

米国経済情報

2013 年 2 月号

Summary

[内 容]

1. 2012 年 10～12 月期の経済動向

- (1) 10～12 月期はマイナス成長
- (2) 二次推計値では上方修正

2. 2013・2014 年経済見通し

- (1) 2013 年前半も財政問題が下押し
- (2) 2013 年後半から成長加速
- (3) インフレは安定が続く

3. 金融政策の見通し

- (1) 1 月は予想通りの据え置き
- (2) 景気認識は実質好転
- (3) 金融政策変更のタイミング

4. 米国経済の復活

2012 年 10～12 月期の米国経済は前期比年率▲0.1%と予想外の縮小に転じた。縮小は、金融危機に伴って 2008 年 7～9 月期から 2009 年 4～6 月期に 4 四半期連続のマイナス成長を記録して以来である。しかし、10～12 月期のマイナス成長が、米国経済に対して新たな問題を提示したという訳ではない。内訳を見ると、財政問題を背景に、在庫投資と政府支出の押し下げが合計で 2.60%Pt にも達する一方、個人消費を筆頭に民間最終需要（民需－在庫投資）は堅調である。なお、10～12 月期の成長率は二次推計値でプラス圏への上方修正が見込まれる。

2013 年前半も、財政問題の下押しを受け、成長ペースは緩慢なものにとどまるが、企業部門の下支えによりプラス成長は維持すると予想される。財政問題の悪影響が薄れるにつれて、2013 年後半から米国経済は成長加速へ向かう。住宅市場の回復が象徴するように、過剰債務問題や人口動態、雇用情勢など様々な分野で正常化が進んでおり、そうした動きが潜在成長ペースである 2%台半ばに向けての成長ペース加速に繋がると考えられる。また、シェール革命による種々の恩恵と、海外経済が徐々に成長ペースを高めることも米国経済の拡大を支援する。

財政問題を受けた前半の低成長が響き、2013 年の成長率は 1.9%と 2012 年の 2.2%から小幅低下する。一方、2013 年後半からの成長加速を反映し、2014 年の成長率は 2.4%へ上昇すると予想される。インフレ率は食料やエネルギー価格の上昇を除けば、総じて安定が続くと見込まれる。

FOMC は 12 月にオープンエンドの資産買入を導入するに際し、「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、二つの判断基準を示した。そのため、後者の観点から、金融市場の不均衡が高まるリスクが認められれば、早期の資産買入減額や停止を行う可能性がある。しかし、現時点でそうしたリスクは認められず、労働市場の改善は十分にも進んでいない。そのため、メインシナリオにおいて「資産買入減額が 2013 年終盤以降、資産買入停止は 2014 年前半から半ば、初回利上げは 2015 年半ば」との従来見通しを変更しない。但し、リスクシナリオとしての早期政策変更について、金融不均衡のリスク及び、それに対する FOMC 関係者の認識には注意を払う必要がある。

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. 2012 年 10～12 月期の経済動向

(1) 10～12 月期はマイナス成長

2012 年 10～12 月期の米国経済は前期比年率▲0.1%と予想外の縮小に転じた。縮小は、金融危機に伴って 2008 年 7～9 月期から 2009 年 4～6 月期に 4 四半期連続のマイナス成長を記録して以来である。市場コンセンサスでは 1%台のプラス成長（当社 1.5%）が予想されており、ネガティブ・サプライズと言える。なお、**暦年ベースの成長率は 2011 年の 1.8%から 2012 年は 2.2%へ加速**した。

サプライズではあるが、10～12 月期のマイナス成長が、**米国経済に対して新たな問題を提示したという訳ではない**。成長の内訳を見ると、**在庫投資の寄与度が前期比年率▲1.27%Pt（7～9 月期 0.73%Pt）、政府支出の寄与度も▲1.33%Pt（7～9 月期 0.75%Pt）に達しており、両者の合計で実に 2.60%Pt も成長を押し下げた**。この大幅なマイナス寄与の背景には、後述するように財政問題がある。また、輸出低迷により純輸出も▲0.25%Pt（7～9 月期 0.31%Pt）の押し下げ寄与だった。一方、**個人消費を筆頭に民間最終需要（民需－在庫投資）は堅調であり、10～12 月期は前期比年率 3.1%と、3 四半期ぶりに 3%台に伸びが高まった（7～9 月期 1.7%）**。

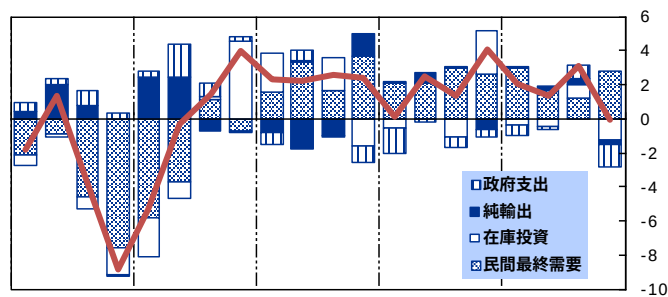
米国経済は持続成長に向けて足場固め

民間最終需要の内訳を見ると、年末商戦が好調だった個人消費が前期比年率 2.2%（7～9 月期 1.6%）と 2%台の伸びを確保、住宅市場の回復が鮮明な住宅投資は 15.3%（7～9 月期 13.5%）と 2 四半期連続の二桁増加、7～9 月期に縮小していた設備投資も 8.4%と増勢に復帰しており（7～9 月期▲1.8%）、揃って堅調である。こうした民間最終需要の堅調推移、特に**雇用環境の改善や住宅市場の底入れを反映した家計部門の持ち直しを踏まえれば、ヘッドラインである実質 GDP 成長率のマイナスと異なり、米国経済は持続成長に向けて足場を固めつつある**と評価できる。

財政問題がマイナス成長の主因

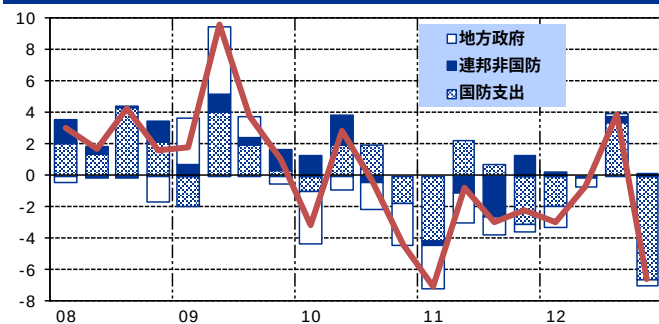
もちろん、**米国経済が財政赤字という極めて大きな問題を抱えているのも事実**である。10～12 月期縮小の主因となった在庫投資や政府支出の大幅マイナスは、そうした財政問題を反映したものと言える。まず、**政府支出は 10～12 月期に前期比年率▲6.6%と、7～9 月期の 3.9%増加から大幅な減少に転じた**。連邦国防支出が 7～9 月期に 12.9%増加と集中した反動もあり、10～12 月期に▲22.2%と急減したのが主因である（当社も含め多くが減少を想定したが、減少ペースは予想を上回った）。**財政赤字圧縮のため、国防支出の削減は既定路線であり、2013 年は減少傾向が加速すると考**

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

政府支出の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

¹ 1月16日付 Economic Monitor「12月の米小売は堅調も、財政問題の悪影響が忍び寄る」を参照。

えられる。また、**連邦非国防支出は10～12月期に1.4%（7～9月期2.9%）と2四半期連続で増加、減少基調に変化が生じたように見えるが、国防支出と同様、財政赤字削減のために2013年は再び圧縮される可能性**が高い。一方、10～12月期こそ▲0.7%（7～9月期0.3%）と再び減少したが、地方政府支出は、地方政府の財政状態改善を反映して下げ止まりつつある²。

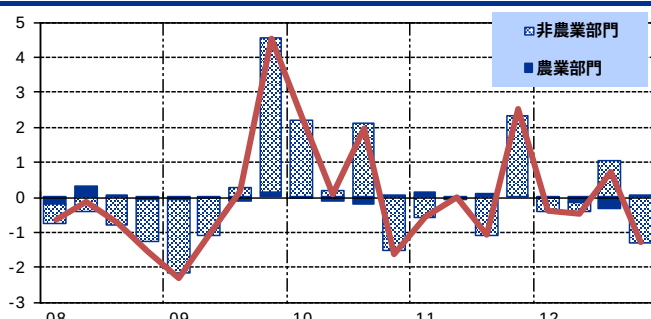
ハリケーン・サンディ襲来に伴う生産不能による在庫取り崩しも影響したが、在庫投資縮小の主因は「財政の崖」に対する懸念と考えられる。小売業者は、2012年末商戦を従来よりも前倒しで行うために在庫積み増しを早めに行った後（これが7～9月期の在庫投資拡大に繋がった）、「財政の崖」リスクを軽減するため10～12月期に在庫水準を抑制したと推測される。そのため、在庫投資は7～9月期に前期比年率0.73%Ptの成長押し上げ、10～12月期は▲1.27%Ptの押し下げを記録した。なお、干ばつによる農業部門の在庫投資縮小の影響は、7～9月期までで一巡しており（寄与度：7～9月期▲0.38%Pt→10～12月期0.11%Pt）³、10～12月期の在庫投資圧縮は非農業在庫によるものである（7～9月期1.11%Pt→10～12月期▲1.37%Pt）。

耐久財中心に個人消費拡大、駆け込み配当で貯蓄率上昇

その他の需要項目を見ると、まず**個人消費では、自動車向け支出が前期比年率26.7%と伸びた耐久財消費が13.9%（7～9月期8.9%）の高い伸びを示し、消費全体を牽引した**。また、家具やレジャー向けの財支出が伸びており、ハリケーン・サンディ後の復興消費や年末商戦の好調も確認できる。一方、非耐久財消費は0.4%（7～9月期1.2%）、サービス消費も0.9%（7～9月期0.6%）と伸び悩んだ。なお、**2013年からの増税回避を狙い、多くの企業が駆け込み配当を行ったため、10～12月期は家計の名目可処分所得が8.1%（7～9月期2.1%）と急増した**。但し、支払いが年末近くとなったことに加え、年明けからの増税を踏まえ、そうした一時的な収入増加を多くの家計は支出よりも貯蓄に充当しており、**貯蓄率が4.7%（7～9月期3.6%）へ1.1%Ptも跳ね上がっている**。

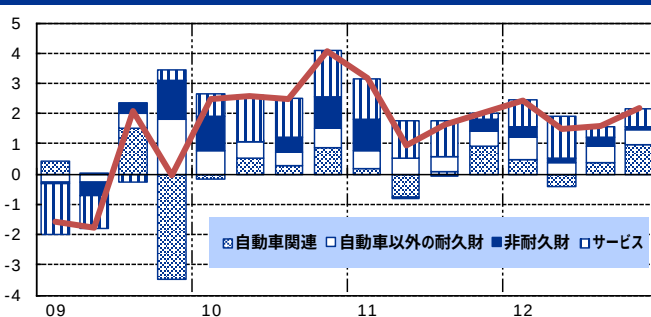
住宅投資は10～12月期に前期比年率15.3%（7～9月期13.5%）と2四半期連続で増加し、回復基調を維持した。販売増加に伴う需給のタイト化が、

在庫投資の寄与度推移（前期比年率、%Pt）



（出所）U.S. Department of Commerce

個人消費の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

家計貯蓄率の推移（%）



（出所）U.S. Department of Commerce

² 但し、連邦支出減少の影響により、地方政府支出にも下押し圧力が及ぶ点には留意が必要である。

³ なお、10～12月期も農業部門の在庫投資はマイナスである。但し、マイナス幅が縮小したため、成長に対してはプラス寄与となっている。

新築住宅の建設を促すと同時に、住宅価格の上昇にも繋がっている。住宅販売の9割超を占める中古住宅の在庫率は既に住宅バブル時と同水準の4ヶ月台の半ばまで低下している。住宅投資の内訳を見ると、回復局面の初期では中古物件の修繕や改築が増分の過半を占めていたが、足元では新築物件の建設が大勢を占める。

設備投資は10～12月期に前期比年率8.4%（7～9月期▲1.8%）と2四半期ぶりに増加した。機器及びソフトウェア投資が前期比年率12.4%（7～9月期▲2.6%）と反転し、構築物投資の低迷（7～9月期0.0%、10～12月期▲1.1%）を補った。後述するように構築物投資が上方修正される見込みである点も踏まえれば、少なくとも設備投資は最悪期を脱した可能性が高いだろう。

輸出の大幅減少により純輸出は成長率下押し

世界経済の低空飛行に加え、ハリケーン・サンディに伴う東海岸港湾の使用不能もあり、輸出は10～12月期に前期比年率▲5.7%（7～9月期1.9%）と大幅に減少した。また、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。海外経済が緩やかながらも既に回復へ転じているため、米国の輸出も2013年は持ち直しへ向かう見込みである。

輸入については、輸出同様にサンディの影響が生

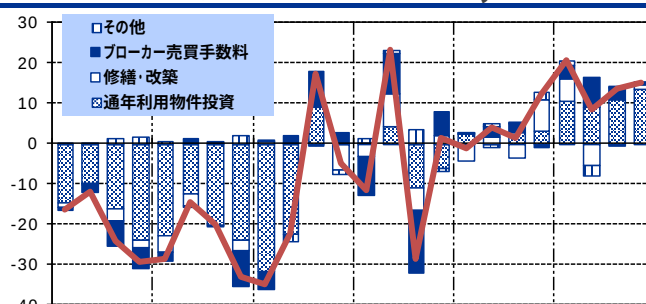
じたほか、上述した在庫圧縮のための輸入抑制が下押しに寄与したと考えられる。その一方で、干ばつによる国内食料生産の減少が輸入増加に繋がったほか、年末商戦を睨んで11月にスマートフォンと考えられる携帯電話関連の輸入が急増し消費財輸入を大きく押し上げたため、輸入の減少幅は前期比年率▲3.2%（7～9月期▲0.6%）と輸出に比べ小幅だった。輸出の減少幅が輸入を上回ったことから、純輸出は10～12月期に成長を、寄与度▲0.25%Ptと抑制している（7～9月期0.38%Pt）。

(2)二次推計値では上方修正

なお、2012年10～12月期成長率については、一次推計値の前期比年率▲0.1%が二次推計値で若干のプラスへ改訂される見込みである。輸出の上方修正及び輸入の下方修正、構築物投資及び住宅投資の上方修正が10～12月期の成長率を押し上げる。

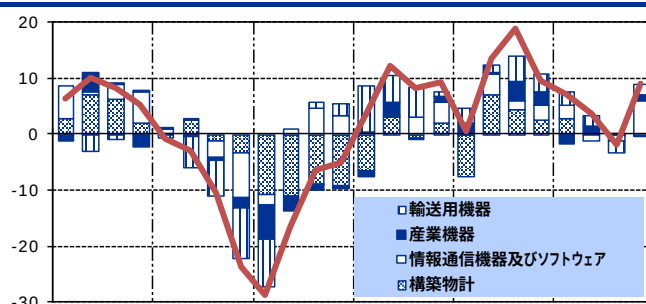
GDP統計の公表元である米商務省は12月の輸出について小幅減少を想定していたが、実際には12月の輸出が前月比2.1%と増加しており、10～12月期の輸出は前期比減少こそ変わらないが、減少幅

住宅投資の推移（前期比年率、%）



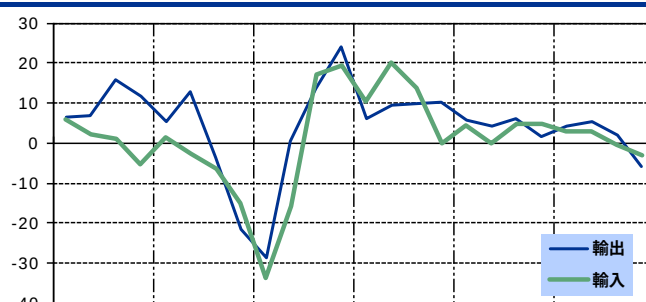
(出所) U.S. Department of Commerce

設備投資の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

輸出入の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

は商務省が一次推計値で用いた計数から縮小する。また、輸入は12月に前月比▲2.7%と減少したが、減少幅は商務省の想定を上回っており、輸入は下方修正される。輸出の上方修正と輸入の下方修正により、10～12月期の純輸出寄与度は1次推計値の▲0.25%Ptから0.39%Ptへ大幅な上方改訂が見込まれる。また、構築物投資については基礎統計が10月に遡って大幅に上方修正されたため、前期比減少から増加への大幅な上方改訂が予想される（一次推計値前期比年率▲1.1%→二次推計値5.9%）。住宅投資も基礎統計の改訂により、小幅だが上方修正が見込まれる（15.3%→16.1%）。但し、在庫投資については下方修正を予想する。

以上を踏まえると、2012年10～12月期の実質GDP成長率は一次推計値の前期比年率▲0.1%から、二次推計値で0.4%へ上方改訂が予想される。なお、2012年の成長率は2.2%で、小数点第一位レベルでは変わらない見込みである。こうした成長率の上方修正予想を勘案しても、10～12月期に財政問題が米国経済を下押しする一方で、民間最終需要が堅調だったという構図に変化はない。ただ、民間最終需要の強さが、一次推計値段階よりも多少際立つことになりそうである。

2.2013・2014 年経済見通し

(1)2013 年前半も財政問題が下押し

2013 年初めの民主党と共和党の合意により「財政の崖」からの転落はギリギリで回避されたが、先送りされた問題は多く、**米国経済が「財政の階段」を踏み外すリスクは残存**している。そのため、**2012 年 10～12 月期と同様に 2013 年前半も、財政問題が成長を抑制する構図が継続**する可能性が高い。政府支出の減少や在庫投資の抑制（更なる圧縮はないとしてもプラス寄与は見込めない）が続くほか、増税や将来不安により個人消費も低調に推移する。そうした財政による下押しを 1 月以降の経済データから読み取ることができるが、その一方で下支え材料も散見される。

個人消費に財政問題の下押し

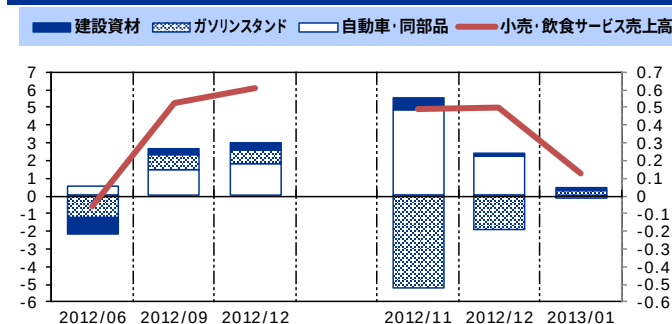
財政問題による下押しが確認できるのは個人消費関連である。1 月の米国の小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は前月比 0.1%（2012 年 12 月 0.5%）と僅かな伸びに留まった。2012 年 10～12 月期の前期比年率 6.1%や 12 月の前月比 0.5%から明確に鈍化しており、**給与税減税終了による可処分所得減少や財政問題に対する不安が、消費支出を押し下げた**ことが読み取れる。実際、消費者マインド指数は昨年 12 月をボトムに改善しつつあるものの、昨年 10～11 月との対比では、未だ極めて低い水準にある。更に、2 月にはガソリン価格の上昇も懸念される。

こうした**小売売上高が示す個人消費の鈍化は、雇用情勢からも確認**できる。

民間雇用者数の増加幅は 2012 年 10～12 月期の月当たり 22.5 万人及び 12 月の 20.2 万人が、2013 年 1 月に 16.6 万人へ減速した。16.6 万人と言う水準は 2011 年の月当たり 20.1 万人、2012 年の 19.2 万人も下回る。1 月の内訳を見ると、財生産部門が 4.4 万人から 3.6 万人へ、サービス部門は 15.8 万人から 13.0 万人へ減速しており、サービス部門の鈍化が目立つ。

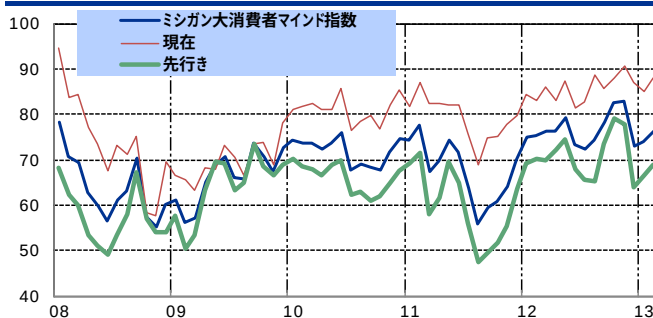
そのサービス部門では、12 月に落ち込んだ反動もあり小売が前月差 3.3 万人（12 月 1.1 万人）へ持

小売・飲食サービス売上高（前月比、前期比年率、%）



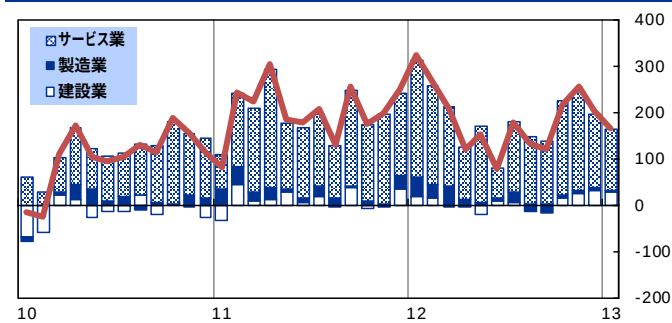
(出所)CEIC

ミシガン大消費者マインド指数



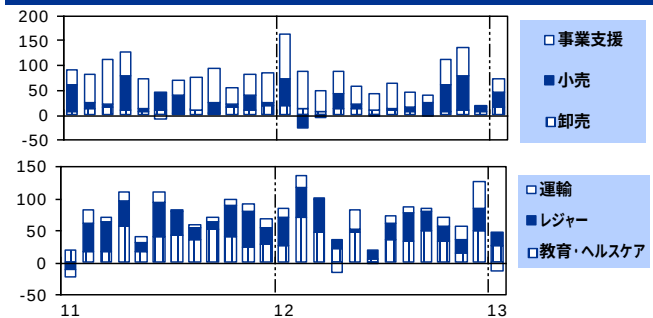
(出所) Univ. Michigan, Thomson Reuters

民間部門の雇用者数推移（前月差、千人）



(出所) CEIC

サービス部門の雇用者数推移（前月差、千人）



(出所) CEIC

ち直したものの、教育・ヘルスケア（12月5.0万人→1月2.5万人）やレジャー（12月3.3万人→1月2.3万人）などが減速した。運輸は▲1.4万人（12月4.3万人）と減少へ転じている。1月に持ち直した小売も10～12月期の月当たり4.4万人との比較では減速である。

小売売上高や雇用の動きが示唆するように、2013年前半は個人消費が低調に推移し、米国経済全体を下押しする可能性が高い。

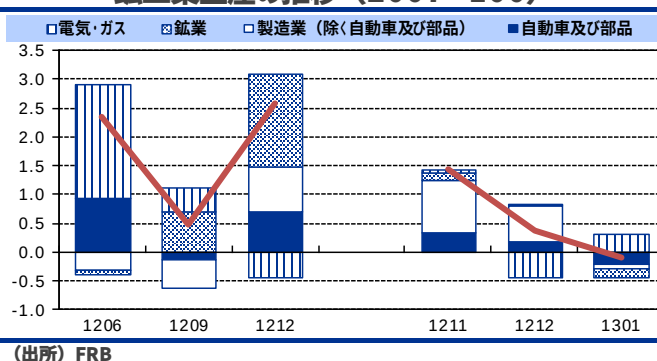
企業部門が下支え

一方、同じ年明け後の経済指標でも**企業関連データは底堅く推移**している。1月の製造業ISM指数（中立50）が53.1と昨年12月の50.2から明確に上昇、既に2月データが公表されたNY連銀の製造業指数（中立=0）は1月▲7.8が2月は10.0に上昇した⁴。また、気温低下で電力生産が伸びたものの、自動車等を中心に製造業生産が減少、鉱業も伸びなかったため、鉱工業生産は1月に前月比▲0.1%、製造業生産は▲0.4%と共に3ヶ月ぶりの減少に転じている。しかし、1月水準は10～12月期平均を大きく上回っており、2月以降が横ばいでも1～3月期は10～12月期の前期比年率2.6%と同程度の伸びを確保できる（製造業生産は寧ろ加速する）。

景況感や生産の動向に加え、1月1日の「財政の崖」回避の合意において研究開発投資減税の延長等が決まった点も勘案すれば、企業部門の拡大が個人消費の低調推移をある程度補うと見込まれる。但し、2013年前半の個人消費動向を見極めたいとする企業も多いと考えられるため、経済成長を加速させるほどのインパクトは期待できない。

以上を踏まえると、**2013年前半の米国経済は、財政問題の下押しを受け、成長ペースは緩慢なものにとどまるものの、企業部門の下支えなどにより、プラス成長は維持**すると見込まれる。昨年10～12月期の成長率は、既に述べたとおり二次推計でプラスへ改訂される見込みだが、仮にマイナスのままでも**2.四半期連続のマイナス成長によるテクニカルリセッションは予想されない**。当社では2013年前半の

鉱工業生産の推移（2007=100）



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	1.8	2.2	1.9	2.4
個人消費	1.8	2.5	1.9	1.9	2.3
住宅投資	▲3.7	▲1.4	11.9	13.0	9.2
設備投資	0.7	8.6	7.7	5.0	6.7
在庫投資(寄与度)	(1.5)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(0.1)
政府支出	0.6	▲3.1	▲1.7	▲2.6	▲3.4
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.3)
輸出	11.1	6.7	3.2	3.5	7.0
輸入	12.5	4.8	2.5	1.9	3.9
名目GDP	3.8	4.0	4.0	3.5	4.0
失業率	9.6	8.9	8.1	7.6	7.1
(Q4)	9.5	8.7	7.8	7.5	6.9
雇用者数(月変化、千人)	85	175	181	188	228
経常収支(10億ドル)	▲442	▲466	▲472	▲423	▲376
(名目GDP比,%)	▲3.0	▲3.1	▲3.0	▲2.6	▲2.2
貯蓄率(%)	5.1	4.2	3.9	4.1	3.8
PCEデフレーター	1.9	2.4	1.7	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.5	1.4	1.7	1.4	1.8
(Q4/Q4)	1.2	1.7	1.5	1.6	1.8
消費者物価	1.6	3.1	2.1	2.3	2.0
コア消費者物価	1.0	1.7	2.1	1.7	1.8

（出所）米商務省等資料より当社作成。

⁴ 同じ地区連銀データでもフィラデルフィア連銀データは悪化した。但し、過去のISM指数との関係を見るとNY連銀データの方が説明力が高い。

成長率を 1%台半ばと想定している。

(2)2013 年後半から成長加速

財政問題の悪影響が薄れるにつれて、2013 年後半から米国経済は成長加速が見込まれる。住宅市場の回復が象徴するように、過剰債務問題や人口動態、雇用情勢など様々な分野で正常化が進んでおり、そうした動きが潜在成長ペースである 2%台半ばに向けての成長ペース加速に繋がる。また、シェール革命による種々の恩恵と、海外経済が徐々に成長ペースを高めることも米国経済の拡大を支援すると考えられる。

財政問題を受けた前半の低成長が響き、2013 年の成長率は 1.9%と 2012 年の 2.2%から小幅低下する見込みである。一方、2013 年後半からの成長加速を反映し、2014 年の成長率は 2.4%へ上昇すると予想される（2013 年、2014 年見通しとも従来から変更なし。予想の総括表は前頁を参照）。なお、2013 年後半以降に想定する成長加速の背景については、4 章の「米国経済の復活」で詳述する。

(3)インフレは安定が続く

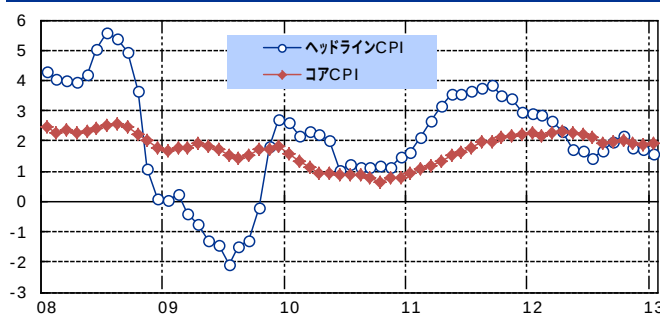
インフレ率は、均せば安定推移が続いている。

2013 年 1 月は、ガソリン価格を中心にエネルギー価格が前月比▲1.7%（2012 年 12 月▲0.8%）と低下する一方、コア CPI（除く食料とエネルギー）が前月比 0.25%（12 月 0.12%）と上昇、両者が相殺し合ったためにヘッドライン CPI（日本の総合指数に相当）は前月比ゼロと 2 ヶ月連続で横ばいだった。前年比で見ると、昨年初めに上昇率が高まっていた反動もあり（グラフ参照）、ヘッドライン CPI が 1.6%（12 月 1.7%）へ低下する一方、コア CPI は 3 ヶ月連続で 1.9%と安定している。

1 月のコア CPI の上昇率である前月比 0.25%は 2011 年 5 月以来の高い伸びであり、今後の動向には一定の配慮が必要である。但し、内訳品目を見ると、1 月の上昇加速は衣服、教育、娯楽に限られ、そのうち教育と娯楽は昨年 11 月と 12 月が極めて低い伸びである。均せば大きな変化は見られない。

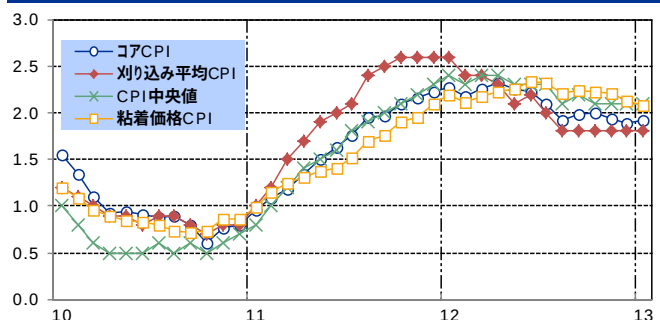
また、コア CPI 以外のトレンド関連データを見ても、刈り込み平均 CPI が 1.8%、CPI 中央値は 2.1%、粘着価格 CPI も 2.1%といずれも前月と同じ伸びで安定している。期待インフレ率を見ても、ミシガン大学サーベイ（先行き 5 年）が 3%程度で、物価連動債から算出される BEI（ブレイクイーブ

CPIのヘッドラインとコア（前年比、%）



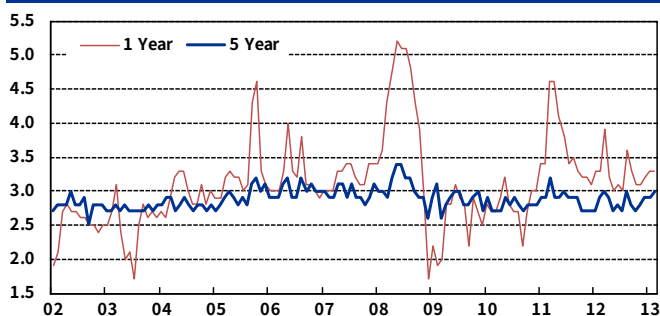
(出所)CEIC

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）



(出所) CEIC Data

期待インフレ率の推移（%）



(出所) University of Michigan

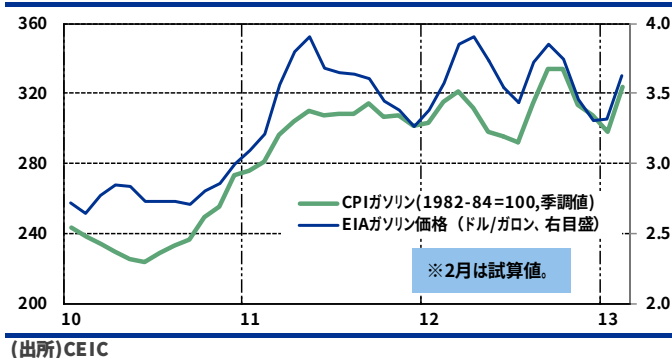
ンインフレ率、10 年）は 2.5%程度で、やはり安定推移である。

足元で賃金データに底入れの動きが見られることを踏まえれば、インフレ率は基調的な動きとして、今回の予測期間の後半である 2014 年に向けて緩やかに高まっていく可能性が高いだろう。但し、米国経済には大きな需給ギャップが残存しており、失業率も高止まりしていることから、FOMC が掲げる 2%のゴールを大きく上回るような上昇は予想されない。

なお、2013 年前半は、昨年の干ばつに伴う食料価格の高騰とエネルギー価格の上昇によりヘッドライン CPI は 2%台前半へ上昇するリスクがある。特に 2 月は、ガソリン価格が前月比 9%近い急上昇を示す可能性がある。こうしたヘッドライン CPI の上昇については、インフレ昂進リスクとして過度に懸念する必要はないものの、食料品とエネルギーが共に必需品であるため、家計の実質購買力を押し下げる点に注意が必要であろう。

CPI 上昇率の予想は、コア CPI が 2013 年 1.7%、2014 年 1.8%、ヘッドライン CPI は 2013 年 2.3%、2014 年 2.0%である。

ガソリン価格とCPIガソリン



(出所)CEIC

3. 金融政策の見通し

(1) 1月は予想通りの据え置き

Fed は 1 月 29～30 日に 2013 年最初の FOMC を開催し、金融政策を据え置いた。すなわち、0～0.25% の FF 金利誘導目標、総額 850 億ドルの資産買い入れ（及び償還分のロールオーバー）、初回利上げのための失業率 6.5%、インフレ率 2%+0.5%Pt の数値基準に変更はない。昨年 12 月に大きな政策変更を行ったばかりであり、市場では政策変更は見込まれておらず、据え置きにサプライズはなかった。なお、定例の 1 年毎の輪番により FOMC 投票権者のうち地区連銀 4 名が今回の FOMC から交替した。新たな投票権者である地区連銀総裁のうち、カンザスシティ連銀のジョージ総裁は、今回の FOMC では金融緩和継続による金融不均衡リスクの高まりと長期の期待インフレ率上昇を懸念して、反対票を投じた。ジョージ総裁は就任後初めて FOMC で投票権を得たが、従来からタカ派と判断されており、意外感はない。一方、タカ派寄りと考えられるセントルイス連銀のブラード総裁は、反対票を投じなかった。

(2) 景気認識は実質好転

FOMC 後に示された公表文（Statement）において、金融政策部分に関する変更は形式的なものを除けば、極めて少ない。一方、景気判断部分は、現在の FOMC の認識における微妙なニュアンスを示すために工夫が図られている。2012 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率▲0.1%と金融危機以来のマイナスへ転じたことを受けて、景気の現状判断は「最近足踏み (paused in recent months)」と記され、表面的には前回 12 月の「最近数カ月間緩やかなペースで拡大を続けた」から下方修正された。しかし、足踏みについては「天候関連の混乱や他の一時的要因が主因となって」との注記を加えることで、足元の足踏みがトレンド的な動きではないとの認識を滲ませている。実際、背景説明部分では、設備投資と住宅に関する判断が従来から好転し、実質的には景気判断の上方修正とも言える内容である。

こうした景気判断の実質的な好転を受けて、景気見通しに関する記載も変更された。従来は「一段の政策による緩和がなければ、経済成長は労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある点を、FOMC は引き続き懸念している」と記載され、下振れリスクと追加緩和の重

FOMCの投票権者

	2012年12名	2013年12名	スタンス
理事	バーナンキ議長	バーナンキ議長	中間派
	イエレン副議長	イエレン副議長	ハト派
	デューク理事	デューク理事	バーナンキ議長追随
	タルーロ理事	タルーロ理事	バーナンキ議長追随
	ラスキン理事	ラスキン理事	バーナンキ議長追随
	パウエル理事(2012/5/25就任)	パウエル理事	バーナンキ議長追随
	スタイン理事(2012/5/30就任)	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	ダドリーNY連銀総裁	ハト派,FOMC副議長
	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	ハト派寄り
	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。

2013年FOMCのスケジュール

2013/01/29-30	
2013/03/19-20	SEP, 記者会見
2013/04/30-05/01	
2012/06/18-19	SEP, 記者会見
2012/07/30-31	
2012/09/17-18	SEP, 記者会見
2012/10/29-30	
2012/12/17-18	SEP, 記者会見

※FOMCは年8回。

(出所) FRB

要性を強調していた。一方、今回は「適切な金融緩和政策により経済成長が緩やかなペースで進み、失業率は FOMC のデュアルマンドートと整合する水準へ向けて段階的に低下すると FOMC は予想している」との記載に変更、現在の金融政策の延長線上に FOMC が求める経済成長が存在することが明示されている。こうした記載の変更には、もちろん、昨年 12 月に追加緩和を行ったことが反映されているが、同時に FOMC 投票権者による、少なくとも民需に関する限りは回復が底堅さを増しつつあるとの認識も織り込まれている。また、国際金融市場に関しても、欧州市場の改善を背景に「緊張が幾分後退」したとの判断が示され、下振れリスクの度合いから「重大な」が削除された。

今回の FOMC 公表文は、投票権者が現状政策の延長線上に、米国経済（とりわけ雇用市場）の正常化と、資産買入の終了及び利上げと言う金融緩和政策の修正を見据えていることを示すものと言える。

(3) 金融政策変更のタイミング

金融市場において焦点である金融政策の変更タイミングが前倒しされる兆候は、1 月の公表文からは読み取れなかった。しかし、2 月 20 日に公開された 1 月 FOMC の議事要旨 (Minutes) により、今後の金融政策の在り方に関して FOMC 参加者が幅広い意見交換を行っていたことが示されている。

議事要旨で紹介されている主たる意見を、記載順に紹介すると以下のとおりである。

a) 数名の参加者 (Several participants) が、経済見通しの変化及び資産買入の便益と費用の評価変化に応じて、資産買入のペースを変更する準備を FOMC がすべきと強調。

b) 多くの参加者 (A number of participants) が、雇用市場見通しの顕著な改善が認められる前に、資産買入の効果とコスト、リスクに関する継続した分析の下で FOMC が資産買入規模の縮小や終了に至る可能性がある (might well) と言及。

c) 数名の参加者 (Several others) は、過度に速く (too soon) 資産買入を縮小もしくは終了する潜在的なコストも極めて大きく、資産買入は雇用市場見通しの顕著な改善が生じるまで継続すべきと主張。

こうした意見のうち、多くの参加者が言及している b) の意見は基本的に一般論であり、内容は従来からの FOMC の見解を確認したものにとどまる。FOMC は 12 月にオープンエンドの資産買入を導入するに際し、「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、二つの判断基準を示した。同基準は 1 月の FOMC でも維持されている。b) の意見は、「効果とコスト」の評価変化に伴い、資産買入政策の変更が「労働市場見通しの著しい改善」より前に生じうることに、改めて言及したものである。

a) はタカ派寄り、c) はハト派の見解である。b) との比較で見ると、c) は労働市場見通しの著しい改善を重視し、それが見通せるまでは資産買入を継続すべきとの見解である。程度にもよるが、金融市場の不均衡などよりも、あまりに長く経済が潜在ペースを下回った場合に潜在成長率が低下するリスク⁵な

⁵ “Many of these participants worried that, should the economy continue to operate below potential for too long, reduced investment and underutilization of labor could further undermine the growth of potential output over time.”

どをより重視しているものと推測される。

一方、a)は労働市場全体ではなく、経済見通しの変化や資産買入の効果とコストの評価変化に応じて、資産買入を柔軟に縮小する準備をすべきとの見解である。これだけでは分かりにくいのが、インフレリスクと金融市場の不均衡に配慮すべきとの議論⁶が下地になっており、FOMCがオープンエンドの資産買入について判断基準に挙げた「効果とコスト」をより重視した見解と言える。すなわち、経済見通しの改善に応じて、資産買入のコスト面すなわちインフレと金融市場の不均衡を引き起こすリスクが高まるため、それに応じて資産買入を調節すべきとの立場である。

以上を踏まえつつ、1月の議事要旨の意味を考える必要がある。まず、b)は一般論ではあるが、改めて議事要旨で言及されたのは、1月 FOMC での景気判断の実質的な上方修正と金融市場のリスク選好度合いの高まり（例えば株高、ジャンク債市場の上昇）などを踏まえ、資産買入の将来に関する判断を行う時期が多少なりとも近づいた旨の示唆と言えるだろう。但し、タカ派寄りの見解である a)が資産買入縮小の「提案」ではなく「準備」にとどまることを踏まえると、そうしたアクションの判断が次回や次々回の FOMC で行われる可能性は低いと考えられる。c)の見解が示すように、労働市場の改善が「顕著に」どころか「十分に」も進んでいない点は当然ながら早期の政策転換のリスクを高めている。結局のところ、現時点で、当社の従来からのメインシナリオである「資産買入減額が 2013 年終盤以降、資産買入停止は 2014 年前半から半ば、初回利上げは 2015 年半ば」を変更する必要はないと判断される。

当社見通しに対するリスクシナリオのうち、政策変更前倒しのリスクという観点から、FOMC 関係者の最近の発言を見ると、資産買入修正の（将来的な）必要性を論じる論者は、①強気な見通しを前提に資産買入の修正を示唆する向き（セントルイス連銀のブラード総裁など）と②効果とコスト分析に基づき金融市場の不均衡を懸念する向き（スタイン理事、クリーブランド連銀のピアナルト総裁、カンザスシティ連銀のジョージ総裁、ダラス連銀のフィッシャー総裁など）に分かれる。もちろん、実際の政策転換に際しては、「労働市場見通しの著しい改善」と「資産買入の効果とコスト」という二つの視点に基づき判断することになるが、公表されている最近の FOMC 関係者の発言から推し量る限り、当面は「金融不均衡」のリスク（及びリスクに関する FOMC 関係者の認識）に、より注目して、リスクシナリオの可能性について判断していくべきだろう。

⁶ “Several participants discussed the possible complications that additional purchases could cause for the eventual withdrawal of policy accommodation, a few mentioned the prospect of inflationary risks, and some noted that further asset purchases could foster market behavior that could undermine financial stability.”

4. 米国経済の復活

CBO が示した慎重な予想

2月5日に米議会予算局(CBO)が公表した財政及び経済見通し(The Budget and Economic Outlook)では、成長率を最終四半期の前年比ベースで2013年1.4%、2014年3.4%、暦年平均では2013年1.4%、2014年2.6%と予想している⁷。「財政の崖」転落を前提とした前回の2012年8月見通しでは2013年をマイナス成長と予想していたため、「財政の崖」回避に向けた民主党と共和党の1月1日合意により富裕層以外へのブッシュ減税延長が恒久化されたことなどを受け、成長率見通しは大きく改善したと言える。

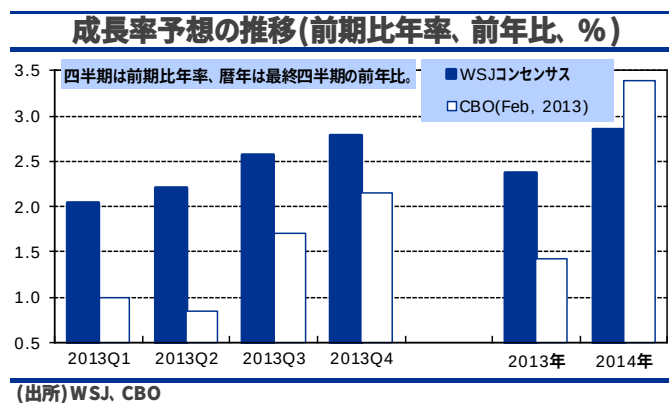
広く知られているようにCBOはあくまでも現行法制を前提とするため、未だ民主党と共和党の間で回避に向けた合意が成立していない3月1日の自動歳出削減措置(Budget Sequestration, Budget Sequester)の発動、すなわち850億ドル⁸の歳出削減実施を前提として、財政及び経済の見通しを作成している⁹。自動歳出削減額850億ドルはGDP比で0.53%に相当するため、(波及効果などを無視して単純化した場合)自動歳出削減措置が完全に先送りされれば¹⁰、CBO見通しは相当程度上振れする。単純試算では、2013年平均の成長率が0.5~0.6Pt程度押し上げられることになる(最終四半期の前年比はパスにも依存する)。

CBOが示した2013~2014年の成長見通しは、未だ財政問題が米国経済の重石となっていることを示すと同時に、財政問題以外の面では米国経済が正常化へ向かっていることを確認するものでもある。

CBOが2013年低成長の後に予想する2014年の成長率2.6%¹¹は、一般に考えられている米国経済の潜在成長率である2%台半ばに概ね一致し、更にCBOは2015~2018年に成長率が3.7%へ高まるとも予想している(2019~2023年は2.3%成長へ再び鈍化)。

自動歳出削減発動のリスク

2月終盤にかけて、自動歳出削減措置をめぐる政治的な駆け引きは激しさを増すと考えられる。最終的に、両者の交渉が合意に達せず、自動歳出削減措置が発動され、米国が「財政の階段」を踏み外す可能性を否定はできない。なお、WSJが月次で実施しているエコノミスト・サーベイによると、2013年の最終四半期前年比はCBOより高い2.4%がコンセンサスとなっている¹²。その前提でもある四半期の成長率は、2013年1



⁷ “The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023” Feb 5, 2013, CBO

⁸ 本来は1,100億ドルだが1月1日の合意(The American Tax Relief Act)によって、3月1日まで2ヶ月間発動が遅れたため、2013年の削減額は850億ドルとなる。

⁹ ホワイトハウスが歳出削減の内容について詳細に公表している。

¹⁰ オバマ大統領は自動歳出削減措置の先送りを求めている。

¹¹ 但し、歳出削減措置が先送りされれば、2013年の成長率が上方修正される一方、2014年の成長率は2.6%から下方修正される。

¹² 民間エコノミストは、2013年後半の大幅な成長率加速を予想しているため、最終四半期の成長率が高くなっている。

～3 月期が前期比年率 2.0%、4～6 月期は 2.2%であり、米国経済が「財政の階段」を踏み外さないことが想定されている模様である。米国経済が「財政の階段」を踏み外した場合には、コンセンサス予想は下振れが避けられないだろう。

米株上昇の背景

財政面に差し迫った下振れリスクを抱えつつも、米国株は上昇を続けている。S&P500 指数が 2007 年 11 月以来の高値を更新した要因としては、世界的なリスク選好度合いの回復もあるが、米国経済が正常化へ向かいつつあり、今後の成長へ向けた地力を蓄えていることこそが最も重要と考えられる。

以下では、当社が 2013 年後半以降に見込む成長加速の前提でもある米国経済の正常化と言う観点から、人口動態や長期失業、住宅市場、エネルギー生産、貿易収支などに着目して論じる。

①人口動態の変化

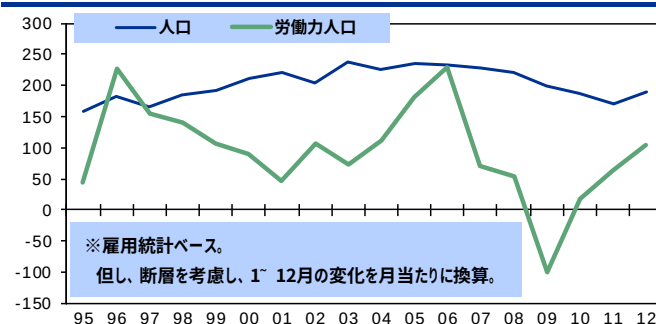
人口の伸びが回復

第一のポイントは、人口の伸びが回復しつつある点である。雇用統計ベースで見ると 16 歳以上人口（Civilian non-institutional population）の増加幅¹³は 2008 年まで月当たり 22～24 万人で推移していたが、金融危機を受けて鈍化、2009 年から 20 万人を割り込んだ。増加幅は、2011 年に 17.1 万人まで低下したが、2012 年には 18.9 万人へ再び高まっている。こうした 16 歳以上人口の伸び回復には、海外からの人口流入の持ち直しが影響している可能性が高い。金融危機以降の米国経済における働き口の減少を受けて、減少傾向にあった海外からの人口流入数が、2010 年をボトムに持ち直し、2011 年、2012 年と増加しているのである¹⁴。

労働力人口も 2 年連続で増加

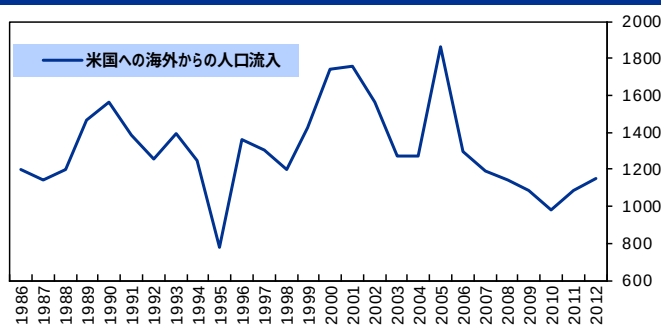
人口の伸び回復以上に、人口動態における重要な変化は、潜在成長率に影響する労働力人口が持ち直しへ転じたことである。労働力人口は 2009 年に月当たり▲10.1 万人と減少を余儀なくされ、2010 年もほぼ横ばいにとどまったが、その後は

人口と労働力人口の増加数（月当たり換算、千人）



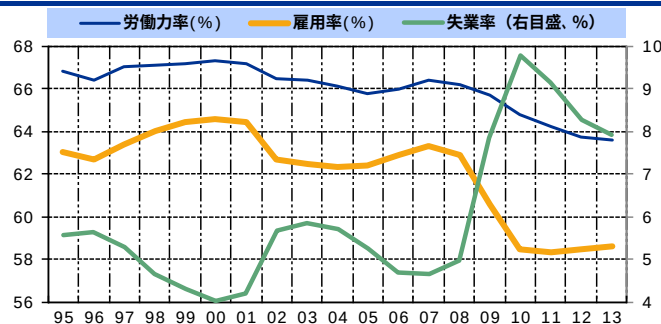
(出所) U.S. Department of Labor

海外からの人口流入（千人）



(出所) U.S. Census Bureau

労働力率等の推移（各年1月）



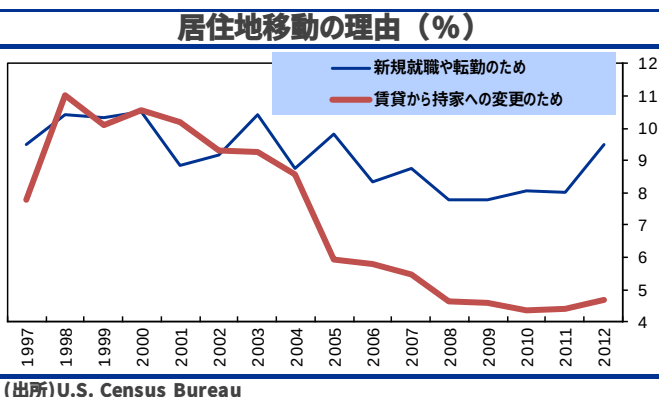
(出所) U.S. Department of Labor

¹³ 人口推計の断層を勘案し、人口と労働力人口については 1 月～12 月の伸びを月当たり換算して用いている（12 月から 1 月の伸びは含めていない）。

¹⁴ 厳密には、2005 年までと 2006 年以降では、調査方法の変更による断層が存在する（詳細は商務省資料を参照）

2011 年 6.4 万人、2012 年 10.5 万人と増勢が徐々に加速しつつある。また、各年 1 月時点の労働力率（労働力人口が人口に占める割合）を見ると、2009 年以降 2012 年まで 4 年連続で毎年 0.5%～0.6%Pt の低下を示してきたが、2013 年 1 月は 63.7%と 2012 年 1 月の 63.6%から僅かな低下にとどまり、下げ止まりつつあることが確認できる。

労働力率の下げ止まりには、雇用情勢の回復が影響しているが、居住地移動率の上昇により、求職が容易な、また求人も多く実際の就職にも繋がやすい地域へ、米国民が移動している影響も大きいと考えられる。後述する住宅市場の回復などを受けて、2012 年に米国民の居住地移動率が 2002 年以来、実に 10 年ぶりの上昇に転じた。居住地移動の理由を見ても、新規就職などを挙げる比率が 2012 年に大きく高まっている。



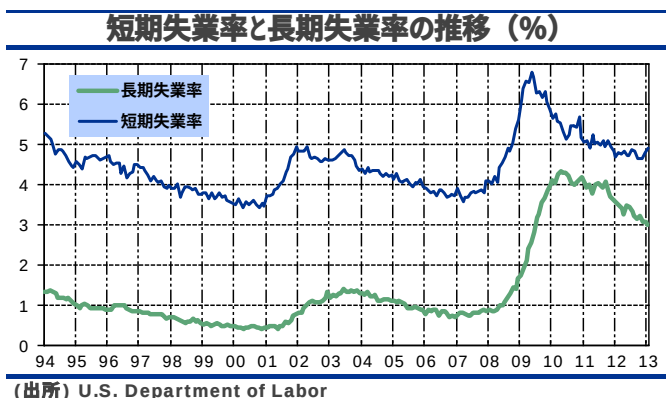
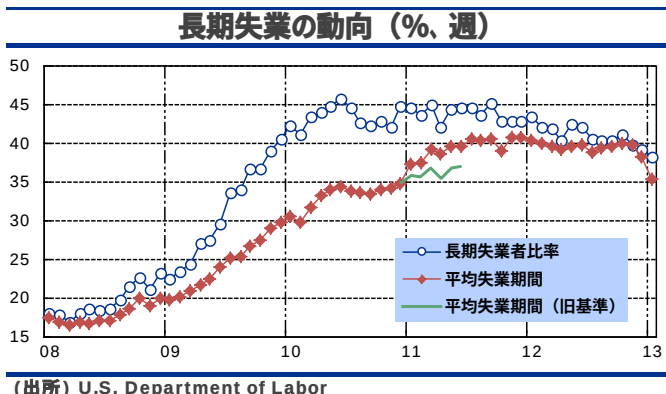
②長期失業問題

第二は、雇用情勢における最大の問題とも言える長期失業に改善の兆しが見られる点である。

失業期間の長期化は、失業者のスキル低下や陳腐化を招き、再就職できたとしても給与水準の低下につながると考えられる。また、そうした就労者のスキル低下は、一国経済全体として損失が極めて大きいため、バーナンキ FRB 議長も長期失業問題について繰り返し言及、現在の超緩和的な金融政策を正当化する理由の一つに挙げている。実際、失業期間が 27 週以上の長期失業者が失業者に占める比率（長期失業者比率）は 2010 年に一時 45%に達し、2012 年も平均で 41%と高止まりが続いた。

長期失業率が 1 年で 1 ポイント低下

但し、判断の尺度を変えて、失業期間別の失業者の労働力人口に対する比率すなわち短期失業率（失業期間 27 週末満）と長期失業率（失業期間 27 週以上）を見ると、幾分違う景色が見えてくる。短期失業率と長期失業率は共に金融危機に伴い急上昇したが、景気悪化が止まり新たな失職者の発生が抑制されるのに伴い、短期失業率は 2009 年半ばの 7%弱をピークとして下落へ転じ、2010 年に 5%程度まで低下した。但し、その後は、より良い職を求めての離職者や労働市場への新規及び再参入もあって、短期失業率は 5%程度水準で一進一退となっている。足元の短期失業率の水準は、金融危機前までの 3%台後半から 5%のレンジ推移のほぼ上限に位置するが、異常に高いというほどではない。米国経済の成長率が、2%前後にとどまることを踏まえれば、相応の水準とも言える



だろう。

一方、長期失業率は短期失業率に遅行して 2010 年まで上昇を続けた後、2011 年半ばまで 4%程度で高止まりした。しかし、2011 年終盤から低下へ転じ 2013 年初めの 3%まで約 1%Pt 低下、長期失業状態は緩やかにではあるが解消へ向かっている。すなわち、2011 年終盤以降の失業率低下には、短期失業者ではなく長期失業者の減少が寄与してきたのである。

もちろん、長期失業者が労働市場から退出したが故に、失業率が低下している可能性もある。ただ、2012 年には労働力人口の月当たり 10.5 万人増加を雇用者の 15.4 万人増加が上回り、失業者が 4.9 万人減少した。マクロで見る限り、長期失業者の減少は、就職を諦めた非労働力化が主因ではなく¹⁵、就労によって引き起こされていると判断できる。

就職確率と失業期間

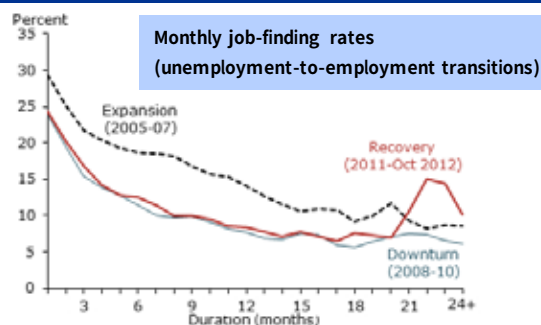
また、サンフランシスコ連銀のリサーチ¹⁶では、2008 年以降の期間において、失業期間が 1 年以上の場合、新たに職を獲得する確率は、失業期間に大きく影響されないこと（つまり失業期間が 1 年でも 1.5 年でも 2 年でも大きくは変わらない）が示されている。つまり、一般に考えられているよりもスキル低下や陳腐化が就労に及ぼす影響は小さい可能性がある（但し賃金面については別かもしれない）。加えて 2011 年以降は失業期間が 21~24 ヶ月の失業者において顕著に就職確率が上昇している。

現在の長期失業率の水準は 3%であり、金融危機前の 1%前後に比べ、極めて高い。その意味で、長期失業が雇用情勢における最大の問題の一つであることは間違いない。但し、長期失業問題が解決へ向かっていることも、また確かである。

③住宅市場の回復

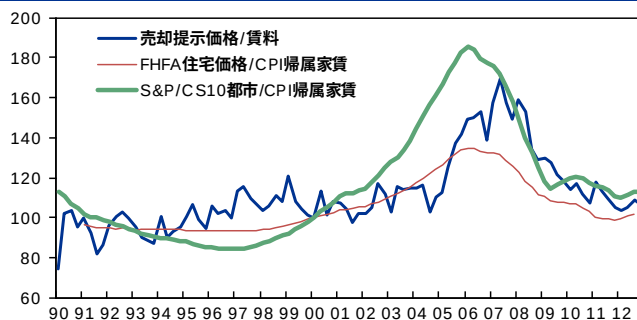
第三のポイントは、既に言い古された感もあるが、住宅市場の回復である。住宅バブルに際し急上昇した住宅価格が十分に下落したことで賃料対比での 住宅価格の割高感が解消、また家計の過剰債務調整も相当に進捗したことから、家計の住宅購入意欲が回復しつつある。FRBの銀行融資担当者調査（SLOOS）では最新の 2013 年 1 月調査まで 6 四半期連続で住宅ローンに対する需要が強くなったとの回答が過半を占めている¹⁷。こうした需要

失業から雇用への遷移率



(出所)FRBSF "Long-term Unemployment: What Do We Know?"

住宅価格と賃料の関係（2000年1~3月期=100）



(出所) CEIC

¹⁵ 2012 年は失業者数が月当たり 4.9 万人減少したのに対し、長期失業者は 6.9 万人減少している。失業者変動が全て長期失業者により生じたとの厳しい仮定の下でも、長期失業者の減少分の 7 割が就労に伴うことになる。

¹⁶ "Long-term Unemployment: What Do We Know?" Feb 4, 2013, FRBSF Economic Letter

¹⁷ 2013 年 1 月調査では、プラス幅が縮小した。同調査では季節性を除去するかたちで質問が行われているが、一見して分かるように季節性が残っている可能性が高い。米国の住宅市場は夏場が活況、冬から春は低調という季節性があり、そうし

回復を受けて、住宅販売（新築+中古）は2012年に1割程度拡大、住宅在庫が極めて低水準にあることを反映し、住宅着工に至っては3割近い大幅増加を記録した。米国の住宅市場では、回復が鮮明になりつつあると言えるだろう。

住宅市場回復が景気拡大を後押し

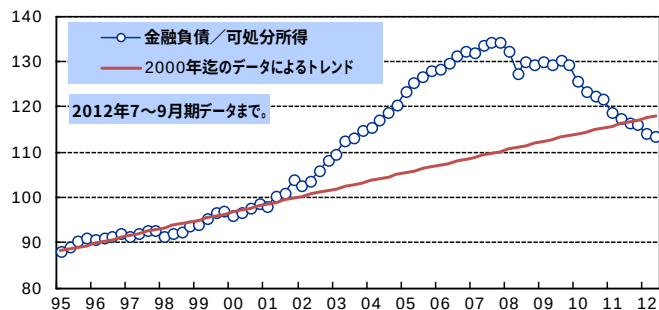
金融危機以前の景気循環では住宅投資が景気拡大のけん引役であったが、住宅バブル崩壊のために、2009年からの景気拡大局面において、住宅投資はけん引役としての機能を果たすことが出来なかった。それが、米国経済の回復ペースが、緩慢なものにとどまってきた一因と言える。しかし、2012年以降は、住宅投資が景気けん引役のポジションに復帰し、米国経済の回復ペースも徐々に加速すると考えられる。

住宅市場の回復は、耐久財購入など派生的な需要を喚起し消費拡大を促すほか、建設業の雇用増加にも結びつく。住宅バブル崩壊を受けて建設業の雇用者数は2010年まで4年連続で減少した後、2011年から増加へ転じたものの、増加幅は2012年7～9月期まで月当たり1万人程度のごく緩やかなものにとどまっていた。しかし、2012年10～12月期には月当たり2.3万人へ増勢が加速、2013年1月も2.8万人と増加基調を維持している。

住宅市場回復の人口動態への影響

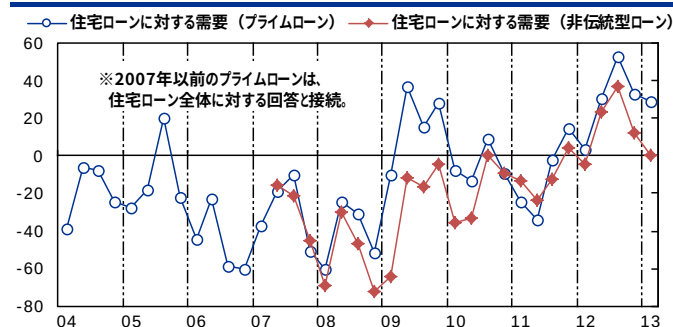
住宅市場の回復に伴い、住宅価格も上昇へ転じた。公的な住宅価格指数であるFHFA住宅価格指数は2012年11月に前年比5.7%上昇、WSJサーベイでは2012年に平均4.1%上昇した後、2013年も3.9%の上昇継続が見込まれている。こうした住宅価格の上昇は、住宅資産価値を押し上げ、Underwater状態（住宅価値が住宅ローンを下回る状態）の家計を減少させる。住宅ローンという「くびき」から解放されたことが、第一のポイントで指摘した米国民の居住地移動率の回復に繋がっていると考えられる。

家計の可処分所得に対する金融負債の比率（％）



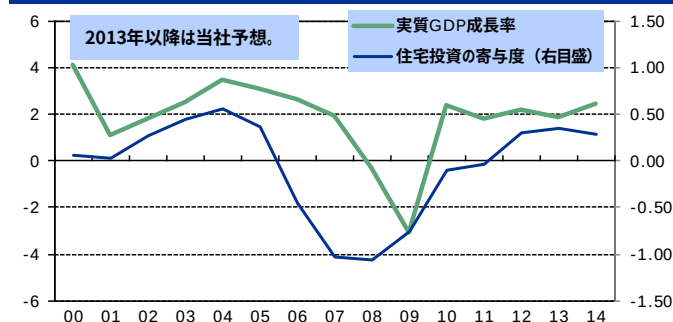
(出所) CEIC

住宅ローンに対する需要（強い-弱い）



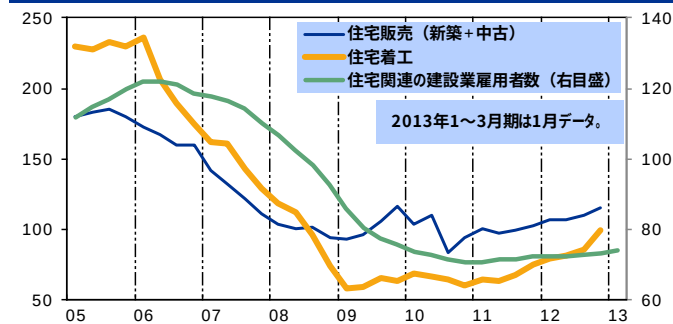
(出所) Federal Reserve Board

実質GDP成長率と住宅投資の寄与度（前年比、％、%Pt）



(出所) U.S. Department of Commerce

住宅市場の動向(2008年=100)



(出所) CEIC Data

た季節性が1月調査でのプラス幅縮小に影響したと推測できる。

④エネルギー生産

エネルギーの海外依存度が大幅に低下

第四は、シェール革命がもたらすエネルギー生産拡大による、米国のエネルギー自給率上昇と貿易収支改善の可能性である。シェール革命に伴い、米国では原油や天然ガスなどの生産が大幅に拡大している。原油生産は 2012 年まで 4 年連続で増加し、2012 年の増加率は 1 割を大きく上回ったと見込まれる。米国の原油生産増加率は、世界全体の伸びが 2%程度にとどまる下で際立っており、世界生産に占める米国のシェアは 2008 年の 6.8% をボトムに 2011 年は 7.6%へ、2012 年には更に 1%Pt 程度もシェアが高まった模様である。

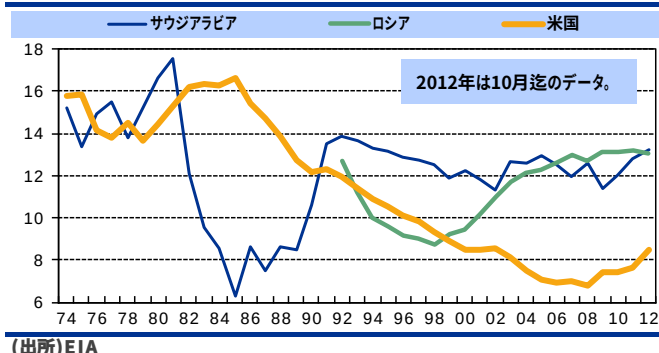
また、天然ガスの生産量は、2006 年以降 7 年連続で増加、2012 年には 2005 年の 1.3 倍まで拡大したと見込まれる。こうした**原油や天然ガスの増産により、化石燃料を中心に米国の一次エネルギー生産は大幅に増加し、エネルギー効率の改善**（2012 年は 4.7%も改善した見込み¹⁸）とも相俟って、**エネルギー輸入量の急減に繋がっている**。2006 年に 3 割を超えていた熱量ベースでの**一次エネルギー純輸入量が消費量に占める比率（＝海外依存度）は、2012 年に 16%程度まで低下、ほぼ半減したと見込まれる**。

カナダメキシコを含めると石油も消費の 8 割を確保

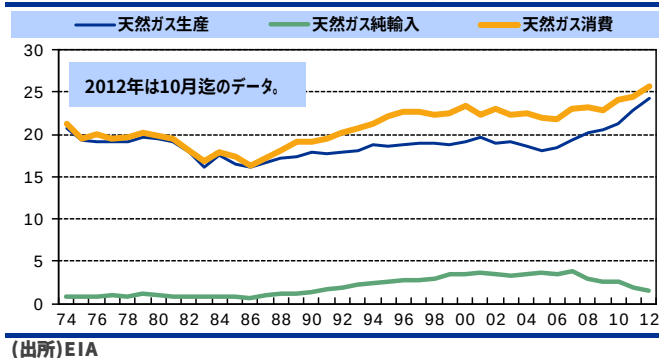
米国のエネルギー対外収支の内訳を見ると、石炭は従来から輸出超過、バイオ燃料も 2008 年に輸出超過に転じており、輸入超過となっているのは石油と天然ガスである。**エネルギー純輸入全体に占める、各エネルギーのシェアを見ると石油が 109%、天然ガスが 11%程度**であり、石油の存在感が圧倒的に大きい¹⁹。

まず、天然ガスから見ると、**天然ガス純輸入が天**

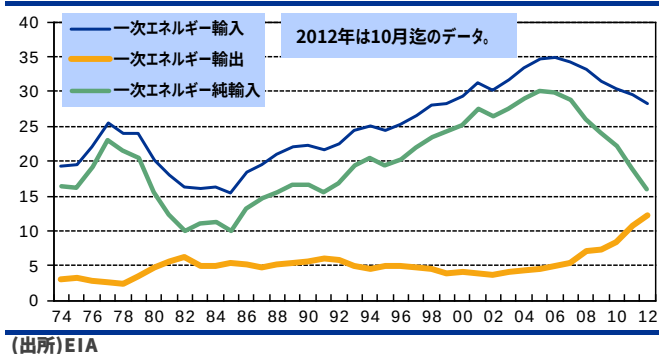
世界原油生産シェア（％）



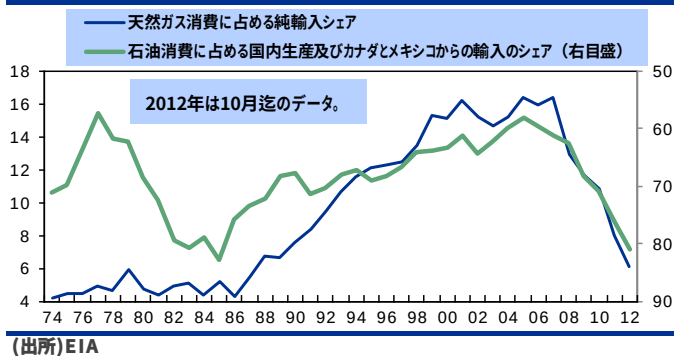
天然ガス供給と消費（兆立方フィート）



一次エネルギー輸出入（一次エネルギー消費に占める比率、％）



天然ガスと石油の調達動向（％）



¹⁸ エネルギー原単位は 2011 年迄の 10 年間で 14%低下したが、2012 年は▲4.7%と更に大幅に低下が進んだ見込みである。

¹⁹ 純輸出となっているエネルギーがあるため、純輸入に対する比率は 100%超となりうる。石炭は▲20.3%、バイオ燃料は▲0.2%である。なお、純輸入ではなく、輸入に占める比率で見ると、石油は 86%、天然ガスは 12%となる。

然ガス消費に占める比率（天然ガスの海外依存度）は 2005 年の 16%をピークに、2012 年は 6%程度まで低下したと見込まれる。加えて、米国の天然ガス輸入の 9 割は政治的・経済的に親密なカナダからであり（米国もカナダへ輸出している）、北米全体で見ると天然ガスについては既に自給が達成できている。

一方、石油は、消費に占める輸入の比率が 2006 年の 66%から 2012 年に 57%程度へ、純輸入では 2005 年の 60%から 2012 年に 41%程度へ低下したと見込まれるが、それでも天然ガスに比べれば、未だ海外依存度が圧倒的に高いことには変わりはない。但し、米国内生産にカナダ及びメキシコからの輸入を含めた比率、言わば北米生産比率²⁰で見ると、2005 年のボトム 58%が 2012 年には 80%超まで高まった模様であり、実質的な自給率は大幅に改善している。なお、北米生産比率が 80%を超えるのは 1985 年以来である。

原油価格 2 倍、貿易赤字の GDP 比は半減

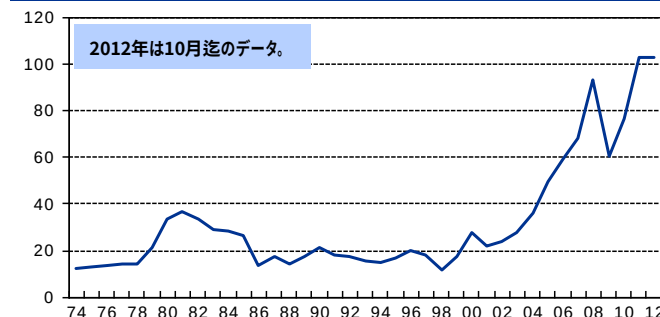
こうしたエネルギーの対外依存度の低下は、当然ながら貿易収支にも影響する。上述した熱量ベースでの収支改善を受けて、価格変動を勘案した実質ベースでの石油貿易赤字は既にピークの 5 割強まで縮小した。原油価格の上昇を受けて石油輸入額が高止まりしているため、残念ながら名目ベースの貿易赤字の縮小は大きく進んでいないが、それでも 2005 年 10～12 月期に名目 GDP 比 6%に達していた貿易赤字額は 2012 年に 3%台半ばまで縮小している。2012 年の米国の原油輸入価格が 2005 年の 2 倍超に達していることを踏まえれば、

原油価格の上昇に対する米国経済の耐性は大きく高まったと言えるだろう。

天然ガス増産によるエネルギーコストの上昇緩和

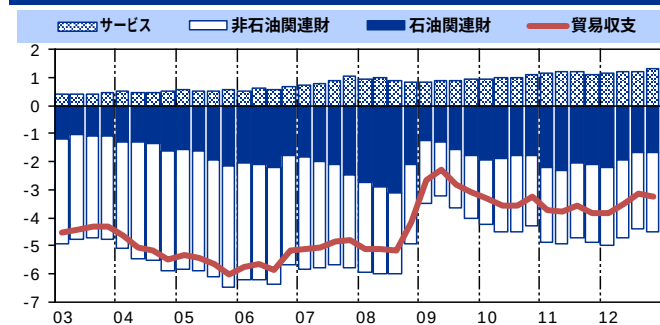
海外依存度が高い石油（原油）価格の上昇に伴い、ガソリン価格もこれまで大幅に上昇してきた。そうした状況下で、天然ガスの米国内での増産がもたらす需給緩和による天然ガス価格の低位推移は、

原油入着価格（ドル/バレル）



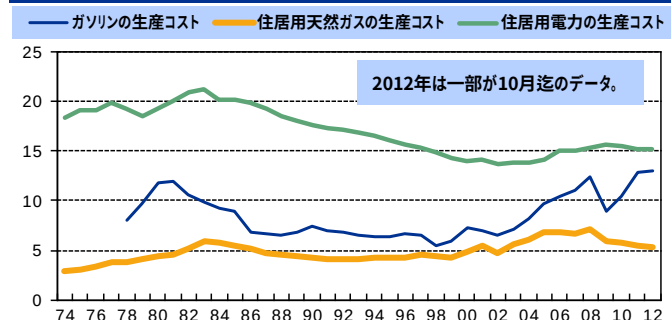
(出所)EIA

貿易収支の推移（BOPベース、名目GDP%）



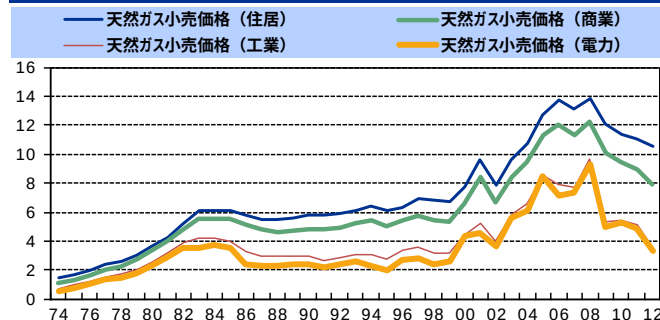
(出所)CEIC

住居用エネルギーの生産コスト（ドル/百万BTU）



(出所)EIA

天然ガス小売価格（ドル/千立方フィート）



(出所)EIA

²⁰ 但し、カナダ及びメキシコの消費や、同国向けの輸出などは考慮していない。

エネルギーコスト全体の上昇圧力緩和に大いに役立っている。

天然ガスの小売価格は、各家庭への配送コストがかさむ住居向けでは低下幅が相対的に小幅だが、それでも 2012 年は 2004 年以來の水準に低下している。また、配送コストが安価な大口の工場や発電事業者向けでは小売価格が 2000 年以降の最低水準まで低下した。こうした 発電事業者向けのガス価格低下は、発電コストの削減を通じて、電力価格の押し下げにも繋がることが期待される。なお、米国内での天然ガス増産は、同時に化学原料であるエタンなどの産出にも繋がっており、エネルギーコストの低下と相俟って、製造業の米国における事業環境を大きく改善させている。

米国経済の復活

以上、人口動態及び長期失業、住宅市場、エネルギー生産という四つの観点から、米国経済が復活に向けて、足場を固めつつあることを確認してきた。人口動態や長期失業に関する変化は、米国の潜在成長率を考える上で極めてポジティブな動きと判断できる。また、国内エネルギー生産の拡大は海外依存度の低下を通じて、米国経済の頑健性を高めると同時に、外交面や軍事面での柔軟性も確保する。また、エネルギー価格の低下などにより、国内産業の事業環境が好転するほか、家計の実質購買力を拡大する効果も期待できる。

こうした経済構造面でのポジティブな変化に、住宅市場の回復がもたらす循環的な押し上げの力が加わることで、米国経済は復活に向けて既に歩み始めた。冒頭で述べたように、財政面での短期的な不安は未だ解消していないが、その先には米国経済の復活が既に見えている。

【米国主要経済指標】

	Q1-12	Q2-12	Q3-12	Q4-12				
	注記がない限り前期比年率 (%)							
名目GDP	4.2	2.8	5.9	0.5				
実質GDP	2.0	1.3	3.1	▲0.1				
個人消費	2.4	1.5	1.6	2.2				
住宅投資	20.6	8.4	13.6	15.3				
設備投資	7.5	3.6	▲1.8	8.4				
政府支出	▲3.0	▲0.7	3.9	▲6.6				
輸出	4.4	5.2	1.9	▲5.7				
輸入	3.1	2.8	▲0.6	▲3.2				
経常収支(10億ドル)	▲134	▲118	▲108					
名目GDP比(%)	▲3.5	▲3.0	▲2.7					
	Q1-12	Q2-12	Q3-12	Q4-12	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13
	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	6.3	2.9	2.1	8.1	0.1	1.0	2.7	
消費者信頼感	67.5	65.3	65.0	70.4	73.1	71.5	66.7	58.6
小売売上高	6.5	▲0.6	5.3	6.1	▲0.2	0.5	0.5	0.1
除く自動車、ガソリン、建設資材等	5.1	1.8	3.9	4.6	▲0.1	0.7	0.7	0.2
鉱工業生産	5.9	2.4	0.5	2.6	▲0.3	1.4	0.4	▲0.1
住宅着工件数(年率換算、千件)	715	736	774	901	889	841	973	890
中古住宅販売戸数	12.5	1.2	22.0	13.9	1.0	2.7	▲1.2	0.4
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	6.2	6.4	5.4	4.5	5.2	4.8	4.5	4.2
非国防資本財受注(除く航空機)	0.4	▲5.9	▲23.8	21.2	3.0	3.3	▲0.3	
民間非居住建設支出	31.5	3.5	▲1.1	9.2	1.7	▲0.3	1.8	
貿易収支(10億ドル)	▲149	▲138	▲125	▲129	▲42	▲49	▲39	
実質財収支(10億ドル,2005年基準)	▲144	▲141	▲142	▲142	▲46	▲52	▲44	
実質財輸出	3.0	8.3	▲1.9	▲5.5	▲4.8	2.3	2.6	
実質財輸入	2.5	3.0	▲0.9	▲3.5	▲3.7	5.5	▲3.1	
ISM製造業指数(四半期は平均)	53.0	52.3	50.9	50.6	51.7	49.9	50.2	53.1
ISM非製造業指数(四半期は平均)	55.7	53.5	54.1	55.1	54.8	54.8	55.7	55.2
失業率(%)	8.2	8.2	8.0	7.8	7.9	7.8	7.8	7.9
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	262	108	152	201	160	247	196	157
民間雇用者数(前月差、千人)	265	117	142	225	217	256	202	166
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.6	1.9	2.1	2.1
消費者物価(前年比、%)	2.8	1.9	1.7	1.9	2.2	1.8	1.7	1.6
コア消費者物価(前年比、%)	2.2	2.3	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9
PCEデフレーター(前年比、%)	2.4	1.6	1.5		1.7	1.4	1.3	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.9	1.8	1.6		1.6	1.5	1.4	
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(%)	0.34	0.29	0.26	0.26	0.28	0.27	0.26	0.27
10年債利回り(%)	2.17	1.62	1.72	1.72	1.75	1.65	1.72	1.91
名目実効為替レート(1997/1=100)	98.7	102.2	99.2	99.0	99.0	99.6	99.0	98.9
ダウ工業株30種平均	13212	12880	13437	13104	13096	13026	13104	13861
S&P500株価指数	1408	1362	1441	1426	1412	1416	1426	1498

(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。