

2012年10月19日 全10頁

米国経済見通し 選挙を前に明るい材料

財政問題に変わらぬ懸念も、いよいよ選挙

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕
エコノミスト 笠原 滝平

[要約]

- 企業部門では、製造業を中心に実際の企業活動がやや鈍化している。当面は設備投資を含めて企業活動の軟化が予想されよう。もっとも、個人消費の底堅さがうかがわれ、悪化していた企業マインドはすでに底打ちの気配がある。
- 消費を支える雇用環境が改善し、単月の動きが見極め難いものの、改善が続く住宅市場と合わせて明るい話題である。住宅価格の上昇などが家計のバランスシート調整を進め、消費をサポートし、さらなる住宅市場の改善につながる可能性も期待できよう。
- FedがQE3（量的緩和策第3弾）を導入し、MBS（住宅ローン担保証券）の買い入れを進めることは住宅市場の改善をさらに進める可能性を含む。金融緩和の前提となる物価の安定は、期待インフレ率が落ち着いていることから、当面は問題ないとみられる。
- いわゆる「財政の崖」や債務上限問題といった財政問題は、政治が解決すべき問題だが、いよいよ選挙が近づいてきた。今のところ、民主、共和両党のどちらかが圧勝するとの見方は少ない。「ねじれ」状態の可能性が高い以上、議会審議で妥協点が見出せるか、懸念される。

景気循環と構造的なリスク要因

引き続き力強さを欠く、緩やかな回復過程を辿る米国経済では、企業部門で、自動車等の輸送用機器関連の変動が基調を見えにくくしている可能性があるが、製造業を中心に実際の企業活動がやや鈍化している。当面は設備投資を含めて企業活動の軟化が予想されよう。もっとも、好調な自動車販売や小売統計などからは個人消費の底堅さがうかがわれ、悪化していた企業マインドはすでに底打ちの気配がある。消費を支える雇用環境が9月に改善し、単月の動きのなかなお見極め難いものの、改善が続く住宅市場と合わせて明るい話題と言えよう。住宅ローンの借り換えの進展や住宅価格の上昇が家計のバランスシート調整を進め、個人消費のサポート要因となるだけでなく、さらなる住宅市場の改善につながる可能性も期待できよう。

FedがQE3（量的緩和策第3弾）を導入し、MBS（住宅ローン担保証券）の買入れを進めることは住宅市場の改善をさらにサポートする可能性を含む。緩和的な金融政策の前提となる物価の安定は、期待インフレ率が落ち着いていることから、当面は問題なさそうだ。引き続き物価の上ぶれには注意が必要だが、一方で、原油価格の低下がガソリン価格の低下に波及すれば、物価の安定のみならず、ガソリン以外の個人消費拡大にもつながり得る好材料となろう。

だが、欧州の財政問題が大きなリスクであることは変わらず、いわゆる「財政の崖」や債務上限問題といった米国の財政問題の到来が近づいている。財政関係の話題は政治サイドで解決すべき問題だが、いよいよ選挙が近づいてきた。今のところ、民主、共和両党のどちらかが圧勝するとの見方は少なく、大統領選の支持率も拮抗してきている。「ねじれ」状態の可能性が高い以上、その先に控える財政問題の議会審議の難航が懸念される。

失業率は7%台へ¹

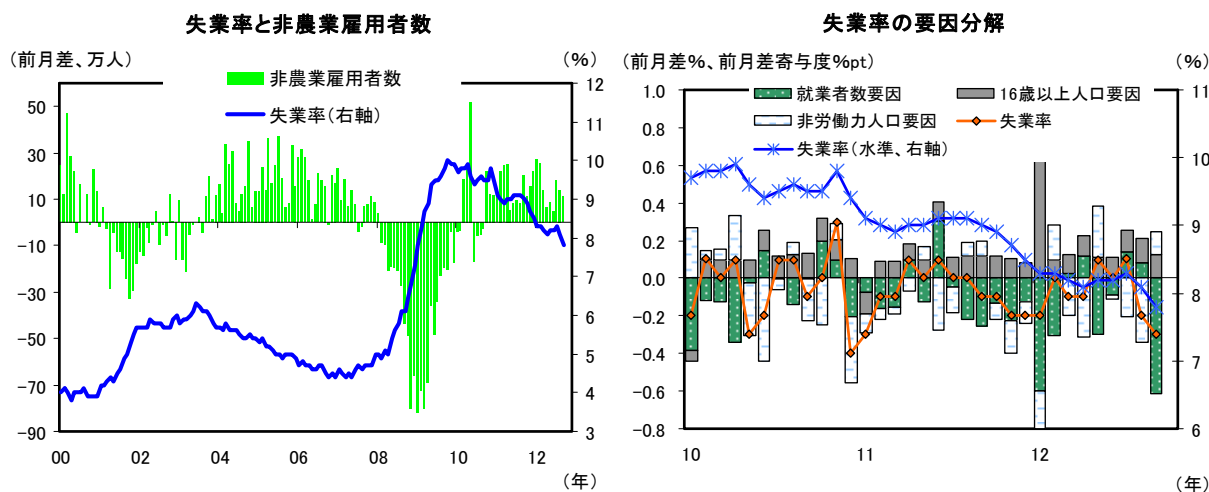
9月の非農業雇用者数は前月差11.4万人増となり、ほぼ市場予想どおりの結果となった（Bloomberg調査：中央値11.5万人増）（図表1左）。過去2ヵ月分は、7月が当初の14.1万人増から18.1万人増に、8月は当初の9.6万人増から14.2万人増にそれぞれ上方修正され、累計では8.6万人分引き上げられた。春ごろに比べれば状況は幾分改善したようにみえるが、4月からの雇用者数の増加は平均で10.6万人増となっている。足下の雇用改善ペースはこの程度だとみられる。

失業率は7.8%と市場予想（8.2%）を大幅に下回り、2009年1月以来の7%台へ低下した。労働参加率が上昇し（＝非労働力人口の減少）、同時に就業者数が増加したので失業率は低下した。就業者・失業者・非労働力人口という三者間の移動をみると、単月の動きとしては、一部の失業者は職を見つけたこと、職探しを諦める人たちが減少に転じたことがわかる。非労働

¹ 大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平著 「米国の失業率は2009年1月以来の7%台へ」（2012年10月9日）を参照。 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12100901usa.html>

力人口が減少する中で失業率は大幅に低下しており、内容、数字ともに良い結果であったと判断できる。引き続き労働参加率が上昇する中で失業率の低下が進むかが雇用の本格改善のカギとなるだろう。ただし、非農業雇用者数の増加ペースからみて、失業率の低下は出来すぎの感もあり、今後は緩やかな低下ペースが続くものとみられる。

図表 1 失業率を低下させるほどではない非農業雇用者数の増加ペース



(注) 失業率の要因分解は、2012年1月以降にデータが断絶している。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

企業景況感の悪化に歯止めか

特殊要因はあっても生産活動はやや減速

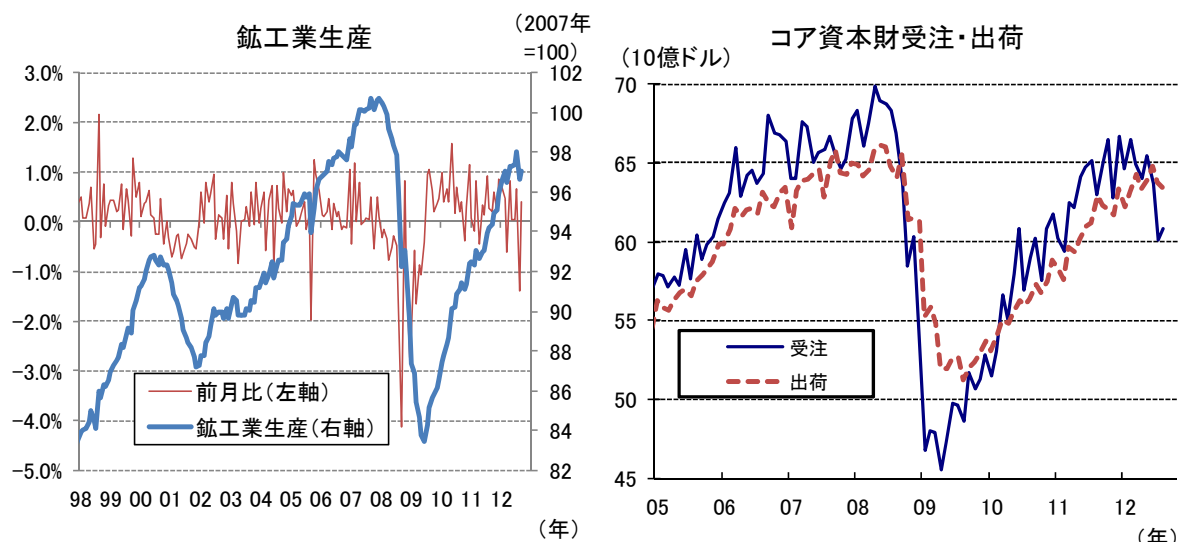
9月の鉱工業生産は、前月比0.4%上昇した(図表2左)。FRBによれば、8月はハリケーン「アイザック」による生産活動の下押しが0.3%ポイント程度あったとされるが、9月はその影響を加味しても前月の低下を補うほどではなかった。主な業種では、自動車・同部品が2.5%低下と2ヵ月連続で低下し、コンピューター・電子部品も0.1%の上昇に留まった。その結果、7-9月期の鉱工業生産は前期比年率で0.4%低下、製造業は同0.9%低下した。ややイレギュラーな自動車関連業種での生産増減やハリケーンの影響はあったが、製造業を中心に上昇が一服し、やや減速したと言えるだろう。もっとも、自動車販売の好調さを踏まえると、自動車関連産業の生産の落ち込みは、在庫調整という一時的要因の可能性もある。

鉱工業の設備稼働率は78.3%と前月から0.3%ポイント上昇したが、こちらも前月の低下分(-1.2%ポイント)を取り戻せなかった。長期平均を約2%ポイント下回った水準のままである。

8月の耐久財受注は前月比13.2%減と大幅に減少した。ボラタイルな輸送用機器が大幅マイナスとなったためだが、輸送用機器を除いた受注も1.6%減と3ヵ月連続で減少した。他の業種

では、電機・家電がプラスとなったほかはマイナス。民間設備投資の先行指標となるコア受注（非国防資本財から航空機を除く）は1.1%のプラスとなったが、6月、7月の落ち込みを取り戻すほどではなかった（図表2右）。ニューヨーク連銀の製造業景況感調査によれば、6ヵ月先の設備投資を見通す指数は4ヵ月連続で低下しており、「財政の崖」などの不透明な問題の対応にある程度の見通しが得られるまでは、設備投資の動きは鈍る可能性がある。

図表2 鉱工業生産は減速し設備投資も先行き鈍化か



(出所) FRB, Census, Haver Analytics より大和総研作成

企業マインドの悪化は底打ちか

9月のISM製造業景況感指数は51.5と8月実績(49.6)から1.9ポイント上昇し、4ヵ月ぶりに製造業の拡大/縮小の分岐点である50を上回った。内訳では、新規受注指数が5.2ポイント上昇して52.3となり、総合指数と同様に4ヵ月ぶりに節目の50を上回った。また、雇用指数は5ヵ月ぶりに上昇し、8月に低下した生産指数は50を下回っているものの、49.5まで上昇した(図表3左)。構成する指数からは、総合指数の上昇は前向きに評価できよう。

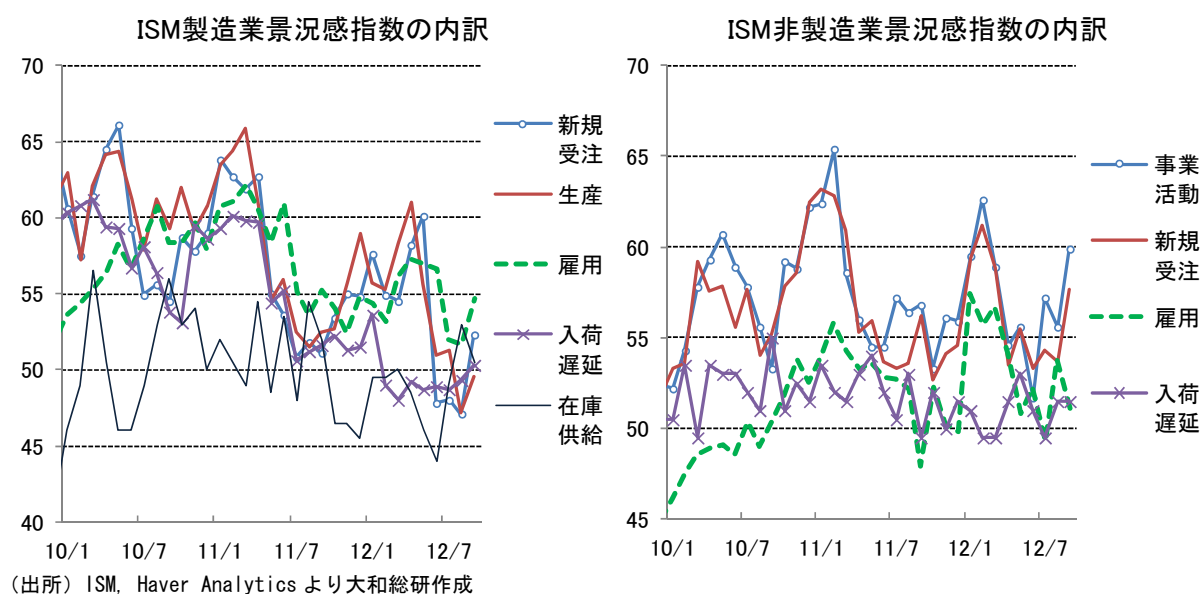
一方、9月のISM非製造業総合景況感指数は55.1と、製造業と同じく前月から上昇した。3ヵ月連続で上昇して2012年3月の56.0以来の水準となり、米国経済の減速懸念が出てくる前に近づきつつある。構成項目のうち、事業活動と新規受注が上昇した(図表3右)。雇用指数は低下して、ここ数ヵ月は一進一退の動きとなっている。

10月前半の状況も加味したニューヨーク連銀の10月の製造業景況感(現状)は、-6.16と3ヵ月連続のマイナスだが、9月(-10.41)と比べてマイナス幅は縮小した。内訳では、出荷指数がマイナスに転じるなど悪化する指数が多い中で、新規受注のマイナス幅が縮小し、5ヵ月ぶりに改善方向に転じた。6ヵ月先の期待は総合指数で低下したが、個別指数では受注残高指数のマイナス幅が縮小した。現時点での新規受注のマイナス幅縮小と合わせると、新規受注の拡大期

待がうかがわれ、企業マインドは緩やかな回復が期待されよう。

企業マインドの悪化が実際の企業行動の減速につながった可能性があるが、マインドがすでに底打ちしつつあるのであれば、生産活動の減速も限定的なものに留まる可能性がある。特に自動車関連の動向が生産を左右している面がある。自動車販売は引き続き堅調で、新車販売台数は、9月まで4ヵ月連続で1,400万台を上回り、1,500万台に近づいている（季節調整済み年換算）。やはり、雇用・所得環境の改善が重要であることに変わりないようだ。

図表3 ISM景況感指数の内訳



個人消費は消費者マインドの改善により増加

企業活動が販売好調な自動車などの影響を強く受けているとみられることから、企業活動を考えるうえにおいても、個人消費により注目する必要があるだろう。

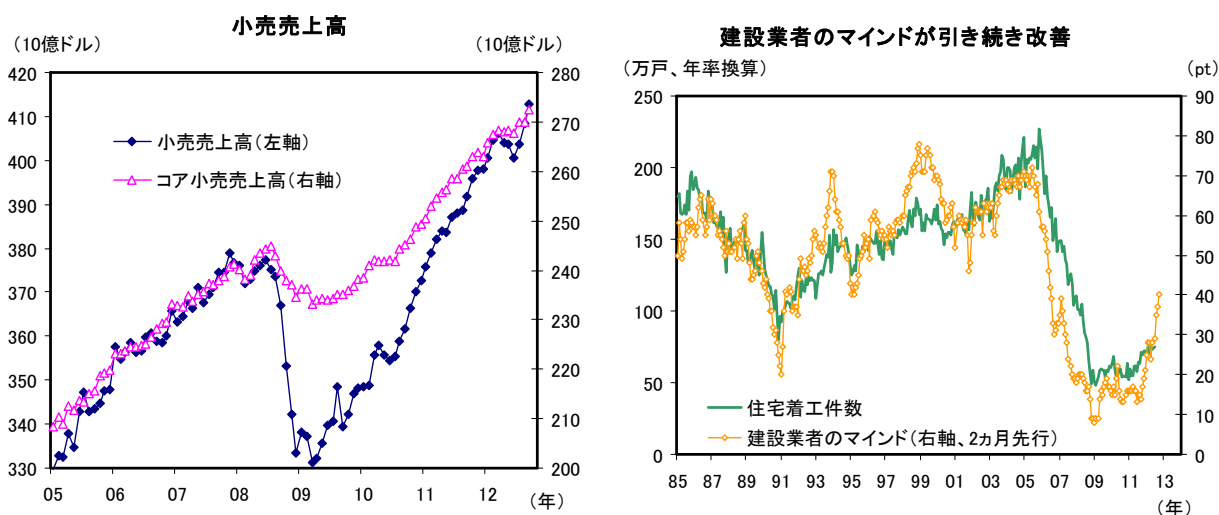
9月の小売売上高は前月比1.1%増と3ヵ月連続で増加した（図表4左）。前月の改定値から増加幅が縮小したが、前月はガソリン価格上昇の影響を受けて水増しされていた部分がある。ガソリン価格上昇の影響を除くと増加幅は拡大したとみられる。当月の消費の押し上げに寄与したのは自動車関連で、ガソリン価格の上昇もあり足下で堅調な買い替え需要が続いている。また、足下の住宅市場の改善を受けて家具・家事用品も増加した。

消費者マインドは、10月のロイター/ミシガン大消費者信頼感指数の速報値が83.1と前月に引き続き上昇（図表4右）。現状判断、先行き判断ともに上昇した格好。10月初旬に公表された9月の雇用統計で失業率が2009年1月以来の7%台へ低下したことが消費者マインドを後押ししたと考えられる。そのため、消費者マインドは9月に引き続き10月も個人消費を押し上げ

る方向に作用するとみられる。

また、住宅市場は引き続き改善が続いており、消費者マインドなどを押し上げる可能性がある。9月の住宅着工は前月比15.0%増と大幅に増加した。さらに、先行指標である住宅着工許可件数も前月比11.6%増と大きく増加した。住宅価格は足下まで（直近値は7月）改善が続いており、新規の差し押さえ物件も減少している。建設業者のマインドが改善し、住宅着工が増加したとみられる。依然として水準は低いものの、住宅市場の改善により雇用・所得の増加、資産効果などによる消費者マインドの改善に期待したい。ただし、「財政の崖」や欧州の財政問題は解決しておらず、また、9月の失業率は出来すぎの可能性を否定できない。年末にかけて消費者マインドの改善ペースは緩やかなものになると考えている。

図表4 小売売上高と住宅着工件数の改善



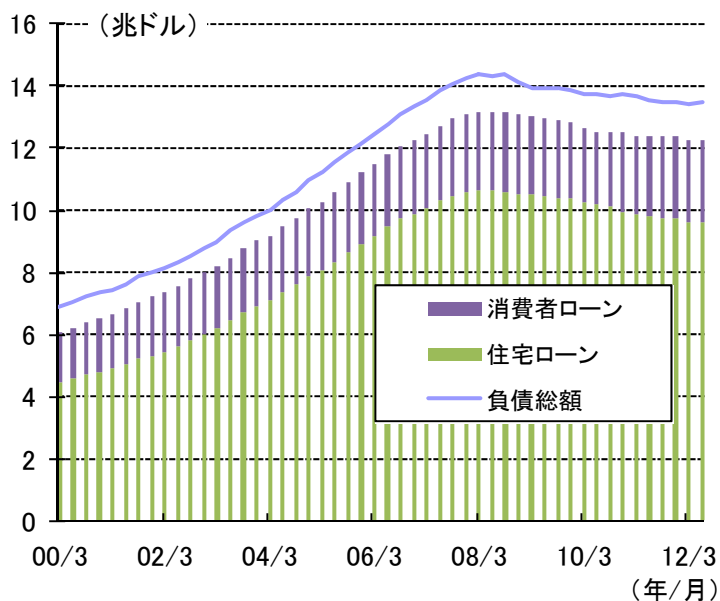
(注) コア小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸を除く。

(出所) Census, NAHB, Haver Analytics より大和総研作成

家計と住宅市場の関係についてみれば、家計の住宅ローン債務残高の減少が続いている。家計の住宅ローン残高は、FRBによれば6月末時点で9.6兆ドルと、ピークの2008年3月末の10.6兆ドルから1割近く減少した(図表5)。低利のローンへ借り換えが進展したとみられる。また、資産側にある不動産の残高も増加している。これまで2009年3月以降、家計の資産総額は増加していたが、主に金融資産の増加に支えられており、端的に言えば株価上昇に依存していた。だが、2四半期連続で家計が保有する不動産の総額が上昇しており、バランスシート調整に住宅価格の上昇が寄与し始めたと考えられる。住宅価格の上昇は、個人消費のサポート要因となるだけではなく、さらなる住宅市場の改善につながる可能性も期待できよう。

なお、クレジットカードや自動車ローンが含まれる消費者ローンなどの残高が増え、負債総額は増加に転じたが、堅調な自動車販売と合わせて考えれば、前向きに評価できよう。

図表5 家計の債務残高



(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

“QE3” 導入後のインフレ期待

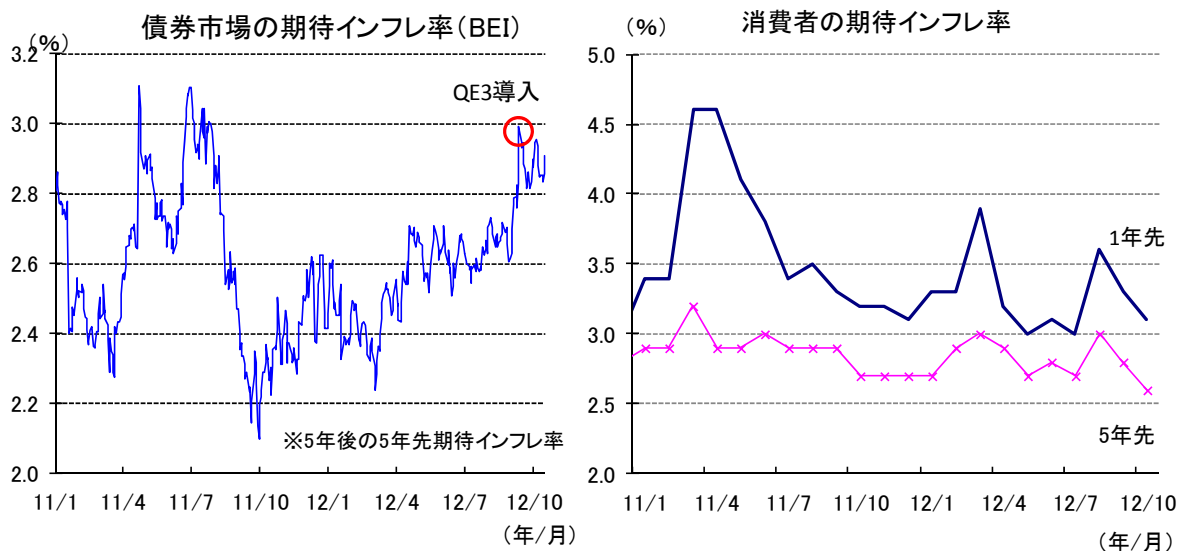
Fed は 9 月 12 日、13 日に開催した定例 FOMC (連邦公開市場委員会) で、いわゆる QE3 (量的緩和策第 3 弾) を決定した。MBS (住宅ローン担保証券) を当面は毎月 400 億ドルのペースで買い入れ、買い入れ期間や総額は定めず経済状況次第とされる。Fed の買い入れ対象として MBS が選択されたのは、米国における資金需要を考えた場合、住宅市場に明確な資金需要が出ていたことが理由の一つと考えられる。MBS の買い入れは改善が続く住宅市場をさらに後押しする可能性を含むことになる。

QE3 導入後、金融政策を緩和的に保つ前提となる物価の安定はどうだろうか。債券市場参加者の期待インフレ率である BEI (Break Even Inflation rate) は、5 年フォワード BEI (5 年後から 5 年間の期待インフレ率) でみて、QE3 発表直後に一時跳ね上がり、その後も QE3 前と比べれば高い水準にあるが、一方的に上昇する様相にはない (図表 6 左)。また、ロイター/ミシガン大調査によれば、消費者の期待インフレ率は、1 年先、5 年先ともにも QE3 前と比べて大差なく、むしろやや低下する傾向をみせるなど落ち着いている (図表 6 右)。外部要因として、原油などの国際商品市況も落ち着いており、金融緩和の前提としての物価見通しは、現状は安定的と言えそうだ。

ただし、足下の物価上昇が将来のインフレ期待を高めるリスクには注意が必要だろう。消費者物価 (CPI) の総合指数がやや上ぶれしており、8 月、9 月と 2 ヶ月連続で前月比 0.6% 上昇した。食品とエネルギーを除く CPI のコア指数は、9 月は前月比 0.1% 上昇に留まり、ただちに金融政策そのものの障害とはなりにくい。だが、より川上にある輸入物価や、生産者物価 (PPI)

も同様に上ぶれしており、CPI の総合指数に波及する可能性がある。原油価格に引き続き、ガソリン価格が低下することが期待されるが、ガソリン価格の低下は川下にある CPI の安定のみならず、ガソリン以外の消費支出が増える要因となり得る。

図表 6 期待インフレ率



(出所) FRB, トムソンロイター/ミシガン大学, Bloomberg より大和総研作成

いよいよ選挙

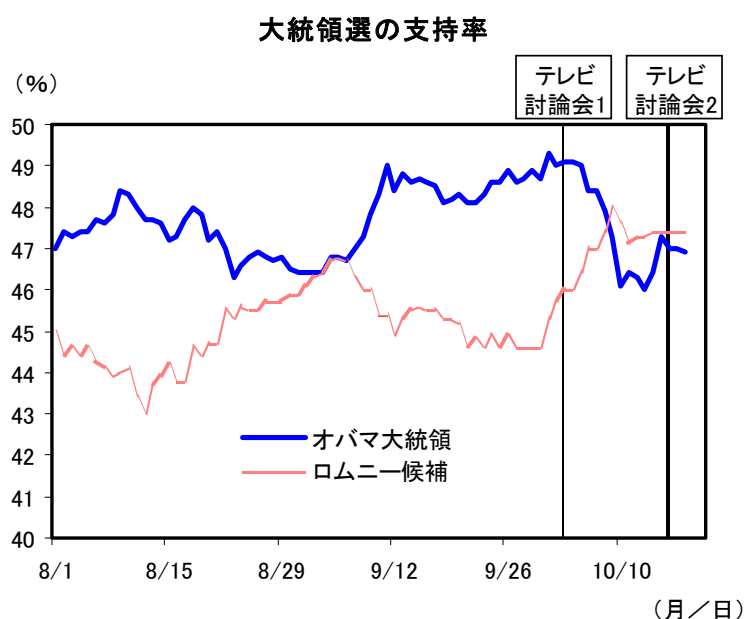
2012年11月6日に大統領選挙、議会選挙があわせて行われる予定となっている。これまで、オバマ大統領優勢の中で大統領選挙が展開されてきた。しかし、10月3日に行われた第一回テレビ討論会後の世論調査ではロムニー候補優勢と答えた人が67%にのぼった(出所: CNN)。テレビ討論会前の支持率は総じてオバマ大統領が高かったが、テレビ討論会以降は同率、若しくはロムニー候補優勢となっており、ロムニー陣営は形勢を立て直しつつある(図表7)。ロムニー候補は9月に失言が相次ぐなど後がない状況に追い込まれていただけに、テレビ討論会での優勢によって大統領選挙は最後までわからなくなった。10月16日に行われた二回目の大統領選挙テレビ討論会では、オバマ大統領が巻き返し、ディベート対決は振り出しに戻った格好である。

また、議会選挙にも注目が高まっている。現在は、上院は民主党が、下院は共和党が多数派を占めており、ねじれ議会となっている。選挙における政策の対立点と、いわゆる「財政の崖」に含まれる項目には共通する項目が多い。そのため、昨年起こった債務不履行の危機や、今般騒がれているいわゆる「財政の崖」問題が生じたと考えられよう。

今のところ、民主、共和両党のどちらかが圧勝するとの見方は少なく、引き続き「ねじれ」の状態が続く可能性が濃厚だ。中長期的に財政赤字を削減する必要を両候補者、両党議員は認

識しているとみられ、富裕層を除くブッシュ減税の延長などのように、両候補者の対処方法が近い政策も多い。こうした比較的近い政策から妥協点を見出せるかが、今後の米国経済の動向を左右することになるだろう。2011年7月に債務不履行の危機を招いた議会の対立は、世論による議会に対する風当たりを強めた。今後は世論が妥協点を探るよう強く求めるとみられる。

図表7 ロムニー候補が追い上げ



(注) 直近は10月18日(米国時間)。

(出所) Real Clear Politics より大和総研作成

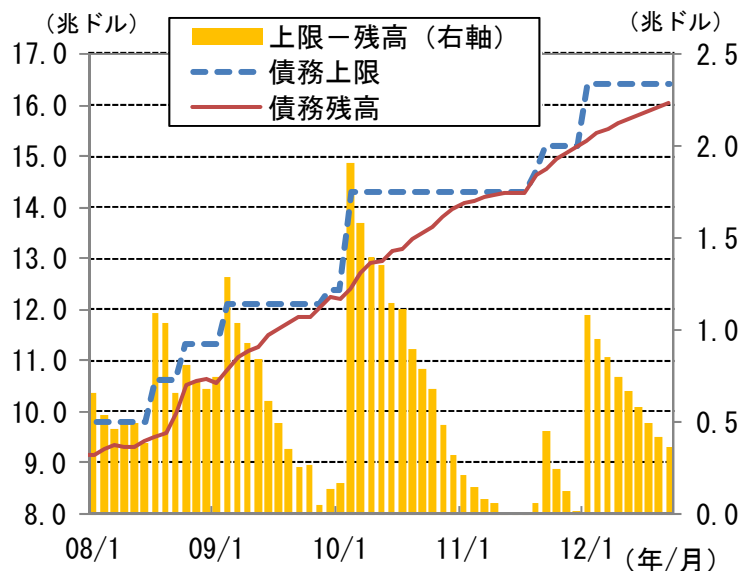
債務上限額問題

2011年7月に米国で話題となった、米国政府の債務上限額の引き上げ時期が近づいている。2012年9月末時点の米国政府の債務残高である16.0兆ドルに対し、上限額は16.4兆ドルと、その差は約4,000億ドルである(図表8)。過去数年の10-12月期の財政赤字額は4,000億ドル程度で、早ければ年内にも債務上限額に達する可能性もある。米財務省のやり繰りによって、実際に上限額に達する時期はいくらか先送りすることが可能だとしても、年明け早々には、米国債の新規発行ができなくなる恐れがあり、新議会による審議が必要となるだろう。

「財政の崖」の一部を構成し、歳出を自動的に一律削減する財政管理法(Budget Control Act)は、2011年7月の債務上限引き上げの際に、上限額の引き上げ相当の歳出削減を図る目的で成立した。「財政の崖」に対応するためには、新たに中期的な財政再建策をまとめる必要がある。財政再建を歳出削減または歳入の増加(≒増税)のどちらで図るかは、当然ながら議論がわかれる。だが、選挙結果次第では、「財政の崖」問題と債務上限問題は議会審議における駆け引きの材料となる可能性があり、短期的な超財政緊縮と中長期的な財政再建がともに対応できな

くなるリスクを指摘したい。

図表8 米国政府の債務



(出所) DOT, Haver Analytics より大和総研作成

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12			
国内総生産	前期比年率(%)												前年比(%)		
<前年同期比>	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	1.6	1.7	1.5	2.2	2.5	2.7	1.8	2.1	1.9
個人消費	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.1	2.2	1.6	1.5	1.7	2.0	2.3	2.5	1.9	2.1
設備投資	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	2.1	2.0	1.9	2.3	2.5	2.7	2.5	1.9	2.1
住宅投資	-1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	3.6	0.3	1.4	2.6	4.2	5.1	5.9	8.6	7.5	3.0
政府支出	-1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.5	9.2	8.4	7.2	7.4	7.6	7.7	-1.4	10.9	7.9
輸出	-7.0	-0.8	-2.9	-2.2	-3.0	-0.7	-0.3	-0.6	-2.0	-1.4	-0.9	-0.8	-3.1	-1.8	-1.1
輸入	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	-0.8	2.2	3.2	4.0	4.2	4.4	6.7	3.4	3.0
輸出	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.8	1.1	2.3	2.2	2.9	3.2	3.5	4.8	3.1	2.5
輸入	4.4	1.0	5.7	4.9	6.2	2.5	-0.4	1.8	2.3	3.2	3.6	3.8	4.1	3.7	2.3
消費者物価指数	4.5	4.4	3.1	1.3	2.5	0.8	2.3	2.0	2.1	2.0	2.3	2.2	3.1	2.1	2.0
失業率(%)	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.1	7.9	7.9	7.9	7.8	7.8	9.0	8.1	7.9
貿易収支(10億ドル)	-137	-142	-135	-146	-148	-139	-132	-129	-130	-135	-141	-150	-560	-549	-556
経常収支(10億ドル)	-120	-119	-108	-119	-134	-117	-110	-106	-108	-113	-121	-130	-466	-467	-472
FFレート(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	0.29	0.29	0.26	0.29	0.33	0.38	0.45	0.51	0.45	0.28	0.42
10年債利回り(期中平均、%)	3.46	3.21	2.43	2.05	2.04	1.82	1.64	1.74	1.87	2.01	2.15	2.30	2.79	1.81	2.08
国内最終需要	0.5	1.8	2.2	2.1	2.2	1.4	1.7	1.6	1.4	2.0	2.3	2.6	1.8	1.9	1.8
民間需要	2.3	2.6	3.3	3.4	3.4	1.9	2.1	2.1	2.2	2.7	3.0	3.3	3.0	2.8	2.4

(注) 網掛けは予想値。2012年10月19日現在。

(出所) 大和総研