

～海外情報～

2012年2月20日 全14頁

## 米経済見通し 暖かさの良し悪し

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也

緩やかな景気回復継続の見方に変更なし

## [要約]

- 2011年Q4の実質GDP成長率は前期比年率2.8%増となり、1年半ぶりの高成長となった。2011年を通じて成長率が加速しているように見えるが、Q4は企業の在庫投資が牽引役と必ずしも内容がよいとはいえない。2011年全体では1.7%成長にとどまり、2009年後半からの景気回復は緩慢であるといえよう。現時点の市場コンセンサスは2012～13年にかけて緩やかな回復が続くと想定されているが、3%超の成長が見込まれていた一年前と比べると慎重のままである。
- 一方、足もとの経済指標をみると、雇用環境が順調に改善し、個人消費や企業活動など民間部門の自律的な回復が確認されている。また、2月末に期限切れを迎える減税措置が年末まで延長されることが決まり、既に織り込み済みながら、不透明さを払拭する一材料である。先行きに対する楽観的な見方もみられ、NY株式市場は2008年のリーマン・ショック以前の水準を回復。
- 共和党の大統領候補者選びが混沌としているなかで、オバマ大統領の支持率は、依然として40%と低水準ながらも徐々に高まり始めている。ねじれ議会のもと、オバマ大統領の主張が新たに実現したわけではなく、現状維持という最低限の状態であるが、このまま景気の好転が続けば追い風になる現職の強みといえよう。但し、海外要因の欧州問題や国内の2013年問題は、この一ヶ月で解決に近づいておらず、むしろ後者に関しては、今回の減税延長によって解決のハードルを上げてしまった可能性がある。

2011年Q4は前半の  
1%成長、Q3の1.8%増  
から加速 ～ 焦点  
は、成長の持続力

2011年Q4の実質GDP成長率は前期比年率2.8%増と1年半ぶりの高成長となり、2009年Q3以降、10四半期連続で景気は拡大している。2011年Q1の0.4%増、Q2の1.3%増、Q3の1.8%増から順調に加速しているように見える（2011年前半の成長率は1.1%増に対して後半は1.9%増に）。市場コンセンサス（Bloomberg調査・中央値3.0%増）をやや下回っただけかもしれないが、中身を吟味すると、個人消費や設備投資など民間需要が牽引したQ3に比べて、Q4はみかけの数字よりも弱い内容といえよう。また、2011年全体では1.7%増と2010年の3.0%増から鈍化し、2008～09年の金融危機による大幅な落ち込みからの回復が緩慢であることを印象付けるものである<sup>1</sup>。

Q4の最大の牽引役は民間企業の在庫投資増減であり、寄与度がQ3の▲1.35%ポイントから+1.94%ポイントに変化したように、Q3に最も足を引っ張った材料が一転して押し上げる側にシフトした。つまり、在庫以外の要因が前期並みの寄与度であれば、実質GDP成長率は3%ポイント以上Q3から加速していたはずだが、

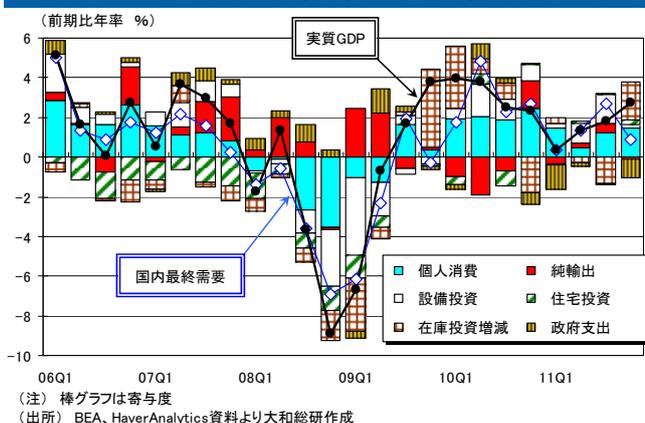
<sup>1</sup> GDPの詳細について、拙稿「海外情報「2011年Q4の米国経済は高成長だが、内容が悪い」2012年1月30日付けを参照。

実際には1.0%ポイントにすぎない。

まず、残念な結果になった一因は予想を下回る伸びとなった個人消費。確かにQ3の1.7%増から2.0%増に加速したが、市場予想2.4%増には届かなかった。サプライチェーンの混乱でQ2に落ち込んだ自動車関連の支出がQ3の微増のあとQ4に入って急増し、漸くpent-up demandが顕在化したといえよう。ただ、持続可能なペースとは言い難く、弱さが目立つサービス支出がどの程度改善していくかが2012年の焦点であろう。また、民間企業の設備投資は非IT投資の鈍化や構築物投資の悪化を受けて、Q3の15.7%増から1.7%増に大幅に減速しこの2年間では最低の伸び率に。一方、州・地方政府の不振に加えて国防関連支出が減少したために、政府支出は4.6%減とマイナス幅が拡大し、最大の押し下げ要因に。外需の寄与度も輸入の増加を受けて3四半期ぶりのマイナスに。対照的に、住宅投資は10.9%増と2010年Q2以来の高い伸びとなり、長期にわたって低迷してきた住宅市場にも変化がみられ始めた可能性がある。ただ、GDPに占める比率は2%台と2005年のピークの約1/3にすぎず、経済全体に与えるインパクトは小さくなっている。

このように、明確に成長の足を引っ張った要因は政府支出だけともいえるが、在庫要因を除いた最終需要は0.8%増と前期の3.2%増から大幅に減速した。また、外需と在庫要因を除いた国内最終需要も0.9%増と、Q1の0.4%増、Q2の1.3%増、Q3の2.7%増という順調な流れが一旦頓挫した形である。さらに、国内最終需要から政府支出を除いた民間需要は2.1%増とQ3の3.3%増から鈍化し、2%に届かなかった年前半と大差ない。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、伸び率が前期から大きく減速した面は否めない。

11年Q4は2.8%増と1年半ぶりの高成長～在庫が最大の押し上げ要因



過去の回復局面との比較(実質GDP)～平均の約半分ペース



GDPを受けて見直し  
は、基本的に変わらず  
～緩やかな回復が  
続く

中身に問題はあるにせよ、2011年を通じてGDP成長率は加速してきた。そして、消費活動は2011年末にかけてスローダウンする一方、企業活動は製造業を中心に加速したとみられる。ただ、個人消費も、年明け以降さらに鈍化するというよりは、1月の自動車販売が大幅に増加するなど足もとで持ち直している。何よりも雇用環境が順調に改善し民間部門の自律的な回復が確認されることから、景気の二番底懸念は後退している<sup>2</sup>。むしろ先行きに対する楽観的な見方が強まっているこ

<sup>2</sup> 例えば、NY連銀が実施しているプライマリーディーラーに対する調査によると、今後半年以内にリセッションに陥ると想定する確率 (median) は、12月時点の25%から1月は20%に低下した。

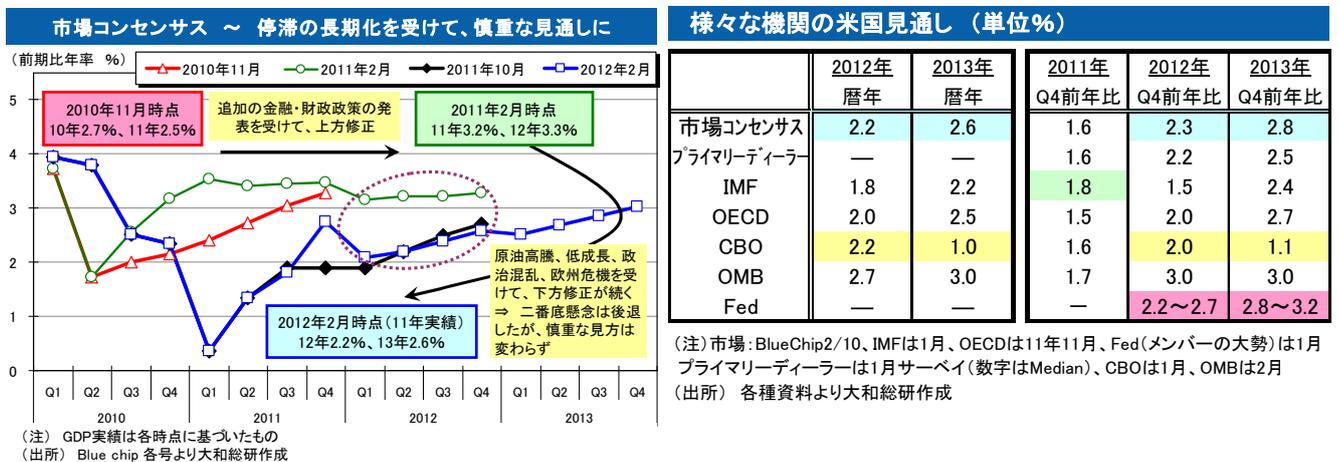
[http://www.newyorkfed.org/markets/primarydealer\\_survey\\_questions.html](http://www.newyorkfed.org/markets/primarydealer_survey_questions.html)

ともあって、NY 株式市場の株価（NY ダウ、2 月 17 日時点）は 2008 年 5 月以来、約 3 年 9 ヶ月ぶりの高値をつけた<sup>3</sup>。

年初にかけて楽観的なムードが強まるというパターンは去年と同じであるが、3%超の高い成長が今後 2 年間にわたって続くと思われていた一年前と比べると、その回復ペースは 2013 年後半に漸く 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。2011 年 Q4 の GDP や 1 月の雇用統計（後述）が発表されても、市場コンセンサス（Blue Chip 調査）はほとんど変化していない。背景には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。市場が最低限望んでいる、回復の妨げにならないような現状維持（給与税の軽減措置の今年末までの延長など）は漸く 2 月 17 日に上下両院で可決されたが、今回の継続決定は景気にはニュートラルといえよう。

ただ、今年末に期限を迎えるブッシュ減税や来年から始まる 10 年間累計で 1.2 兆ドル（半分は国防費）の強制歳出カットに加えて、今回の延長によって、来年以降どのような財政の姿を描くかという課題のハードルは上がってしまった。このまま何も新たな対応が取られずに 2013 年 1 月 1 日を迎えば、増税と歳出削減によって劇的に財政赤字は減り、格付け会社は歓迎するだろう。ある意味、民主党（富裕層増税）と共和党（歳出削減）がそれぞれ強く主張する項目が部分的に実現するわけだ。しかし、同時に各々が回避したい事態（民主党：中低所得者層への増税、共和党：富裕層への増税や国防費の大幅カット）にも直面してしまう。そして、現行制度（延長決定前）を前提にして議会予算局 CBO が示した成長率予想は、2012 年 2.2%から 2013 年 1.0%に急減速している（2014 年 3.6%、2015 年 4.9%と急回復へ）。公的セクターによる下押し圧力が大きいことを示唆しており、市場コンセンサスや Fed メンバー、IMF なども想定していない低成長と混乱は必至。

バーナンキ FRB 議長が 2 月上旬の議会公聴会で指摘したように、議会の対立によって先行きが不透明であると、いたずらに市場の不安感を高めてしまい、企業や消費者は将来の行動計画に慎重になってしまう懸念がある。しかし、富裕層に対する増税や歳出削減等は民主党・共和党が 11 月の選挙に向けて強く主張している項目である以上、国民の審判を受けずに容易に妥協が図られるとは考えにくい。従って、バーナンキ議長が望むような選挙前の早期決着は難しいだろう。

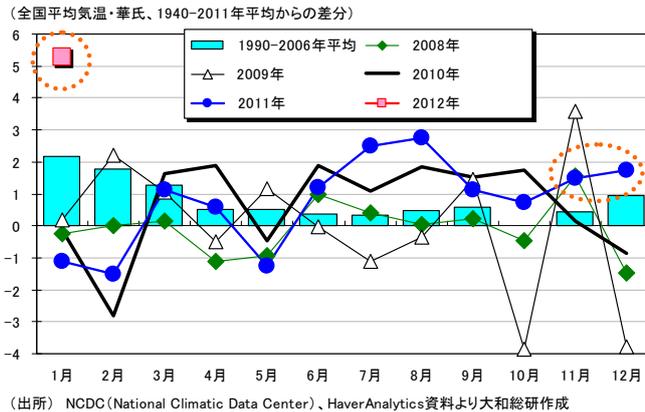


<sup>3</sup> 同様に、ナスダック総合指数は 2 月 16 日に 2000 年 12 月以来、約 11 年ぶりの高値をつけた。

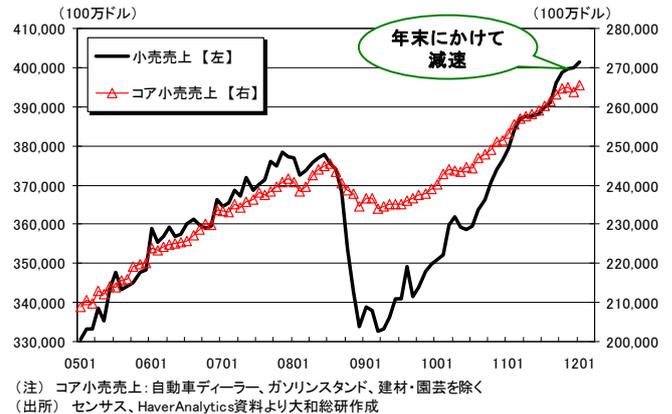
暖冬 ～ 足もとの指標にプラスとマイナス両面で影響を及ぼす

足もとの経済指標をみる上で留意すべき点は暖冬の影響であろう。昨年 11～12 月も例年を上回る気温だったが、1 月はその乖離が一段と拡大している。季節商品の売上には暑い夏と寒い冬が好都合だが、今冬はネガティブに作用。また、暖房需要が低迷し公益セクターの活動は鈍ることに。逆に、通常であれば寒さのために活動が制約される分野、例えば住宅市場は季節外れの追い風を受けよう。

暑い夏と寒い冬が季節商品にはベスト ～ 今年の冬は暖かい、特に1月



1月の小売売上は前月比0.4%増 ～ コアは2ヶ月ぶりの増加に



個人消費 ～ 新車販売台数は1,400万台を回復したが、1月の小売売上は予想には届かず

1月の小売売上は前月比0.4%増と市場予想0.8%増を下回る結果に。しかも11～12月分が下方修正された点を考慮すると、ネガティブな印象を強めてしまう。1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はっきりしている。

最大のマイナス要因は、自動車・部品が1.1%減と5ヶ月ぶりに減少に転じたことである。1月の新車販売台数は4.7%増の1,413万台(BEA換算)と2ヶ月ぶりに増加し、2009年8月(1,419万台)以来の高水準になった。ただ、当時は自動車買い替え支援策(Cash for Clunkers)によって一時的に急増したにすぎず、単純に比較することはできない。実質的に2008年4月以来の高さといえよう。従って、新車販売台数と自動車ディーラーの売上の動きは正反対であり、小売売上が予想通りの結果にならなかった理由である。事実、自動車を除く売上は0.7%増と2011年3月以来の高い伸び率で、予想(0.5%増)を上回っている。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も0.7%増と2ヶ月ぶりに増加し4ヶ月ぶりの高い伸び率になった。

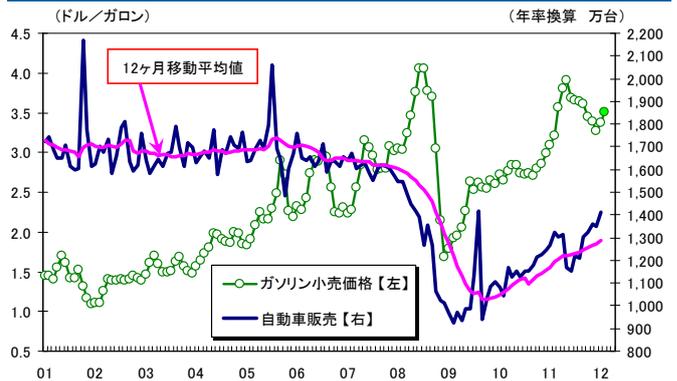
1月は広範囲のセクターで売上が増加したといえるが、最大の牽引役となったのが百貨店を含めた総合小売であり、2.0%増と約5年ぶりの高い伸びに。飲食料品が1.3%増と3ヶ月ぶりにプラスとなったほか、12月に最も足を引っ張ったガソリンスタンドが1.4%増と牽引役の1つに。1月のガソリン小売価格が12月の3.266ドル/ガロンから3.380ドルと8ヶ月ぶりに上昇したことも影響しているとみられる。直近は3.523ドルと昨年9月半ばの水準まで上昇。昨春は景気への楽観ムードが強まるなかで、北アフリカ・中東地域の政治的混乱による供給懸念が原油価格の高騰、ガソリン価格上昇を招いたが、今年も構図は似ている。米国などの景気回復への期待が高まる一方、イランの核開発を巡って欧米による制裁やイラン自身の輸出停止が相俟って緊張が高まっている。再び原油価格は上昇しており、米国内のガソリン価格にも反映されよう。ガソリン価格の上昇は家計にとって増税と同じであり、せっかくの減税延長もガソリン代に消えてしまい、昨年同様に個人消費が減速するリスクがある。

また、外食は0.6%増と9ヶ月連続で堅調に拡大し、娯楽関連が1.1%増と4ヶ月ぶりに増加に転じた。家電も2ヶ月ぶりに増加したが、12月の5.1%減に対して0.5%増と反発は限定的である。アパレル・アクセサリは11~12月と堅調だったが、1月は横ばいにとどまった。既存店小売売上を発表する ICSC (International Council of Shopping Centers) によると、暖冬のために季節商品の売れ行きが不振で、アパレルや百貨店の売上を抑制する面もあったと指摘。

小売売上 セクター別の変化(前月比 %)					
	2011年 11月	2011年 12月	2012年 1月	(寄与度 %ポイント)	ウェイト% (11年)
小売売上全体	0.3	0.0	0.4	0.38	100.0
除く自動車	0.2	-0.5	0.7	0.59	82.5
コア小売売上	0.2	-0.4	0.7	0.43	66.5
自動車・部品	0.7	2.5	-1.1	-0.21	17.5
家具	0.9	1.9	-0.2	0.00	1.9
家電	0.4	-5.1	0.5	0.01	2.2
建材・園芸	-1.0	2.0	0.2	0.01	6.4
飲食料品	-0.1	-0.6	1.3	0.16	13.1
ヘルスケア	-0.4	-0.3	-0.3	-0.02	5.9
ガソリンスタンド	1.0	-2.6	1.4	0.15	11.4
アパレル・アクセサリ	0.6	0.5	0.0	0.00	4.8
スポーツ、娯楽、書籍	-0.9	-0.6	1.1	0.02	1.9
総合小売	0.3	-0.7	2.0	0.27	13.4
デパート	0.4	-0.2	1.0	0.04	3.9
雑貨	-0.6	-2.2	0.5	0.01	2.6
無店舗小売	0.7	-0.5	-1.1	-0.09	8.5
外食	0.2	0.4	0.6	0.07	10.5

(出所) センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

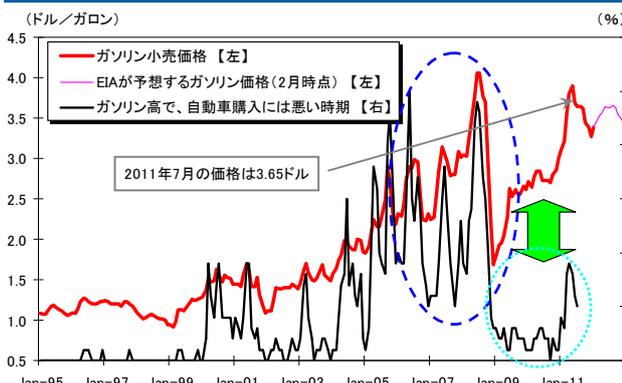
1月新車は年率1,413万台と堅調に増加 ~ ガソリン価格は再び上昇へ



(注) ガソリン小売価格はRegular Grade、2012年2月は2週間分の平均  
(出所) BEA、EIA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

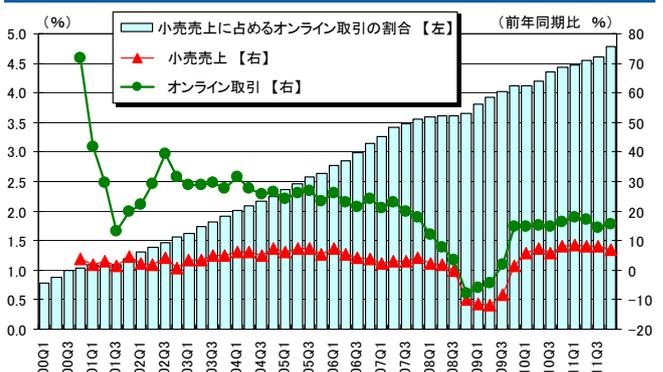
一方、オンライン取引や宅配などの無店舗小売は2ヶ月連続の減少、しかも12月の前月比0.5%減から1.1%減にマイナス幅が拡大し自動車に次ぐ押し下げ要因だった。年末商戦ではオンライン取引の好調さが伝えられていただけに、やや拍子抜けか。無店舗小売にはオンライン取引・通信販売の他に、燃料販売も全体の1割ながら含まれている。12月に半年ぶりに減少した主因は、燃料販売の売上が9.3%減と大幅に落ち込んだため、オンライン取引等は1.2%増と堅調だった。例年よりも気温が高いため暖房需要が大きく落ち込んでいる点は、後述する鋳工業生産のデータからも裏付けられており、12月に続いて1月も燃料販売が足を引っ張った可能性はあろう。但し、現時点では1月分の内訳は不明。ともあれ、2011年Q4をみる限り、オンライン取引は前期比5.8%増と約6年ぶりの高い伸びと、小売売上全体(外食を除く)の1.8%増を大きく上回った。この結果、全体に占める比率は4.8%まで高まり、今後もオンライン取引の重要性は増していこう。

2008年を経験した消費者 ~ 3ドルなら、支出パターンに影響なし



(出所) EIA、ミシガン大/ロイター資料より大和総研作成

オンライン取引 ~ 11年Q4:前期比5.8%増と、06年Q1以来の高い伸び



(注) 小売売上は外食を除くベース  
(出所) センサス、Haver Analytics資料より大和総研作成

## 漸く、減税措置の延長 が決まる ~ 共和 党内の争いは混沌

前述したように、議会では、一週間の休会を前にして、今月末に期限切れが迫っていた給与税の軽減措置や失業保険給付の延長を巡って大詰めを迎え、2月17日に漸く妥協案が可決された。昨年末の段階では、クリスマス直前まで協議がもつれ、とりあえず2月末まで延ばすという中途半端な形で妥協した。それに比べると、あっさりまとまった感がある。ただ、失業保険の給付期間の短縮などの若干の変更はあるものの、財源問題を棚上げして昨年末とほぼ同じ結論に至ったわけであり、無用な時間を費やした面はあろう。CBOの推計によると、給与税の軽減措置などが今年いっぱいまで延長されることで、約1,200億ドルの景気対策になる。また、オバマ政権は、軽減措置によって、年収5万ドルの平均的な世帯で年間約1,000ドルの恩恵になるとアピールしている。だが、昨年初からスタートしており、今回の継続決定を受けて、家計が受け取る減税額が新たに増えるわけではないために、景気には中立といえる。むしろ、市場は延長されることを前提にしていたので、仮に2月末で終了してしまえば、せっかく明るい材料が増えてきた景気回復に水を差すことになりかねなかった。

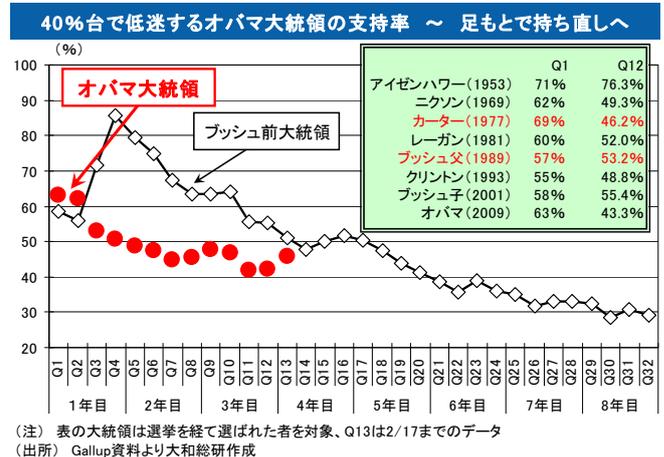
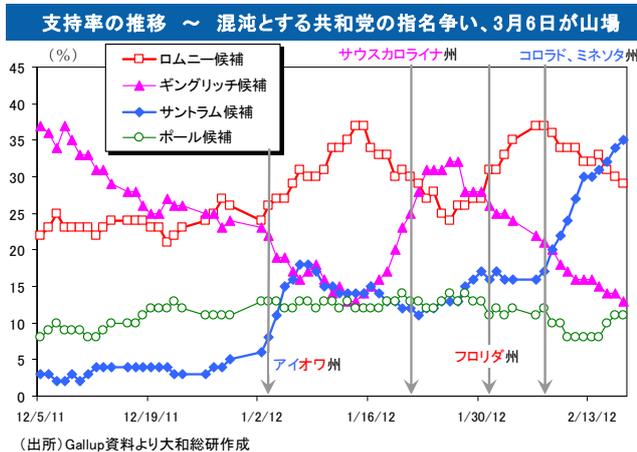
実際の投票結果をみると、下院は賛成293（共和146、民主147）、反対132（共和91、民主41）、棄権8（共和4、民主4）となり、7割近くの議員が賛成した。共和党の6割が賛成したのに対して、民主党は約3/4が賛成した。但し、約9割の所属議員が賛成した上院に比べると、下院では多数の民主党議員が反対に回ったといえよう。また、下院の多数を占める共和党では、キャンプ歳入委員長が超党派委員会の共同委員長として妥協案をまとめ、ベイナー下院議長など指導部が賛成したにもかかわらず、内部から多くの反対者を出してしまった。歳出削減などの従来の主張を取り下げたために、明確な財源の裏付けがなく財政赤字を893億ドル（2022年度までの累計）増やす内容になったことが内部の反発を招いた可能性が高く、共和党内のバラバラ感を印象付ける。また、上院は賛成60（共和14、民主45、民主系無所属1）、反対36（共和30、民主5、無所属1）、棄権4（共和3、民主1）となり、フィリバスター（議事妨害などの引き延ばし工作）を阻止できるギリギリ60の賛成と薄氷の可決だった。共和党の賛成率は約3割にとどまり、民主党からも反対者が出た。

一方、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ロムニー・前マサチューセッツ州知事、GINGRITCH元下院議長、サントラム元上院議員、ポール下院議員の4名が争っているが、依然として混沌としている。ペリー・テキサス州知事の支持を受けたGINGRITCH候補が1月21日のサウスカロライナ州で勝利したが、勢いは長続きせず、支持率は低下の一途である（支持率の数字はGallup社調査に基づく。以下同じ）。元々安定した支持を集めていたロムニー候補は1月31日のフロリダ州で勝ってから勢いが増したものの、2月7日のコロラド州やミネソタ州などで惨敗し支持率を落としている。代わって、直近で首位に立っているのが2月7日に勝利したサントラム候補であり、年初時点の一ケタ台にすぎなかった支持率は、保守層の支持をGINGRITCH候補から奪う形で大幅にアップしている（但し、獲得した代議員数はロムニー候補が依然として首位）。2月28日のアリゾナ州、ミシガン州、3月3日のワシントン州を挟んで、3月6日には11州の予備選挙や党員集会が集中するスーパーチューズデー（全代議員の約20%に相当）を迎える。

## オバマ大統領には追 い風

どنگりの背比べ状態、内部の中傷合戦が続く共和党候補者たちに対して、再選を目指すオバマ大統領の支持率は、依然として40%台ながら、徐々に高まり始

めている。経済情勢の回復がプラスに寄与しているとみられ、オバマ大統領の経済政策に対する支持率でさえ、昨年8月のボトム26%から2月初めには38%へ改善している。経済政策への不支持は59%と高いままだが、今後も回復傾向が続けば経済の失政を攻撃材料にしようとする共和党にとってマイナスだし、特に経済立て直しをアピールするロムニー候補には痛手だろう。



## 雇用環境 ～ 雇用者数と労働時間は増加するが、賃金上昇率は伸び悩む

今後の個人消費を考える上でポジティブな材料は労働市場の変化であり、直近のデータにおいても、雇用環境が順調に改善していることが確認される。1月の非農業雇用者数は前月差24.3万人増となり、市場コンセンサス(中央値14.0万人増)を大幅に上回り、かつ2009年後半からの景気回復における雇用者の推移も従前よりも上方修正された<sup>4</sup>。注目される民間部門の雇用者数は25.7万人増と9ヶ月ぶりの高水準に(市場予想16.0万人増)。2011年を振り返ると、1～4月にかけては平均で22.5万人増とハイペースで拡大したあと、5～6月に平均10.5万人増と増加ペースは半減したが、7～11月には平均15.2万人増、そして12月～2012年1月は平均23.9万人増と増加ペースは加速している。

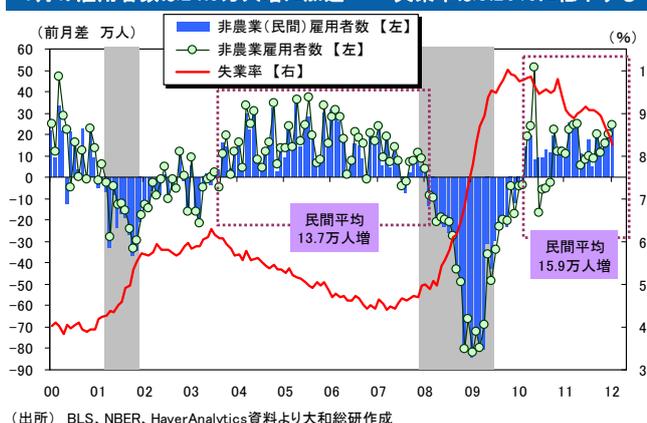
政府部門が引き続き労働市場のマイナス要因である現状で、民間部門は着実にペースアップしている。1月は、製造業や建設業といった生産部門から、専門・企業向けサービスやレジャー・接客業、教育・健康サービス、卸売などサービス部門全般まで幅広く雇用者数が増えている。実際、製造業のDI(雇用が増えた産業-減少した産業の割合)は12月の64.2から69.1と1年ぶりの高水準に上昇し、民間非製造業(大和総研試算値)のDIも前月の60.3から60.6となり、広範囲のセクターで雇用創出力が回復していることを示唆する。また、労働時間(民間企業)はほとんどのセクターで前月から延びており、特に製造業(管理職を除いたベース)の平均週労働時間は41.9時間と、第2次世界大戦後では1997年11月～1998年1月に並ぶ過去最長である。これは既存の従業員の稼働率が上限に達して

<sup>4</sup> 詳細は、拙稿「海外情報「米国雇用環境は順調に改善と、素直に評価すべき」 2012年2月6日付けを参照。なお、今回は1月の発表と同時に、事業所調査(Establishment survey、Current employment statistics survey)のデータがベンチマーク修正に伴う調整や季節調整などによって過去に遡って改訂されている。事業所の開業・廃業を考慮したベンチマーク修正は、事業所のサンプル調査に基づく過去の数字を、全事業所のデータ(ほぼすべての雇用者が提出する税関連データ)で見直すもの。主に2007年1月以降のデータが修正されている(厳密には1990年1月以降)。また、失業率などのベースになる家計調査(Household survey、Current Population Survey)も、主に2010年の国勢調査結果を反映させた人口調整の影響(population controls effect)を加味するという統計的な変更が実施されており、単純には前月と比較できない。

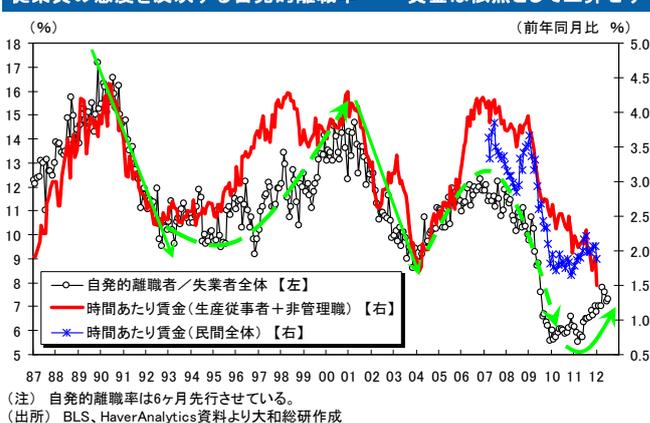
いることを示しており、生産活動の活発化に伴って、企業は雇用者を増やすか、あるいは生産性向上につながる設備投資をせざるを得ないという景気の好循環の局面に至っているといえよう。

しかしながら、時間当たり賃金水準（平均）が伸び悩んでいる状況に変わらない。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年同月比1.5%増と過去最低水準の伸びにとどまっている（管理職を含めたベースでは1.9%増に）。労働時間の長期化を受けて、雇用者の受け取る賃金の全体額は増えていようが、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ている。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現状では、コスト抑制を意識した企業経営が続くだろう。だが、今後も1月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、つまり賃金上昇率の高まるタイミングが早まるかもしれない。

1月の雇用者数は24.3万人増に加速 ～ 失業率は8.26%に低下する



従業員の態度を反映する自発的離職率 ～ 賃金は依然として上昇せず



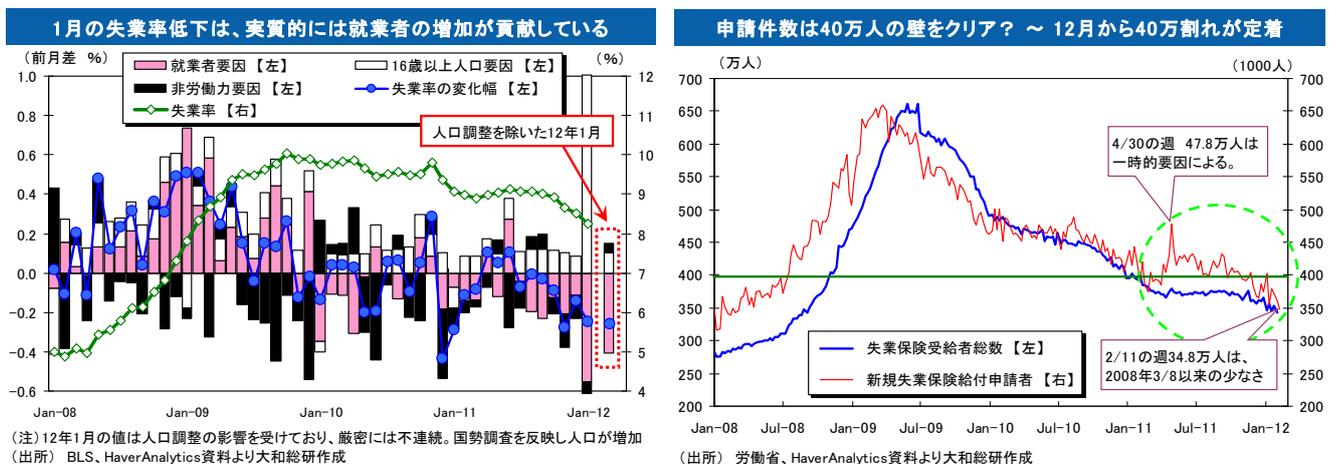
### 失業率は3年ぶりの低水準に低下 ～ 就業者の増加は主要因

1月の失業率は8.26%と2011年12月の8.511%から0.248%ポイント低下し2009年1月（7.812%）以来、3年ぶりの低水準まで改善した。市場予想8.5%を下回り、これで7ヶ月連続低下したこととなる。Fedが1月に公表したメンバー大勢の失業率見通しは2012年Q4平均で8.2～8.5%となっており、前回11月時点から引き下げられたにもかかわらず、2011年に続いて大幅に前倒しで達した形だ。Fedメンバーが想定する利上げ時期と失業率見通しを照らし合わせると、失業率7%でも利上げ開始に支障なしという感じであり、このまま低下トレンドが続けばゼロ金利解除のタイミングが前倒しになる可能性が高まろう。オバマ大統領が就任した当初の水準まで戻ったことになり、再選を目指す現職大統領にとっては追い風になるだろう。但し、声高にアピールしすぎれば、賃金上昇率の伸び悩みなど消費者（有権者）の雇用に対する認識とのギャップが広がり、かえって反発を招く恐れもある。

1月の家計調査の数字は新しい人口推計をベースにしているが、2011年12月以前の数字はリバイスされないために不連続が生じ、単純に比較できない。そこで、人口調整の影響を取り除いたベースで失業率の変化を要因分解すると、就業者要因による失業率の押し下げが0.41%ポイントであるのに対して、非労働力要因は0.04%ポイント失業率を押し上げることになり、人口要因による失業率押し上げ寄与は0.10%ポイントに。従って、1月の失業率の大幅な低下は、失業者が大幅

に減って就業者が大幅に増えたという純粋にポジティブな面によるところが大きいと評価できる。

また、直近の新規失業保険申請者数（2月11日の週）は34.8万人と約3年11ヶ月ぶりの低水準に減少した。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には慎重であるべきだが、4週移動平均でみても着実に40万人を下回り続けており（直近は36.5万人）、失業率の低下トレンドをサポートする。なお、今回の給与税の軽減措置延長とともに、失業保険の給付期間の延長も同時に決定した。通常の失業保険に上乗せされる緊急手当（景気悪化を受けて開始）の延長であるが、民主・共和両党の交渉の過程で、従来の最大99週間から73週間に期間が短縮されている。



## 企業サイド ~ サービスの景況感が急回復、製造業の生産も堅調

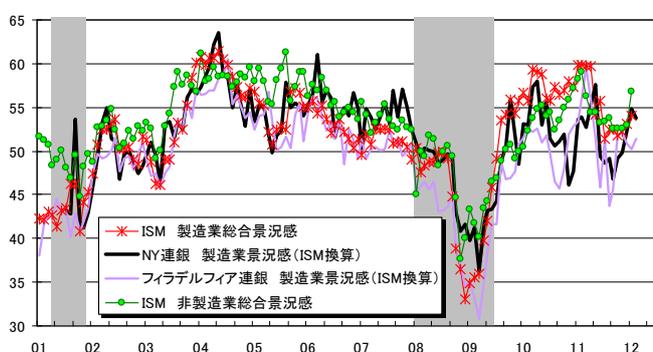
次に企業側の状況を確認すると、まず製造業の景況感は引き続き堅調である。1月のISM製造業景況感指数は54.1と前月から1.0ポイント上昇し、7ヶ月ぶりの高水準に。依然として1~4月の平均59.8を下回っているが、年央にかけて悪化した状態（7~10月の平均52.1）からは緩やかに改善している。前月に大きな牽引役だった生産が5ヶ月ぶりに低下する一方、在庫や新規受注、入荷遅延がプラスに寄与した。ISMは、“製造業は明るい雰囲気、1年が始まった”と指摘。また、2月前半の状況も加味したNY連銀やフィラデルフィア連銀の2月の製造業景況感（現状）をみると、どちらも前月から上昇しているが、後者はやや勢いに欠ける<sup>5</sup>。半年先の期待感はいずれも低下したが、これまでのハイペースの改善を踏まえると、2月の低下をことさら懸念する必要はなく、一服というところか。

一方、1月の鉱工業生産は前月比横ばいにとどまり、予想（0.7%増）を大きく下回った。但し、11月が当初の0.3%減から横ばいに、12月が0.9%増から1.5%増に上方修正された点を考慮すると、水準自体が予想から大きく乖離したとはいえない。1月が予想に届かなかった一因は、公益（電力・ガス）が12月の2.4%減に続いて1月も2.5%減と大幅に落ち込んだため、12月同様に気温が例年よりも高く推移したために暖房需要が押し下げられた。公益の稼働率は前月から2.1%ポイントも低下し、1967年から遡れる時系列では過去最低水準。加えて、シ

<sup>5</sup> ISMの作成方法に合わせて加工した指数では、2月のNY連銀は53.8と前月から約1ポイント低下したが、仮に在庫が前月と同じであったなら指数全体は上昇していたとみられる。また、フィラデルフィア連銀は51.4と前月の50.2からやや上昇したが、在庫DIのマイナス幅が拡大しており、NY同様に指数全体を押し下げる形に作用した。

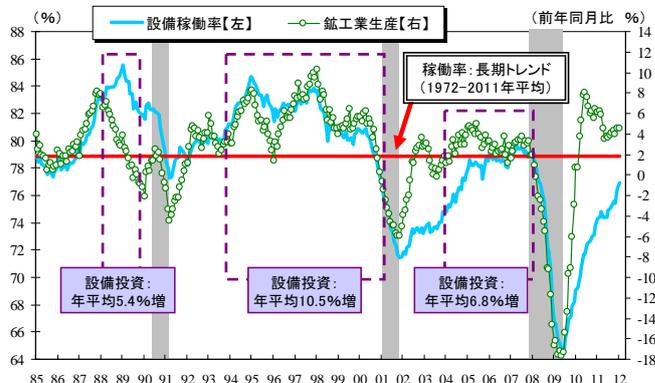
エア1割強の鉱業も1.8%減と減少したことが響いた。製造業に限れば0.7%増と12月の1.5%増(当初0.9%増)に続く大幅増。広範囲で増産がみられるなかで、特に自動車・同部品は6.8%増と12月の3.8%増からさらに加速した。これらを除く製造業は0.3%増と12月の1.3%増から鈍化しており、1月の好調さは、自動車・同部品が過半を占めているともいえよう。この他には、一般機械やアパレル、コンピュータ・電子製品、電気機器などが増産。逆に、石油・石炭製品や木材製品、非金属鉱物、一次金属、食品が数少ない減産業種である。鉱工業全体の設備稼働率は78.55%と前月から0.05%ポイント低下したが、ここでも公益や鉱業の低下が響いており、製造業だけでは前月から0.5%ポイントアップの76.97%と2008年4月以来、約4年ぶりの高さに。依然として長期平均(1972~2011年平均:78.9%)を1.9%ポイント下回っているが、着実にその差は縮小している。

#### 企業の景況感 ～ 製造業の改善に加えて、非製造業が急上昇



(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

#### 1月生産は前月比0.7%増 ～ 設備稼働率は約4年ぶりの高水準



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

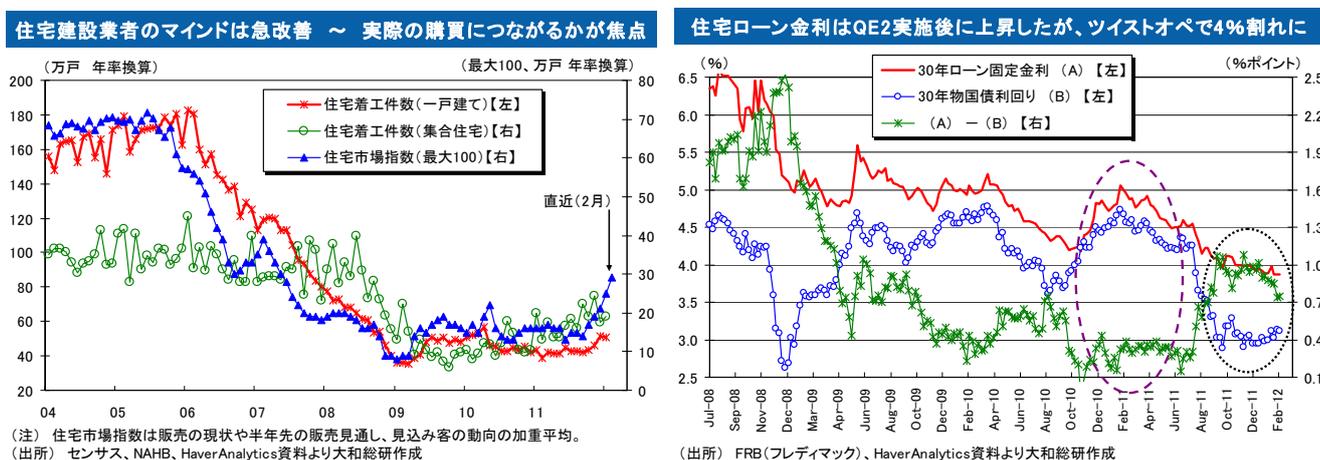
また、ISM非製造業景況感指数は56.8と前月から3.8ポイント上昇し11ヶ月ぶりの高水準に。単月の改善幅としては2008年2月以来、約4年ぶりの大きさである。サービスセクターは、50超を維持しながらも製造業に比べて改善度合いが限定的で、2011年4月以降ほぼ横ばい状態だったが、漸く改善ペースが加速してきたといえよう。ISMは“企業のビジネス環境に関するコメントのほとんどがポジティブ”とコメントしており、従来の“企業のコメントはまちまち”から上方修正。ただ、“コスト圧力や最近の活動の急増が持続可能なものかについての懸念がある”とも指摘しており、特に後者は、今回の大幅アップが一時的かもしれないと企業自身が心配しているわけであり、強気の計画を立てにくいところか。

#### 住宅市場の回復 ～ 暖冬がプラスに影響か

前回の経済見通しで上ブレ要因になりうるものとして、住宅市場の急回復を挙げた。直接的な住宅投資の増加に加えて、耐久財支出や住宅関連のサービス支出など個人消費の押し上げも期待できる。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、昨年末にかけていくつかポジティブなサインがみられ始めたが、1月のFOMC声明文では“住宅セクターは引き続き低迷している”と従来通りの見解が繰り返された。住宅市場に対する評価は声明文のなかで最も変化に乏しい部分であり、バーナンキ議長も記者会見の質疑応答で、“住宅セクターの弱さがしっかりと景気が回復しない大きな理由である”と強調し、“住宅金融の問題が、金融政策があまり効果を発揮していない理由の一部”とも言及しており、それ故一段のてこ入れを市場が期待

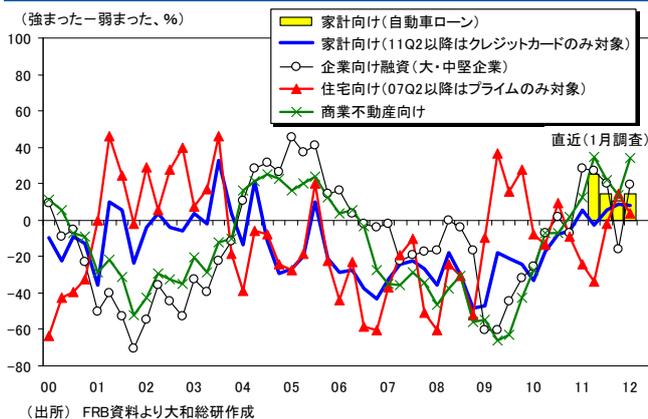
する背景になっている。

一方、1月の住宅着工件数は前月比1.5%増の年率69.9万戸に。増加率は予想ほどではないが、これは過去2ヶ月分が上方修正されたために見かけ上伸び率が低くなっただけ。11月は当初の68.5万戸から70.2万戸と2008年10月以来の高水準に、また12月は65.7万戸から68.9万戸にそれぞれ引き上げられた。特に、12月の一戸建ては前月比12.0%増の51.3万戸と大幅アップ。従って、1月の一戸建てが1.0%減と4ヶ月ぶりに減少した点を強調するのはミスリーディングだろう。むしろ、50.8万戸と2ヶ月連続で50万戸を超えた点を評価したい。今年の冬は気温が例年よりも高く、暖冬が住宅着工を一時的に押し上げている可能性はあるが、基本的にはFedによる超金融緩和策によって住宅ローン金利が大幅に下がり歴史的な低水準であること（30年固定が4%割れ）に後押しされて、景気全体の回復が住宅市場にも及んでいる。1月の増加を支えたのは集合住宅であり、8.5%増の19.1万戸と2ヶ月ぶりに増加。昨年後半以降増減を繰り返しながら増加トレンドを描いているが、1月の増加率はやや限定的か。

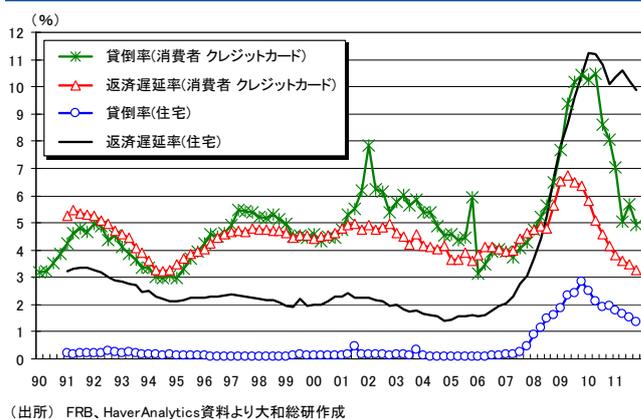


また、建設業者のマインドを示す2月の住宅市場指数は29となり、前月の25から4ポイント上昇し4年9ヶ月ぶりの高水準になった。これで建設業者のマインドを示す、現状認識や半年先の販売見通し、潜在的に見込みのある買い手の動向いずれも5ヶ月連続で改善していることに。住宅市場指数の上昇を追い掛ける形で、今後も一戸建ては増加していくとみられるが、NAHBは“住宅市場指数がまだとても低く、いくつかの要因が市場を抑制し続けていることを忘れてはならない。差し押さえは依然として新築住宅販売と競合しており、多くの建設業者は住宅の鑑定評価額が建設コストを下回っていることを経験している。加えて、見込みのある買い手は住宅ローンを組むことが困難という状況に直面している”と、慎重なトーンでコメントしている。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、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。

## 借り側のニーズ ～ 家計向け、企業向けともに強まる、住宅は横ばい

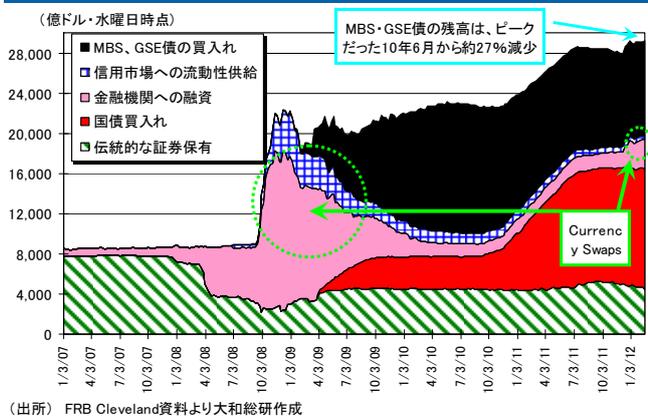


## 家計の信用状況 ～ クレジットカードに比べると、住宅向けは高止まり

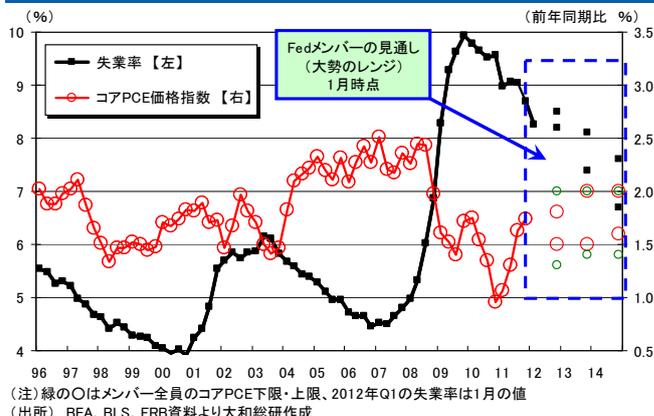
ゼロ金利解除は2014年以降に後ズレへ  
～ 1月のFOMC

Fed は 1 月 24～25 日に今年初めての定例の FOMC を開催し、政策金利である FF レートの誘導水準を 0.00～0.25% の範囲で据え置いた<sup>6</sup>。また、2011 年 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。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）。

## 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の見方：失業率は緩やかに低下する見込み、インフレ目標は2%に



## 市場とのコミュニケーションは高まるか？ ～ メンバー間のバラつきは変わらず。

一方、2011 年 8 月 9 日の会合から使ってきた、異例なほど低い金利水準を“少なくとも 2013 年半ばまで (at least through mid-2013)”維持するという表現が、“少なくとも 2014 年遅くまで (at least through late 2014)”に変更された。現在の超低金利政策を従来の方針よりも長期間続ける方針を示したわけであり、当然ながら利上げのタイミングは一年以上後ずれすることになる。これは、Fed メンバーの景気・インフレ見通しと合わせて、今回からメンバーの考える適切な金融引き締め時期及びそのペースが発表されたが、その結果を反映させた修正といえよう。ただ、その後公表された議事録要旨によると、何人かの参加者 (several participants) は、個々のメンバーの予想を公表することで、声明文

<sup>6</sup> FOMC に関する詳細は、拙稿「海外情報「Fedのゼロ金利解除は2014年以降にずれ込む公算」 2012年1月26日を参照。

に掲載する統一見解 (guidance) を削除するか簡単にすることを提案している。結果的には、従来通りのままに。

NY 連銀が公表したプライマリーディーラーに対する 1 月時点の調査によると、最初の利上げは 2014 年 Q2 (median) と予想する向きが多く、一ヶ月前と大きく変わっていない (但し、早期利上げ予想派は後退した模様)。今回の FOMC 声明文の“少なくとも 2014 年遅く”よりも、市場の見方はやや早めというところか。一方、17 人の Fed メンバーが想定する最初の利上げの時期の分布をみると、2012 年が 3 人、2013 年が 3 人、2014 年が 5 人、2015 年が 4 人、2016 年が 2 人となっている。つまり、声明文では 2014 年と書かれていても、2013 年以前に利上げが始まると見込むメンバーが 6 人 (全体の約 1/3 に相当する) もおり、同様に 2015 年以降に事実上のゼロ金利解除を予想するメンバーも 6 人いる。Fed メンバーのなかで景気やインフレに対する見解がバラバラであることは明らかであったが、今回の分布を改めてみると、統一感のなさを強く感じさせた。

5 人が 2014 年中の利上げを想定しているが、より早いタイミングでゼロ金利解除を見込んだメンバーが 2014 年も利上げ継続を想定しているならば、2014 年組の 5 人でも最大 1.00% の政策金利にすぎない。25bp ずつの利上げならば、開始は 2014 年 9 月になり、2014 年後半といっても Q4 をイメージすることになる。声明文との整合性を考えると、Fed メンバーが想定する超低金利は必ずしもゼロ金利ではなく、FF レートの誘導水準が 0.5% あるいは 0.75%、1.00% でも超低金利である点に変わりはないと考えるメンバーがいても不思議はないだろう。

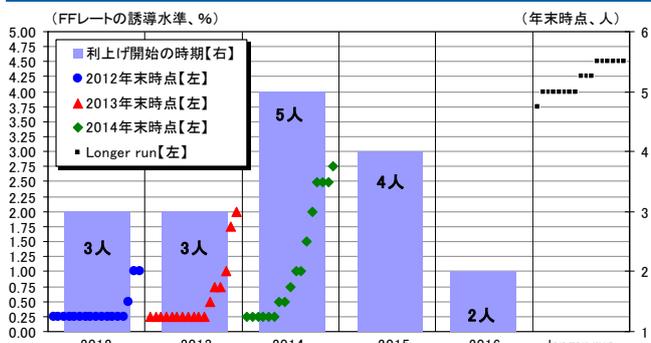
このように、今回の FOMC では、現行政策を維持しながらも、伝統的な金融政策の手段である政策金利に関する Fed メンバーの見通しを新たに提示することによって、現在実施中の超緩和措置の効果を最大限発揮させようとしている。金融当局と市場との認識のズレを解消したい、あるいはズレを生じさせたくないという思いがあるとみられる。2011 年 4 月からスタートした FOMC 後のバーナンキ議長の記者会見によって、市場とのコミュニケーションはある程度スムーズになっているが、一方でタカ派からハト派までメンバー各々が講演などを通じて好き勝手に話しているのも事実<sup>7</sup>。メンバー全員の適切と考える利上げ時期とそのペースを公表することで、話しぶりのトーンが数値化されて、より分かりやすくなるかもしれない。但し、著しい下ブレリスク要因である欧州の債務問題を再度繰り返しながら基本的には様子見であり、市場が期待する QE3 など今後に関するヒントはあまりなかった。

公表された議事録要旨でも、数名 (a few) の投票権を持つメンバーが、現状を踏まえて“近いうちに追加的な証券買い入れの開始が正当化される”と主張したのに対して、他のメンバーは“そのような政策対応は、経済が失速するか、あるいはインフレが中期的に 2% を下回ったままとみられれば、必要になるかもしれない”と述べたことが明らかに。プライマリーディーラーの 55% (12 月時点では 60%) が 1 年以内の追加購入を想定しているのに比べると、かなりトーンが異なっている。ただ、当面様子見というのが Fed の多くの見解である点にサプライズはない。やはり、MBS の大規模な追加購入 (QE3) は欧州の混沌とした情勢がこの

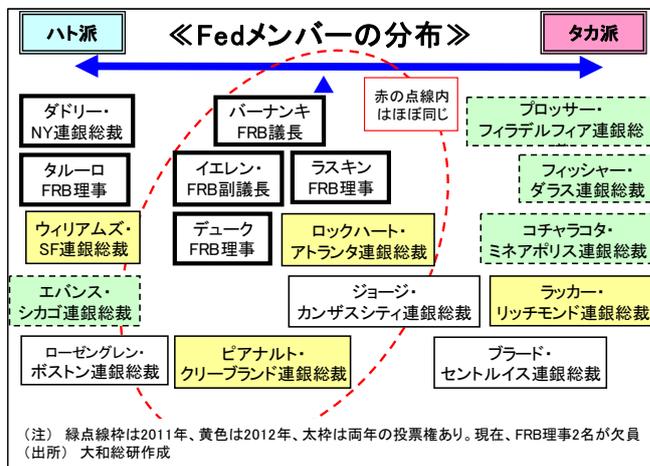
<sup>7</sup> 最近では、FOMC 後早々にメンバーが意見を表明するようになっており、今回も 1 月 27 日には、NY 連銀のダドリー総裁が講演でハト派トーン的主張をしたのに対して (<http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2012/dud120127.html>)、同日、反対票を投じたラッカー総裁が声明を発表した ([http://www.richmondfed.org/press\\_room/press\\_releases/about\\_us/2012/fomc\\_dissenting\\_vote\\_20120127.cfm](http://www.richmondfed.org/press_room/press_releases/about_us/2012/fomc_dissenting_vote_20120127.cfm))。

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になると認識している。Fedメンバーが描く景気・インフレ見通しから逸脱する可能性が高まれば、オペレーション・ツイストの終了時期である6月末にかけて、次に何ができるかという議論が一段と活発になるとみられる。

**Fedメンバーが想定する利上げのタイミングと引き締めベース**



(注) FFレートの予想は厳密には近傍(±0.125%の幅)であり、2012年末であれば、0.00~0.38%が1人、0.38~0.62%が1人、0.88~1.12%が2人という分布になるが、便宜的に25bp刻みで表示した。  
(出所) FRB資料より大和総研作成



**<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
国内総生産	前期比年率(除く失業率)														
<前年同期比>	2.2%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	2.1%	2.4%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.8%	2.9%	2.9%	2.6%
民間消費支出	2.1%	0.7%	1.7%	2.0%	2.2%	2.2%	2.5%	2.6%	2.5%	2.1%	2.2%	2.5%	2.7%	2.7%	2.5%
政府支出	-5.9%	-0.9%	-0.1%	-4.6%	-2.1%	1.2%	-0.4%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	0.0%	-0.6%
企業設備投資	2.1%	10.3%	15.7%	1.7%	8.6%	5.5%	6.0%	7.0%	7.5%	6.7%	4.0%	7.5%	6.5%	6.5%	6.3%
民間住宅投資	-2.4%	4.2%	1.3%	10.9%	-1.4%	4.0%	3.5%	4.5%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	6.5%	6.5%	5.2%
輸出等	7.9%	3.6%	4.3%	4.7%	6.8%	3.7%	4.0%	5.3%	5.3%	4.3%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.6%
輸入等	8.3%	1.4%	1.2%	4.4%	5.0%	3.0%	4.0%	4.5%	4.5%	3.4%	4.4%	4.5%	5.0%	5.0%	4.5%
鉱工業生産	4.8%	0.7%	6.2%	3.9%	4.2%	3.5%	2.9%	3.4%	3.4%	3.6%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	3.1%
消費者物価(全体)	4.5%	4.4%	3.1%	1.3%	3.1%	1.7%	2.1%	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%	8.4%	8.4%	8.2%	8.1%	8.3%	8.2%	8.0%	7.8%	7.6%	7.9%
10億ドル															
貿易収支(財・サービス)	-139.1	-145.3	-134.7	-138.8	-558.0	-131.8	-141.4	-138.9	-136.3	-548.4	-132.2	-129.5	-126.9	-124.3	-512.9
経常収支	-119.6	-124.7	-110.3	-119.8	-474.4	-114.9	-122.6	-120.7	-119.1	-477.2	-115.1	-112.6	-110.4	-108.3	-446.4
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	0.26	0.27	0.31	0.27	0.40	0.48	0.55	0.63	0.51
10年債利回り(期中平均%)	3.46	3.21	2.43	2.05	2.79	1.99	2.13	2.30	2.55	2.24	2.62	2.68	2.90	3.13	2.83
国内最終需要	0.4%	1.3%	2.7%	0.9%	1.8%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.1%	1.9%	2.6%	2.7%	2.8%	2.4%
民間需要	1.9%	1.8%	3.3%	2.1%	2.7%	2.5%	2.9%	3.2%	3.3%	2.7%	2.5%	3.3%	3.4%	3.4%	3.1%

(注) GDPは2011年Q4まで実績値、2012年Q1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2月20日時点