

～海外情報～

2011年10月20日 全14頁

米経済見通し 大統領選挙まであと一年余り

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

支持率40%で低迷するオバマ大統領は、雇用拡大に必死

[要約]

- 金融市場の大幅な調整の最中、方向感が定まらない状況が続き、景気見通しは下方修正されている。特に、2012年の成長率予想の引き下げが顕著だが、楽観派と悲観派の見方のギャップが拡大し始めており、先行きの不透明さが増しているといえよう。
- 消費者や企業経営者のマインドは依然として低迷しているが、実際の支出行動や生産活動は底堅く推移しており、最近の悲観的なムードはやや行きすぎかもしれない。9月の新車販売や小売売上など個人消費関連はいずれも予想を上回り、マインド悪化のなかで支出を増やしている。春先までからペースダウンしているものの、民間部門の雇用は着実に増えている。景気後退懸念はとりあえずトーンダウンしたといいだろう。
- Fedは政策余地が限られているなかで、新たな追加措置を実施。長期金利を大幅に下げの意図があり、実際に低下している。ただ、せっかくのメリットを享受するルート上には様々な障害があり、期待される効果を上げられるかは不透明である。一方、大統領選挙まであと一年あまりとなったオバマ大統領は雇用創出に躍起になっている。しかし、打ち出した経済対策の成立は目処が立たず、即効性のある政策が乏しいのが現実である。従って、財政・金融政策の効果にあまり期待できないという状態には変化はなく、2012年の見通しが大きく上ブレするというシナリオは描けない。

景気後退懸念はトーンダウンするが、一段と緩やかな成長パターンに

依然として金融市場の大幅な調整の最中にあり、方向感が定まらない状況で、景気見通しの下方修正が続いている¹。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%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

¹ なお、2011年Q2実質GDP成長率（第3次推計値）は前期比年率1.3%増、第1次推計と同じ値に修正されたが（厳密には1.34%と第1次の1.28%を上回る）、中身はやや異なる。まず、個人消費は0.7%増に上方修正された（第1次推計0.1%増、以下同じ）。耐久財（自動車）や非耐久財（ガソリン）は下方修正されたものの、サービス支出が1.9%増（0.8%増）と4四半期ぶりに高い成長率となって牽引した。設備投資も10.3%増（6.3%増）と3四半期ぶりの2ケタ増に回復したが、内訳をみると個人消費同様にばらつきがある。構築物投資は商業ヘルスケアや製造業、電力通信など広範囲で上方修正がみられ、22.6%増（8.1%増）と2007年Q3以来の高い伸びとなった。逆に、機器・ソフトウェア投資はIT、なかでもソフトウェアを中心に6.2%増に下方修正された。住宅投資は4.2%増（3.8%増）と僅かだが、アップ。このように、民間需要はいずれの項目も上方修正された。また、輸出が3.6%増、輸入が1.4%増とそれぞれ純輸出のマイナス幅が縮小する動きをみせた。一方、在庫増減の寄与度は0.05%ポイントマイナス幅が拡大。この結果、国内最終需要の伸びは1.7%増と、第1次推計の0.5%増、第2次推計の1.1%増から徐々に上方修正されたことになる。

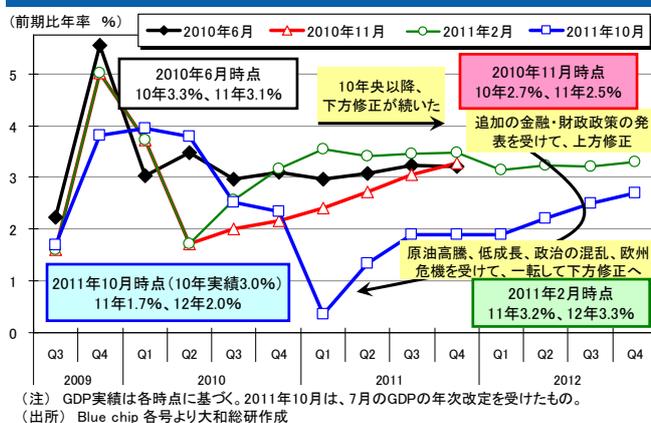
に変化。そして、直近10月時点では、2%弱の2011年後半を経て、2012年前半は2%前後、後半に至っても2%台半ばという形である。プラス成長が続くというメインシナリオは変わらないが、一段と緩慢な回復ペースになっている。この結果、2011年全体の成長率は1.7%（9月時点は1.6%）、2012年は2.0%（同2.2%）と見込まれており、残り2ヶ月余りの2011年については楽観派と悲観派の予想のギャップは小さい。対照的に、年初に比べて1.2%ポイントも引き下げられた2012年は、楽観派と悲観派の乖離が前月に続いて拡大し、不透明さが増しているといえよう。

Fedの景気見通し ～ “著しい下ブレリスクがある”

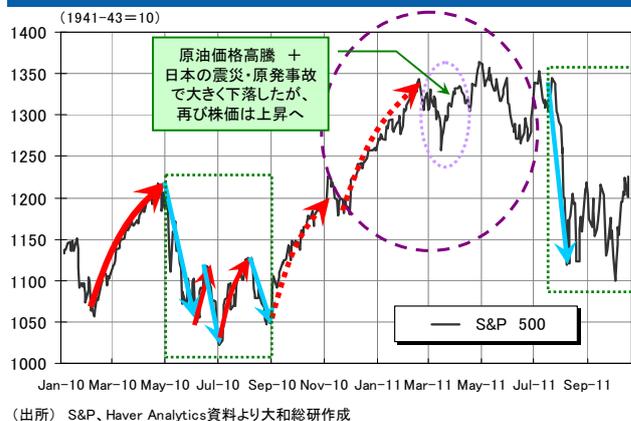
9月20-21日のFOMC声明文で示されたFedの景気の現状認識は“経済成長は依然として遅い（slow）”というもの。そして、見通しについては“今後数四半期で回復ペースがいくらか上向く（pickup）と引き続き予想”と基本的な見方を維持しているが、“経済見通しには著しい（significant）ダウンサイドリスクがある”と警戒している。しかも、欧州の債務問題で金融市場が混乱していることを踏まえて、“国際金融市場の緊張（strain）”がリスクに含まれるとわざわざ言及した。なお、10月19日に公表されたページブック（10月7日までに集まった情報をもとにシカゴ連銀がまとめた）では、多くの地区が成長ペースを“緩やか”あるいは“僅かに”と表現しながらも、経済活動全般は引き続き拡大していると現状認識を総括。前回9月7日公表のページブックでは、鈍化や低迷したまま、減速と様々に形容されていた。

このような先行きの景気に対する不透明さは、株式市場のボラタイルな動きに反映されている。現在同様に景気の二番底が懸念された2010年4月下旬以降の局面と比較すると、2011年7月下旬以降、S&P500指数は短期間に激しくアップダウンしている。特に、米国債のデフォルト問題が一段落した8月以降は、米国固有の材料に左右されているというよりは、欧州の債務危機問題を巡る日々の動きに一喜一憂している状況といえよう。また、この間のボトムの水準（10月初め）は2010年の下値（7月初め）を上回っているだけでなく、上げ下げを繰り返した局面の上値に近い。なお、下落が始まってから約50日目にボトムをつけた点は同じである。

市場の見方 ～ 停滞の長期化を受けて、2011-12年は大幅に下方修正



米株式市場 ～ QE2期待で上昇、景気回復期待で再上昇したが...



個人消費は堅調に推移している

しかしながら、一連の金融市場の混乱や暗いニュースを受けて、消費者や企業

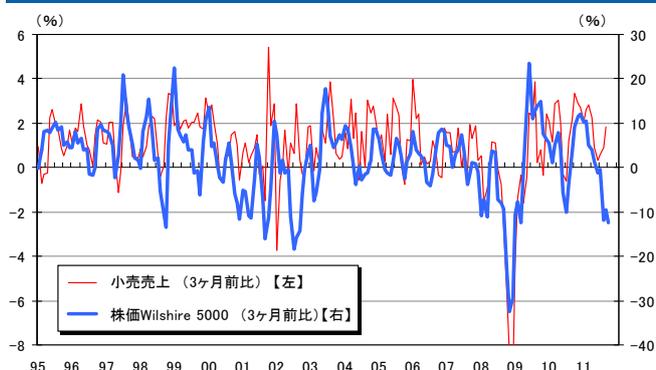
経営者のマインドが低迷するなか、実際の支出行動や生産活動は底堅く推移しており、最近の悲観的なムードはやや行きすぎかもしれない。

まず、個人消費に関して、9月の小売売上は前月比1.1%増と7ヶ月ぶりの高い伸びになった。市場予想0.7%増を上回っただけでなく、過去2ヶ月分も上方修正された（7月は0.3%増から0.4%増に、8月は横ばいから0.3%増）。四半期で見ると、Q3は前期比年率4.5%増とQ2（4.7%増）とほぼ同じ伸び率を記録。4月以降、個人消費の動きは鈍化していたが、9月は再び加速している。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事態は回避されたことになる。

9月の中身をみると、最大の牽引役は自動車・部品であり、前月比3.6%増と1年半ぶりの高い伸びになった（寄与度+0.62%ポイント）。震災前の売上を上回り、サプライチェーンの影響から漸く脱却した格好だ。9月の新車販売台数は7.9%増の年率1,304万台と5ヶ月ぶりの高水準に。また、ガソリンスタンドの売上が1.2%増（寄与度+0.14%ポイント）と3ヶ月連続で増加。9月のガソリンの平均小売価格は3.611ドルと前月から僅かしか下落せず、ガソリンスタンドの売上を下支えしたとみられる。ただ、9月末から下落スピードが加速し、10月に入って3.4ドル台と2月末以来の低水準で推移している（直近EIA 10月17日発表では3.476ドル/ガロンと、まだ前年水準を2割ほど上回っている）。

このように、高い伸びの6割近くは自動車関連が占めたわけだが、自動車などを除いたベースでも予想を上回り、過去の上方修正も自動車以外で生じている。外食や百貨店を含めた総合小売、アパレル、オンライン取引や宅配などの無店舗販売など増加するセクターが目立つ一方、飲食料品やスポーツ・娯楽等、建材・園芸の売上は落ち込んだが、いずれも減少率は小幅。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は0.58%増と7月0.36%増、8月0.43%増から少しずつ加速している。当初8月は0.05%増（7月は0.25%増）と今年に入ってから最も低い伸び率にとどまっていたが、やや趣きが異なる形にリバイスされた。四半期では、Q3は前期比年率4.8%増とQ2の5.2%増とほぼ同じ伸び率を記録した。

株価の変化に左右される消費 ～ 影響が懸念された7月下旬から急落



(注) 2011年10月の株価は、10/18までの平均
(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

9月の小売売上は前月比1.1%増と大幅増 ～ コアも堅調



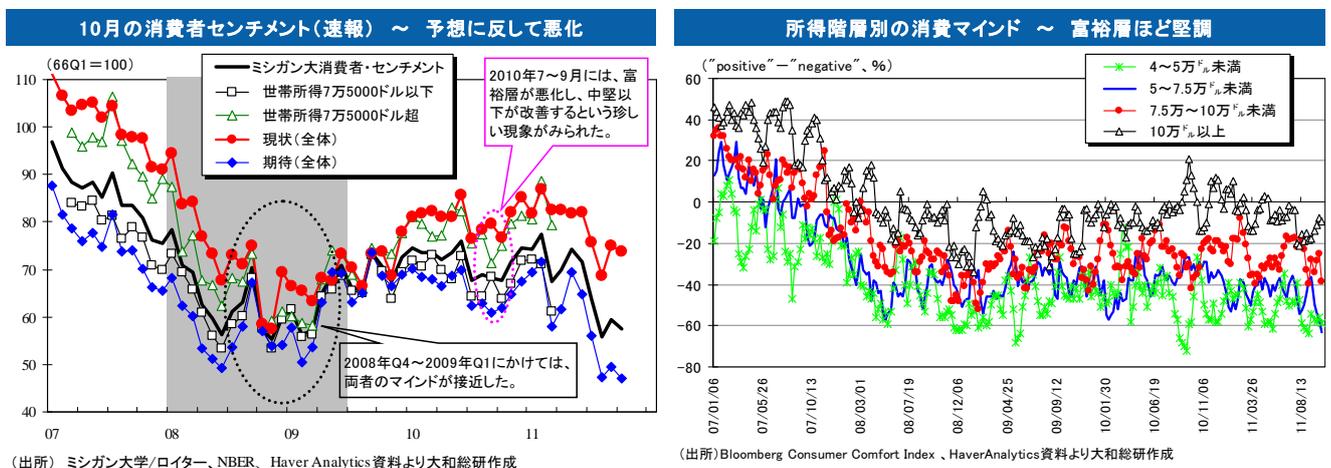
(注) コア小売売上: 自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸を除く
(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

注目される年末商戦
の行方 ～ 消費者
マインドは低迷

では、この勢いは続くのだろうか。9月の小売売上が発表される前の段階ではあるが、各種業界団体が発表した年末商戦（11～12月）の売上予想は慎重なものだ。

例えば、ICSC の見通しによると、2011 年は前年比 2.2%増と前年の 5.0%増を下回ると見込まれている²。ICSC が発表した 9 月の既存店小売売上は前年比 5.5%増であったことから、年末にかけて勢いは鈍化していくわけだが、“モメンタムはいいが、逆風が強まっている”と ICSC は評している。また、ShopperTrak が発表したベースでは前年実績 4.1%増に対して 3.0%増に、そして NRF は 2010 年の 5.2%増から 2.8%増（過去 10 年の平均増加率は 2.6%増）になると予測している。概して、“プラス成長ではあるが、事前予想以上に好調だった 2010 年よりも伸び率は鈍化する、だが 2008～09 年の金融危機のような売上マイナスは回避できる”という想定に。同じような見通しになる背景としては、高失業率やガソリン価格の高止まり、不安定な株式市場、所得の伸び悩み、インフレといった様々な影響を受けて消費者の態度が慎重である点が挙げられる。

確かに、消費者のマインドは低迷したままである。ミシガン大学/ロイター調査の消費者センチメント（10月速報）は 57.5 と、9 月の確報値（59.4）から 1.9 ポイント低下し、市場予想を下回った。株価の急落など金融市場の混乱を受けて 7～8 月と大幅に悪化したあと、9 月に一時的に改善したが、その勢いは続いていないようだ。ミシガン大学は“データは、景気後退が起ころうと示唆している”とコメント。内訳をみると、現状が前月から 1.1 ポイント低下の 73.8 となる一方、期待も 2.4 ポイント低下の 47.0 と 80 年 5 月以来の低さに。先行きに対する不透明感が足を引っ張っている形だ。ミシガン大学によると、39%の消費者が、最近金融環境が悪化した理由として所得の減少を挙げ、65%が今後一年間で所得が増えないと予想している。



富裕層を取り巻く厳しい環境

実際の小売売上と消費者マインドの乖離をどのように解釈するかが、高級百貨店の売上が前年比 2 ケタ増と堅調であるように、富裕層の消費意欲は大きく崩れていないと考えられる。所得階層別の消費者マインドをみても、富裕層ほど相対的に堅調である。しかし、富裕層に対しては、株価下落といった金融市場の変化以外にも、政治的及び社会的なプレッシャーが高まっている。

9 月 8 日にオバマ大統領が発表し早期成立を要望している、新たな経済対策

² http://www.icsc.org/icscnews/HF_11.pdf

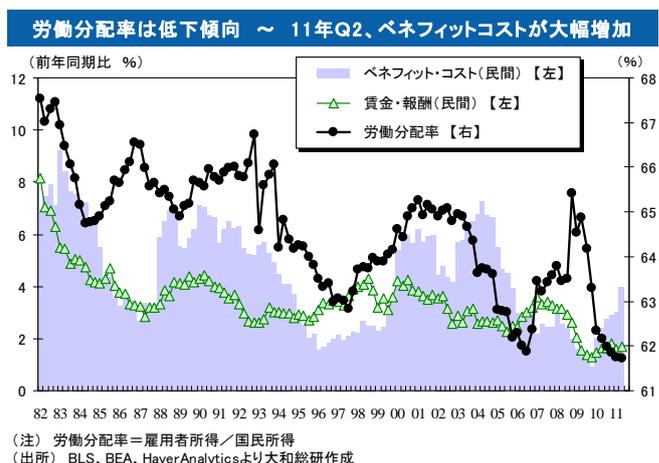
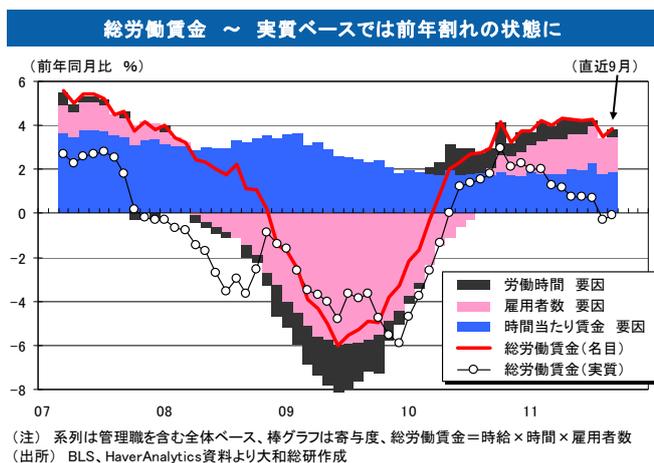
<http://www.shoppertrak.com/experts-predict-more-retail-sales-fewer-store-shoppers-holiday-season>

http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp_id=1206

American Jobs Act に関してはその財源を巡って議会の審議が滞っている³。上院民主党は、2013年1月1日から年収100万ドル以上の層に対して新たに5.6%課税すること（今後10年間で4,500億ドルの税収増）で財源を賄おうという修正案を提出した。オバマ大統領も賛同した富裕層への増税案だったが、10月11日、審議入りを求める動議は賛成50（民主50、無所属を含む）、反対49（共和46、民主3）となり、必要な60に届かなかった⁴。また、年末にかけての財政赤字削減を巡る交渉でも、オバマ政権は、歳出削減だけでなく増税も含めた案を超党派の委員会 Joint Select Committee on Deficit Reduction に提案。ここでもターゲットは富裕層である。さらに、NYを中心に9月半ばから続くデモで掲げられるスローガンは、1%の富裕層を攻撃対象にしている。このように、高所得者層ほどネガティブな、耳障りな話が続いている。

確かに、億万長者のなかには Warren Buffett 氏のように、中間層に比べて税金をあまり払っていないから課税されても構わないというスタンスの者もあり、富裕層を単純には割り切れないかもしれない。実際、Buffett 氏が明らかにしたところでは、2010年の調整後総所得 adjusted gross income 約6,286万ドル、課税所得 taxable income 約3,981万ドルに対して、納めた税金は約692万ドルであり、実効税率は17.4%であるという。税率が抑えられる要因としては、現在、配当所得やキャピタルゲインにかかる税率が、給与などの雇用者所得に対する税率よりも低いことが考えられよう。

賃金は伸び悩み、労働分配率は大幅に低下しているが、今後も企業が賃金よりも株主への配当という選好を強めていけば、株式保有比率の高い富裕層の所得環境は安定的な配当所得を得られるために、労働市場の動向に大きく左右されず、消費活動もあまり鈍くならないだろう。逆に、議会における議論が抜本的な税制改革に取り組もうとなれば、富裕層のセンチメントにとってはマイナスである。



³ 同対策の中身に関しては、拙稿「海外情報「米経済見通し 財政・金融政策への期待」 2011年9月20日を参照。

⁴ http://www.senate.gov/legislative/LIS/roll_call_lists/roll_call_vote_cfm.cfm?congress=112&session=1&vote=00160

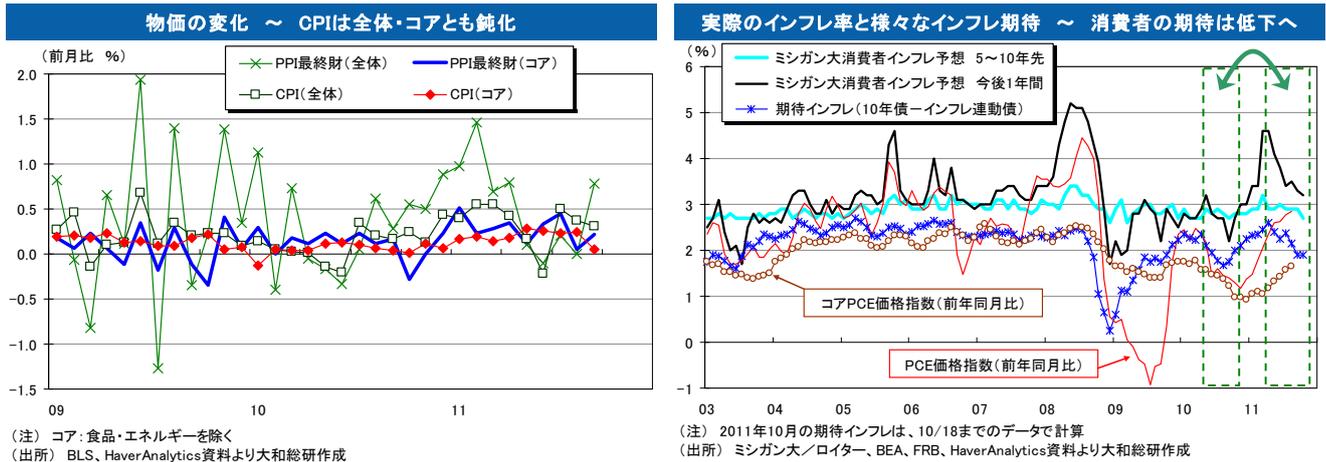
この結果を受けて、オバマ大統領は“戦いは終わったわけではない”と声明を発表し、今後200万人近い雇用創出効果があるとされる法案の個別項目ごとに採決にかけていく方針を明らかにした。実際、上院民主党のリード院内総務は、10月17日、American Jobs Actのうち、学校の教師のレイオフ阻止や警察官や消防士の採用・雇用維持に該当する350億ドルの部分を切り離した法案を議会に提出して、成立を目指す方針を示した。

<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2011/10/11/statement-president-senate-vote-american-jobs-act>

<http://democrats.senate.gov/2011/10/17/reid-democrats-are-committed-to-putting-teachers-and-first-responders-back-to-work/>

インフレはピークアウト？

9月のCPIは全体及び食品・エネルギーを除いたコアともに、前月比で伸び率が鈍化した。依然として前年同月比では高いが、前月比で抑制した状態が続けば、ピークアウトするのは時間の問題になろう。ただ、9月のPPIは川上段階の原材料を中心に上昇しインフレ圧力の継続を示しており、今後も注視していく必要がある。なお、消費者のインフレ期待（ミシガン大学調査10月速報）は、今後1年に関しては前月の3.3%から3.2%、5～10年後のインフレ期待は前月の2.9%から2.7%にそれぞれ低下している。



企業のマインドは、低水準ながら、横ばいを維持

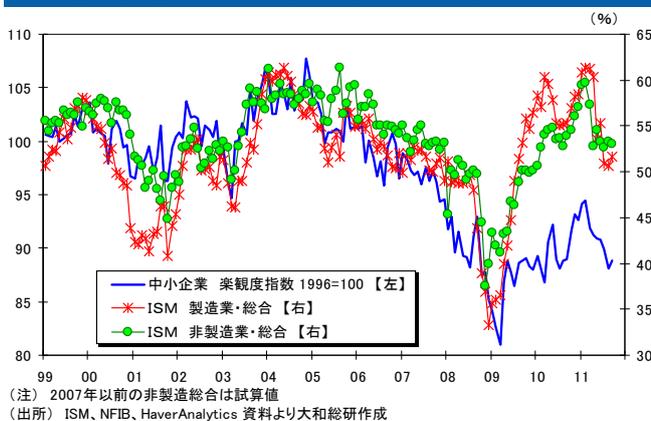
では、企業の方はどうか。まず、景況感を確認すると、9月のISM製造業景況感指数は51.6と8月から1.0ポイントとわずかだが上昇し、3ヶ月ぶりに改善した。予想に反する上昇だが、7～9月の平均で51.0と水準は低く、1～3月の平均61.1や4～6月の56.4を下回っており、9月の増加幅は限定的。金融市場の大きな混乱にもかかわらず、50割れを回避している点は評価できる。ISMは、“企業のコメントは概ね低迷する景気、ワシントンの政治や政策の不透明さなどに対する懸念を反映している。また、失業率の高止まりが継続するという見通しに対する懸念も反映しており、製造業製品の需要にプレッシャーをかけ続けるであろうとみられる”と指摘。中身をみると、構成項目5つのうち前月よりも悪化したのは在庫だけであり、生産や雇用、入荷遅延がプラスに寄与して全体を押し上げた。注目された新規受注は前月と変わらず、3ヶ月連続で50を下回っている。最大の押し上げ要因となった生産は前月の48.6（2009年5月以来の50割れ）から51.2と3ヶ月ぶりに50を回復。ただ、新規受注の低迷を考慮すると、生産が順調に回復していくとは想定しづらい。原系列のデータながら、“増えた”という割合が前月の19%から23%に高まると同時に、“減った”の割合も19%から21%に高まっており、二極化の様相か。

また、ISM非製造業景況感指数は53.0と前月から0.3ポイント低下し、ここ半年間ほぼ横ばい状態（4～9月の平均は53.3）。ISMは、“企業のコメントは、先行きのビジネス環境や景気の方角についての不確実性を反映している”と指摘。中身をみると、新規受注が前月から4.3ポイント上昇し56.5と4ヶ月ぶりの高水準に回復した。50割れが続く製造業に比べるとポジティブだ。紹介されている企業のコメントは“調達活動が拡張”、“計画されていなかったメンテナンス作業”というもの。続いて、ビジネス活動も1.5ポイントアップの57.1となり、半年振りの高水準である。対照的に、足を引っ張ったのが雇用であり、2.9ポイント低下

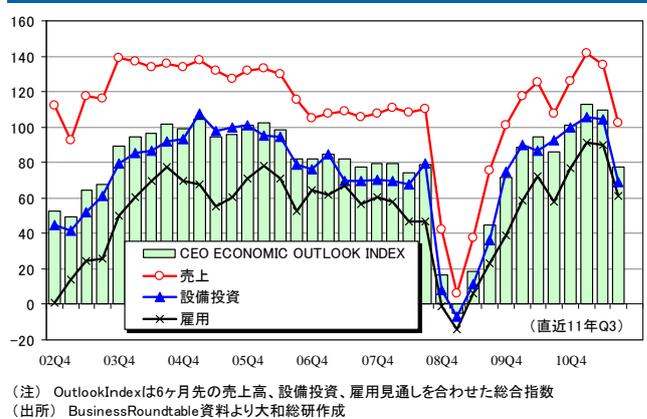
の 48.7 と 3 ヶ月連続で低下し 1 年 1 ヶ月ぶりの 50 割れとなった。“予算の関連で売り場のスタッフを減らしている” “自然減を通じて支出をコントロールしている” というネガティブなコメントが並ぶ。原系列のデータながら、“増えた” という割合が 6～7 月の 27%、8 月の 16% から 10% に大きく低下する一方、“減った” という割合は前月の 15% から 17% に上昇し、“増えた” を凌駕する。

また、大企業の CEO を対象を絞った調査 (Business Roundtable、8 月 29 日から 9 月 16 日に調査) でも、好調だった Q1 や Q2 に比べて、販売や設備投資、雇用に
関する先行きの見通しが後退している⁵。但し、金融危機ほど落ち込んでおらず、リーマンショックで急低下する前の平均的な水準を維持している。金融市場の混乱の割には、企業経営者はそれほどパニックにはなっていないとみられる。

企業景況感 ～ 8月に続いて9月も、小幅の変化にとどまる



楽観的だった大企業CEOの先行き見通しも、大幅に下方修正される



製造業の景況感は低迷するも、実際の生産活動はQ2からリバウンド

そして、10 月前半の状況も加味した NY 連銀の 10 月の製造業景況感調査 (10 月 17 日発表) では、景況感指数が ▲8.48 と 9 月 (▲8.82) とほとんど変わらなかった。これで 5 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。内訳をみると、業況が前月から“改善した”という割合が 9 月の 19.38 から 17.05 にさらに減少する一方、“悪化した”と答えた企業は 28.21 から 25.53 に減った。悪化に歯止めがかかった点は評価できるが、よくなっている企業が減っていることは、全体としてほぼ横ばい状態が続いていることを表している⁶。

懸念されるのは、半年先の期待感が 6.3 ポイント低下し再び 1 ケタ台の低水準に戻ってしまったことだろう。悪くなるという比率が小幅拡大し、よくなるという前向きな見方が前月から 5.5 ポイント低下の 31.46 に。今年 5 月までは、よくなると見込む企業が 6 割弱もあったことから、企業の慎重さを示している。前述したページブックでは、“いくつかの地区の調査対象企業は、経済見通しがより弱まっているか不確かなために警戒感を強めており、将来の支出計画の重石になっていると報告している”と言及している。具体的には、消費者マインドが下がっていることから、年末商戦向けの在庫積み増しに慎重であるなど。

⁵ <http://businessroundtable.org/news-center/business-roundtable-releases-third-quarter-2011-ceo-economic-outlook/>

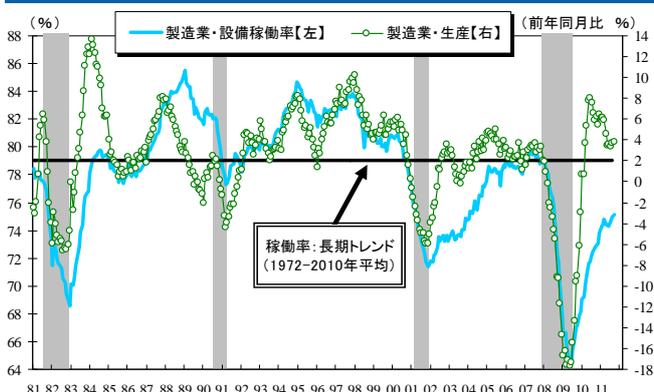
⁶ 但し、新規受注や出荷の DI はプラスに転じるなど好転を示唆する。ISM の作成方法に合わせて、New Orders, Shipments, Delivery Time, Inventories, Number of Employees, Average Employee Workweek の系列を加工すると、10 月は前月の 46.2 から 49.5 に上昇する。

しかしながら、実際の企業活動は景況感とは異なっている。9月の鉱工業生産は前月比0.2%増と5ヶ月連続で増加しているが、リーマンショック直前2008年8月の水準とはまだ大きな乖離がある。この結果、Q3の鉱工業生産は前期比年率5.1%増とQ2の0.5%増から大幅に加速した。5月以降、さらに調査によっては7～8月と景況感が大幅に悪化した。実際の生産活動は景況感に反して増加している。天候に左右される公益等を除いた製造業は7月の0.7%増に続いて8月0.3%増、9月0.4%増と堅調に拡大し、Q2の前期比年率0.1%減からQ3は4.3%増へ。サプライチェーンの影響でQ2に15.8%減と落ち込んだ自動車関連がQ3は一転して21.4%増と大幅に増加した点が寄与しているが、その反動増を除いたベースでもQ2の1.0%増からQ3は3.3%増と加速していることが確認できる。

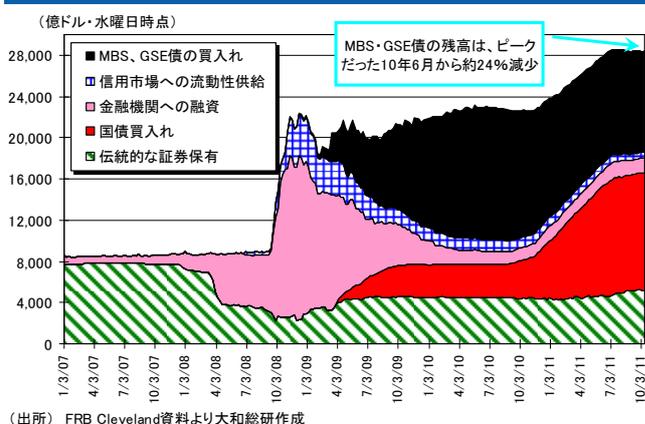
具体的にみると、公益（電力・ガス）が1.8%減と2ヶ月連続で減少。FRBによると、季節外れの暑さだった8月から9月は気温が落ち着いたためという。対照的に、鉱業は0.8%増と7ヶ月連続で堅調に拡大している。一方、鉱工業全体の約75%を占める製造業（SICベース）は0.4%増と3ヶ月連続で増加。木材製品2.4%増、航空宇宙2.2%増、電気機器1.3%増、紙製品1.1%増、コンピュータ・電子製品1.0%増などの堅調さが目立つ。サプライチェーンの混乱から立ち直っている自動車・同部品は0.7%増と3ヶ月連続で増加し、地震発生前の水準には接近。逆に、減産した業種としては、家具2.2%減、アパレル1.2%減、非金属鉱物製品0.9%減などが挙げられる。また、鉱工業の設備稼働率は77.39%と前月から0.07%ポイント上昇（2ヶ月ぶり）にとどまったが、製造業に限れば、前月から0.20%ポイントアップの75.12%と2008年7月以来の高水準になっている。

10月上旬までカバーしているページブックでも、製造業の活動は“ほとんどの地区で前回報告から活発になった”とコメント。少なくともsummaryでは、NY地区の製造業の弱さを指摘する記述はみられない。同時に強さに関する指摘もなく、前月からあまり変わらずとの評価を反映している可能性がある。このように、製造業の景況感一つをとっても地域的なばらつきがみられ、一喜一憂しない方がいいかもしれない。

9月の生産は前年比3.9%増にやや拡大 ～ 設備稼働率も再び上昇へ



FRBのバランスシート ～ 残高維持し、国債の残存期間の長期化を図る



Fedは段階的な金融緩和に ～ オペレーション・ツイスト実施

9月20-21日にFOMCが開催され、政策金利を事実上のゼロ金利で据え置く方針を確認した。そして、この異例なほど低い金利水準を少なくとも2013年半ばまで

続けるという、前回 8 月に導入した追加措置を明記した⁷。さらに、今回は保有する証券残高を維持しながら、保有する国債の平均残存期間を長期化する方針を掲げた。具体的には、2012 年 6 月末までに、保有する 4,000 億ドルに関して償還までの残存期間 3 ヶ月～3 年の国債を売却する一方、同額の残存期間 6～30 年の国債を購入するという。短期国債を売って長期国債を買うという、いわゆるオペレーション・ツイストである。この資産構成を変化させるプログラムの意図として、Fed は“長期金利に下向きの圧力をかけて、より広範囲の金融状況をより緩和的にするだろう”と指摘している。

昨年 11 月に導入されて今年 6 月末に終了した総額 6,000 億ドルの国債を追加で買い入れるという量的緩和策の第二弾、いわゆる QE2 と比べると、やや小規模ではある。だが、買い入れる国債のデュレーションが 5～6 年とされた QE2 に比べると、今回のケースは購入する長期国債の割合が明確に大きいことから、長期金利への影響が予想される。平均残存期間は現在の約 75 ヶ月から 2012 年末には約 100 ヶ月に長期化すると Fed は予想している。この他に、従来の、保有証券（政府機関債と MBS、国債）の元本の償還資金を長期国債に再投資するとの方針を若干変更し、政府機関債と MBS の償還資金については、MBS に再投資することに（償還期限をむかえた国債を国債に再投資する点は変わらない）。この目的として、“モーゲージ市場の状況をサポートするため”と FOMC 声明文で言及。

なお、今回の措置は長期金利の引き下げを意図する反面、売却対象である短期国債利回りの上昇圧力を高めてしまうかもしれない。ただ、同時に Fed は、現在の超低金利状態を 2013 年半ばまで続けられると予想しており、上昇圧力をある程度相殺できるだろう。

依然として、ハードルが高いQE3 ～ 緊急時の手段か？

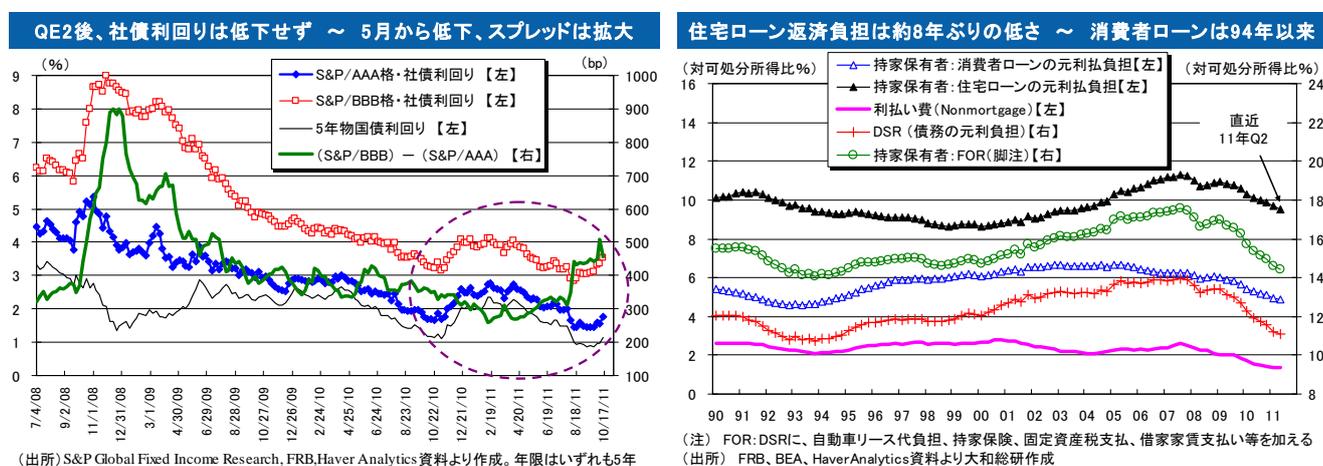
今回の FOMC でも、大規模に証券を買入れてバランスシートを拡大させる QE3 は見送られた。声明文の実質的な最後を“経済見通しを評価し、必要に応じて様々な政策手段を用いる用意がある”と締め括っており、まだ選択肢に残っているという根拠になっている。FOMC 議事録要旨によると、2 人のメンバーは、現状及び見通しにおいてもより強力な政策アクションが正当化されると主張し、オペレーション・ツイストでは不十分という立場を示した。ただ、今後の FOMC における追加手段が排除されないとして今回は支持に回った。反対に、投票メンバー 10 人のうちダラス連銀のフィッシャー総裁、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、そしてフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁の 3 人は、現時点での追加の緩和策を支持しないとして反対票を投じた。投票権を持っていなかった地区連銀総裁でも、リッチモンド連銀のラッカー総裁のように、反対を明言しており、今回も相当数の反対論が Fed 内にあったことが示唆される。

引き続き Fed 内には意見の違いがあるわけだが、QE3 を今後の選択肢として残しておく点では多くの参加者が賛成しているようだ。ただ、行使する条件に関しては、より力強い景気回復が必要なときから、デフレリスクが高まったときまで、温度差がみられる。現時点では、QE2 実施時とインフレ動向が依然として異なる状況から、QE3 のタイミングは未定ではないかとみられる。

⁷ 詳細は、拙稿 海外情報「Fed、段階的な追加の金融緩和に踏み切る」 2011 年 9 月 22 日を参照。

追加緩和措置の効果は、不透明

QE2の際には、長期金利を引き下げることによって、例えば住宅ローンの低下で住宅の購入需要を刺激する、あるいは社債利回りの低下で企業の資金調達コストを引き下げて投資需要を促すという、実体経済への直接的な効果が期待された。間接的には、企業価値を示す株価が上昇すると、家計への資産効果にもつながるとみられた。だが、QE2実施後の現象をみると、景気回復期待の高まりを受けて、長期金利（住宅ローン金利）はむしろ上昇に転じてしまい、株価の顕著な上昇が観察されただけである。バーナンキ議長は4月27日のFOMC後の記者会見で、株価上昇のほかにスプレッドの縮小やボラティリティの縮小をプラス要因として列挙し、6月22日の記者会見では、デフレリスクを払拭するのにうまくいったとコメントした（追加緩和が原油を始めとするコモディティ価格上昇を促し、新興国などのインフレを高進させたという批判はあるが、バーナンキ議長はこの因果関係には否定的）。



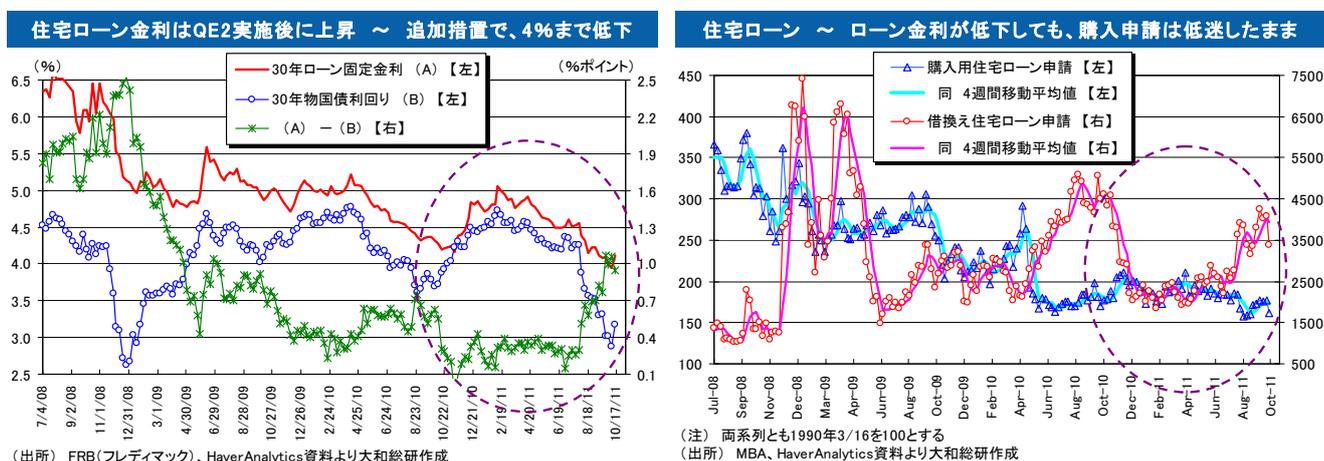
低下する金利感応度 ～ お金の流れを妨げる障害

果たして今回はどんな効果が期待できるかだが、Fedの追加金融緩和措置による長期国債利回りの低下に伴って、住宅ローン金利（30年固定）も大幅に低下し、一時は4%割れと過去最低水準に。但し、このような金利低下に敏感に反応しているのがローンの借り換え申請であり、購入目的の申請件数は低迷したまま。しかも、借り換え申請そのものが順調に進展しているとは言い難い。オバマ政権が実施している借り手救済策のなかの、住宅ローンの返済条件の変更プログラム（HAMP: Home Affordable Modification Program）は、当初400万世帯が恩恵を受けられるとアピールされていたが、これまでに実際に恒久的な見直しに至った件数は累積で約81.7万件（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12.6万件を含む）にすぎない。従って、毎月の返済負担を軽減して家計を潤すかは、依然として不透明である。

また、住宅ローン金利が低下しても、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、住宅需要も顕在化することはできない。中古住宅販売のデータを発表するNARによると、契約の失敗、つまり査定価値が交渉価格を下回るなどのために住宅ローンの引き受けが失敗するというキャンセル率は、8月には18%に達し、6～7月の16%（1年前の8月は9%）から上昇している⁸。

⁸ だが、直近では住宅市場に関する明るい兆しもみられる。例えば、9月の住宅着工件数は前月比15%増の年率換算65.8万戸と2010年4月以来の高水準になった。ボラタイルな動きをする集合住宅が大きく貢献している面はあるが、その背景には

さらに、厄介なことに、国債利回りと住宅ローン金利のスプレッドは大幅に拡大しており、追加措置によって低下した国債利回りほどは住宅ローン金利が下がっていないことを示しているつまり、Fedのせっかくの努力も割り引かれてしまっているわけだ。なお、米国債利回りの低下には欧州の財政危機に伴う資金の逃避先という側面もある。



予想を上回った9月の雇用統計 ~ 民間部門は実質9万人程度のペースで拡大

一方、雇用環境をみると、9月の非農業雇用者数は前月差10.3万人増となり、市場コンセンサス(6.0万人増)を上回った⁹。加えて、過去2ヶ月分が政府部門を中心に9.9万人分も上方修正された点を考慮すると、8月時点でみられた雇用増加基調のストップは回避されたことになる。景気後退への警戒感是和らいだといえよう。注目される民間部門の雇用者数も13.7万人増と19ヶ月連続で増加し、8月の4.2万人増から大幅に加速した。8月の場合、大規模なストライキの影響で雇用者数が4.5万人分押し下げられたが、ストライキ収束に伴って9月は一転して押し上げ要因になった。従って、単純にノイズを調整すると、7月の17.3万人増から8月8.7万人増、9月9.2万人増に増加ペースが減速している。今年1~4月の平均増加20.4万人増に対して、5~9月は平均で10.5万人増に(2010年3月~2011年9月の平均は13.6万人増)。

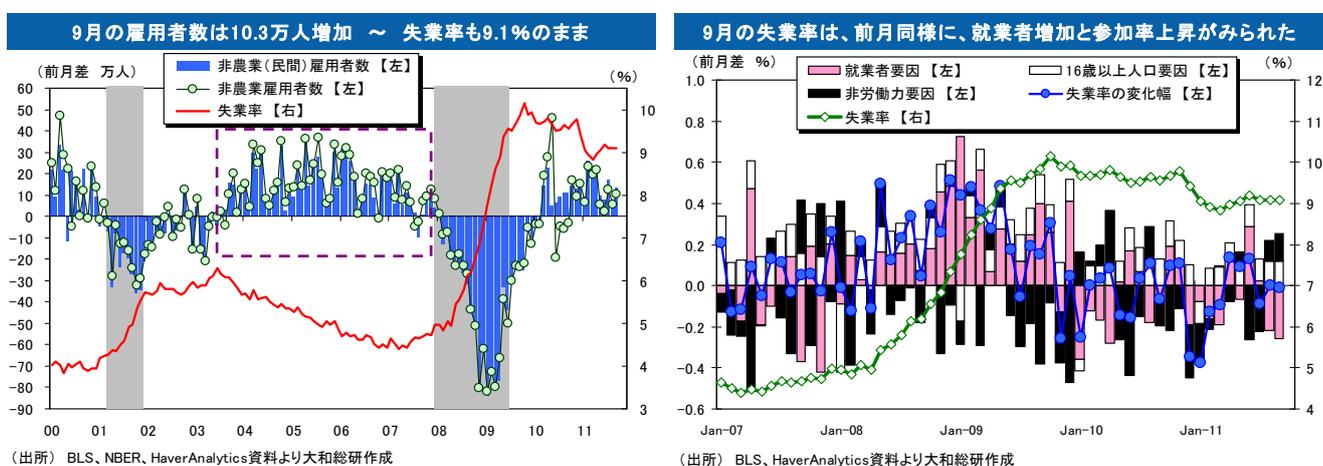
政府部門は2ヶ月ぶりに減少し引き続き労働市場を圧迫しているが、民間部門では、ストライキの影響を受けた情報の反動増以外に、専門・企業向けサービスや教育・健康サービスでも雇用の増加がみられる。ただ、9月の増加は限られたセクターで生じており、民間部門全体で万遍なく増えているとは言い難い。実際、DI(雇用が増えた産業-減少した産業の割合)をみると、製造業は46.3に低下し11ヶ月ぶりの低水準に、また民間非製造業(大和総研試算値)のDIは8月の57.4から58.2とほぼ横ばいにとどまっている。金融市場の混乱を受けて企業の採用意欲が急変したわけではないようだが、依然として企業の姿勢は慎重なままであり、

賃貸住宅に対する根強い需要があるからであり、ポジティブに解釈できる(但し、一戸建ては1.7%増と横ばい状態)。また、住宅着工の先行指標になるNAHBの10月の住宅市場指数は前月の14から18に上昇し、2010年5月以来の高水準に。建設業者のマインドを示す、現状認識や半年先の販売見通し、潜在的に見込みのある買い手の動向いずれも改善している。NAHBは“全国で回復が始まっていることの兆しである。非常に有利な金利と価格が消費者の関心を引いている”、“建設業者にとって差し押さえ住宅が価格下落の圧力となっており、同時に建設資材のコストは上昇しており、既に薄いマージンが一段と圧迫される”とコメント。

⁹ 詳細は、拙稿「海外情報「米国の雇用統計に一喜一憂は禁物」 2011年10月11日を参照。

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。

この状況を端的に表しているのが賃金水準であり、9月の民間セクター全体の時間当たり賃金が前月比0.17%増と2ヶ月ぶりに上昇したが、前年同月比では1.85%増と2%を下回ったままだ。前述したように、足もとのCPIは3%を大きく上回っており、実質ベースでは前年割れしている状態が続いている。名目賃金上昇率の先行指標に相当する自発的離職率が上昇基調にあるので、賃金が一段と下がることは想定していないが、自発的離職率の水準が依然として低い。9月の民間部門の総労働賃金（時給×時間×雇用者数）は、名目ベースでは前月比0.59%増（前年同月比3.84%増）と2ヶ月ぶりに増加、実質ベースでも時間と雇用者数の2要因によって前月比ではプラスに（前年同月比0.1%減）。



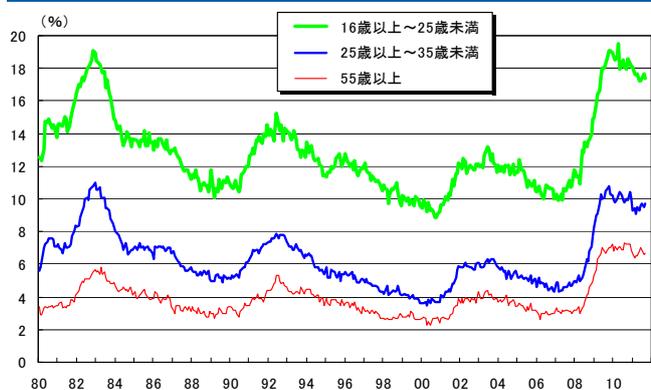
失業率は横ばい状態に ~ 長期失業者は滞留し、若年層の失業率は高止まり

9月の失業率は9.085%と8月の9.093%とほとんど変わらず、市場の予想通りの結果になった。4~6月にかけて僅かに上昇する場面はみられたが、ここ半年間ほぼ横ばいで推移している。ただ、9月の失業率の変化を要因分解すると、労働参加率（＝労働力人口／16歳以上人口）が64.15%に上昇したため、非労働力要因が0.13%ポイント押し上げている。また、人口が増えている米国の場合（16歳以上人口が19.9万人増加）、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。一方で、労働市場への参入者に匹敵する就業者の増加がみられたことから（就業者要因が失業率を0.26%ポイント押し下げ）、失業率全体では横ばいに。このように、6~7月の複雑な解釈に比べると、8月同様に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る。

就業者・失業者・非労働力人口の三者間の移動をみると、労働市場への流入と流出両面で増加するなど人の流れが活発になっており、労働市場の流動性が高まっているといえよう。しかし、同時に、失業者のうち52週間以上、つまり1年以上失業状態である超長期失業者は前年同月よりも10万人も多い438.6万人（原系列）と、失業者全体の32.4%を占めている。27~51週間の失業者という超長期失業者の予備軍も再び増加に転じ、1年以上の超長期失業者の就労化は一段と困難になっているとみられる。また、年齢別では、若年層の失業率の高さが強調され、80年代初め以来の水準といわれる。だが、若年層、特に16~24歳の労働参加率は当時よりも10%ポイント以上低い。従って、そもそも労働市場にいる割合が低く

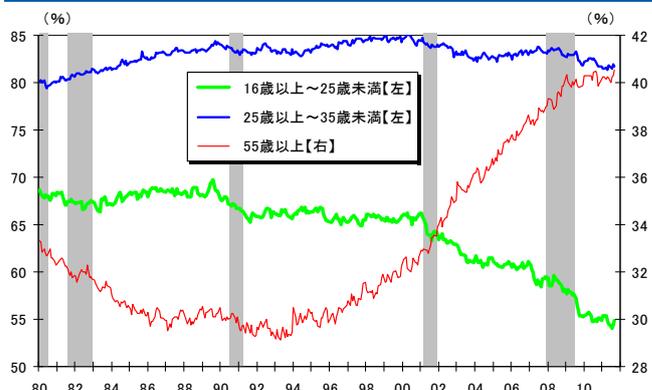
なっているにもかかわらず、失業率が高いということは、若年層を取り巻く労働環境は一段と深刻になっていると考えられる。このような長期失業者の滞留や若年層の失業率の高止まりが、昨今話題の格差を助長している背景かもしれない。

年齢別の失業率 ～ 働く意欲のある若年層でも、失業率は高いまま



(出所) BLS、HaverAnalytics資料より大和総研作成

働く高齢層、働かない若年層 ～ 若年層の労働参加率は歴史的低水準



(出所) BLS、NBER、HaverAnalytics資料より大和総研作成

オバマ大統領は、雇用拡大に必死

2012年11月の大統領選挙まであと一年余りとなったが、再選を目指す現職のオバマ大統領を取り巻く環境は厳しいままであり、支持率も40%前後で推移している。共和党の大統領候補選びが混沌としている状態にも助けられており、民主党内で争わない分、潤沢な選挙資金を無駄なく使うことができよう。だが、2008年の大統領選挙では、民主党の指名争いが長期化し有権者の注目をより集められたが、今回はこれまでの実績をアピールするしかない。ブッシュ前大統領の負の遺産を引き継いだとはいえ、雇用者数は就任前の水準を約3%下回っており、失業率も高止まったままである。失業率とインフレ率（CPI上昇率）を足した悲惨指数 Misery index の上昇が止まらない。また、政策を実行しようにも、ねじれた議会では思うように進まない。

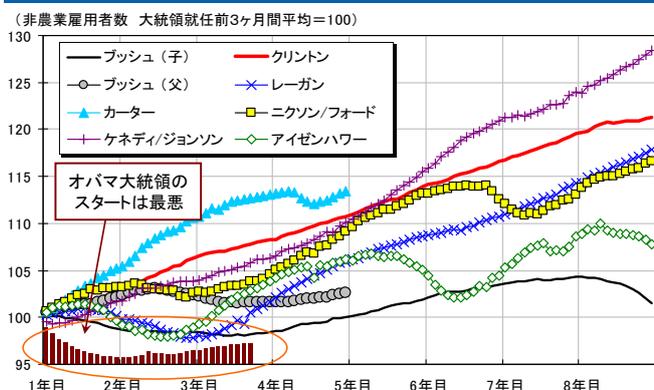
これまで、成長の担い手として輸出に注目し、5年間で輸出を倍増させる計画を打ち立て雇用創出（200万人）を狙った。輸出が拡大すれば国内の生産が活発になり、付随して雇用も増えるというロジックである。7月に過去最高水準となった輸出は8月も前年比15%増と目標達成に必要なペースで増えているものの、雇用創出にどれだけつながったかは不明。韓国やコロンビア、パナマとのFTAを実施するための法案が議会で漸く可決され、将来的には輸出が年間130億ドル増加し、25万人の雇用を生むとの試算もあるが、短期間で効果が出るのは難しいだろう。

別の雇用を増やす方法として、外にあるお金を国内に還流させて経済を活性化させるルートも考えられる。2004年のブッシュ政権下で成立した本国投資法の再現であり、直近（10月6日）では、共和党のMcCain上院議員と民主党のHagan上院議員が共同提案している。プログラムに参加して国内に送金した企業が雇用者や給料を増やせば、さらに税率が軽減されるというインセンティブが付く（逆にレイオフをするとペナルティ）が、単独で法案が成立するのは難しいとされている。これまでも様々な法案が提出されてきたにもかかわらず、議会のコンセンサスを得られない背景には、本国投資法のとおり、国内に還流されたお金が本来の目的であった雇用や国内の投資に回った部分は限定的で、ほとんどは自社株買い等に使われたという研究があり、再び繰り返されることを懸念しているとみられる。現在のように、格差に対する厳しい目があるなかでは、大企業だけが直接的

に恩恵を受けられる法案には二の足を踏んでしまうのだろう。また、海外からの直接投資を促す方法も、諮問会議である雇用・競争力会議のレポートで提案されているが、これは相手の事情による面が大きく、即効性は期待できない。

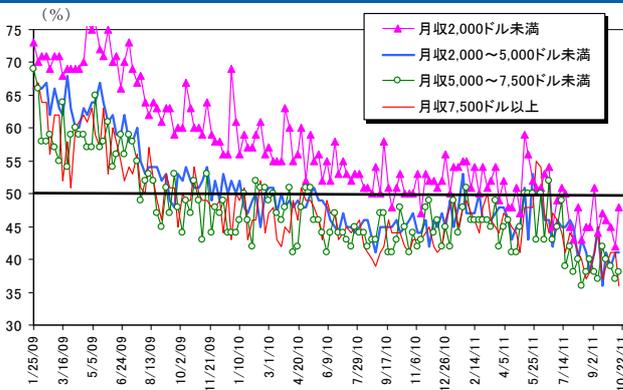
海外のお金があまり当てにできないとなれば、国内のお金を活用するしかない。その代表例がオバマ大統領の要望している American Jobs Act だが、前述した通り、成立の目処は立っていない。これにしても、インフラ投資の即効性は乏しく、単年限りの企業向け減税では経営者が採用を積極的に増やすとも考えにくく、手っ取り早い手段は地方公務員のリストラを防ぐための補助金ぐらいになってしまう。オバマ大統領は雇用拡大に躍起になっているが、政策面で押し上げる手段があまりないのが現状である。

大統領は雇用を創出したか ~ ブッシュ(子)も減らしたわけではない



(出所) BLS、HaverAnalytics資料より大和総研作成

所得階層別のオバマ大統領の支持率 ~ 富裕層の支持が低下気味



(出所) Gallup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	前期比年率(除く失業率)														
<前年同期比>	3.9%	3.8%	2.5%	2.3%	3.0%	0.4%	1.3%	2.0%	1.9%	1.7%	2.2%	2.4%	2.6%	2.5%	2.2%
民間消費支出	2.7%	2.9%	2.6%	3.6%	2.0%	2.1%	0.7%	1.7%	1.9%	2.1%	2.2%	2.4%	2.6%	2.5%	2.1%
政府支出	-1.2%	3.7%	1.0%	-2.8%	0.7%	-5.9%	-0.9%	-1.0%	-0.5%	-2.0%	0.2%	0.1%	-0.9%	-0.9%	-0.4%
企業設備投資	6.0%	18.6%	11.3%	8.7%	4.4%	2.1%	10.3%	6.0%	5.5%	7.6%	4.5%	6.0%	7.0%	7.5%	6.0%
民間住宅投資	-15.3%	22.9%	-27.7%	2.5%	-4.3%	-2.4%	4.2%	1.5%	1.0%	-1.9%	2.5%	4.0%	5.0%	5.0%	2.9%
輸出等	7.2%	10.0%	10.0%	7.8%	11.3%	7.9%	3.6%	5.0%	5.0%	6.9%	5.0%	5.5%	6.0%	6.0%	5.2%
輸入等	12.5%	21.6%	12.3%	-2.3%	12.5%	8.3%	1.4%	1.5%	3.3%	4.9%	4.0%	4.5%	5.0%	5.0%	3.6%
鉱工業生産	8.1%	7.1%	6.7%	3.1%	5.3%	4.8%	0.5%	5.1%	2.0%	3.9%	2.5%	3.1%	3.6%	3.5%	2.9%
消費者物価(全体)	1.3%	-0.5%	1.4%	2.6%	1.6%	5.2%	4.1%	3.1%	2.2%	3.2%	1.7%	2.0%	2.2%	2.1%	2.3%
失業率	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	8.9%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%	8.9%	8.7%	8.6%	8.8%
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	-131.8	-132.4	-549.2	-134.7	-132.5	-124.8	-124.8	-516.7
経常収支	-118.3	-120.3	-120.1	-112.2	-470.9	-119.6	-118.0	-118.3	-118.2	-474.1	-118.7	-116.4	-111.8	-110.7	-457.5
財政収支	-328.9	-287.0	-290.2	-369.0	-1275.1	-460.5	-141.1	-328.1	-299.1	-1228.7	-350.3	-124.8	-203.6	-209.4	-888.1
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	0.30	0.29	0.46	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	2.47	2.18	2.83	2.33	2.48	2.75	3.04	2.65
国内最終需要	1.7%	4.9%	2.3%	2.7%	1.8%	0.4%	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%	2.1%	2.4%	2.5%	2.5%	2.0%
民間需要	2.5%	5.1%	2.6%	4.0%	2.1%	1.9%	1.8%	2.2%	2.2%	2.6%	2.5%	2.9%	3.3%	3.2%	2.6%

(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10月19日時点