつつある点は、ポジティブ材料である。一方、海外経済減速の悪影響は米国と言えども無関係ではなく、輸出や設備投資の低迷に繋がった。但し、家計部門の好調が企業部門の不調を打消し、二次推計値での上方修正予想を踏まえれば 2.6%程度と概ね潜在成長率近傍の成長を確保している。足元では、暗さに明るさが勝りつつあると判断できるだろう。



中でも、定着しつつある住宅市場の回復は四つの観点から、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、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し、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）。

(4)成長率見通しは 2013 年 1.9%、2014 年 2.4%

10月末にハリケーン・サンディが東海岸を襲い、経済活動にマイナスの影響を及ぼした。今後は復興投資も期待できるが、10～12月期は経済活動停止による押し下げが勝る。また、「財政の崖」を巡る不透明感も、民間経済主体の支出行動を抑制することになる。そのため、10～12月期の成長率は再び2%未満に低下するだろう。

来年1～3月期には、復興投資が拡大することでハリケーン・サンディによる影響はプラスへ転じる。しかし、「財政の崖」を巡る交渉は年明けまでずれ込む可能性が高く、Partial Cliffに至った場合には多少の下押しは避けられない（当社では給与税減税の終了と段階的な歳出削減プランの策定を想定）。そのため、最終的には「財政の崖」は回避されるとしても、米国経済は下押しされ、1～3月期に成長率は1%程度まで低下する可能性が高い。

2013 年 4～6 月期以降は、財政の崖を巡る不透明感が払しょくされ、成長率は高まる見込みであり、2014 年にかけて景気拡大は続く予想している。成長率予想は 2012 年が 2.2%に据え置き、2013 年はハリケーン・サンディの影響や世界経済の回復時期の遅れを勘案し、1.9%への下方修正である。今回初めて示す 2014 年は 2.4%と潜在成長ペース並みの成長率への復帰を予想する。

金融政策を占う上で重要なインフレ率は、2014 年も潜在成長ペースの景気拡大にとどまるため、Fed がゴールとする 2%近傍での安定推移が続くと見込まれる。デュアルマンドートのもう一方である失業率は、当社予想では 2014 年最終四半期に 7%となる。7%は、2013 年に FOMC で投票権を有するシカゴ連銀のエバンス総裁が資産買入による金融緩和継続の目途とした基準であり、少なくとも 2014 年中ごろまでは現在実施しているオープンエンドの資産買入が続く可能性が高いと判断される。一方、利上げ時期は 2015 年の失業率やインフレ率の動向に左右されることになる。当社予想通りに推移し、かつ 2015 年入り後も順調に失業率の低下が続けば、現在の FOMC ステートメントの時間軸通り 2015 年半ばにも利上げ実施が視野に入ってくることになる。

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比,%,%Pt	2009 実績	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想	2014 予想
実質 GDP	▲3.1	2.4	1.8	2.2	1.9	2.4
個人消費	▲1.9	1.8	2.5	1.9	1.9	2.3
住宅投資	▲22.4	▲3.7	▲1.4	12.1	12.2	9.2
設備投資	▲18.1	0.7	8.6	7.2	3.6	6.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.8)	(1.5)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府支出	3.7	0.6	▲3.1	▲1.4	▲2.7	▲3.6
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.0)	(0.2)	(0.3)
輸出	▲9.1	11.1	6.7	3.3	4.8	7.0
輸入	▲13.5	12.5	4.8	2.8	2.6	3.9
名目 GDP	▲2.2	3.8	4.0	4.1	3.7	4.0
失業率	9.3	9.6	8.9	8.1	7.9	7.2
(Q4)	9.9	9.6	8.7	8.1	7.7	7.0
雇用者数(月変化、千人)	▲422	86	153	151	186	227
経常収支(10億ドル)	▲382	▲442	▲466	▲459	▲387	▲343
(名目GDP比,%)	▲2.7	▲3.0	▲3.1	▲2.9	▲2.4	▲2.0
貯蓄率(%)	4.7	5.1	4.2	3.7	3.1	2.7
PCEデフレーター	0.1	1.9	2.4	1.9	2.2	2.0
コアPCEデフレーター	1.4	1.5	1.4	1.8	1.6	1.8
(Q4/Q4)	1.6	1.2	1.7	1.7	1.7	1.8
消費者物価	▲0.4	1.6	3.1	2.1	2.3	2.0
コア消費者物価	1.7	1.0	1.7	2.1	1.7	1.8

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

4. 経済情勢分析

(1) 雇用情勢は明確に改善

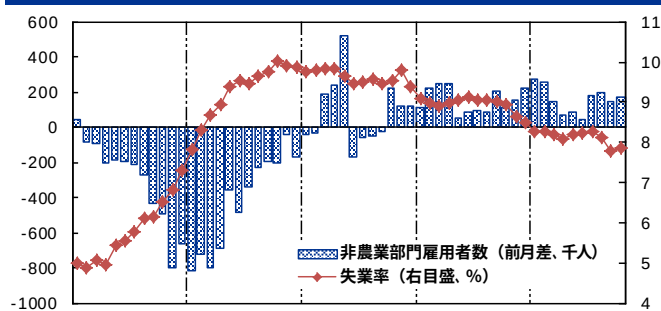
労働省が 11 月 2 日に予定通り公表した雇用統計によると、事業所データに基づく非農業部門雇用者数 (NFP: Non-farm Payroll employment)は、前月差+17.1 万人と市場予想の+12.5 万人を大きく上回る増加を示した。遡及修正により 8 月が+14.2 万人から+19.2 万人へ、9 月は+11.4 万人から+14.8 万人へ合計 8.4 万人も上方修正されていることも勘案すれば、極めて強い内容と言える。

10 月末に東海岸を襲ったハリケーン・サンディについては、襲来前に雇用統計の調査は終了しており悪影響は 10 月データに含まれていない。雇用統計の公表についても大きな支障は生じなかった。なお、サンディの影響による就業不能で、新規失業保険申請件数は 11 月 3 日週に 43.9 万件(前週は 36.1 万件)まで急増しており、今後の動向が注目される。

9 月に 7.8%と 2009 年 1 月以来の 8%割れを記録した失業率は、10 月に 7.9%へ小幅上昇した。失業率は事業所データから算出される NFP と異なり家計データから算出されるが、内訳を見ると雇用者数は前月差+41.0 万人 (9 月+87.3 万人)、事業所データに概念を揃えたベースでは+73.3 万人 (9 月+29.4 万人)と冒頭で述べた NFP を上回る高い伸びを示している。失業率の上昇は、米国民の労働市場への再参加が進んだことで労働力人口が+57.8 万人 (9 月+41.8 万人)と雇用者数の増加を上回る伸びを示し (労働力率は 9 月 63.6%から 10 月は 63.8%へ上昇)、失業者数が 17.0 万人増加したためである (57.8 万人-41.0 万人 17.0 万人)。10 月の失業率上昇は、米国民が労働市場の改善を実感したが故に生じた「良い失業率上昇」として位置づけられる。

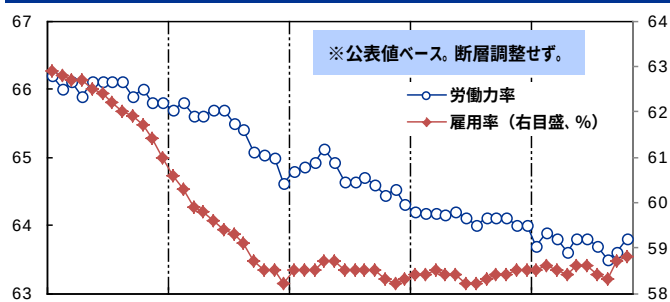
遡及修正もあり、過去 4 ヶ月に NFP は月当たり 17.3 万人増加した。一方、2012 年の人口は月当たり 19.0 万人増加しており⁴、10 月の労働力率 63.8%を乗じた場合、失業率横ばいに必要な雇用者数の増加は 12.2 万人となる。現在の NFP 増加数 17.3 万人はその 12.2 万人を大きく上回るため、現在の雇用情勢は失業率の低下に繋がるだけの改善を示していると言える。金融危機で失われた 878 万人もの雇用のうち、今までに取り戻された

非農業部門雇用者数と失業率



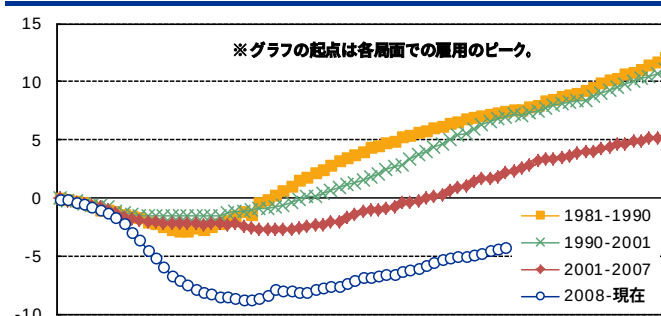
(出所) CEIC

労働力率と雇用率の推移 (%)



(出所) CEIC

景気循環における雇用者数の推移 (百万人、季調値)



(出所) U.S. Department of Labor

⁴ 人口推計の断層を回避するために 1 月以降の増加を月当たり に換算。

のは約半数の 451 万人にとどまり⁵、失業率も 8%は割り込んだと言っても多くが構造的失業率の水準と考える 6～6.5%には程遠く、雇用情勢が水準として未だ極めて厳しい状況にあることは間違いない。但し、失業率低下に繋がるだけの雇用増加が確保され、また米国民の労働参加意欲も持ち直しつつあることを勘案すれば、雇用情勢が明確に改善の方向を向いていることもまた確かであろう。

(2)ハリケーンが消費押し下げ

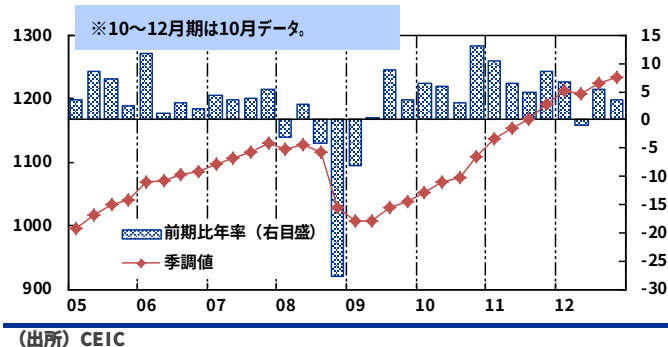
小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は 10 月に前月比▲0.3%と小幅ながら 4 ヶ月ぶりの減少へ転じた。

10 月の小売売上高の減少は、10 月末に米国東部を襲ったハリケーン・サンディの影響と考えられる。サンディの襲来を控えて生活必需品などに買い溜めの動き（食品・飲料が前月比 0.8%、ガソリンスタンド売上高は 1.4%）は生じたが、寧ろ耐久財の購入見送りと店舗閉鎖による悪影響が勝ったと考えられる。実際、自動車・同部品が前月比▲1.5%（9 月 1.7%）、家具は▲0.6%（9 月▲0.2%）、電気製品も▲1.0%（9 月 1.6%）と耐久財関連を中心に販売はいずれも明確な減少である。

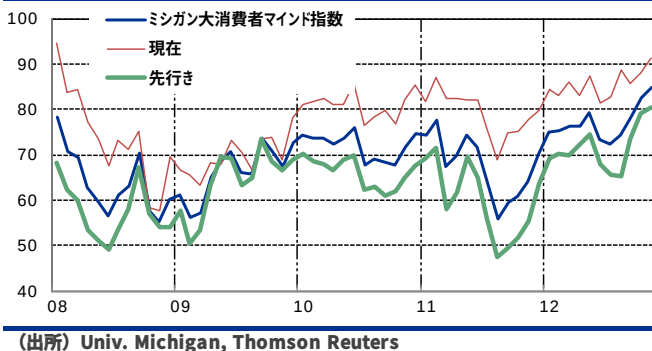
サンディの影響は 11 月に反転が見込まれる。住宅の補修や自動車など傷んだ耐久財の補修もしくは買替が生じるためである。加えて、雇用統計が示したように、賃金情勢には不安が残るものの雇用情勢は回復の動きを強めており、また 11 月に 2007 年 7 月の水準を回復したミシガン大消費者マインド指数が示すように消費者マインドも持ち直している。そのため、個人消費の拡大基調は維持される可能性が高く、11 月の小売売上高は再び増加に向かうと見込まれる。

サンディは 10 月末を中心に、米国経済に資本ストックの毀損（インフラや住宅、店舗などの破壊）と NY を中心とした経済活動の停止というかたちで被害を及ぼした。資本ストックの毀損は、米国民の生活には甚大な影響を及ぼしたが、フローの動きを示す GDP には大きく影響しない⁶。寧ろ、復興投資というかたちで 11 月から来年 1～3 月期を中心にプラスの影響が顕在化すると考えられる。一方、経済活動の停止は、直接に、フローの経済活動を阻害し、10～12 月期の GDP を押し下げる。押し下げ度合いは、今後公表される 10～11 月の経済指標により検証する必要があるが、前者と後者をトータルした場合、10～12 月期の経済成長はサンディにより幾分押し下げられたと見込まれる。

小売・飲食サービス売上高（10億ドル、%）



ミシガン大消費者マインド指数



⁵ 労働省が毎年行う遡及修正により 39 万人の上方修正が予定されている。それを含めれば、490 万人の雇用増加となる。

⁶ もちろん、資本ストックの毀損は経済活動を阻害するため、その悪影響はフローに及ぶ。しかし、後者ではそうした悪影響は後者の経済活動の停止に含めて、議論している。

(3)住宅市場は着実に改善

住宅投資は未だ水準は低いものの、7～9 月期に前期比年率 14.4%と 6 四半期連続で増加し、回復基調が鮮明である。建設活動に先行する住宅着工が 7～9 月期に前期比年率 15.0%、その着工に先行する建築許可は 11.6%と共に二桁増加を記録しており、10～12 月期も大幅な拡大が期待される。ハリケーン・サンディを受けた住宅の補修も住宅投資を押し上げるだろう。

住宅市場については、構造的な部分でも改善の動きが確認できる。第一に、これまでの**住宅新設抑制により、住宅ストックの過剰感が薄れてきた**。世帯数に対する**通年利用住宅ストックの比率**を見ると、差し押さえなどにより市場性を失った非市場性物件を除いたベースのみならず、**非市場性物件を含めたベースでも住宅ストックの過剰感が大幅に低下**している。同時に、住宅価格が十分に下落し賃料対比での割高感が消えたことから、**2011 年まで急ピッチで低下してきた米国民の持ち家率が 2012 年に入り下げ止まりつつある**。

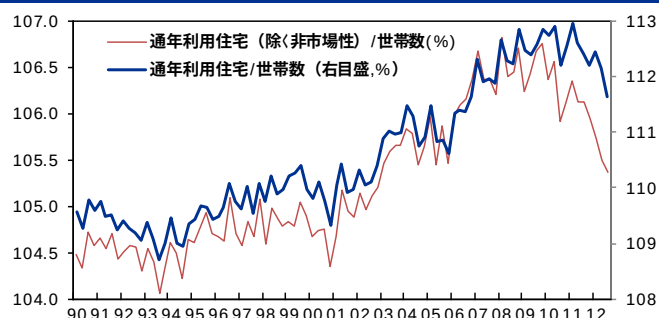
第二に、これまで高止まりしてきた差し押さえ率に低下の兆しが見え始めた。住宅ローンの延滞率は 2010 年でピークアウトし雇用所得情勢の回復に沿うかたちで緩やかながら低下基調にあったが、差し押さえ率は 2009 年に上昇した後、2012 年前半まで 4%台半ばの横ばい推移が続いていた。その**差し押さえ率が 7～9 月期に 4.1%へ低下**したのである。現時点では基調の変化というほどに明確な動きではないが、差し押さえ率の低下は住宅市場へ今後流入する予備軍が減少しつつある可能性を示唆しており、住宅市場の需給を考える上でポジティブである。

住宅市場は販売や着工と言ったフロー面のみならず、ストック面や住宅ローン関連でも、回復の動きが明確になりつつあると言える。

(4)石油輸入減少と世界経済低迷の綱引き

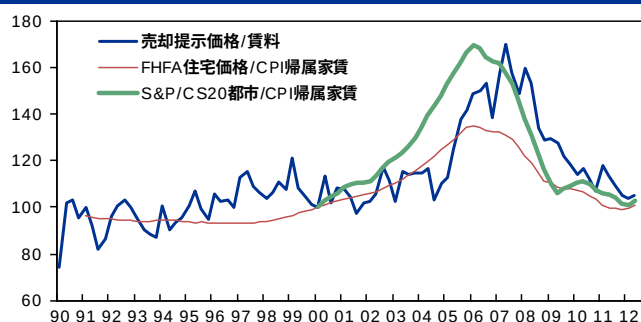
米貿易赤字 (BOP ベース) は 4～6 月期の年率 5,573 億ドルが 7～9 月期は 5,112 億ドルへと大幅に縮小した。石油輸入が 4～6 月期前期比年率▲23.9%、7～9 月期▲33.6%と 2 四半期連続で大幅に減少したことによる**石油貿易の赤字縮小 (3,015 億ドル→2,648 億ドル) が大きく寄与**している。なお、こうした石油貿易の赤字変動は原油価格の影響も受ける。そのため、価格変動を除いた実質ベースすなわち数量ベースを見ても、2005 年の半分近くまで赤字幅は縮小している。内訳を見ると、石油輸入

世帯数に対する通年利用住宅ストックの比率



(出所) CEIC

住宅価格と賃料の関係 (2000年1～3月期=100)



(出所) CEIC

米住宅ローンの延滞率と差し押さえ率 (%)



(出所) Bloomberg

が3割減少する一方、石油輸出は2.7倍に急増しており、シェールオイル増産と自動車の燃費向上による米国の対外エネルギー依存度低下の効果が鮮明である。なお、石油輸入はOPECからの減少が目立つ。

GDPベースの輸出は7～9月期に前期比年率▲1.6%（4～6月期5.2%）と金融危機以来の減少へ転じた（二次推計値では上方修正が見込まれるが低迷の状況は変わらない）。世界経済減速の影響が米国の輸出にも及んでいると言える。仕向け地別内訳（名目ベース、当社季節調整値）を見ると、中南米向けこそ増勢を維持したものの、景気低迷が続くユーロ圏が前期比年率▲18.9%、中国や日本が含まれる環太平洋も▲14.5%と低調に推移している。

輸入の内訳を見ると、自動車や食料及び飲料は堅調だったが、資本財が前期比年率▲8.2%と大きく落ち込んでいる。後述する設備投資の低迷と整合的な動きである。

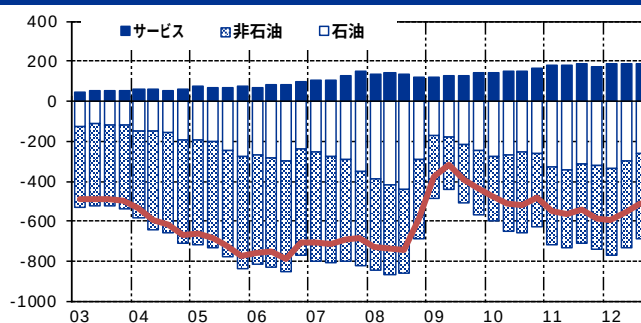
(5) 企業部門は低調

10月の鉱工業生産は前月比▲0.4%（9月0.2%）と減少に転じた。ハリケーン・サンディの影響により工場設備が休止を余儀なくされた影響が大きい。指標公表元のFRBでは、鉱工業生産に対するサンディの影響を▲1%Ptと試算しており、サンディ無かりせば、鉱工業生産は0.6%程度の上昇だったと言える。セクター別には、サンディの影響はユーティリティ（電力やガス等）で特に大きく、製造業では化学、食品、輸送用機器、コンピューター・電子機器が目立った模様である。

但し、そうしたサンディの影響を除いても、製造業の経済活動は低調である。サンディ無かりせば、10月の製造業生産は前月比横ばい（公表値は前月比▲0.9%、サンディの影響は約0.9%Pt）だったが、足元で頭打ちが明確となっている。これは、自動車セクターの在庫復元が2012年前半までで終了したという米国内の要因もあるが、世界経済の減速を受けて輸出が低調に推移している影響が大きいと考えられる。

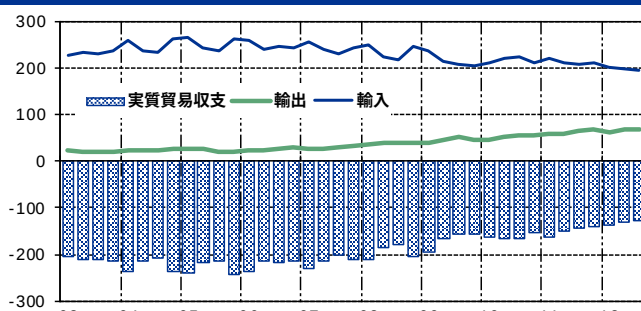
但し、企業景況感を示すISM指数は製造業と非製造業共に既に下げ止まっており、鉱工業生産も更なる下振れまでは予想されない。しかし、上昇に向けた勢いが見られないこともまた確かである。こうした低調な企業活動は、欧州債務問題と財政の崖と言う内外の不透明要因と相俟って、特に投資行動へ影響を及ぼしており、7～9月期の設備投

名目貿易収支の推移（年率、10億ドル）



（出所）CEIC

石油関連実質貿易収支の推移（年率、10億ドル）



（出所）CEIC

製造業生産の推移（2007=100）



（出所）Fed

資は前期比年率▲1.3% (4～6 月期 3.6%、二次推計値では横ばい程度までの上方修正が見込まれる)と 6 四半期ぶりの減少に転じた。先行指標である非国防資本財受注 (除く航空機) は 7～9 月期に前期比年率▲23.2%と大きく落ち込んでおり、10～12 月期も投資低迷は続く¹⁾と見込まれる。

(6)インフレは安定

10 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 0.1% (9 月 0.6%) と 3 ヶ月ぶりの低い伸びにとどまった。エネルギーと食料を除いたコア指数は前月比 0.2% (9 月 0.1%) と若干伸びが高まっているが、小数点第三位まで見ると、9 月 0.146%が 10 月 0.180%への上昇であり、大きな変化があった訳ではない。なお、前年比は、9 月までのエネルギー価格上昇が寄与し、ヘッドラインが 2.2% (9 月 2.0%) へ伸びを高めたが、コア指数は 9 月と変わらずの 2.0%である。

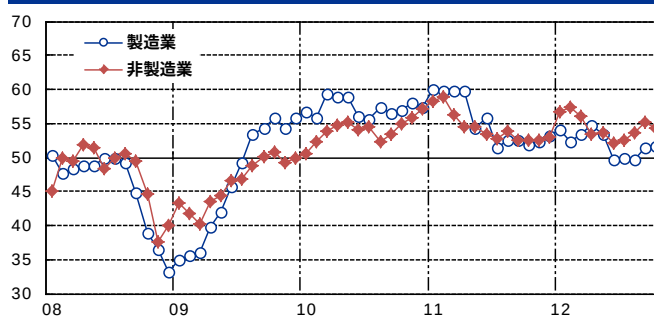
品目別内訳を見ると、10 月は飲食料品が前月比 0.2% (9 月 0.1%) へ伸びを高める一方、エネルギー価格が▲0.2%と 9 月までの上昇が一巡したため、コア指数以外の要因はほぼ中立だった。一方、コア指数の内訳では衣服が 0.7% (9 月 0.3%)、教育・通信も 0.2% (9 月 0.1%) と上昇率を高めたが、医療 (9 月 0.3%→10 月 0.0%) や娯楽 (0.1%→▲0.1%) は低下し、両者がほぼ相殺し合っている。

トレンド関連データを見ると、刈り込み平均 CPI が前年比 1.9% (9 月 1.9%)、粘着価格 CPI は 2.2% (9 月 2.2%) と共に 3 ヶ月連続で同値となった。また、CPI 中央値は 2.2% (9 月 2.3%) へ幾分鈍化している。

期待インフレ率は物価連動債から算出される 10 年 BEI (ブレークイーブンインフレ率) が 2.52% (9 月 2.47%) と若干上昇したものの、ミシガン大調査による 5 年期待インフレ率は 2.7～2.8%で一進一退となっており、上昇の動きは見られない。

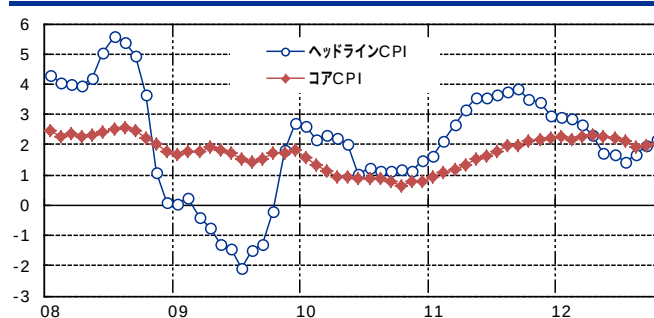
総括すれば、米国のインフレ率は CPI で見て 2%程度の安定推移となっている。ヘッドラインは 2.2% へ上昇したが、コア指数やトレンド関連データの安定、期待インフレ率の動向を踏まえれば、インフレ率が継続的に高まっていくリスクは極めて限定的と判断される。

ISM調査の企業景況感 (中立=50)



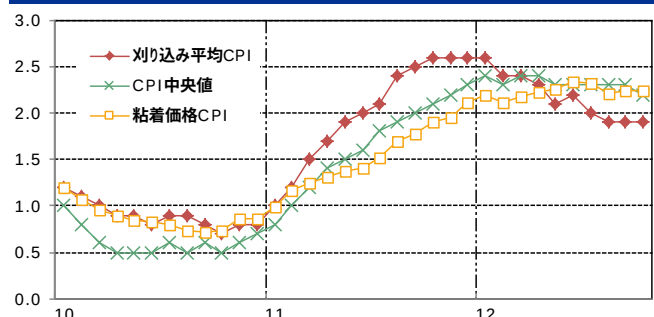
(出所) Institute for Supply Management

CPIのヘッドラインとコア (前年比、%)



(出所)CEIC

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】

	Q4-11	Q1-12	Q2-12	Q3-12				
	注記がない限り前期比年率 (%)							
名目GDP	4.2	4.2	2.8	5.0				
実質GDP	4.1	2.0	1.3	2.0				
個人消費	2.0	2.4	1.5	2.0				
住宅投資	12.0	20.6	8.4	14.4				
設備投資	9.5	7.5	3.6	▲1.3				
政府支出	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.7				
輸出	1.4	4.4	5.2	▲1.6				
輸入	4.9	3.1	2.8	▲0.2				
経常収支(10億ドル)	▲119	▲134	▲117					
名目GDP比(%)	▲3.1	▲3.5	▲3.0					
	Q4-11	Q1-12	Q2-12	Q3-12	Jul-12	Aug-12	Sep-12	Oct-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	0.9	6.3	3.8	2.6	0.2	0.1	0.4	
消費者信頼感	53.6	67.5	65.3	65.0	65.4	61.3	68.4	72.2
小売売上高	8.5	6.6	▲1.0	5.3	0.7	1.0	1.3	▲0.3
除く自動車、ガソリン、建設資材等	5.9	5.6	1.4	4.0	0.9	▲0.1	0.8	▲0.1
鉱工業生産	5.1	5.9	2.3	▲0.0	0.7	▲1.1	0.2	▲0.4
住宅着工件数(年率換算、千件)	678	715	736	780	728	750	863	894
中古住宅販売戸数	11.8	19.6	▲2.6	11.6	2.3	8.1	▲2.9	2.1
中古住宅在庫率(ヶ月、未値)	6.4	6.2	6.5	5.6	6.4	6.0	5.6	5.4
非国防資本財受注(除く航空機)	5.6	0.4	▲5.9	▲23.2	▲5.6	0.3	0.2	
民間非居住建設支出	12.1	31.5	3.5	▲2.5	0.9	▲1.0	▲0.1	
貿易収支(10億ドル)	▲146	▲148	▲139	▲128	▲42	▲44	▲42	
実質財収支(10億ドル,2005年基準)	▲143	▲144	▲141	▲142	▲47	▲48	▲47	
実質財輸出	5.9	3.6	8.1	▲2.2	▲2.3	▲2.6	3.1	
実質財輸入	6.2	2.7	3.0	▲0.5	0.4	▲1.1	1.2	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.4	53.3	52.7	50.3	49.8	49.6	51.5	51.7
ISM非製造業指数(四半期は平均)	52.7	56.7	53.1	53.8	52.6	53.7	55.1	54.2
失業率(%)	8.7	8.2	8.2	8.1	8.3	8.1	7.8	7.9
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	164	226	67	174	181	192	148	171
民間雇用者数(前月差、千人)	184	226	88	142	163	134	128	184
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7	1.9	1.6
消費者物価(前年比、%)	3.3	2.8	1.9	1.7	1.4	1.7	2.0	2.2
コア消費者物価(前年比、%)	2.2	2.2	2.3	2.0	2.1	1.9	2.0	2.0
PCEデフレーター(前年比、%)	2.5	2.4	1.6		1.3	1.5	1.7	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.7	1.9	1.8		1.7	1.6	1.7	
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(%)	0.26	0.34	0.29	0.26	0.25	0.27	0.26	0.28
10年債利回り(%)	1.98	2.17	1.62	1.72	1.53	1.68	1.72	1.75
名目実効為替レート(1997/1=100)	100.5	98.7	102.2	99.2	101.7	100.8	99.2	99.0
ダウ工業株30種平均	12218	13212	12880	13437	13009	13091	13437	13096
S&P500株価指数	1258	1408	1362	1441	1379	1407	1441	1412

(出所)CEIC Data (注)金融指標は未値

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。