

米国経済情報

2012 年 12 月号

Summary

【内 容】

1.トピックス:

- (1) 変わりゆく米年末商戦
- (2) ハリケーン・サンディと米経済
- (3) 回復が鮮明化する米住宅市場

2.金融政策

- (1) Fed が時間軸に数値基準を導入
- (2) バーナンキ議長の退任後も続く金融政策フレームワーク

3.経済動向分析

- (1) 7～9 月期成長率は上方修正だが...
- (2) 雇用情勢は民間部門主導で堅調
- (3) 復興消費と年末商戦好調で小売拡大
- (4) 世界経済低成長とサンディで輸出急減
- (5) 工場再稼働も製造業は振るわず
- (6) インフレは安定継続

巻末:

米国主要経済指標

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

【年末商戦序盤は好調】

米年末商戦の序盤は予想を上回る好調となったが、消費者行動の変化を踏まれば、小売業者の収益への寄与はあまり期待できず。商戦開始時期の前倒しにより「ブラックフライデー」が、オンライン商戦の主戦場化により「サイバーマンデー」が過去の呼び名となる可能性あり。

【ハリケーン・サンディの影響】

ハリケーン・サンディの損害は史上二位の規模となる見込み。経済フロー面についても、生産や所得、消費に 10 月を中心に大きな爪痕。11 月以降は、経済活動正常化や復興関連の動きで押し上げが生じつつあるが、10～12 月期トータルでは下押しが勝る見込み。

【住宅市場の回復鮮明化】

住宅販売と住宅建設が共に拡大し、住宅市場の回復が鮮明化。市場の過剰感も薄れつつあり、需給改善を反映して住宅価格も上昇基調。2012 年に入り、住宅価格の上昇が家計の資産価値上昇に繋がっており、「財政の崖」問題さえ解消すれば、個人消費の拡大が期待できる状況。

【FOMC が時間軸に数値基準を導入】

12 月 FOMC で、オペレーション・ツイストの長期債買入による代替と、時間軸の特定期日方式から経済指標数値基準方式への変更を決定。オペレーション・ツイストと異なり、長期債買入はバランスシート拡大を伴うため追加の金融緩和に相当。一方、時間軸への数値基準導入は、コミュニケーション強化。失業率 6.5% との数値基準は、FOMC の経済見通しに照らせば、従来の「少なくとも 2015 年半ば」との特定期日による時間軸に概ね一致。今回の二つの施策は、バーナンキ議長の任期満了後も継続するフレームワークの完成を意味すると同時に、イエレン副議長の FOMC 内での影響力の高まりを示唆。

【成長率見通しは据え置き】

7～9 月期成長率は、予想通り上方修正されたが、民間最終需要は寧ろ下方修正。米国経済は、ハリケーン・サンディと「財政の崖」を巡る不透明感により、10～12 月期と 2013 年 1～3 月期に低成長となった後、4～6 月期から成長加速の見込み。成長率予想は 2012 年 2.2%、2013 年 1.9%、2014 年 2.4% に据え置き。

1. トピックス：

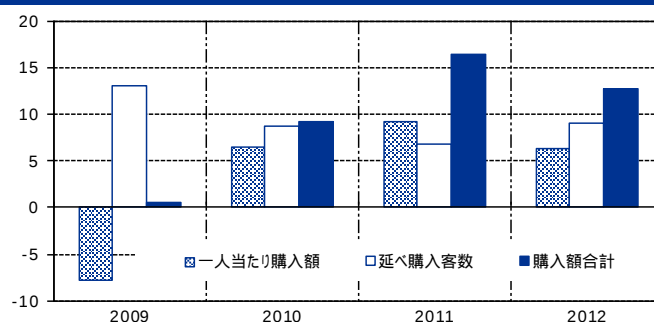
(1) 変わりゆく米年末商戦

「財政の崖」に対する懸念が残る中、今年も米国で年末商戦が始まった。全米小売業協会（NRF：National Retail Foundation）の集計¹によると 22 日木曜日の感謝祭から同週末までの期間における、買い物客による平均支出額は 2011 年対比 6.3%増加の 423 ドル（2011 年は 9.1%増加）、購入総額は 12.8%増加の 591 億ドル（2011 年は 16.4%増加）に達した。前年に比べ買い物客の出足は鈍いとする事前のNRF見通しに反し、買い物客の延べ人数が 9.1%増加と、昨年の 6.7%を上回る伸びを示し、購入総額の高い伸びに繋がっている。購入総額の伸びは昨年にくそ劣るが、二年連続で二桁増加を確保しており、良好なスタートダッシュを決めたと判断して問題ないだろう。加えて、後述するように週明け以降のオンライン商戦も堅調であり、年末商戦の序盤戦は大方の見通しを上回る好調さを示している。

伝統的に、米国では、木曜日である感謝祭の翌日から米年末商戦がスタートしてきた。そのため、多くの店舗が黒字化するという意味で感謝祭明けの金曜日は「ブラックフライデー」と呼ばれる。加えて、インターネットが普及した数年前からは、週末に実店舗で購入が出来なかった品物を、消費者がオフィスの PC からオンラインで購入するため、新たに翌週の月曜日が「サイバーマンデー」と名付けられた。しかし、足元で生じている小売業者や消費者の行動変化を踏まえれば、今後は、そうした二つの呼び名が時代遅れになるかも知れない。

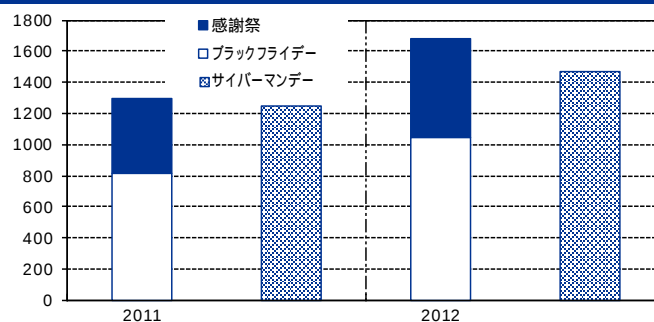
変化の一つ目は、小売業者による商戦スタートの前倒しに伴うものである。こうした前倒しは、「財政の崖」に対する不安から、年末に近づけば、消費者の財布の紐が締まるとの観測に基づいている。後半の盛り上がり期待できない商戦であれば、早いタイミングで売り上げを確保すべしとの小売業者の戦略である。2011 年にはブラックフライデー（金曜日）の午前零時や早朝から店舗を開く小売業者が多かったが、今年は感謝祭当日（木曜日）から営業を開始する小売業者が過半を占めた。ウォルマートとシアーズは木曜日の 20 時からセールを開始し、K マートに至っては木曜日の朝 6 時からの値引き販売スタートである。こうした変化が生じた理由は、今年特有の「財政の崖」に対する懸念だが、年末商戦は、ある小売業者の売り上げが増えれば他が減るというゼロサムゲームのため、一度行われたセールの前倒しは来年以降も継続する可能性が高い。そのため、年末商戦開始の早期化は来年も行われ「ブラックフライデー」の呼び名は過去のものになっていくと見込まれる。

感謝祭週末の商戦の状況（前年比、%）



(出所)NRF

オンライン売上規模の比較（百万ドル）



(出所)Comscore

¹ “Thanksgiving Day Promotions Win Over Millions of Holiday Shoppers, According to NRF”

但し、こうしたセールの前倒しは、小売業者の収益にとってプラスとは言えない。販売時期の前倒しが競合他社による追従を招く一方で、伝統的な祝日である感謝祭に店舗を開くために人件費が従来よりも嵩むためである。

変化の二つ目は、オンライン販売の主戦場化である。調査会社コムスコア (comScore) の集計によると、感謝祭 (木曜日) のオンライン売上高は 32%増加の 6.3 億ドル、ブラックフライデー (金曜日) のオンライン売上高は 26%増加の 10.4 億ドルに達し、初めて 10 億ドルを超えた。サイバーマンデー (週明け月曜日) のオンライン売上高は 14.7 億ドルとブラックフライデーを大きく上回っているが、増加率は 17.1%と感謝祭やブラックフライデーを下回る。2011 年には感謝祭とブラックフライデーの売上高の合計がサイバーマンデーとほぼ同額だったが、2012 年には二日間の合計はサイバーマンデーを 14%も上回った²。また、前掲の NRF 調査でも、オンラインによる購入額の全体に占める割合が 2012 年に 40.7%と初めて 4 割を超えている³。オンライン販売が、消費者の購入チャンネルとしてメインストリームになりつつあると判断される。

こうした動きは、PC に加えて、スマートフォンやタブレットが広く普及し、消費者の利用が拡大していることに加え、ネット販売の巨人である Amazon への対抗措置として、有店舗小売業者がオンラインサイトの機能と値引きの強化を進めているためである。特に、2012 年は、実店舗でのセール開始に先駆けて、オンラインでの値引きを始める小売業者が見られた。従来は、感謝祭明けの金曜日から週末に店舗へ出向き、週末に購入できなかった品物をオフィスの PC からオンラインで注文するのが、典型的な米国民の消費行動とされた。もちろん、そうした消費行動は引き続き健在ではあるが、従来ほどに際立ったものではなくなりつつある。今年は感謝祭当日から、オンラインによる注文が商戦の主演となり、「サイバーマンデー」が今後は死語となっていく可能性がある。

冒頭で指摘したとおり、良好なスタートを切った年末商戦だが小売業者にとっては二つの懸念材料がある。懸念材料の一つ目は、言うまでもなく 5,000 億ドル⁴ともされる「財政の崖」の存在である。オバマ大統領及び民主党と共和党の間の交渉は未だ明確な進展がない。11 月に金融危機後の最高水準を更新した消費者マインドは、消費者の「財政の崖」に対する警戒から急低下した。消費者が「財政の崖」に対する懸念を強める下で、財布の紐を締めてしまえば、年末商戦が尻すぼみとなるリスクがある。

懸念材料の二つ目は、消費者の購買行動変化による収益圧迫である。冒頭で述べたように、感謝祭の週末の商戦では、平均支出額以上に、良好な客足すなわち延べ客数の増加が、購入額の拡大に繋がった。消費者は一つの店舗で大量の商品を購入したというよりは、複数の

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
除く高所得者分	288	1.3
高所得者分	42	0.1
給与税率引き下げや緊急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 2011 年は感謝祭 4.8 億ドル+ブラックフライデー 8.2 億ドル = 13.0 億ドルに対し、サイバーマンデー 12.5 億ドル。
2012 年は感謝祭 6.3 億ドル+ブラックフライデー 10.4 億ドル = 16.8 億ドルに対し、サイバーマンデー 14.6 億ドル。

³ 2010 年 33.3%、2011 年 37.8%、2012 年 40.7%。

⁴ CBO11 月試算ベース。

店舗を回ってお買い得品を探した、つまりは足で稼いだと考えられる。実は、サイバーマンデー以降のオンライン商戦でも、消費者の類似した購買行動が確認できる。IBM/Benchmark によるとサイバーマンデーの一注文当たりの商品数は 8.34 と 2011 年の 7.31 から増加したが、一注文当たりの注文額は 185.12 ドルと 2011 年の 198.26 ドルから寧ろ減少した。これまでオンラインサイトは、目玉商品で顧客を惹きつけて訪問を促し、同時に

他の商品も購入させることで、利益を確保してきた。しかし、一注文当たりの注文額減少は、そうした戦略が有効ではなくなりつつある可能性を示している。賢くなった消費者が最もお買い得な店舗やサイトで最もお買い得な商品を買求める傾向が強まっている模様である。一注文当たりの注文額（一来店当たりの購入額）が減少傾向を辿れば、当然ながら、販売効率は低下し、小売業者の収益率を押し下げることになる。

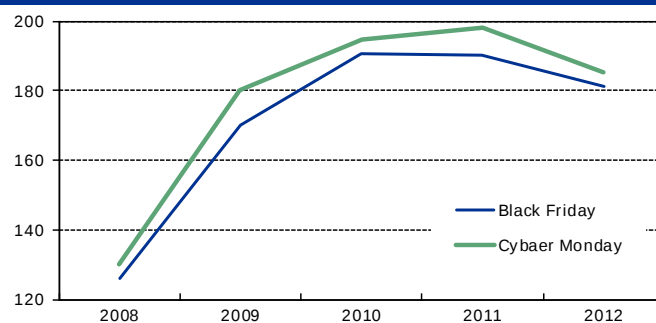
年末商戦そのものは後半戦を残しており、未だ結論が出た訳ではない。ただ、商戦における人件費増加や収益率の低下傾向を踏まえれば、小売業者が良好な決算を確保するために必要となる販売額増加のハードルが、従来より高まっていることだけは確かだろう。

(2)ハリケーン・サンディと米経済

10 月末に米東海岸を襲った巨大ハリケーン・サンディは、米国経済に大きな傷跡を残した。多数の死傷者や被災した人々の辛苦、住居・オフィスビルの浸水、停電、地下鉄の不通などの状況は、日本でもメディアにより大きく報じられた。本稿では、そうしたサンディの及ぼす影響について、フローのマクロ経済データを中心に考察する。

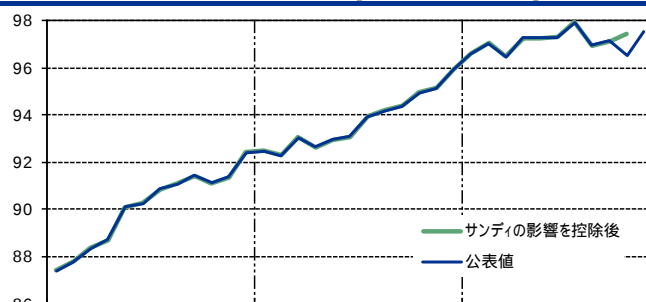
サンディによる経済的損害は、2005 年に史上最大の 1,250 億ドル（NOAA ベース）の損害を及ぼしたハリケーン・カトリナに次ぐものとなる可能性が高い模様である。サンディによる経済的損害について、災害リスクモデル構築会社である Egecat は 300 ～ 500 億ドルとの試算⁵を示し、被害が集中したニューヨーク州とニュージャージー州が集計した被害額は合計で 600 億ドルを超えている。但し、こうした損害の大部分は物的破壊、すなわち資本ストックの毀損によるものであり、本稿が扱う経済的なフロー面の影響とはやや異なる。サンディの影響として、まず考えられるのは工場休業や店舗閉鎖などによる生産面への悪影響である。Fed の試算によれば、サンディの影響により 10 月の鉱工業生産は 1%Pt も押し下げられた。10 月の鉱工業生産は前月比 ▲0.7%（11 月実績の公表に伴い ▲0.4% から ▲0.7% へ下方改訂）と減少したが、サンディ無かりせば 0.3% の増加だったことになる（改訂前は 0.6%）。また、小売売上高も 10 月に前月

オンライン販売の平均注文額（一注文当たり、ドル）



(出所) IBM Benchmark

鉱工業生産の推移（2007=100）



(出所) Fed

⁵ “Post-Landfall Loss Estimates for Superstorm Sandy Released”, EQECAT, Nov 1, 2012

比▲0.3%と減少した。小売売上高からサンディの影響のみを切り出すことは難しいが、ハリケーン襲来を控えて生活必需品などに買いだめの動き（食品・飲料が前月比 0.6%、ガソリンスタンドは 1.0%）が生じ押し上げに作用したものの、耐久財の購入見送りと店舗閉鎖に伴う購入不能による押し下げ、全体では勝ったと考えられる。実際、自動車・同部品が前月比▲1.9%（9月 1.9%）、家具は▲0.6%（9月 0.0%）、電気製品も▲1.2%（9月 2.9%）といずれも低調だった。サービス消費についても、サービス向け支出（実質ベース）が10月に▲0.1%（9月 0.2%）と減少しており、ハリケーン襲来によって外食やレジャーが手控えられた影響と判断される。

こうした生産面の低迷は、当然に雇用・所得へ跳ね返ることになる。サンディによる工場休業や物理的な就労不能により、雇用や所得が押し下げられるのである。

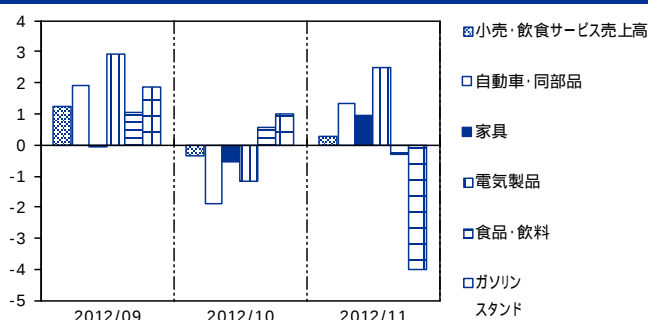
週次データとして把握できる失業保険申請件数を見ると、サンディ襲来前の 36~37 万件が、襲来直後に 45.1 万件まで急増しており、悪影響が鮮明である。その後 41.6 万件、39.3 万件を経て 4 週目に 37.2 万件まで減少し、正常状態へ復帰している（5 週目は 34.3 万件）。なお、3 週間という悪影響の期間は、2005 年のハリケーン・カトリーナの約半分である。

雇用統計は、月の中旬が調査時点となるため、サンディの影響は 10 月ではなく 11 月に集中して現れており、民間雇用者数は 10 月の前月差 +18.9 万人が、11 月に 14.7 万人へ減速した。また、雇用統計と類似の調査方法を採用している ADP 調査において、公表元である Moody's によるとサンディの影響で製造業、小売業、レジャー、医療などで合計 8.6 万人の雇用が押し下げられたとされている。

就労不能は賃金の押下げに繋がる。米商務省の試算によれば、サンディにより 10 月の総賃金受取額は年率換算で 180 億ドル、0.26%押し下げられた模様である。こうした賃金押し下げは、他の事業所得などを含めた個人所得も 0.13%押し下げている。所得の減少は当然ながら消費の減少をもたらす。9 月の消費性向を単純に当てはめると、所得減少により 10 月の消費支出は 0.15%程度押し下げられたことになる。但し、こうした所得減少を経由した押し下げよりも、ハリケーン襲来による消費不能（店舗等に行けない、配達されない等）の悪影響が、今回は大きいと考えられる。

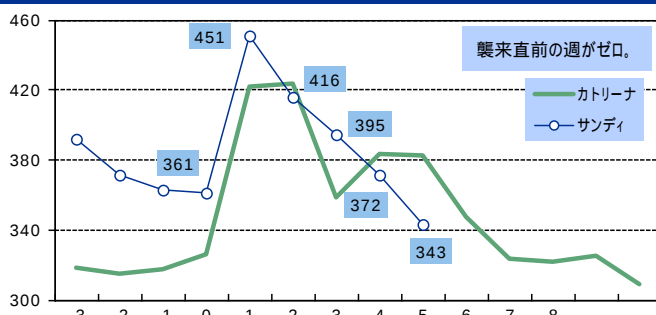
サンディのフロー面での影響は、経済活動の正常化や復興消費、復興投資のための支出を通じて、11

小売・飲食サービス売上高（前月比、%）



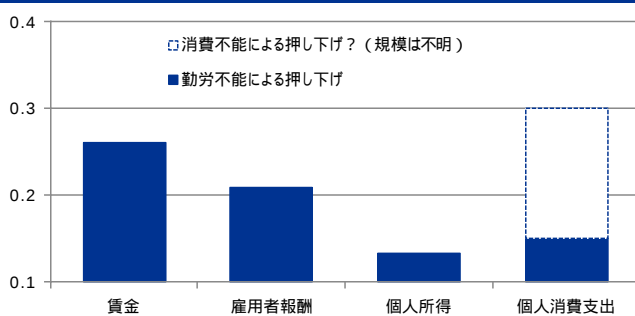
(出所)CEIC

失業保険申請件数の推移（千件、季節調整値）



(出所) U.S. Department of Labor

ハリケーン・サンディによる所得等の押下げ（%）



(出所)Department of Commerce

月以降、徐々に反転を始めている。

実際、10月に前月比▲4.4%と落ち込んだ新車販売台数は11月に8.7%と急増、2008年2月以来となる15百万台にのせた。先送りされた10月分の購入に加え、サンディにより毀損した自動車に対する買い替え需要が顕現化した模様である。

自動車ほどではないにしろ、消費支出については様々な品目において、復興消費が生じつつある。

小売売上高は10月に前月比▲0.3%と減少した後、11月に0.3%と増加した。一見すると伸びは小さいが、11月はガソリン価格が7%以上も下落した影響を勘案する必要がある。ガソリン販売を除いたベースで見れば、10月▲0.5%の後、11月0.8%と復興消費の拡大が確認できる（年末商戦の好調も含まれる）。また、復興に向けた動きは、民間や政府の固定資産投資を押し上げることにもなる。実際の投資拡大は2013年明け以降が中心になる見込みだが、11月分の先行指標から、多少なりとも住宅投資や設備投資に動意が生じる可能性がある。

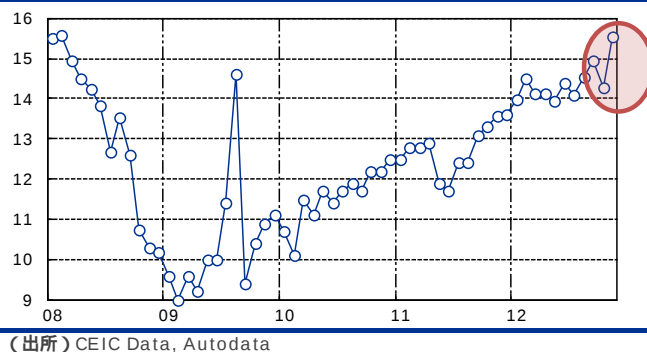
上述の通り11月からはプラス効果も徐々に生じているが、2012年10～12月期トータルでは、サンディによる経済フローへのインパクトはマイナス面が勝り、実質GDP成長率を若干押し下げる見込みである。一方、2013年1～3月期以降については、サンディにより毀損されたストックを再構築する動きが、復興投資などとしてフローの支出に反映されるため、寧ろGDP成長率を押し上げることになる。しかし、1～3月期は「財政の崖」による押し下げ（部分的な崖となる場合の押下げや、先行き不透明感により支出を抑制する悪影響）も同時に生じる。オバマ大統領及び民主党と共和党の交渉に依存するが、現時点で当社は「財政の崖」問題によるマイナスのインパクトが、復興投資等の影響を上回るため、1～3月期に復興投資のプラス寄与が計数として表面化することはないと予想している。

(3)回復が鮮明化する米住宅市場

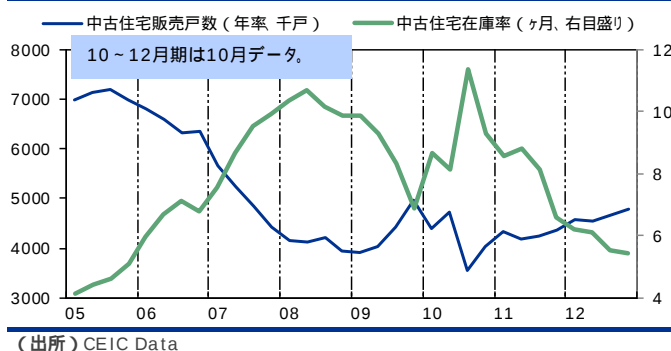
低調な設備投資や今一つ精彩を欠く個人消費を尻目に、住宅市場が回復基調を強めている。住宅販売の9割を占める中古住宅販売は7～9月期に前期比年率11.6%増加、10月も前月比2.1%と好調であり、2012年合計では前年比7～8%増加の年率460万戸が見込まれる。700万戸を上回っていた住宅バブル期とは比べようもないが、ボトムの2008年からは12%の増加である。販売回復を受けて、在庫は減少が続いており、在庫率⁶は5.4ヶ月と10ヶ月を超えていたピークの半分まで低下した。住宅バブル前1995～2005年の平均在庫率は5ヶ月程度であり、中古住宅市場における過剰感は概ね解消されたと言える。

こうした過剰感の低下は、よりカバレッジの広い「世帯数に対する住宅ストックの比率」からも確認できる。世帯数に対する通年利用住宅ストック

米新車販売台数の推移（年率、百万台）



中古住宅市場の動向



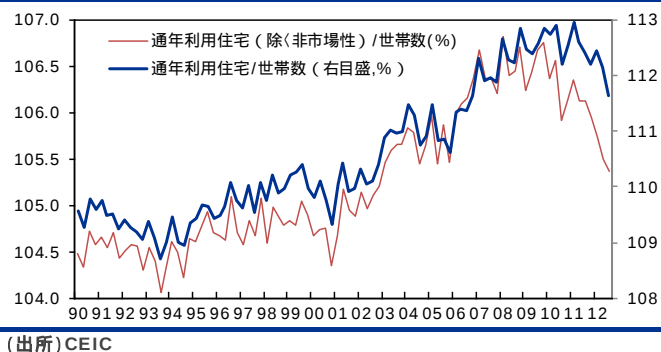
⁶ 当社試算の季節調整値。公表値の原系列とは異なる。

の比率を見ると、従来は、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でのみ過剰感の低下が示され、将来的に非市場性物件が市場へ流入した場合に需給悪化に至る懸念があった。しかし、足元では、非市場性物件を含めたベースでも住宅ストックの世帯数に対する比率の低下傾向が鮮明となりつつある。非市場性物件の動向に対する警戒は緩めるべきではないが、差し押さえ率が低下していることも踏まえれば、過度の懸念は不要であろう。

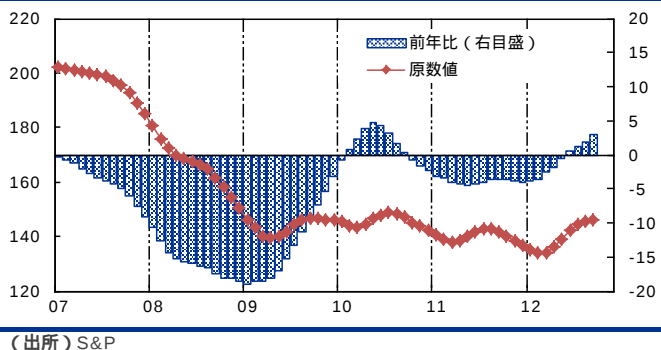
過剰感の解消は、住宅価格の動向からも確認できる。10月の中古住宅販売価格（中央値）は前年比11.1%と二桁上昇、水準で見ても10月としては2008年以来の高い水準である。つまり、2009～2011年の落ち込みを取り戻した。住宅価格の上昇は、より信頼性の高い住宅価格指数の動向からも読み取れる。市場で参照されることの多いS&Pケースシラー住宅価格指数（原系列）は6ヶ月連続の前月比プラスを確保し、9月の前年比は3%まで高まった。他の住宅価格指数も軒並み上昇している。米国の住宅需要期は春から初夏までのため、夏場から住宅市場は不需要期に入り、通常であれば7月以降の住宅価格指数は前月比で下落しやすい。しかし、今年は7月・8月・9月も前月比でプラスを維持しており（7月1.6%、8月0.8%、9月0.3%）、住宅価格に対する上昇圧力が強まっていることが読み取れる。なお、季節的な価格下押し圧力は9～10月がピークとなるため、10月のS&Pケースシラー指数が前月比で下落する可能性は否定できないが、仮に前月比マイナスとなっても過大に評価すべきではないだろう。

住宅市場における過剰感の後退や住宅価格の上昇は、住宅建設の拡大に繋がっている。住宅着工戸数は2012年7～9月期まで5四半期連続で前期比年率二桁の増加を記録、10月も前月比3.6%と拡大を続けた。10月の着工水準は7～9月期平均を14.6%も上回っており、11月以降が横ばいの場合、10～12月期は前期比年率72%を超える急増となる。住宅着工戸数は2012年平均でも前年比23～24%程度の大幅増加を記録、4年ぶりに70万戸台へのせる見込みである。なお、GDP統計の住宅投資としてカウントされる支出ベースを見ても、7～9月期まで6四半期連続で拡大、10月も7～9月期平均を大きく上回っており10～12月期の増加がほぼ確実な状況にある。こうした建設需要の拡大を受けて、ホームビルダーの景況感を示すNAHB住宅市場指数は11月に46と、一年前の19から急上昇し、中立水準の50まであと一歩に迫った。

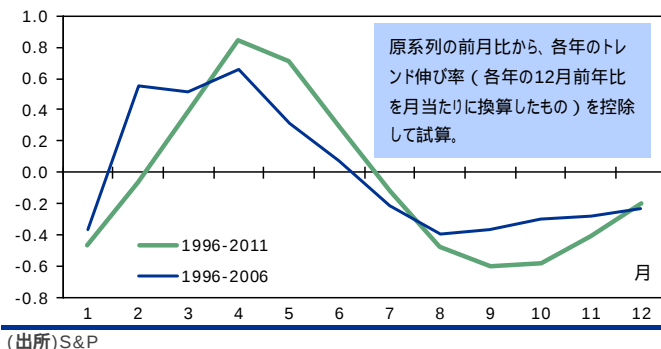
世帯数に対する通年利用住宅ストックの比率



S&P/CS住宅価格指数20都市（2000年1月=100）



S&P/CSの季節性（%Pt）



住宅価格の上昇は、家計のバランスシートを改善させている。7～9月期の資金循環勘定統計によると、住宅価格の上昇を受けて米国家計（含む非営利団体）の有形資産残高（主力は住宅などの不動産）は前期比年率 6.9%（4～6月期 7.2%）と3四半期連続で増加し、2008年10～12月期以来の水準を回復した。2009年から2011年まで底這いで推移していたが、2012年入ってから、増加基調が鮮明となりつつある。

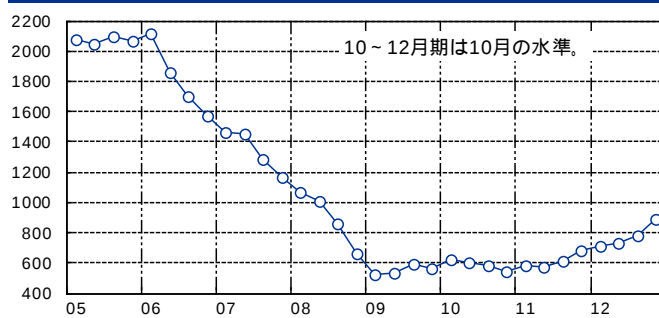
4～6月期に減少した金融資産も、株価上昇を受けて前期比年率 10.3%（4～6月期 ▲4.2%）と反転、残高は 53.6 兆ドルに達している。これは金融危機前のピーク 2007年7～9月期の 52.6 兆ドルを上回っており、金融資産残高は金融危機による落ち込みから一足早く脱したことになる。

有形資産と金融資産が共に増加したことから、家計の総資産は7～9月期に前期比年率 9.2%と増加、総資産から住宅ローンなどの金融負債を控除した純資産も 11.4%と明確に増加した。いずれも 2007年末以来の高い水準である。

米国経済の7割は、個人消費が占める。その個人消費の拡大を阻害する要因として、家計の資産及び債務状況、雇用所得環境の改善の遅れ、「財政の崖」問題、が指摘されてきた。しかし、本稿で見てきたように、住宅市場は明確な回復に転じており、寧ろ足元では、家具などの住宅関連消費の拡大や資産効果を通じて、個人消費の拡大を促す方向に寄与している。実際、住宅価格の上昇を受けて、住宅資産価値の上昇を金融的に取り出すことに相当するホーム・エクイティ・ローンに対する需要が足元で回復しつつもある。金融機関の貸し出し担当者を対象としたアンケート調査ではホーム・エクイティ・ローンに対する需要DIが7月調査からプラスに転じた。従って、家計の資産及び債務状況は、消費拡大の阻害要因ではなく、寧ろ支援要因となりつつある。

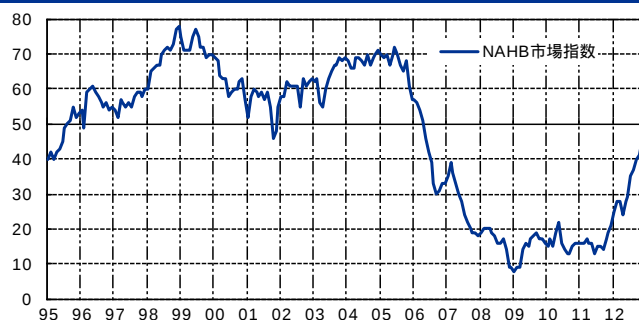
また、11月の雇用統計が示したように、雇用情勢は回復基調を強めている。未だ、回復テンポは緩やかで賃金上昇に繋がるほどではないため、消費拡大に及ぼす影響は限定的なものにとどまる。しかし、

住宅着工（年率換算、千戸）



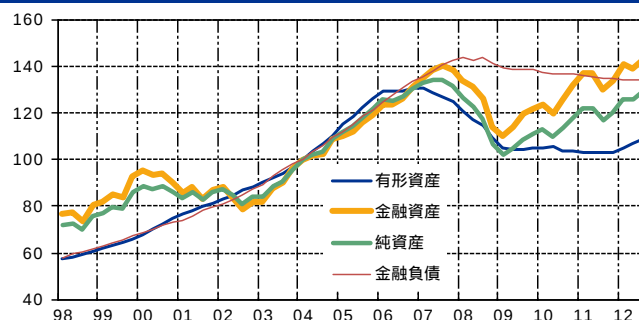
（出所）Department of Commerce

住宅デベロッパーの景況感（NAHB市場指数、中立=50）



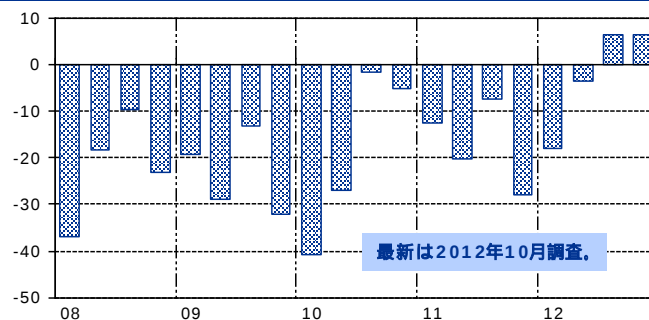
（出所）NAHB

家計の純資産などの推移（2004Q1=100）



（出所）CEIC Data

ホームエクイティローンに対する需要DI（強い-弱い）



（出所）Federal Reserve Board

雇用所得環境の改善の遅れが、消費拡大を阻害する度合いは明らかに減退している。

以上を踏まえれば、雇用所得環境やバランスシートといったファンダメンタルズ面における消費阻害要因は後退しており、残るのは、政治リスクである。「財政の崖」問題となる。「財政の崖」問題の解決は、一定の負担増及び給付減を伴う可能性が高く、その点において個人消費にとってはネガティブに働く。しかし、財政赤字削減のために負担増が必要なことは、米国民に広く認識されており、寧ろ「財政の崖」問題が政治的なコンセンサスをもって解決され、「崖(Cliff)」から「坂(slope)」に変化するという不透明感の解消こそが重要となるだろう。「財政の崖」問題が解決に向かえば、個人消費が拡大基調を強める環境がようやく整うことになる。

2. 金融政策

(1) Fed が時間軸に数値基準を導入

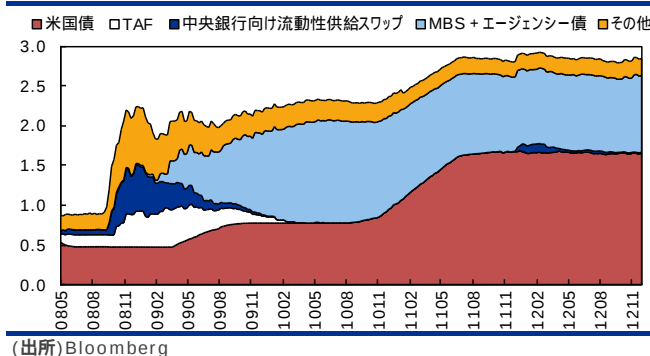
Fed は 12 月 11～12 日に今年最後の FOMC を開催し、新たに二つの施策を講じた。一つは 2012 年末で終了するオペレーション・ツイストの長期債買入による代替であり、買入額はオペレーション・ツイストによる長期国債購入額と同等の月当たり 450 億ドルとなる。もう一つは、将来の利上げ時期を示唆するフォワードガイダンス、いわゆる時間軸文言を、従来の特定期日から失業率及びインフレ率の数値基準等による記載へ改めることである。両施策とも、市場において導入が予想されており、全くの予想外という訳ではない。しかし、後者の時間軸文言への数値基準導入には、FOMC 内の意見調整におもむく時間を必要とし、導入は 2013 年以降になると考える向きが当社も含め多数を占めていたため、サプライズと言える。後述するように、バーナンキ FRB 議長とイエレン副議長の強い意志を感じることができる。

二つの施策は、目的が大きく異なる。まず、オペレーション・ツイストの代替としての長期国債買入は、オペレーション・ツイストの 2012 年末終了による金融引き締めを回避すると同時に、追加金融緩和を実施するものである。2013 年 1 月からの国債買入額 450 億ドル/月は、オペレーション・ツイストと同額であり、かつ NY 連銀が公表した買入対象国債の平均残存期間も約 9 年とオペレーション・ツイストから変わらない。しかし、オペレーション・ツイストで長期国債買入と同時に行っていた短期国債売却は終了するため、Fed のバランスシート拡張に繋がり、金融緩和度合いの拡大、すなわち追加金融緩和となる。なお、従来の MBS 買入 400 億ドルと合わせ毎月 850 億ドルの長期債買入れ（400 億ドル + 450 億ドル）が行われ、かつ償還されるエージェンシー債や MBS、国債の元本は再投資されるため、現在の施策に変更がなければ、今後 1 年間で Fed のバランスシートは 1 兆ドル程度拡大（850 億ドル × 12 ヶ月 = 1.02 兆ドル）、現在 2.84 兆ドルの Fed のバランスシートは 4 兆ドル弱へ膨らむ。FOMC ステートメントに示された景気認識には前回から大きな変化がないが、追加金融緩和を妥当とするほどに FOMC 参加者は米国経済の先行きを慎重に見ていると判断することができるだろう。

なお、FOMC 終了後の記者会見においてバーナンキ議長は、現在の米国経済における最大の懸念材料である「財政の崖」について、米国経済の「財政の崖」からの転落がメインシナリオではないとしつつも、転落した場合の金融政策対応を否定していない。但し、従来から繰り返し指摘している通り、財政政策を金融政策が完全に代替できない点も強調した。

次に、時間軸文言の変更は、コミュニケーション円滑化のための施策と位置付けられる。これまで FOMC 公表文（ステートメント）では、超低金利維持の時間軸文言として「少なくとも 2015 年半ばまで、FF 金利の異例な低水準が正当化される⁷」と記載し、「少なくとも 2015 年半ば」という特定

FEDの資産推移（兆ドル）



⁷ “exceptionally low levels for the federal funds rate are likely to be warranted at least through mid-2015”

期日を用いてきた。しかし、こうした特定期日による方式は、FOMCステートメントの公表を待たなければ、経済状況等の変化が金融市場に反映されにくいという問題を有している。すなわち、経済情勢の変化により、金融政策のタイム・ホライズンは本来リアルタイムに変化するが、FOMCという中間変数を経由しなければ、それが金融市場へ反映されにくかったのである。

対して、12月のFOMCで新たに導入された「少なくとも失業率が6.5%を上回る水準にとどまるとともに、向こう1~2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%を0.5%ポイント超上回らず、長期インフレ期待が引き続き十分に抑制されている限り、FF金利を異例の低水準とすることが適切になる⁸」との表現は、経済指標の数値基準(thresholds)に紐付けすることで経済情勢の変化をダイレクトに、市場の金融政策予想へ反映させ、イールドカーブの変化を促すものとして、前向きに評価することができる。しかし、こうした経済指標の数値基準を用いた時間軸文言は、幾つかのリスクを潜在的に孕んでいる。

第一のリスクは、金融政策の柔軟性を損なうリスクである。新たな時間軸文言は『インフレ率がFedのデュアルマニデートに適うインフレ率である2%を0.5%超上回らず、失業率が6.5%を上回る限値において、超低金利維持が妥当』との内容であり、これだけであれば、金融政策が経済指標による自動操縦(autopilot)となり、杓子定規に運営されるリスクが存在する。そうしたリスクを回避するために、FOMCステートメントでは超低金利維持の条件に「長期インフレ期待の抑制」を加えると同時に、実際の金融政策決定は「労働市場の状況に関するさらなる尺度」や「インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標」、「金融動向の見通しを含むその他の情報」も考慮してバランスの取れたアプローチに基づく、とも併記して金融政策運営の柔軟性を確保しているのである。

第二のリスクは、経済指標の数値基準を実際の時間軸へ読み替える際に生じる解釈相違のリスク、である。これについてFOMCステートメントでは、新たな数値基準による時間軸文言が「期日に基づいた従来のガイダンスと整合性する(consistent)」と記し、現時点においては「少なくとも2015年半ば」との従来の時間軸に一致することを示唆している。実際、FOMCがステートメントと同時に公表した見通し(SEP: Summary of Economic Projection)では、2015年最終四半期にインフレ率が1.7~2.0%と2%を下回り、同時に失業率は6.0~6.6%と見込まれており、2015年半ばから後半にかけて経済情勢が利上げ検討の基準を満たす見込みであることを確認できる。すなわち、新たな時間軸は、SEPとの組み合わせにおいて有効に作用するフレームワークと言えるだろう。なお、SEPに含まれている最初の利上げタイミングに関するFOMC参加者の回答においても、2015年利上げが19名中13名と最多で

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	1.8	2.3	3.0	3.0	3.5	3.0	3.7	2.3 2.5
	前回見通し	1.7	2.0	2.5	3.0	3.0	3.8	3.0	3.8	2.3 2.5
失業率		7.8	7.9	7.4	7.7	6.8	7.3	6.0	6.6	5.2 6.0
	前回見通し	8.0	8.2	7.6	7.9	6.7	7.3	6.0	6.8	5.2 6.0
PCEデフレーター		1.6	1.7	1.3	2.0	1.5	2.0	1.7	2.0	2.0
	前回見通し	1.7	1.8	1.6	2.0	1.6	2.0	1.8	2.0	2.0
コアPCEデフレーター		1.6	1.7	1.6	1.9	1.6	2.0	1.8	2.0	-
	前回見通し	1.7	1.9	1.7	2.0	1.8	2.0	1.9	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		0		2		3		13		1
	前回見通し	1		3		2		12		1

(出所) Fed

⁸ “appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee’s 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored”

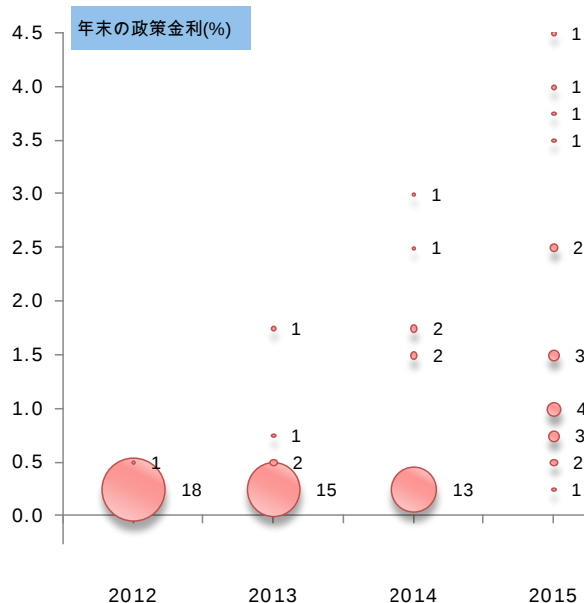
ある（2016年の1名を含めれば14名）。

第三のリスクは、米国経済の構造変化により将来的に数値基準が変化するリスクである。FOMCでは米国経済の長期均衡を成長率2.3～2.5%、失業率5.2～6.0%、インフレ率2.0%と判断した上で、前述の数値基準を導入した。しかし、近い将来に米国経済の構造変化が生じた場合（もしくは明らかとなった場合）数値基準も変更を迫られ、金融政策運営が不安定となるリスクがある。こうしたリスクも勘案した上で、FOMCは数値基準を導入し、柔軟性確保で対処する方針と考えられるが、将来的な変化への留意は必要であろう。

今回導入された数値基準は、あくまでも超低金利維持の時間軸に関するものにとどまり、資産買入の期間や、利上げ開始後の金融政策を拘束するものではない。その観点で、Fedの金融政策フレーム全体に変化があったわけではない。今回の数値基準をFOMCの新たな「目標（Goals、Targets）」とする解釈も一部で見られるが、あくまでも超低金利維持解除を検討するに際しての基準（thresholds）であり、新たな目標が設定されたわけではないのである。なお、今回のFOMCステートメントでは、資産買入終了と利上げの間に相当のインターバルが存在することが新たに追加されており、米国経済が十分な回復軌道にのったことを慎重に確認した上で、金融引き締めへ転じるスタンスが強調された。

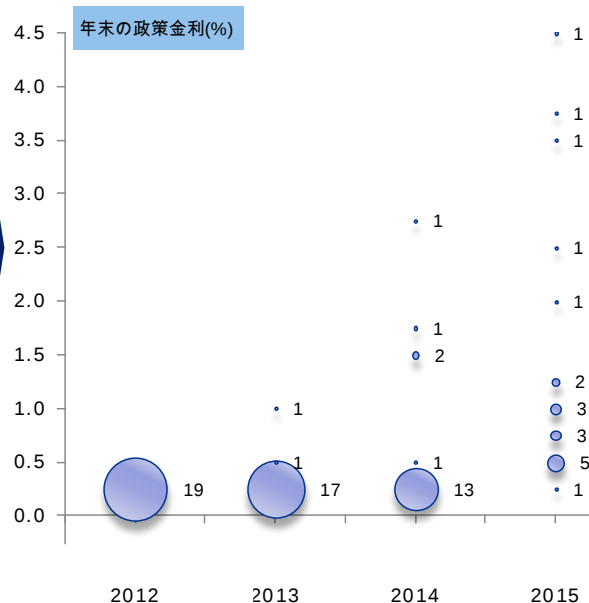
今回導入された二つの施策は、追加金融緩和を伴うものだが、オペレーション・ツイストに替えての月当たり450億ドルの長期国債買入という内容は、市場予想に沿ったものである。またコミュニケーション円滑化もFOMC自身が現時点で従来の「少なくとも2015年半ば」と一致することを明記しており、時間軸の実態的な変更を伴うものでもない（あくまでもコミュニケーション方式の変更にとどまる）。従って、FOMCを受けて、米国経済や金融政策の見通しを変更する必要はないと言える。当社は、2014年中ごろまでオープンエンドの資産買入が続き、利上げ時期は現時点でのFOMCステートメントの示唆通り2015年半ばから後半になると予想している。

適切な金融引き締めペース（9月時点）



（出所）Fed

適切な金融引き締めペース（12月時点）



（出所）Fed

(2)バーナンキ議長の退任後も続く金融政策フレームワーク

冒頭でも述べたように、時間軸への経済指標に基づく数値基準は将来的に予想されていたが、今回のタイミングでの導入はサプライズである。今回導入された施策は、FRBの人事面について二つの示唆を与えるものと言える。一つは、バーナンキ FRB 議長が退任後に向けて、金融政策のフレームワークを概ね完成した点である。時間軸文言を特定期日から経済指標の数値基準へ変更し、同時に有期であったオペレーション・ツイストを無期（オープンエンド）の長期債買入に組み替えたことで、時限的な措置が解消され、バーナンキ議長が退任しても一定のルールを原則として金融政策が運営されるフレームワークが完成したと判断できる。2014 年 1 月に予定されるバーナンキ議長の任期満了に際して、オバマ大統領は再任を望む可能性が高い。しかし、バーナンキ議長は学界への復帰を望んでいると見られており、退任後の金融政策運営に多少の不確定要素があった。しかし、今回のフレームワーク完成により、その不確定度合いは大きく低下したと言える。

もう一つは、イエレン副議長の影響力の高まりである。今回導入された時間軸への数値基準導入などのコミュニケーション政策は、バーナンキ議長の求めに応じてイエレン副議長が中心となって検討を重ねてきたものである。議事要旨によれば、前回 10 月 FOMC の段階では数値基準の導入について FOMC 参加者のコンセンサスは得られておらず、その後の地区連銀総裁講演などでも慎重意見が散見された。それに関わらず、12 月 FOMC において数値基準を導入できたのは、バーナンキ議長のリーダーシップはもちろん重要だが、同時にイエレン副議長の FOMC 内での影響力が高まりつつあることの現れでもあるだろう。イエレン副議長がバーナンキ議長の後任となることに意欲を示しているか否かは不明だが、バーナンキ議長が退任を望む場合に、イエレン副議長が後任候補の筆頭となる可能性は高いだろう。イエレン副議長は、クリントン政権時代に FRB 理事と CEA（大統領経済諮問委員会）委員長を歴任しており、民主党にも近い。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当然に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。

3. 経済動向分析

(1) 7～9 月期成長率は上方修正だが...

2012 年 7～9 月期成長率は、一次推計値の前期比年率 2.0% が二次推計値で 2.7% へ上方修正された。市場予想では 2.8% への上方修正が、当社も 2.6% への上方修正を見込んでおり、サプライズはない。但し、ヘッドラインである成長率が潜在成長ペース近辺へ上方修正されたのとは裏腹に、民間最終需要は大幅に下方修正されている。米国経済の先行き見通しを、従来想定から好転させる内容とは言えない。

成長率の上方修正に寄与したのは、在庫投資と純輸出である。干ばつを受けた農業在庫のマイナス寄与は変わらないが、9 月分データの公表を受けて非農業在庫が上方修正され、在庫投資の成長率に対する寄与度は一次推計値の年率 ▲0.12%Pt から 0.77%Pt へと大幅に上方修正された。また、輸出と輸入は共に上方修正されたが、輸出の修正幅が大きく（一次：前期比年率 ▲1.6%→二次：1.1%）純輸出の寄与度は一次推計値の年率 ▲0.18%Pt が 0.14%Pt へと、プラスに転じている。

こうした上方修正を一部相殺したのが、民間最終需要の下方修正である。何よりも、個人消費が前期比年率 2.0% から 1.4% へ、大幅に下方修正されたのが目立つ。耐久財消費は 8.7%（一次 8.5%）と高い伸びを維持したものの、非耐久財消費（2.4%→1.1%）とサービス消費（0.8%→0.3%）の下方修正が響いた。7～9 月期の個人消費の伸びは 4～6 月期の 1.5% にも届かず、マインド改善や雇用環境の回復にも関わらず、個人消費がなお低調であったことが示されている。また、設備投資は予想外の下方修正だった。大方の予想通り、構築物投資は上方修正されたものの（一次：前期比年率 ▲4.4%→二次：▲1.1%）機器及びソフトウェア投資の下方修正（0.0%→▲2.7%）が大きく、設備投資全体では前期比年率 ▲1.3% から ▲2.2% へ下方修正されている。民間最終需要とりわけ個人消費の下方修正は、米国経済が未だ脆弱であり、金融・財政政策の支援を必要とすることを示唆していると言える。

7～9 月期の成長率上方修正は、概ね当社の予想通りである。そのため、2012～2014 年の成長率見通しに修正はない。但し、7～9 月期二次推計値を反映させるかたちで、各コンポーネントの見通しは若干見直している。

当社では、米国経済の成長率を 2012 年 2.2%、2013 年 1.9%、2014 年 2.4% と予想する。2013 年は 4～6 月期以降の成長加速を予想している。しかし、ハリケーン・サンディと「財政の崖」への不安による支出抑制で 2012 年 10～12 月期及び 2013 年 1～3 月期が低成長となるため、2013 年平均の成長率は 2% に届かない見込みである。2014 年は潜在成長ペースでの拡大を予想している。

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	1.8	1.8	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	7.1	3.5	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	▲1.5	▲2.7	▲3.6
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(0.3)
輸出	▲9.1	11.1	6.7	3.7	5.1	7.0
輸入	▲13.5	12.5	4.8	2.8	2.7	3.9
名目 GDP	▲2.2	3.8	4.0	4.1	3.6	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	158	186	227
経常収支(10億ドル)	▲382	▲442	▲466	▲454	▲376	▲331
(名目GDP比, %)	▲2.7	▲3.0	▲3.1	▲2.9	▲2.3	▲2.0
貯蓄率(%)	4.7	5.1	4.2	3.6	2.9	2.5
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。

(2)雇用情勢は民間部門主導で堅調

米労働省が公表した 2012 年 11 月の雇用統計は、予想外に堅調な内容だった。事業所データから算出される非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll Employment）は 11 月に前月差 +14.6 万人と 10 月改訂値の +13.8 万人を上回る伸びを示した。市場予想では、ハリケーン・サンディによる就業不能の影響から、+8.5～9.0 万人と 10 万人を下回る増加が見込まれていたため、大きなサプライズと言える。内訳は民間部門が +14.7 万人（10 月 +18.9 万人）、公的部門は▲0.1 万人（10 月▲5.1 万人）である。

家計調査ベースでの「悪天候により就業不能だった雇用者数」は 36.9 万人と 2007～2011 年の 5 年平均 6.5 万人を大きく上回っており、サンディは雇用情勢に一定の悪影響を及ぼしたと考えられる。しかし、サンディの悪影響は、昨年や一昨年の大雪による就業不能雇用者数を大きく下回っており、少なくとも全米ベースの非農業部門雇用者数で見た場合、際立って大きなものではなかった模様である⁹。

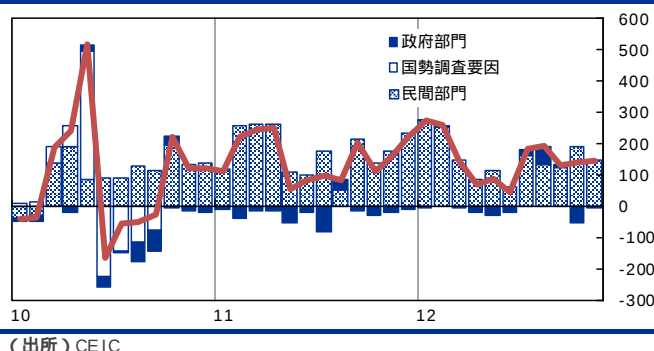
11 月実績の公表に伴い、NFP は 9 月データが前月差 +14.8 万人から +13.2 万人へ、10 月データは +17.1 万人から +13.8 万人へ、合計 4.9 万人下方修正された。この下方修正分を考慮すれば、11 月 NFP の水準は市場予想並みとも言える。但し、今回の下方修正は公的部門に集中しており、修正幅は公的部門が 2 ヶ月計で▲4.8 万人に対し、民間部門は▲0.1 万人とほぼ変わらずである。

以上を踏まえれば、サンディは民間部門の雇用情勢に（際立ってではないが）一定の悪影響を及ぼし、民間部門の雇用の伸びは 10 月の前月差 +18.9 万人が 11 月は +14.7 万人へ減速したが、それでも 15 万人前後の伸びを確保し、堅調との評価が可能である。「財政の崖」に対する懸念があったものの、11 月に民間部門の雇用情勢は改善傾向を強めたと判断できる。

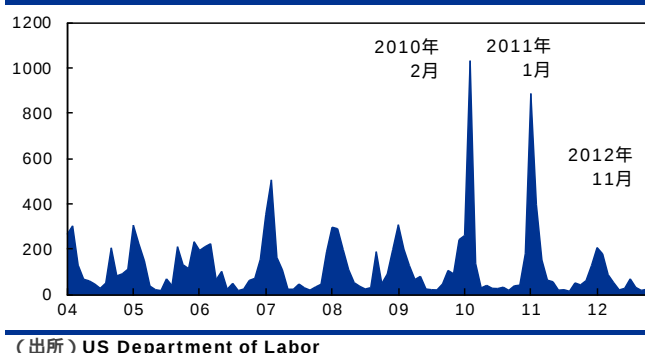
一方、10 月分が 3.8 万人も下方修正され、前月差▲5.1 万人と昨年 7 月以来の減少を記録した公的部門の動きが懸念される。公的部門は今年に入り下げ止まりの動きを見せていたが、10 月以降は再び弱含んでいる。11 月は▲0.1 万人とほぼ横ばいだが、民間部門とは逆に、サンディからの復旧活動がプラスに寄与している可能性があり、そのプラスを加味しても横ばい近傍に過ぎないとも解釈できる。「財政の崖」を控える下で、不安が募る内容と言えるだろう。

足元で民間雇用者数の増加をサポートしている要因の一つとして、年末商戦の序盤戦好調が指摘でき

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



悪天候により就業不能だった雇用者数（千人）



⁹ 但し、同じ雇用情勢を示す ADP 調査では、公表元である Moody's によるとサンディの影響で製造業、小売業、レジャー、医療などで合計 8.6 万人の雇用が押し下げられた模様である。統計により、認識は異なる。

る。小売業の雇用者数は 10 月前月差 +5.1 万人、11 月 +5.3 万人と 2 ヶ月連続で高い伸びを示した。2 ヶ月で 10 万人を超える雇用増加は金融危機後で初めてである。年末商戦の影響を確認するために原系列の前月差を用いて商戦に向けた季節雇用の大きさを確認すると、10 月こそ +8.0 万人と 2011 年の +12.9 万人を下回っていたが、11 月は +61.1 万人と 2011 年の +51.3 万人を大きく上回る伸びを示している。こうした 10～11 月における小売業の季節雇用は、金融危機後において最大、金融危機前と比較しても遜色ない水準である。但し、「財政の崖」問題などを受け、消費者マインドが 12 月に急低下するなど、今後については不安材料がある点には留意が必要である。昨年同様、12 月に小売業雇用の伸びが失速するリスクがある。

家計調査から算出される失業率は、11 月に 7.7% (10 月 7.9%) へ低下、2008 年 12 月の 7.3% 以来の低水準を記録した。しかし、11 月の失業率低下は、労働力率が 63.6% へ 0.2%Pt 低下した影響が大きく、必ずしもポジティブに評価できるものではない。労働力率低下を受けて労働力人口が ▲35.0 万人 (10 月 +57.8 万人) と 3 ヶ月ぶりに減少、失業者数 (▲22.9 万人) の減少も招き、失業率の低下に繋がった。なお、雇用者数も ▲12.2 万人 (10 月 +41.0 万人) と 3 ヶ月ぶりに減少して

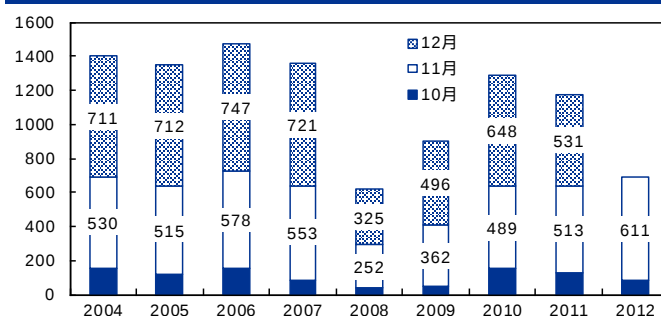
いる。なお、過去 1 年の雇用者数増加率は NFP が前年比 1.43%、家計調査雇用者数は 1.88%、家計調査雇用者数を NFP 概念に調整したベースでも 1.39% と、均してみると家計調査データが劣っている訳ではない。但し、労働力率に明確な回復傾向が未だに確認できない点は、米国の潜在成長率を考える上で憂慮される。

(3) 復興消費と年末商戦好調で小売拡大

小売・飲食サービス売上高 (以下、小売売上高) はハリケーン・サンディの影響で 10 月に前月比 ▲0.3% と落ち込んだ後、11 月は 0.3% 増加した。ヘッドラインは一見すると 10 月の落ち込みを十分に取り戻していないが、11 月にガソリン価格が前月比 ▲7.8% と急落し、ガソリン販売も ▲4.0% と落ち込んだ影響を考慮する必要がある。ガソリン販売を除いたベースでは 10 月 ▲0.5%、11 月 0.8% と明確な増加を確認できる。

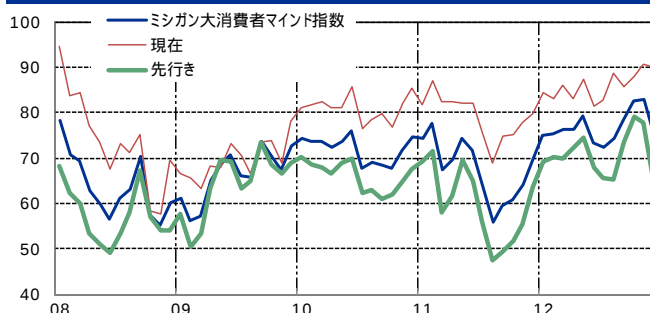
11 月の販売増加は、サンディにより毀損した自動車の買い替え等により自動車販売が 1.4% (10 月 ▲1.9%) と反転した影響が大きいものの、自動車とガソリンを除いたベースでも 10 月 ▲0.2%、11 月

小売業の年末商戦の雇用増減 (原系列、前月差、千人)



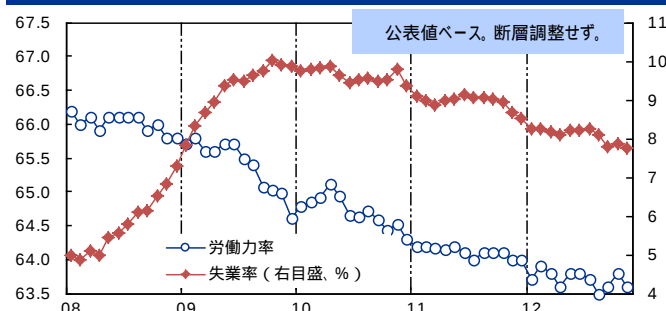
(出所) U.S. Department of Labor

ミシガン大消費者マインド指数



(出所) Univ. Michigan, Thomson Reuters

労働力率と失業率の推移 (%)



(出所) CEIC

0.7%と高い伸びを示している。サンディに伴う復興消費が含まれる点を割り引いても、11月の小売業販売は堅調と評価できるだろう。但し、上述の通り、12月に入り、ミシガン大消費者マインド指数が大幅に悪化した点は懸念される。

11月の小売売上高を品目別に見ると、前述の自動車に加え、家具（10月▲0.6%、11月1.0%）や電気製品（10月▲1.2%、11月2.5%）など耐久財の増加が目立つ。10月の購入不能の持越しに加え、復興消費があるほか、電気製品の高い伸びは年末商戦序盤の好調も反映している。復興消費を反映し、建設資材も1.6%（10月▲1.2%）と伸びた。

年末商戦序盤の好調が、上述の電気製品（10月前月比▲1.2%、11月2.5%）や衣料品（10月0.3%、11月0.9%）などの増加から確認できる。但し、小売各社の月次業績が明らかとするように、百貨店などは寧ろサンディによる序盤の店舗閉鎖の悪影響が大きく、10月、11月共に▲0.8%と減少した。一方、オンライン販売の拡大を反映し、無店舗小売は11月に3.0%（10月▲1.0%）と極めて高い伸びを示している。

(4)世界経済低成長とサンディで輸出急減

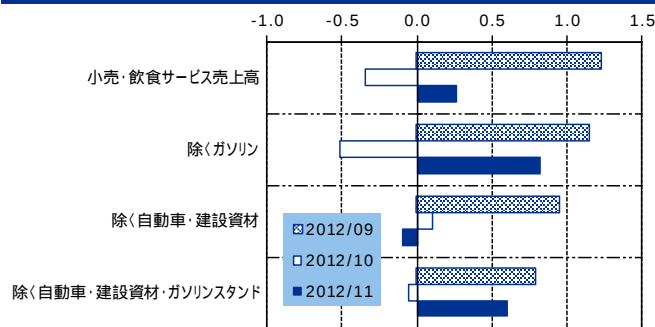
10月名目輸出（BOPベース、含むサービス）は前月比▲3.6%（9月3.1%）と急減した。石油輸出が▲5.9%（9月23.4%）、非石油輸出も▲4.7%（9月▲4.7%）と共に振るわない。価格変動の影響を除いた実質ベース（但し財のみ）でも、財輸出は▲4.8%（9月3.1%）と大きく落ち込んでいる。

10月の減少には、ハリケーン・サンディにより東海岸主要港が10月末に閉鎖された影響が含まれるほか、9月に急増した反動もあると考えられる。仕向け地別に見ると、東海岸からの輸出が多い欧州向けや中南米向けなどが大きく落ち込む一方、環太平洋向けの減少は小幅であり、サンディの影響が読み取れる。なお、品目別に見ると、生産財から消費財、資本財まで軒並み低調である。しかし、そうしたサンディなどの特殊要因を割り引いても、世界経済の低成長により米国の輸出が押し下げられていることは間違いない。

名目輸入は10月に前月比▲2.1%（9月1.5%）、実質財ベースでも▲3.7%（9月1.1%）と減少した。輸入にも、サンディによる港湾閉鎖の影響があると考えられる。

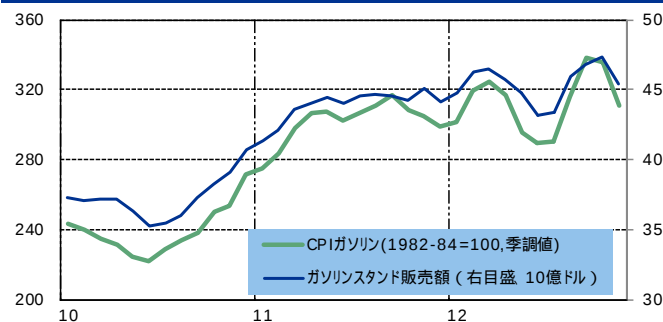
名目ベースでは輸出の減少幅が輸入の減少幅を大きく上回ったため、貿易赤字は4.9%拡大した（9月は5.4%減少）。実質ベースでも減少率は輸出が

小売・飲食サービス売上高の定義別変動（前月比、%）



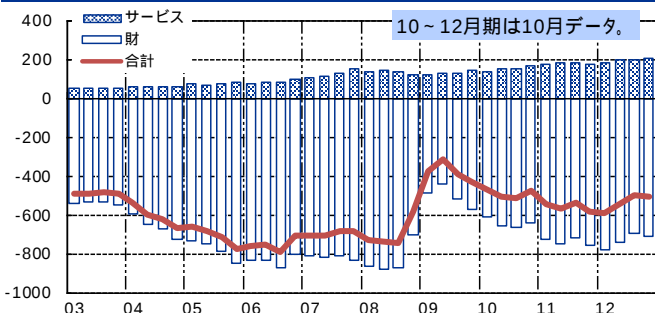
(出所)CEIC

ガソリン価格と販売額



(出所)CEIC

名目貿易収支の推移（年率、10億ドル）



(出所)US Census Bureau

輸入を上回るものの、輸入のボリュームが大きい
ために、貿易赤字は▲1.0%と若干だが縮小してい
る。輸出低迷は10～12月期の企業活動や米国経
済を考える上でネガティブだが、GDPベースの純
輸出と連動する実質貿易赤字は10月水準が7～9
月期平均を2.4%程度下回っており、現時点で純
輸出が成長率を大きく押し下げるとまでは示唆さ
れていない。

(5)工場再稼働も製造業は振るわず

鉱工業生産は、ハリケーン・サンディによる工場
稼働停止の影響で10月に前月比▲0.7% (▲0.4%
から下方修正)と減少した後、再稼働を受けて11
月に1.1%増加した。製造業に限れば10月に▲
1.0% (▲0.8%から下方修正)と減少、11月は1.1%
の増加である。

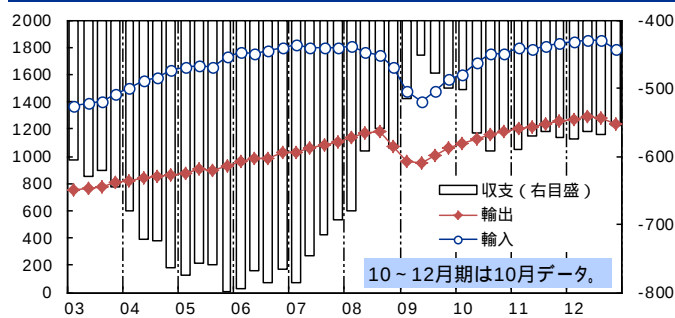
10月がサンディの影響で押し下げられ、11月に
リバウンドしていることから、10～11月を均して
見ると、鉱工業生産は97.0と9月97.1からほぼ
横ばいだが、製造業生産は94.8と9月95.1を下
回っている。サンディの影響を勘案しても、世界
経済の低成長を受けた輸出の低い伸びや財政の崖
を懸念しての在庫圧縮が響き、製造業の生産活動
は低調と言える。なお、製造業以外は、鉱業が0.8%
(10月0.3%)、電気・ガスが1.0% (0.0%)と相
対的に堅調である。

低調な製造業生産は、11月の製造業ISM指数が49.5と50割れに転じたことと整合的である。製造
業ISM指数の内訳を見ると、新規受注(10月54.2→11月50.3)や在庫(10月50.0→11月45.0)、
雇用(10月52.1→11月48.4)の低下が目立っており、「財政の崖」による不透明感を映じて、企業
が発注や雇用、在庫を絞り込んでいることが確認できる。なお、在庫については自社在庫のみならず、
顧客在庫も42.5(10月49.0)と極めて低水準にあり、在庫調整が受注減などの効果を増幅している
と考えられる。

(6)インフレは安定継続

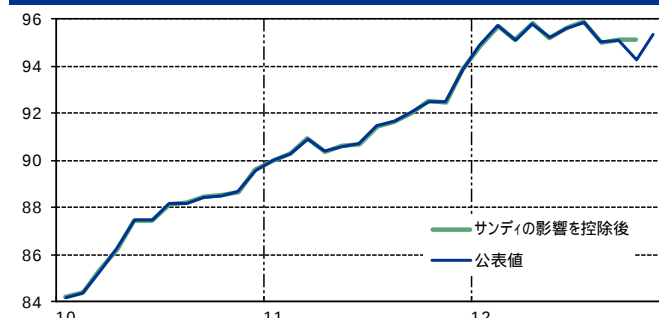
11月消費者物価指数(CPI)はヘッドライン(日本でいう「総合指数」)が前月比▲0.3%(10月0.1%)
と5月以来の低下に転じた。主因はガソリンなどエネルギー価格の下落であり、エネルギー価格は▲
4.1%と大幅に低下し、ヘッドラインを約0.4%Ptも押し下げた。エネルギーを除いたベースでは0.1%
(10月0.2%)と上昇している。また、エネルギーと食料を除いたコア指数は前月比0.1%(10月0.2%)
と引き続き緩やかな上昇基調にあり、前年比はヘッドラインが1.8%(10月2.2%)、コアは1.9%(10

実質財収支の推移(年率、10億ドル、貿易統計)



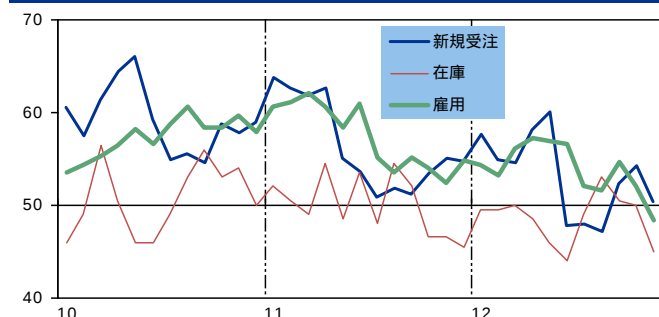
(出所) US Census Bureau

製造業生産の推移(2007=100)



(出所) Fed

製造業ISM指数の主要コンポーネント(中立=50)



(出所) Institute for Supply Management

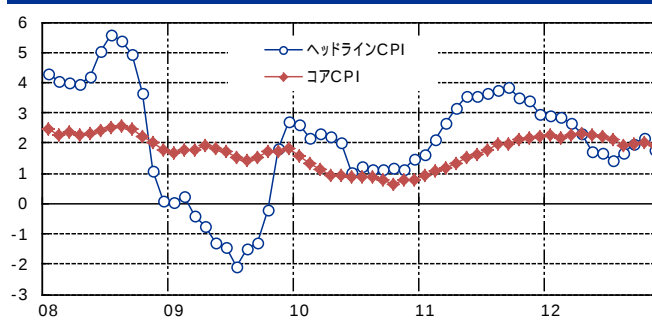
月 2.0%) と、総じて FOMC がマンドートとして掲げる 2% に概ね適う伸びとなっている。

品目別内訳を見ると、上述の通り、輸送分野に含まれるガソリン価格が前月比 ▲ 7.4% (10 月 ▲ 0.6%) と大幅に下落し、全体を大きく押し下げた。他ではボラタイルな動きの続いている衣服が ▲ 0.6% (10 月 0.7%) と下落したのだが目立つ。飲食料品は 2 ヶ月連続で 0.2% の上昇を記録したが、穀類や肉類に上昇は見られず、夏の干ばつによる上昇ではない。干ばつの影響が表面化するのには年明け以降と見込まれる。

トレンド関連データを見ると、刈り込み平均 CPI が 12 ヶ月前比 1.9% (10 月 1.9%)、CPI 中央値は 2.2% (10 月 2.2%)、粘着価格 CPI も 2.2% (10 月 2.2%) といずれも 10 月から変わらずの伸びになり、2012 年を通じて概ね安定的な推移を示している。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 2.45% (10 月 2.52%) と若干低下、ミシガン大調査による 5 年期待インフレ率は 3% 弱で安定推移となっており、目立った変化が見られない。

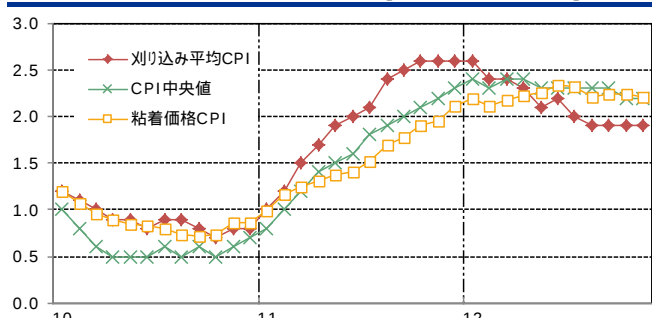
総括すれば、米国のインフレ率は CPI で見て 2% 程度で安定推移が続いていると判断できる。インフレ率が継続的に高まっていくリスクは限定的と判断される。

CPI のヘッドラインとコア (前年比、%)



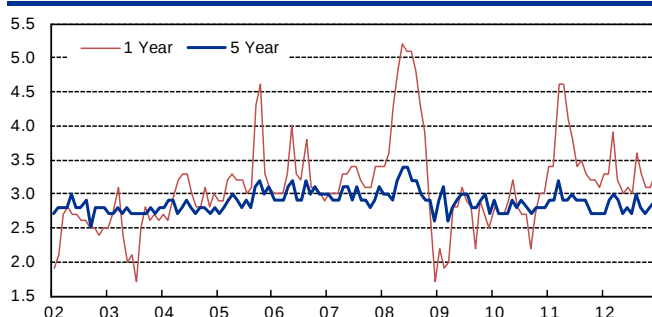
(出所) CEIC

CPI のトレンド指標推移 (前月比年率%)



(出所) CEIC Data

期待インフレ率の推移 (%)



(出所) University of Michigan

【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	5.5				
実質GDP	4.1	2.0	1.3	2.7				
個人消費	2.0	2.4	1.5	1.4				
住宅投資	12.0	20.6	8.4	14.3				
設備投資	9.5	7.5	3.6	▲2.2				
政府支出	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.5				
輸出	1.4	4.4	5.2	1.1				
輸入	4.9	3.1	2.8	0.1				
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	Aug-12	Sep-12	Oct-12	Nov-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	2.9	2.1	0.1	0.4	0.0	
消費者信頼感	53.6	67.5	65.3	65.0	61.3	68.4	73.1	73.7
小売売上高	8.5	6.6	▲1.0	5.3	1.0	1.2	▲0.3	0.3
除く自動車、ガソリン、建設資材等	6.1	5.4	1.4	3.9	▲0.1	0.8	▲0.1	0.6
鉱工業生産	5.1	5.9	2.4	0.3	▲1.0	0.2	▲0.7	1.1
住宅着工件数(年率換算、千件)	678	715	736	780	750	863	894	
中古住宅販売戸数	11.8	19.6	▲2.6	11.6	8.1	▲2.9	2.1	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	6.4	6.2	6.5	5.6	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	▲23.8	0.3	▲0.5	2.9	
民間非居住建設支出	12.1	31.5	3.5	▲1.1	▲0.7	0.5	0.3	
貿易収支(10億ドル)	▲146	▲148	▲137	▲124	▲43	▲40	▲42	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲143	▲144	▲141	▲142	▲48	▲47	▲46	
実質財輸出	5.9	3.6	8.1	▲2.3	▲2.6	3.1	▲4.8	
実質財輸入	6.2	2.7	3.0	▲0.7	▲1.1	1.1	▲3.7	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.4	53.3	52.7	50.3	49.6	51.5	51.7	49.5
ISM非製造業指数(四半期は平均)	52.7	56.7	53.1	53.8	53.7	55.1	54.2	54.7
失業率(%)	8.7	8.2	8.2	8.1	8.1	7.8	7.9	7.7
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	164	226	67	168	192	132	138	146
民間雇用者数(前月差、千人)	184	226	88	140	134	122	189	147
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	1.9	1.6	1.7
消費者物価(前年比、%)	3.3	2.8	1.9	1.7	1.7	2.0	2.2	1.8
コア消費者物価(前年比、%)	2.2	2.2	2.3	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9
PCEデフレーター(前年比、%)	2.5	2.4	1.6		1.4	1.6	1.7	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.7	1.9	1.8		1.5	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(%)	0.26	0.34	0.29	0.26	0.27	0.26	0.28	0.27
10年債利回り(%)	1.98	2.17	1.62	1.72	1.68	1.72	1.75	1.65
名目実効為替レート(1997/1=100)	100.5	98.7	102.2	99.2	100.8	99.2	99.0	99.6
ダウ工業株30種平均	12218	13212	12880	13437	13091	13437	13096	13026
S&P500株価指数	1258	1408	1362	1441	1407	1441	1412	1416

(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。