

～海外情報～

2011年12月20日 全12頁

# 米経済見通し 2012年、すっきりしない自律回復

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也

燻り続ける欧州危機、国内的には大統領選挙を念頭に駆け引きが続く

## [要約]

- 2011年Q3の経済成長率は前期比年率2.0%増となり、年前半の1%成長から緩やかに拡大。年央に大きく高まった景気後退懸念が和らぐなか、Fedは足もとの景気現状認識を小幅に上方修正した。主たる点は雇用環境の改善であり、消費者マインドの改善を通じて、個人消費をサポートしていくとみられる。年末商戦の見通しの上方修正の動きも。ただ、現状は雇用者数の増加にとどまっており、賃金水準の向上にはつなげていない。フローの所得増加を伴わなければ、個人消費の伸びにも限度があろう。一方、企業活動では、景況感の改善がみられると同時に、実際の生産活動はやや鈍化しており、必ずしも企業が先行きに楽観的になっているわけではないようだ。
- Fedは今後も緩やかな景気回復が続くという見通しを示しているが、欧州の債務問題が著しい下ブレリスクであると警戒しており、順風満帆のシナリオとは言えない。ただ、欧州危機を強調する形は、裏を返せば、国内には目立ったリスクがないとも解釈できよう。しかしながら、国内的には、年末に期限切れを迎える給与税率の軽減措置延長の最終決着には至っていないなど政策面の不透明さが残っている。2012年は大統領選挙の年であり、膠着状態が益々強まると予想される。

年前半の低成長から  
Q3は2.0%に緩やかに  
拡大

2011年Q3の実質GDP成長率（第2次推計値）は前期比年率2.0%増と、第1次推計値の2.5%増から下方修正された。Q2の1.3%増から小幅な加速にとどまった形になるが、9四半期連続の緩やかな景気回復が継続しているという評価を変える必要はないだろう。というのも、下方修正の主な要因は企業の在庫増減であり、寄与度は当初の▲1.08%ポイント→▲1.55%ポイントにマイナス幅が拡大し、成長率の低下幅にほぼ匹敵する。ただ、在庫以外も、小幅ではあるが、下方修正がみられた。個人消費は当初の2.4%増から2.3%増に、寄与度は0.09%ポイント引き下げ。耐久財は自動車関連を中心に上方修正されたが、非耐久財やサービスの下方修正幅が上回った。設備投資も16.3%増から14.8%増に下方修正。機器・ソフトウェア投資の下方修正が響いた。一方、外需の寄与度は当初の0.22%ポイントから0.49%ポイントにアップし、民需のマイナスを打ち消した。具体的には、輸出が4.0%増から4.3%増に、輸入が1.9%増から0.5%増にそれぞれ純輸出のプラス幅が拡大するような動きをみせた。

この結果、外需と在庫要因を除いた国内最終需要は3.2%増から3.0%増に引き下げられたが、GDPほどの修正幅にはならず。国内最終需要から政府支出を除いた民間需要は4.0%増から3.7%増に。このように、経済成長のコアとなる国内最終需要あるいは民間需要をみると、成長パターンが大きく崩れたとまではいえないだろう。

## Fedは、景気の現状認識を小幅に上方修正

米国経済が二番底懸念を回避して再び緩やかな成長を辿っている点については、Fedもおおむね同意しているようだ。12月13日に開催されたFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00～0.25%の範囲で据え置かれた<sup>1</sup>。8月9日の会合から使い始めた、異例なほど低い金利水準を“少なくとも2013年半ばまで”維持し、さらに、9月20～21日の会合で決定した措置、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プログラムを継続することを決定した。短期国債を売って長期国債を買う、いわゆるオペレーション・ツイストである。また、保有証券のうちGSE債とMBSの元本償還資金をMBSに再投資するという9月の会合で修正した方針を維持した（償還期限を迎えた国債を国債に再投資する点は同じ）<sup>2</sup>。つまり、今回のFOMCでは、現行政策を維持して現在実施中の緩和措置の効果を見極める形になっており、背景には、先行きの見通しに大きな変化がみられないことがあろう。

一方で、景気の現状認識には多少の修正が加えられた。声明文では、11月1～2日のFOMC以降入手された経済データを基に、“世界的な景気が明らかにいくらか減速しているにもかかわらず、経済は緩やかに拡大している（expanding moderately）”と総括している。前回の“経済成長はQ3にいくらか強まった”から変更されたが、FOMC前にQ3のGDP第1次推計値が発表された点やQ3に持ち直した理由として“今年前半の成長を圧迫していた一時的要因の反動を部分的に反映”と指摘していた点を踏まえると、今回の表現変更を前回から弱まったあるいは強まったと判断することはできないだろう。以下では、FOMC声明文に沿って足もとの状況を確認していく。

## 雇用環境は改善 ～ 民間サービス部門は 14.6万人増加

まず、言及されている雇用環境に関しては、前回の“労働市場全般の状況は引き続き弱い（weakness）”から“指標は、労働市場全般の状況がいくらか改善していることを示している”というようにFedの認識が引き上げられている。背景としては、前回のFOMC後に発表された10月や11月の雇用統計の結果を受けたことに他ならない<sup>3</sup>。11月の非農業雇用者数は前月差12.0万人増と市場予想には僅かに届かなかったが、過去2ヶ月分が7.2万人分も上方修正された点を考慮すると、雇用環境は底堅く改善しており、年央にかけて高まった景気後退懸念をおおむね払拭する内容である。但し、2012年のオバマ大統領や金融当局にとってはまだ十分なペースではないかもしれない。

注目される民間部門は14.0万人増とコンスタントに増えている。政府部門は2.0万人減と労働市場の足を引っ張り続けており、民間部門では、建設業が不振。対照的に、小売（4.98万人増）や専門・企業向けサービス（3.3万人増）や教育・健康サービス（2.7万人増）、レジャー・接客業（2.2万人増）などサービス部門が拡大している。最大の牽引役になった小売の場合、11月のサンクスギビングデ

<sup>1</sup> 詳細は、拙稿「海外情報「景気認識を上方修正したFedは様子を見ることに」 2011年12月14日を参照。

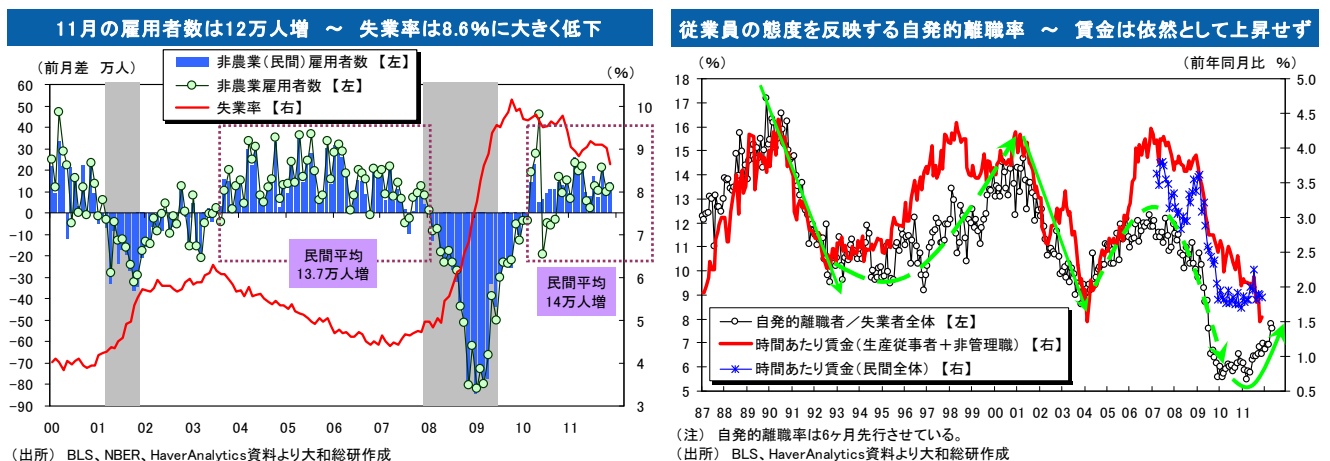
<sup>2</sup> オペレーション・ツイストやMBSへの再投資の現状は、10月3日から始まった長期国債の購入総額は約1,258億ドルに達して、短期国債の売却額は約1,087億ドルである（12月19日時点）。6月末まで終了したQE2が1ヶ月当たり750～800億ドルの購入規模であったのに比べると、オペレーション・ツイストの規模は毎月約450億ドルとやや小さめ。ただ、買入れられる国債のデュレーションが長期化している（2012年末には平均残存期間が約100ヶ月に長期化）。また、MBSへの再投資額は12月14日までの2ヶ月半で約637億ドル（netベース）に達しているが、2008年12月～2010年3月にかけて実施されたGSE債・MBSの大量購入（単純平均で月950億ドル弱）よりも小規模である。

<sup>3</sup> 詳細は、拙稿「海外情報「米雇用環境は改善しているが、ペースアップせず」 2011年11月7日、及び同「米雇用環境は改善、但し失業率低下は話半分」 2011年12月5日を参照。

一（今年は 11 月 24 日）明けから本格化する年末商戦に備えて、一時的に従業員を増やす傾向がある。原系列ベースでみると、例年 9 月に一旦減少した小売の従業員数は 10 月から 12 月にかけて増加に転じ、年明けの 1 月には再び大幅に減少するというパターンだ。今年でいえば、10 月は前月差 12.37 万人増、11 月は 42.35 万人増と着実に増えている。このようなパターンは季節調整によって修正されることになるが、11 月に季節調整済みで 4.98 万人増と 7 ヶ月ぶりの増加幅になったのは、原系列ベースでも 11 月の増加幅が大きかったからに他ならない（2008 年 11 月が前月差 21.35 万人増、2009 年 11 月 31.70 万人増、2010 年 11 月 33.27 万人増）。

ただ、民間セクター全体の時間当たり賃金は前月比 0.09% 減と 3 ヶ月ぶりに下落し、前年同月比では 1.85% 増と依然として 2% を下回ったまま。CPI 全体の上昇率が足もとでピークアウトしたとはいえ、前年水準を 3% 以上上回っていることから、実質ベースでは前年割れの状態が続いており、消費者にとってはネガティブな材料である。雇用者数は緩やかに増えているにもかかわらず、賃金水準が伸び悩んでいる要因としては、小売や人材派遣といった相対的に低賃金のセクターで雇用者が増えているために、全体の平均賃金を抑制していることがあろう。また、雇用創出の主体が従業員 500 人未満の中小・中堅企業である点も影響している可能性がある。

依然として企業側優位の労働市場であり、一部のセクターや職種を除くと、採用に慎重な企業は待遇条件を大幅に引き上げなくても必要な人数を確保できている。国内の財政政策を巡る停滞や欧州の債務問題など内外の状況が不透明ななか、コストを意識した企業経営が続くとみられる。



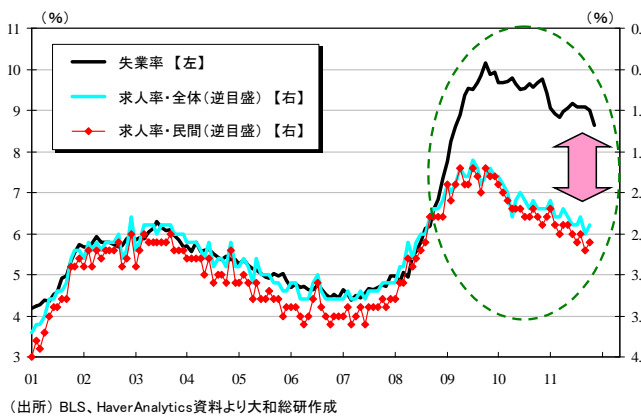
### 失業率は大幅低下～ 但し、過大評価は禁物

一方、11 月の失業率は 8.6% と 10 月の 9.0% から 0.4% ポイントも低下し 2 年 8 ヶ月ぶりの低水準まで改善し、11 月に公表された Fed のメンバー大勢の失業率見通し（2012 年 Q4 平均で 8.5～8.7%）を一年も前倒しで達成したことになる。しかしながら、FOMC 声明文では“失業率は高止まったまま”と引き続き言及しており、Fed の認識が大きく変わっておらず、先行きには慎重というところか。

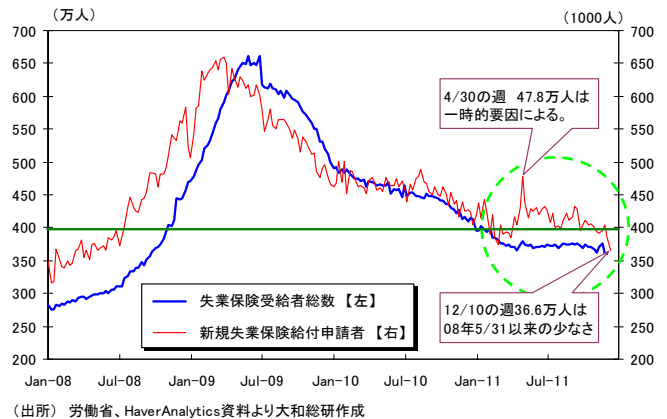
一つには、ポジティブな要素とネガティブな要素がともに失業率低下に作用しているため、失業率の改善を額面通りに受け取ることはできないからだ。11 月の失業率の変化を要因分解すると、就業者が増えたことによって就業者要因が失業

率を 0.18%ポイント押し下げている。4 ヶ月連続でポジティブな要素として寄与しているが、全体の低下幅の半分しか説明していない。それ以上に、労働参加率が 64.0%と低下したために、非労働力要因が 0.29%ポイントも押し下げた。また、人口が増えている米国の場合、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であり、それが失業率の 0.10%ポイントの押し上げに相当。つまり、非労働力要因がフラットであれば、失業率の低下幅は 0.08%ポイントに過ぎなかったわけで、過大評価は禁物だろう。但し、失業率の計算のもとになる家計調査のデータには、前月に引き続き、経済的理由のパートタイム従業員の減少、解雇等の非自発的離職の減少、長期失業者の減少など雇用環境の改善を示唆する点も多くみられる。さらに、直近の新規失業保険申請者数（12月10日の週）は 36.6 万人と約 3 年 7 ヶ月ぶりの低水準にまで減少した。従って、総合的にみて、“労働市場が改善”という Fed の判断は妥当といえよう。

#### ミスマッチの存在 ～ 今後も失業率と求人率の乖離は縮小していくか



#### 申請件数は40万人の壁をクリア？～直近は約3年7ヶ月ぶりの低水準



#### 11月の小売売上はやや伸び悩む ～ 年末商戦は盛り上がるか

次に、個人消費について前回の声明文では“家計支出はここ数ヶ月、いくらか速いペースで増加している”と言及していたが、今回は“家計支出は増え続けている”と評価。実際、11月の小売売上は前月比 0.2%増と 6 ヶ月連続で増加したが、9月の 1.3%増、10月の 0.6%増から鈍化。年末商戦のスタート好調が伝えられており、事前の予想はやや期待値が高すぎたかもしれない。広範なセクターで増加がみられた 10月に比べると、11月は牽引役のセクターは少なくなっている反面、大きく足を引っ張るセクターもみられなかった。

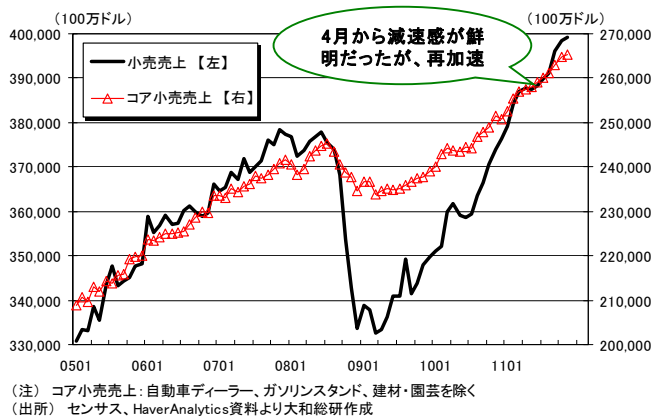
11月の最大の牽引役はオンライン取引や宅配などの無店舗販売であり、前月比 1.5%増と、10月の 2.6%増に次ぐ高い伸びになった。無店舗販売の約 3/4 を占める電子取引の売上は 2008-09 年の金融危機の際にほぼ横ばいになったものの、その後はほぼ一貫して増加トレンドを辿っており、この 2 年間で 3 割近く増えている（この間の小売売上全体の増加率は約 15%）。続いて、自動車・部品が 0.5%増と 3 ヶ月連続の増加に。11月の新車販売台数は 2.9%増の年率 1,360 万台と 2009 年 8 月以来の高水準に。また、10月に高い伸びを記録した家電は、11月も 2.1%増と好調だった。10月はコンピュータ・ソフトウェアが急増したが、11月にその反動減はみられなかった。一方、売上が落ち込んだセクターとしては、雑貨が 1.2%減、外食が 0.3%減となったほか、建材・園芸や飲食料品、ヘルスケア、ガソリンスタンドなど小幅ながらマイナスになった。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 0.20%増となり、今年に入ってから最も低い伸び率である（9月 0.69%増、10月 0.62%増）。

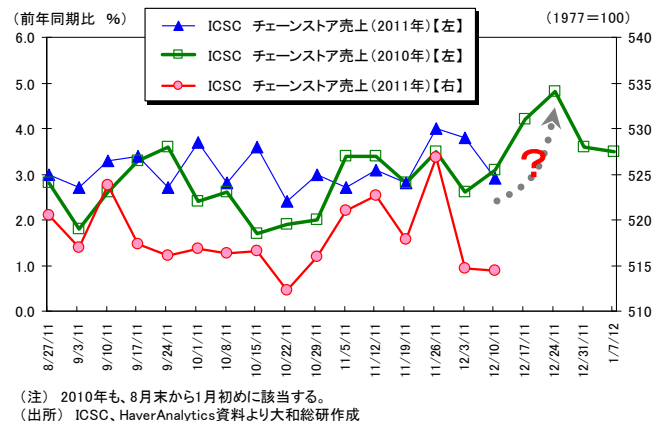
ただ、11月の結果を受けて NRF（National Retail Federation）は、10月に発表していた年末商戦の当初の見通し（11～12月で前年比 2.8%増）を 3.8%増に上方修正した<sup>4</sup>。過去 10年間の平均 2.6%増を上回る一方、昨年の 5.2%増を依然として下回りそうだ。NRF はコメントのなかで“10月、11月、そしてブラックフライデーの週末と売上が好調だったことを受けて、小売業者は今シーズンは当初の見込みよりもよくなるだろうと慎重ながらも楽観的になっている。しかしながら、欧州の債務問題やワシントンで続く政治論争をはじめとする様々な要因が、年末商戦や 2012 年にかけて消費支出にインパクトを与えるかもしれない”とコメント。

また、ICSC（International Council of Shopping Centers）が発表する週間小売売上をみると、ブラックフライデー以降、ややペースダウンした格好だが、ICSC は“昨年と比較すると、消費者は年末商戦の買い物を終了するペースを遅らせているようだ”と指摘したうえで、“今後 2 週間で買い物のペースは加速するだろう”と予想し 12 月の月間既存店売上高は前年同月比 3.5～4.0%増になると見込んでいる<sup>5</sup>。オンライン売上も好調を持続しており、コムスコアによると、11月 1日～12月 16日までの売上高は前年比 15%増と拡大している<sup>6</sup>。“送料無料が消費者にとって最も重要なインセンティブになっており、過去数年間におけるオンライン購入の主な牽引力である”と指摘する一方で、オンライン売上高は“今シーズンのピークに達しており、クリスマスにかけて支出は鈍化していく”と予想。

11月の小売売上は前月比0.2%増に鈍化 ～ コアも伸び悩む



週間小売売上の推移 ～ 年末商戦の終盤にかけて盛り上がるか



## 消費者マインドは改善 ～ 所得の増加は続くか

様々な障害があるなかで個人消費の増加期待がある理由は、消費者マインドの改善であろう。11月の消費者信頼感指数（Conference Board 発表）は 56 と前月から 15.1 ポイント上昇し市場予想（44）を大きく上回った。10月には予想外に低下し 09 年 3 月以来の低水準になったが、11月は一転して大幅改善し 4 ヶ月ぶりの高水準に。現状は前月から 11.2 ポイント上昇して 38.3 に、期待は 17.8 ポイント

<sup>4</sup> NRF の定義する小売売上（自動車関連やガソリンスタンド、レストランを除くベース）は 11 月、前月比 0.09%増、前年同月比 4.5%増となった。[http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp\\_id=1275](http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp_id=1275)  
[http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp\\_id=1278](http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp_id=1278)

<sup>5</sup> <http://holiday.icsc.org/2011/press/265.pdf>

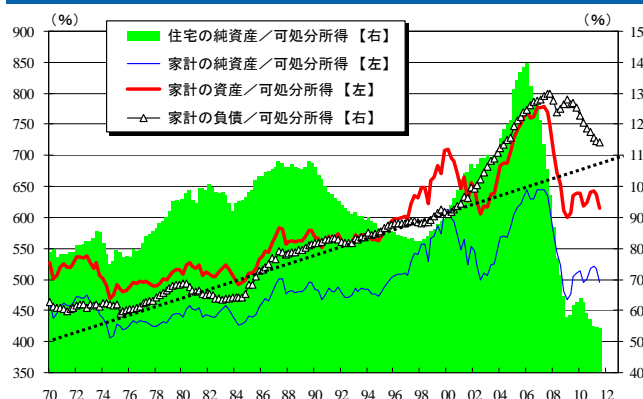
<sup>6</sup> [http://www.comscore.com/Press\\_Events/Press\\_Releases/2011/12/Free\\_Shipping\\_Day\\_Punctuates\\_Heavy\\_Week\\_of\\_Online\\_Holiday\\_Shopping](http://www.comscore.com/Press_Events/Press_Releases/2011/12/Free_Shipping_Day_Punctuates_Heavy_Week_of_Online_Holiday_Shopping)

上昇の 67.8 とそれぞれ改善。全体では、年初 1～4 月の平均水準 66.7 を依然として下回っており、特に期待は平均 87.3 から約 20 ポイント低い。逆に、10 月の現状認識は平均 35.7 を上回っている。つまり、年初の段階は期待先行で消費者マインドが改善していたわけだが、足もとでは、期待感の高まりは限定的であり、現状が相対的に改善しているといえよう。現状認識は 7 ヶ月ぶりに上昇し、単月の上昇幅としては 04 年 6 月以来の大幅なものに。1 年後の予想インフレ率は 5.5% と前月の 5.8% から下がり、1 月以来の低水準になっている。インフレ安定が消費者マインドの改善の一因になっている可能性もあろう。CB は“依然として歴史的な低水準だが、消費者はよりいい気分で年末商戦を迎えようとしている”と指摘<sup>7</sup>。

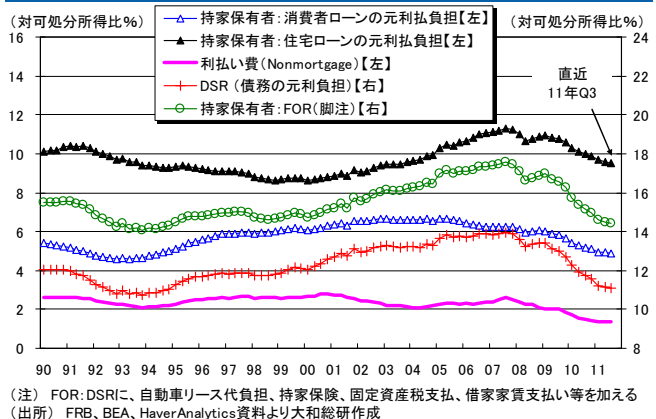
だが、消費者マインドの改善だけでは、個人消費の伸び率にも限度がある。やはりフローの所得の伸びやストックベースの家計資産の環境改善がポイントになる。幸い、10 月の所得環境は、雇用者所得が 0.45% 増と 9 月の 0.36% 増に続く高い伸びとなり、4～8 月にかけての低率（平均 0.06% 増）からは持ち直した。また、資産所得も 0.47% 増と 4 ヶ月ぶりに増加。なかでも資産所得の約 6 割弱を占める利子所得が 0.6% 増と前月までの 1.4% 減からプラスに。2009 年から資産所得の規模を上回る移転所得も 4 ヶ月ぶりに増加。ただ、控除項目である税金が 1.3% 増と高い伸びを示したことから、可処分所得は 0.26% 増となり、個人所得（0.37% 増）ほど高い伸びにならず。

逆に、Q3 末時点の家計資産の状態は芳しくない。Q3 末の家計の債務残高のうち、消費者信用は 4 四半期連続で増加し 2009 年 Q4 以来の規模に回復したが、住宅ローンの圧縮幅の方が大きく、全体では前期比年率 1.2% 減（13 四半期連続の減少）と、前期からペースがやや加速した。一方、家計の資産面では、住宅資産の目盛り以上に、株価の大幅下落が響いて金融資産（原系列）は前期比 5.3% 減と 2 四半期連続で減少。この結果、純資産は 4.1% 減となり、約 3 年ぶりの大きな減少率になった。但し、長期にわたる家計のバランスシート調整の結果、家計の様々な返済負担感に着実に軽減されており、今後は調整のペースダウンによって、家計は支出に回す比率を高めていくことは可能だろう。

家計負債は13四半期連続で減少 ～ 消費者信用は4四半期連続増加



住宅ローン返済負担は8年ぶりの低さ ～ 消費者ローンは1994年以来



<sup>7</sup> ミシガン大学/ロイター調査の消費者センチメント（12月速報）は67.7と11月の確報値（64.1）から3.6ポイント上昇し、市場予想（65.8）を上回った。4ヶ月連続で改善し半年ぶりの高水準となったが、年前半の平均72.5を下回ったまま。内訳をみると、現状が前月から0.3ポイント上昇の77.9と微増にとどまったのに対して、期待は5.7ポイント上昇の61.1となり、期待中心の改善といえよう。

## 企業マインド ～ 製造業に回復傾向が みられる

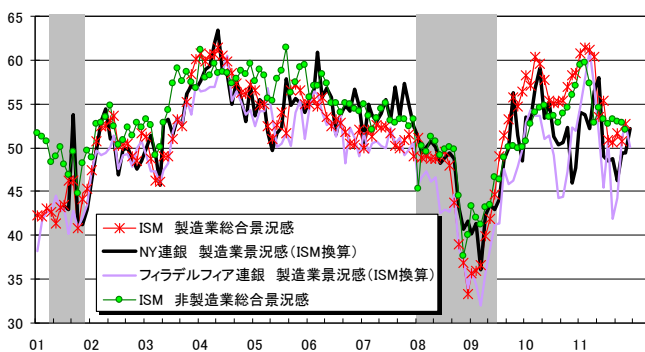
このように、FOMC 声明文では、雇用環境そして個人消費が前回よりも改善している様が指摘されている。一方で、Q3 の牽引役の一つだった企業活動、設備投資についてはどうか。声明文では、“企業の設備投資は急速に増えていないようである”と指摘しており、前回までの“企業の機器・ソフトウェア支出は引き続き拡大したが、非居住用構築物への投資は依然として弱い”から変更。特に、機械投資がこれまでのような増加ペースからスローダウンしている印象を受け、やや下方修正か。

企業の景況感を確認すると、11月のISM 製造業景況感指数は52.7と前月から1.9ポイント上昇し、5ヶ月ぶりの高水準に。但し、1～4月の平均61を大きく下回ったままであり、5～10月の平均52.1とほぼ同レベルといった方がいいだろう。従って、年央にかけて悪化した景況感は下げ止まったが、反発幅は限定的。ISMは、“企業の反応は、引き続き、経済環境全般や政府の規制、欧州の財政情勢について懸念している。しかし、原材料価格の下落や新規受注の増加を受けて、慎重ながらも、今後数ヶ月についてより楽観的になっている”と指摘。2ヶ月ぶりに改善した中身を見ると、構成項目5つのうちプラスに寄与したのは生産と新規受注、在庫であり、新規受注は2ヶ月連続で50超に。逆にマイナスに寄与したのは雇用と入荷遅延であり、いずれも2ヶ月連続で低下している。

ISM 非製造業景況感指数は52.0と前月から0.9ポイントと低下し、2010年1月以来の低水準に落ち込んだ。改善した製造業とは対照的だが、50超を維持している点は2008-09年の金融危機とは大きく異なる点である。しかも、中身を見ると、注目されるビジネス活動と新規受注は2ヶ月ぶりにプラスに寄与。また、雇用が足を引っ張ったが、前述したように、実際の雇用統計では民間サービス部門が雇用拡大を牽引しており、必ずしも景況感とは一致していない。従って、今回の低下を過度に悲観する必要はないだろう。ISMは“ほとんどのプロジェクトに関する企業のコメントは、引き続き、緩慢な漸進的な成長であるという。雇用回復の遅れについて強い懸念が示されたまま”とコメントしており、慎重なトーンに。

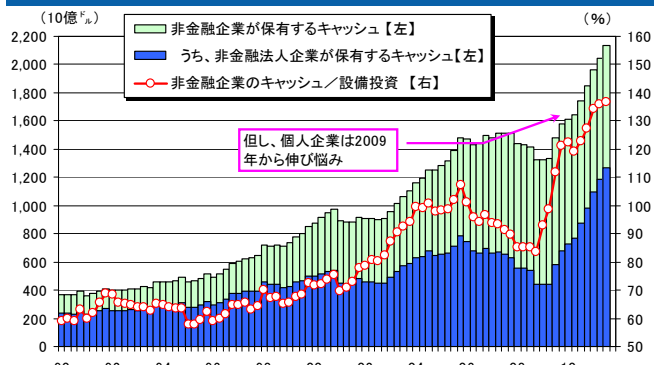
そして、12月前半の状況も加味したNY連銀やフィラデルフィア連銀の12月の製造業景況感（現状）はどちらも前月から上昇し、少なくとも改善が持続している印象を与える<sup>8</sup>。しかも、半年先の期待感は今年春先の好調な水準まで回復。

### 企業の景況感 ～ 製造業は概ね改善、非製造業は10年初以来の低さ



(注) 各連銀の製造業景況感調査をISMの作成方法に合わせて、New Orders, Shipments, Delivery Time, Inventories, Number of Employees, Average Employee Workweekの系列で加工  
(出所) NY連銀、フィラデルフィア連銀、ISM、NBER、HaverAnalytics資料より大和総研作成

### 企業の手元に積み上がる現金 ～ 2011年Q3末で約2.14兆ドル



(注) 企業が保有するキャッシュ＝現金・決済性預金＋定期性預金＋海外預金  
(出所) FRB、BEA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

<sup>8</sup> ISM の作成方法に合わせて加工した指数では、12月のNY連銀は52.2と7ヶ月ぶりに50を上回ったが、フィラデルフィア連銀は前月の52.7から50.1に低下した。

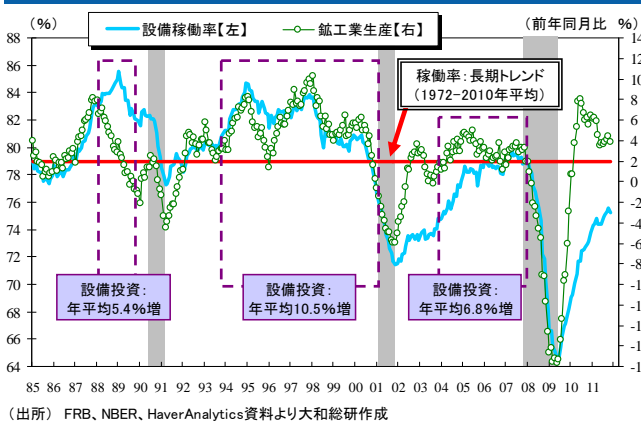
## 実際の企業活動はややスローダウン？

景況感の小幅改善がみられる一方、FOMC 声明文にあるように、これまで堅調だった実際の企業活動はややスローダウンへ。10月の資本財受注（非国防・航空機を除く）が前月比0.8%減と3ヶ月ぶりにマイナスに転じたことに続いて、11月の鉱工業生産は前月比0.2%減に。過去の上方修正を考慮すると、水準としては予想から大きく乖離したとはいえないが、これまで堅調だった製造業も減少に転じ、生産活動は全般的に振るわなかった。鉱工業全体のうち、天候要因に左右されやすい公益（電力・ガス）は0.2%増と2ヶ月ぶりに増加したが、10月に続いて小幅な変化に。11月の気温は例年よりも高かったが、公益の活動へのインパクトは小さかったようだ。鉱業も0.1%増と10月の2.1%増から大きく鈍化。このように、ノイズになる部分の変化は乏しく、全体の弱さは製造業（鉱工業全体の約75%を占める）の弱さに他ならない。製造業は0.4%減と7ヶ月ぶりにマイナスに落ち込んだ。

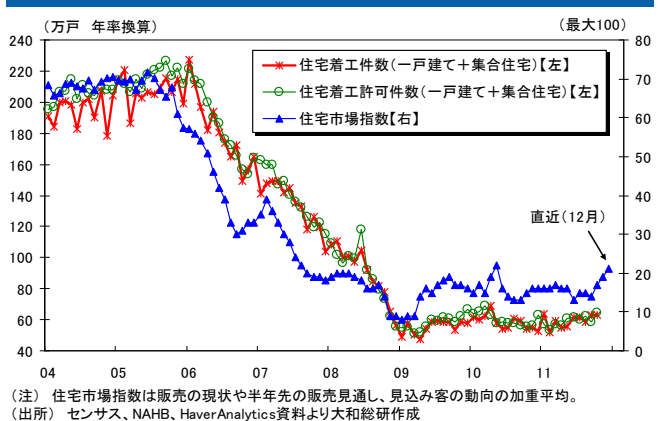
10月に3.4%増と高い伸びを記録した自動車・同部品は3.4%減と半年ぶりに減少。11月の生産台数は年率866万台と4ヶ月ぶりの低水準だが、10-11月の平均はQ3を上回っており、回復トレンドに変化がみられるとはいえない。ただ、自動車関連を除いた製造業も0.2%減と7ヶ月ぶりに減少し、その他のセクターも伸び悩んだ。電気機器1.8%減、木材製品1.7%減、印刷1.3%減、アパレル1.1%減、化学0.9%減などの減少が目立つ。逆に、堅調だった業種としては航空宇宙2.1%増、一次金属1.8%増、紙製品1.1%増などが挙げられる。一方、鉱工業の設備稼働率は77.79%と前月から0.24%ポイント低下した（但し、過去半年分は上方修正）。製造業は、前月から0.33%ポイントダウンの75.28%と5ヶ月ぶりに低下。自動車や電気機器、通信機器・半導体といったハイテク関連の低下幅が大きい。

しかも、企業は手元にキャッシュを溜め込んだまま、Q3末には2.1兆ドルに達しており、企業活動が活発になっていないことを体現している。反対に、労働分配率（＝雇用者所得／国民所得）は2009年以降下がり続けており、2011年Q3には61.4%と1965年以来の低さになっている。

11月の生産は前年比3.8%増にやや鈍化 ～ 設備稼働率の上昇も一服



住宅建設業者のマインドは改善 ～ 実際の購買につながるかが焦点



## 住宅市場にも動き

そして、景気の現状認識の最後では、“住宅セクターは引き続き低迷している”と従来通りの見解を繰り返している。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4%台が定着している。実際の住宅販売の数字に本格的に影響を及ぼすのは今後だろうが、いくつかの指標にはポジティブなサインがみられる。例えば、建設業者のマインドを



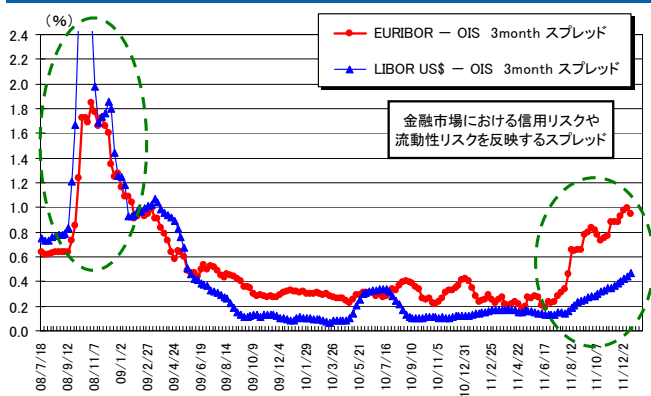
示す、12月の住宅市場指数は前月の19から21に上昇し1年7ヶ月ぶりの高水準に。現状認識や半年先の販売見通し、潜在的に見込みのある買い手の動向いずれも改善しており、特に買い手の動向は2008年5月以来の高水準。NAHB (National Association of Home Builders) は“低水準ながらも、ここ数ヶ月の着実な改善は住宅市場においてゆっくりと回復が始まっていることを示す”と前向きなコメントを出す一方、“だが、建設業者と購入者双方は、引き続き、新築住宅のための資金調達に悩んでおり、経済状況が改善している地域でさえ、潜在的販売を抑制している”と指摘している。つまり、住宅ローン金利の低下や割安な価格、堅調な所得という好条件が揃っていながら (NATIONAL ASSOCIATION of REALTORS が発表する住宅取得能力指数は10月に過去最高を更新)、住宅取得が困難であることを意味しており、Fedの意図する政策効果が発揮されていないといえよう。

### 緩やかに回復シナリオにおける“著しい下ブレリスク” ～ 欧州危機を前面に

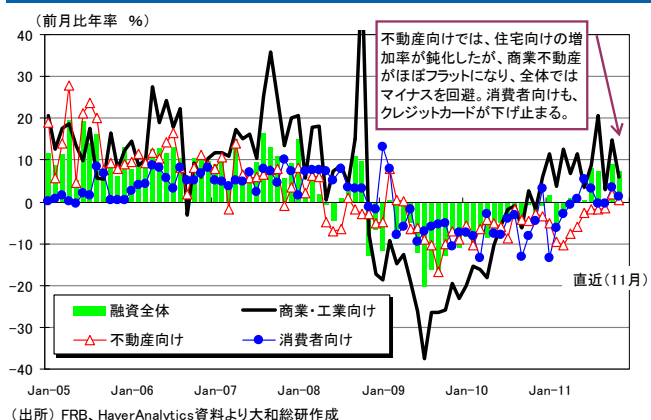
このような景気の現状認識を踏まえたうえで、Fedは“今後数四半期緩やかなペースで経済成長する”と前回と同じ景気見通しを示した。11月に下方修正されたメンバーの景気見通しに沿って推移してきたことが窺われる。だが、Fedは無条件で回復していくとは考えておらず、“国際金融市場の緊張が引き続き経済見通しに著しいダウンサイドリスクをもたらしている”と強調する。これまでは、欧州の債務問題による金融市場の不安定さは、あくまでも下ブレ要因の一つであったが、今回は、Fedの欧州危機に対する警戒感を前面に押し出しているが、裏を返すと、対外的な下ブレ要因を除けば、国内には目立ったリスクがないとも解釈できよう。この3ヶ月間で欧州危機に対して様々な対応・対策が決定されてきたが、完全な解決には程遠く、依然として先行き不透明なまま。すなわち、著しい下ブレリスクを払拭できない状態が長期化するわけであり、現行の超緩和的な金融政策を変更させるような、景気見通しの上ブレは当面期待できないだろう。

では、欧州危機の影響は米国の実体経済に目立った影響を及ぼしているか。想定されるものとしては、欧州の景気悪化に伴う企業収益に落ち込みや輸出の減少など実態面のほかに、欧州の金融機関の信用不安や貸し渋りの影響も想定される。10月の貿易統計では、対欧州の輸出が対中国、対インド、対アフリカとともに鈍化している。また、市場が意識する金融機関へのリスクも高まりつつある。一方で、11月30日にFRBが公表したベージュブックでは、製造業は堅調なペースで拡大していると報告され、ヨーロッパの債務危機による企業活動への目立った悪影響はみられなかったようだ。但し、先行きについては、ヨーロッパに対する懸念を表明する企業の声が多く、在庫積み増しにも慎重な姿勢が示されていた。

欧州危機を反映して09年初並みにリスク拡大 ～ 欧米間の乖離も拡大



商業銀行の融資 ～ 企業・消費者向け、前月比で鈍化したが、プラス維持



## ゼロ金利政策も4年目へ ~ QE3よりはコミュニケーション向上がまず先か

2008年12月に事実上のゼロ金利を導入してから、ちょうど4年目に突入することになる<sup>9</sup>。冒頭で指摘したように、少なくとも2013年半ばまで超低金利政策を続ける方針も継続しているが、今回もシカゴ連銀のエバンス総裁が現時点での追加緩和策の必要性を主張して現状維持の決定に反対票を投じたように、追加緩和措置の見方は根強い。具体的には、QE3として、国債やMBSの大規模な追加購入が選択肢になるだろうが、いまは、現在実施中の緩和措置の効果を見極める時期であろう。

現時点では、QE3は、欧州の混沌とした情勢がこのまま長期化あるいは悪化して、まだ顕在化していない米国経済への悪影響が大きくなっていくというリスクシナリオへの対応策と受け止めている。欧州危機に米国が積極的に関与できる余地が小さいだけに、様子見の姿勢しか取れないだろう。ただ、足もとでインフレが抑制されてきたことから、Fedが追加措置を取る際の障害は取り除かれつつある。

一方、現在の緩和政策の効果を最大限発揮するために、市場とのコミュニケーション向上も大きな課題である。前回11月のFOMC議事録要旨では、金融政策の見通しをより詳細に示す点に多くの賛同が集まっていることが明らかになっていた。また、インフレや失業率の目標水準を掲げることも検討されたが、賛否両論の状態だった。今回も結論には至らなかったようだが、来年1月24~25日に開催される次回のFOMCでは、Fedメンバーの景気・インフレ見通しが公表され、バーナンキ議長の記者会見も予定されている。何らかの変化があるとしたら早く次回かもしれないが、今後のヒントになるような文言はなかった。

## 政策に対する期待

国内的には、年末に期限切れを迎える給与税率の軽減措置延長の最終決着がまだであるなど、財政政策面の不透明さが残っている。経済への打撃を回避するために、上院では、12月17日に、とりあえず2ヶ月間延長するという中途半端な法案を可決したが、本稿執筆の12月19日現在、依然として下院では採決に至っていない。上院では、共和党の約8割の議員が賛成に回ったものの、下院では意見は集約できていないようだ。

オバマ大統領が9月に提案した給与税率の軽減の期限延長・適用範囲拡大などを含めた経済対策 American Jobs Act は事実上廃案となったが、仮に減税措置が終了すれば、来年初からはネットで増税になってしまう。一ヶ月あたりに換算すれば平均的な世帯で100ドル未満の負担増だが、ネガティブな要因である点は間違いない。大和総研は、現行制度が単純に一年間延長されると想定しており、仮に延長なしになれば2012年初めの見通しを個人消費中心に見直す必要があるだろう。

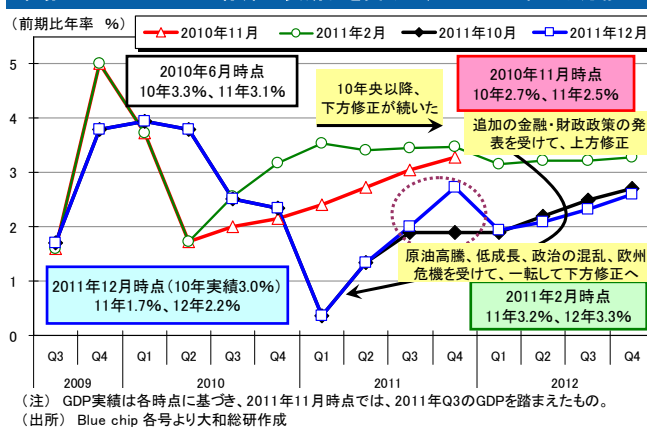
では、この減税措置延長に関する市場の認識はそもそもどうであったか（ここでは、市場コンセンサス Blue Chip 調査の数字をベースにみていく）。2011年6月時点では、回答者の約8割が、スケジュール通り軽減措置は年末で終了することを予測の前提としているとし、そのほとんどが終了しても問題ないという認識だった。ところが、7月時点になると、約5割が2012年まで延長されると予想するようになり、8月時点では約7割が延長を見込んだ。そして、9月時点では約65%が延長されることを予測の前提としていると回答した（7、8月時点とはやや質問が異なる）。

このように、市場コンセンサスの見方が大きく変わった背景には、景気見通し

<sup>9</sup> 拙稿 海外情報「Fed、事実上のゼロ金利に」2008年12月17日参照。

の下方修正が挙げられよう。3月時点までの2011～12年ともに3%超という予想は楽観的過ぎたかもしれないが、6月時点でも2011年2%台半ば、2012年3%程度の成長が見込まれていた。しかし、年後半になって見通しの下方修正が相次いだ結果、9月時点には2011年1.6%、2012年2.2%にまで落ち込んだ。先行きに対する不透明感が高まったために、市場コンセンサスは減税措置継続の必要性が増していると考えたわけであり、同時に2012年末までにリセッションに陥る確率が高まってきた(9月時点で約1/3)。ただ、11～12月になると、成長率予想の下方修正の流れがストップし過度な景気後退懸念が和らいでいる(12月時点で2割強)。だが、減税措置継続を前提にする向きは約8割にむしろ高まっている。一見すると矛盾した話だが、2012年にかけて景気回復が続くというシナリオの前提条件として政策的なサポートが必要であることを示唆している。必ずしも成長率予想が大幅な上方修正には転じておらず、“緩やかな回復”という範疇に入ろう。

### 市場コンセンサス ～ 停滞の長期化を受けて、2011～12年は下方修正



### 様々な機関の米国見通し (単位%)

	2011年			2012年			2013年		
	暦年	暦年	暦年	Q4前年比	Q4前年比	Q4前年比	Q4前年比	Q4前年比	Q4前年比
市場コンセンサス	1.7	2.2	—	1.6	2.2	—	—	—	—
IMF	1.5	1.8	2.5	1.1	2.0	—	—	—	—
OECD	1.7	2.0	2.5	1.5	2.0	2.7	—	—	—
Fed	—	—	—	1.6～1.7	2.5～2.9	3.0～3.5	—	—	—

(注) 市場: BlueChip12/10、IMFは9月、OECDは11月、Fed(メンバーの大勢)は11月発表時点  
(出所) 各種資料より大和総研作成

### 消去法でオバマ大統領？

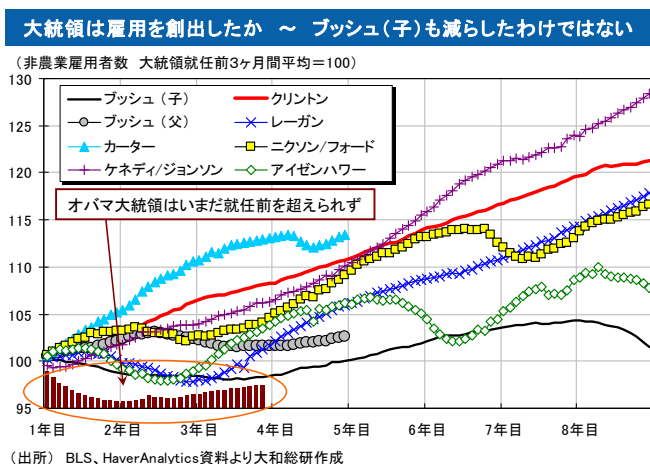
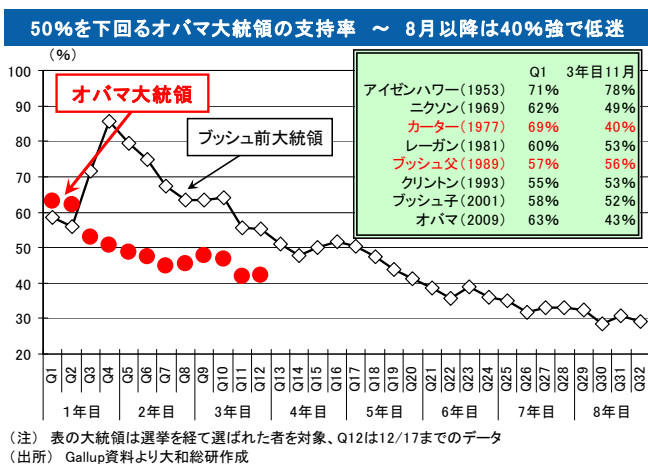
オバマ大統領の支持率は、8月以降40%強で低迷したままである(Gallup社調査)<sup>10</sup>。再選を目指した過去の大統領と比較すると、選挙前年(つまり就任3年目)の11月時点の支持率は、再選に失敗したカーター元大統領の40%に次いで低い43%である。同じく再選に失敗したブッシュ(父)元大統領は56%だったが、クリントン元大統領やブッシュ(子)前大統領はそれより低くても再選できたことから、一概に支持率の低さだけでは判断できない。当然ながら、選挙の勝敗は、争う相手である共和党の大統領候補者との比較になる。現職のオバマ大統領を取り巻く環境がここまで厳しいにもかかわらず、依然として消去法でオバマ？と思わせるのは、対戦相手である共和党の大統領候補者に絶対的な本命候補が見当たらないからだろう。

共和党の候補者選びは、支持率トップに躍り出たかと思えば、叩かれて後退するということを繰り返している。遅れて手を挙げたペリー・テキサス州知事がトップに立ったかと思うと、討論会などの失言で大きく後退。代わって、黒人実業家が大きな注目を浴びたが、スキャンダル問題に見舞われて、事実上選挙運動から撤退した。その後、11月下旬になって首位に立ったのがギングリッチ元下院議長であり、序盤戦で支持率低迷に喘いでいた候補者が復活した。一時は4割近い支持を集めて2位の候補者に大差をつけたものの、12月に入ってから勢いが落ち

<sup>10</sup> <http://www.gallup.com/home.aspx?ref=logo>

て差が縮まっている状態だ。

このように、支持率トップの者がころころ変わるなかで、万年2位を維持しているのが、2008年の大統領選挙にも出馬したロムニー・前マサチューセッツ州知事。長期間にわたって底堅い支持を集めており、ある意味、本命候補といえるかもしれない。しかしながら、ギングリッチ元下院議長との差が縮まっているのも自らの支持率がアップしているわけではなく、相手が落ちてきただけという事実にもみられるように、必ずしも共和党支持者の受け皿にはなりきれておらず、20%台にとどまったまま。いくら資金力のあるロムニー候補でも、内輪の争いに時間とお金を使い続ければ、オバマ大統領との本選まで体力を維持できるだろうか（世論調査では、ロムニーVSオバマは接戦を演じている）。共和党の指名争いは年明け早々の1月3日のアイオワ州党員集会から本格化する。



## <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%	2.8%	1.8%	2.1%	2.4%	2.6%	2.5%	2.3%
民間消費支出	2.7%	2.9%	2.6%	3.6%	2.0%	2.1%	0.7%	2.3%	2.5%	2.3%	2.1%	2.4%	2.6%	2.5%	2.2%
政府支出	-1.2%	3.7%	1.0%	-2.8%	0.7%	-5.9%	-0.9%	-0.1%	-0.5%	-1.9%	-0.1%	-0.4%	-1.2%	-1.2%	-0.5%
企業設備投資	6.0%	18.6%	11.3%	8.7%	4.4%	2.1%	10.3%	14.8%	5.0%	8.7%	4.5%	6.0%	7.0%	7.5%	6.9%
民間住宅投資	-15.3%	22.9%	-27.7%	2.5%	-4.3%	-2.4%	4.2%	1.6%	1.5%	-1.9%	2.5%	3.5%	4.5%	4.5%	2.9%
輸出等	7.2%	10.0%	10.0%	7.8%	11.3%	7.9%	3.6%	4.3%	4.5%	6.7%	4.5%	5.0%	5.5%	5.5%	4.7%
輸入等	12.5%	21.6%	12.3%	-2.3%	12.5%	8.3%	1.4%	0.5%	3.4%	4.8%	4.0%	4.5%	5.0%	5.0%	3.5%
鉱工業生産	8.1%	7.1%	6.7%	3.1%	5.3%	4.8%	0.7%	6.1%	2.6%	4.1%	1.9%	3.0%	3.4%	3.4%	3.0%
消費者物価(全体)	1.3%	-0.5%	1.4%	2.6%	1.6%	5.2%	4.1%	3.1%	1.2%	3.2%	1.7%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%
失業率	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	8.9%	9.1%	9.1%	8.8%	9.0%	8.9%	8.8%	8.6%	8.5%	8.7%
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	-146.2	-135.6	-131.1	-552.9	-135.4	-135.8	-132.6	-129.0	-532.8
経常収支	-118.3	-120.3	-120.1	-112.2	-470.9	-119.6	-124.7	-110.3	-115.6	-470.2	-117.5	-117.0	-114.5	-112.0	-461.0
財政収支	-328.9	-287.0	-290.2	-369.0	-1275.1	-460.5	-141.1	-326.3	-302.2	-1230.0	-350.3	-124.8	-202.9	-211.5	-889.6
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	0.26	0.45	0.26	0.38	0.53	0.68	0.46
10年債利回り(期中平均%)	3.72	3.49	2.79	2.86	3.21	3.46	3.21	2.43	2.05	2.79	2.12	2.28	2.50	2.80	2.42
国内最終需要	1.7%	4.9%	2.3%	2.7%	1.8%	0.4%	1.3%	3.0%	2.2%	1.9%	1.9%	2.3%	2.4%	2.4%	2.2%
民間需要	2.5%	5.1%	2.6%	4.0%	2.1%	1.9%	1.8%	3.7%	2.8%	2.8%	2.3%	2.9%	3.2%	3.2%	2.8%

(注) GDPは2011年Q3まで実績値、Q4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12月19日時点