

～海外情報～

2011年9月20日 全14頁

米経済見通し 財政・金融政策への期待

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

オバマ大統領のこだわりによって、バーナンキ議長の負担が増す

[要約]

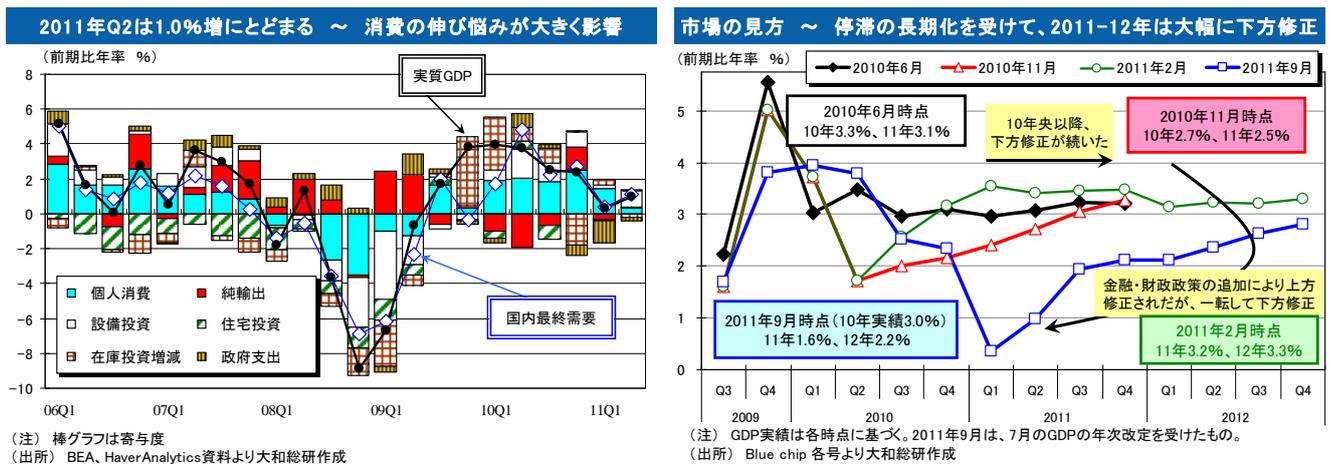
- 2011年前半の経済成長率が前期比年率1.0%増にとどまったことに加えて、足もとの足踏み状態を受けて、景気見通しの下方修正の流れが止まらない。プラス成長が続くというシナリオは変わらないものの、2011年後半から2012年にかけての回復ペースが一段と緩慢になっている。
- 株価の大幅下落など金融市場の混乱を受けて、消費者や企業経営者のマインドが大幅に悪化した。直近のデータをみても、完全に下げ止まったと判断するのは時期尚早であろう。マインドの変化が実際の行動にどのように反映されるかが焦点になっているが、消費・雇用関連は横ばい状態であるのに対して、企業の生産活動は堅調で、企業向けの融資残高も増加している。
- 経済の閉塞状況に対して、財政・金融政策への期待が高まっている。来年の再選を念頭に置くオバマ大統領は、雇用創出をメインにした経済対策を発表した。減税中心の大規模な短期措置だが、問題は成立するか。オバマ大統領がその財源を長期の財政赤字削減策のなかに盛り込んでしまったために、増税反対の共和党と妥協できるかはかなり不透明と言わざるを得ない。仮に妥協するにしても時間がかかろう。自然と、金融政策・バーナンキ議長への期待や負担が増すことに。

下方修正される景気見通し

金融市場の大幅な調整が始まって約2ヶ月が経過するが、景気見通しの下方修正が続いている。2011年前半の成長率が年率1.0%増にとどまったことが主因であるが¹、実績の影響を受けない2012年の成長率予想までも大きく引き下げられている。景気減速が、サプライチェーンの混乱や、食品やエネルギーの価格上昇が消費者の購買力や支出を減衰させるといった一時的要因だけでは説明できず、仮にそれらが解消されたとしても、景気浮揚効果は小さいということになる。

¹ なお、2011年Q2実質GDP成長率（第2次推計値）は前期比年率1.0%増と、第1次推計の1.3%増から下方修正された。これで、2011年前半の成長率は前期比年率1.0%増の低成長にとどまったことになる。下方修正の主因は、純輸出の寄与度が当初の0.58%ポイントから0.09%ポイントに縮小したため。輸出の伸び率が当初の6.0%増から3.1%増に鈍化する一方、輸入の伸び率が1.3%増から1.9%増に拡大し、輸出入両面で寄与度を下げる格好になった。また、在庫投資増減の寄与度が当初の0.18ポイントから▲0.23%ポイントとマイナスに転じた。このように、第1次推計段階では未確定部分を含んでいた外需と在庫要因が主な引き下げ要因だった。一方、上方修正要因としては、設備投資が当初の6.3%増から9.9%増に拡大。構築物投資の伸びが15.7%増と2007年Q3以来の高い伸びになっており、なかでも、当初はマイナスだった商業施設・ヘルスケア関連が14四半期ぶりにプラスに転じた。また、個人消費は当初の0.1%増から0.4%増に上方修正。耐久財は自動車を中心に下方修正されたが、非耐久財（アパレルや食品）やサービス（金融サービス、ヘルスケア、外食・ホテル等）の引き上げられた分が上回った。このように、GDP成長率全体では下方修正されたものの、在庫要因を除いた最終需要は当初の1.1%増から1.2%増に、外需と在庫要因を除いた国内最終需要は0.5%増から1.1%増に、さらに、国内最終需要から政府支出を除いた民間需要は0.9%増から1.6%増と、それぞれ上方修正されている。低成長であるという評価は変わらないが、第1次推計段階よりは少しマシになったというのが正しい見方であろう。

大雑把に市場コンセンサス（Blue Chip 調査）をみれば、7月時点では2011年前半は2%成長に減速するものの、年後半そして2012年は3%成長で推移すると想定していたが、Q2のGDP発表を受けて、年後半は2%台前半、そして2012年前半は2.5%前後、年後半は3%弱という見通しに変化した。さらに、直近9月時点では、年後半は2%前後、2012年前半は2%台前半、後半も2%台後半と予想されており、一段と緩慢な回復ペースになっている（プラス成長が続くというメインシナリオは変わらないが）。この結果、2011年全体の成長率は1.6%、2012年は2.2%と見込まれており、年初に比べてそれぞれ1.5%ポイント、1.0%ポイントずつ引き下げられている。



足もとの経済状況 ～ 消費、雇用環境と もに横ばい状態

前回の見通しで指摘したように、7月の経済指標は景気が比較的底堅く推移していることを示していた。しかし、7月後半から8月前半にかけての一連の金融市場の混乱を受けて、消費者や企業経営者のマインドは大幅に悪化した。それが実際の生産活動や支出行動にどのような形で顕在化するかが、今後のポイントになる。

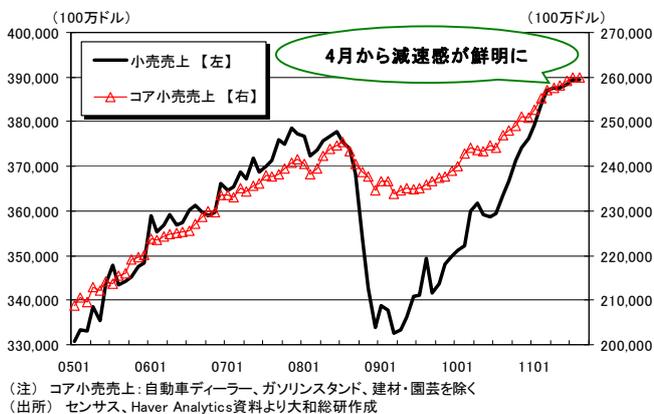
まず、個人消費に関して、8月の小売売上は前月比横ばいとなり、市場予想0.2%増を下回る結果になった。合わせて過去2か月分が下方修正された点を考慮すると（6月は0.3%増から0.2%増に、7月は0.5%増から0.3%増）、やはり低迷しているという評価になろう。4月以降、小売売上の動きはペースダウンしているが、特に8月は上記のように買い手の心理が冷え込み支出は抑制されている。ただ、2008-09年のリセッション時や2010年年央にみられたような、支出マイナスという状況はまだ回避されている。

8月の中身をみると、最も足を引っ張ったセクターは雑貨であり、前月比2.2%減と5ヶ月ぶりに減少した（寄与度▲0.06%ポイント）。また、6～7月と小売売上を押し上げた自動車・部品は0.3%減と3ヶ月ぶりに減少（同▲0.05%ポイント）。8月の自動車販売が年率1210万台（前月比0.9%減）と小幅ながらも減少したことを反映。一方、7月の売上を最も押し上げたガソリンスタンドは0.3%増（同+0.04%ポイント）と2ヶ月連続で増加したが、7月の0.9%増から鈍化。ガソリンの小売価格は原油価格の変化に比べて値下がりが限定的であり、消費量の増加がガソリンスタンドの売上を支えている。ただ、EIAの見通しによると、年末から来年にかけての原油価格は100ドル割れが想定されており、2012年の平均価格は95ドルと4月時点の見通しよりも20ドルも引き下げられている。それに比べると、ガソリン価格の想定は約3.5ドルであり、4月時点（3.8ドル）からは1割弱の下

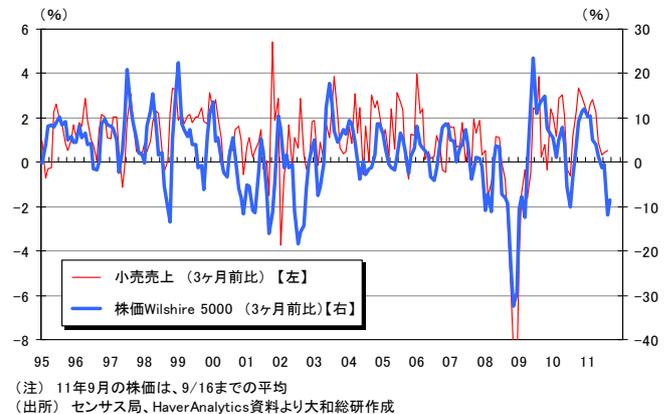
方修正にすぎない。直近（EIA 9月19日発表）でも3.601ドル/ガロンと高止まっております、前年水準を約3割上回っている。

それ以外のセクターをみると、アパレルが前月比0.7%減、外食が0.3%減とともに2ヶ月連続で減少し、家具も0.2%減と再びマイナスに。対照的にプラスだったセクターは、スポーツ・娯楽等（2.4%増）や飲食料品（0.3%増）、オンライン取引や宅配などの無店舗販売（0.5%増）、家電（0.5%増）等となっている。前月のマイナスからプラスに転じたスポーツ・娯楽等や建材・園芸、あるいは無店舗販売を除くと、総合小売などのように前月よりも増加率が減速している。また、GDPにおける個人消費の基礎統計であるガソリンスタンド、自動車ディーラーと建材・園芸を除いた小売売上高も0.05%増と6月の0.4%増、7月の0.25%増から鈍化し、今年に入ってから最も低い伸び率にとどまっている。

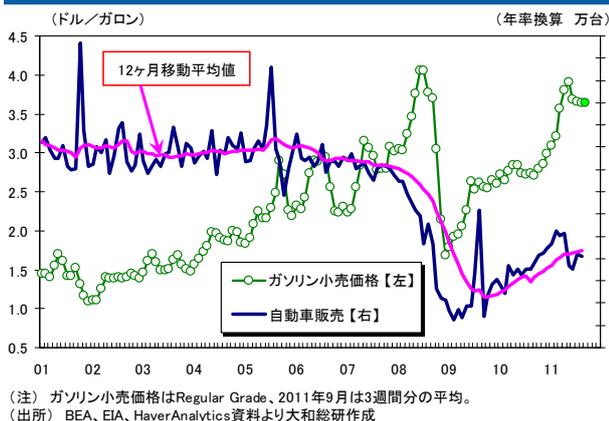
8月の小売売上は横ばいと前月から減速 ～ コアも変わらず



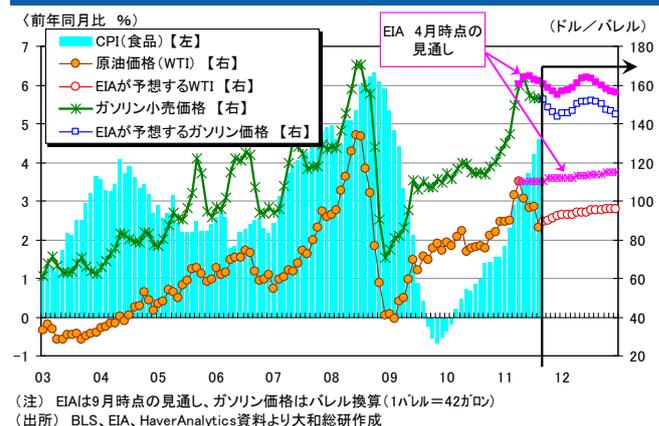
株価の変化に左右される消費 ～ 影響が懸念される7月下旬から急落



8月新車販売は年率1210万台とほぼ横ばい ～ ガソリンは高止まり



高止まるエネルギー価格 ～ 但し、足もとは下方修正される



先行き懸念を高める
雇用環境 ～ 8月の
民間部門は1.7万人増

次に、個人消費の原資である雇用・所得環境をみると、8月の非農業雇用者数は前月差ゼロ、つまり雇用者が前月から全く増えず、市場予想6.8万人増を大きく下回った²。マイナスは回避されたが、2010年10月から増加基調がストップしたことになる。さらに、過去2ヶ月分が政府部門を中心に5.8万人分も下方修正された。注目される民間部門の雇用者数は1.7万人増と18ヶ月連続で増加したが、

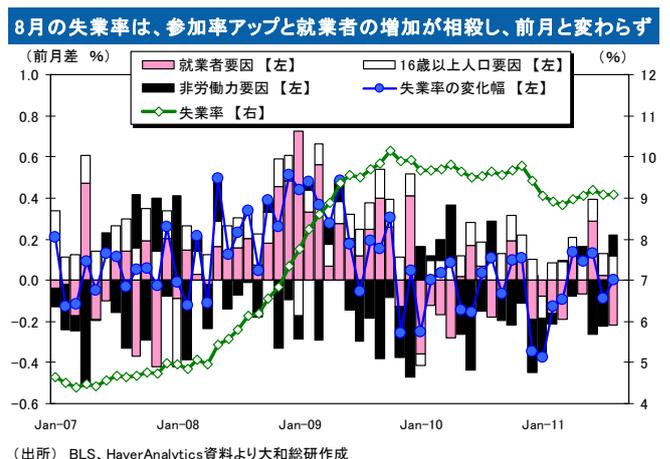
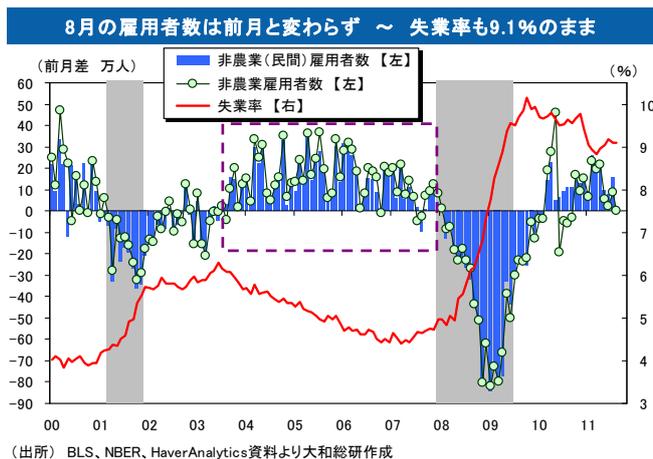
² 詳細は、拙稿 海外情報「米国の雇用拡大ペースは、再び大幅に減速」 2011年9月5日を参照。

7月の15.6万人増から急ブレーキがかかった格好であり、市場予想9.5万人増を大きく下回った（過去1年半では最小の増加幅）。8月の場合、大手通信会社で発生したストライキの影響で雇用者数が4.5万人分下ブレしたという一時的要因が挙げられる（なお、8月7日に発生した同ストライキは8月22日に収束しており、9月の雇用統計では上ブレ要因に）。だが、4.5万人分を合わせても予想に届かず、雇用環境の悪化が懸念された5～6月の平均8.7万人増を下回る。今年前半（1～4月）の平均増加ペース20.4万人増から、後半（5～8月）は8.7万人増に大きく減速している。

政府部門の減少が止まらない状況は変わらないほか、民間部門では、ストライキの影響を受けた情報以外にも、7月好調だった製造業や小売が久しぶりにマイナスに転じたことが響くなど、生産やサービスの両セクターで広範囲にわたって雇用創出力が限定的であった。また、雇用者数以外でも、労働時間や時間当たり賃金が前月水準を下回るなどネガティブな材料がみられる。

なお、政府部門は前月差1.7万人減となり、7月の7.1万人減からマイナス幅が大きく縮小したが、これを額面通りに受け取ることは難しい。8月に入って、ミネソタ州で発生した一時的なマイナス要因が解消されて約2.2万人が職場復帰したにもかかわらず、州政府全体では0.5万人増にとどまった。特殊要因を考慮すると、むしろ8月に入って州政府のマイナス幅は拡大したことになる。

民間サービス部門をみると、リセッションの時期を含めて概ね増え続けている教育・健康サービスが3.4万人増と7月の4.6万人増からやや縮小したものの、堅調なペースで推移している。また、専門・企業向けサービスも2.8万人増と7月と同じペースで拡大。逆に、最も足を引っ張ったのが情報だが、特殊要因を考慮すると1万人未満の小動きが維持されており、ここもとの鈍化の主要因とはいえない。7月からの変化幅という点では、小売が7月の2.64万人増から0.78万人減と5ヶ月ぶりに減少しており、全体の雇用拡大にブレーキをかけている。



失業率は9.1%で変わらず ～ 解釈を難しくする家計調査の内容

8月の失業率は9.09%と7月とほとんど変わらず（厳密には0.002%ポイントの上昇）、市場の予想通りの結果になった。失業率の変化を要因分解すると、過去2ヶ月間失業率を大幅に抑制していた非労働力要因が0.10%ポイントの押し上げ要因に転じた。これは、8月の労働参加率（＝労働力人口／16歳以上人口）が64.03%に上昇したため。また、人口が増えている米国の場合（16歳以上人口が20.1万人

増加)、仮に失業率を横ばいに維持するだけでも一定幅の就業者の増加が必要になり、それが失業率の 0.12%ポイントの押し上げに相当する。このように、3ヶ月ぶりに労働市場への参入がみられたにもかかわらず、失業率が横ばいだったのは、参入者を大幅に上回る就業者の増加(前月差 33.1 万人増)がみられたことに他ならない(就業者要因が失業率を 0.22%ポイント押し下げる要因になっている)。従って、6~7 月の複雑な解釈に比べると、単純に就業者が増えた点をポジティブな要素として評価できよう。

このような雇用環境の足踏み状態は、企業側の採用に対する慎重な姿勢の表れであり、賃金など待遇の条件を大幅に引き上げてまで積極的に人材を確保する必要に迫られていない。企業側優位の労働市場は今後も続くだろう。一方、2008~09 年の金融危機の際に大規模な人員削減を実施したばかり(しかもその後の雇用増加幅は限定的)の企業が、足もとでリストラ圧力を急激に高めているとはいえない。例えば、企業が発表する人員削減計画に関する Challenger, Gray & Christmas 社の調査によると、8 月は約 5.1 万件と前月から 23%減少しており、過去の推移と比較してもまだ低水準である(2008~09 年は月平均 10.5 万件)。

企業のマインドの一段の悪化は回避されたが ~ ISMは予想を上回る

8 月の ISM 製造業景況感指数は 50.6%と 7 月実績(50.9%)から 0.3%ポイントとわずかだが低下し、2009 年 7 月以来の低水準に。5 月あるいは 7 月の大幅な低下に比べると小さな変化でとどまったが、2010 年夏場の二番底懸念があった水準を大きく下回り、50 超となっているこの 2 年余りでは最も低い水準である点は間違いない。ISM は、生産と新規受注の 50 割れを指摘したうえで、“全体のセンチメントが懸念材料の一つであり、少なくとも短期的には、顧客の自信や注文する意欲に影響を及ぼす国内外の経済状況を警戒”とコメントしている。

構成項目 5 つのうち最もマイナスに寄与したのが生産であり、2009 年 5 月以来の 50 割れとなった。逆に、在庫が 2ヶ月ぶりに 50 超となり、プラスに寄与した。今年に入ってから 50 を挟んで上下に変動しており、一方的に在庫が積み上がっているとはみられないが、ここもとの受注や生産の落ち込みを反映して意図せざる形で在庫が積み上がっていくか注視する必要がある。5 項目すべてがマイナスに寄与した 7 月とはやや局面が変化した。生産の落ち込みを在庫がある程度カバーした結果、全体の低下幅が限定的に。さらに、先行性のある新規受注が依然として 50 を下回っていることから、完全な下げ止まりとは言い切れないだろう。業種別にみると、好調不調の色分け、いわゆる二極化が進んでいる。

また、ISM 非製造業景況感指数は 53.3%と前月から 0.6%ポイント、3ヶ月ぶりに上昇した。非製造業は底堅く、ここ 5ヶ月間ほぼ横ばい状態である。ただ、2009 年後半以降の改善ペースが製造業よりも遅かった点や 2011 年に入ってから調整もやや早かった点を考慮すると、全般的にサービスセクターの景況感は弱いまま。ISM は、“企業のコメントはまちまち。今年の残りのビジネス環境に関する懸念がある程度ある”と指摘。中身を見ると、新規受注が 3ヶ月ぶりに改善し、50 割れが続く製造業に比べるとポジティブである。新規受注以上にプラスに寄与したのが入荷遅延。一方、雇用やビジネス活動は前月から低下したが、いずれの項目の変化幅は小さくし、トータルで前月からあまり変わらない形になっている。

製造業の景況感は 2010年並みの落ち込 みだが、金融危機ほど 大きくはない

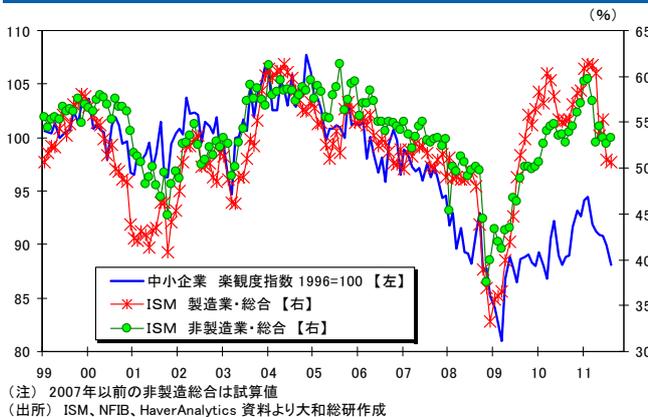
そして、9月前半の状況も加味したNY連銀やフィラデルフィア連銀の9月の製造業景況感調査（いずれも9月15日発表）をみると、NY連銀景況感指数は▲8.82と8月から1.1ポイント低下し、市場予想に反する結果に。これで4ヶ月連続のマイナスと2008～09年の金融危機以来のことになるが、マイナス幅は1ケタ台と金融危機時に比べて抑制されている。半年先の期待感では4.34ポイント上昇し2ケタ台に回復したが、7月の低下幅（23.5ポイント）の約2割にすぎない。現状・先行きとも8月は大幅に悪化し、その後も欧州の債務問題が煽るなど、先行きに対する不透明感は払拭されておらず、景況感は低迷したままである。

内訳をみると、業況が前月から“改善した”という割合が8月の25.11から19.38に減少する一方、“悪化した”と答えた企業も32.83から28.21に減ったが、前者の減少幅が大きく、全体のマイナスは小幅拡大。同じ傾向は新規受注でもみられた。出荷や雇用では、改善している企業が減ると同時に悪化している企業が増加し、DIはマイナスに転じてしまった。また、半年先の期待感では、悪くなるという比率が23.91と前月から拡大したが、よくなるという前向きな見方が36.96と前月から約5ポイント上昇。ただ、今年1～5月には、よくなるの見込む企業が6割弱もあったことから、足もとでは引き続き企業は慎重であるといえる。

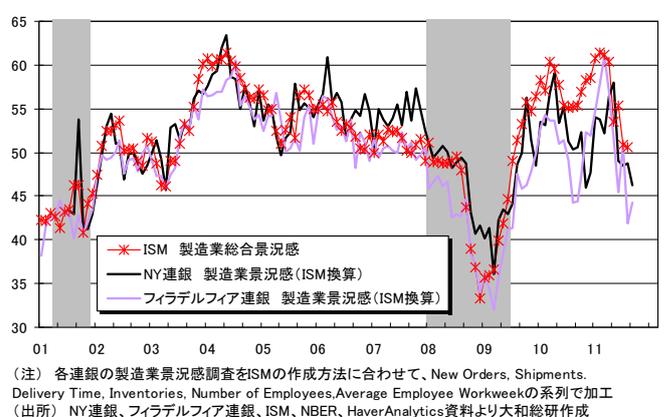
フィラデルフィア連銀の製造業景況感指数は▲17.5と8月から13.2ポイント上昇し、2ヶ月ぶりに改善。だが、NY連銀同様に、前月に大きく落ち込んだ景況感はまだ下げ止まっていない（あくまでマイナス幅の縮小）。業況が“改善した”という割合は前月の14.7から19.0に増加し、“悪化した”と答えた企業が45.4から36.5に減少し、DIの改善につながった。個別では、新規受注のマイナス幅が縮小する一方、出荷のマイナス幅は拡大。また、労働時間は3ヶ月連続のマイナスだが、雇用者数は在庫同様に2ヶ月ぶりにプラスに転じるなど、項目によってバラバラの状態である。半年先の見通しは前月の1.4から21.4に大幅上昇し、前月落ち込んだ分を概ね取り戻し、5月以降はアップダウンを繰り返している。

このように、製造業の景況感一つをとっても、9月に入って地域的なばらつきがみられ、ISMが今後も50割れを回避できるかは不透明であろう。

企業景況感 ～ 8月は、製造業・非製造業ともに小幅の変化にとどまる



悪化する企業(製造業)の景況感 ～ ISMの低下幅は限定的に



実際の生産活動は堅 調に推移

しかし、実際の企業活動は景況感が示すほど弱くなく、堅調である。8月の鉱工業生産は前月比0.2%増となり、横ばいという市場予想を上回った。2010年12月以来の高い伸びになった7月の0.9%増から大きく鈍化したが、これは公益セクタ

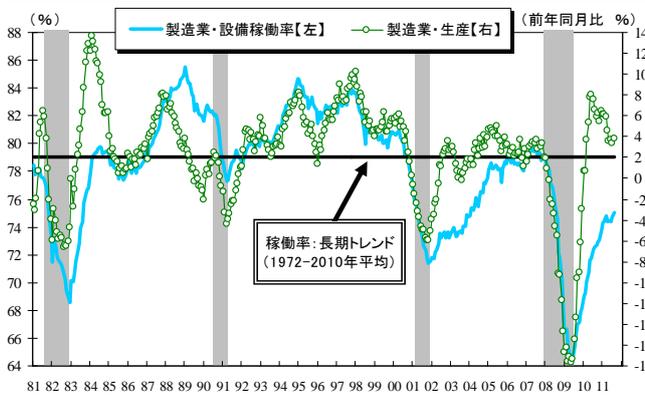
一の増減による面が大きく、注目される製造業は7月の0.6%増に続いて8月も0.5%増と高い伸びを記録しており、生産活動は堅調に推移しているといえる。具体的にみると、公益（電力・ガス）が3.0%減と2ヶ月ぶりに減少したが、FRBによると、7月（暑かったために冷房使用量が増えて2.8%増）から気温がやや落ち着いたため。また、鉱業は1.2%増と6ヶ月連続で堅調に拡大している。

鉱工業全体の約75%を占める製造業（SICベース）は0.5%増と7月に続く大幅増となった。サプライチェーンの混乱の悪影響を受けた自動車・同部品が1.7%増と2ヶ月連続で増加し回復しているが、自動車関連を除いた製造業をみると、0.4%増と7月の0.3%増からやや加速している。減産した業種としては、繊維や印刷、木材製品、機械など8業種が挙げられる。逆に、航空宇宙や自動車関連、コンピュータ・電子製品、家具、一次金属、石油石炭製品、電気機器といった7業種が1%以上の伸びとなった。

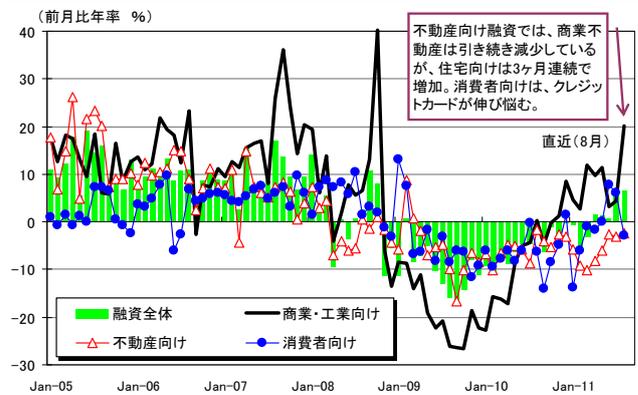
鉱工業の設備稼働率は77.35%と前月から0.06%ポイント上昇し（2ヶ月連続）、2008年8月以来の水準まで高まった。但し、6～7月分が下方修正されたこともあり、市場予想77.5%には届かなかった。製造業に限れば、稼働率は前月から0.27%ポイントアップの75.01%と2008年7月以来の高水準になっている。

また、金融機関の企業向け融資残高は昨年末から増加基調だが、直近8月も高い伸びを示している。商業不動産向け融資の減少が止まらないために、不動産全体が低迷したり（住宅向けは3ヶ月連続で増加）、クレジットカード等の残高が4ヶ月ぶりにマイナスとなった消費者向け融資とは対照的な変化といえるだろう。

8月の生産は前年比3.8%増にやや拡大 ～ 設備稼働率も再び上昇へ



商業銀行の融資 ～ 企業向けは好調、消費者向けは4ヶ月ぶりに減少

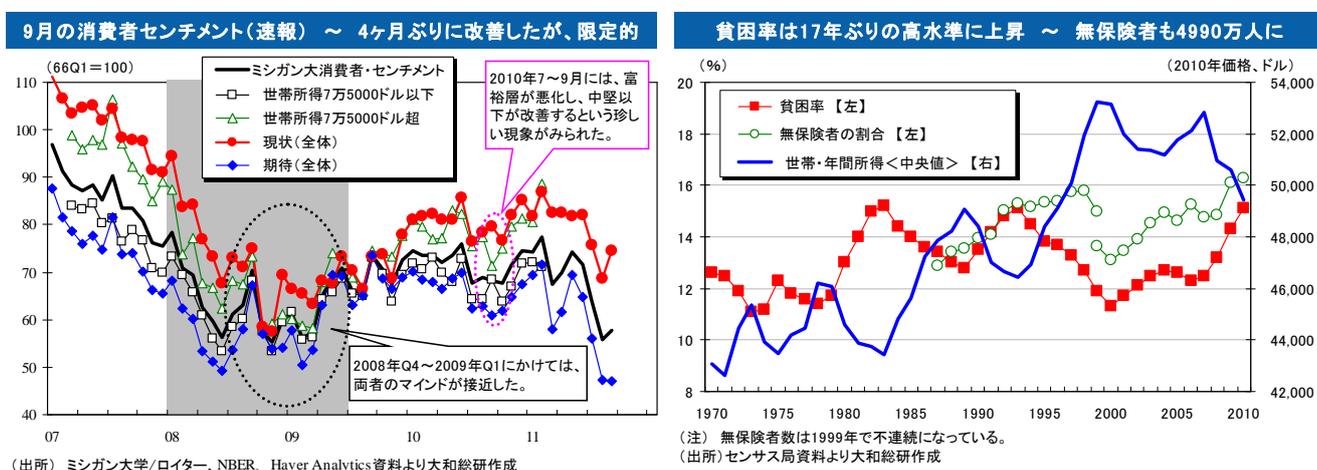


消費者マインドも低迷したまま

一方、消費者のマインドも低迷したままである。9月16日に公表されたミシガン大学/ロイター調査の消費者センチメント（9月速報）は57.8と、8月の確報値（55.7）から2.1ポイント上昇し、市場予想（57）をやや上回った。ただ、株価の急落など金融市場の混乱によって7-8月と大幅に悪化した点を踏まえると、改善幅は限定的である。内訳をみると、現状が前月から5.8ポイントアップの74.5と3ヶ月ぶりに上昇したが、過去2ヶ月分の低下幅（計13.3ポイント）の半分に満たない。さらに、期待は0.4ポイント低下し47と1980年5月以来の低さに。4ヶ月連続で低下し先行きに対する不透明感が足を引っ張っている。ミシガン大学によると、消費者の経済政策に対する信頼感は歴史的な低水準のまま。また、消費者のインフレ期待は、今後1年に関しては3.7%、5～10年後のインフレ期待は

3.0%とそれぞれ前月から上昇している。景気見通しが悪化しているなか、3月頃に一度ピークアウトしたインフレ警戒感が再び高まっており、消費者にとっては実質賃金が伸び悩むなど、ネガティブな環境になりつつある³。

2009年半ばから景気が回復しているにもかかわらず、消費者心理が低迷している理由としては、家計が回復を実感できていないことがある。センサス局が発表した報告書「Income, Poverty, and Health Insurance Coverage」によると、実質の世帯収入（中央値）は3年連続で減少し5万ドルを下回った。そして、2010年の貧困者数は4618万人と前年よりも261万人増加し、全人口に占める割合は15.1%と17年ぶりの高水準に達した。オバマ政権に交代しても、生活環境が大きく改善していない様子が読み取れる。上位20%（第5分位）が全所得の約5割（第4分位も加えると40%の人が全体の3/4）を占めるという構図はブッシュ前政権から変わっておらず、むしろ所得格差は拡大している。オバマ大統領が富裕層に手をつけなくなる誘因はあるとみられる。

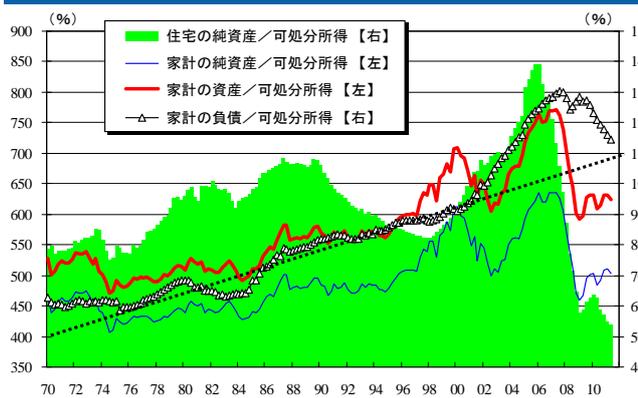


家計のバランスシート調整は進展

9月16日にFRBが発表した2011年Q2末の家計金融資産状況によると、家計の債務残高は、消費者信用は3四半期連続で増加したものの(Q2は前期比年率3.4%増と2008年Q2以来の高い伸びに)、住宅ローンの圧縮が継続しているために、全体では前期比年率0.6%減と12四半期連続で減少した。一方、家計の資産面では、株価の伸び悩みを反映して金融資産が4四半期ぶりに減少、加えて住宅資産の目減りが続き、純資産は前期比0.3%減と小幅ながらマイナスに。資産面からも、Q2の個人消費の低迷が説明できよう。

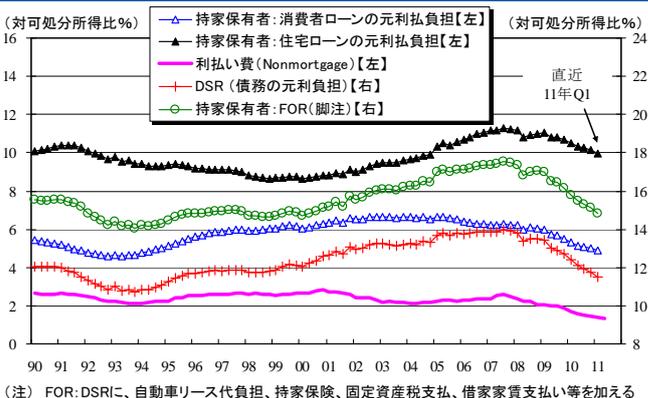
³ Conference Boardが8月30日に発表した8月の消費者信頼感指数は44.5と前月から14.7ポイント低下し、市場予想(52)を大幅に下回った。これだけの大幅な低下はリーマン・ショック直後の08年10月(22.6ポイント低下)以来。2009年4月以来の低水準に落ち込んだマインドの中身を見ると、現状は前月から2.4ポイント低下して33.3と4ヶ月連続で低下。一方、期待は23ポイントダウンの51.9と09年4月以来の低水準になった。従って、8月の悪化は、期待感の変化によるものといえよう。期待を構成するビジネス環境、雇用、所得の3要因のうち、悪化が顕著だったのは雇用とビジネスであり、所得の低下幅は相対的に小さかった。また、1年後の予想インフレ率は5.8%で前月から変わらず。3月の6.7%をピークにして低下しているが、高止まったまま。2010年7~10月にかけては5.0%前後で推移していた。CBは“債務上限問題に関する議論がマインド悪化の主な要因とみられる”と指摘。なお、8月分は8月18日までに集計されたデータに基づくもの。

家計負債は12四半期連続で減少 ～ 消費者信用は3四半期連続増加



(出所) FRB、BEA、Haver Analytics 資料より大和総研作成

住宅ローン返済負担は約6年ぶりの低さ ～ 消費者ローンは94年以来



(注) FOR:DSRIに、自動車リース代負担、持家保険、固定資産税支払、借家賃支払い等を加える (出所) FRB、BEA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

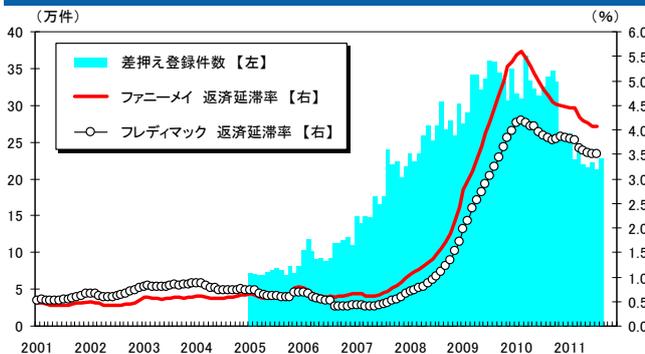
住宅ローンの借り換えプログラムは、想定通りには進まず

家計のお金の使い方が引き続き慎重である姿勢は、住宅関連に色濃く出ている。住宅市場のバブル崩壊が2009年初めに下げ止まってから約2年半経つが、新築住宅は歴史的な低水準のまま。過去の調整局面では、V字で回復する場面がみられたが、今回はL字を描いており、直近も大きな変化がない。

8月の差し押さえ登録件数(RealtyTrac調査)は22.8万件と前月比7.2%増と増加に転じ5ヶ月ぶりの高水準となったが、今年2月以降22万件前後で推移しており(2~7月の月平均22.2万件)、8月の結果も含めてほぼ横ばい状態が続いている。ただ、8月は債務不履行の通知(Default notices)がそれまでの約6万件から33%増の7.9万件に膨らんだ。この点に関してRealtyTracは“貸し手が、手続きの不備などによって遅れていた差し押さえを実行し始めている兆しかもしれない”とコメント。同段階は、一連の差し押さえ手続き過程の初期段階にあたり、今後全体の件数がやや増える可能性があるだろう。

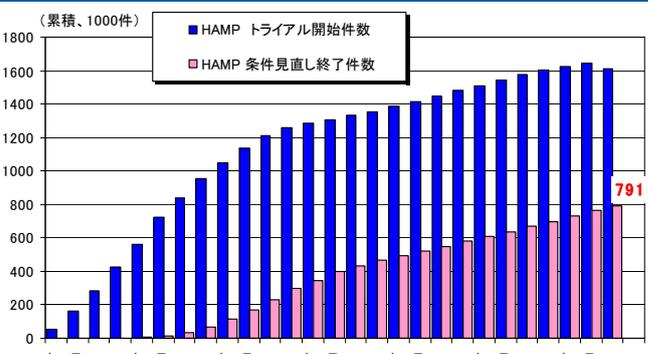
一方、2009年にオバマ政権が発表した住宅ローンの借り手救済策に、住宅ローンの返済条件の変更プログラム(HAMP: Home Affordable Modification Program)がある。当初400万世帯が恩恵を受けられると宣伝されていたが、同プログラムにトライする件数は頭打ち状態になり、実際に恒久的な見直しに至った件数は累積で約79万件(これには、キャンセル:3ヶ月連続で返済できないとプログラムは終了、約11万件が含まれる)にすぎず、効果を発揮しているとは言い難い。

差し押さえ登録件数 ～ 8月は22.8万件と5ヶ月ぶりの水準、ほぼ横ばい



(注)差し押さえ登録件数は債務不履行の通知、競売の通知、担保権実行の合計。延滞率は、SingleFamily、90日以上返済が滞った物件等を対象 (出所) RealtyTrac、FreddieMac、FannieMae資料より大和総研作成

Home Affordable Modification Program(HAMP) ～約161万件がトライ



(注)但し、条件見直し終了件数には、既にキャンセルされた案件を含む(11年7月時点 111.6万件)。 (出所) 財務省資料より大和総研作成

オバマ大統領が成立を要求する経済対策

このような経済の閉塞状況に対して、オバマ大統領は9月8日、議会の上下両院合同会議で演説し新たな経済対策を発表した⁴。経済成長を押し上げ、雇用創出の拡大を促すことを目的とした、今回の American Jobs Act の主要部分は、昨年末に決定した景気対策 Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010 のうち、今年末で期限をむかえる項目を延長・拡大したものである。具体的には、今年末で終了する給与税率の軽減（従業員負担分の社会保障税率 6.2%を2%ポイント引き下げ）を3.1%ポイント引き下げに拡充したうえで期間を延長、さらに雇用主負担分についても半分にして採用を促す項目などを新たに付け加えた。

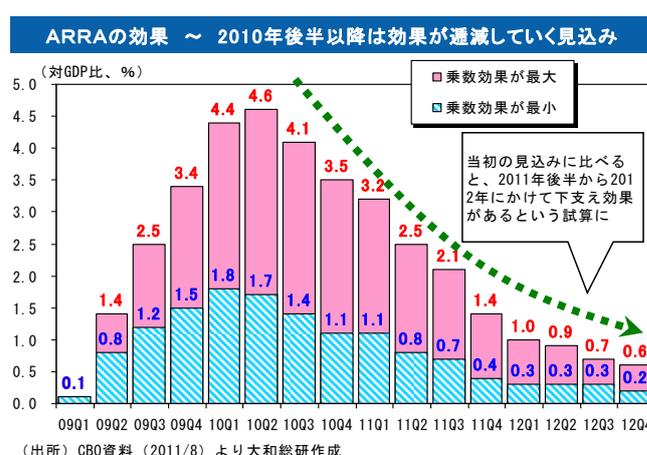
また、設備投資の加速度償却や失業保険の給付などの延長に加えて、インフラ投資や学校の先生や警察官・消防士の雇用維持など多岐にわたり、2021年度までの10年間の財政へのインパクト（減収）は4,471億ドルになるという経済対策である。2012～13年度に限れば4,790億ドルのインパクト（減収）になり（差額の319億ドルは2014～21年度の増収で相殺）、名目GDPの約3%に相当する規模であることから、仮にこのまま実現するならば成長率を大きく押し上げよう。なお、学校の近代化やインフラ投資などは2012年に限った話ではなく、長期にわたる。

オバマ大統領は、中小企業支援を経済対策の重点の一つに掲げているが、肝心の中小企業の経営者団体は必ずしも歓迎のコメントを出していない⁵。

オバマ大統領が早く成立させると促す American Jobs Act の概要	
	総額(億ドル)
中小企業の雇用・成長支援のための減税	750
給与税率の軽減（雇用主負担分6.2%を3.1%に引き下げ、適用500万ドル）	687
新規採用や賃上げによって給与支払総額が増加した企業に対し、増加分（最大5000万ドル）の給与税の雇用主負担分（6.2%）を翌年度ゼロにする	58
2012年の設備投資に対する100%償却を認める（2011年措置の延長）	1290
再建・近代化による雇用確保	1290
学校の先生のレイオフ阻止（最大28万人、300億ドル）、警察官や消防士の採用及び雇用維持（50億ドル）	350
3万5000校以上の公立学校の近代化（250億ドルはK-12school・幼稚園から高校向け、50億ドルはコミュニティーカレッジ支援）	300
インフラ投資（内訳：高速道路270億ドル、輸送システムの修繕90億ドル、都市間旅客鉄道の改善20億ドル、空港の改良20億ドル、革新的な輸送手段のための基金100億ドル、運輸セクターの雇用増加・職業訓練5千万ドル・2012年）	500
国立インフラ銀行の設立	100
住宅や商業施設など遊休不動産の再生・活用（地域安定化）	150
高速ワイヤレスのアクセス拡充	▲113★
長期失業中の退役軍人の就職支援	1
長期失業者の就職支援	642
失業保険システムの改革・給付延長	486
企業が長期失業者を採用した場合に最大4000万ドルの税額控除	106
職業訓練	50
給与税率の軽減（2012年従業員負担分6.2%を3.1%に引き下げ、1.6億人の従業員対象、年間収入5万ドルの世帯で1500万ドルの減税、2011年措置の延長・拡大）	1788*
合計（2012～2021年度の財政へのインパクト）	4471
ネット分（*：給与税の従業員負担分軽減は拡大分1.1%ポイントを計上）	2878

(注)★：総コストは100億ドルだが、周波数のオークション収益によって純債務を減らす効果がある

(出所) ホワイトハウス発表資料より大和総研作成



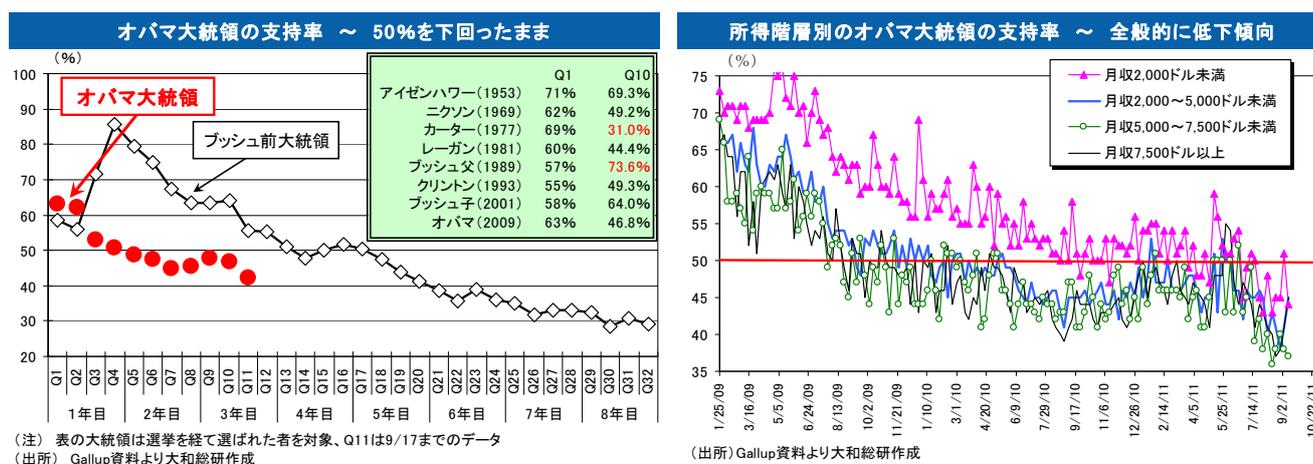
⁴ <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2011/09/08/fact-sheet-and-overview>

⁵ 例えば NFIB は、“中小企業経営者は大胆な対策を必要としているが、オバマ大統領が話した内容はこれまでと同じだった。オバマ大統領のプランは、今日中小企業経営者が直面している根本的な問題に対処するものではない。さらに、最近の結果からわかるように、連邦政府による大規模な景気刺激策は誤ったアプローチである” “税額控除は中小企業を助けると歓迎されるよう、特に今のように景気が厳しいときには。しかし、大統領が説明した概要は一時的なものであり、意味のある法人税改革の課題を避けている。依然として売上が不十分であることが経営者の主な懸念であり、高い税率やたくさんの未解決の規制のために中小企業は大いに不安を抱いている。大統領のスピーチはこれらの懸念を少しも和らげなかった” とコメント。 <http://www.nfib.com/nfib-on-the-move/nfib-on-the-move-item?cmsid=58151>

オバマ大統領は再選できるか

オバマ大統領が景気回復・雇用創出に躍起になるのも、2012年11月の大統領選挙で再選を目指していることに他ならない。選挙日まであと1年2ヶ月をきったわけだが、2009年1月に就任して約半年間は60%以上を維持したオバマ大統領の支持率は低下傾向を辿り、2年目からは50%を下回り始めた（いずれもGallup社調査の数字、以下同じ）。昨年末から今年5月にかけて、一旦は支持率が回復する場面がみられたが、6月以降恒常的に50%を下回り、7月末からは40%前後で推移するなど就任以来の最低水準にとどまっている。オバマ大統領が力をいれた雇用対策を発表しても上向く兆しはない。また、9月13日に行なわれた下院議員の補欠選挙（NY州第9区）では、1923年以来民主党が維持してきた議席を共和党に奪われるなど、オバマ大統領の政策に対する不満が表れた格好だ⁶。

なお、過去を振り返ってみると、この時期の支持率が40%台で再選を果たした大統領としてレーガン元大統領（共和党）やクリントン元大統領（民主党）が挙げられるが（但し、どちらもオバマ大統領よりも水準は高かった）、彼らの場合、年末から年始にかけて支持率が50%を回復していった⁷。従って、共和党の大統領候補がどうなるかという点はあるものの、現職のオバマ大統領としては、実績をアピールして支持率を上げていく必要があるだろう。だが、オバマ大統領が就任以来注力してきた中間層の支持率はむしろ他の所得階層よりも低めであり、ここまでのオバマ政権の政策対応が空振りに終わっている可能性を示唆している。



財源問題が焦点に ～ オバマ大統領は 本気で成立させるつ もりか

当然ながら、4,471億ドルの財政規模を持つAmerican Jobs Actの成立にはその裏づけとなる財源問題が焦点になるが、8月初めにかけて債務の上限引き上げ問題で揉めたことから明らかなように、ねじれた状態の議会を早期に通過させるのは容易ではない。オバマ大統領の演説当初は友好的だった共和党のムードも、ホワイトハウスが想定する財源が明らかになるにつれて後退し、元の対立した状態に戻っている。

⁶ 同時に行なわれたネバダ州第2区の補欠選挙でも共和党が勝利したが、ここは元々共和党の地盤であり、前職も共和党だった。補選の結果、下院は共和党242人、民主192人、欠員1人となり、共和党優位の状況は変わっていない。

⁷ 逆に、ブッシュ元大統領（共和党、1989～92年）は7割近い支持率を得ていたが、湾岸戦争によって押し上げられていた面もあり、ジョブレス・リカバリーと呼ばれる脆弱な景気を受けて、半年後には40%台前半まで低下してしまい、再選に失敗した。

まず、9月12日、OMBのルー局長は以下のように説明した⁸。財源として、富裕層向けの増税（具体的には、年収25万ドル以上の世帯・単身者は20万ドル以上に対して項目別所得控除などを制限する）によって10年間で4,000億ドルの増収（4,101億ドル）、投資ファンドマネージャーの報酬に対して、低いキャピタルゲイン税率ではなく、通常所得に対するより高い税率を適用することで180億ドルの増収（125億ドル）、石油・ガス業界に対する税制上の優遇措置の撤廃で400億ドルの増収（415億ドル）、そして企業が保有する自家用機に対する減価償却のルール変更で30億ドルの増収（47億ドル）、合計で4,670億ドル（4,688億ドル）の財源を捻出するという（括弧内の数字は9月19日に公表された資料に基づく）。

この段階で共和党と揉めた増税の話が出てきたが、一段と話を複雑にするともみられるのが、オバマ大統領が演説のなかで触れていた、よりアグレッシブな財政赤字削減策であり、9月19日にその中身が明らかになった⁹。そもそも、8月2日に成立したBudget Control Act of 2011は、デフォルトという最悪事態を回避するためにとりあえず決着したものであり、財政赤字削減の議論を年末に先送りしていた。同法に基づいて設置された超党派の委員会 Joint Select Committee on Deficit Reduction における議論はレイバーデー明けから開始されている。税制改革や社会保障制度改正を含む1.5兆ドルの赤字削減策を11月23日までに作成し、12月23日までに議会で採決にかける。2012年1月15日までに1.2兆ドル超の削減案が成立しなければ、予め決められた歳出削減策1.2兆ドルが自動的に実施される（2013年度から追加で上乗せ）というスケジュールになっている。

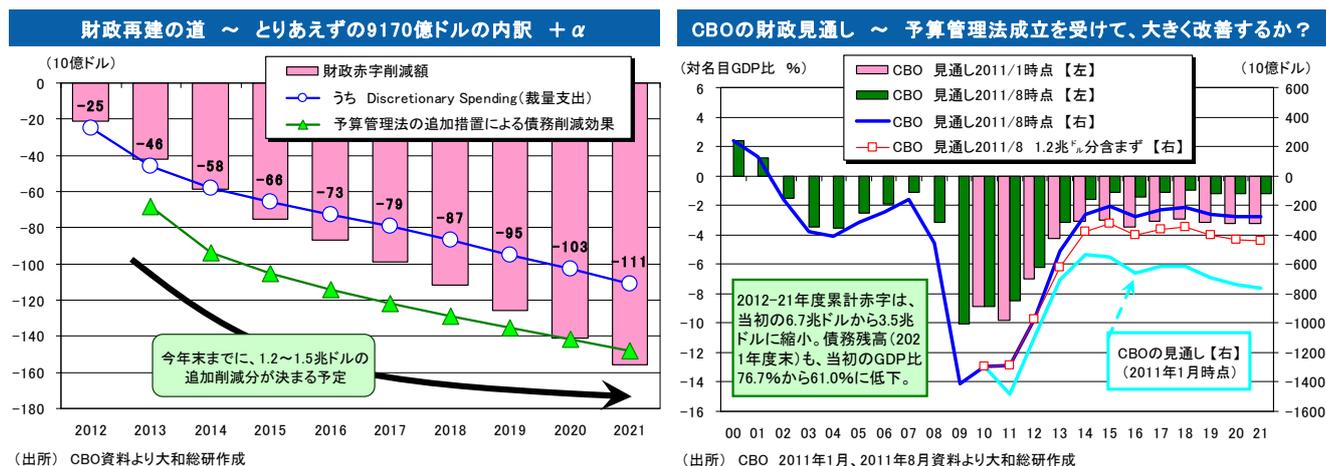
だが、同委員会のメンバー構成は上院・下院半々、民主党・共和党半々となっているために、立場の違いが鮮明な分、削減策がまとまるのは難しいという見方がある。そこに、オバマ大統領は、今後10年間で3.2兆ドルという独自の財政赤字削減策を同委員会に提案してきた。中身としては、American Jobs Actの4,471億ドルの減収要因に対して、高齢者向け医療制度での支出抑制を含む歳出削減で5,767億ドル、アフガニスタンやイラクからの米軍撤退による戦費の減少で1兆840億ドル、そして税制改革で1兆5,726億ドルに及ぶ歳入増、利払い負担の軽減4,360億ドルを見込んでいる。この税制改革には、既にAmerican Jobs Actの財源として明らかになっている項目のほかに、2001-03年に成立したブッシュ減税を予定通り2012年末で終了（10年間で8,660億ドルの増収）、税の抜け穴Loopholesをふさぐ・法人税のベース拡大（同622億ドルの増収）、国際課税改革（同1,127億ドルの増収）などが列挙されている。

オバマ大統領は財政赤字削減には歳入増、すなわち増税が必要であると繰り返し述べており、今回のプランもそれが反映されている。しかし、この点は共和党と揉めてきた議論の構図とほとんど変わっていない。さらに、American Jobs Actの財源が税制改革のなかに盛り込まれていることから、財政赤字削減のパッケージという形にこだわってしまえば、同法案の成立は困難と言わざるを得ない。たださえ、大幅に雇用者を増やすという即効性に乏しい内容であるAmerican Jobs Actは、ねじれた状態の議会の下で実際に形になるにも時間がかかるとみられる。

⁸ <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2011/09/12/press-briefing-press-secretary-jay-carney-and-omb-director-jack-lew-9122>

⁹ <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2011/09/19/fact-sheet-living-within-our-means-and-investing-future-president-s-plan>

より詳細なプランは、<http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/omb/budget/fy2012/assets/jointcommitteereport.pdf>



(出所) CBO資料より大和総研作成

(出所) CBO 2011年1月、2011年8月資料より大和総研作成

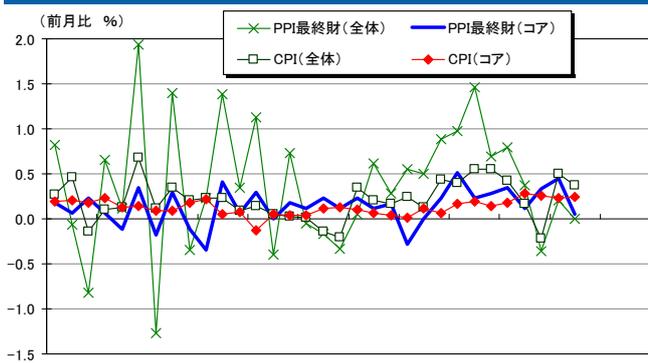
金融政策に対する期待・負担が増す可能性

このように、財政政策の具体的な中身は出てきたものの、その成立目処が立っていない状況では、金融政策に対する期待・負担が増していくだろう。8月9日のFOMCでは、投票メンバー10人のうち3人が反対票を投じるという珍しい状況になったが、バーナンキFRB議長を始めとするFRB理事5人、それに常に投票権を持つNY連銀総裁が賛成すれば、システム上、何らかの対応策は決定できる。400人を超える下院議員や100人の上院議員の意見を集約することに比べれば、容易かもしれない。だが、強引に物事を進めた場合の市場の混乱、そのためにせっかくの政策効果が減じるリスクなどを考慮すると、FOMCのなかでコンセンサスを取ることが重要であろう。ただ、現時点では、Fedのメンバーの見解は分裂しており、異なるシグナルを出している。8月9日のFOMC議事録要旨をみても、追加緩和反対を含め、各々の選択肢の賛同者は少数ずつと対応策のコンセンサスは得られていないようだ。

当初の9月20日一日開催から21日も延長されて議論される今度のFOMCにおいて、何が議論されたというよりは、何が出てくるかという点で声明文に注目が集まっている。昨年のQE2実施時とインフレ動向が依然として正反対であるという現況では、QE3のようなバランスシートをさらに拡大させるという選択肢は取りづらいのではないかとみられる。バランスシートを維持したまま、資産構成を残存期間が長くなるように変化させるというところが落とし処か。

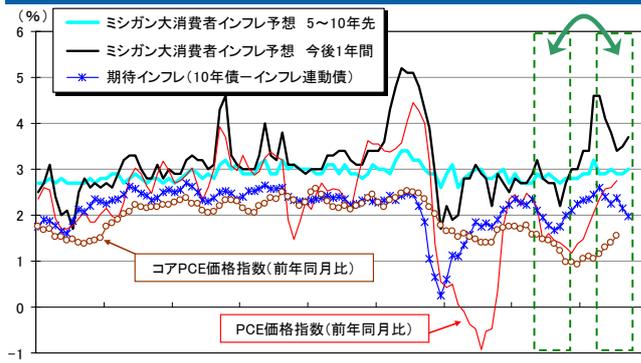
ただ、一段と長期金利が低下するとしても、住宅ローンの審査基準が厳しいために融資を受けられなければ、せっかくの住宅需要も顕在化することはできない。また、より低金利への借り換えが進まなければ、家計は返済負担を軽減することもできない。この点に関して、オバマ大統領は経済対策の演説のなかで、“より多くの人々が、4%で住宅ローンを借り換えられるようにする”“一世帯当たり年間2,000ドル以上が懐に入り、景気をサポートする”と触れていたが、具体策はまだ明らかになっていない。まずは、デュークFRB理事が指摘した既存のプログラムがうまく働かない原因究明か。

物価の変化 ~ PPIは全体・コアとも鈍化、CPIはどちらも高い伸びに

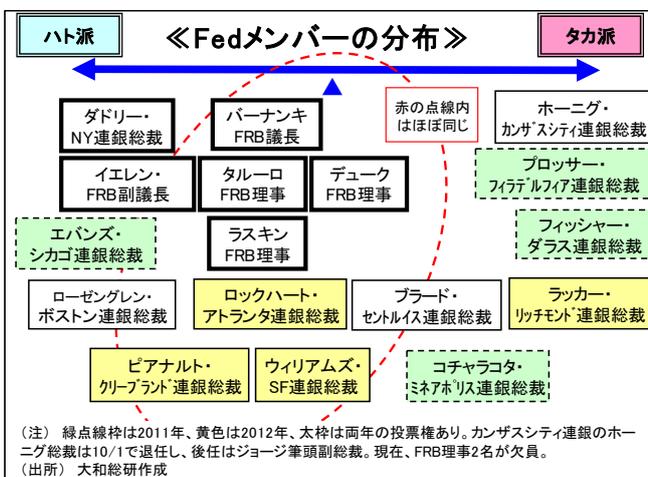


(注) コア：食品・エネルギーを除く
(出所) BLS、HaverAnalytics資料より大和総研作成

実際のインフレ率と様々なインフレ期待 ~ 消費者の期待は高止まる

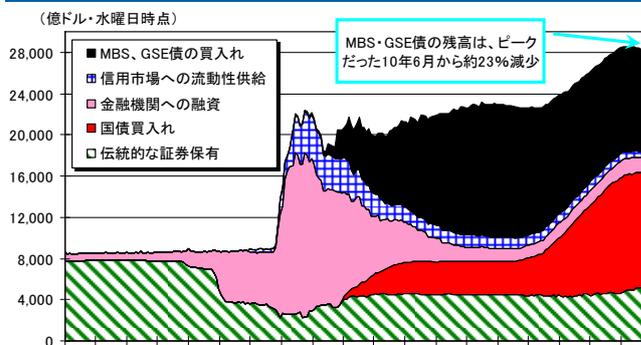


(注) 2011年9月の期待インフレは、9/16までのデータで計算
(出所) ミシガン大/ロイター、BEA、FRB、HaverAnalytics資料より大和総研作成



(注) 緑点線枠は2011年、黄色は2012年、太枠は両年の投票権あり。カンザスシティ連銀のホーニグ総裁は10/1で退任し、後任はジョージ・マンティニ副総裁。現在、FRB理事2名が欠員。
(出所) 大和総研作成

FRBのバランスシート ~ 6月末でQE2は終了し、当面は残高維持に



(出所) FRB Cleveland資料より大和総研作成

<米国経済見通し>

	2010					2011					2012				
	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
国内総生産	3.9%	3.8%	2.5%	2.3%	3.0%	0.4%	1.0%	2.1%	2.3%	1.7%	2.3%	2.5%	2.7%	2.6%	2.3%
<前年同期比>	2.2%	3.3%	3.5%	3.1%		2.2%	1.5%	1.5%	1.4%		1.9%	2.3%	2.4%	2.5%	
民間消費支出	2.7%	2.9%	2.6%	3.6%	2.0%	2.1%	0.4%	1.9%	2.1%	2.2%	2.1%	2.4%	2.7%	2.6%	2.2%
政府支出	-1.2%	3.7%	1.0%	-2.8%	0.7%	-5.9%	-0.9%	-0.4%	0.2%	-1.9%	0.4%	0.2%	-0.1%	-0.5%	0.0%
企業設備投資	6.0%	18.6%	11.3%	8.7%	4.4%	2.1%	9.9%	5.5%	7.5%	7.6%	4.0%	6.0%	7.0%	7.5%	6.2%
民間住宅投資	-15.3%	22.9%	-27.7%	2.5%	-4.3%	-2.4%	3.4%	1.5%	2.5%	-2.0%	5.0%	6.5%	7.0%	6.0%	4.6%
輸出等	7.2%	10.0%	10.0%	7.8%	11.3%	7.9%	3.1%	6.0%	5.5%	6.9%	6.0%	6.3%	6.3%	6.0%	5.4%
輸入等	12.5%	21.6%	12.3%	-2.3%	12.5%	8.3%	1.9%	3.5%	4.8%	5.4%	4.3%	5.5%	6.0%	5.5%	4.6%
鉱工業生産	8.1%	7.1%	6.7%	3.1%	5.3%	4.8%	0.5%	4.9%	2.3%	3.9%	2.9%	3.3%	3.7%	3.5%	3.1%
消費者物価(全体)	1.3%	-0.5%	1.4%	2.6%	1.6%	5.2%	4.1%	2.7%	1.6%	3.1%	1.9%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%
失業率	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	8.9%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%	8.9%	8.7%	8.5%	8.3%	8.6%
10億ドル															
貿易収支(財・サービス)	-119.6	-130.5	-131.1	-118.7	-500.0	-140.0	-145.0	-127.0	-129.5	-541.5	-131.5	-129.9	-123.5	-124.5	-509.5
経常収支	-118.3	-120.3	-120.1	-112.2	-470.9	-119.6	-118.0	-113.9	-115.6	-467.2	-115.8	-114.1	-110.7	-110.5	-451.1
財政収支	-328.9	-287.0	-290.2	-369.0	-1275.1	-460.5	-141.1	-289.5	-299.1	-1190.1	-350.3	-124.8	-202.6	-209.4	-887.2
FFレート誘導水準(期末%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
2年債利回り(期中平均%)	0.92	0.87	0.54	0.48	0.70	0.69	0.57	0.28	0.25	0.45	0.38	0.53	0.72	0.88	0.62
10年債利回り(期中平均%)	3.72	3.49	2.79	2.86	3.21	3.46	3.21	2.45	2.27	2.85	2.48	2.70	3.00	3.26	2.86
国内最終需要	1.7%	4.9%	2.3%	2.7%	1.8%	0.4%	1.1%	1.8%	2.3%	1.7%	2.1%	2.5%	2.8%	2.6%	2.2%
民間需要	2.5%	5.1%	2.6%	4.0%	2.1%	1.9%	1.6%	2.3%	2.7%	2.6%	2.4%	3.0%	3.4%	3.3%	2.7%

(注) GDPは2011年Q2まで実績値、Q3以降は大和総研予想
(出所) 大和総研ニューヨークリサーチセンター 2011年9月19日時点