

米国経済情報

2013年3月号

Summary

【内容】

1. トピックス:
底堅い個人消費の背景を探る
 2. 経済動向分析
 - (1) 10～12月期はプラス成長に改訂
 - (2) 雇用情勢は力強く回復
 - (3) 個人消費は底堅い
 - (4) 住宅市場は好循環
 - (5) 企業部門も回復
 - (6) 輸出は1～3月期に反転
 - (7) インフレは安定
 3. 金融政策:
FOMCは資産買入縮小を急がず
- 巻末: 主要経済指標

【底堅い個人消費の背景を探る】

増税による負担拡大はあるものの、個人消費は、金融資産や住宅資産の拡大に伴う資産効果や雇用所得環境の改善を受けた期待所得の拡大などに支えられて、拡大基調を維持する可能性が高いことが、二つの消費性向関数の推計から確認できる。また、同推計により、緩和的な金融環境を背景としたファイナンス状況の改善が消費拡大に貢献していることも示された。

但し、同推計では、ガソリン価格上昇による負担増加が、消費性向を有意に押し下げる効果を有する点も同時に示されている。今後もガソリン価格の上昇が続く場合には、個人消費のリスク要因となるため、注意が必要である。

【経済動向分析】

雇用情勢は回復基調を強めており、個人消費は堅調推移が見込まれる。住宅投資は回復が続き、設備投資にも復調の動きが見られるなど、民間需要を中心に米国経済は底堅さを増している。また、インフレもエネルギー要因を除けば安定推移が続いており、米国経済の持続的な拡大に向けた基盤が整いつつある。シェール革命による種々の恩恵も顕在化を始めている。

財政問題による悪影響が残るため2013年前半の米国経済の成長ペースは緩慢なものにとどまるものの、後半以降は2%台半ばの潜在成長ペースに向けて加速が見込まれる。成長率予想は2013年1.9%、2014年2.4%である（従来予想から据え置き）。

【金融政策】

2013年二回目の3月FOMCにおいて、FOMC参加者は失業率予想を引き下げる（改善方向に修正する）一方で、利上げ開始時期に関する見通しを寧ろ若干後倒しし、金融緩和的な環境を維持するスタンスを強く示した。1月の議事要旨が示唆したように、資産買入の縮小や終了に関する判断を行う時期が多少なりとも近づいたとFOMC参加者は認識しているものの、そうした見直しのアクションを進めるほどに、未だ経済情勢を楽観視はできないと現時点で判断している。資産買入の減額が行われるとしても2013年終盤との予想を維持する。

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. トピックス：底堅い個人消費の背景を探る

2013年初めからの増税にも関わらず、米国の家計部門が底堅く推移している。1月の個人消費支出は名目が前月比0.2%、実質は0.1%と共に3ヶ月連続で増加した。2月と3月それぞれについて、1月と同じ伸びを確保出来れば、1~3月期の実質個人消費支出は前期比年率2.2%と10~12月期の2.1%と同程度の伸びを達成することになる。

こうした個人消費の底堅さの背景として、バランスシート面の要因と所得面での要因が指摘できる。

住宅資産と金融資産の拡大

まず、バランスシート面の要因の第一として、住宅価格の上昇を受けて、住宅資産を主体とする家計の有形資産残高が拡大していることがある。有形資産残高は2011年4~6月期をボトムに2012年10~12月期まで6四半期連続で拡大し、既にボトムを8%上回る水準に達した。第二に、株高を映じて金融資産も拡大している。金融資産残高は金融危機直後の2009年1~3月期をボトムに逸早く回復へ転じていたが、2012年7~9月期には金融危機前のピークを上回り、10~12月期には史上最高を再び更新した。年明け後に株高が加速していることも踏まえれば、2013年1~3月期には更なる増加が見込まれる。

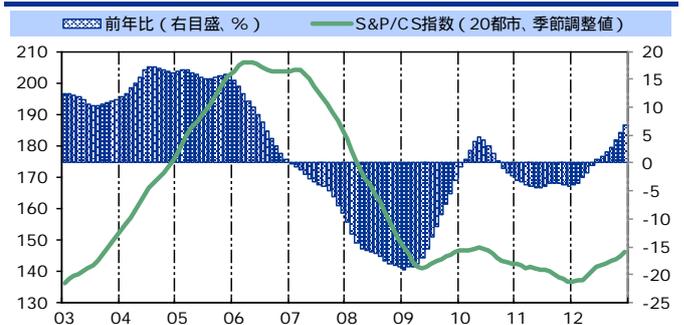
金融負債の反転

第三に、資産価値が増す一方で金融負債も底入れから持ち直しに転じ、家計のファイナンス面での自由度や柔軟性が増していることが指摘できる。住宅ローンや消費者金融などの金融負債残高は2011年7~9月期に概ねボトムに達したものの、その後も一進一退が続いてきた。しかし、2012年10~12月期には前期比年率4.0%と、比較的是っきりとした増加を示している。こうした金融負債の増加に、上述の資産価値拡大が影響しているのは言うまでもないが、より重要な点は所得との対比において金融負債の過剰感が概ね解消した点であろう。当社が過剰感把握のメルクマールとしている金融負債の可処分所得に対する比率は2000年までのトレンドを明らかに下回っている。

純資産も年内に過去最高へ

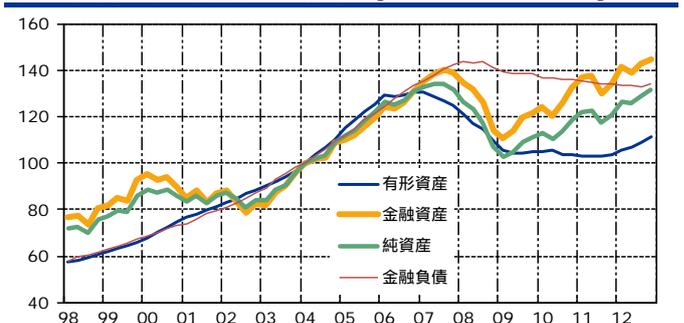
10~12月期に金融負債は増加したが、住宅資産と金融資産が負債の伸びを上回る増加を示したため、純資産残高（総資産 - 金融負債）は金融危機前のピークにあと一步のところまで迫っている。住宅価格の上昇は2013年も続くと考えられるため、年内にも純資産残高は史上最高に達する見込みで

S&P/CS住宅価格指数



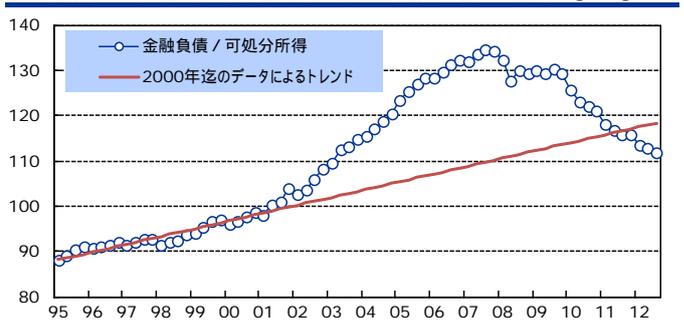
(出所) S&P

家計の純資産などの推移 (2004Q1=100)



(出所) CEIC Data

家計の可処分所得に対する金融負債の比率 (%)



(出所) CEIC

ある。

1月所得低迷の主因は駆け込み配分の反動

一方、所得面の貢献も大きい。足元の所得動向は明らかに不冴えである。個人所得は2013年1月に前月比3.6%、税金支払を除いた可処分所得は4.0%と大幅に減少した。こうした減少の原因は財政問題であり、その一つの現れが増税である。但し、増税が所得減少の直接的な主因ではない。給与増税（厳密には社会保障関連支払の増加に伴う移転所得縮小）は、可処分所得を0.9%Pt押し下げたに過ぎず、1月の所得減少の理由の4分の1にしか該当しない。1月の所得減少の主因は財政問題を受けた企業による増税前の駆け込み配当と駆け込みボーナスの反動である。

企業が配当課税強化前の駆け込み配当により投資家に報いようとしたため、昨年11月の配当所得は前月比4.2%、12月は32.8%増加と急増した。1月の配当所得は反動から34.8%と大幅に減少している。

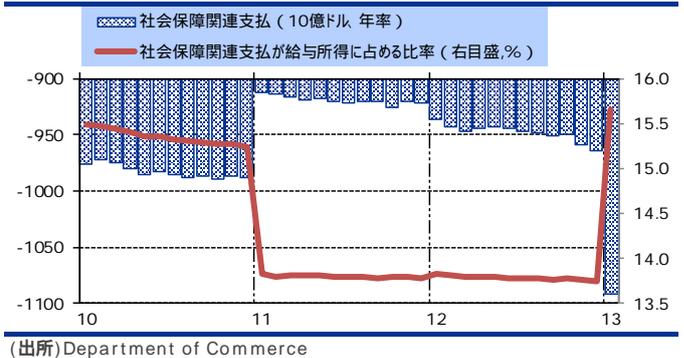
増税前にボーナスを支払うことで従業員の手取り収入を増やす狙いから、企業がボーナス支払を前倒ししたため、民間部門の賃金は11月前月比1.3%、12月0.9%と大幅に増加した。1月には、その反動が生じ、0.6%となっている。なお、1月の賃金水準は10月を1.2%上回っており、賃金の増勢トレンドは維持されている。

1月の所得減少は、とによる影響が大きい。つまり、1月の所得減少は、財政問題を受けた企業行動の変化により所得の取得時期のズレがもたらしたものと言える。簡単に言えば、1月の所得減少の大部分は、11・12月の所得増加が剥落し、10月までの状況に戻ったに過ぎず、家計は深刻な所得減少と捉えていない。

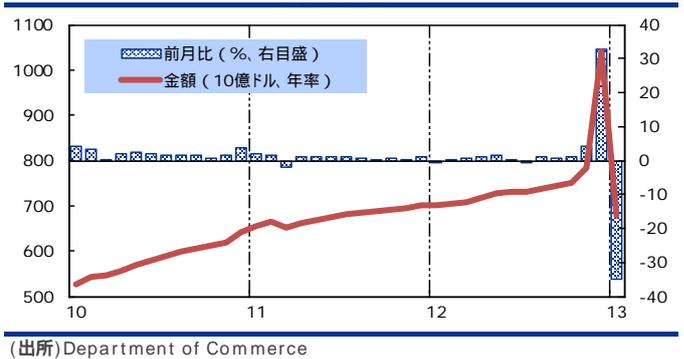
増税を補う賃金増加

既に述べたように、1月の所得減少の主因とは言えないが、増税が家計を圧迫していることも確かである。可処分所得0.9%Ptの押し下げを無視はできない。但し、過去1年間という軸でとらえれば、実は、増税による負担拡大以上の賃金増加が実現している。給与増税により、家計の社会保障関連支払は2013年1月に前年同月から1,545億ドル増加したが（年率表記）賃金水準はそれを上回る1,964億ドルも増加している。前年対比で家計の使えるお金が減った訳ではなく、ある程度の増税（厳密には減税の終了）に耐えられるだけ

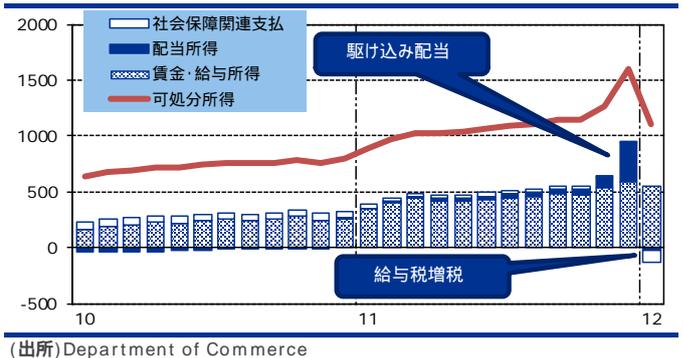
給与増税の影響



配当所得



可処分所得の推移（2008年12月からの増減、10億ドル）



の所得の厚みを、家計は獲得していたと言える。

消費者マインドが早期に改善

消費者マインドは財政問題への懸念から昨年末に悪化した後、年明け以降は思ったより早く持ち直した。その主たる理由は、全体として見て不十分とは言え、高所得者向けを除きブッシュ減税の延長が決まったことである。しかし、他にも本稿で指摘した住宅資産及び金融資産の価値拡大や、金融負債の調整終了、そして増税を賄えるだけの賃金増加が、家計の消費意欲を支えていると考えられる。

なお、昨年 11～12 月の駆け込み配当や駆け込みボーナスを多くの家計は貯蓄に回している。上述した駆け込み配当とボーナスの剥落から、1月の貯蓄は大幅に減少したが、それでも 11～1月の3ヶ月合計の貯蓄額は、8～10月合計の1.3倍に達した。これまでに積み上がった貯蓄の取り崩しにより所得補てんが可能な点も今後を考える上ではポジティブと言える。

消費性向関数による検証

以上の分析は、二つの消費性向関数の推計から確認できる。第一に、消費性向(消費支出/可処分所得)を被説明変数に、ラチェット効果(前期の消費支出の今期の可処分所得に対する比率)、期待所得(雇用者報酬の4期前比)、資産効果(住宅資産と金融資産の合計の可処分所得に対する比率)、ガソリン負担要因を説明変数として推計すると、資産効果以外の説明変数は検定水準 1%で有意、資産効果は検定水準 5%で有意となる。但し、期待所得については、金融危機時に自らの所得に対する不透明度合いが異常に高まった点や金融機関側が家計の所得に対するセンシティブリティを高めた点、異例な金融環境を考慮し、ダミー変数(2008年第2四半期～2009年第2四半期)を設定している¹。また、ガソリン負担はガソリン支出の消費支出に占める割合にガソリン価格を乗じて用いている。なお、全て実質ベースである。

最初に、資産効果から見ると、資産残高(住宅資産と金融資産の合計、以下略)の可処分所得に対する比率が 1%Pt高まると消費性向は 0.003%Pt

消費者信頼感指数の推移



(出所) The Conference Board

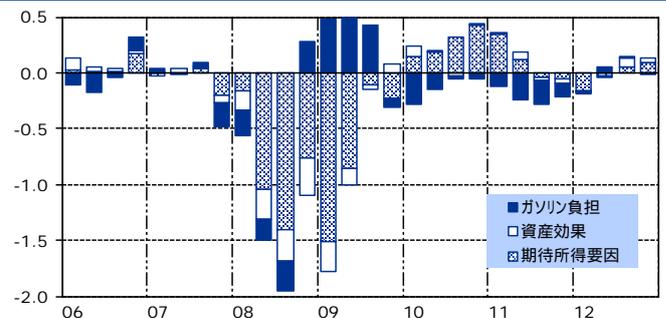
消費性向関数の推計

説明変数	係数	t値
定数項	6.843	1.991 ***
ラチェット効果要因 消費支出(-1)/可処分所得(%)	0.924	21.900 ***
期待所得要因 雇用者報酬4期前比(%)	0.070	2.963 ***
D*期待所得要因 雇用者報酬4期前比(%)	0.271	3.489 ***
資産効果 (住宅資産+金融資産)/可処分所得(%)	0.003	2.378 **
ガソリン負担 ガソリン価格*ガソリン支出割合(%)	-0.003	-4.088 ***
自由度修正決定係数	0.947	
ダービンワトソン統計値	1.998	

Dは2008Q2～2009Q2についてのみ1のダミー変数、全て実質ベースである。
***は有意水準1%、**は5%を示す。

(出所)CEIC DATA, 伊藤忠経済研究所

消費性向前年差に対する寄与度、ラチェット要因以外(%Pt)

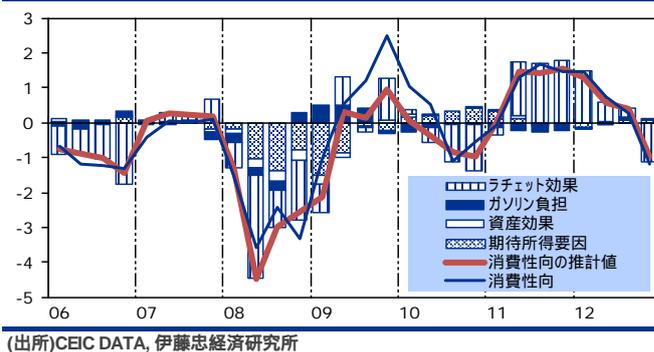


(出所)伊藤忠経済研究所

¹ ダミー変数を設定した期待所得要因の係数は、表に示すように通常の期待所得要因を大幅に上回る。

上昇する。昨年 10～12 月期の資産残高は 1 年前から 6.1%増加、可処分所得に対する比率は 16.3%Ptも高まっており、0.04%Ptの消費性向押し上げ効果が認められることになる。なお、金融資産と住宅資産の区分については、有意に異なるとの結果が得られなかった。次に、雇用者報酬の伸び率が 1%Pt高まると消費性向は 0.07%Pt上昇する。雇用者報酬の伸びは、昨年 10～12 月期に四半期前比 2.3%と 1 年前から 1.3%Ptも高まっており、消費性向を 0.09%Pt押し上げたこととなる。但し、10～12 月期の伸びには、上述した駆け込みボーナスが含まれている点に留意が必要であろう。最後に、ガソリン負担が 1Pt増すと、消費性向は 0.003%Pt押し下げられる。ガソリン価格の上昇により昨年 10～12 月期に 1 年前からガソリン負担は 6.4Pt増しており²、0.02%Ptの消費性向押し下げ要因となる。

消費性向前年差に対する寄与度 (%Pt)



三つの要因を合計すると、ガソリン負担要因による押し下げを資産効果と期待所得要因がもたらす押し上げが大きく上回り、0.11%Ptの押し上げ(資産効果 0.04%Pt + 期待所得 0.09%Pt - ガソリン負担 0.02%Pt)になる。実際の消費性向は 2011 年 10～12 月期の 93.8%から、2012 年 10～12 月期に 92.6%へ 1.2%Ptも低下しているが、これは家計が、駆け込みボーナスと駆け込み配当を消費支出に回さず貯蓄したためである。その大部分は、説明変数のラチェット効果(1.10%Ptの消費性向押し下げ)として推計値に反映されている³。ただ、上述したとおり、期待所得要因として 4 期前比を用いているため、一部は過大な押し上げに繋がっているとも考えられる。一時的な所得拡大を家計は期待所得の増加と認識せず、消費性向を低下させた(所得を消費に回さず貯蓄した)のであろう。なお、2012 年 10～12 月期の消費性向は 1 年前から低下したが、可処分所得が増加しているため、個人消費支出額は 1 年前から拡大している。

第一の推計でダミー変数を設定したことが示唆するように、金融危機時には家計側と金融機関側双方の要因を受けて、消費性向が変化した可能性が高い。そこで、第二の推計において、新たにファイナンス要因として、モーゲージ金利とファイナンスの利用可能度に基づく説明変数

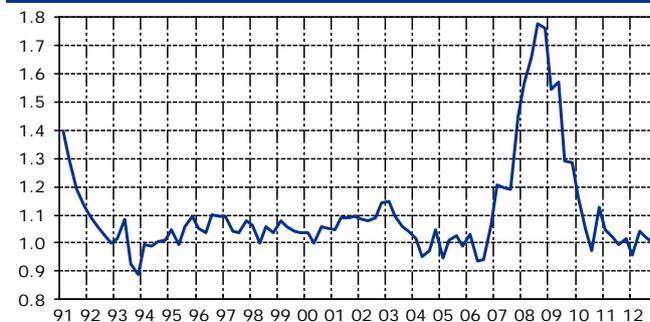
消費性向関数の推計

推計			
被説明変数：消費性向(%) 推計期間1990Q3～2012年			
説明変数		係数	t値
定数項		16.102	5.875 ***
ラチェット効果要因	消費支出(-1)/可処分所得(%)	0.832	25.006 ***
資産効果	(住宅資産+金融資産)/可処分所得(%)	0.004	5.864 ***
ガソリン負担	ガソリン価格*ガソリン支出割合(%)	-0.003	-4.255 ***
ファイナンス要因	(モーゲージ金利(%)×融資基準)/10000	-1.737	-9.206 ***
自由度修正決定係数		0.960	
ダービンワトソン統計値		2.290	

モーゲージ金利(%)には100を加え、融資基準は中立=100に再基準化した。
 全て実質ベースである。
 ***は有意水準1%を示す。

(出所)CEIC DATA, 伊藤忠経済研究所

ファイナンス要因の推移(内容は本文参照)



(出所)CEIC DATA, 伊藤忠経済研究所

² 消費支出に占める割合は 0.07%Pt 低下したが、ガソリン価格が 4.5%上昇した。

³ 2008 年にラチェット効果が、消費性向の低下に寄与しているのは、大規模減税のためである。減税による所得増加を、家計は消費に回さなかった。

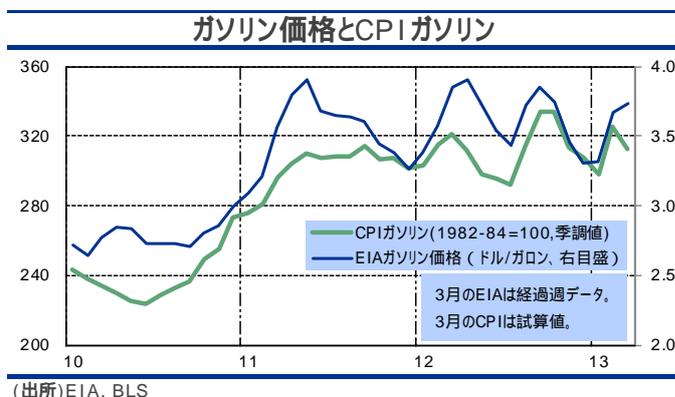
を設定した（変数が大きければファイナンス環境が悪化）。利用可能度において金融機関側が、家計所得を考慮していると考えられるため、従来用いていた期待所得要因は除外している。推計結果は、いずれの説明変数も 1%検定で有意である。新たに加えたファイナンス要因の係数は、予想された通りマイナスであり、ファイナンス要因が消費性向に影響を及ぼしていることが確認できる。ファイナンス要因は、金融危機時に急激に上昇（急悪化）しており、消費性向を押し下げた。現在は、家計の所得見通し改善や可処分所得に占める金融負債比率の低下、金融緩和、金融機関側の資本改善などを受けて、ファイナンス要因が低下（改善）し、消費性向に対する押し下げが解消していると考えられる。

ガソリン価格の上昇に留意

以上の二つの推計から確認されたように、今後予想される資産残高の拡大や家計の所得環境改善は消費性向を押し上げ、個人消費の拡大に繋がり、増税により可処分所得の目減りを補うと考えられる。また、緩和的な金融環境も、ファイナンス面で消費拡大を後押しする。

但し、懸念材料も残っている。推計から確認されたように、生活必需品であり購入量を短期的には大きく減らすことの出来ないガソリンの価格上昇は消費性向を押し下げることになる。1月はガソリン価格（CPIベース、季節調整値）が前月比 3.0%と下落し、消費拡大をサポートしたが、2月は9.1%と急上昇に転じている。3月に入ってから上昇は一服しており、現在までの価格上昇であれば消費への悪影響は回避できる。しかし、今後の動向には注意が必要と言えるだろう。実際、速報段階のデータであり今後修正される可能性があるが、3月にミシガン大消費者マインド指数は急速に悪化した。ガソリン価格の上昇が影響したとも考えられる。

第一の推計に基づき、ガソリン支出の割合を 2012 年 10～12 月期並みとし、ガソリン価格のみが 10% 上昇した場合、ガソリン負担は大幅に高まり、消費性向は 0.12%Pt も押し下げられる⁴。ガソリン価格による家計負担の動向には、今後も注意を払う必要がある。



⁴ 短期とは言え、数量調整を全く織り込んでいない点で、やや極端な仮定ではある。

2. 経済動向分析

(1) 10～12月期はプラス成長に改訂

2012年10～12月期の成長率は1次推計値の前期比年率 0.1%から0.1%へ上方修正された。上方修正は予想通りだが、市場予想の0.5%（当社0.4%）には届かなかった。当社予想からの乖離について見ると、純輸出や構築物投資、住宅投資の上方修正は概ね想定通りだったが、在庫投資の下方修正幅が想定より大きく、また個人消費と地方政府の小幅下方修正は予想外だった。なお、2012年成長率は（小数点第1位で見ると）1次推計値から変わらずの2.2%である。

民間最終需要は更に強く、財政による下押しも更に強く

需要項目別の内訳を見ると、まず、輸出の上方修正（1次推計値前期比年率 5.7% 2次推計値 3.9%）と輸入の下方修正（3.2% 4.5%）により、純輸出寄与度が 0.25%Pt から、プラス寄与の0.24%Ptへ上方改訂されたのが目立つ。構築物投資の大幅修正（1.1% 5.8%）により設備投資全体も8.4%から9.7%へ、また住宅投資も15.3%から17.5%へ上方修正された。この3つの改訂でGDPを0.66%Pt押し上げた。

しかし、こうした押し上げは、非農業部門が引き下げられた在庫投資（1次推計値前期比年率寄与度 1.3%Pt 2次推計値 1.6%Pt）や個人消費（2.2% 2.1%）、政府支出（1.3% 1.4%）の下方修正により、大部分が相殺されている。3つの改訂でGDPを0.38%Pt押し下げた。

景気認識は変わらず

今回の2次推計値は0.2%Ptの上方修正（0.1% 0.1%）と僅かな改訂にとどまり、定量的な変化は小さい。また下方修正された個人消費を除けば、1次推計値段階で強いものはより強く、弱いものはより弱くなっており、定性的な景気認識を大きく修正する必要もない。

すなわち、後述する民需の堅調推移が示すように、米国経済は持続成長に向けて足場を固めつつあるが、同時に財政問題の下押しにより、経済全体の成長ペースは低空飛行を余儀なくされている。財政問題は、政府支出の削減や在庫保有リスクの軽減を狙った在庫削減を招き、2012年終盤の米国経済を大きく圧迫した。

2013年前半は低調、後半から成長加速

当社では、米国経済について、2013年前半は引き続き財政問題の下押しを受けて、成長ペースが緩慢なものにとどまるものの、2013年後半から成長加速に向かうと予想している。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

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 実績	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	2.0	2.3
住宅投資	3.7	1.4	12.1	13.4	9.2
設備投資	0.7	8.6	7.7	5.1	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	2.7	3.4
純輸出(寄与度)	(0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.2)
輸出	11.1	6.7	3.3	3.1	6.5
輸入	12.5	4.8	2.4	1.7	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
雇業者数(月変化,千人)	85	175	181	188	228
経常収支(10億ドル)	442	466	467	417	378
(名目GDP比,%)	3.0	3.1	3.0	2.6	2.2
貯蓄率(%)	5.1	4.2	3.9	3.1	3.1
PCEデフレーター	1.9	2.4	1.8	2.1	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）米国商務省等資料より当社作成。

であり、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加速に繋がる。また、シエ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。成長率予想は 2013 年が 1.9%、2014 年は 2.4%である（従来から据え置き）。

(2)雇用情勢は力強く回復

2月の雇用統計では、非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll Employment）が前月差+23.6万人と、極めて大きな伸びを示した。市場コンセンサスの+16～17万人を大きく上回る強い内容である。12月が+19.6万人から21.9万人へ、1月は+15.7万人から+11.9万人へ、合計で1.5万人下方修正されたものの、その下方修正を補って余りある2月の雇用者数の拡大と言える。また、失業率も7.74%と前月の7.92%から大幅に低下、2008年12月の7.30%以来の低水準を記録した。

1月の財政問題を受けた低迷から回復

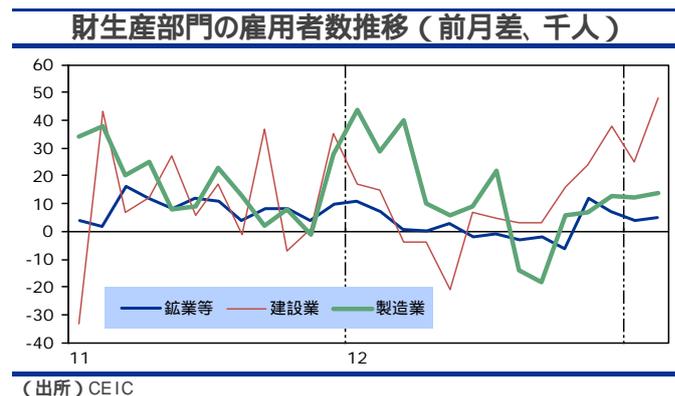
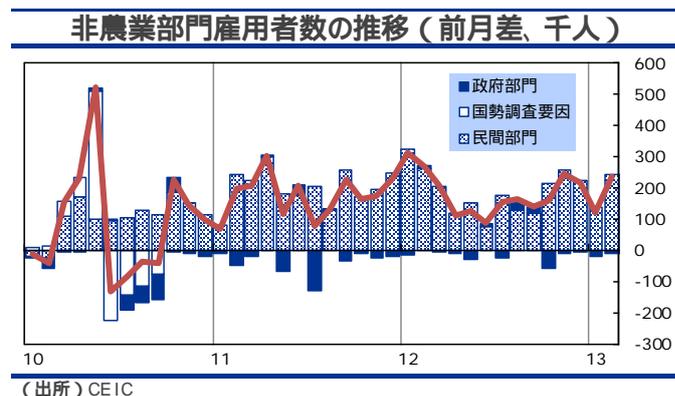
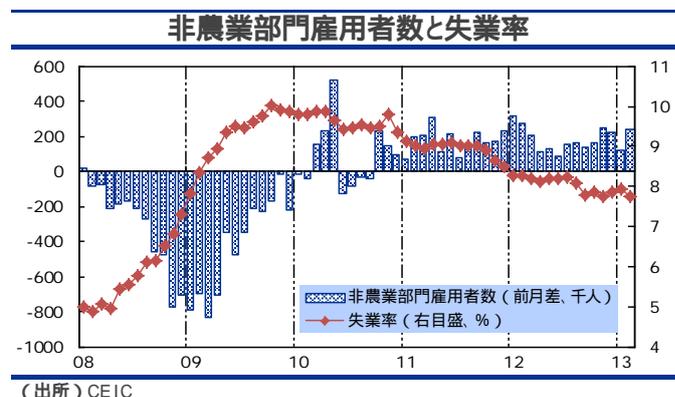
改訂された前月1月のNFPは前月差+11.9万人と昨年6月以来の低い伸びとなり、財政問題が民間企業の雇用意欲を削いだことが改めて確認された。しかし、2月には+23.6万人まで伸びが高まっており、ISM指数など企業景況感の上昇が示唆するよう雇用意欲が回復したことが読み取れる。財政問題は未解決だが米国経済にとって致命傷とはなっていない。なお、3月1日には強制歳出削減が発動されたが、歳出額が足元から断層を持って削減されるわけではなく、また3月27日の2013年度暫定予算失効までにはワシントンにおいて何らかの協議前進が期待されている。政府機関の閉鎖という最悪の事態は回避され、強制歳出削減についても予算と共に悪影響を軽減すべく見直される見込みである。

素晴らしい内容だが...

2月の失業率0.2%Pt低下は、後述するように労働力率の再低下を伴っており、割り引いて見る必要があるが、それを除けば2月の雇用統計は、ほとんど文句のつけようがない素晴らしい内容と言える。もちろん、素晴らしいと言えるのは、雇用者の増加幅や失業率の低下幅などが示す変化量についてであり、雇用情勢の絶対的な水準については未だ満足できるものではない。

住宅市場回復を受け建設業の雇用者が増加

NFP増加の内訳を見ると、2月は民間部門が前月差+24.6万人（1月+14.0万人）、政府部門は1.0万人（1月2.1万人）である。政府部門は地方政府を中心に5ヶ月連続の減少を余儀なくされた。

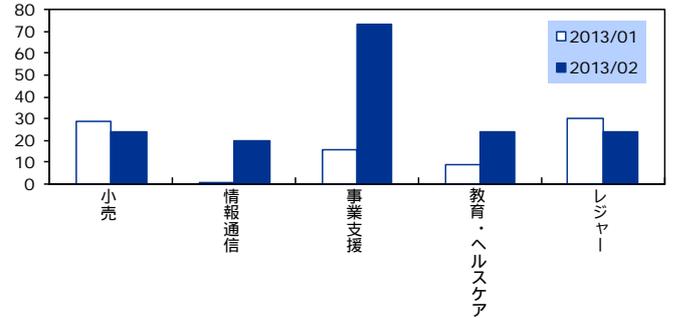


民間部門では、財生産部門が前月差+6.7万人(1月+4.1万人)と昨年1月以来の、サービス部門も+17.9万人(1月+9.9万人)と3ヶ月ぶりの高い伸びを示し、共に堅調だった。財生産部門では、特に建設業が+4.8万人(1月+2.5万人)と、住宅市場の回復を背景に、2007年3月に記録した+8.0万人以来の高い伸びを達成している。また、製造業も+1.4万人(1月+1.2万人)と3ヶ月連続で1万人を超える伸びを示した。

サービス部門は幅広い業種で増加

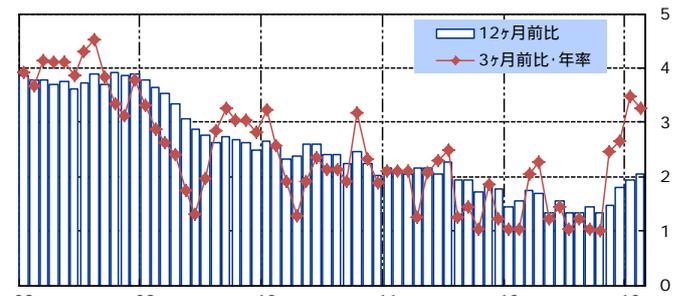
サービス部門では事業支援が+7.3万人(1月+1.6万人)と極めて高い伸びを示したほか、小売(1月+2.9万人 2月+2.4万人)や情報通信(+0.1万人 +2.0万人) 教育・ヘルスケア(+0.9万人 +2.4万人) レジャー(+3.0万人 +2.4万人)など幅広い業種で雇用者が拡大している。

サービス部門の雇用者数推移(前月差、千人)



(出所) CEIC

平均時給の推移(製造及び非管理労働者、%)

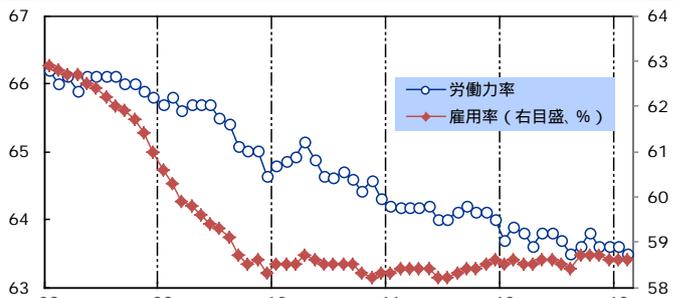


(出所) CEIC

賃金の伸びが加速

2月は賃金にも改善の動きが見られた。全労働者の賃金は前月比年率2.0%(1月1.5%)と伸びを高め、製造及び非管理労働者は3.0%(1月3.7%)と伸びこそ前月から鈍化した。4ヶ月連続の3%超えである。こうした瞬間風速での高い伸びが徐々に浸透し、12ヶ月前比も全労働者が2.1%と3ヶ月連続で2%超え、出遅れていた製造及び非管理労働者も2月に2.0%(1月1.9%)と2011年以來の2%台に達した。低迷の続いてきた賃金情勢にも明るい動きが広がってきたと言えるだろう。

労働力率と雇用率の推移(%)

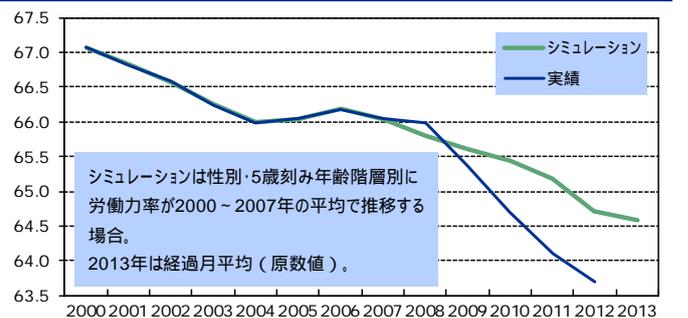


(出所) CEIC

労働力率の低下が懸念材料

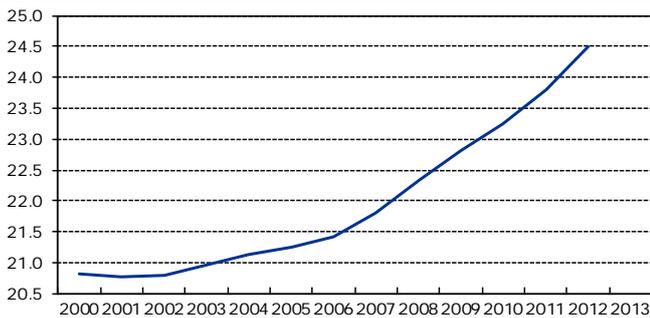
一方、2月の雇用統計において、数少ない懸念材料の一つは、労働力率の低下である。2月の労働力率は63.5%と1月63.6%から低下し、過去最低に再び並んだ。雇用者数の増加や雇用率(雇用者数/人口)の底入れが示すように、雇用情勢は明ら

労働力率推移とシミュレーション(%)



(出所) BLS

16歳以上人口に占める60歳以上の比率(%)



(出所) BLS

かに改善しているが、これまでの厳しい雇用情勢を受けて非労働力化した人々の労働市場への再参入を促すまでには至っていない。

なお、労働力率は50歳台後半から低下するため高齢化が進めば、社会全体の労働力率にも低下圧力が及ぶ。日本ほどではないが、米国でも60歳以上人口が占める比率は着実に上昇しており、こうした圧力を無視できない。但し、年齢階層別の労働力率を固定した場合のシミュレーションによれば、高齢化の影響を勘案しても現在の労働力率は下振れしており、1%Pt程度の上昇余地が認められる。 今後は労働力率の上昇が失業率の高止まりに繋がる可能性がある。逆に、人口動態とは関係なく、低労働力率が定着すれば、米国経済の潜在成長率を考える上で明らかなマイナスである。

(3)個人消費は底堅い

2月の小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は前月比1.1%と高い伸びを示した。なお、1月は0.1%から0.2%へ上方修正されている。2月は昨年9月の1.2%以来となる高い伸びであり、消費者が財政問題の悪影響を克服しつつあることを示す内容と言える。但し、ガソリン価格急騰に伴うガソリン売上高の増加が、全体を0.55%Pt程度も押し上げている。 価格変動を除いた実質ベースで考えた場合には、表面的な計数ほどには2月の小売売上高は強くない。ガソリンを除く売上高は0.6%（1月0.2%）、ガソリンに加え自動車、建設資材も除いたコア売上高では0.4%（1月0.2%）の増加である。

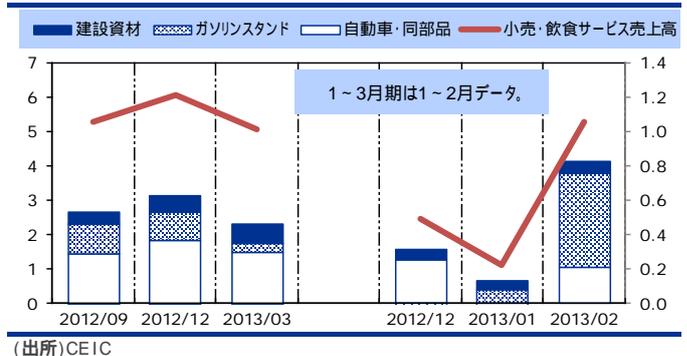
1～3月期は想定通りの消費増加か

3月を前月比横ばいとした場合、1～3月期のガソリンを除く小売売上高は前期比年率5.8%と10～12月期の5.9%と概ね同様の伸び、またコア売上高で見ても1～3月期は4.5%と10～12月期の4.4%から大きく変わるものではない。1～3月期の個人消費について、当社は10～12月期の2.1%と同程度の伸びを想定しているが、概ね予想通りの推移と言える。

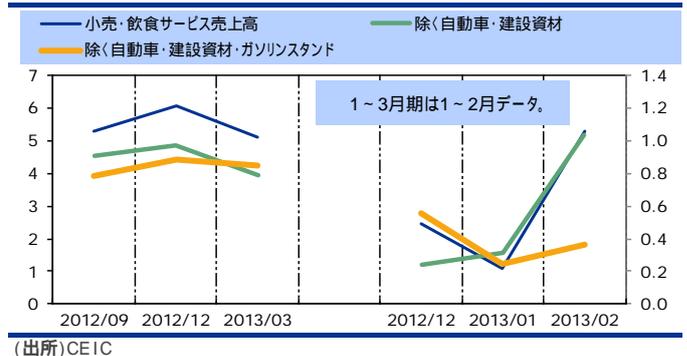
内訳では自動車、建設資材が増加

2月の内訳を見ると、ガソリンを除けば自動車・同部品（1月前月比0.3% 2月1.1%）や建設資材（0.8% 1.1%）、食品・飲料（0.1% 0.8%）が大きく伸びる一方、家具（0.0% 1.6%）やスポーツ・書籍などの趣味用品（1.4% 0.9%）、飲食サービス（0.6% 0.7%）が低調だった。なお、店舗形態としては、インターネットなどの無店舗小売（1.4% 1.6%）の堅調推移が継続し

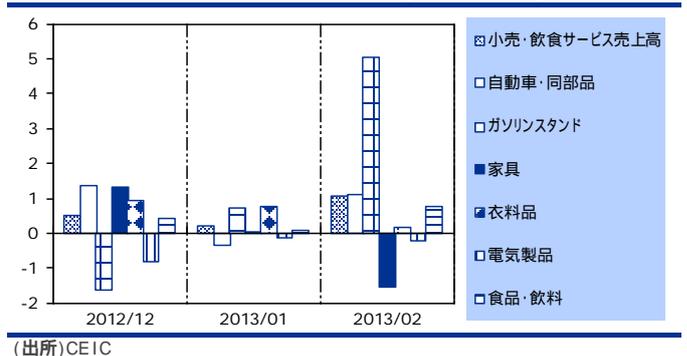
小売・飲食サービス売上高（前期比年率、前月比、%）



小売・飲食サービス売上高（前期比年率、前月比、%）



小売・飲食サービス売上高（前月比、%）



ている。

個人消費は増勢維持も、ガソリン価格動向には留意

個人消費は足元で堅調だが、トピックスで指摘したように、ガソリン価格の動向には注意を要する。2月はガソリン価格の1割程度の上昇に対し、家計はガソリン購入量を前月から4%強減らし、名目購入額を5%増加にとどめた。故に他の財消費には悪影響が及ばなかったというのが2月小売売上高の示唆である。ガソリン消費量は燃費向上などを背景に長期的に見れば減少傾向にあるが、生活必需品であるため短期的に大きな調整は困難と考えられる。3月に入りガソリン価格の上昇は止まっているが、再上昇へ転じるようであれば、消費行動に悪影響を及ぼすリスクがある。

(4)住宅市場は好循環

販売増加で在庫率が低下

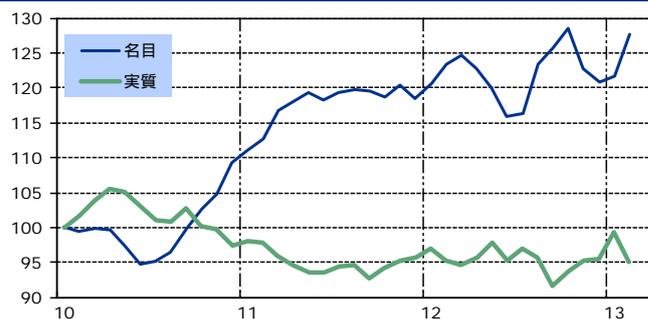
住宅市場の回復基調は継続している。1月は、中古住宅販売が前月比0.4%、これまで出遅れが目立っていた新築住宅販売は15.6%と大幅に増加した。住宅販売合計の1月水準は10~12月期を1.6%上回っており、7四半期連続の販売拡大が期待される。こうした販売増加を受けて、在庫払底が深刻化している。中古住宅の在庫率は4.5ヶ月⁵と2005年以来の、新築住宅の在庫率に至っては4.1ヶ月と2004年以来的水準まで低下している。

着工増加も需給はタイト

住宅着工は1~2月平均が10~12月期対比ほぼ横ばいと増勢が鈍っている。しかし、これは変動の大きい共同住宅の着工が10~12月期に前期比年率244.6%と急増した反動に過ぎず、トレンドを左右する戸建て住宅は1~3月期も6四半期連続の二桁増加を確保する見込みである。

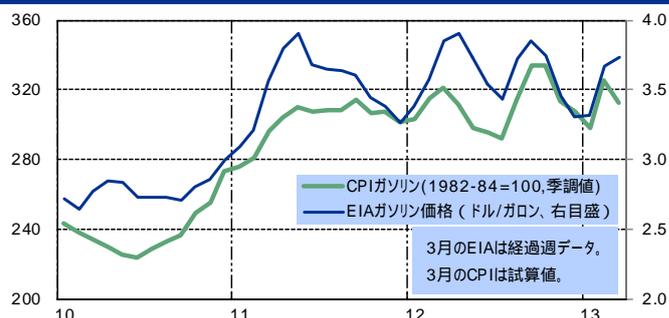
⁵ 公表値は原系列のため、季節調整値を試算している。

ガソリンスタンド販売額の推移 (2010/1 = 100)



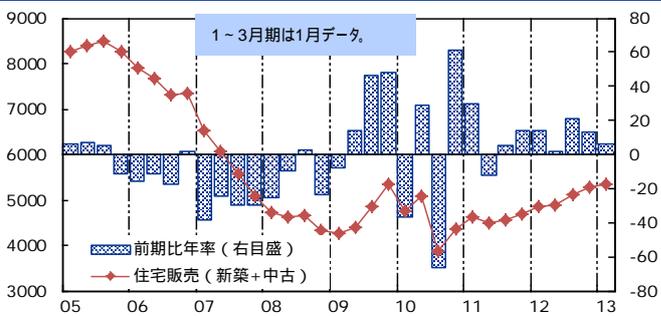
(出所)CEIC

ガソリン価格とCPIガソリン



(出所)EIA, BLS

住宅販売動向 (年率換算、千戸、%)



(出所) Department of Commerce, NAR

住宅在庫率 (ヶ月、季調値)



(出所) Department of Commerce, NAR

こうした住宅着工の拡大にも関わらず、上述のように在庫率は低下しており、需給がタイト化している。そのため、住宅価格の上昇は加速、昨年12月時点の住宅価格は公的指数であるFHFA住宅価格指数が前年比5.9%、高額物件も対象に含まれるS&Pケース・シラー指数(20都市)は6.8%まで上昇率が拡大した。このように住宅市場では好循環が生まれており、既に述べたように建設業の雇用者数も増加しつつある。

(5) 企業部門も回復

生産拡大に広がり

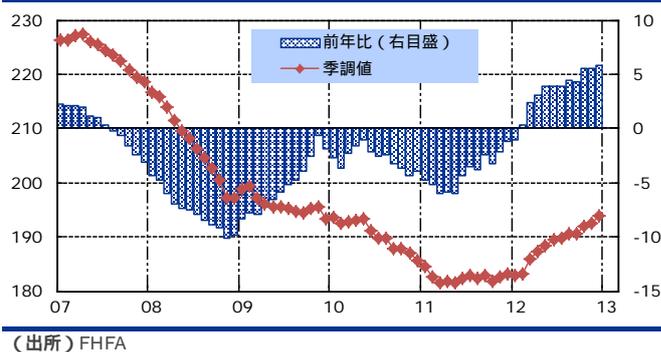
鉱工業生産は1月こそ横ばいにとどまったが、2月は前月比0.7%と力強い伸びを示した。1~2月平均は10~12月期を大きく上回っており、3月が2月から横ばいであれば、1~3月期は前期比年率4.9%と、10~12月期の2.9%から大きく加速する⁶。年明け後は、鉱業が低調だが、製造業が好調なほか、気温低下を受けて電気・ガスも伸びている。

製造業の内訳を見ると、1月に落ち込んだ反動から2月単月に限れば自動車が前月比2.1%(1月4.4%)と拡大したのが目につく。但し、均してみれば、寧ろ自動車以外の業種に拡大基調が広がってきているのが足元の特徴である。機械関連や食品、石油石炭、化学などの増勢が目立つ。2012年までの製造業は自動車依存が顕著だったが、年明け後は生産の拡大業種に広がりが見られる。

設備投資にも明るい動き

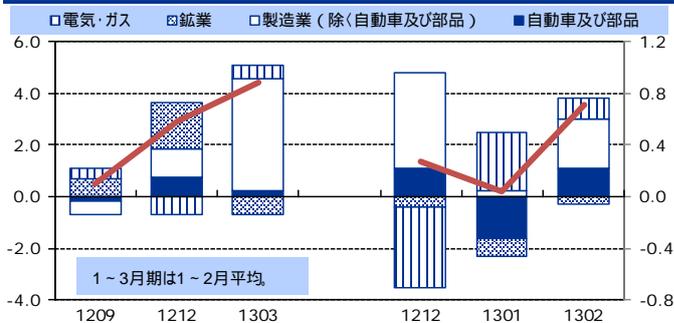
こうした製造業の堅調推移は景況感からも確認できる。製造業ISM指数は2月に54.2と2011年6月以来の水準へ上昇した(中立=50)。先行性のある新規受注が57.8(1月53.3)まで上昇しているほか、生産(1月53.6 2月57.6)や雇用(1月54.0 2月52.6)も底堅い。こうした実体とマインド双方の改善を反映して、設備投資意欲も高まっており、NY連銀調査による設備見通しDI(中

FHFA住宅価格指数(1991年1月=100)



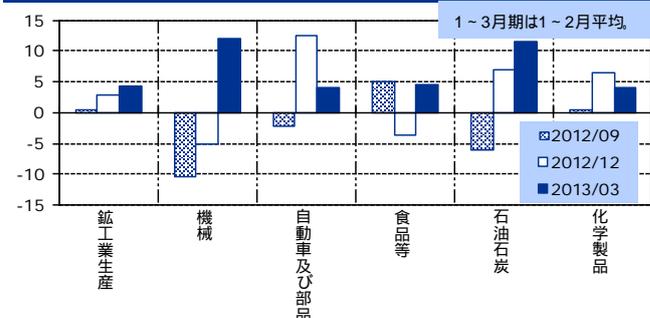
(出所) FHFA

鉱工業生産の推移(前期比年率、前月比、%)



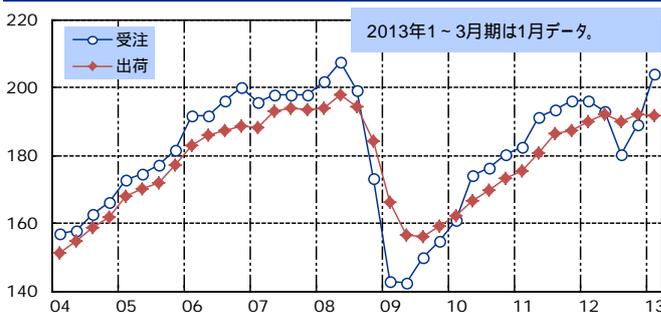
(出所) FRB

鉱工業生産の推移(前期比年率、%)



(出所) Fed

非国防資本財(除く航空機)の受注と出荷(10億ドル)



(出所) CEIC

⁶ 昨年10月以降が改訂され、10~12月期が前期比年率2.6%から2.9%へ上方修正されている。

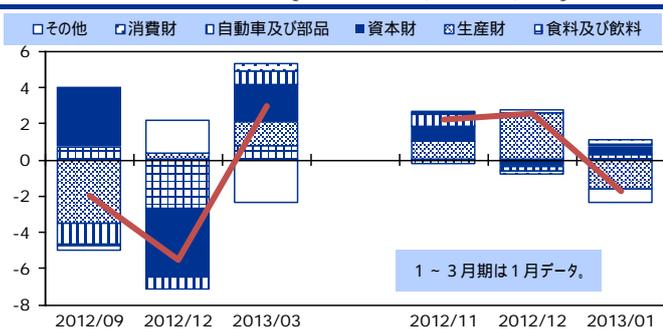
立=0)は1月に4.3まで低下したものの、2月14.1、3月15.1と急回復している。また、設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)も1月に前月比7.2%と大きく伸びた。但し、昨年後半の受注低迷が響き、一致指標である出荷は横ばい近傍の推移にとどまっており、GDPベースの投資拡大に繋がるのは4~6月期以降となる可能性が高い。

(6)輸出は1~3月期に反転

輸出は10~12月期にGDPベースで前期比年率3.9%(7~9月期1.9%)と減少に転じたが、昨年終盤から持ち直しつつある。貿易統計の実質財輸出を見ると、1月こそ前月比1.7%と減少したものの、11月2.3%、12月2.6%の増加により、1月水準は10~12月期を明確に上回っており、1~3月期は拡大に転じる可能性が高い。また、1月の減少も変動の大きい石油輸出によるところが大きく、非石油輸出は0.2%(12月2.0%)とほぼ横ばいだった。非石油輸出では資本財や自動車の回復が目立つ。また、仕向け地別に見ると、欧州や日本向けは低調だが、アジア(除く日本)や米州向けが持ち直している。

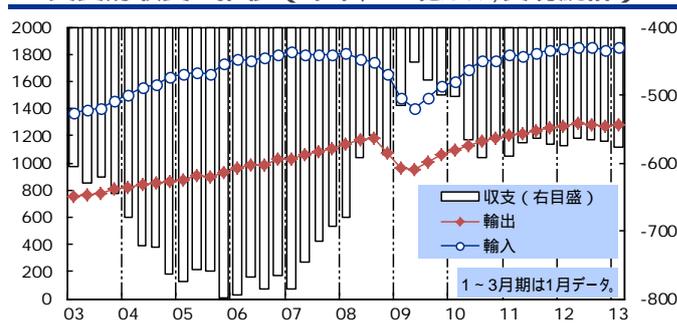
一方、内需拡大を受けて、輸入も持ち直しているため、1月は実質財収支の赤字が拡大した。現時点では1~3月期の外需は成長を押し下げる方向に寄与する可能性が高いと言える。

実質財輸出の推移(前期比年率、前月比、%)



(出所) CEIC

実質財収支の推移(年率、10億ドル、貿易統計)



(出所) US Census Bureau

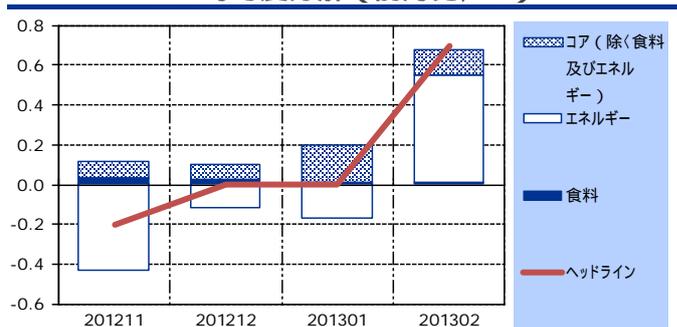
(7)インフレは安定

CPIは上昇もほとんどはガソリン

2月の消費者物価指数(CPI)はヘッドライン(日本で言う総合)が前月比0.7%(1月0.0%)と4ヶ月ぶりに上昇した。但し、ほとんどの原因はガソリンなどのエネルギー価格上昇である。ガソリン価格は2月に前月比9.1%、エネルギー全体でも5.4%上昇し、CPI全体をそれぞれ0.498%Pt、534%Ptも押し上げた。食料とエネルギーを除いたコアCPIは前月比0.2%(1月0.3%)と寧ろ伸びが鈍化している。

前年比で見ると、ヘッドラインこそ1月1.6%が2.0%へ0.4%Ptへ上昇したが、それでもFOMCが長期的なゴールに掲げる2%に戻ったに過ぎず、

CPI寄与度分解(前月比、%)



(出所) US BLS

コアは2.0%（1月1.9%）へと小幅の上昇にとどまっている。他のトレンド関連指標を見ても、刈り込み平均CPI（1月1.8%、2月1.9%）やCPI中央値（1月2.1%、2月2.2%）、粘着価格CPI（1月2.1%、2月2.2%）のいずれもコアCPIに沿った僅かな上昇幅の拡大である。

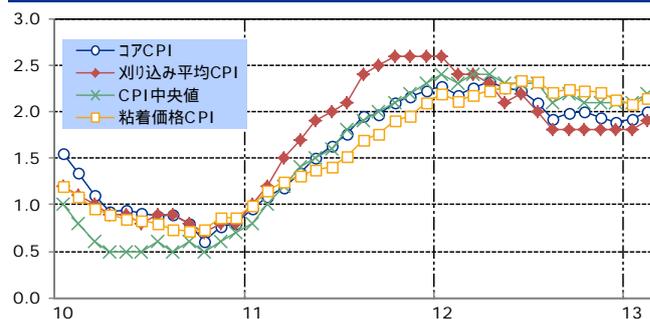
サービス価格に上昇の兆し

コアCPIの内訳を見ると、サービス品目の上昇率が極めて緩やかにだが高まっており、賃金上昇が徐々に反映されつつあるとも考えられる。雇用統計で確認されている賃金情勢の好転が徐々にインフレ率を高めていく可能性はあるだろう。

但し、FOMCがインフレ動向の判断において重視するPCEデフレーター（PCED）⁷は、消費者の支出品目変化を反映して、CPIを下回る推移となっており、インフレ動向が金融政策運営において懸念される迄にはなお時間を要すると考えられる。

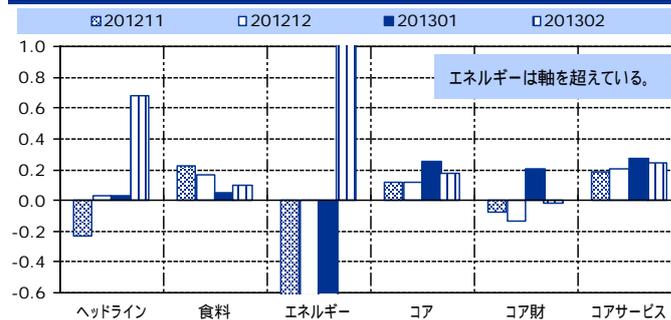
エネルギー価格の上昇が家計の実質購買力を奪う点には留意が必要と言えるが、インフレリスクの高まりは現時点で懸念されず、FOMCがインフレリスクを理由に金融緩和度合いの縮小を検討することも予想されない。

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）



(出所) CEIC Data

CPIの 카테고리別推移



(出所) US BLS

⁷ CPIとPCEDには様々な違いがあるが、最も大きな相違はCPIが固定ウェイトで算出される一方、PCEDはウェイトが変動する点である。エネルギー価格上昇を受けて消費者が、同分野の支出を抑制しているため、PCEDがCPIを下回っている可能性が高い。

3. 金融政策：FOMC は資産買入縮小を急がず

Fed は 3 月 19 ~ 20 日に 2013 年二回目の FOMC を開催し、市場予想通り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 億ドルの資産買入れ（及び償還分のロールオーバー）、初回利上げに課した失業率 6.5%、インフレ率 2%+0.5%Pt の数値基準に変更はない。また、同時に公表された SEP（Summary of Economic Projections）において、FOMC 参加者は失業率見通しを引き下げたが（改善方向に修正したが）、利上げ開始時期に関する見通しは前倒しされるどころか、寧ろ若干だが後倒しされており、FOMC が全体としてハト派的なスタンスを維持していることを改めて確認できる。なお、政策決定に対しては、1 月と同様に、カンザスシティ連銀のジョージ総裁が「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。

金融政策部分は分かりやすく修正

最初に、今回の FOMC 後に示された公表文（Statement）の金融政策部分を見ると、資産買入の継続判断に関する基準が、従来の「労働市場の見通しが著しく改善しない場合...想定される効果とコストを常に適切に考慮」という表現から「物価安定の下、労働市場の見通しが著しく改善するまで（until the outlook for the labor market has improved substantially）...想定される効果とコスト、及び経済目標の達成に向けた進捗度合い（the extent of progress toward its economic objectives）を引き続き適切に考慮」という表現へ修正された。変更点は、労働市場の見通し改善に「物価安定」が併記された点と、資産買入の効果とコストに「経済目標」が併記された点の二つであり、タカ派とハト派の両方の観点からバランスをとりつつ、表現を分かりやすく修正したものと位置づけられる。金融政策スタンスの変更は意味していない。

経済情勢判断は上方修正も慎重さを残す

次に、Statement の経済情勢部分を見ると、2 月以降に公表された良好な経済指標を踏まえ、米国経済が 1 月 FOMC で指摘した「昨年末の足踏み状態から脱して、緩やかな成長へ復帰（a return to moderate economic growth following a pause late last year）」したことが明記されている。また、内訳では、労働市場における「改善のサイン」と住宅セクターが「力強さを増した」点に言及、また前回まで触れていた国際金融市場の緊張に関する部分を削除するという前向きな修正を行った。しかし、その一方で、財政政策による経済制約を新たに加え、ボトムラインとしての「経済見通しに下方リスクがある」との判断は据え置いている。

SEP は 2014 年の失業率見通しを上方修正

同時に示された SEP（計数は上下 3 名を除いた中心見通し）では、冒頭で指摘したように、足元での失業率の大幅な低下を反映するかたちで失業率見通しが従来の 2013 年 7.4 ~ 7.7%、2014 年 6.8 ~ 7.3%、2015 年 6.0 ~ 6.6% から 2013 年 7.3 ~ 7.5%、2014 年 6.7 ~ 7.0%、2015 年 6.0 ~ 6.5% へ、2014 年を中心に引き下げられた（改善方向に修正された）。しかし、成長率とインフレの見通しは寧ろ僅かに下方修正されており、失業率見通しの修正は、あくまでも技術的なものにとどまり、FOMC 参加者の多くは労働市場の改善が従来よりも進捗するとともに、インフレ加速に繋がるとも判断していない。これは失業率（失業者/労働力人口）の低下が進む一方で、雇用率（雇用者/生産年齢人口）の上昇が遅

⁸ 失業率と成長率は最終四半期に関する表記である。

れている現在の経済状況に対応した認識と言える。バーナンキ議長も非農業部門雇用者数の増加や失業率の低下が示す雇用情勢のフローとしての改善を認めつつも、改善の継続を、すなわちストック面や水準面での改善を重視する姿勢を、FOMC後の定例記者会見で強調している。

一部参加者にインフレ懸念も

なお、上下3名を除いて算出される中心見通しではなく、FOMC参加者全員の見通しでは、2015年のインフレ率見通しのレンジが前回の1.5~2.2%から1.6~2.6%へ、上限について大幅に引き上げられた。これは、失業率低下とインフレ率上昇を結びつけたタカ派の参加者がごく少数だが存在することを示しているが、言うまでもなくメインストリームではない。

金利引き上げ見通しは後倒し

最後にSEPと同時に発表された金融政策見通しを見ると、失業率予想が引き下げられ、FOMCが初回利上げの閾値として掲げる6.5%へ接近したにも関わらず、利上げ開始時期の見通しは2015年が13名で前回12月から変わっていない。より詳細に、政策金利の分布を見ても、2015年末の政策金利予想の平均は前回の1.408%から1.303%へ0.1%Pt低下し、分布も下方にシフトしている(次頁のグラフを参照)。これは、失業率のみに囚われず、FOMC参加者が労働市場全体の情勢を、またインフレ動向も踏まえて、総合的に判断した結果であろう。

早期の資産買入見直しにも慎重姿勢

SEPが示しているのは、あくまでも政策金利引き上げの開始時期に関する見通しだが、資産買入見直しに関しても、全く無関係とは言えない。

FOMC参加者は、1月FOMCの議事要旨やバーナンキ議長が記者会見で示唆したように、資産買入の縮小や終了に関する判断を行う時期が多少なりとも近づいたと考えつつも、そうした見直しのアクションを実際に行うほどに、未だ経済情勢を楽観視は出来ないと判断しているのであろう。現時点で、資産買入停止のタイミングを2014年半から半ば、減額が行われる場合でも、そのタイミングは2013年終盤以降としている当社予想を

2013年3月FOMC参加者の見通し(SEP)

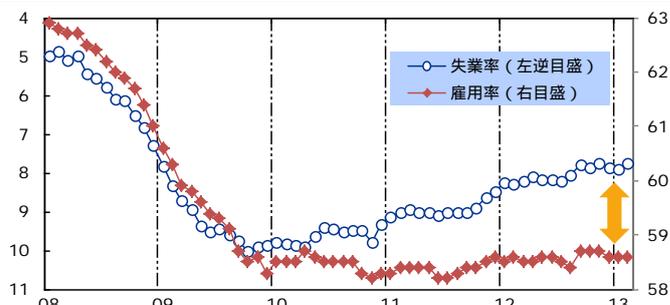
1. 経済見通し		2013		2014		2015		Longer run	
(%)									
成長率		2.3	2.8	2.9	3.4	2.9	3.7	2.3	2.5
	前回見通し	2.3	3.0	3.0	3.5	3.0	3.7	2.3	2.5
失業率		7.3	7.5	6.7	7.0	6.0	6.5	5.2	6.0
	前回見通し	7.4	7.7	6.8	7.3	6.0	6.6	5.2	6.0
PCEデフレーター		1.3	1.7	1.5	2.0	1.7	2.0	2.0	
	前回見通し	1.3	2.0	1.5	2.0	1.7	2.0	2.0	
コアPCEデフレーター		1.5	1.6	1.7	2.0	1.8	2.1	-	
	前回見通し	1.6	1.9	1.6	2.0	1.8	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		2013		2014		2015		2016	
(人)									
金融引き締め開始時期		1		4		13		1	
	前回見通し	2		3		13		1	

(出所)FRB

失業率と雇用率の推移(%)



(出所)CEIC

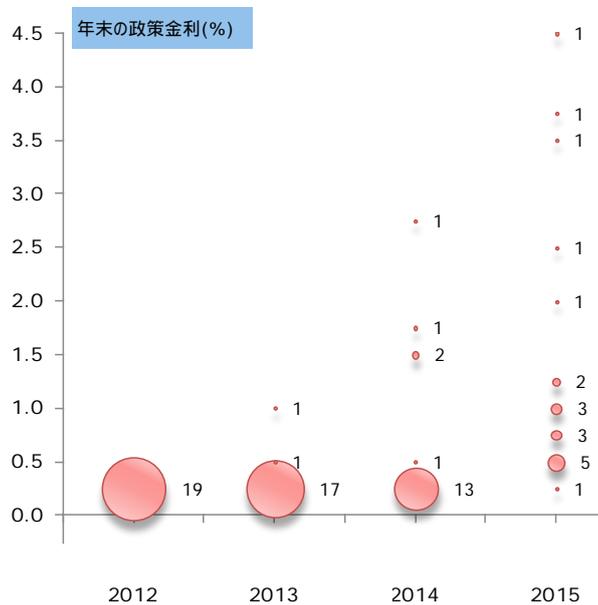
年末時点の政策金利予想(%)



(出所) Fed

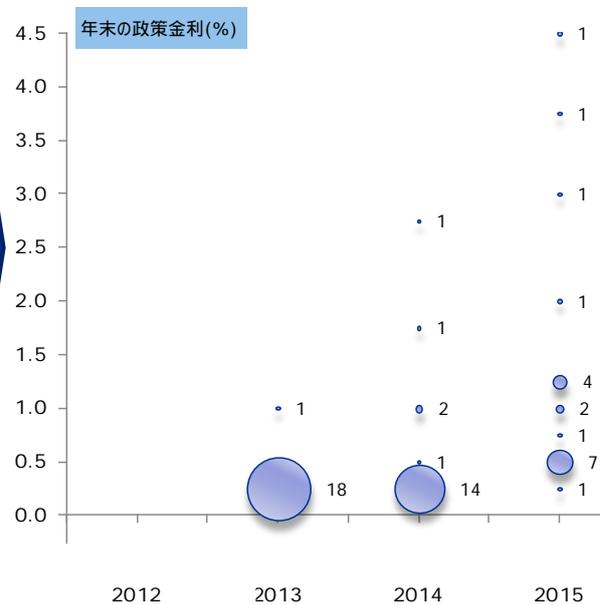
変更する必要はないと判断する。

適切な金融引き締めペース（12月時点）



(出所) Fed

適切な金融引き締めペース（3月時点）



(出所) Fed

【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	1.0				
実質GDP	2.0	1.3	3.1	0.1				
個人消費	2.4	1.5	1.6	2.1				
住宅投資	20.6	8.4	13.6	17.4				
設備投資	7.5	3.6	▲1.8	9.7				
政府支出	▲3.0	▲0.7	3.9	▲6.9				
輸出	4.4	5.2	1.9	▲3.9				
輸入	3.1	2.8	▲0.6	▲4.5				
経常収支(10億ドル)	▲134	▲118	▲112	▲110				
名目GDP比(%)	▲3.5	▲3.0	▲2.8	▲2.8				
	Q1-12	Q2-12	Q3-12	Q4-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13	Feb-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	2.3	7.8	1.0	2.7	▲4.0	
消費者信頼感	67.5	65.3	65.0	70.4	71.5	66.7	58.4	69.6
小売売上高	6.2	▲0.3	5.3	6.1	0.5	0.5	0.2	1.1
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.9	1.9	3.9	4.4	0.7	0.6	0.2	0.4
鉱工業生産	5.9	2.4	0.5	2.9	1.5	0.3	0.0	0.7
住宅着工件数(年率換算、千件)	715	736	774	904	841	982	910	917
中古住宅販売戸数	12.5	1.2	22.0	13.9	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	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	20.4	3.3	▲0.8	7.2	
民間非居住建設支出	31.5	3.5	▲1.1	28.0	5.5	2.4	▲5.1	
貿易収支(10億ドル)	▲149	▲138	▲125	▲128	▲48	▲38	▲44	
実質財収支(10億ドル,2005年基準)	▲144	▲141	▲142	▲142	▲52	▲44	▲48	
実質財輸出	3.0	8.3	▲1.9	▲5.5	2.3	2.6	▲1.7	
実質財輸入	2.5	3.0	▲0.9	▲3.5	5.5	▲3.1	1.3	
ISM製造業指数(四半期は平均)	53.0	52.3	50.9	50.6	49.9	50.2	53.1	54.2
ISM非製造業指数(四半期は平均)	55.7	53.5	54.1	55.1	54.8	55.7	55.2	56.0
失業率(%)	8.2	8.2	8.0	7.8	7.8	7.8	7.9	7.7
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	262	108	152	209	247	219	119	236
民間雇用者数(前月差、千人)	265	117	142	232	256	224	140	246
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	1.9	2.1	2.1	2.1
消費者物価(前年比、%)	2.8	1.9	1.7	1.9	1.8	1.7	1.6	2.0
コア消費者物価(前年比、%)	2.2	2.3	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0
PCEデフレーター(前年比、%)	2.4	1.6	1.5		1.5	1.4	1.2	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.9	1.8	1.6		1.5	1.4	1.3	
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	0.27	0.26	0.27	0.27
10年債利回り(%)	2.17	1.62	1.72	1.72	1.65	1.72	1.91	1.98
名目実効為替レート(1997/1=100)	98.7	102.2	99.2	99.0	99.6	99.0	98.9	99.8
ダウ工業株30種平均	13212	12880	13437	13104	13026	13104	13861	14054
S&P500株価指数	1408	1362	1441	1426	1416	1426	1498	1515

(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。