

2012年11月20日 全10頁

米国経済見通し 不透明感は長引くか

ハリケーンと選挙を経て年末に迫る「崖」

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]

- 選挙結果は、概ね事前の予想に近く、オバマ大統領が再選され、ねじれ議会の継続となった。米国経済は底堅い動きだが、ハリケーン「サンディ」による被災が経済の基調を見えにくくしている。
- 企業部門では、マインド面は引き続き改善し、弱含んだ生産や設備投資といった実際の企業活動の回復を期待したいが、ハリケーンの影響で統計上はまだ確認しづらい。
- 消費を支える雇用環境は緩慢ながらも改善が続き、個人消費の底堅さの一助となっている。年末商戦に向けた一人当たり予算額は、かろうじて前年を上回る程度に留まるが、マインドは改善しており、不透明要因が払拭されれば、上振れの余地はあろう。
- 選挙を経て、財政問題は政治が解決すべき問題だが、選挙を経た新しい議員による議会は年明けからとなる。それまでに開催される落選議員も含めたレームダック議会では、多くの問題は短期的に先送りされ、いわゆる「財政の崖」の規模は小さくなると想定される。
- 「財政の崖」のみならず、連邦政府の債務上限問題や2013会計年度の予算といった問題もある。2013年3月にかけて米財政問題は注目され続け、不透明感は一度に払拭されない可能性がある。

景気循環と構造的なリスク要因

ハリケーン「サンディ」による被災が、基調を見えにくくしている可能性があるが、雇用環境の緩やかな改善が続き、住宅市場も総じて改善が続いている。企業活動も横ばいに近い。米国経済は、引き続き力強さを欠く緩やかな回復過程を辿っていると考えられよう。住宅購入希望者が資金を調達しやすい環境が整えば、住宅市場はさらに改善する可能性があるだろう。一方、企業部門のマインド、消費者のマインドは改善傾向にあるが、実際の企業活動の活発化や消費支出の拡大予想にはつながっていない。「財政の崖」を含めた財政問題が払拭されれば、上振れの余地が生じよう。

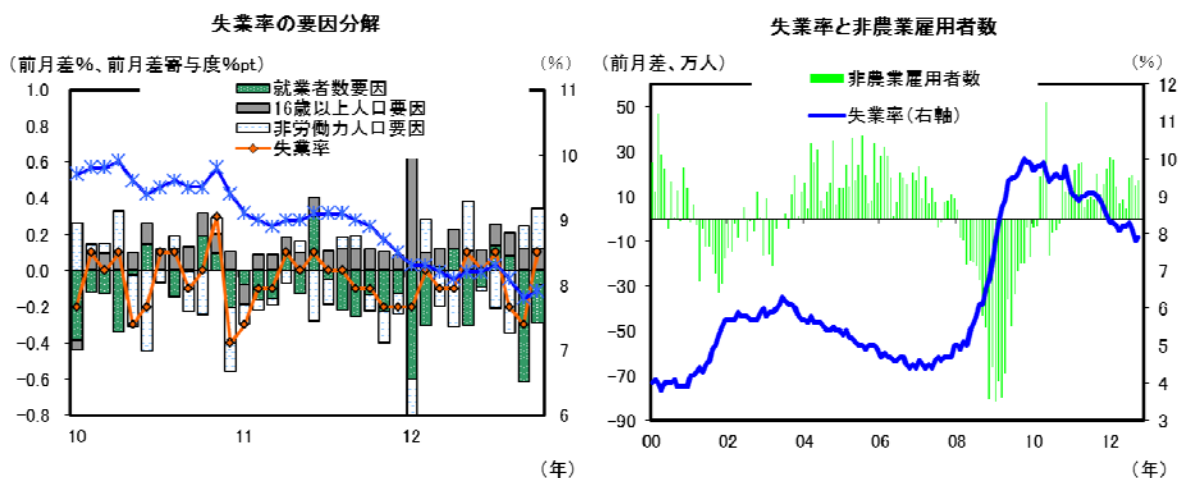
米国における選挙は、大統領選でオバマ大統領が再選を果たし、上院は民主党が多数、下院は共和党が多数というねじれの構造は変わらなかった。選挙を経て、次の注目点は、「財政の崖」がどうなるかだが、予断は許さないものの、一部は民主党と共和党の妥協が成立し、問題を先送りする可能性がある。年始時点での「崖」は低くなると想定されよう。中長期的な財政再建をにらみ、債務上限問題と 2013 会計年度予算をどうするかは 2013 年 3 月が締め切りとなる。財政問題は、2013 年 3 月まで 4~5 ヶ月にわたって話題となり続ける可能性もあり、不透明感が年明け以降も長引くリスクも想定すべきであろう。

雇用環境は幾分改善している

10 月の非農業雇用者数は前月差 17.1 万人増となり、市場予想を上回った（Bloomberg 調査：中央値 12.5 万人増）。過去 2 ヶ月は 8 月が 14.2 万人増から 19.2 万人増に、9 月が 11.4 万人増から 14.8 万人増に、それぞれ上方修正された。一桁台の増加が続いた 2012 年の春ごろに比べ、状況は幾分改善している。

失業率は 7.9%と前月から 0.1%ポイント上昇した。ただし、上昇の要因は、就職を諦めた者が減少したことであり、就業者数は引き続き増加した。就職を諦めた者が減ったことは、裏を返せば就業している、若しくは就業を希望している者が増えたということで、失業者も増えた。労働市場の改善が続くことを前提にすれば、就職を諦める者が増えるよりは失業者の増加のほうが好ましい。非農業雇用者数の増加とあわせてみても、労働市場は緩やかながら改善が続いていると判断する。ただし、足下で生産や設備投資など製造業の企業活動が軟調になってきている。この状況が続けば、製造業を中心に労働市場の改善ペースは鈍化する可能性がある。また、今後は 10 月末に東海岸を直撃したハリケーン「サンディ」の影響によりかく乱される可能性がある。労働省が発表した週間の新規失業保険申請件数によると、11 月 2 週目の新規申請件数は 43.9 万人と、前週から 7.8 万人増加した。さらに、ニューヨーク連銀の製造業調査では、現況の雇用判断が 14.61 ポイント減と、前月（1.08 ポイント減）から大幅に低下した。足下で状況は落ち着きつつあるものの、依然として就業できない企業も残る。年内はハリケーンの影響が一定程度残存すると見込んでいる。

図表1 雇用環境は緩やかに改善



(注) 失業率の要因分解の2012年1月以降は、以前とデータが連続していない。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

年末商戦の上振れ余地

10月の小売売上高は前月比0.3%減と4ヵ月ぶりに減少した。10月末に東海岸を直撃したハリケーン「サンディ」の影響により自動車を中心に減少した。10月最後の土曜日から月曜日にかけて東海岸に接近したため、外出が控えられ、不要不急の品物に対する消費が減ったとみられる。自動車と同様に、家具や電化製品などもマイナスとなった。一方で、ガソリン価格が前月に比べて下落したにもかかわらずガソリンスタンドの売上は増加した。また、食料品店の売上も増加した。これらは、前述の不要不急の品物と異なり、ハリケーン直撃によって混乱が想定され、ガソリンや水、食料などが買いだめされたため押し上げられたと考えられる。

ハリケーンの直撃は10月末であったものの、実際の影響は11月に入ってもしばらく続いた。人口密集地であるマンハッタンの地下鉄やバス、橋などは水害によって封鎖され、郊外の鉄道も倒木などにより運休を強いられた。輸送が大幅に滞ったことから、11月はさらに悪影響が出てくる可能性がある。

一方で、11月からは年末商戦が本格化する。例年、11月、12月は消費が盛り上がることで知られている。アメリカではクリスマスなどにプレゼントを渡す習慣があり、それに合わせた小売店などの大規模なセールが行われる。特に有名なのが、サンクスギビングデー（2012年は11月22日）の翌日の金曜日で、一説には小売店が黒字になると言われていることからブラックフライデーと呼ばれている。デパートから家電量販店まであらゆる店がセールを行う。さらに、近年ではオンライン販売が伸びており、サンクスギビングデー明けの月曜日はサイバーマンデー（オンラインの販売会社がセールを行う）と呼ばれている。その後、年末までセールが続く。まさに一年の消費を決めると言っても過言ではない時期である。実際、小売売上のデータを月別に確認すると、12月の売上が突出して多い。特に、プレゼントへの支出が多いため、スポー

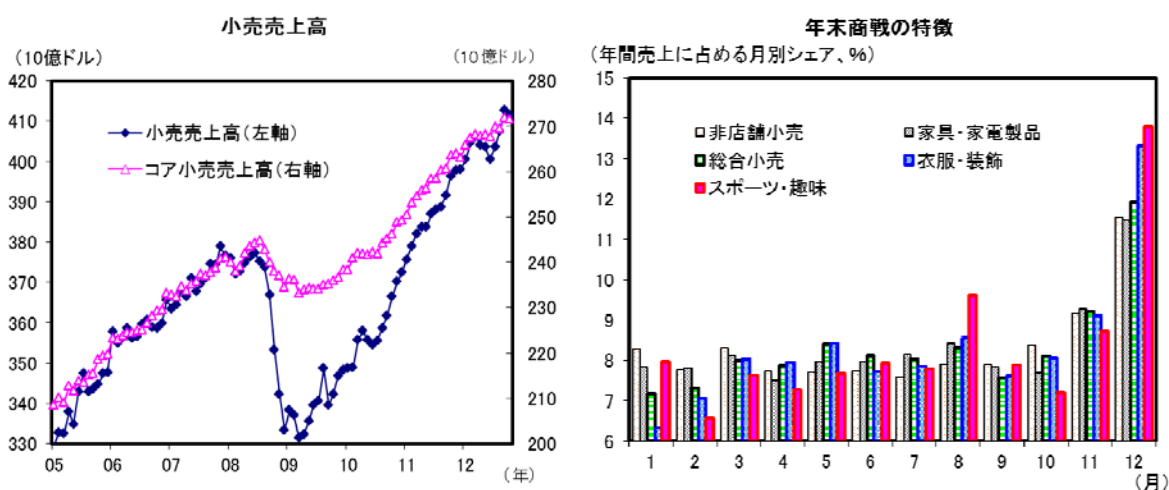
ツ・趣味用品店の12月の売上が一年の14%程度にのぼるなど娯楽性の高い分野で消費の増加が顕著である。

今年、2012年はどうなるだろうか。米國小売協会の調査¹によると、2012年の一人当たりの予算額は749.51ドルとなった。2011年の消費額は740.57ドルだったため、予算どおりなら前年比1.2%の伸びとなる。2010年が5.4%、2011年が3.0%だったことを考えると、2012年の消費は控えめとなることが予想される。さらに、消費者物価指数は直近では前年比2%程度の伸びとなっている。つまり、物価の上昇分を除くと一人当たりの消費額は前年から少なくなっている可能性がある。

一方で、消費者マインドは足下まで改善が続いている。11月のトムソン／ミシガン大消費者センチメントは84.9と前月から2.3ポイント上昇した。株や住宅など資産価格の上昇、雇用の改善が続いていることなどによって消費者は現況・先行きともに明るい見通しを持っているとみられる。

それでは、消費意欲が改善しつつあるにもかかわらず、なぜ年末商戦の予算額の伸びが前年に比べて鈍化しているのだろうか。これは、いわゆる「財政の崖」問題など先行きに対する不安によるものと考えられる。「財政の崖」のうち、減税措置が終了し、一部の世帯に実質的な増税が見込まれる項目がある。ただし、実際に減税措置が終了するのか、どの世帯が影響を受けるかなどが確かになっていない。そのため、来年以降の可処分所得がわからない状況なのである。「財政の崖」に関する議論が進展し、来年の可処分所得がはっきりしてくれば、年末商戦の消費額は上振れの余地があると考えている。

図表2 小売売上高と年末商戦の特徴



(注1) 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。

(注2) データは2007年から2011年の平均値。

(注3) 各項目の年間売上上に占める月別のシェアを示したもの。

(注4) 総合小売にはデパートやディスカウントストアが含まれる。

(注5) 非店舗小売はオンラインショッピングや通販が含まれる。

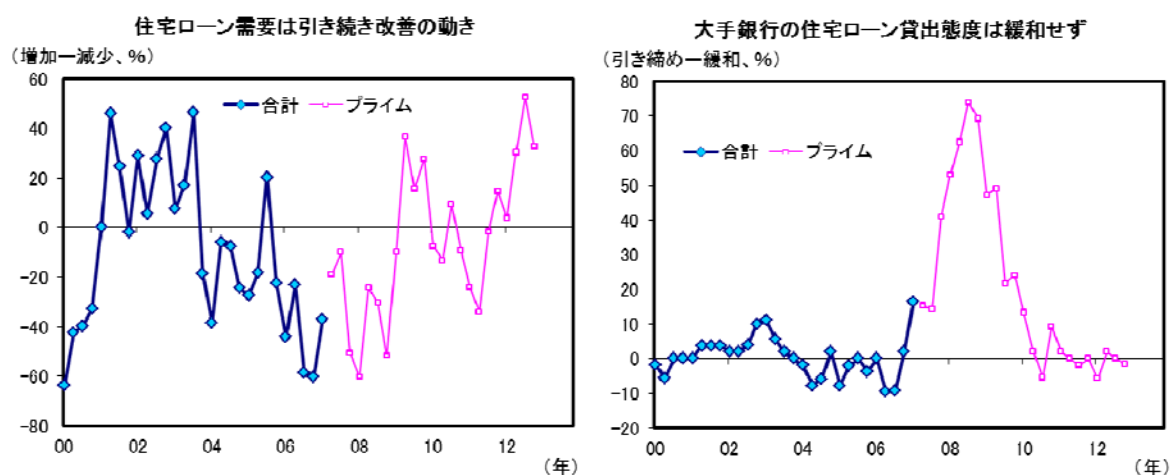
(出所) Census, Haver Analytics より大和総研作成

¹http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp_id=1438

住宅市場は底堅い改善

直近に発表された住宅関連の指標は、中古住宅販売、建設業者の景況感を示す住宅市場指数、ともに改善した。住宅市場は引き続き改善が続いていると判断している。住宅価格に1年程度先行する持ち家の空室率は直近の7-9月期も改善し、2005年7-9月期以来の1%台まで低下した。また、FRBの大手銀行を対象にした10月調査によると、住宅ローン需要は引き続き増加しているとみられ、低金利や依然として低い住宅価格、雇用・所得環境の改善が後押ししていると考えられる。一方で、同調査によると大手銀行の住宅ローンの貸出態度は依然として緩和されておらず、ボトルネックとなっている可能性が高い。FRBのバーナンキ議長は講演²で、「サブプライム問題後に貸出基準が厳格化したことは適切だった。しかし、現時点では貸出基準は過度に厳しく、信用力のある借り手も住宅を購入できなくなっている可能性がある」と指摘している。住宅市場の本格改善には購入希望者が資金を調達できる環境が必要だと考えられる。

図表3 住宅ローンの貸出態度は緩和せず



(注) 2007年第2四半期からプライム、サブプライム、ノントラディショナルに分けられた。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

企業景況感の悪化に歯止めか

ハリケーンでわかりにくいが生産活動は横ばいか

10月の鉱工業生産は、前月比0.4%減少した(図表4左)。FRBによれば、10月の終わりに米北東部を襲ったハリケーン「サンディ」による生産活動の下押しが1.0%ポイント近くあったとされる。堅調だった鉱業を除き、製造業でみれば前月比0.9%減少し、ハリケーンの影響を除いても前月から概ね横ばいとされ、回復は停滞していると言えよう。主な業種では、電力・ガス、化学、食品、輸送用機器、コンピューター等の業種で影響が大きかったとされる。この他、

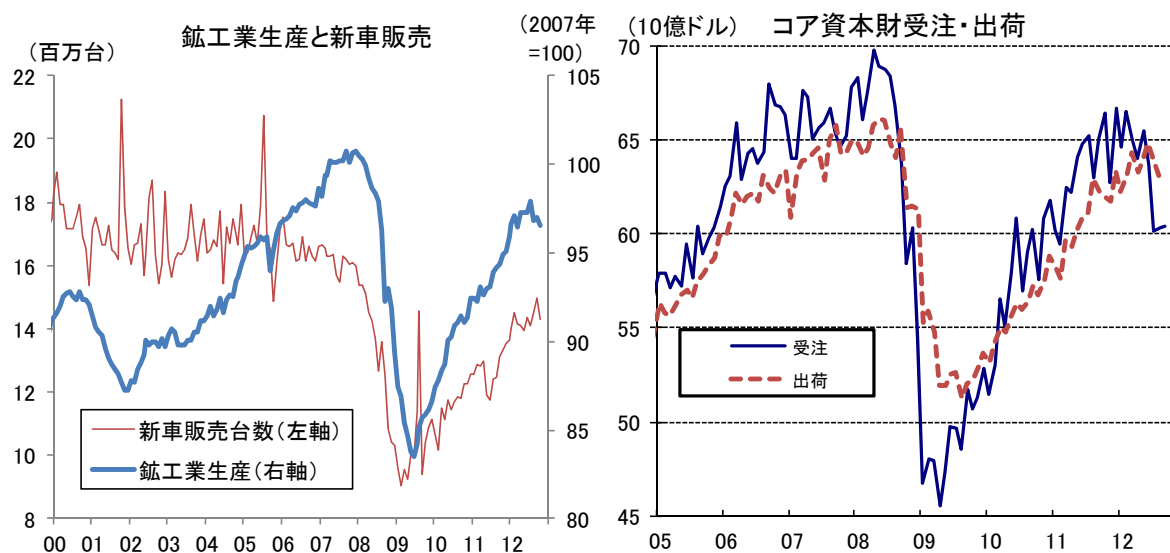
²<http://www.bloomberg.com/news/2012-11-15/bernanke-says-fed-will-do-what-it-can-to-support-housing.html>

製造業では、機械が前月比 1.9%減少するなど、軒並みマイナスとなった。鉱工業の設備稼働率は 0.4%低下して 77.8%と、長期平均を約 2.5%ポイント下回った水準のままである。

また、10月の自動車販売も、季節調整済みの年換算で、5ヵ月連続で 1,400万台を超えたが前月比で減少しており、リーマン・ショック以降でみれば水準は高いものの、回復ペースが足踏みしている様相だ。

9月の耐久財受注は前月比 9.9%増と大幅に増加したが、航空機が大幅に増加したため、ボラティルな輸送用機器を除く受注は前月比 2.0%増となる。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 0.2%のプラスとなったが、6月、7月に落ち込んだ以降はほぼ横ばいで推移している（図表 4 右）。GDP の算出に用いられるコア資本財の出荷は 3ヵ月連続で前月を下回った。

図表 4 減速した鉱工業生産、鈍化した設備投資は横ばい基調か



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

企業マインドは底打ち、反転へ

10月のISM製造業景況感指数は、51.7と9月実績から 0.2ポイント上昇し、5月以来の水準に上昇した（図表 5）。製造業の拡大/縮小の分岐点である 50 を上回るのは 2ヵ月連続。内訳では、新規受注指数、生産指数が上昇し、雇用指数、在庫指数は低下した。製造業のマインドは改善方向にあるとみられるが、ハリケーンの影響はこれから反映されることが考えられる。

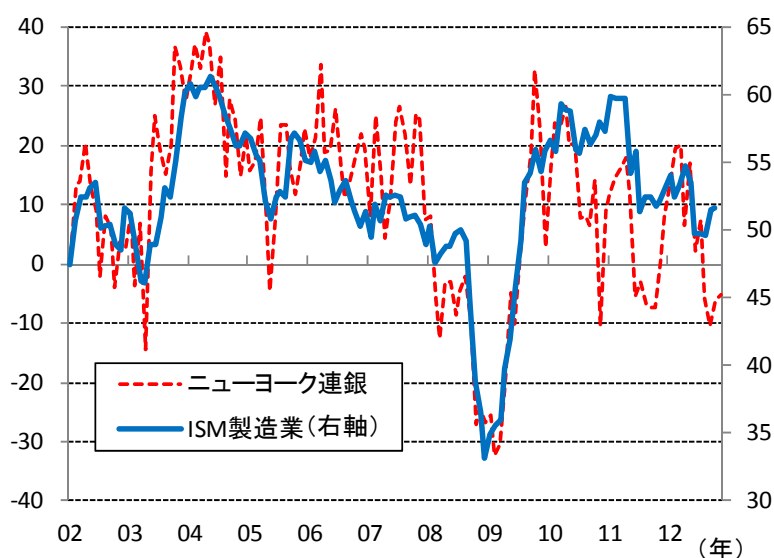
一方、10月のISM非製造業総合景況感指数は 54.2 と、前月から低下した。4ヵ月ぶりの低下だが、水準は米国経済の減速懸念が出てくる前に近い。構成項目のうち、事業活動と新規受注が低下し、雇用指数は上昇した。

11月前半の状況も加味したニューヨーク連銀の 11月の製造業景況感（現状）は、-5.2 と 4

ヵ月連続でマイナスのまま（図表5）。ハリケーン「サンディ」の被災により、停電、通信・輸送手段が制限されたことで、企業活動の制約となった可能性がある。内訳では、新規受注指数が高まり、出荷指数が4ヵ月ぶりにプラスに転じるなど、明るい方向を向いている指標が多い。6ヵ月先の期待は総合指数で低下したが、個別指数ではこちらも現況と同様に前向きであり、企業マインドは緩やかな回復が期待されよう。ただし、「サンディ」の影響は十分に反映されているかはわからない。

ハリケーンの影響で、経済の実態は見えにくくなっている可能性があるが、企業マインドは底打ちの後、プラスの方向に向かっているようだ。選挙という不透明要因が終わったものの、「財政の崖」などの政策不透明感の払拭には至っていない。実際の企業活動の改善は、今しばらく時間がかかる可能性があろう。

図表5 製造業の景況感



(出所) ISM, NY 連銀, Haver Analytics より大和総研作成

選挙結果と米財政の問題点

2012年11月6日に大統領選挙、議会選挙があわせて行われた。事前の世論調査等の見込みに近く、オバマ大統領が再選され、議会選では、下院は共和党が過半数を占め、上院では共和党が多数派を維持した。

事前の世論調査等では、上院では共和党が過半数を占める可能性が指摘されていたにもかかわらず、民主党が勝利した。ただし、上院で議席を伸ばした民主党も安定多数ではない。下院は共和党が占め選挙前と似たねじれ議会の状況ではあるものの、共和党は上下両院で議席数を減らし、大統領選でロムニー候補が敗退したことで、従来の主張を続けにくい可能性が指摘できよう。すなわち妥協策に向けた譲歩の余地があると考えられる。

衆目の一致するところ目下の課題は、「財政の崖」がどうなるかであろう。11月16日にオバ

マ大統領と民主党・共和党の議会指導者がホワイトハウスで会談を持ち、「財政の崖」問題について議論した。問題解決の必要性が共有されていることは確認できたものの、実際に妥協が成立するかは予断を許さない。11月末頃に再び会談が行われる見込みである。

また、議会予算局（CBO）は、8月に「財政の崖」が生じた場合の影響として、2013年の実質GDPは年間で0.3%減少するとの報告を出していた³。さらに、選挙直後の11月8日、「Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013」及び「Choices for Deficit Reduction」という報告書を発表した⁴。

このなかで、「財政の崖」の要因となるさまざまな政策が米経済に与える影響に関し、代替財政シナリオを用いて分析がなされている。財政引き締め策のいくつかまたは全てが実施されない場合、今後数年間における実質GDPは増加し、失業率も低下する。しかし、財政引き締め策の全てが実施されないとしても、経済は潜在成長力以下にとどまり、失業率はしばらくの間通常より高くなる。さらに、財政引き締めが実施されずに減税が無期限に延長された場合、財政赤字は今後10年間そしてその後も急増し、財政危機の恐れが高まること、最終的には財政引き締めが実施された場合よりも生産高と歳入が減少する恐れがあると分析している。短期的な景気の問題と同時に、中長期的な財政再建の必要性も説いている。

代替財政シナリオを用いた短期的な経済への影響の予測で、興味深いのはブッシュ減税のなかで、民主党と共和党の対立点となっている富裕層向け減税の有無が、GDPに与える影響が0.1%ポイントに留まる点であろう（図表6内のシナリオ3と4の差）。この点はオバマ大統領に追い風となり、共和党に妥協を促す内容とも言える。

図表6 CBOの代替財政シナリオ

	代替財政シナリオ	2013年GDP 押し上げ	2013年債務増加額 (単位：10億ドル)
1	防衛費の自動的歳出削減不施行	0.4%	24
2	非防衛費の自動的歳出削減不施行、及び医師に対するメ ディケアの給付率削減不施行	0.4%	40
3	給与税を除き、高所得者を含めた終了予定の減税延長、 及び代替ミニマム税への物価スライド制適用	1.4%	330
4	給与税を除き、低中所得者（単身者20万ドル未満、夫婦 合算25万ドル未満）のみに対する終了予定の減税延長、 及び代替ミニマム税への物価スライド制適用	1.3%	288
5	給与税の減税延長、及び緊急失業給付の減税延長	0.7%	108

(注) GDPは実質で暦年。債務増加額は会計年度（10月～9月）。

(出所) CBOより大和総研作成

³ 大和総研ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕・笠原 滝平著「米国経済見通し 下押しリスクは軽減？」(2012年9月20日)を参照。<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12092001usa.html>

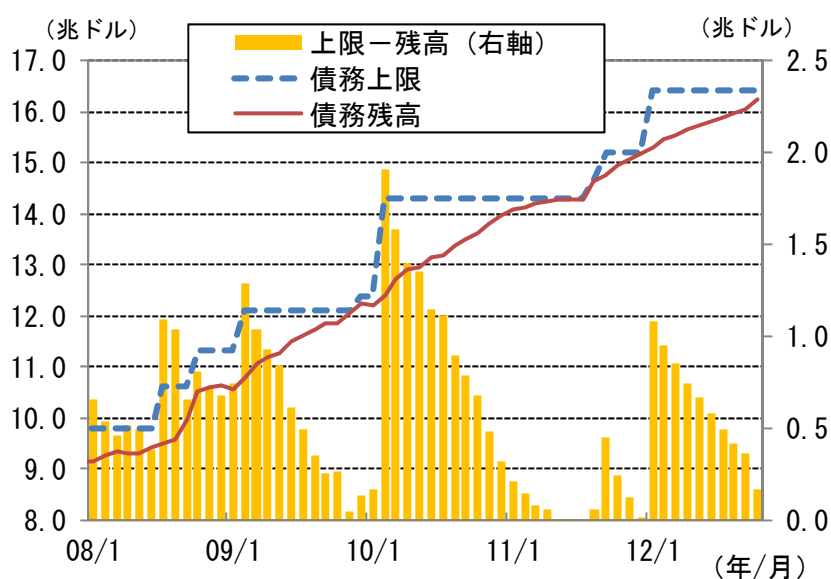
⁴ <http://www.cbo.gov/publication/43694> <http://www.cbo.gov/publication/43692>

当面の財政問題対応

「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。米国の財政について合わせて考えなければならないのは、債務上限問題と、2013 会計年度（2012 年 10 月～2013 年 9 月）の予算である。

米財務省によれば、年末にも連邦政府の債務は法定上限に達する見込みであるが、3 ヶ月程度のやり繰りが可能とされた。債務上限額の 16.4 兆ドルに対し 10 月末時点は 16.2 兆ドルと、その差は 2,000 億ドルを下回り（図表 7）、米国債の新規発行ができなくなるデフォルトのリスクがある。また、2013 会計年度の予算は選挙前の党派対立から本予算ではなく、6 ヶ月間の暫定予算のままである。暫定予算も、債務上限問題も概ね 3 月までという期限は決まっており、米国の財政問題は、仮に「財政の崖」を全面的に回避したとしても、まだ難関が続くのである。米議会は、債務上限問題や 2013 会計年度の予算といった財政問題を控え、短期的な「財政の崖」問題を合わせて対応する必要がある。

図表 7 米国政府の債務



(出所) DOT, Haver Analytics より大和総研作成

だが、選挙で当選した議員による新議会は年明けから始まるため、それまでは落選議員も含めた議会（レームダック議会）である。民意を反映しきれないことから、重要事項の決定は行われにくい。例えば、今回の崖の一部を構成するブッシュ減税についても、2010 年の中間選挙後に先送りが決定されていた。

中長期な財政再建の方策も求められるなかで、年内は先送りされる項目が増えるのではないだろうか。崖の一部を構成する給与税減税の延長可能性は低いとみられており、あるいは先送りの決定が遅れるなど、年明けからある程度の財政緊縮策は実施されると考えられる。だが、2013 年初からの急激な縮小幅は相対的に小さくなる、すなわち崖の深さは小さくなると想定さ

れよう。ただし、これらを換言すると、米国における財政の問題は年明け以降も続くということになる。2013年3月にかけて、米国の財政問題が注目され続ける可能性が高いだろう。

図表8 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	前年比(%)		
	前期比年率(%)												前年比(%)		
国内総生産	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	2.0	1.5	1.4	2.0	2.2	2.3	1.8	2.1	1.8
<前年同期比>	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.1	2.3	1.7	1.5	1.7	1.8	2.0			
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	2.0	2.0	1.9	2.2	2.5	2.7	2.5	1.9	2.1
設備投資	-1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	3.6	-1.3	0.7	2.1	2.4	3.0	3.4	8.6	7.2	1.8
住宅投資	-1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.5	14.4	9.7	6.8	7.1	7.4	7.6	-1.4	11.7	8.5
政府支出	-7.0	-0.8	-2.9	-2.2	-3.0	-0.7	3.7	-1.4	-2.0	-1.4	-0.9	-0.8	-3.1	-1.4	-0.8
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	-1.6	1.4	2.4	3.1	3.5	3.8	6.7	3.2	2.2
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.8	-0.2	0.9	1.7	2.6	3.2	3.4	4.8	2.8	1.8
鉱工業生産	4.4	1.0	5.7	4.9	6.2	2.5	-0.5	1.1	1.6	2.5	2.9	3.2	4.1	3.7	1.7
消費者物価指数	4.5	4.4	3.1	1.3	2.5	0.8	2.3	1.9	2.0	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	7.8	7.7	7.6	9.0	8.1	7.8
貿易収支(10億ドル)	-137	-142	-135	-146	-148	-139	-128	-128	-128	-128	-129	-130	-560	-543	-516
経常収支(10億ドル)	-120	-119	-108	-119	-134	-117	-104	-104	-105	-105	-105	-106	-466	-460	-421
FFレートの(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	0.27	0.29	0.29	0.34	0.45	0.45	0.28	0.34
10年債利回り(期中平均、%)	3.46	3.21	2.43	2.05	2.04	1.82	1.64	1.72	1.84	1.97	2.10	2.32	2.79	1.81	2.06
国内最終需要	0.5	1.8	2.2	2.1	2.2	1.4	2.3	1.5	1.3	1.7	2.1	2.3	1.8	2.0	1.7
民間需要	2.3	2.6	3.3	3.4	3.4	1.9	2.1	2.1	2.0	2.4	2.7	3.0	3.0	2.8	2.3

(注) 網掛けは予想値。2012年11月20日現在。

(出所) 大和総研