

米国経済情報

2013年1月号

Summary

【内容】

1. 熾り続ける財政問題 (1) プッシュ減税問題の解決

(2) 不十分な「財政の坂」

2. FOMC による資産買入の行方

3. 経済情勢分析

(1) 10～12 月期成長率の直前予想

(2) 雇用情勢は底堅く推移

(3) 2012 年終盤の個人消費は好調だが

(4) 住宅市場は回復加速

(5) 輸出が大幅に減少

(6) 企業部門は上向きだが...

(7) インフレは安定

4. トピックス

(1) 米国新車販売の持続性を考える

(2) 進む米国経済の正常化

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

1月1日の民主党と共和党の合意により、米国経済の「財政の崖」からの転落はぎりぎり回避された。「財政の崖」回避と言う観点では、所得45万ドル超の世帯に対する増税よりも、45万ドル以下の世帯に対するプッシュ減税が恒久化された点が重要である。しかし、今回の合意では、財政赤字削減に向けて妥当な「財政の坂」が実現されたわけではなく、問題は大幅に縮小したが解決はせず、先送りされたに過ぎない。債務上限問題とも相俟って、財政赤字削減に向けた議論が、引き続き米国経済にとって最大の懸念材料と言える。

昨年12月のFOMC議事要旨において、早期の資産買入減額や停止に対する言及が見られたことで、市場では2013年の早い時期での資産買入停止が懸念されている。しかし、資産買入停止を可能とするような労働市場の著しい改善をFOMCの大勢は見込んでおらず、早期停止リスクを過度に織り込む必要はないだろう。一方、資産買入がもたらす金融不均衡に対するFOMC参加者の懸念が極めて強い点には留意すべきであり、そうした観点から今後のFOMC公表資料や参加者の発言には注意を払う必要がある。当社では、メインシナリオにおいて、2013年終盤から2014年前半に資産買入が停止され、2015年半ばに最初の利上げが行われると想定している。

2012年10～12月期の米国経済では、年末商戦の堅調推移を反映して予想外の高い伸びを示した個人消費を中心に民間最終需要が好調に推移した。しかし、外需や公需、在庫投資が成長を押し下げる方向に作用したため、実質GDP成長率は7～9月期の3.1%が10～12月期は1.5%程度に低下した模様である。2013年前半も、上述の通り財政問題に対する懸念が残り、民間経済主体の支出行動を制約するため、成長率は2012年10～12月期と同程度の1%台にとどまる可能性が高い。しかし、住宅市場が景気拡大のけん引力を取り戻し、また米国内での労働移動が再活性化するなど、米国経済は正常化へ向けた動きを強めつつある。そのため、2013年後半には成長ペースが2%台半ばに高まると見込まれる。成長率予想は2012年1.9%、2013年2.4%である。

2013～14年の米国経済においては、住宅市場と共に自動車市場の回復加速が予想される。生産年齢人口と同程度の拡大で年15百万台の販売が見込まれ、先送りされていた買い替えが進めば16百万台もありうる。

1. 燻り続ける財政問題

(1) ブッシュ減税問題の解決

2013年1月1日の民主党と共和党の合意により、米国経済の「財政の崖」からの転落はぎりぎりで回避された。回避のための法案(American Taxpayer Relief Act of 2012)は1月1日に上院を通過、2日に下院でも可決され、同日のオバマ大統領による署名を経て成立に至っている。

「財政の崖」回避において最も注目を浴びたのは、対立が鮮明だった高所得者増税について、共和党側が増税拒否姿勢¹を改め、オバマ大統領側も増税対象となる所得水準を25万ドルから引き上げ、最終的に所得45万ドル超の世帯に対する増税で合意に至った点である。2013年から、同世帯に対する税率は所得税が35%から39.6%へ、キャピタルゲイン・配当課税は15%から20%へ引き上げられた。

但し、「財政の崖」回避という観点において重要なのは、所得45万ドル超への増税よりも、寧ろ、所得45万ドル以下の世帯に対するブッシュ減税が恒久化され、AMT(代替ミニマム税)なども延長された点であろう。こうした恒久化により「財政の崖」において金額的に最大のシェアを占めていたブッシュ減税の問題は終結を見たと言える。ブッシュ減税の恒久化は、消費者にとって先々の不確定リスク解消を意味し、将来的に消費拡大をサポートすると考えられる。但し、今回の合意により、社会保障税である給与税の減税は終了が確定しており、減税終了に伴う可処分所得の目減りが2013年前半を中心に消費を押し下げる見込みである。

財政の崖を巡る2013年1月1日合意事項

決定事項		
歳入	ブッシュ減税	世帯収入45万ドル超(個人は40万ドル以上)への増税。最高税率35% 39.6%。 世帯収入45万ドル以下の減税恒久化。
	代替ミニマム税(AMT) 延長。	
	キャピタルゲイン課税	税率15% 20% (+オバマ増税3.8%)。
	遺産税	税率35% 40%。
	給与税減税	税率4.2% 6.2%。延長されないために減税が終了。
	個人向け控除措置	世帯収入30万ドル以上に対する控除縮小(人的控除PEP廃止、項目別控除Pease廃止)。 子女、勤労所得、授業料控除の延長。
歳出	企業向け控除措置	研究開発投資税額控除、風力発電設備投資に対する税控除を延長。
	緊急失業保険給付の1年延長。	
	連邦歳出の強制削減措置を3月1日まで延期。 メディケア診療補助(doc fix)の1年延長。	

- 未決事項
- ・10年で4兆円の財政赤字削減措置。
 - ・歳出削減の内容。
 - ・債務上限引き上げ問題。

(出所)Whitehouse,各種報道

(2) 不十分な「財政の坂」

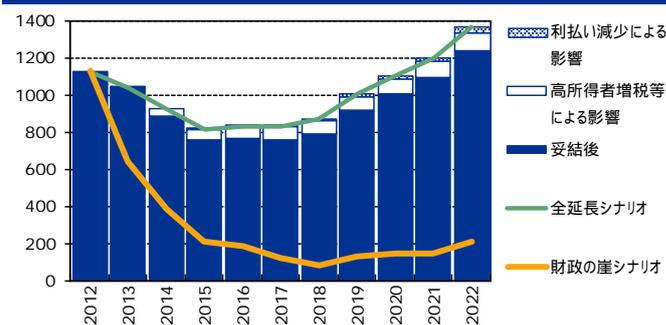
大規模な「財政の崖」が回避されたことは望ましいが、財政再建のために妥当な「財政の坂(Slope)」が1月1日の合意により実現されたわけではない。1月1日の合意による財政赤字削減額は、目標とされる4兆ドル規模の削減との比較において見れば、全く物足りないものにとどまる。財政赤字削減の目標額4兆ドルのうち、2兆ドルは防衛費や利払い費用削減で既に目途がついている模様だが、残り2兆ドルについては政治的解決が必要である。しかし、上述の高所得者増税に、同時に決定された遺産税増税や控除の縮小などを含めても、10年間(2013~2022年度)の歳入増加額は6,330億ドルに過ぎず²、赤字削減に伴う利払い負担の減少1,040億ドルを含めても、7,370億ドルの財政赤字削減が決まったに過ぎない。1兆ドルを超える残りの財政赤字削減交渉は先送りされ、本稿の執筆時点で妥結に向けた交渉の進捗は見られない。

¹ なお、交渉の途中で共和党は、増税のハードルを所得100万ドルまで引き下げていた。

² 緊急失業保険給付の延長等による歳出増加も勘案。

昨年 12 月末に上限に達した政府債務残高については、共和党側が妥協し 3 ヶ月間の政府の借入権限延長を認めたことで、米国債のデフォルト期限が従来リミットとされた 2 月末から 4 月以降に延び、交渉に時間的猶予が生じる見込みである。しかし、上述の「財政の崖」回避法案により先延ばしされた強制的な歳出削減措置の期限が 3 月 1 日である事態は変わらず、財政赤字削減交渉は引き続き待ったなしの状況にある。残りの財政赤字削減について、オバマ大統領側が追加増税を視野に入れる一方、共和党側は残額全てを歳出削減で賄うべきとのスタンスであり、両者の隔たりはなお大きい。1 月 1 日の合意で大きな「財政の崖」は回避されたが、相対的に小規模とはなったものの米国経済が「財政の階段」を踏み外すリスクは未だ残っていると見える。

2013年1月妥結後の財政赤字見通し (FY,10億ドル)



(出所) Whitehouse, CBO

2.FOMC による資産買入の行方

1 月 3 日に公表された昨年 12 月 FOMC の議事要旨 (Minutes) において、12 名の投票権者のうち「数名 (4~5 名、Several others)」が 2013 年末より前に資産買入の減額や停止が適切になる³と考えていたことが示され、Fed が早いタイミングで資産買入の見直しに動くとの思惑が生じた。加えて、その後 1 月 4 日に公表された雇用統計が良好であったため、雇用改善により資産買入が早期に停止されるとの見方は更に強まり、2013 年初めに米 10 年債利回りは一気に 20Bp 程度も跳ね上がった。

そもそも、FOMC は資産買入について 12 月の公表文において「労働市場見通しの著しい改善」を終了条件としつつ、資産購入の内容 (規模、ペース等) については「効果とコスト」を考慮すると述べており、二つの判断基準を示している。従って、この二つの判断基準に基づき、資産買入の先行きについて考える必要がある。なお、12 月 FOMC において導入されたインフレ率と失業率の数値基準は、あくまでも最初の利上げタイミングに関するものであり、資産買入とは直接関係しない。但し、金融政策運営は、資産買入停止を経て利上げに至ると想定されるため、全く因果関係がないというわけではない。

まず「労働市場見通しの著しい改善」については、12 月 FOMC で示された経済見通し (SEP: Summary of Economic Projection) が参考になる。SEP において、FOMC 参加者 19 名中 14 名は 2014 年中のゼロ金利継続を、そのうち 13 名が 2015 年の利上げ開始を見込

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

³ “[A] few members expressed the view that ongoing asset purchases would likely be warranted until about the end of 2013, while a few others emphasized the need for considerable policy accommodation but did not state a specific time frame or total for purchases. Several others thought that it would probably be appropriate to slow or to stop purchases well before the end of 2013” Minutes of the FOMC (December 11-12, 2012)

んでいる。そうした大勢の金融政策予想の前提となる失業率見通し(大勢見通し)は2013年(最終四半期)が7.4~7.7%、2014年は6.8~7.3%である。SEPを踏まえつつ、資産買入の停止と最初の利上げの間に1年のラグがあると仮定すれば、すなわち2013年末に資産買入停止をするためには1年後に7%程度までの失業率低下を見込む必要があるというのがFOMCの大勢を占める見解と推測できる。こうした推測は、タカ派寄りと位置づけられるセントルイス連銀のブラード総裁が2013年内の失業率7.1%到達を前提に資産買入停止を、2014年半ばの6.5%到達を前提に利上げ開始を示唆⁴していることや、失業率が7.25%に低下するまでの資産買入継続をボストン連銀のローゼングレン総裁が提案⁵していることとも整合しており、概ね妥当な理解と言える。なお、ブラード総裁とローゼングレン総裁は、ともに2013年にFOMCでの投票権を有する。

2013年12名		スタンス
理事	バーナンキ議長	中間派
	イエレン副議長	ハト派
	デューク理事	バーナンキ議長追随
	クルーロ理事	バーナンキ議長追随
	ラスキン理事	バーナンキ議長追随
	パウエル理事	バーナンキ議長追随
	スタイン理事	バーナンキ議長追随
地区連銀総裁	ダドリー-NY連銀総裁	ハト派、FOMC副議長
	エバンス-シカゴ連銀総裁	ハト派
	ボストン連銀ローゼングレン総裁	ハト派寄り
	セントルイス連銀ブラード総裁	タカ派寄り
	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。

従って、失業率が2014年末よりも早いタイミングで7%を下回ると予想できるほどに労働市場見通しが改善すれば、2013年の早い時期に資産買入の停止が行われる可能性はあると言える。しかし、これはSEPにおける大勢見通しではない⁶。また当社も2013年末の失業率を7.5%と見込んでおり、メインシナリオにおいて2013年中の資産買入停止を想定しない。

もう一つの判断基準である資産買入の「効果とコスト」については、判断が難しい。改めて12月議事要旨を見直すと、前述の早期の買入減額及び停止を示唆した数名は「金融安定やFedのバランスシート」に言及しており、「労働市場見通しの著しい改善」よりも、こちらの「効果とコスト」すなわち積極的な金融緩和がもたらす資産バブルなどの金融不均衡への懸念から買入減額や停止を示唆したものと推測される。実は、資産買入の「効果とコスト」の評価については、数名にとどまらず「ほぼ全ての投票権者」が不透明として懸念を示している部分⁷であり、毎回のFOMCにおいて慎重な点検が為されるはずである。そのため、金融不均衡のリスクが高まる兆しが観察されれば、早いタイミングでFOMCから警戒が発せられ、それが資産買入減額や停止へのシグナルとなる可能性が高い。

資産買入残高が膨らむにつれて政策の「効果」が減退するとは断定されないが、「コスト」すなわち金融不均衡のリスクが高まっていくのは間違いのないため、「効果とコスト」の評価は悪化する。従って、「労働市場見通しの著しい改善」よりも先に「効果とコスト」の観点から、FOMCはコスト軽減を意図した買入減額や停止に動く可能性がある。当社では、そのFOMCによるアクションの時期を2013年終盤から2014年前半と想定している。早ければ2013年終盤からの減額を経て2014年半ばまでに資産買入を停止し、2015年半ばにFOMCは最初の利上げを行うと予想する。

⁴ CNBC, Jan 4, 2013

⁵ Marketwatch, Jan 15, 2013

⁶ 上述のブラード総裁の失業率見通しは、大勢見通しから除かれる強気な3名に含まれている模様である。なお、FOMC参加者全員による2013年の失業率見通しレンジは6.9~7.8%となっている。

⁷ “While almost all members thought that the asset purchase program begun in September had been effective and supportive of growth, they also generally saw that the benefits of ongoing purchases were uncertain and that the potential costs could rise as the size of the balance sheet increased” Minutes of the FOMC(December 11-12, 2012)

3. 経済情勢分析

(1) 10～12月期成長率の直前予想

2012年10～12月期は、後述するように個人消費や住宅投資が伸びを高め、設備投資も増加へ転じるなど民間最終需要は堅調に推移した模様である。ハリケーン・サンディや「財政の崖」懸念が個人消費を下押ししたものの、復興需要や年末商戦の好調が上回った。当社では民間最終需要について、個人消費前期比年率2.4%（7～9月期1.6%）、住宅投資20.0%（7～9月期13.6%）、設備投資1.8%（7～9月期1.8%）と予想している。

しかし、サンディ襲来に伴う東海岸での港湾利用の不能もあり10～12月期は輸出が大きく落ち込んだため、純輸出が成長率を年率0.4%Pt程度も押し下げたと見込まれる。また、7～9月期に成長率を押し上げた在庫投資や政府支出は10～12月期に下押し寄与へ転じた模様である。

民間最終需要の堅調推移による押し上げを、外需や公需、在庫投資の下押しが上回り、実質GDP成長率は7～9月期の前期比年率3.1%が、10～12月期に1.5%へ減速したと予想する。なお、当社では従来10～12月期の成長率を1.0%と想定、2012年の成長率を2.2%と予想してきた。上述の通り個人消費などの堅調推移を主因に10～12月期の成長率が、当社の直前予想通り1.5%となった場合、2012年成長率は2.3%となる（右表は直前予想を反映）。

2013年の成長率は1.9%と予想している（2012年10～12月期の直前予想は反映済）。2012年末での給与税減税の終了などにより可処分所得が目減りし、また財政問題に対する懸念を受けて家計や企業のマインドが悪化するため、2013年前半の成長率は2012年10～12月期と同様に低水準で推移すると考えられる。2013年後半以降は成長ペースが2%台半ばまで高まるものの、前半の停滞が響き、2013年通年での成長率は2%を下回る。2014年には成長ペースが2.4%へ加速する見込みである。

(2) 雇用情勢は底堅く推移

2012年12月の雇用情勢は、「財政の崖」懸念による消費者マインドの冷え込みが下押しに寄与したものの、ハリケーン・サンディ後の復興需要もあり、全体としては堅調推移を維持した。11月とは逆に好天に恵まれたことも、復興需要の顕在化を後押ししたと考えられる。

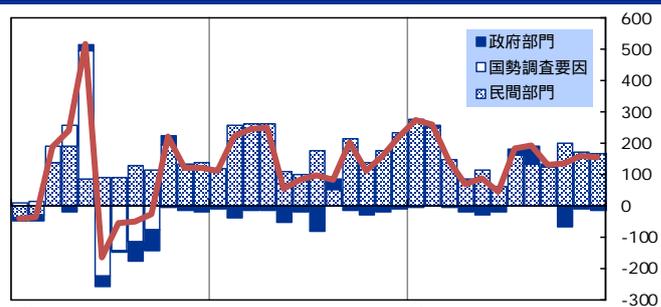
まず、事業所データから算出される非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll Employment）

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	2014 予想
実質GDP	2.4 ¹	1.8	2.3	1.9 ¹	2.4
個人消費	1.8 ¹	2.5	1.9	1.9 ¹	2.3
住宅投資	3.7 ¹	1.4	12.2	13.8 ¹	9.2
設備投資	0.7 ¹	8.6	7.2	3.7 ¹	6.7
在庫投資(寄与度)	(1.5) ¹	(0.2)	(0.2)	(0.0) ¹	(0.1)
政府支出	0.6 ¹	3.1	1.4	2.7 ¹	3.6
純輸出(寄与度)	(0.5) ¹	(0.1)	(0.0)	(0.1) ¹	(0.3)
輸出	11.1 ¹	6.7	3.2	3.4 ¹	7.0
輸入	12.5 ¹	4.8	2.5	2.0 ¹	3.9
名目GDP	3.8 ¹	4.0	4.1	3.6 ¹	4.0
失業率	9.6 ¹	8.9	8.1	7.6 ¹	7.1
(Q4)	9.5 ¹	8.7	7.8	7.5 ¹	6.9
雇用者数(月変化, 千人)	86 ¹	153	153	186 ¹	227
経常収支(10億ドル)	442 ¹	466	467	406 ¹	357
(名目GDP比, %)	3.0 ¹	3.1	3.0	2.5 ¹	2.1
貯蓄率(%)	5.1 ¹	4.2	3.6	2.7 ¹	2.3
PCEデフレーター	1.9 ¹	2.4	1.8	2.2 ¹	2.0
コアPCEデフレーター	1.5 ¹	1.4	1.7	1.6 ¹	1.8
(Q4/Q4)	1.2 ¹	1.7	1.7	1.7 ¹	1.8
消費者物価	1.6 ¹	3.1	2.1	2.3 ¹	2.0
コア消費者物価	1.0 ¹	1.7	2.1	1.7 ¹	1.8

(出所) 米商務省等資料より当社作成。

非農業部門雇用者数の推移（前月差, 千人）



(出所) CEIC

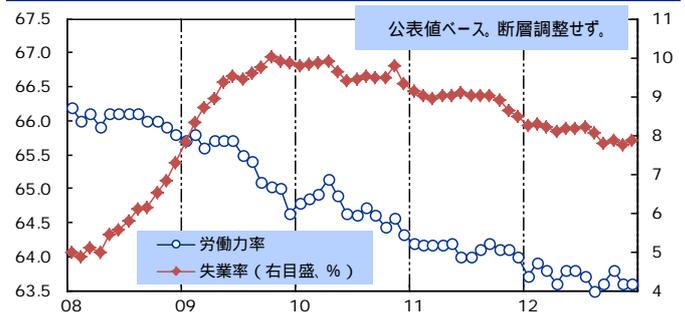
は12月に前月差+15.5万人と、11月改訂値の+16.1万人(+14.6万人から上方修正)とほぼ同程度の伸びを確保した。内訳を見ても、民間部門が+16.8万人(11月+17.1万人)、政府部門は1.3万人(11月1.0万人)と、揃って11月と概ね同水準である。また、家計調査から算出される失業率は7.8%(11月改訂値7.8%)、労働力率も63.6%(11月63.6%)とやはり11月とほぼ同水準だった。

暦年ベースで見ると、2012年のNFPは月当たり15.5万人の増加(2011年14.8万人)と概ね昨年並みの増勢である⁸。但し、2013年1月実績公表時に予定されている事業所データの年間補正により2012年3月時点のNFPが38.6万人程度、上方修正される見込みであり、上方修正を加味した場合のNFP増加は2011年が月当たり17.2万人程度、2012年は16.3万人程度となる⁹。また、失業率は2011年平均8.9%が2012年は8.1%へ低下した(12月対比では2011年8.5%、2012年7.8%)。2012年の月当たり労働力人口増加幅10.5万人を、NFPの伸び15.5万人(16.3万人)が上回り、失業率低下に繋がったと言える¹⁰。

2012年終盤の雇用情勢を読み解くには、ハリケーン・サンディ及び「財政の崖」の影響に加え、年末商戦の動向を考慮する必要がある。まず、サンディについて最新データに基づき、改めてインパクトを押し量ると、財生産部門を中心に影響を及ぼしたことが確認できる。建設業(10月前月差+2.5万人、11月1.0万人、12月+3.0万人)と製造業(10月+0.7万人、11月+0.5万人、12月+2.5万人)が、11月に就業不能に伴う低迷、12月に復興需要による増加という動きを示している。

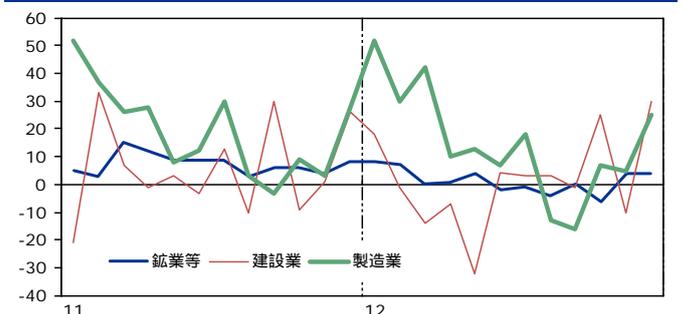
サービス部門においても11月にサンディによる消費不能の影響は生じたと考えられる。しかし、商戦前倒し戦略により年末商戦のための小売業の季節雇用が11月に急増し、サンディの悪影響を完全に打ち消している。年末商戦の影響を確認するために小売業原系列の前月差を用いて商戦に向けた季節雇用の大きさを確認すると、11月に+49.0万人と2000年以降では最大規模に達していることが分かる。但し、季節雇用は12月に一転、+8.8万人と金

労働力率と失業率の推移(%)



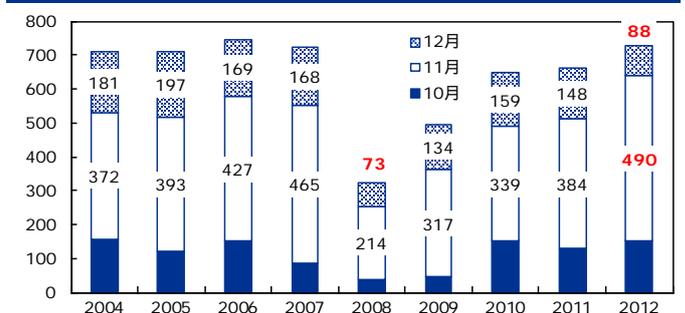
(出所)CEIC

財生産部門の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所)CEIC

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

⁸ 原系列の12月前年差を月当たり換算。

⁹ ベンチマーク改訂に伴う38.6万人の上方修正は2012年9月27日時点の仮推計値であり、最終段階で修正される可能性がある。また年間補正に際しては、他要因に伴う修正も行われる。

¹⁰ 人口推計変更の影響を除くため2~12月の平均増加幅を用いた。なお、本来、失業率はNFPではなく、家計調査データを用いて算出される。本稿では便宜上、NFPを用いているが、家計調査による雇用者数も月当たり15.4万人とほぼ同じである。

融危機が直撃した2008年の+7.3万人以来の低水準まで落ち込んだ。これは11月に商戦を前倒した反動もあるが、「財政の崖」回避に向けた議論停滞を嫌気した消費者マインド悪化に伴う商戦低迷が主たる要因と判断される。

こうしたボラタイルな年末商戦の動向を反映し、小売業の雇用（季節調整値）は11月に前月差+6.3万人と急増した後、12月は1.1万人と減少にまで転

じ、サービス部門全体も11月に+17.2万人と高い伸びを示したものの、12月は10.9万人と6月以来の低い伸びを余儀なくされている。なお、ヘルスケア関連の雇用が12月に+4.5万人(11月+2.0万人)と伸びを高めているが、その一因はサンディに伴う需要増加と推測される。

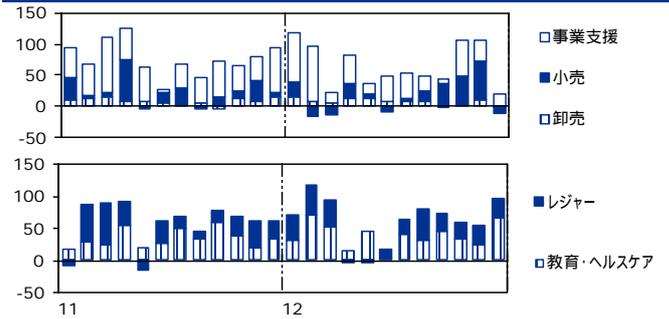
(3)2012年終盤の個人消費は好調だが

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2012年10月に前月比0.2%と落ち込んだ後、11月0.4%、12月0.5%と2ヶ月連続で増加した（10月は0.3%から0.2%へ、11月は0.3%から0.4%へ上方修正）。12月に入り、「財政の崖」交渉への懸念から消費者マインドが急激に悪化していたため、年末商戦終盤での購入意欲冷え込みが懸念された。そのため市場コンセンサスでは12月の小売売上高は0.2%への伸び鈍化が予想されていたものの、蓋を開けて見れば12月に伸びは寧ろ高まっている。

11～12月の小売売上高の基調を判断する上では、自動車とガソリンを除いた方が良いと考えられる。自動車はそもそも振れが大きいので、基調判断に際しては除く場合が多い。更に11～12月はサンディにより毀損した自動車の買い替えもあり、11月前月比2.7%、12月1.6%と売上高が大きく膨らんでいる。復興消費としてカウントすべきとも言えるが、基調判断からは除いた方が良さそう。一方、ガソリン価格が11月前月比7.8%、12月4.1%と大幅に低下¹¹したことを受けて、ガソリン販売は11月4.5%、12月1.6%と2ヶ月連続で減少している。価格変動要因による売上高減少が過半のため、ガソリン販売も除いて判断する方が、基調を考える上では適切と言える。

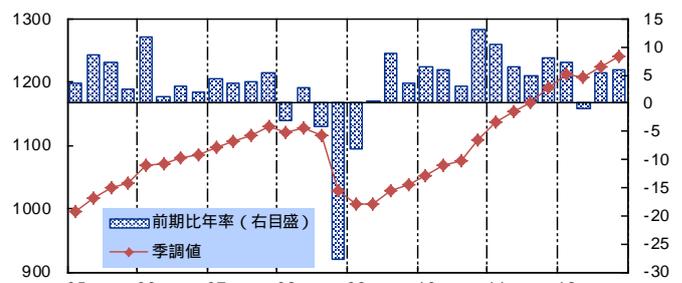
そこで、自動車販売とガソリン販売を共に除いたベースの小売売上高を試算すると、10月前月比0.2%、11月0.6%、12月0.6%となり、ヘッドラインよりも高めの伸びである。ヘッドラインが示

サービス部門の雇用者数推移（前月差、千人）



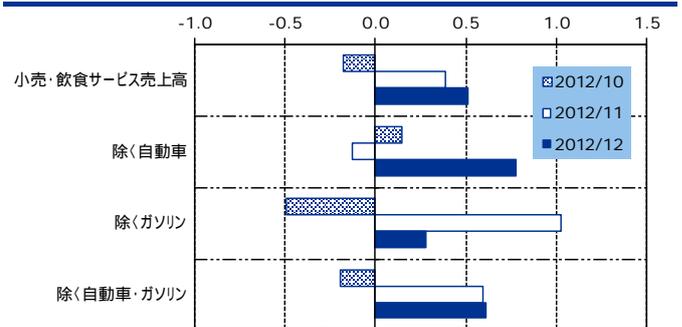
(出所)CEIC

小売・飲食サービス売上高（10億ドル、%）



(出所)CEIC

小売・飲食サービス売上高の定義別変動（前月比、%）



(出所)CEIC

¹¹ EIA ベース。原系列。

唆する以上に、昨年終盤 11～12 月の小売売上高は堅調に推移していたと判断できる。堅調推移の主たる要因は、年末商戦の好調とサンディ後の復興消費である。

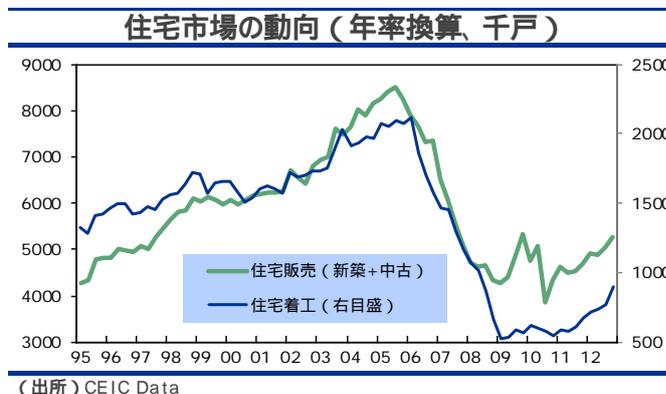
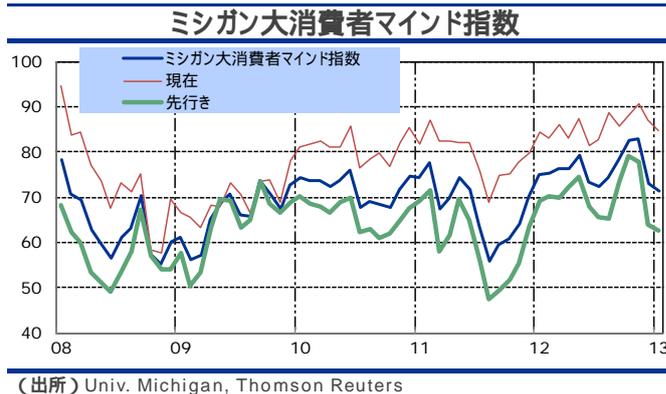
昨年末の「財政の崖」を巡る交渉の停滞は、米国民の消費行動に影響しなかったのだろうか。もし影響しなかったのであれば、給与税減税の終了により可処分所得が目減り、かつ財政問題交渉の行方が懸念される 2013 年 1～3 月期についても個人消費の底堅い推移を期待できるとも言える。しかし、12 月の小売売上高は、年末商戦前倒しと復興消費が奏功し前半が好調、「財政の崖」懸念から後半は低調だったと考えるべきであろう。前半が極めて好調だったが故に、12 月トータルでも高い伸びを確保したものの、ミシガン大消費者マインド指数が 2013 年 1 月に更に悪化した点¹²や小売業者のコメントなどから察するに消費者マインドは 12 月後半にかけて更に悪化している可能性が高く、2013 年 1～3 月期の個人消費について期待は禁物と言える。

但し、11～12 月小売売上高の好調は、「財政の崖」や増税などの財政的な要因を別とすれば、米国の個人消費の基調が以前に比べて大きく改善したことも同時に示唆している。財政の崖や増税による負担増の影響が和らぐ 2013 年後半には個人消費の加速を期待できる。

(4) 住宅市場は回復加速

住宅市場では、回復の動きが強まっている。住宅販売は 2012 年 10～12 月期に前期比年率 2 割程度の伸びが見込まれ、7～9 月期の 11.3%から増加ペースが大幅に加速する。こうした販売の好調を受けて、住宅着工戸数は 10～12 月期に前期比年率 81.5%（7～9 月期 22.3%）と、少なくとも 2000 年以降では最大となる驚異的な増加ペースを記録した。また、GDP ベースの住宅投資は 10～12 月期に前期比年率 2 割程度増加し、実質 GDP 成長率を年率 0.5%Pt 程度押し上げたと思込まれる。

住宅着工は 2012 年合計でも前年比 27.5%（2011 年 4.5%）と 3 割近く増加したが、住宅着工に先行する建築許可が 10～12 月期に前期比年率 29.9%（7～9 月期 48.4%）と増勢を維持していることを踏まえれば、2013 年も住宅着工の、ひいては住宅投資の増加が継続すると考えられる。当社では、住宅投資が 2012 年に実質 GDP 成長率を 0.3%Pt 押し上げたと判断しているが、2013 年以降も同程度の押し上げ寄与が継続する見込みである。金融危機以前の景気循環では住宅投資が景気拡大のけん引役であったが、2009 年からの景気拡大局面では、住宅バブル崩壊を受けて住宅投資はけん引役としての機能を果たすことが出来なかった。それが米国経済の回復ペースが緩慢な一因であったと言える。しかし、2012 年以降は、住宅投資が景気けん



¹² 12 月指数は速報の 74.5 が、確報で 72.9 に下方修正され、1 月速報は更に 71.3 へ悪化した。

引役のポジションに復帰するため、米国経済の回復ペースも徐々に加速すると考えられる。

(5)輸出が大幅に減少

ハリケーン・サンディにより2012年10月下旬から11月上旬に東海岸の港湾利用が不能となったこともあり、10~12月期の輸出は極めて低調に推移した見込みである。12月データは未公表だが、実質財輸出の10~11月平均は年率換算で7~9月期を9.6%も下回っている(7~9月期前期比年率 2.3%)。サンディの悪影響が消える12月には持ち直しが期待されるものの、10~12月期の大幅減少は避けられない。なお、サンディに加えて、干ばつによる食料生産の減少も、輸出を下押しした可能性がある。

輸出と同様、輸入についてもサンディの影響は生じたが、11月にスマートフォンと考えられる携帯電話関連の輸入が急増し消費財輸入を大きく押し上げた(航空便によるためサンディの影響は軽微である)。そのため、実質財輸入の10~11月平均は7~9月期を年率換算で2.6%下回るにとどまり、減少幅は実質財輸出に比べて格段に小さい。こうした輸出入の動きを反映し、10~11月平均の実質財収支では赤字幅が7~9月期対比で年率14.8%も拡大しており、輸出から輸入を控除した純輸出は10~12月期にGDP成長率を年率0.4%Pt程度押し下げたと考えられる。

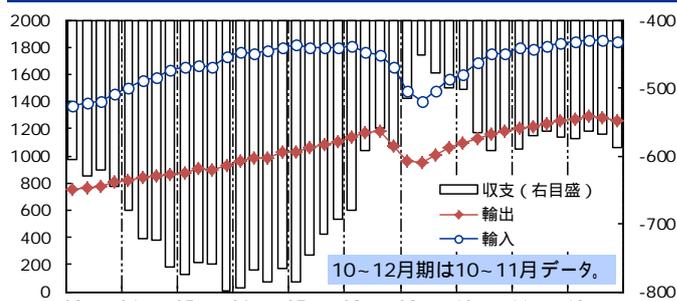
なお、世界経済が2012年10~12月期から回復へ転じているため、米国の輸出も2013年入り後は持ち直しへ向かう見込みである。

(6)企業部門は上向きだが...

2012年10~12月期の鉱工業生産は前期比年率1.0%と、7~9月期の0.4%から伸びが小幅に高まった。但し、ハリケーン・サンディによる下押しがあったことを勘案すれば、表面的な伸びよりも10~12月期の内容は良いと判断される。特に、製造業は7~9月期の0.7%が10~12月期は0.7%へ、増加に転じている。製造業の内訳を見ると、持ち直しを牽引したのは自動車及び部品であり、10~12月期に10.0%(7~9月期 2.3%)と二桁増産を記録している。

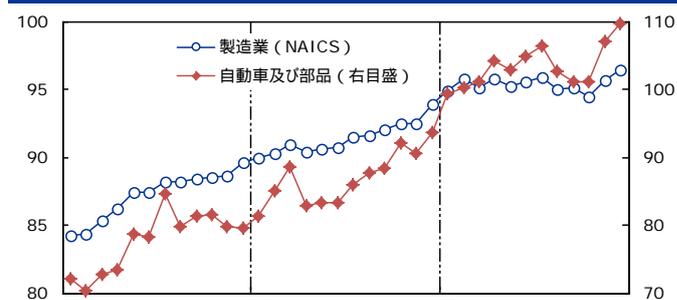
上述のとおり10~12月期に低調だった輸出も2013年1~3月期には回復へ向かい、また「財政の崖」回避交渉において研究開発投資減税の延長が決定したことが資本財需要を押し上げるため、鉱工業生産は上向き基調で推移すると見込まれる。但し、2013年前半は増税と財政問題懸念から個人

実質財収支の推移(年率、10億ドル、貿易統計)



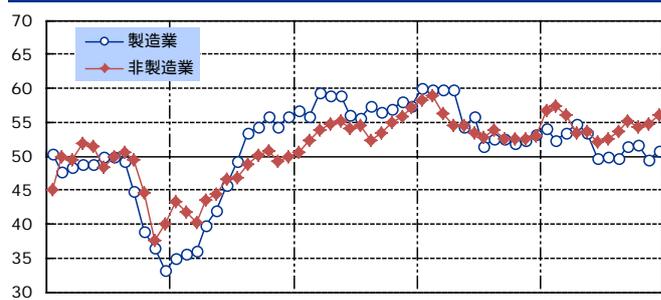
(出所) US Census Bureau

製造業生産の推移(2007=100)



(出所) Fed

ISM調査の企業景況感(中立=50)



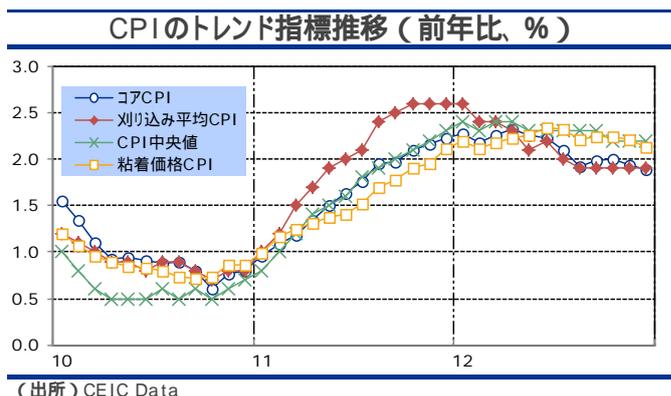
(出所) Institute for Supply Management

消費が低調に推移することから、拡大ペースの加速までは期待できないだろう。これは製造業の景況感を示す製造業 ISM 指数が中立を意味する 50 近傍で一進一退となっていることから確認できる。

なお、機械投資の一致指標である非国防資本財出荷（除く航空機）が 10 月以降に持ち直していることから、GDP ベースの設備投資も 10～12 月期は増加に転じる見込みである。但し、構築物投資が不冴えであるため、設備投資の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

(7) インフレは安定

2012 年 12 月の消費者物価指数（CPI）はヘッドライン（日本でいう「総合指数」）が前月比 0.02%（11 月 0.31%）と僅かだが 2 ヶ月連続で低下した。低下の主因は 11 月と同様に、ガソリンなどエネルギー価格であり、エネルギー価格は 1.2%（11 月 4.1%）と下落、ヘッドラインを 12 月に 0.1%Pt 強（11 月は 0.4%Pt 程度の押し下げ）押し下げている。エネルギーを除いたベースで見ると CPI は 0.1%（11 月 0.1%）、エネルギーと食料を除いたコア指数も同じく 0.1%（11 月 0.1%）と緩やかな上昇である。なお、前年比は、ヘッドラインが 1.7%（11 月 1.8%）、コア指数は 1.9%（11 月 1.9%）だった。



分類別内訳では、住居の伸びが鈍化し、娯楽が低下する一方、医療が伸びを高めるなど、若干の動きが見られるが、低下もしくは上昇方向に向けての物価全体の基調的な変化は観察されない。また、トレンド関連データを見ても、刈り込み平均 CPI が 12 ヶ月前比 1.9%（11 月 1.9%）、CPI 中央値は 2.2%（11 月 2.2%）と共に前月から変わらず、粘着価格 CPI は 2.1%（11 月 2.2%）と若干低下しており、概ね安定的な推移となっている。

以上を踏まえれば、米国のインフレ動向は、現時点において、FOMC がマンドートとして掲げる 2% に概ね適う動きを示しており、どちらかと言えば幾分低下方向にあると考えられる。そのためインフレ昂進リスクが、金融緩和の継続を制約することは当面想定されない。

4. トピックス

(1) 米国新車販売の持続性を考える

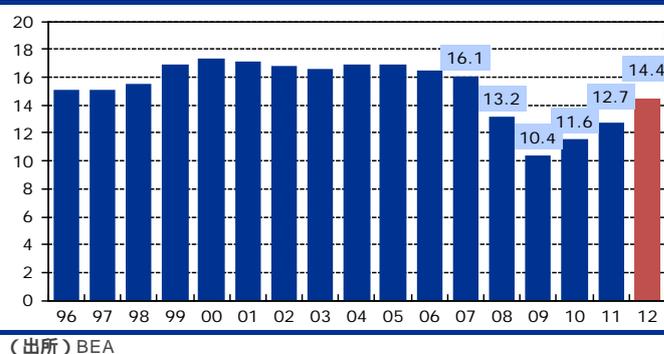
2012年の米新車販売台数（Light vehicles、BEAベース）は前年比13.4%増加の1,444万台となり、金融危機後初めて1,400万台を上回った。金融危機直後の2009年に前年比21.2%と大きく落ち込み、1,040万台まで減少したが、2010年以降は3年連続で二桁の伸びを記録、2010～2012年の3年間で4割近くも増加している。2012年10～12月期の販売台数は年率換算で1,501万台に達しており、2013年通年で1,500万台到達が視野に入っている。

金融危機前の販売水準である16～17百万台に近づき始めたところで気になるのは、雇用情勢や住宅市場の回復度合いが未だ限定的な中で、いつまで自動車販売の持ち直しが続くかである。こうした自動車販売の持続性を考える上では、購入原資を左右する雇用所得情勢がもちろん最重要だが、他に自動車保有動向や買替需要も考慮する必要があるだろう。これまで回復の遅れていた雇用所得情勢に最近明るい動きが見えつつある現状を踏まえれば、2013年は寧ろ後者二つに注目すべきとも言える。

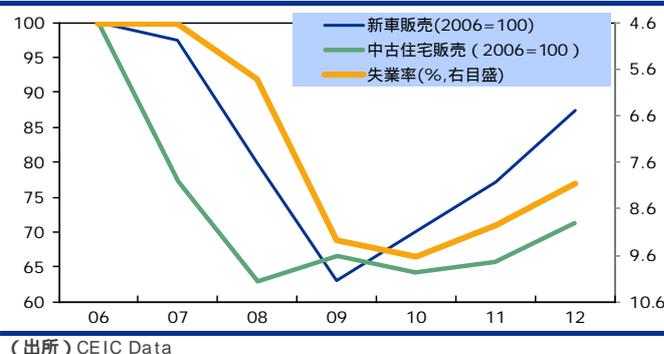
まず、米国自動車（Light Vehicles）の平均車齢は、自動車業界調査会社Polkによると2011年半ば時点¹³で10.8年に達し、2007年対比で1年も長期化した。平均車齢は、自動車の耐久性向上などを受けて緩やかに長期化するトレンドにあったが、2007年までの10年で1年間の長期化にとどまっていたことと比較すれば、金融危機後の4年で1年間の長期化は明らかにペースが速い。金融危機に伴う深刻な景気後退を受けて、消費者による買い替えが見送られ、車齢が長期化したと考えられる。

実際、別調査によると消費者の自動車保有期間が金融危機以降に著しく長期化したことが確認でき

米新車販売台数の推移（百万台、Light Vehicles）



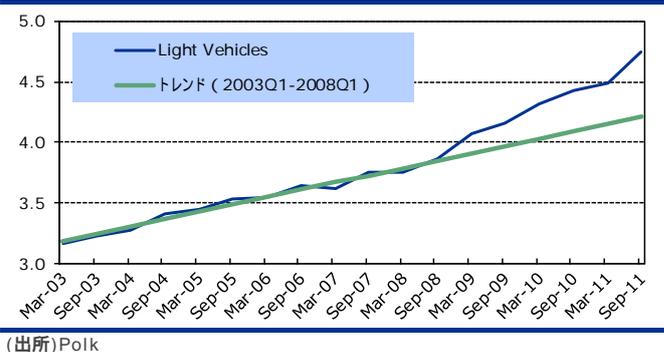
米国経済の回復度合い



自動車の平均車齢（年）



消費者の自動車平均保有期間（年）



¹³ データは各年の7月1日時点である。

る。金融危機前の 2008 年第 1 四半期に 3.8 年だった保有期間は 2011 年第 3 四半期には 4.8 年まで 1 年も長期化した。これは車齢の長期化と整合する。

また、自動車保有率（生産年齢人口対比での自動車ストック）は 2007 年をピークに急低下しており、雇用所得環境の悪化を理由として已むを得ず新規購入の見送りや保有車両の処分を余儀なくされた米国民が多数存在したことも確認できる。自動車保有率は 2011 年も低下が続いたが、低下ペースは鈍化してきており、下げ止まりの兆しが見られる。

なお、こうした自動車保有率の低下に、日本と同じく若者の車離れの動きなど構造的な変化が多少なりとも影響した可能性は否定できない。しかし、最大の要因は、やはり雇用所得環境の悪化であると考えられる。

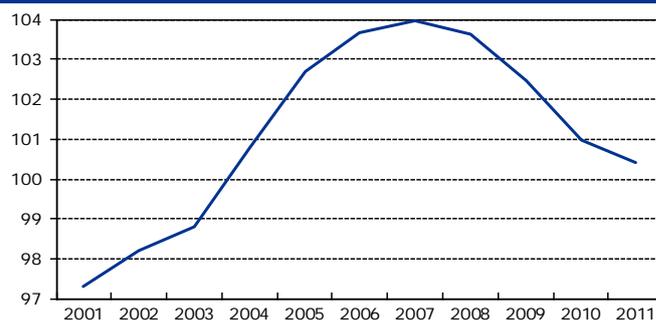
2012 年の平均車齢や自動車ストックは、本稿の執筆時点で未公表だが、2012 年（車齢やストックデータとの整合性上、2011 年 7 月～2012 年 6 月、以下同様）の販売台数は既に明らかである。そこで、2012 年以降は生産年齢人口増加と同率で自動車ストックが増加（すなわち自動車保有率が 2011 年から横ばい）、2012 年以降に除却される自動車が前年のストックに占める比率（除却率）は 2001～2011 年の平均に一致、という二つの仮定を置いた上で、「2013 年以降について生産年齢人口が金融危機以降の平均（0.969%）で伸びる」との条件下での新車販売台数を試算した。本試算によれば、新車販売台数は 2013 年に 1,520 万台、2014 年は 1,530 万台まで増加する。既に指摘したように平均車齢が大幅に長期化しているため、今後は買い替えが進み、除却率が過去平均から大きく高まる可能性があり、その場合には新車販売台数が更に膨らむ。

本試算は種々の仮定¹⁴に基づくため、幅をもって見る必要があるが、2013 年以降の新車販売台数が 1,500 万台を超える可能性は比較的高いと判断できるだろう。当社を含め多くが予想する緩やかな景気拡大に伴う雇用所得情勢の改善継続を前提とすれば、リスクは上振れ方向にあり、新車販売台数が早い時期に 1,600 万台へ達することも十分にありうる。

(2)進む米国経済の正常化

住宅バブルの発生と崩壊、そして金融危機により大きな歪みの生じた米国経済だが、2012 年以降、正常化の動きが広がってきている。最も顕著な動きは、言うまでもなく住宅市場の回復である。家計の過剰債務問題の調整進捗や住宅価格の割高感解消を受けて住宅市場は回復へ転じ、2012 年の住宅着工に至っては 3 割近い大幅増加を記録、住宅販売（新築+中古）も前年から 1 割程度の増加となった模

自動車保有率（自動車ストック/生産年齢人口）（%）



(出所) Polk, BLS

新車販売台数の先行き試算

2013年以降の生産年齢人口増加率 (%)		0.969		
除却率 (%) の前提		5.2	5.4	5.6
新車販売台数(百万台)	2013年	15.2	15.7	16.2
	2014年	15.3	15.8	16.3

2013年は2012年7月～2013年6月、2014年は2013年7月～2014年6月。

(出所) Polk, BEAデータなどに基づき伊藤忠経済研究所が試算。

¹⁴ より厳密な試算を行うためには除却される自動車のプロフィールなどを考慮する必要がある。しかし、データが整わないため、本試算では考慮していない。但し、本試算を事後的に検証すると車齢や除却プロフィールに大きな歪みは生じない。

様である。住宅市場の回復は 2013 年も継続し、今年の住宅着工は 6 年ぶりに 100 万戸の大台を回復する可能性が高い。

住宅市場の回復を反映して、住宅価格も上昇へ転じている。代表的な住宅価格指数である S&P ケースシラー住宅価格指数（20 都市平均）が 2012 年 10 月時点でボトムから 5.4% 上昇、公的な住宅価格指数である FHFA 住宅価格指数は 5.6% 上昇した。WSJ が毎月実施しているエコノミスト調査の 1 月サーベイによれば、FHFA 指数は 2012 年に前年比 3.6% 上昇した後、2013 年も 3.7% と上昇の継続が見込まれている。

こうした住宅市場の回復は、雇用面にもポジティブな影響をもたらしつつある。

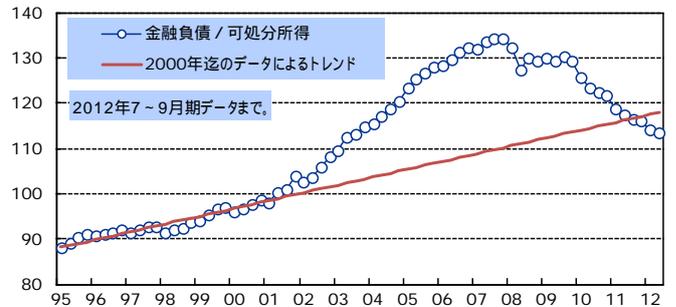
金融危機後の米国の雇用回復ペースが緩慢なものにとどまる理由の一つとして、家計が過剰な住宅ローンを抱えるために住居の売却ができず転居等が困難となっていることが指摘されてきた。居住地移動における制約すなわち地理的制約が大きいために、魅力的な求人が存在しても容易には応募ができず、求人増加が就職に結びつきにくくなってしまったのである。

これを統計データに基づき説明すれば、地理的ミスマッチの存在により、一定の求人状況に対応する就業率が従来に比べて低下（失業率が上昇）してしまったということになる。つまり、住宅バブル崩壊が、求人率と失業率の対応関係を示すビバレッジ・カーブ（UV 曲線）の右上方シフトをもたらし、いわゆる構造的失業率を押し上げてしまったと考えられるのである。

金融危機の発生前から、米国民の居住地移動率は、高齢化やインターネットの普及による在宅ビジネスの拡大により緩やかな低下傾向にあった。しかし、2008 年以降は、そうした緩やかな低下トレンドを明らかに下回る低水準まで落ち込んでおり、住宅バブル崩壊や金融危機の発生が、米国民の居住地変更を制約したことが読み取れる。

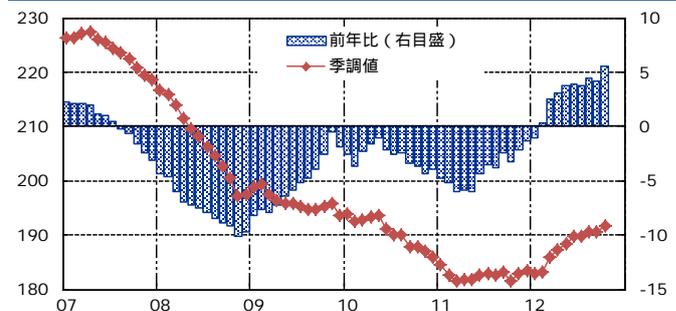
ところが、上述した住宅市場の回復などを受けて、

家計の可処分所得に対する金融負債の比率（%）



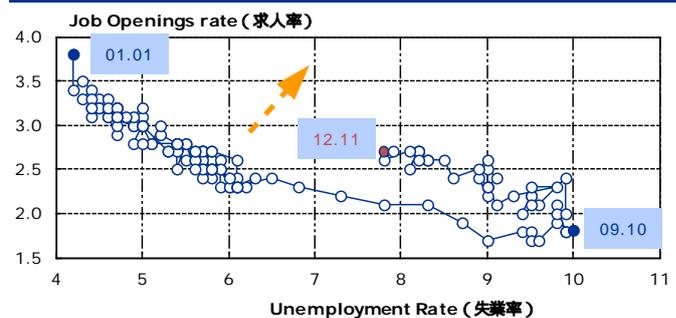
(出所) CEIC

FHFA住宅価格指数（1991年1月=100）



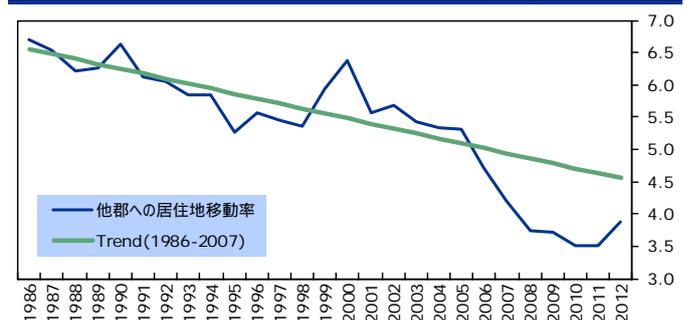
(出所) FHFA

Beveridge Curve(%、2001～)



(出所) Department of Labor

米国における居住地移動率（%）



(出所) U.S. Census Bureau

2012年に居住地移動率が上昇へ転じたのである。移動率の上昇は、2002年以来、実に10年ぶりである。移動率は未だトレンド水準を大きく下回っており、人口移動が正常化した訳ではない。しかし、2012年の上昇ペースが継続すれば、2014年頃にはトレンド水準への復帰が期待できる。

こうした移動率の上昇は、ピバレッジ・カーブの再シフトを通じて米国の労働市場の柔軟性を高め、経済効率の向上に繋がる。また、構造的失業率の低下は、フィリップス・カーブのシフトを通じて将来のインフレリスクを低下させ、金融政策の変更余地を拡大することにもなる。いずれも米国経済の正常化に向けた歩みと解釈できるだろう。

【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	5.9				
実質GDP	4.1	2.0	1.3	3.1				
個人消費	2.0	2.4	1.5	1.6				
住宅投資	12.0	20.6	8.4	13.6				
設備投資	9.5	7.5	3.6	▲1.8				
政府支出	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.9				
輸出	1.4	4.4	5.2	1.9				
輸入	4.9	3.1	2.8	▲0.6				
経常収支(10億ドル)	▲119	▲134	▲118	▲108				
名目GDP比(%)	▲3.1	▲3.5	▲3.0	▲2.7				
	Q4-11	Q1-12	Q2-12	Q3-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dec-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	0.4	0.1	0.6	
消費者信頼感	53.6	67.5	65.3	65.0	68.4	73.1	71.5	65.1
小売売上高	8.0	7.1	▲1.0	5.3	1.2	▲0.2	0.4	0.5
除(自動車、ガソリン、建設資材等)	6.1	5.4	1.4	3.9	0.8	▲0.1	0.6	0.6
鉱工業生産	5.1	5.9	2.4	0.4	0.2	▲0.3	1.0	0.3
住宅着工件数(年率換算、千件)	678	715	736	774	843	889	851	954
中古住宅販売戸数	11.8	19.6	▲2.6	11.6	▲2.9	1.5	5.9	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	6.4	6.2	6.5	5.6	5.6	5.3	4.8	
非国防資本財受注(除(航空機))	5.6	0.4	▲5.9	▲23.8	▲0.5	3.0	2.6	
民間非居住建設支出	12.1	31.5	3.5	▲1.1	0.5	▲0.2	▲0.7	
貿易収支(10億ドル)	▲146	▲148	▲137	▲124	▲40	▲42	▲49	
実質財収支(10億ドル,2005年基準)	▲143	▲144	▲141	▲142	▲47	▲46	▲52	
実質財輸出	5.9	3.6	8.1	▲2.3	3.1	▲4.6	2.2	
実質財輸入	6.2	2.7	3.0	▲0.7	1.1	▲3.6	5.5	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.4	53.3	52.7	50.3	51.5	51.7	49.5	50.7
ISM非製造業指数(四半期は平均)	52.7	56.7	53.1	53.8	55.1	54.2	54.7	56.1
失業率(%)	8.7	8.2	8.2	8.0	7.8	7.9	7.8	7.8
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	164	226	67	168	132	137	161	155
民間雇用者数(前月差、千人)	184	226	88	140	122	203	171	168
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	1.9	1.6	1.9	2.1
消費者物価(前年比、%)	3.3	2.8	1.9	1.7	2.0	2.2	1.8	1.7
コア消費者物価(前年比、%)	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9
PCEデフレーター(前年比、%)	2.5	2.4	1.6		1.6	1.7	1.4	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.7	1.9	1.8		1.5	1.6	1.5	
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	0.26	0.28	0.27	0.26
10年債利回り(%)	1.98	2.17	1.62	1.72	1.72	1.75	1.65	1.72
名目実効為替レート(1997/1=100)	100.5	98.7	102.2	99.2	99.2	99.0	99.6	99.0
ダウ工業株30種平均	12218	13212	12880	13437	13437	13096	13026	13104
S&P500株価指数	1258	1408	1362	1441	1441	1412	1416	1426

(出所)CEIC Data (注)金融指標は末値

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。