

～海外情報～

2012年1月20日 全13頁

# 米経済見通し 2012～13年の下ブレ・上ブレ要因

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也

## 住宅市場の急回復の蓋然性

### [要約]

- 米国経済は過去2年間、「年初は楽観的だが、春頃から減速感が強まり秋には二番底懸念が高まる。だが、年末にかけて景気回復とともにその懸念は後退する」というパターンを繰り返してきた。果たして2012年はどうであろうか。現時点での市場コンセンサスの2012～13年の見通しは、緩やかな回復が続くという想定であるが、3%超の成長が見込まれていた一年前と比べると、かなり慎重といえるだろう。
- 下ブレリスクとしては、前半は海外要因である欧州問題が、後半にかけては国内の政治動向が先行きの不透明さを増すことになろう。後者の場合、11月に選挙が控えているためにそもそも機動的な政策対応が期待できないなか、現行制度のままでは、ブッシュ減税の終了や強制的な歳出カットなど2013年に入って公的セクターが経済成長を抑制してしまう。早々に対応が決まればベストだが、ねじれ議会ではその実現は困難であり、選挙後の2ヶ月間にレームダック状態の大統領・議会が対処しなければいけないというケースも想定する必要があるだろう。
- 国内外の下ブレリスクがなかなか払拭できない状況では、上ブレシナリオは描きにくい。ただ、上ブレ要因になりうるとしたら住宅市場の急回復であろう。人口構成上、住宅に対する潜在需要があるなか、長期にわたる調整局面を経て漸く変化の兆しがみられ始めている。ただ、その動きを加速させるためには、Fedによる金利引き下げ努力だけでは不十分であろう。借りたい人・借り換えたい人が低金利の恩恵を享受できるような環境整備が求められている。

2011年Q4は3%成長になるか？

2011年Q3の実質GDP成長率（第3次推計値）は前期比年率1.8%増と、第1次推計値の2.5%増、第2次推計値の2.0%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。また、1月27日に公表される予定のQ4については3%前後の成長率が見込まれており、市場予想通りであれば1年半ぶりの高い伸びになろう。ただ、Q3の最も足を引っ張った要因が企業の在庫増減（寄与度は▲1.35%ポイント）であったように、逆にQ4には在庫要因がGDP成長率をある程度押し上げるとみられる。従って、外需と在庫要因を除いた国内最終需要（Q3は2.7%増）や国内最終需要から政府支出を除いた民間需要（同3.3%増）でみると、Q4は鈍化する可能性があるだろう。

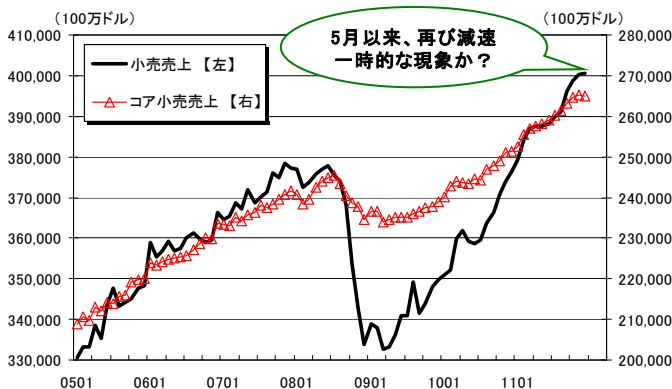
## 個人消費 ～ 12月の小売売上は伸び悩むが、年末商戦は当初の想定を上回る

12月の小売売上は前月比0.1%増と市場予想0.3%増を下回る結果になった。10月が当初の0.6%増から0.7%増に、11月が0.2%増から0.4%増にそれぞれ上方修正された点を考慮すると、水準自体は大きく下回ったといえない（当初の11月水準を基にすると前月比0.32%増と予想通りに）。ただ、伸び率が鈍化している点は事実である。また、小売売上全体から自動車ディーラーやガソリンスタンド、建材・園芸を除いたコアの売上は0.2%減と2010年7月以来、1年5ヶ月ぶりにマイナスに転じた。但し、9月の急増によってプラスの下駄を履くことからQ4全体では前期比年率7.9%増とQ2・Q3の4.7%増から加速している（12月の鈍化によって2012年Q1はあまり期待できなくなるが）。コアベースでも、Q2からQ4にかけて5.2、5.1、5.3%増とほぼ同じスピードで推移している。

12月の中身をみると、牽引役と足を引っ張ったセクターの明暗がややはっきり。前者としては、自動車・部品が1.5%増と4ヶ月連続で増加した。12月の新車販売台数は0.8%減の年率1,350万台と4ヶ月ぶりに減少したが、自動車ディーラーの売上としては増加基調が続いている。また、建材・園芸が1.6%増と2ヶ月ぶりに増加に転じ、外食は0.7%増と8ヶ月連続で堅調に拡大している。また、アパレル・アクセサリ（0.7%増）やヘルスケア（0.6%増）、家具（1.0%増）なども増えている。

逆に、足を引っ張った最大要因はガソリンスタンドの1.6%減だが、12月のガソリン小売価格が11月の3.384ドル/ガロンから3.266ドルに下落したことが大きく影響しているとみられる。むしろガソリンスタンド以外のセクターで使う余裕ができたとポジティブに捉えてもいいだろう。だが、百貨店を含めた総合小売が0.8%減と減少傾向に歯止めがかからず、家電は3.9%減と3ヶ月ぶりに減少。新製品発売の効果によって10月に急増した反動が表れた形である。さらに、オンライン取引や宅配などの無店舗小売が0.4%減と半年ぶりに減少してしまった（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は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）。このように、年末商戦で本来盛り上がるべきセクターに勢いがなく、やや拍子抜けか。前年比でも11月から加速していない。また、既存店小売売上を発表するICSC（International Council of Shopping Centers）が指摘したように、気温が例年よりも高かったために季節商品の売れ行きが不振だった影響もあろう。

12月の小売売上は前月比0.1%増に鈍化 ～ コアはマイナス成長



(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

小売売上 セクター別の变化(前月比 %)

	10月	11月	12月	(寄与度 %ポイント)	ウェイト% (11年)
小売売上全体	0.7	0.4	0.1	0.09	100.0
除く自動車	0.5	0.3	-0.2	-0.18	82.5
コア小売売上	0.5	0.3	-0.2	-0.11	66.5
自動車・部品	1.3	0.9	1.5	0.26	17.5
家具	-0.1	0.6	1.0	0.02	1.9
家電	2.4	0.5	-3.9	-0.08	2.2
建材・園芸	1.4	-1.0	1.6	0.10	6.4
飲食料品	0.6	-0.1	-0.2	-0.02	13.1
ヘルスケア	0.3	-0.1	0.6	0.03	5.9
ガソリンスタンド	-0.3	0.9	-1.6	-0.18	11.4
アパレル・アクセサリ	-1.0	0.4	0.7	0.03	4.8
スポーツ、娯楽、書籍	-0.8	-1.4	0.4	0.01	1.9
総合小売	-0.4	0.0	-0.8	-0.11	13.4
デパート	-1.2	0.0	-0.2	-0.01	3.9
雑貨	0.0	-0.1	-0.4	-0.01	2.6
無店舗小売	2.9	1.7	-0.4	-0.04	8.5
外食	0.9	0.6	0.7	0.07	10.5

(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

年末商戦として 11～12 月合計の売上が注目されるが、今回 11 月の数字が上方修正されており、年末商戦そのものが前倒しで進んだ可能性や、小売各社の値引きによって名目の売上高が抑制された可能性が考えられる。業界団体によってカテゴリーが異なるが、NRF (National Retail Federation) が定義する、自動車関連やガソリンスタンド、レストランを除いたベースでは、12 月は前年同月比 4.1% 増、前月比 0.06% 減となり、11～12 月全体でも 4.1% 増に<sup>1</sup>。2010 年の 5.2% 増には届かなかったものの、NRF の当初の見込み 2.8% 増 (10 月 6 日発表)、11 月の実績を受けて上方修正した 3.8% 増 (12 月 15 日発表) をそれぞれ上回ったことになる。また、今回の年末商戦の特徴の一つとしてオンライン売上の好調が挙げられるが、コムスコアによると、11 月 1 日～12 月 31 日までの売上高は前年比 15% 増となり、過去最高金額になった<sup>2</sup>。12 月半ば時点の“クリスマスにかけて支出は鈍化していく”という予想に反して、送料無料や低価格に下支えされて最後まで勢いを保った。

#### 消費者マインドは一段と改善 ～ 消費パターンの変化につながるか

2012 年の個人消費を見通す上で、明るい材料は消費者マインドの改善である。12 月の消費者信頼感指数 (Conference Board 発表) は 64.5 と前月から 9.3 ポイント上昇した。11 月に続く大幅な改善となり、12 月は 8 ヶ月ぶりの高水準に。現状は前月から 8.4 ポイント上昇して 46.7 と 2008 年 9 月のリーマン・ショック以来の、期待は 10 ポイント上昇の 76.4 と 7 ヶ月ぶりの高水準である。現状・期待ともに改善したが、寄与度では現状が +3.3 ポイント、期待が +6.0 ポイント。全体では、2011 年 1～4 月の平均 66.7 にまだ届かないが (特に期待)、現状認識は十分に上回っており、相対的に改善しているといえよう。但し、期待感を抑制する要因である欧州の債務問題は必ずしも解決しておらず、株式市場の不安定な状態は変わらなかった (12 月調査は 12 月 14 日までに集計されたデータがベースであり、株価が再び上昇に転じたのは 12 月下旬)。現状認識のうちビジネス環境と雇用認識いずれも改善したが、前者の回復度合いの方が大きい。後者にしても歴史的な低さながら 2009 年 1 月以来の高水準に。一方、期待を構成するビジネス環境、雇用、所得の 3 要因とも上昇したが、ビジネス見通しと雇用見通しの改善幅が大きい。CB は“消費者は年末にかけて上昇モードになったが、回復したとか持続可能な変化というには早計である”と慎重な態度をみせる。

また、ミシガン大学/ロイター調査の消費者センチメント (1 月速報) は 74.0 と 12 月の確報値 (69.9) から 4.1 ポイント上昇した。5 ヶ月連続で改善し、2011 年 5 月以来、8 ヶ月ぶりの高水準となった。年央に大幅に悪化した分を漸く取り戻した形である。内訳をみると、現状が前月から 3.0 ポイント上昇の 82.6 と 2011 年 2 月以来の水準になったのに対して、期待は 4.8 ポイント上昇の 68.4 と 2011 年 5 月以来の水準。現状認識から期待まで万遍なく改善しているといえよう。報道によると、ミシガン大学は、足もとで雇用が増えたと聞いたことがある割合は 34% と、12 月の 21% から大幅に上昇し調査開始以降最も高くなったと指摘しており、雇用環境の回復がマインドを好転させている可能性がある。また、今回の結果から、2012 年の個人消費は約 2.1% 増に高まりそうだと予想している<sup>3</sup>。

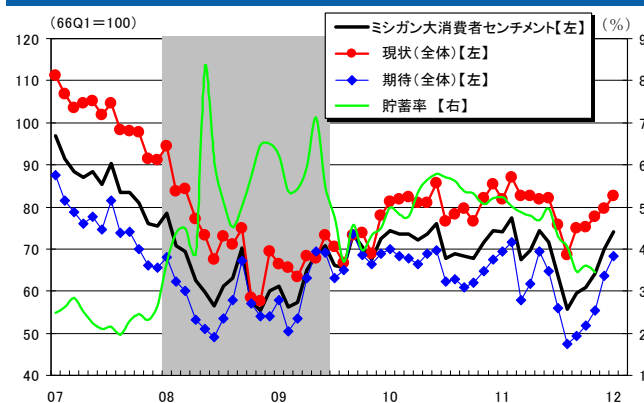
<sup>1</sup> [http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp\\_id=1288](http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp_id=1288)

<sup>2</sup> [http://www.comscore.com/Press\\_Events/Press\\_Releases/2012/1/U.S.\\_Online\\_Holiday\\_Shopping\\_Season\\_Reaches\\_Record\\_37.2\\_Billion\\_for\\_November-December\\_Period](http://www.comscore.com/Press_Events/Press_Releases/2012/1/U.S._Online_Holiday_Shopping_Season_Reaches_Record_37.2_Billion_for_November-December_Period)

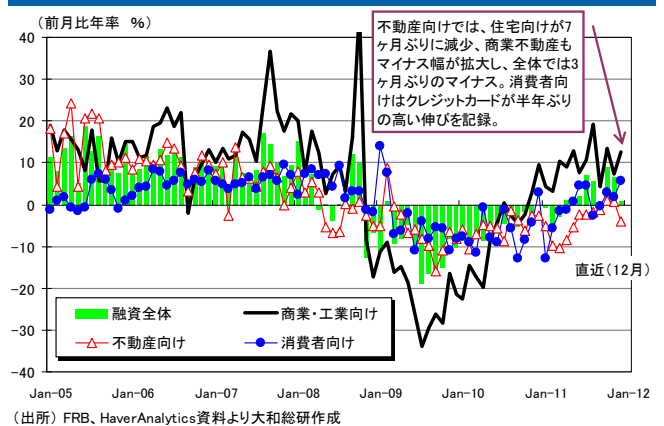
<sup>3</sup> <http://www.reuters.com/article/2012/01/13/us-usa-economy-idUSTRE7BM0AB20120113>

一方、11月の消費者信用残高は、前月差204億ドル増と季節調整済み年率で前月比9.9%増と3ヶ月連続で増加した（10月は当初の76億ドル増から60億ドルに下方修正された）。2001年11月以来の大幅な増加率（幅）であり、信用残高は2009年10月の水準まで回復した。内訳をみると、非リボルビング残高が年率10.7%増、148億ドル増と10月（3.9%増、53億ドル増）から大幅に加速している。自動車ローンなどが増えているとみられるが、11月の新車販売は前月比2.9%増と、9月の7.9%増、10月の1.3%増から急増したわけではない。従って自動車ローン以外の要素が増えた可能性がある。一方、2011年に入って増減を繰り返してきたクレジットカード等のリボルビングローン残高は年率8.5%増、56億ドル増と、9～10月の微増から大きく拡大し2008年初め以来の増加幅に。年末商戦の時期に合わせて、消費者の支出意欲が高まったことが裏付けられる。住宅バブル崩壊以降、消費者は長期にわたるバランスシート調整を余儀なくされたが、家計の様々な返済負担感が着実に軽減されてきた結果、所得のうち支出に回す比率を高めていく（すなわち貯蓄率の低下）とともに、ローンをして消費するという動きも徐々に出てくるだろう。

1月の消費者センチメント(速報) ～ 8ヶ月ぶりの高水準に回復



商業銀行の融資 ～ 企業・消費者向けは増加したが、不動産向けが減少



雇用環境の改善が続く ～ 宅配便の急増という特殊要因はあるが

消費者マインドの改善に貢献しているのが労働市場の状況の変化であり、直近のデータにおいても、雇用環境の改善が継続していることが確認される。12月の非農業雇用者数は前月差20.0万人増と市場予想（15.5万人増）を上回り、10～11月の月平均10.6万人増からほぼ倍増し、3～4月に記録した平均20.6万人増とほぼ同じペースまで回復したといえよう<sup>4</sup>。ただ、12月の場合、宅配便業者・メッセンジャーなど運輸セクターの大幅増加が全体の数字を押し上げている。年末商戦に絡んでオンライン取引が増えるという一時的な季節要因を反映しており、翌月にはその反動（大幅マイナス）が表れると予想される。従って、今回の数字はある程度割り引いて捉える必要があるだろう（単純に運輸セクターを除くと15万人程度の増加に）。

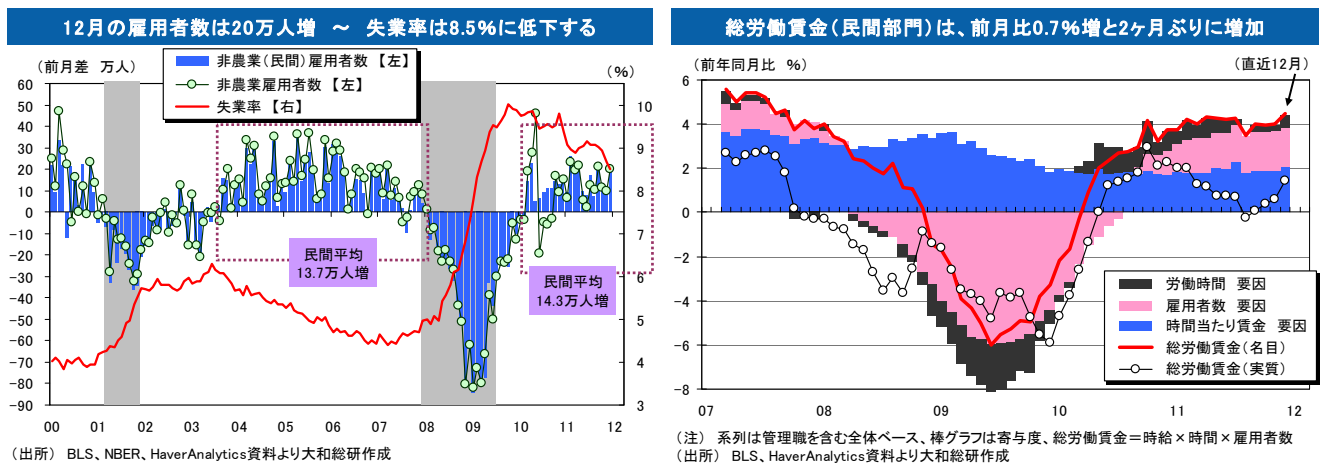
注目される民間部門の雇用者数は21.2万人増と22ヶ月連続で増加。5～6月には平均で8.7万人増と一けた台にとどまったが、7～12月にかけては平均15.5万人増に回復している。プラスに転じた2010年3月からの平均ペースは14.3万人増、1年10ヶ月に及ぶ民間部門の累積増加幅は315.6万人と、2008～09年の累積

<sup>4</sup> 詳細は、拙稿 海外情報「特殊要因はあるが、米国雇用環境は改善し続ける」 2012年1月10日を参照。

減少幅 883.8 万人（2008 年 2 月～2010 年 2 月）の約 36%を取り戻した形になる。2011 年に限れば民間部門は 192 万人増加したが、このうち専門・企業向けサービスが 45.2 万人、教育・健康サービスが 42.7 万人、そしてレジャー・接客業が 26.8 万人とこの 3 つのセクターで全体の 60%を占めた。

このように、政府部門が労働市場の足を引っ張り続けているなかで、民間部門を中心に雇用が拡大している。12 月は、前述したように運輸セクターの特殊要因はあるものの、3 ヶ月ぶりに増加に転じた建設業や製造業といった生産部門から、教育・健康サービスや小売、レジャー・接客業などサービス部門全般まで幅広く雇用者数が増えている。実際、製造業の DI（雇用が増えた産業－減少した産業の割合）は 11 月の 40.7 から 56.8 に上昇し（3 ヶ月ぶりに 50 超）、民間非製造業（大和総研試算値）の DI も前月の 54.0 から 61.8 と 8 ヶ月ぶりの高水準になるなど、雇用創出力が回復していることを示唆する。また、労働時間（民間企業）は建設業や小売を中心に前月から延びており、特に民間サービス部門の管理職を除いたベースに限ると 2007 年 6 月以来の長さである。雇用者数の増加と合わせて、サービスセクターの堅調さを窺わせる。今後も労働時間を延ばす余地が小さくなっていけば、企業は人を増やさざるを得ない環境につながるだろう。

しかしながら、引き続き、賃金水準（平均）の回復力は相対的に弱い。なかでも、全体の約 8 割を占める非管理職の賃金上昇率は前月比横ばいにとどまっている（管理職に限ると約 0.5%増に）。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、企業は待遇を大幅に引き上げなくても必要な人数を確保できる状態だ。欧州の債務問題や国内の政治的な停滞など国内外ともに不透明な状況では、コスト抑制を意識した企業経営が続くとみられる。ただ、2012 年に入っても今回並みの雇用増加ペースが続けば、労働需給がタイトになる、つまり賃金上昇率が高まるタイミングは想定よりも早まるかもしれない。

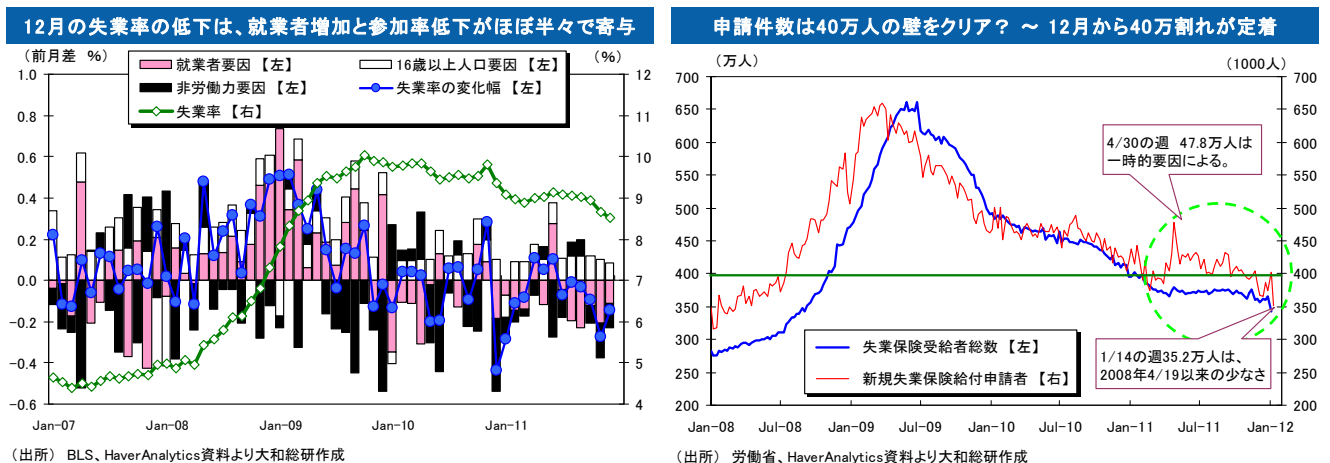


## 失業率の低下トレンドを維持

12月の失業率は8.511%と11月の8.655%から0.144%ポイント低下し2年10ヶ月ぶりの低水準まで改善した。6ヶ月連続で低下した結果、10～12月期の平均は8.699%とFedが11月に公表した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。但し、前月同様に、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、失業率の低下を額面通りに受け取ることはできない。

但し、就業者の継続的な増加がポジティブな要素として寄与している点は事実であり、失業率の計算のもとになる家計調査のデータをもとに、就業者のうち、週労働時間が35時間以上のフルタイム従業員が37.1万人増と増えたのに対して、35時間未満のパートタイム従業員は8.5万人減と2ヶ月連続で減少している。しかも、パートタイム従業員のうち経済的な理由（ビジネス環境のため、労働時間が短くなったり、フルタイムの仕事が見つからなかった等）で止むを得ずパートタイムの仕事をしている人数は前月に続いて30万人以上も減っている、このような雇用環境の改善を示唆する材料を受けて、最も広義の失業率（U-6）は15.2%と前月から0.4%ポイント低下し約3年ぶりの低水準になっている。また、労働市場への流入・労働市場からの退出ともにみられ、流動性の高まりを確認。

さらに、直近の新規失業保険申請者数（1月14日の週）は35.2万人と約3年9ヶ月ぶりの低水準にまで減少した。ただ、週間統計であるために季節調整の難しさや週ごとの振れの大きさから一回の結果で判断することは慎重であるべきだが、4週移動平均でみてもこの2ヶ月間40万人を下回り続けており、失業率の低下トレンドをサポートする。



## 企業マインド ～ サービス全般は伸び 悩む

次に企業の景況感を確認すると、製造業の回復がみられるのに対して、サービスセクターの改善ペースは伸び悩んでいる。12月のISM製造業景況感指数は53.9と前月から1.2ポイント上昇し、半年ぶりの高水準になった。依然として1～4月の平均61を大きく下回っているが、年央にかけて悪化した状態（7～10月の平均51.0）からは改善。前月に大きな牽引役だった新規受注や生産の改善ペースは鈍化したものの、雇用が3ヶ月ぶりに増加に転じた。ISMは、“12月に新規受注や生産、雇用が前月から上昇したことで、製造業は2011年を明るい雰囲気の中で終えている。今回の調査を反映して2012年の始まりに向けて楽観的な見通しになっている”と指摘。そして、1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1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>5</sup>。しかも、半年先の期待感は2011年初めの好調な水準ま

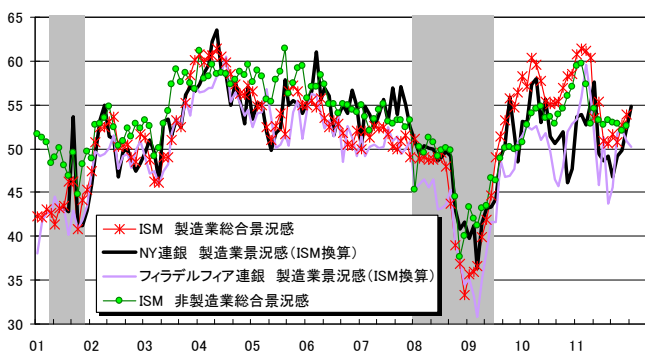
<sup>5</sup> ISMの作成方法に合わせて加工した指数では、1月のNY連銀は54.8と前月の52.3からアップし、フィラデルフィア連銀も4ヶ月連続で50を上回ったが、50.2と僅かに上回っているにすぎない（12月は50.8）。フィラデルフィア連銀の場合、各項目とも前月より“良くなった”と回答した企業の割合は高まっているものの、同時に、新規受注や出荷を中心に“悪くなった”という割合も高まっているために、全体の改善度合いを抑制。セクターによって二極化が進んでいると解釈できる。

で回復している。

実際、12月の鉱工業生産は前月比0.4%増と2ヶ月ぶりにプラス。12月の気温が例年よりも高く暖房需要が減ったために公益（電力・ガス）が2.7%減と5ヶ月連続で減少していることが、鉱工業生産全体の伸びを抑制している。製造業（鉱工業全体の約75%を占める）に限れば、0.9%増と前月の落ち込み（0.4%減）を十分にカバーし、生産レベルはリーマン・ショック直前の2008年8月以来の高水準に。幅広い業種で増産がみられるなかで、木材製品4.2%増や一次金属3.2%増、一般機械2.1%増、プラスチック製品1.6%増などが目立つ。逆に、航空宇宙1.2%減（1年ぶり）、紙製品1.0%減、家具0.8%減、非金属鉱物0.8%減、アパレル0.5%減、電気機器0.2%減などが数少ない減産業種である。また、鉱工業の設備稼働率は78.12%と前月から0.28%ポイント上昇した。製造業は、前月から0.63%ポイントアップの75.91%と3年半ぶりの高さである。依然として長期平均（1972～2010年平均：79.0%）を3.1%ポイント下回っており、企業が新規投資を加速するにはしばらく時間がかかるだろう。

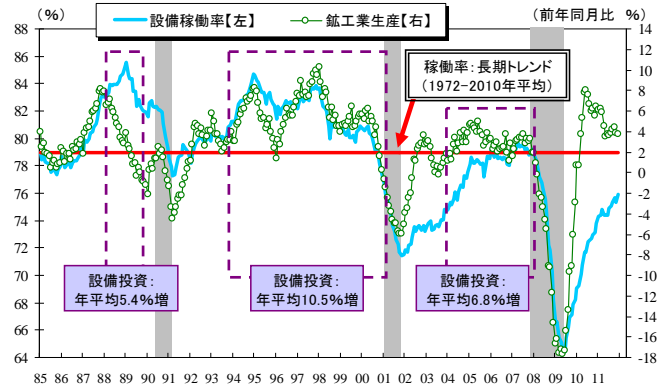
一方、ISM非製造業景況感指数は52.6と前月から0.6ポイント上昇し4ヶ月ぶりに改善したが、製造業に比べると改善度合いは限定的である。50超を維持している点は2008～09年の金融危機とは大きく異なる点だが、2011年は4月以降、ほぼ横ばい状態といえよう（4～12月の平均53.0）。ISMは、“企業のコメントはまちまちであり、業種や企業によって異なっている。経済成長は雇用回復の遅れによって引き続き緩慢である”と言及しており、慎重なトーンといえるだろう。中身をみると、ビジネス活動が前月と変わらなかったほか、新規受注や雇用、入荷遅延いずれも前月を上回ったが、僅かなアップにすぎない。11月に最も足を引っ張ったのが雇用だったが、12月も0.5ポイントアップの49.4と2ヶ月連続で50を下回っている。個別企業のコメントも、“退職者の代わりを採用していない”、“待機状態のまま。ポジションは空いているが、埋めていない”と企業の採用意欲の低さを示す。だが、実際の雇用統計では民間サービス部門を中心に雇用は拡大しており、必ずしも景況感調査と整合的ではない。

企業の景況感 ～ 製造業は概ね改善、非製造業は横ばいのまま



(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

12月生産は前月比0.9%増と再加速 ～ 設備稼働率は3年半ぶりの水準



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

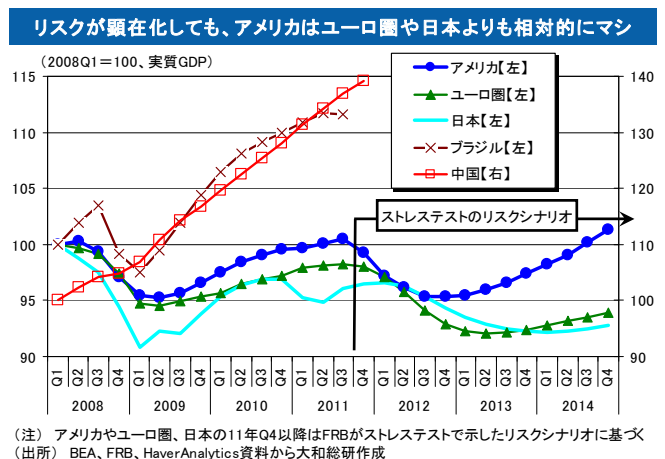
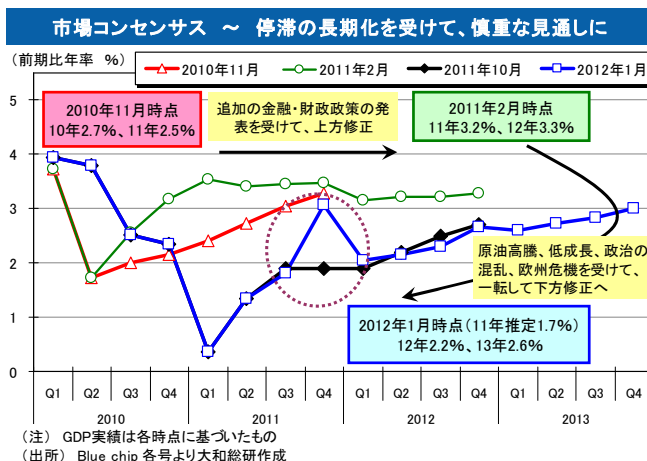
2012～13年にかけても、緩やかな回復が続く見通し

このように、2011年Q4のデータを概観すると、消費活動は年末にかけてスローダウンした一方、企業活動は製造業を中心に加速したとみられる。1月11日にFRB

が公表したページブックでも<sup>6</sup>、“緩やかなペースで経済活動が拡大した”と総括されている。12地区のうち7地区が“modest”と評価し、残り5地区のうちニューヨークとシカゴは“成長ペースが上向く”、ダラスとサンフランシスコは“moderate”、リッチモンドは“横ばいあるいはやや改善”と報告した。さらに、前回11月末の報告書と比較すると、“結局、ここ数ヶ月における経済状況の改善が継続していることが示された”と指摘したうえで、二番底懸念が高まった“晩春から初秋にみられた状況よりも明るい環境になっていると大部分の地区が強調している”とまとめている。

2008～09年の金融危機後の米国経済の回復ペースは総じて緩慢であるために安定性を欠き、外部ショックに脆弱な状態であった。2010年には、欧州の財政危機に端を発する金融市場の混乱が実体経済に波及し、夏場には二番底懸念が高まった。2011年も春先の原油高・ガソリン高、3月に発生した東日本大震災によるサプライチェーンの混乱、そして欧州危機の再燃などに直面した。2010年の際には、FedによるQE2や12月に大型の景気対策Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010が打ち出されたことで、先行きに対する景気見通しが大幅に楽観的になった。2011年の場合、Fedによる超低金利状態の長期化宣言とオペレーション・ツイスト実施ぐらいしか、具体的な政策は打たれなかったが、上記のように持ち直して、2012～13年を通じてプラス成長が続くと市場コンセンサスは想定している。

しかしながら、3%超の高い成長が見込まれていた一年前と比べると、その回復ペースは2013年Q4に漸く3%に届く程度であり、かなり慎重な見通しといえるだろう。背景には、前回の経済見通しでも指摘したように<sup>7</sup>、対外的には燻り続ける欧州問題に対する先行き懸念があり、国内的には11月に大統領選挙及び議会選挙を控えて機動的な政策対応が期待できないばかりか、市場が最低限望む、せめて回復の妨げにならないような現状維持もまだ決着していない点が挙げられよう。



前半：海外リスク  
～ 直接的な影響よりは間接的な影響に  
注意

昨年からEU各国は危機に対して様々な対応・対策を講じてきたが、根本的な解決には至っておらず、依然として先行き不透明なままである。つまり、下プレリスクを払拭できない状態が長期化しており、市場の反応に日々振り回されている。

<sup>6</sup> 12月30日までに集まった情報をもとにサンフランシスコ連銀が作成。

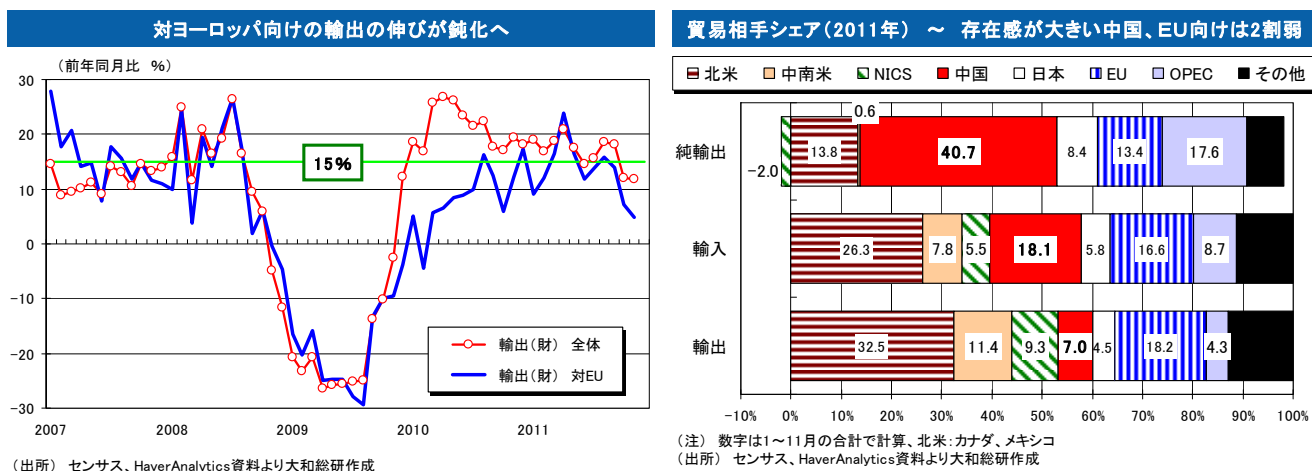
<sup>7</sup> 拙稿「海外情報「米経済見通し 2012年、すっきりしない自律回復」 2011年12月20日」を参照。



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。想定される直接的な影響としては、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があるだろう。ページブックでは、ヨーロッパの成長鈍化のために売上が抑制されたとの製造業者の声が紹介されており、ヨーロッパ市場により大きなエクスポージャーをもつ企業ほど先行きに懸念を抱いているという。11月末に出された前回報告に比べると、格段にヨーロッパに対する不安が強まっている。

また、11月の貿易統計では、貿易赤字（財・サービス）が前月比10.4%増の478億ドルと5ヶ月ぶりに増加し、2011年6月以来の水準になった。輸入（財・サービス）が1.3増と2ヶ月ぶりに増加したほか、輸出が1.2%減と2ヶ月連続で減少したことが貿易赤字拡大につながった。輸出額は依然として過去最高水準で推移しているが、前年比の増加率（財ベース）は11.9%増と徐々に鈍化傾向にある。オバマ大統領が掲げる輸出倍増計画に必要な年15%増を2ヶ月連続で下回った。また、地域別では、対EUで4.8%増（対ユーロ圏2.4%増）と大幅に鈍化し、欧州の景気悪化の影響が顕在化しているとみられる。ただ、対EUの輸出シェアは2割弱であり、新興国を含めた世界全体の景気減速という状況を回避できれば、米国の景気回復が頓挫するほどの打撃にはならないだろう。

むしろ、米国内への影響という面では、欧州の金融機関の信用不安や貸し渋りが米国にも伝播して国内の資金の流れが滞ってしまうという間接的な面が懸念される。後述するように、せつかくみられ始めた住宅市場の回復の芽を摘んでしまうかもしれない。



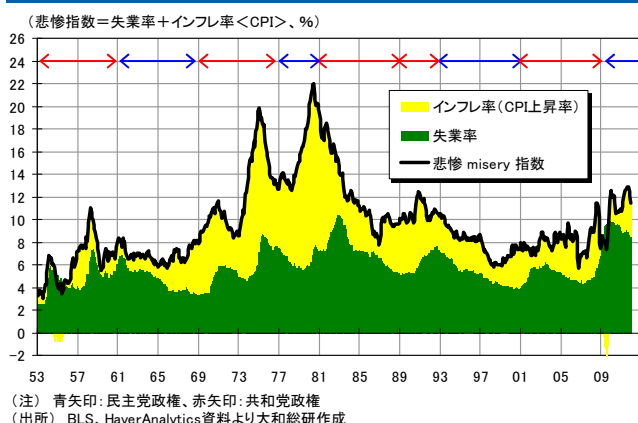
年後半：2013年問題は  
波乱なく解決される  
か ~ 空白の2ヶ月  
間

一方、国内に目を転じれば、政治の不透明さが景気を見通す上でネックになる。11月の投票日に向けて主義主張をぶつけ合って、相手を非難し自分たちを少しでも優位にアピールしようとするなかでは、ねじれ議会において容易に妥協が成立するとは考えにくい。従って、景気をサポートする政策は期待できないが、目先は、昨年末に期限切れを迎えた給与税率の軽減措置や失業保険給付の延長問題があり、クリスマス直前に、とりあえず2月まで延ばすという中途半端な形で妥協した。これをどうするかという問題はまだ決着していないが、市場コンセンサスの約9割は2012年末まで延ばされることを前提に予想しているために、仮に2月で終了となってしまえば、個人消費を中心に見通しの下方修正を余儀なくされよう。

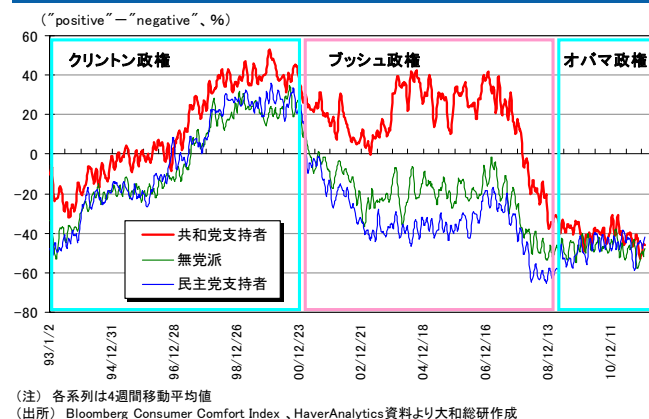
しかし、問題はこれだけではない。2010年12月に成立した景気対策では2年間延長されたブッシュ減税が2012年末に期限を迎えることからその取扱いが焦点になろう。富裕層向けの減税をどうするかが対立点だが、昨年7月のデフォルト騒ぎや予算の取扱い、財政赤字削減の議論でみられたように、共和党とオバマ政権・民主党はお互いの主張を展開するだけで、結論を先送りしてきた形である。合わせて、2013年からは計1.2兆ドルの強制的な歳出カットが決まっており、現行制度のままでは、2013年に入ると公的セクターが経済成長を抑制する要因になろう。現実的には、最大のヤマ場である選挙を前に妥協が成立する可能性は低いとみられ、先行き不透明な状態は見通しの不確実性を高めるだけであり、年末にかけて一段と国内の政治動向に振り回される可能性がある。というのも、11月6日の投票日から新議会・新大統領がスタートする翌年1月までの2ヶ月間に、レームダック状態の大統領や議会がこれらの問題に対処しなければならないケースを相当程度念頭に置く必要があるからだ。当然ながら、中長期的な課題を残り任期わずかな者たちに決めさせるのかという疑問は出てこよう。

なお、1月3日のアイオワ州党員集会から本格化した共和党の大統領候補の指名争いは、ニューハンプシャー州の予備選挙などまだ始まったばかりだが、既に何人かの候補者は争いから撤退している（1月19日には、一時支持率トップに立ったことがあるペリー・テキサス州知事が撤退を表明し、ギングリッチ元下院議長支持へ）。残る候補者は、1月に入って漸く支持率30%を上回ってきたロムニー・前マサチューセッツ州知事、ギングリッチ元下院議長、アイオワ州で最も支持を集めたサントラム元上院議員<sup>8</sup>、FRBの廃止など独自の主張を展開するポール下院議員（アイオワ州3位、ニューハンプシャー州2位）の4名である。

#### 大統領は生活を悲慘にしたか ～ オバマ政権下で改善していない



#### 相対的に楽観的だった共和党支持者 ～ オバマ政権下では大きく低迷



#### 上ブレ材料 ～ 住宅市場の急回復

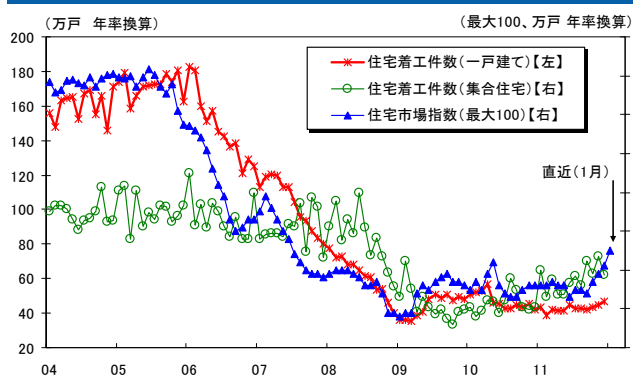
このような国内外の下ブレリスクが意識されるなかでは、なかなか上ブレシナリオを描けないのが現状である。だが、慎重な見通しにおいて上ブレ要因になりうるとしたら、景気同様に緩やかな回復が見込まれている住宅市場の回復スピードが加速するというシナリオであろう。住宅投資の増加に加えて、個人消費では耐久財支出や住宅関連のサービス支出の押し上げも期待できる。

12月のFOMC声明文で“引き続き低迷している”と指摘された住宅セクターだが、

<sup>8</sup> アイオワ州では、当初ロムニー候補が僅差で勝利したとされたが、確定した投票結果ではサントラム候補が逆転した。但し、代議員は比例配分されるために大勢に影響はないとみられる。

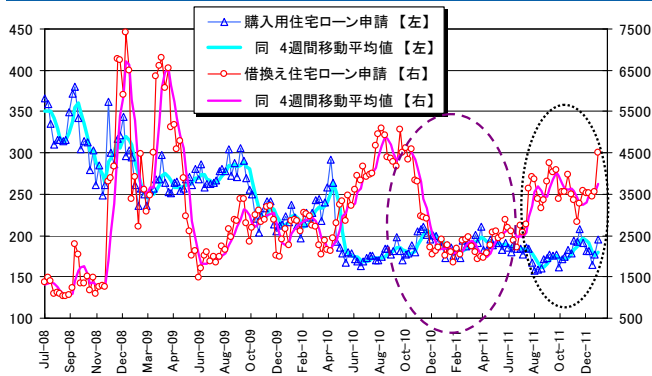
バブル崩壊から約3年間の調整局面、そして過去にみられなかった3年間に及ぶ低迷というL字状態から、昨年Q4になっていくつかの指標にポジティブなサインがみられ始めた。例えば、建設業者のマインドを示す1月の住宅市場指数は前月の21から25に上昇し2007年6月以来の高水準になった。現状認識や半年先の販売見通し、潜在的に見込みのある買い手の動向いずれも4ヶ月連続で改善している。また、住宅着工件数は11月に前月比9.1%増の年率68.5万戸と2010年4月以来、1年7ヶ月ぶりの高水準となった。当時は政策効果で一時的に押し上げられた点を考慮すると、実質的には2008年以来といえる。1月19日に発表された12月の住宅着工件数は前月比4.1%減の年率65.7万戸と再び減少に転じてしまったが、これは11月好調だった集合住宅がマイナスになったためであり、増減を繰り返しながら増加トレンドを描いてきた集合住宅に変調がみられるという話ではない。むしろ、12月は着工全体の7~8割を占める一戸建てが4.4%増の年率47万戸と3ヶ月連続で増加し、2010年4月以来の高水準になった点を評価したい。着工件数の先行指標となる建設許可件数においても、好調な集合住宅に加えて一戸建ても堅調に推移しており、今後の着工件数の増加基調を予感させる。

#### 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



(注) 住宅市場指数は販売の現状や半年先の販売見通し、見込み客の動向の加重平均。  
(出所) センサス、NAHB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

#### 住宅ローン申請 ~ 借換えは高水準を維持、購入用は徐々に...



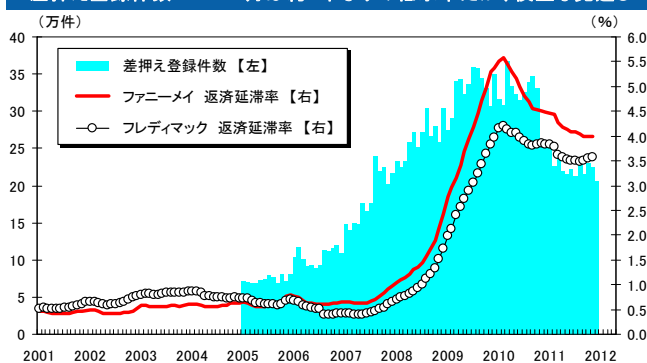
(注) 両系列とも1990年3/16を100とする  
(出所) MBA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

変化がみられ始めた背景には、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%割れが定着していることが挙げられよう。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るために、住宅取得能力指数は高水準と絶好の取得環境である。ただ、マインドの改善や住宅着工の動きは住宅市場の緩やかな回復シナリオの範囲内であり、一段のペースアップのためには、住宅を買いたくても資金調達にネックで取得が進展しない状態を改善していく必要があるだろう。

そのためには、Fedによる金利引き下げ努力だけでは不十分であり(つまり実際に低金利で借りたり、あるいは借り換えができなければ、恩恵を享受することにはならない)、民間金融機関の動きが依然として鈍いならば、FRBが議会に提出した報告書で指摘したように<sup>9</sup>、現在公的管理下にあるフレディマックやファニーメイが果たす役割を一時的にでも拡大させる方法もあろう。米国の人口構成をみると、2010年代は35歳以上45歳未満の年齢層の増加率が加速する時期に当たる。中長期的には住宅を取得しようとする潜在需要が米国に存在すると考えるのが妥当だ。

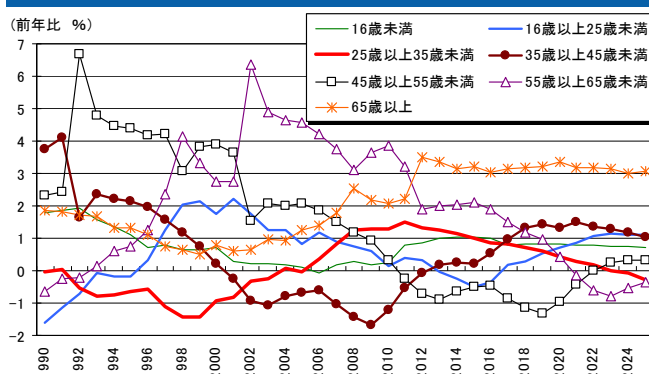
<sup>9</sup> <http://www.federalreserve.gov/publications/other-reports/files/housing-white-paper-20120104.pdf>

## 差押え登録件数 ～ 12月は約4年ぶりの低水準だが、慎重な見通し



(注) 差押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、Single Family、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

## 年齢別人口増加率 ～ ベビーブーマーの高齢化と35-45歳の増加



(注) 2010年まで実績で、2011年以降はセンサスの人口推計の伸び率を適用して試算  
(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

## ゼロ金利政策も4年目に ～ コミュニケーション向上を優先

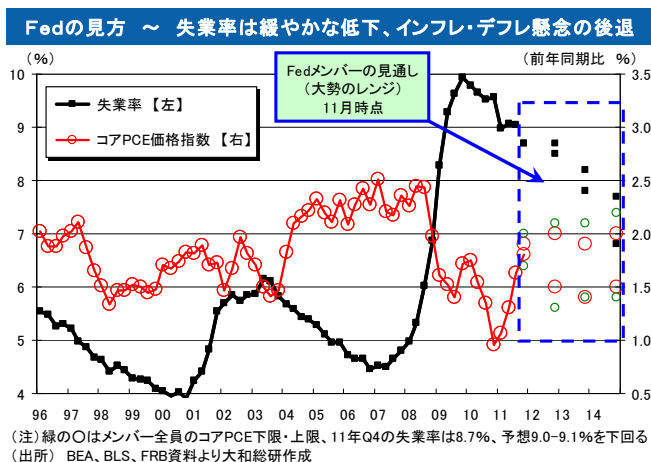
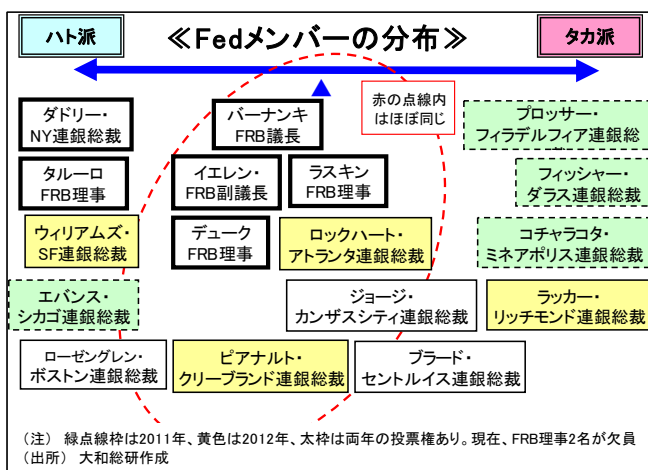
1月24～25日には今年初めてのFOMCが予定されている。緩やかな景気回復が見通される現状では、Fedが、過去2回シカゴ連銀のエバンス総裁が要求したような現時点での追加緩和策の実施には踏み切らず、MBSの大規模な追加購入(QE3)などを選択肢として残しておくことになろう。いまは、現在実施中の緩和措置の効果を見極める時期であり、様子見が続くとみられる。QE3は、欧州の混沌とした情勢がこのまま長期化あるいは悪化して、米国経済への悪影響が顕在化するというリスクシナリオへの対応策と認識している。但し、足もとでインフレが抑制されていることから、Fedが追加措置を取る際の障害は取り除かれつつあり、一時のタカ派の主張は控えめになり、ハト派の声の大きさが目立っている。

従って、今回のFOMCの注目点は、景気の現状認識がどの程度上方修正されるか、そして声明文と同時に発表されるFedメンバーの景気・インフレ見通しの数字であろう(バーナンキ議長の記者会見も予定)。さらに、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の一環として、今回からFFレートの誘導水準や利上げの見通し等も公表されることになっている。その時期によっては、声明文中の、異例なほど低い金利水準を“少なくとも2013年半ばまで”維持するという部分が“2013年末まで”などとタイミングが修正される可能性がある。ちなみに、ニューヨーク連銀が公表したプライマリディーラーに対する調査(12月時点)によると、最初の利上げは2014年Q2(median)と予想する向きが多い。

また、年が替わったために、12名の地区連銀総裁のうち投票権を持つメンバー5名もダドリー・ニューヨーク連銀総裁を除いて交代する。2011年はタカ派の地区連銀総裁3名が2回連続で反対票を投じるという場面もあったが、2012年はタカ派、ハト派、様子見派までバランスよく投票権を持つことになる。一方、オバマ大統領は2011年12月27日、空席となっているFRB理事2名について、パウエルPowell氏とスタインStein氏の両名を指名した。現在、シンタンク(Bipartisan Policy Center 超党派政策センター)の客員研究員であるパウエル氏は、ブッシュ(父)政権下で財務次官を務め、1997～2005年はカーライルグループのパートナーだった。また、スタイン氏はハーバード大学教授で金融が専門であり、2009年には財務長官のシニアアドバイザー、NEC(National Economic Council 国家経済会議)のスタッフとしてオバマ政権に仕えた経歴がある。オバマ大統領が指名した人事は上院の承認を得る必要があるが、2010年4月にノーベル経済学賞を受賞した(但し指名後)ダイヤモンドMIT教授をFRB理事に指名したものの、共和党の度重なる反対にあって承認手続きが進まず、結局2011年6月、ダイヤモンド教

授は辞退するに至った（ダイヤモンド教授と同じタイミングで指名されたラスキン理事は2010年9月に承認済み）。今回、オバマ政権に近いスタイン教授と共和党政権で政府高官を務めた経歴を持つパウエル氏を同時に指名することによって、共和党の反対を防ごうという意図があるとみられるが、前回の二の舞になる可能性は否定できない。

なお、ブッシュ前政権に指名されて2008年8月5日に就任したデューク理事は2012年1月末で任期切れとなる（FRB理事の任期は一期14年間だが、任期途中で辞任した前任者の残りを引き継いだ結果、デューク理事の任期期間は3年半となった）。前述したように、現状は2名が空席であり、デューク理事が退任すれば3名が空席になってしまう。しかし、法律上後任者が決まるまではその職にとどまることが認められており、デューク理事も1月16日の講演会のなかで、期限を迎えても当面はとどまるつもりであると述べている（同時に、現在の空席が埋まったり、自分の後任が指名・承認されるまで居座り続けることには躊躇するとも発言）。



<米国経済見通し>

	2011					2012					2013				
	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率(除失業率)															
国内総生産	0.4%	1.3%	1.8%	3.0%	1.7%	2.0%	2.4%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.8%	2.9%	2.9%	2.6%
<前年同期比>	2.2%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	2.0%	2.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.5%
民間消費支出	2.1%	0.7%	1.7%	2.5%	2.2%	2.0%	2.4%	2.6%	2.5%	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%	2.7%	2.5%
政府支出	-5.9%	-0.9%	-0.1%	-0.5%	-1.9%	-0.1%	-0.4%	-1.2%	-1.2%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.4%
企業設備投資	2.1%	10.3%	15.7%	5.0%	8.8%	4.5%	6.0%	7.0%	7.5%	7.0%	3.5%	7.0%	6.5%	6.5%	6.1%
民間住宅投資	-2.4%	4.2%	1.3%	3.0%	-1.8%	2.5%	3.5%	4.5%	4.5%	3.1%	5.0%	5.0%	6.0%	6.0%	4.9%
輸出等	7.9%	3.6%	4.3%	4.0%	6.8%	4.5%	4.5%	5.3%	5.3%	4.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.7%
輸入等	8.3%	1.4%	1.2%	3.0%	4.9%	4.0%	4.3%	4.8%	4.8%	3.5%	4.5%	4.5%	5.0%	5.0%	4.7%
鉱工業生産	4.8%	0.7%	6.3%	3.1%	4.1%	2.2%	3.0%	3.4%	3.4%	3.1%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%
消費者物価(全体)	5.2%	4.1%	3.1%	0.9%	3.1%	1.8%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%
失業率	8.9%	9.1%	9.1%	8.7%	8.9%	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%	8.5%	8.4%	8.3%	8.1%	8.0%	8.2%
10億ドル															
貿易収支(財・サービス)	-140.0	-146.2	-135.6	-131.9	-553.6	-136.2	-136.9	-133.7	-130.1	-537.0	-128.3	-125.3	-122.6	-120.1	-496.3
経常収支	-119.6	-124.7	-110.3	-116.3	-470.8	-118.2	-118.0	-115.5	-113.0	-464.6	-111.0	-108.3	-106.1	-104.0	-429.5
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%)	0.69	0.57	0.28	0.26	0.45	0.26	0.33	0.48	0.63	0.42	0.71	0.78	0.85	0.93	0.82
10年債利回り(期中平均%)	3.46	3.21	2.43	2.05	2.79	2.00	2.18	2.45	2.75	2.35	2.99	3.08	3.18	3.33	3.14
国内最終需要	0.4%	1.3%	2.7%	2.3%	1.9%	1.9%	2.3%	2.4%	2.4%	2.2%	2.1%	2.7%	2.8%	2.8%	2.4%
民間需要	1.9%	1.8%	3.3%	2.9%	2.7%	2.3%	2.9%	3.2%	3.2%	2.8%	2.5%	3.2%	3.4%	3.4%	3.1%

(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 2012年1月19日時点