

米国経済情報

2013 年 8 月号

Summary

【内 容】

1.トピックス

- (1)FRB 議長人事を考える
- (2)GDP 統計の包括改訂について

2.経済情勢サマリー

3.経済見通し改訂

- (1)4～6 月期 GDP の動向
- (2)4～6 月期の二次推計値予想
- (3)2013 年半ばからの成長加速
- (4)2013 年後半に資産買入縮小を開始

4.経済動向分析

- (1)雇用者数の増加基調は明確
- (2)7 月の個人消費は好スタート
- (3)モーゲージ金利上昇に負けず
- (4)輸出急増は一時的
- (5)企業景況感が向上くも生産低迷
- (6)財政赤字は縮小一服
- (7)デysinフレ加速は回避

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

【FRB 議長人事】

バーナンキ FRB 議長の後任人事は、イエレン FRB 副議長とサマーズ元財務長官の一騎打ちとの見方が強まっている。両者とも、FRB 議長としての資質に欠くところはない。ただ、過去の金融規制における取組みなどから、承認権限を有する上院ではサマーズ氏に対する反発が強い。そのため、オバマ大統領がサマーズ氏を指名する場合には、承認獲得に向けた説得工作が最大のハードルになると考えられる。なお、サマーズ氏は資産買入の緩和効果について、イエレン氏より消極的に評価しており、相対的に早い時期に金融緩和縮小へ動く可能性がある。

【経済見通し】

2013 年上期の米国経済は、財政問題の悪影響と海外需要の低迷により、年率 1.0%の低成長を余儀なくされた。2013 年 1 月からの社会保障税の減税終了や高所得者向け増税が家計の消費行動を圧迫したほか、3 月 1 日から開始された強制歳出削減も、経済活動に悪影響を及ぼしている。また、中国など一部の新興国や欧州における景気回復の遅れを受けて輸出が低調に推移し、財政問題の悪影響と相俟って、米国内での製造業活動の失速ももたらした。

しかし、下期に入ってから、明るい動きが広がりつつある。7 月の失業率が 7.4%と 2008 年末以来の水準へ低下するなど、雇用情勢は改善が続き、個人消費支出も増勢を強めている。4～6 月期に低迷した企業景況感は、7 月以降に製造業と非製造業を問わず改善、設備投資の活発化等が期待できる。モーゲージ金利上昇を受けた住宅ローン負担の増加により、住宅市場の持ち直しペースは今後鈍化へ向かうと考えられるが、回復自体が頓挫してしまうことはないだろう。

以上を踏まえると、増税や歳出削減の影響が薄れる 2013 年後半に、民需主導で米国経済の成長率は 2%台半ばへ高まると見込まれる。年前半の低迷により 2013 年の実質 GDP 成長率は 1.6%にとどまるが、2014 年は 2.4%へ高まると予想される。中央銀行である Fed は 9 月の FOMC において資産買入の縮小 (Tapering) を開始すると見込まれるが、利上げなど出口戦略への移行は慎重に進め、初回利上げの実施については 2015 年まで待つ可能性が高い。

1. トピックス

(1) FRB 議長人事を考える

バーナンキ議長は再任されず、後任の指名へ

オバマ大統領は、7月24日に実施されたNY Times (NYT) によるインタビュー¹の中で、連邦準備制度理事会 (FRB) 議長人事について、「極めて優れた数名の候補に絞り込んでおり、今後数ヶ月で後任指名を公表する」と発言した。この発言自体にサプライズはなく、バーナンキ議長の再任を排除する要素も含まれてはいない。しかし、オバマ大統領がNYTインタビューの中でバーナンキ議長の功績を敢えて強調し、かつ6月に「本人 (バーナンキ議長) が希望したよりも長く (議長職に) とどまっている」と発言²した点を勘案すれば、バーナンキ議長自身が再任を望んでおらず、オバマ大統領も別の人物を指名する可能性が高いと判断される。

有力候補はイエレン氏、サマーズ氏

バーナンキ議長の後任として、春先から金融市場で名前が挙がっていたのは、イエレンFRB副議長、サマーズ元財務長官、ガイトナー前財務長官、コーン元FRB副議長などである。中でも、その極めてハト派的な政策スタンスによる安心感から、金融市場においてはイエレン氏が圧倒的な支持を集め、また実際に議長に就任する可能性も高いと考えられていた。しかし、7月下旬に至り、Washington Post が、バーナンキ議長の後任としてサマーズ氏をホワイトハウスが考えている旨の報道³を行い、サマーズ氏が一気に最有力候補に躍り出た。

FRB 議長の指名は秋以降に

7月末の民主党議員との会合の中で、オバマ大統領は第三の候補としてコーン元副議長の名前も挙げており、完全に両者の一騎打ちという状況ではない。ただ、経歴などを踏まえ、次期FRB議長候補はイエレン氏とサマーズ氏の二人に絞られたとの見方が、金融市場とメディア報道共に概ねコンセンサスとなっている。前回2010年のバーナンキ議長の再任に際しては、2009年8月にオバマ大統領から再指名が公表された。しかし、7月26日に「発表は秋までない」との匿名高官による発言が伝えられ⁴、またオバマ大統領自身が7月24日のNYTインタビューにおいて「今後数ヶ月」で後任を公表と述べているため、今回は後任発表が9月以降へずれ込む可能性が高いと考えられている。

政治任用だが、独立性の高い FRB 議長

突き詰めれば、FRB 議長も他の政府高官の役職と同様に政治任用であり、オバマ大統領が誰を任用したいのか、そしてそれが議会の上院で承認されるのか、に依存する。しかし、独立性の高い中央銀行としての連邦準備制度 (FRS) を取り仕切る FRB のトップという点も無視はできない。そもそも、FRB 議長の任期は4年と長く、また政治からの独立性を確保するために FRB 理事としての身分保障は14年の極めて長期に及ぶ。

本稿では、イエレン氏とサマーズ氏という二人の有力候補について、まずは経歴を確認した上で、注目される幾つかの相違点について検討を加えたい。

¹ “[Interview With President Obama](#)”, N.Y. Times, July 27, 2013

² “[Obama Raises Possibility of Change at the Fed](#)”, N.Y. Times, June 18, 2013

³ “[The White House wants Summers for the Fed. But will they actually choose him?](#)”, Washington Post, July 25, 2013

⁴ “[Obama likely won't announce Fed chair pick until fall: official](#)”, July 26, 2013

イエレン氏の経歴

イエレン氏は、1946 年生まれであり、ブラウン大を卒業後、イエール大で経済学の博士号を取得し、1980 年にカリフォルニア大バークレー校の経済学教授に就任した。2010 年 10 月から現在の FRB 副議長ポストを務めており、任期は 2014 年 10 月までの 4 年間である。FRB 副議長に就任する以前は、2004 年からサンフランシスコ連銀総裁として、1994～1997 年にも FRB 理事として FOMC に参加していた。また、1997～1999 年にはクリントン政権下で大統領経済諮問委員会（CEA）の委員長を務めている。なお、FRS 創設後、FRB 副議長から議長に昇格した先例はなく、また女性議長もいない。そのため、イエレン副議長が議長へ昇格すれば、FRS の 100 年の歴史において、副議長からの昇格と女性議長という二点で初めてとなる。

これまでは、議長人事が検討される際に任命サイクルの観点から前政権が任命した人物が副議長であることが多く、副議長は議長候補となりにくかった。しかし、イエレン氏を副議長に任命したのは、現在のオバマ大統領である。また、イエレン氏はクリントン政権下で CEA 委員長を務め、民主党政権の経済運営にも参加している。但し、イエレン氏のホワイトハウス訪問回数は極めて少なく、オバマ大統領との繋がりは弱いと考えられている。

金融政策に対するイエレン氏のスタンスは、筋金入りのハト派である。FRB 副議長就任後は、立場上の制約もあり、ハト派の姿勢をアピールする機会は減っている。しかし、景気や雇用の拡大を重視し、インフレ率の多少の上昇は容認するスタンスと判断される。

サマーズ氏の経歴

サマーズ氏は 1954 年生まれで、28 歳の若さでハーバード大学の教授に就任した。1991～1993 年に世界銀行のチーフエコノミストを務めた後、クリントン政権下で財務副長官（1995～1999 年、長官はルービン氏）と財務長官（1999～2001 年）の公職を担った。2001 年に、ハーバード大学の学長に就任したが、差別的と解釈されうる発言が批判を浴び、2006 年に辞任している。オバマ大統領政権下では、2009～2010 年に NEC（国家経済会議）の委員長を務めた。オバマ大統領と極めて親密であり、プライベートでの親交も多いとされる。エコノミストとして有する金融政策の専門性については疑うべくもないが、過去に金融政策運営の実務を担った経験はない。なお、サマーズ氏は、財務長官を退任後、現在を含めて複数の金融機関に対し助言やコンサルティングを行っている。そうした金融機関との親密さを、FRB が担う金融監督の観点から問題とする向きもある。

FRB 議長人事を検討する上でのポイント

FRB 議長人事を検討する上では、中央銀行を率いるための能力、政治からの独立性、金融市場とのコミュニケーション能力、金融政策運営方針、大統領指名と議会承認、などが焦点になる。順を追ってイエレン氏とサマーズ氏の違いを検討したい。

中央銀行を率いる能力

中央銀行を率いるための能力に関しては、既に示した経歴が示すように、両者ともに全く不足はない。二人とも経済学者としての輝かしい経歴が示すように金融政策に関して十分な知見を有しており、また中央銀行及び財務省におけるキャリアにより金融監督面でも十分な能力と経験があると考えられる。但し、サマーズ氏については、ルービン氏と共に進めた金融自由化が、リーマンショックなど金融危

機の一因になったとする見方も多い。そのため、金融監督の一翼を担う FRB のトップとしての適性に疑問を投げかける向きもある。

政治からの独立性

既に述べたように、FRS 及び FRB は中央銀行として十分な独立性を有し、議長や理事としての身分保障も与えられている。ここで問題となる独立性は、寧ろ、FRB 議長が政治に近すぎないかという観点である。中央銀行が、政治と離れすぎるのも問題だが、政治に近すぎるのも、金融政策運営において大きな障害となりうる。この点で、サマーズ氏がホワイトハウス、特にオバマ大統領に近すぎる点が、人事の承認権限を有する上院議員、特に共和党議員から懸念されるリスクがある。

金融市場とのコミュニケーション能力

イエレン氏は、サンフランシスコ連銀総裁として、また FRB 副総裁として、金融市場とコミュニケーションを行ってきており、コミュニケーション面での不安は特に指摘されない。サマーズ氏については、財務長官時代の発言などから『剛腕』とのイメージが付きまとう。そのため、バーナンキ議長が開始した年に四度の FOMC 後の記者会見などを介しての金融市場とのコミュニケーションが、サマーズ氏の下ではスムーズに行われないのではないかと、との不安が囁かれている。

金融政策の運営方針

金融政策を考える上で最も重要となるのが、金融政策運営に関するスタンスである。まず、大前提としてイエレン氏とサマーズ氏の政策スタンスに違いは確かに存在するが、大きな違いはない点を認識する必要がある。金融政策が实体经济に及ぼすメカニズムについて両者に大きな認識相違はないと考えられる。つまり、副議長であるイエレン氏は当然として、サマーズ氏も Fed の現行政策を正面から批判してはならず、ゼロ金利制約に直面した後の非伝統的金融政策としての資産買入や時間軸政策などの有効性を認めている。そうした基本認識に立脚した上で、敢えて両者の違いを見ると、イエレン氏よりサマーズ氏の方が、幾分早いタイミングで金融緩和度合いの縮小及び金融引き締めへ動く可能性がある。

サマーズ氏はイエレン氏よりも量的緩和（資産買入）の有効性を小さく認識

サマーズ氏は、FT(Financial Times)やReutersなどにコラムを執筆しているが、財政政策に対する内容が多く、金融政策に関しての意見表明は少ない。しかし、最近、FTが、民間経済アドバイザーであるドロブニー・グローバルが 4 月に開催したカンファレンスでの、サマーズ氏の発言を伝えた⁵。4 月時点の発言であり、かつ断片的であるが故の限界を踏まえつつ、内容を抽出すると要点は以下の 3 つである。

- a) 量的緩和は、想定されているほど有効ではない。金融政策よりも、財政政策を重視。
- b) 自らの見通しとしては、景気回復に強気であり、将来のリスクは明確に上振れ方向と説明。その上で、Fed が金融市場の想定より早く出口へ向かう可能性に言及。
- c) 米国経済は需要不足であり、インフレリスクは小さいとの認識。

この発言から推測されるサマーズ氏の政策スタンスは「米国経済は未だ需要不足状態にあり、緩和的

⁵ “Summers dismissed QE effectiveness”, Financial Times, July 25, 2013

な金融環境が依然として必要なものの、そうした緩和的な金融環境に量的緩和の実施は必ずしも大きく貢献していない」というものだろう⁶。従って、上述したように、イエレン氏に比べ、サマーズ氏の方がやや早いタイミングで金融緩和度合い縮小に動きうるとの観測に繋がる。故に、金融市場は、サマーズ氏がFRB議長に就任する可能性を報じる報道に対して、金利上昇で反応した。

大統領指名と議会承認

7月31日の民主党議員との会合において、オバマ大統領は、メディアによるサマーズ氏に対する批判に不快感を示し、サマーズ氏を擁護する姿勢を示した模様である。そうした報道などから類推すれば、少なくとも現時点で、オバマ氏はサマーズ氏をFRB議長に指名したがつている可能性が高いだろう。

オバマ氏の意向に立ちはだかるのが、人事の承認権限を有する上院である。上院は、民主党が54議席（含む独立系2議席）を保有し支配しているが、その民主党議員にイエレン氏支持の声が多い。

7月下旬に、イエレン氏支持を表明する書簡⁷が、上院民主党議員の約3分の1（54名中20名程度）の署名を伴って公表された。書簡は、これまでの実績に基づきイエレン氏に対する支持を表明するものだが、サマーズ氏には全く触れていない。また、人事承認には直接関係しないが、下院女性議員37名もイエレン氏支持の書簡を公表している。上院議員による書簡は、あくまでも現段階での支持表明に過ぎず、将来に向けて拘束力を有するものではない。ただ、オバマ大統領が、サマーズ氏をFRB議長に据えようとすれば、上院議員の説得工作が必要となる可能性は高いだろう。

イエレン氏であればスムーズな承認、サマーズ氏の場合には上院承認がハードル

以上を踏まえると、まず両名共にFRB議長として十分な能力と経歴を有している。金融政策スタンスについては、サマーズ氏がイエレン氏に比べ早いタイミングで金融緩和度合いの縮小に動く可能性はあるものの、基本的にはバーナンキ議長の政策スタンスを継承する見込みであり、大きな波乱は予想されない。イエレン氏は実績に裏打ちされた安心感が最大のセールスポイントであり、かつ承認権限を有する上院議員からの支持が多い。また、指名承認プロセスに直接影響はしないが、金融市場は金融政策の予測可能性などの観点などからイエレン議長の誕生を待望している。一方、サマーズ氏は少なくとも現時点においては、金融市場とのコミュニケーションに若干の不安要素を抱え、また議会承認プロセスが紛糾する可能性もある。しかし、サマーズ氏には、指名権限を有するオバマ大統領による強いサポートが存在する。最終的にオバマ大統領が誰を指名するかは当然不明であるが、サマーズ氏を指名する場合には上院承認獲得に向けた説得工作が最大のハードルになると考えられる。

⁶ なお、サマーズ氏は、これまでの米国経済の低成長が示唆するものとして、今後の大幅な成長加速と潜在成長率の低下という二つの可能性に言及している。サマーズ氏は、潜在成長率は低下しておらず将来的に成長が加速するというスタンスを示したが、仮に潜在成長が低下している場合には、金融緩和の必要性は低下する。

⁷ “Senate Democrats’ Endorsement Praises Yellen’s Record”, Wall Street Journal, July 26, 2013

(2)GDP 統計の包括改訂について

包括改訂で GDP の水準が 3%超変動

GDP統計において、第 14 次の包括的な基準改定⁸が実施された。今回の基準改定はデータ修正などが中心となる定例の年間補正とは異なり、国連による 2008SNAの勧告に従うかたちで、GDPの測定方法が大きく改められている。従来は中間投入と見做されてきた研究開発費が付加価値として投資に算入されるほか、芸術作品の製作のための投資や住宅購入に伴うコストも従来より広い範囲でGDPとしてカウントされるなど、様々な概念の改定が施されているのである。

こうした概念の改定により、統計により付加価値として把握される範囲が拡大したため、名目 GDP の規模は、従来基準のデータに比べ、新たな基準年である 2009 年において 4,443 億ドル・3.2%、直近 2012 年では 5,599 億ドル・3.6%も膨らんだ。但し、こうした金額の変化はあくまで概念上の変化であり、経済実態に何ら大きな影響を及ぼすものではない。

基準改定の影響は投資関連が過半

直近 2012 年について、基準改定による変化額を需要項目毎に見ると、民間投資（設備投資、住宅投資、在庫投資）の変化額が 4,129 億ドル、シェアにして 73.8%を占める。他では、政府支出が 18.6%、個人消費が 5.4%である。民間投資と政府支出⁹の拡大には、研究開発費など知的財産権投資の計上が大きく影響した模様である。

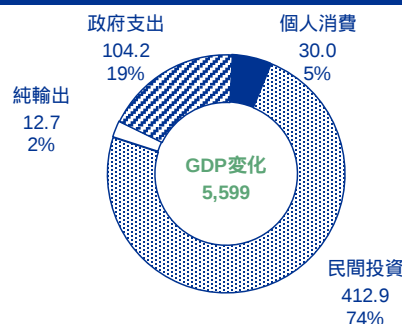
また、確定拠出型年金の雇用主負担の計上タイミングが、雇用主の基金拠出時点から受給権の発生時点へ変更された。年金基金の多くは積み立て不足のため、発生時点への変更により、従来より家計が受け取る金利収入が増加している。金利収入の増加により可処分所得が膨らんだため、貯蓄も拡大、その結果として GDP 統計に基づく家計貯蓄率が旧基準に比べ高水準となった。

2012 年成長率が上方修正

基準改定による GDP のパスの変化を見ると、まず暦年ベースにおいて、直近 10 年程度の期間では、2012 年を除き変化は限定的である。

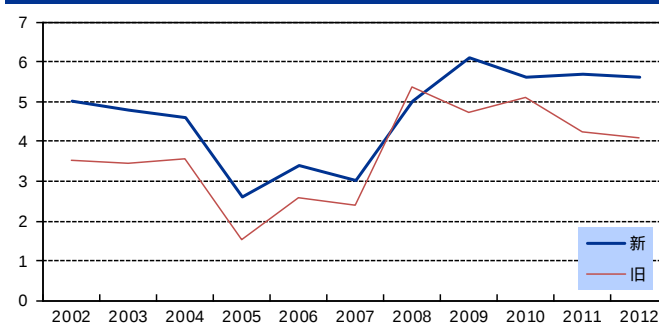
2012 年の成長率は旧基準の前年比 2.2%が 2.8%

改定に伴う2012年の名目GDP規模の変化（10億ドル、%）



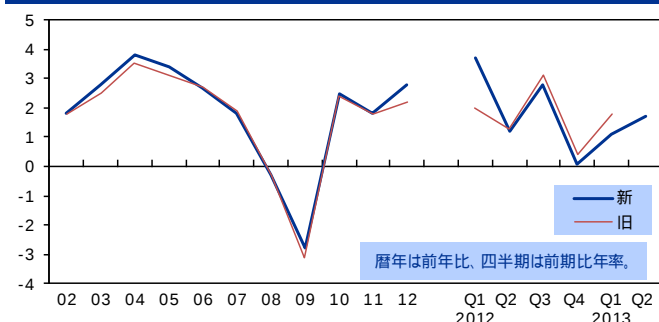
(出所)BEA

家計貯蓄率の改定 (%)



(出所)BEA

実質GDP成長率の改訂（前年比、前期比年率、%）



(出所)BEA

⁸ 包括改訂の詳細については BEA のホームページを参照 (<http://www.bea.gov/national/an1.htm>)。

⁹ 政府支出には資本形成なども含まれる。

へ大幅に上方修正された。これは 2011 年の成長パスが上期低迷・下期高成長が強調されるかたちに改められ、つまり 2012 年に向けての発射台が引き上げられ、かつ 2012 年最初の四半期である 1～3 月期の成長率が前期比年率 2.0%から 3.7%へ大幅に上方修正された影響が大きい。逆に 2012 年後半から 2013 年 1～3 月期までの成長率は引き下げられており、特に 2012 年 10～12 月期は 0.1%（旧 0.4%）とほぼ横ばいまで、2013 年 1～3 月期も 1.1%（旧 1.8%）と極めて低い成長率に修正されている。

こうした 2011 年以降のパス修正は、上述した概念変更よりも、データ補正や季節調整の掛け直しによる影響が大きいと考えられる。

実質GDP成長率の改訂(前年比、前期比年率、%)

		2012	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
GDP	新	2.8	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	1.7
	旧	2.2	2.0	1.3	3.1	0.4	1.8	-
個人消費	新	2.2	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8
	旧	1.9	2.4	1.5	1.6	1.8	2.6	-
設備投資	新	7.3	5.8	4.5	0.3	9.8	▲4.6	4.6
	旧	8.0	7.5	3.6	▲1.8	13.2	0.4	-
住宅投資	新	12.9	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	13.4
	旧	12.1	20.5	8.5	13.5	17.6	14.0	-
在庫投資	新	0.20	0.36	▲0.91	0.60	▲2.00	0.93	0.41
	旧	0.14	▲0.39	▲0.46	0.73	▲1.52	0.57	-
純輸出	新	0.10	0.44	0.10	▲0.03	0.68	▲0.28	▲0.81
	旧	0.04	0.06	0.23	0.38	0.33	▲0.09	-
輸出	新	3.5	4.2	3.8	0.4	1.1	▲1.3	5.4
	旧	3.4	4.4	5.3	1.9	▲2.8	▲1.1	-
輸入	新	2.2	0.7	2.5	0.5	▲3.1	0.6	9.5
	旧	2.4	3.1	2.8	▲0.6	▲4.2	▲0.4	-
政府支出	新	▲1.0	▲1.4	0.3	3.5	▲6.5	▲4.2	▲0.4
	旧	▲1.7	▲3.0	▲0.7	3.9	▲7.0	▲4.8	-

(出所)BEA 在庫投資と純輸出は寄与度。

2. 経済情勢サマリー

2013 年上期の米国経済は低成長にとどまった。4～6 月期の成長率は前期比年率 1.7%と、1～3 月期の 1.1%からは高まったものの、潜在成長率と考えられる 2%台半ばを 3 四半期連続で下回っている。2013 年上期で見れば、米国経済は年率 1.0%の低成長を余儀なくされた。

2013 年上期に米国経済を下押ししたのは、財政問題の悪影響と海外需要の低迷である。財政問題については 2013 年 1 月からの社会保障税の減税終了や高所得者向け増税が家計の消費行動を圧迫したほか、3 月 1 日から開始された強制歳出削減も、経済活動に悪影響を及ぼしたと考えられる。強制歳出削減は直接的な政府支出の減少のみならず、リスク回避のための在庫圧縮や投資抑制という企業行動にも繋がった。また、中国など一部の新興国や欧州における景気回復の遅れを受けて輸出が低調に推移し、財政問題の悪影響と相俟って、米国内での製造業活動の失速ももたらしている。

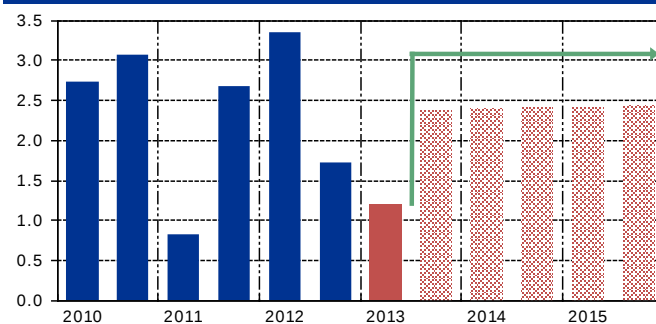
しかし、下期に入ってから、米国経済に明るい動きが広がりつつある。7 月雇用統計において雇用者数の伸びは幾分減速したものの、失業率は 7.4%と 2008 年末以来の水準へ低下し、雇用情勢は改善が続いている。雇用所得環境の改善や高水準の消費者マインドに支えられ、個人消費支出も増勢を強めつつある。4～6 月期に低迷した企業景況感、7 月以降に製造業と非製造業を問わず改善しており、設備投資の活発化等が期待できる。モーゲージ金利上昇を受けた住宅ローン負担の増加により、住宅市場の持ち直しペースは今後鈍化へ向かうと考えられるが、雇用所得環境の改善と住宅価格の上昇に支えられ、回復自体が頓挫してしまうことはないだろう。連邦政府債務は既に法定上限へ達しており、今後、議会では債務上限引き上げを巡っての交渉が本格化すると考えられる。しかし、年初からの増税や住宅市場の回復などにより、既に財政状況が大幅に改善しているため、更なる財政赤字の縮小策が講じられ、経済活動を圧迫する可能性は小さい。

以上を踏まえると、増税や歳出削減の影響が薄れる 2013 年後半に、民需主導で米国経済の成長率は 2%台半ばへ高まると見込まれる。年前半の低迷により 2013 年の実質 GDP 成長率は 1.6%にとどまるが、2014 年は 2.4%へ高まると予想される。

雇用情勢の回復継続とデフインフレ傾向の鎮静化の見通しに基づき、中央銀行である連邦準備制度 (Fed) は 9 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) において資産買入の縮小 (Tapering) を開始すると見込まれる。但し、今後示される雇用やインフレに関するデータが、Fed シナリオと異なる場合には、情勢を見極めるために、Tapering 開始を 10～12 月期へ先送りする可能性もある。Fed は、米国経済が引き続き極めて緩和的な金融状況を必要としている点を繰り返し強調しており、資産買入を終了後も、利上げなど出口戦略への移行は慎重に進め、初回利上げの実施については 2015 年まで待つ可能性が高い。

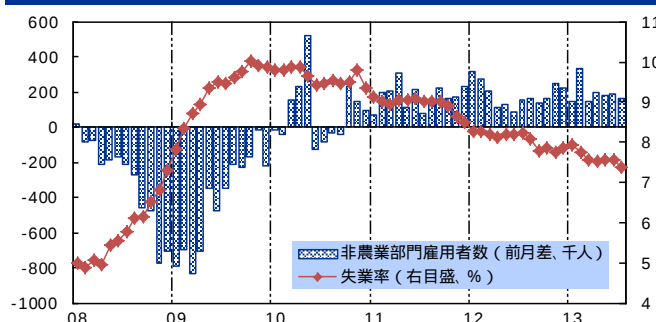
2013 年後半に、民需主導で米国経済の成長率は

実質GDP成長率の推移と見通し (前期比年率、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

非農業部門雇用者数と失業率



(出所) U.S. Department of Labor

3. 経済見通し改訂

(1) 4～6 月期 GDP の動向

2013 年 4～6 月期成長率は前期比年率 1.7%となり、市場予想の 1%前後（当社予想 0.9%）を上回った。但し、トピックスで述べたように、今回は基準改定により過去系列が大きく修正されているため、市場予想との乖離を単純に上振れとは評価できない。

2013 年上期は年率 1%成長にとどまる

基準改定に伴い、2012 年 7～9 月期が前期比年率 3.1%から 2.8%へ、10～12 月期は 0.4%から 0.1%

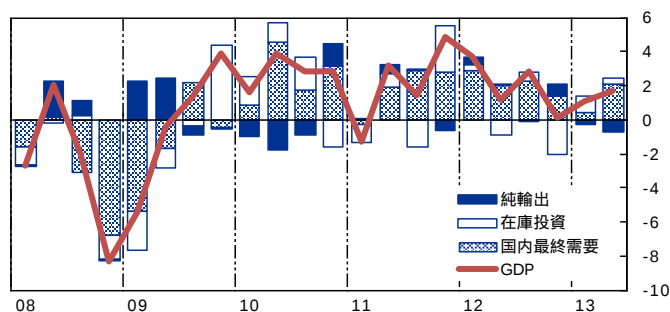
へ、2013 年 1～3 月期は 1.8%から 1.1%へと過去 3 四半期について下方修正された。その上での 4～6 月期 1.7%成長である。4～6 月期に成長率は幾分持ち直したが、2013 年上期で見れば年率 1.0%（2012 年下期 1.7%）と極めて低い成長率だった。ちなみに、1～3 月期までの旧基準データに 4～6 月期の市場コンセンサスである前期比年率 1.0%を接続した場合の 2013 年上期成長率は年率 1.2%であり、実績の 1.0%から大きく変わらない。結局のところ、2013 年上期で見れば、2013 年上期の米国経済は概ね市場想定通りの成長だったと評価できる¹⁰。

設備投資の加速と国防支出の下げ止まりが 4～6 月期の成長率を押し上げ

4～6 月期の GDP の内訳を見ると、個人消費が 1～3 月期の前期比年率 2.3%から 4～6 月期は 1.8%へ減速、在庫投資と純輸出（寄与度：▲0.28%Pt→▲0.81%Pt）の寄与度も低下したものの、設備投資が 1～3 月期の落ち込みから反転し、4～6 月期の GDP 成長率を押し上げている。設備投資は 1～3 月期に前期比年率 ▲4.6%

と水面下に沈んだ後、4～6 月期は 4.6%と持ち直した。また、政府支出全体の縮小ペースが 1～3 月期の ▲4.2%から 4～6 月期は ▲0.4%へ緩和された影響も大きい。強制的歳出削減により連邦非国防支出は大幅減少が続いたものの、昨年 10～12 月期及び今年 1～3 月期に急減した反動から国防支出が下げ止

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



（出所）U.S. Department of Commerce

GDP成長率の四半期推移

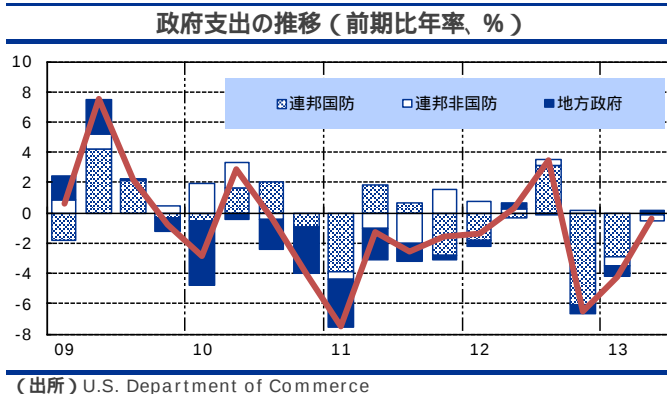
	前期比年率 %				前期比年率・寄与度 %Pt			
	2012年 7～9月 Final	2013年 10～12月 Final	2013年 1～3月 Final	2013年 4～6月 1st	2012年 7～9月 Final	2013年 10～12月 Final	2013年 1～3月 Final	2013年 4～6月 1st
GDP	2.8	0.1	1.1	1.7	-	-	-	-
個人消費	1.7	1.7	2.3	1.8	1.15	1.13	1.54	1.22
耐久財	8.3	10.5	5.8	6.5	0.59	0.74	0.43	0.48
非耐久財	1.6	0.6	2.7	2.0	0.25	0.10	0.43	0.31
サービス	0.7	0.6	1.5	0.9	0.31	0.29	0.69	0.43
設備投資	0.3	9.8	▲4.6	4.6	0.04	1.13	▲0.57	0.55
構築物投資	5.9	17.6	▲25.7	6.8	0.15	0.44	▲0.80	0.17
機器	▲3.9	8.9	1.6	4.1	▲0.22	0.47	0.09	0.23
知的所有権	2.8	5.7	3.7	3.8	0.11	0.21	0.14	0.15
住宅投資	14.1	19.8	12.5	13.4	0.35	0.50	0.34	0.38
在庫投資	-	-	-	-	0.60	▲2.00	0.93	0.41
純輸出	-	-	-	-	▲0.03	0.68	▲0.28	▲0.81
輸出	0.4	1.1	▲1.3	5.4	0.05	0.15	▲0.18	0.71
輸入	0.5	▲3.1	0.6	9.5	▲0.08	0.53	▲0.10	▲1.51
政府支出	3.5	▲6.5	▲4.2	▲0.4	0.67	▲1.31	▲0.82	▲0.08
連邦	8.9	▲13.9	▲8.4	▲1.5	0.69	▲1.19	▲0.68	▲0.12
国防	12.5	▲21.6	▲11.2	▲0.5	0.60	▲1.22	▲0.57	▲0.02
非国防	2.8	1.0	▲3.6	▲3.2	0.08	0.03	▲0.11	▲0.09
地方政府	▲0.2	▲1.0	▲1.3	0.3	▲0.02	▲0.12	▲0.14	0.04

（出所）U.S. BEA

¹⁰ 後段で述べるように、当社では 4～6 月期の成長率が前期比年率 2.4%へ上方修正されると予想している。当社予想通りであれば、2013 年上期は年率 1.2%成長になる。

まり、加えて税収が回復しつつある地方政府の支出が増加へ転じた。

4～6月期の外需では、石油輸出の回復と宝飾品輸出などの一時的な増加が寄与し、輸出が前期比年率 5.4%（1～3月期 ▲1.3%）と急回復している。しかし、輸入が 9.5%（1～3月期 0.6%）と急増したために、輸出から輸入を控除した純輸出は、上述したように大幅なマイナス寄与である。また、在庫投資は農業在庫の補填が 1～3月期に集中したため、全体で見れば 4～6月期に鈍化したが、景気動向や企業マインドを反映する非農業在庫に限れば 1～3月期 0.06%Pt の後、4～6月期は 0.28%Pt と寄与度が拡大している。



2013 年前半の米国経済は財政問題と海外経済を巡る不透明感から低成長

基準改定後のデータで景気動向を改めて解釈すれば、財政問題や海外経済を巡る不透明感を受けて 2012 年末から 2013 年前半にかけて米国経済は下押しされた、となる。既に述べたように、2013 年前半の成長率は年率 1.0%にとどまる。3月に発動された強制歳出削減により（直接に）連邦政府支出が削減されたほか、先行き不透明感から企業が在庫投資や設備投資を抑制したことも成長率を押し下げた。但し、4～6月期に入り、不透明感が緩和され、設備投資や在庫投資は持ち直しに向かい、成長率の回復へ繋がっている。なお、2013 年初めからの増税等に晒されたにも関わらず、個人消費は 2013 年前半に底堅さを維持した。雇用所得環境の改善が増税による負担増加を相当程度吸収したほか、マインド改善や資産効果も消費拡大に寄与している。

(2)4～6月期の二次推計値予想

4～6月期の成長率は、一次推計値において前期比年率 1.7%と潜在成長ペースの 2%台半ばに届かず、低い伸びにとどまった。しかし、8月末公表の二次推計値では大幅に上方修正される可能性が高い。

7月データの公表に伴い 4～6月期の小売売上高が前期比年率 3.3%から 3.5%上方修正されており、個人消費の伸びを 0.1%Pt 程度（前期比年率 1.8%→1.9%）押し上げると考えられる。また、6月の貿易統計は、GDP 推計に際し米商務省が仮定した伸びを、輸出が上回る一方、輸入は下回った。そのため、純輸出（輸出 - 輸入）の寄与度が ▲0.8%Pt から ▲0.1%Pt へ顕著に上方修正される見込みである。更に、やはり 6月統計の加味により設備投資を構成する構築物投資が 6.5%から 13.4%へ上方修正される。在庫投資の寄与度は 0.4%Pt から 0.2%Pt に下方修正されるものの、個人消費や純輸出、設備投資の上方修正による押し上げが凌駕し、4～6月期の成長率は一次推計値の 1.7%が二次推計値で 2.4%へ、大幅な上方改訂が予想される。

過去データとは言え、4～6月期 GDP 成長率の潜在成長ペース近傍への大幅な上方修正は、2013 年後半の米国経済を考える上で

4～6月期GDP二次推計値予想

前期比年率, %, %Pt	一次実績	二次予想
実質 GDP	1.7 ^l	2.4
個人消費	1.8 ^l	1.9
住宅投資	13.4 ^l	12.8
設備投資	4.6 ^l	5.9
在庫投資(寄与度)	(0.4) ^l	(0.2)
政府支出	▲0.4 ^l	▲0.4
純輸出(寄与度)	(▲0.8) ^l	(▲0.1)
輸出	5.4 ^l	7.7
輸入	9.5 ^l	6.8
名目 GDP	2.4 ^l	3.1

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

プラスである。なお、以下で示す暦年見通しには、予め4～6月期の二次推計値予想を加味している。

(3) 2013 年半ばから成長加速

先行きについて、米国経済は2013年上期の低迷から脱し、下期には持ち直しへ向かう可能性が高い。まず、7月までの雇用統計が示すように雇用所得環境の改善が明確化しつつある。消費者マインドは7～9月期に入っても高水準を維持しており、個人消費の伸び加速が期待できる。また、モーゲージ金利上昇の下押しはあるものの、住宅市場は回復基調¹¹を維持し、企業マインドの回復により設備投資もプラス圏を維持する見込みである。政府支出の削減ペース¹²も（均して見れば）徐々に鈍化すると考えられる。但し、海外経済情勢は芳しくないため、輸出の増勢には多くを期待できない。4～6月期の顕著な輸出増加は一時的要因が大きく、実力より上振れしている。

成長率見通しは2013年1.7%、2014年2.4%

以上を踏まえると、2013年7～9月期以降の米国経済は、当社の従来想定どおり、年率2%台半ば程度での成長が予想される。成長率予想は2013年が1.6%、2014年は2.4%である。GDP統計の基準改定の影響により2013年見通しは従来予想の1.7%から0.1%Pt引き下げるが、2014年見通しは従来から変わらない。また、経済成長の加速に伴い、雇用者数が増加、失業率も低下へ向かう。但し、労働参加率が下げ止まりから緩やかな上昇へ向かうため、失業率の低下ペースは緩やかなものにとどまるだろう。失業率は、2013年4～6月期7.5%が、10～12月期に7.3%へ、2014年10～12月期には6.9%へ低下する見込みである。

ディスインフレを脱すも、インフレ率の上昇は緩やか

インフレ率については、成長率の高まりや一時的な押し下げ要因の緩和を受けて、徐々にディスインフレ傾向が和らぐと考えられる。Fedが重視する個人消費支出デフレーター（PCED）は2013年4～6月期の前年比1.1%をボトムに2013年10～12月期1.2%、2014年10～12月期1.7%、コアPCEDも2013年4～6月期1.2%が2013年10～12月期に1.3%、2014年10～12月期は1.8%へ緩やかにではあるが上昇し、FOMCが目指す2%インフレに近づくと考えられる。

(4) 2013 年後半に資産買入縮小を開始

中央銀行である連邦準備制度（Fed）は、2013年中に資産買入の縮小（Tapering）を開始し、2014年半ばまでに概ね完了すると見込まれる。2013年10～12月期の米国経済について、当社予想を

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	2.5	1.8	2.8	1.6	2.4
(Q4/Q4)	2.8	2.0	2.0	2.1	2.4
個人消費	2.0	2.5	2.2	2.0	2.3
住宅投資	▲2.5	0.5	12.9	13.0	8.6
設備投資	2.5	7.6	7.3	3.1	6.2
在庫投資(寄与度)	(1.4)	(▲0.2)	(0.2)	(▲0.0)	(0.1)
政府支出	0.1	▲3.2	▲1.0	▲2.4	▲2.3
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)
輸出	11.5	7.1	3.5	2.3	5.9
輸入	12.8	4.9	2.2	1.4	3.7
名目GDP	3.7	3.8	4.6	3.0	4.0
失業率	9.6	8.9	8.1	7.5	7.0
(Q4)	9.5	8.7	7.8	7.3	6.9
雇用者数(月変化、千人)	85	175	183	200	228
経常収支(10億ドル)	▲449	▲458	▲440	▲426	▲409
(名目GDP比, %)	▲3.0	▲2.9	▲2.7	▲2.5	▲2.4
貯蓄率(%)	5.6	5.7	5.6	4.4	4.3
PCEデフレーター	1.7	2.4	1.8	1.2	1.6
コアPCEデフレーター	1.3	1.4	1.8	1.3	1.6
(Q4/Q4)	1.0	1.8	1.7	1.3	1.8
消費者物価	1.6	3.1	2.1	1.5	1.7
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。

¹¹ モーゲージ金利上昇の影響については7月4日付 Economic Monitor「米住宅市場におけるモーゲージ金利上昇の影響」を参照。）

¹² 7～9月期には、政府支出によるGDP押し下げ幅が拡大すると見込まれる。

FOMC 参加者が 6 月に示した見通し（中央値）と比較すれば、GDP 成長率は当社 2.1%に対し FOMC 2.45%、失業率は 7.3%に対し 7.25%、コア PCE デフレーターは 1.3%に対し、1.25%となる。当社予想通りであれば、GDP 見通しが大幅に下振れするものの、失業率とインフレ率は概ね FOMC 見通しが達成される。

下振れが予想される FOMC の GDP 見通しについて、詳細に見ると、FOMC は 2013 年最終四半期の成長率を前年比 2.3～2.6%、中央値 2.45%と見込んでいる。現在の GDP 一次推計値を前提とした場合、その中央値 2.45%の達成には、7～9 月期と 10～12 月期に共に年率 3.5%の成長が必要になる。なお、二次推計値が当社予想通り 2.4%へ上方修正された場合でも、7～9 月期と 10～12 月期について 3.1%成長を確保する必要がある。つまり、GDP 見通し達成のハードルは極めて高い。

しかし、FOMC は成長率の計数よりも、下期に成長ペースが加速する「方向性」を重視している。見通し下振れについて、記者会見での FRB 議長による説明など何らかの手当ては必要と考えられるが、下期の成長加速見通しを大きく裏切るデータが示されない限り、GDP 見通しの計数下振れが Tapering 開始の妨げにならないだろう。

Tapering 開始のメインシナリオは 9 月 FOMC

以上を踏まえ、当社では、9 月 FOMC において Tapering が開始される可能性が高いと判断している（確率 60%）。但し、8 月雇用統計が大幅な弱含みを見せたり、7 月及び 8 月の物価統計においてデイスインフレの加速が示されるなど、FOMC シナリオに大きく反するデータが示された場合には、データの更なる見極めが必要として Tapering 開始が 10～12 月期にずれ込む可能性もあるだろう。

Tapering 開始後から半年程度、つまりメインシナリオでは 2014 年半ばまでに Fed は資産買入を終了すると考えられる。その後、Fed は出口戦略を本格化する見込みだが、米国経済が引き続き極めて緩和的な金融状況を必要としている点を繰り返し強調しており、初回の FF 金利引き上げは 2015 年半ば以降になる可能性が高い。

2013年6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 2.6	3.0 3.5	2.9 3.6	2.3 2.5
前回見通し	2.3 2.8	2.9 3.4	2.9 3.7	2.3 2.5
失業率	7.2 7.3	6.5 6.8	5.8 6.2	5.2 6.0
前回見通し	7.3 7.5	6.7 7.0	6.0 6.5	5.2 6.0
PCEデフレーター	0.8 1.2	1.4 2.0	1.6 2.0	2.0
前回見通し	1.3 1.7	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.2 1.3	1.5 1.8	1.7 2.0	-
前回見通し	1.5 1.6	1.7 2.0	1.8 2.1	-

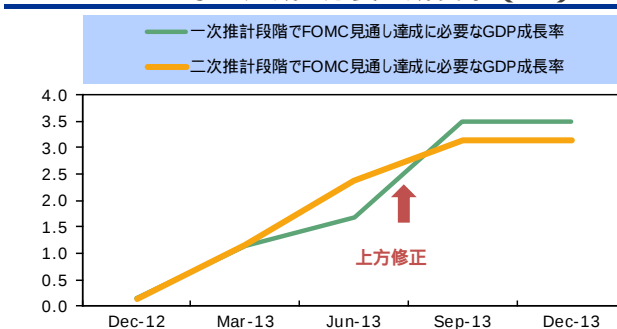
(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	3	14	1
前回見通し	1	4	13	1

(出所) FRB

FOMC予想達成に必要な成長率(%)



(出所) Fed

4. 経済動向分析

(1) 雇用者数の増加基調は明確

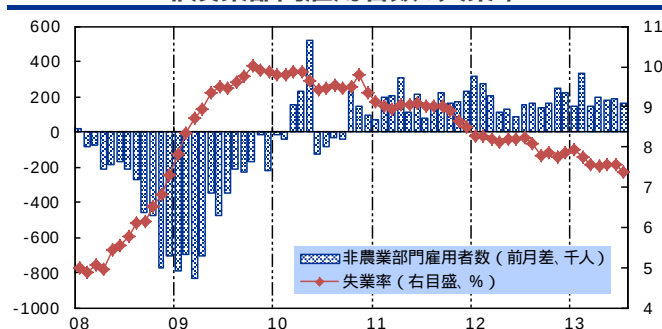
7月の非農業部門雇用者（NFP：Nonfarm Payroll Employment）は前月差 16.2 万人となり、6月の 18.8 万人増加から減速した。遡及修正により過去データも計 2.6 万人下方修正されているが、6ヶ月平均で見るとNFPは月当たり 20.0 万人増加（6月 19.8 万人）を維持しており、堅調推移は変わらない。また、家計調査から算出される失業率は 7.4%（6月 7.6%）と 2008 年 12 月以来の水準へ低下した。労働市場への参加度合いを示す労働力率（労働力人口/生産年齢人口）が 63.40%（6月 63.46%）へ低下した影響は含まれるものの、（NFPではなく家計調査ベース¹³の）雇用者数は前月差 22.7 万人と増加しており、雇用増加による「良い失業率低下」の割合が過半と評価できる¹⁴。なお、6月急回復の反動もあり、7月の賃金情勢は低調だったが、回復基調が崩れた訳ではない。

雇用回復については、様々な観点から把握すべきである。雇用者数や失業率の変動のみならず、長期失業者の高止まりやパートタイム労働者比率の上昇という問題も、スキルや生産性の低下という観点から米国経済の将来を左右するため、重要な問題と言える。ただ、未だ雇用者数が金融危機前の水準を回復していない点に鑑みれば、構造問題に分類される種々の議論は労働需要が更に持ち直してからの話である。そのため、当面の米国経済においては、雇用者数が安定的に回復しているのか否かを見極めるのが肝要であり、故に中央銀行も雇用者数や失業率の動向を最重視している。

雇用回復の判断の本丸となる雇用者数について、雇用統計は様々な尺度を提供している。NFPが代表的だが、家計調査に基づく雇用者数¹⁵もある。

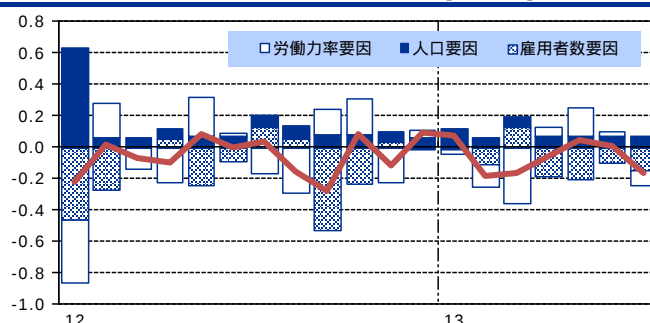
家計調査に基づく雇用者数は自営業者も含む点など¹⁶においてNFPと異なるが、統計の公表元である労働省（DOL：Department of Labor）は概念をNFPに揃えたデータ（事業所調査概念）も参考値として公表している。いずれも完全なデータではないため、組み合わせて雇用情勢を把握するのが妥当と言える。なお、家計調査はサンプルの関係か

非農業部門雇用者数と失業率



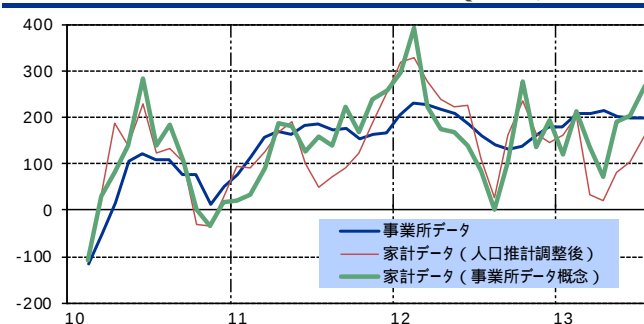
(出所) U.S. Department of Labor

失業率前月差の要因分解（%Pt）



(出所) U.S. Department of Labor

概念による雇用者数の違い6ヶ月平均（千人、前月差）



(出所) U.S. Department of Labor

¹³ NFP は事業所データから、失業率は家計調査から算出される。

¹⁴ 当社分析では、失業率変化 ▲ 0.167%Pt に対し、雇用者数寄与 ▲ 0.146%Pt、人口寄与 + 0.077%Pt、労働力率寄与 ▲ 0.099%Pt。

¹⁵ 人口推計の改訂による影響を除いたベースのデータを用いており、公表数値とは異なる。

¹⁶ 他に職（給与支払）で雇用者数をカウントするのか、人でカウントするのかの違いもある。

ら振れが大きい、NFP以上に均して見る必要がある。

NFPは既に述べたように 6 ヶ月平均が前月差 20.0 万人、3 ヶ月平均は遡及しての下方修正もあり 17.5 万人だった。一方、家計調査は 6 ヶ月平均が 16.1 万人と低い、3 ヶ月平均は 23.5 万人であり足元で明確に持ち直している。また、事業所調査概念の家計調査が 6 ヶ月平均 26.9 万人、3 ヶ月平均 24.3 万人とより堅調である点を踏まえると、概念の違いが家計調査が 6 ヶ月平均で弱めとなっている原因と推測される¹⁷。以上を踏まえれば、NFP以外でも雇用者数の増加基調は十分に確認できると言える。

なお、雇用情勢を示す最も速報性の高い指標である新規失業保険申請件数は、8 月 10 日週に 32 万件と 2007 年以來の水準まで減少した。3 週連続で 34 万件を下回り、7 月までの 34～35 万件でのレンジ推移から、明確に改善している。新規失業保険申請件数の減少は、雇用情勢全体の改善が 8 月以降に加速する可能性を示唆するものである。

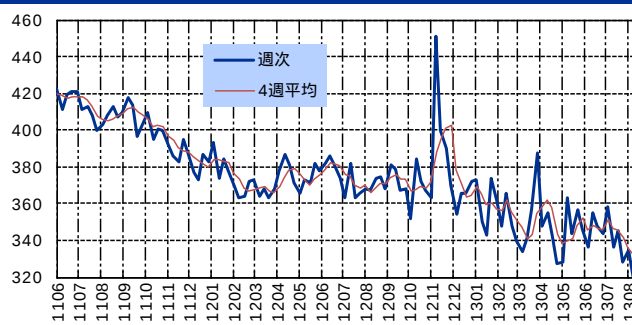
(2) 7 月の個人消費は好スタート

4～6 月期の個人消費支出は前期比年率 1.8%となり、1～3 月期の 2.3%から減速した。しかし、4～6 月期の伸び低下は、気温低下により 1～3 月期に膨らんでいた電気代などエネルギーサービス支出が剥落した影響が大きい。エネルギーサービス支出を除けば、個人消費支出は 1～3 月期 1.4%が 4～6 月期に 1.9%へ寧ろ加速しており、基調は上向きである。

7～9 月期に入っても、個人消費は好調さを維持している。7 月小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は前月比 0.2%と 4 ヶ月連続で増加した。6 月 0.6%から減速しているが、その 6 月が 0.4%から 0.6%へ、4～6 月期も前期比年率 3.3%から 3.5%へ上方修正されており、7～9 月期の出だしとして悪い内容ではない。

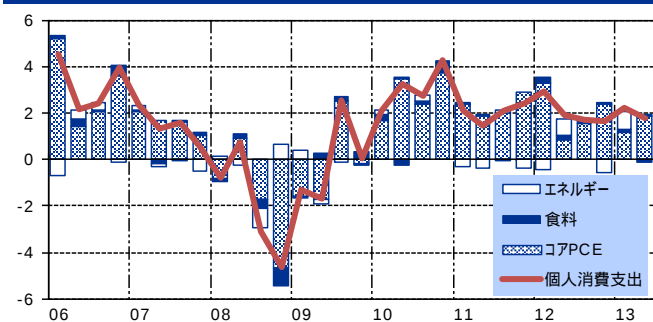
寧ろ、7 月に内容は好転している。4～6 月期は自動車販売が前期比年率 14.2%と大幅に増加する一方、いわゆるコア売上高（除く自動車・建設資材・ガソリンスタンド）は 2.4%と今一つの内容にとどまった。しかし、7 月は、6 月急増の反動もあり自動車販売が前月比 ▲1.0%（6 月 2.9%）と 4 ヶ月ぶりに減少したものの、逆にコア売上高は

新規失業保険申請件数の推移（季調値、千人）



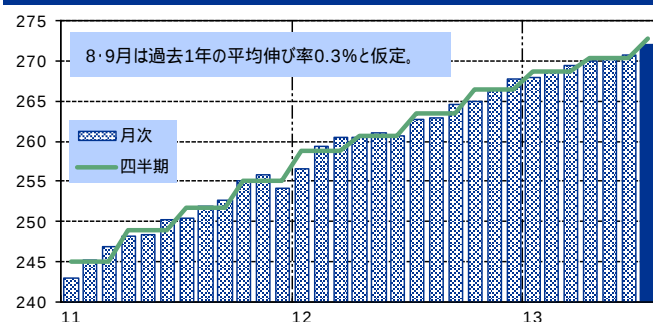
（出所）U.S. Department of Labor

実質消費支出の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. BEA

コア小売売上高の推移と試算（10億ドル）



（出所）Department of Commerce

¹⁷ 具体的には 3 月に前月差 ▲20.6 万人と落ち込んだ影響が大きい。強制歳出削減が影響した可能性がある。

0.5%（6月0.2%）へと増勢を明確に強めている。

8・9月に過去1年の売上高の平均伸び率¹⁸を仮定した場合、7～9月期のコア売上高は前期比年率3.8%（4～6月期2.4%）へ、小売売上高全体も5.0%（4～6月期3.5%）へ伸びが加速する。7～9月期の小売売上高、つまり個人消費支出は、雇用所得環境の改善に支えられて、好スタートを切ったと判断できる。

(3) モーゲージ金利上昇に負けず

モーゲージ金利の上昇という逆風に晒されつつあるが、住宅市場は回復を続けている。住宅デベロッパーの景況感を示すNAHB住宅市場指数（中立50）が5月44から、6月51、7月56、8月59と急上昇した点が象徴するように、足元ではモーゲージ金利の上昇は駆け込み需要を誘発し、寧ろ住宅市場を押し上げている。今後は、金利上昇が住宅ローン負担の拡大を通じて家計の住宅取得能力を押し下げ、住宅市場に対してマイナスに寄与する見込みである。

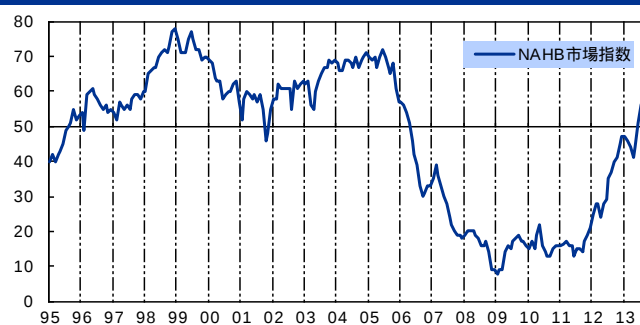
しかし、雇用所得環境の改善と住宅価格の上昇が続く下で、モーゲージ金利の上昇だけで住宅市場の回復が頓挫するとは考えられない。ややペースを落としつつも、住宅市場の回復は2014年にかけて継続する見込みである。

(4) 輸出急増は一時的

4～6月期にGDPベースの輸出は前期比年率5.4%（1～3月期▲1.3%）と極めて高い伸びを示した。しかし、4～6月期の輸出急増は一時的要因による影響が大きいと考えられる。財別にみると、4～6月期は航空機関連、自動車関連、消費財（除く自動車）の三つの寄与が過半を占めている。

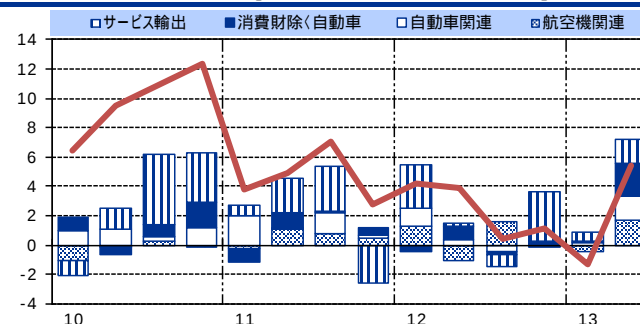
最も押し上げ寄与が大きいのは消費財であり、4～6月期に27.1%増加し、輸出全体を2.2%Ptも押し上げた。貿易統計によると、消費財輸出増加分の過半は宝飾品であり、一時的な動きと考えられる。また、航空機関連も前期比年率43.0%（1～3月期▲10.4%）と急増し、輸出全体を1.7%Pt押し上げたが、言うまでもなくボーイング社の納入に多くを依存しており、極めてボラタイルである。4～6月期に自動車関連は24.8%（1～3月期3.2%）と2011年以来の伸びを示した。他の二つと異なり、車種別の生産拠点棲み分けが進む下で、米国からの自動車輸出の増勢が続く可能性はある

住宅デベロッパーの景況感（NAHB市場指数、中立=50）



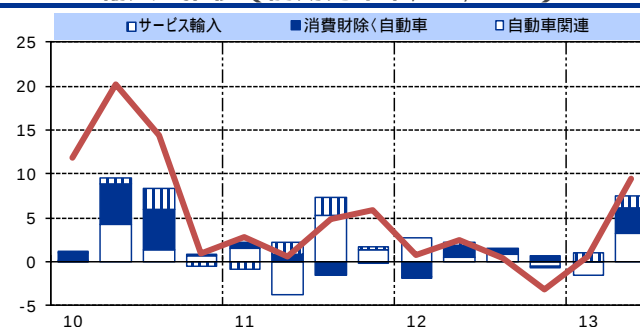
(出所) NAHB

輸出の推移（前期比年率、%、%Pt）



(出所) U.S. BEA

輸入の推移（前期比年率、%、%Pt）



(出所) U.S. BEA

¹⁸ 仮定した伸びは、コア売上高について前月比0.29%、小売売上高全体について0.4%。

だろう。しかし、以下で述べる自動車輸入の増加も示すように、ドル高円安により、価格面では米国生産車の輸出競争力は低下している。

輸入は4～6月期に前期比年率9.5%（1～3月期0.6%）と急加速し、輸出を上回る伸びを示した。内訳を見ると、自動車関連が前期比年率31.4%（1～3月期▲12.1%）、耐久消費財（除く自動車）も29.6%（1～3月期▲6.8%）と大幅に増加、二つだけで輸入全体を6.1%Ptも押し上げている。こうした自動車や耐久消費財の輸入増加は、米国内の個人消費の堅調推移を基本的な背景とするものの、ドル高の影響も大きい。自動車関連の輸入デフレーターを見ると、4～6月期に急低下しており、日本メーカーがドル高円安を原資に、日本生産車の米国向け輸出価格、つまり米国の輸入価格を引き下げ、販売増加（輸出拡大）を図ったことが読み取れる。実際、4～6月期に米国市場において、日本メーカーの輸入車販売が拡大している。

(5) 企業景況感が上向くも生産低迷

代表的な景況感指標であるISM指数（中立50）は、7月に製造業が55.4と6月50.9から4.5Ptの大幅上昇を示し2011年以来の高水準に達した。非製造業も6月52.2が7月は56.0と大幅に上昇している。内訳を見ても、製造業と非製造業共に先行性の高い新規受注指数が上昇、先行きも企業景況感の改善が続く旨が示唆されており、2013年後半の米国経済加速見通しと整合的である。

こうした景況感指数の上昇に反して、7月の鉱工業生産は前月比0.0%（6月0.2%）と横ばいにとどまり、製造業に限れば▲0.1%（6月0.2%）と僅かだが減少した。自動車及び部品が▲1.7%（6月1.2%）と大きく落ち込み、製造業全体を0.1%Pt押し下げている。実体指標で見れば、7～9月期の製造業活動は低調に始まったと言える。

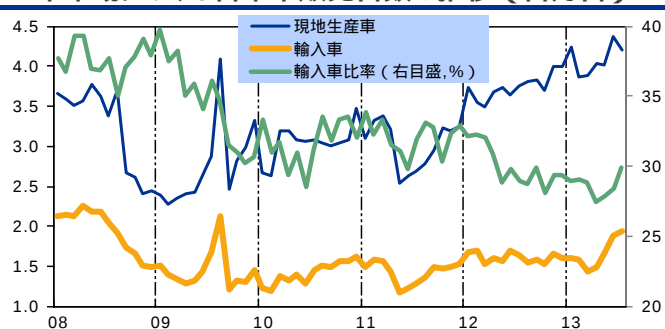
但し、製造業全体の足を引っ張った自動車生産の減少は、新車販売の好調や自動車メーカーによる夏季休業短縮の動きに照らし、強い違和感を覚える内容である。そのため、8月は自動車生産が急反発する可能性が高いと考えられる。また、上述したISM指数の上昇や小売売上高の堅調推移が示す個人消費の拡大を踏まえれば、製造業全体の生産

輸入デフレーター推移（2009=100）



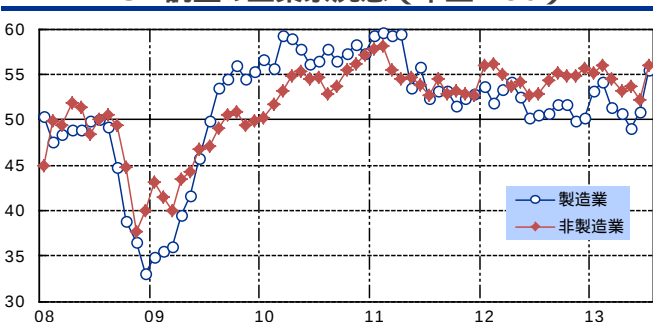
(出所) U.S. BEA

米市場における日本車販売台数の推移（百万台）



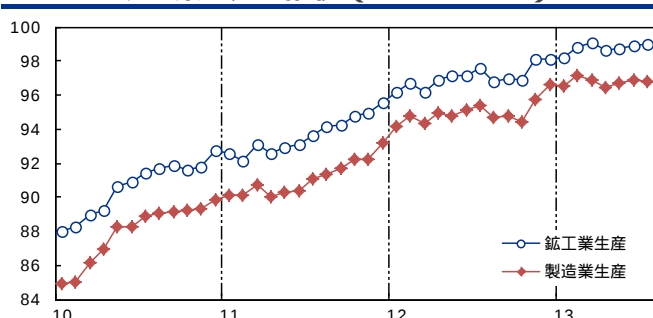
(出所) BEA, Bloomberg

ISM調査の企業景況感（中立=50）



(出所) Institute for Supply Management

鉱工業生産の推移（2007=100）



(出所) Fed

低迷が長期化するとは考えにくい。

(6) 財政赤字は縮小一服

連邦政府の財政赤字は 7 月に縮小傾向が一服した。景気回復と年初からの増税を映じて、歳入は前年を上回る状況が続いたものの、歳出が 4～6 月期の前年比 ▲9.6% から 7 月は 17.1% と増加に転じたためである。もちろん、会計年度（10 月～9 月）の累計ベースでは財政収支は縮小傾向が続き、昨年 10 月から今年 7 月まで 10 ヶ月間の累計赤字額は 6,074 億ドルと前年同月から 3,664 億ドルも減少している。

なお、7 月に見られた歳出の増加は、GDP 成長率を考える上では、政府支出¹⁹の拡大を意味し、成長率を押し上げることになる。GDP 統計上は 4～6 月期に一旦止まった国防支出の削減が 7～9 月期から再開され、政府支出全体の削減ペースも 7～9 月期に再び加速する見込みである。ただ、7 月の財政統計が示した歳出拡大は、7～9 月期の財政支出削減が限定的となる可能性を示唆している。

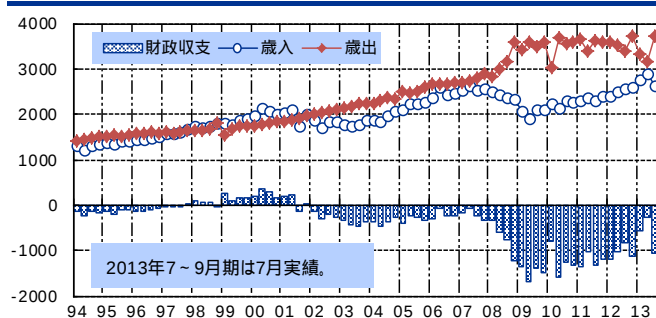
なお、既に米国連邦政府は法定債務上限²⁰に達しており、財務省は追加的な資金調達ができない状況にある。非常手段によるやり繰りで 10～11 月頃までは連邦政府の資金繰りに支障は生じない見込みだが、今後、議会では債務上限の再引き上げを巡る議論が再び活発化すると考えられる。野党である共和党は、上限引き上げ問題を再び駆け引きの材料にすると考えられるが、財政状況が既に大きく改善していることに鑑みれば、経済的のみならず政治的な観点においても財政問題の重要度は低下しており、共和党側が折れる以外の選択肢はないだろう。

(7) ディスインフレ加速は回避

7 月の消費者物価指数（CPI）は、ヘッドライン（日本で言う総合に相当）が前月比 0.2%（6 月 0.5%）、食料及びエネルギーを除いたコア CPI も 0.2%（6 月 0.2%）と共に上昇した。また、前年比で見ても、CPI が 2.0%（6 月 1.8%）、コア CPI は 1.7%（6 月 1.6%）へ伸びが高まっている。

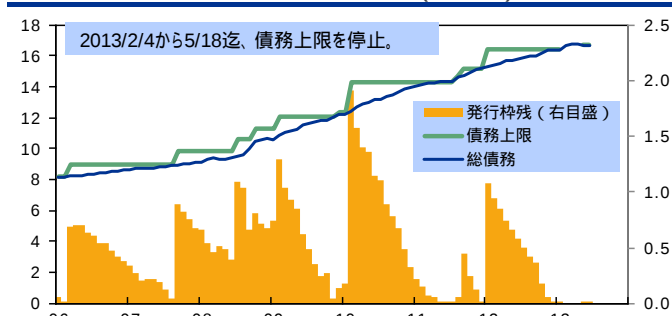
コア CPI 以外の動きを見ると、食料が前月比 0.1%（6 月 0.2%）とほぼ横ばいにとどまり、エネルギーもガソリン価格の安定と電気・ガス料金下落により前月比 0.2%（6 月 3.4%）とごく僅かな上

連邦財政収支の推移（季調値、年率、四半期、10 億ドル）



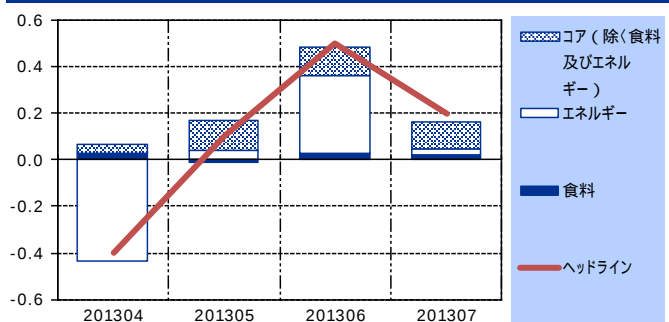
(出所) US Financial Management Service

連邦債務残高と上限（兆ドル）



(出所) Department of Treasury

CPI 寄与度分解（前月比、%）



(出所) US BLS

¹⁹ 移転支出等も含まれるため、全てが GDP ベースでカウントされる訳ではない。

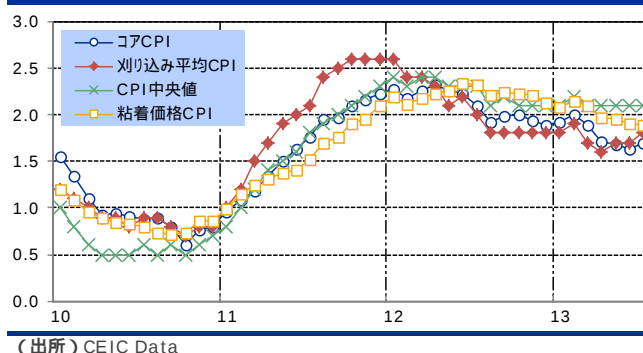
²⁰ 厳密には 2 月に上限に達していたが、5 月まで上限自体が停止されていた。5 月の上限復活により即座に上限に達した。

昇だった。食料とエネルギーのヘッドライン CPI に対する寄与度はともに 0.02%Pt である（合計 0.04%Pt）。

コア CPI の構成品目では、家具・家庭用品の下落と衣料品の上昇が打ち消し合い、財価格が横ばい、サービス価格は 3 ヶ月連続で 0.2%（6 月 0.2%）の上昇と安定的に推移した。住居関連サービスが引き続き上昇したほか、強制歳出削減の影響で 4～5 月に下落していた医療サービス価格が 6 月以降は再び上昇基調に復したことも、サービス価格の上昇に寄与している。

インフレのトレンド指標（12 ヶ月前比）を見ると、刈り込み平均 CPI が 1.8%（6 月 1.7%）へ伸びを高め、ボトム of 4 月 1.6%からは 0.2%の上昇、CPI 中央値は 2.1%で 5 ヶ月変わらず、粘着価格 CPI は 1.9%（6 月 1.9%）で 5 月から変わらずだが 2012 年以降のボトム水準で推移している。統一感のないまちまちの内容であるが、ヘッドライン CPI 及びコア CPI の前年比がプラス幅を拡大している点も勘案すれば、少なくとも米国経済において更なるデフレーションの進行は回避できていると判断される。

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）



【米国主要経済指標】

	Q3-12	Q4-12	Q1-13	Q2-13				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	4.9	1.6	2.8	2.4				
実質GDP	2.8	0.1	1.1	1.7				
個人消費	1.7	1.7	2.3	1.8				
住宅投資	14.2	19.8	12.5	13.4				
設備投資	0.3	9.8	▲4.6	4.6				
政府支出	3.5	▲6.5	▲4.2	▲0.4				
輸出	0.4	1.1	▲1.3	5.4				
輸入	0.5	▲3.1	0.6	9.5				
経常収支(10億ドル)	▲107	▲102	▲106					
名目GDP比(%)	▲2.6	▲2.5	▲2.6					
	Q3-12	Q4-12	Q1-13	Q2-13	Apr-13	May-13	Jun-13	Jul-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	0.3	9.9	▲7.8	2.7	▲0.1	0.3	0.2	
消費者信頼感	65.0	70.4	62.8	75.1	69.0	74.3	82.1	80.3
小売売上高	5.1	5.9	4.2	3.5	0.2	0.5	0.6	0.2
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.3	4.5	3.5	2.4	0.2	0.1	0.2	0.5
鉱工業生産	0.3	2.5	4.1	0.3	▲0.4	0.0	0.2	0.0
住宅着工件数(年率換算、千件)	781	896	957	872	852	919	846	896
中古住宅販売戸数	22.0	13.9	3.9	10.1	0.6	3.4	▲1.2	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	5.4	4.5	4.7	5.2	5.2	5.0	5.2	
非国防資本財受注(除く航空機)	▲19.6	13.8	21.4	8.3	1.2	2.1	0.9	
民間非居住建設支出	11.1	27.3	▲31.4	11.1	2.2	0.6	▲0.9	
貿易収支(10億ドル)	▲129	▲127	▲124	▲118	▲40	▲44	▲34	
実質財収支(10億ドル、2009年基準)	▲148	▲147	▲144	▲142	▲47	▲52	▲43	
実質財輸出	▲1.8	▲3.2	1.4	10.7	2.1	0.0	3.2	
実質財輸入	0.5	▲2.7	▲1.8	6.2	3.1	2.9	▲3.0	
ISM製造業指数(四半期は平均)	50.9	50.6	52.9	50.2	50.7	49.0	50.9	55.4
ISM非製造業指数(四半期は平均)	54.1	55.1	55.2	53.0	53.1	53.7	52.2	56.0
失業率(%)	8.0	7.8	7.7	7.5	7.5	7.6	7.6	7.4
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	152	209	207	188	199	176	188	162
民間雇用者数(前月差、千人)	142	232	212	190	188	187	196	161
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	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	1.9
消費者物価(前年比、%)	1.7	1.9	1.7	1.4	1.1	1.4	1.8	2.0
コア消費者物価(前年比、%)	2.0	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7
PCEデフレーター(前年比、%)	1.6	1.7	1.4	1.1	0.9	1.1	1.3	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.8	1.7	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	
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	0.26	0.26	0.33	0.23	0.25	0.33	0.34
10年債利回り(%)	1.72	1.72	1.96	2.30	1.76	1.93	2.30	2.58
名目実効為替レート(1997/1=100)	99.2	99.0	100.7	101.6	100.3	100.8	101.6	102.2
ダウ工業株30種平均	13437	13104	14579	14910	14840	15116	14910	15500
S&P500株価指数	1441	1426	1569	1606	1598	1631	1606	1686

(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。