
みずほ米国経済情報

2012年1月号

[米国経済の概況]

- ◆米国経済は緩やかな回復を続けつつも、内外に不安要素を抱えている。海外については、欧州債務問題の波及リスクが深刻な懸念材料である。
- ◆国内では需要の動きに陰りがみられる。クリスマス商戦は後半にかけて失速した。設備投資も昨年末の減税失効前に踊り場を迎えたようだ。
- ◆供給面ではタイの洪水による影響は限定的で鉱工業生産は増産基調に戻った。しかし最終需要とのギャップが大きく、楽観はできない。
- ◆昨年末、景気対策が2カ月延長された。オバマ大統領は一般教書演説で年末までの減税延長と共に、多国籍企業や富裕層向けの増税を訴えた。
- ◆1月FOMCは経済見通しを引き上げたものの、時間軸政策を1年半延伸すると共に雇用やインフレ次第で追加緩和策を採る構えを明らかにした。

2012年1月27日 発行

市場調査部主席研究員・シニアエコノミスト 小野 亮

(03) 3591-1219 makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

市場調査部エコノミスト 服部直樹

(03) 3591-1199 naoki.hattori@mizuho-ri.co.jp

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。
-

1. トピック：時間軸を1年半延伸すると共に、長期目標の考えを示したFOMC

FOMC は超低金利政策の継続期間を 2014 年終盤に長期化

公表された金融政策の長期目標と戦略。インフレと雇用の重要性は同等

景気回復が続いても、雇用回復の低迷またはインフレ率の一段の低下が追加緩和のトリガーに

1月24・25日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）は、バランスシート政策の継続と共に、「異例の低金利政策の継続期間」（いわゆる時間軸）について、2011年8月に導入した「少なくとも2013年半ば」から、「少なくとも2014年終盤」へと長期化した。声明文からは、「インフレ率とインフレ期待の動向を注意深く見守る」という文言が削除される一方、「極めて緩和的な金融政策スタンスを維持する」という文言が加えられたことは、こうした時間軸政策の強化と整合的である。

さらに、声明文からは「新たな情報に照らし合わせて経済見通しを精査していくと共に、物価安定の下でのより強い景気回復を促す手段を発動する用意がある」（傍点は筆者）との文言が削除されてはいるが、バーナンキ議長は記者会見で「さらなる金融緩和を行う用意がある」と述べ、追加緩和に対する姿勢は変わっていない。むしろ、追加緩和としてQE3やMBS購入などバランスシート拡充に乗り出すハードルは低くなった。

追加緩和手段の用意に関する文言が声明文から削除された理由は明らかではないが、FOMCが別途、新たに公表した金融政策の長期目標と戦略とに大きな関連があるのではないかと推察される。

連邦準備法によって金融政策の目標は「最大限の雇用、物価安定、緩やかな長期金利」とされている。元来、「最大限の雇用」と「物価安定」が両立すれば「緩やかな長期金利」は達成可能とみなされており、「最大限の雇用」と「物価安定」がデュアル・マンデートとして重視されてきた。今回、バーナンキ議長は記者会見で、金融政策の運営上両者が同じ重要性を持つことを「シンメトリー」という言葉で表現した。

そうした前提を示した上で、バーナンキ議長は、バランスシート政策に関して「保有証券の規模や構成を定例的に見直していく」と述べた直後に、「とりわけ委員会は、景気低迷で高水準かつ持続的な失業が（米国民に）もたらしている耐え難い苦難を認識しており、雇用が最大限の雇用水準に向けて十分な進展を見せない場合、あるいは、インフレ率が物価安定目標をさらに下回る兆候がみられれば、さらなる金融緩和を行う用意がある」（括弧は筆者）と述べている。

翻って前回12月の声明文では、上述したように「物価安定の下でのより強い景気回復を促す」ことが追加緩和の目的とされた。今回、デュアル・マンデートがあくまでシンメトリーな目標であることを明示し、かつ先行きについては特に雇用の問題が深刻であるとの判断に立てば、デュアル・マンデートの重要な柱である雇用への言及がない前回声明文の文言は使えなかったと考えられる。

加えてバーナンキ議長の発言からは、バランスシート政策を使った追加緩和は、雇用やインフレ率の進展度合いに左右され、必ずしも一段の景気下ぶれがトリガーになるわけでないという理解ができる。GDPベースでは緩やかな成長が確認できたとしても、失業率が高止まったり、インフレ率の低下が続いたりするなら、QE3が発動され得るということだ。

インフレ目標はPCEベースの2%と明示。「最大限の雇用」を表す水準は非金融的要因に左右されるため、目標値ではなく従来通りの見通しを公表

金利政策の想定パスでは2013年の利上げがコンセンサス。想定パスも見通しも、金融政策決定の「インプット」との位置づけ

デュアル・マンデートのうち物価安定について、FOMCは「長期のインフレ率は主として金融政策によって決定される」という（すでによく知られた）見方に立ち、「具体的な数値を示すことが可能」として「個人消費支出（PCE）デフレーターで計測したベースで年率2%」が目標であることを表明した。

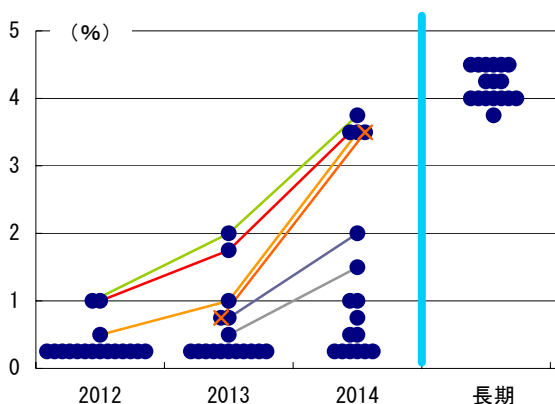
一方、「最大限の雇用」を示す水準については、（これもまたすでによく知られた議論ではあるが）人口動態などの非金融的要因や直接的には計測できない労働政策効果などの諸要因によって左右されるとして、その長期目標は示さなかった。ただ、経済見通しで示している失業率の長期見通し（今回の中央傾向値は5.2%~6.0%）をベースに、金融政策を運営する方針を確認している。

FOMCは今回から、参加者が想定している金利政策のパスを暦年ベースで公表した。2012年中の利上げを予想している参加者は3名、2013年が3名、2014年が5名、2015年が4名、2016年が残る2名である。興味深いのは年末ベースのFF金利水準に関する想定分布図で、2012年中の利上げを想定しているタカ派ですら、利上げペースは1年で75bp程度であることが分かる（参考図表1）。2004年に行われた「FOMCごとに25bpずつ利上げしていく」（200bp/年）といったスタンスを漸進主義と呼ぶが、今回示された金利政策のパスは「超漸進主義」と言える。

さらに、想定パスの中央値で見れば2013年中に利上げが始まるというのがコンセンサスだが、実際に決まったのは、前述の通り「少なくとも2014年終盤」までは利上げしないことだった。

バーナンキ議長によれば経済見通し（参考図表2）もFF金利の想定パスも、金融政策を決定するための「インプット」（質疑応答での発言）に過ぎない。時間軸の延伸は、経済見通し以上に慎重な見方をFOMCが採用したことを意味している。

参考図表1 FOMC参加者のFF金利想定パス



(注) 長期を除き各年末時点のFF金利の予想分布。
●が委員の数を表す。●を結ぶ線は利上げテンポを考えるための参照線。実際に各委員が連続利上げを想定しているとは限らないがその可能性は高いだろう。

(資料) FRB

参考図表2 FOMC参加者の経済見通し

(単位: %)

	2012	2013	2014	長期
実質GDP成長率	2.2-2.7	2.8-3.2	3.3-4.0	2.3-2.6
11月予測	2.5-2.9	3.0-3.5	3.0-3.9	2.4-2.7
失業率	8.2-8.5	7.4-8.1	6.7-7.6	5.2-6.0
11月予測	8.5-8.7	7.8-8.2	6.8-7.7	5.2-6.0
コア・インフレ率	1.5-1.8	1.5-2.0	1.6-2.0	n/a
11月予測	1.5-2.0	1.4-1.9	1.5-2.0	

(注) 実質GDP成長率、コア・インフレ率は当該年10~12月期の前年比変化率。失業率は当該年10~12月期の平均値。上位3予測値及び下位3予測値を除いた中央傾向値。

(資料) FRB

2. 生産・雇用動向：企業業況は持ち直し。民間雇用は緩やかに回復

製造業の業況は持ち直し

受注・生産に加え、雇用指数も持ち直し。一方、在庫指数は弱い動きが継続

非製造業は小幅に持ち直すも、製造業に比べ回復が遅れている様子

輸出受注指数はまちまちな動きとなるも、均して見れば低下基調維持

製造業 I S M総合指数は2011年12月に53.9(11月52.7)と持ち直した(図1)。2011年春先までの高い水準と比較すれば未だ低位にとどまっているものの、今回の結果は製造業の回復が徐々に進んできたことを示唆している。

総合指数の構成項目を見ると、新規受注指数が12月57.6(11月56.7)、生産指数が12月59.9(11月56.6)と上昇し、受注・生産動向は回復が進展したようだ。また、雇用指数は12月55.1(11月51.8)と上昇し、製造業の雇用回復テンポが強まったことを示唆している。こうした動きは、実際の製造業の雇用が12月前月差+2.3万人(11月同+0.1万人)と増加したことと見合ったものだ。一方、在庫指数は12月47.1(11月48.3)と小幅に下落し、3カ月連続で在庫減少を示唆する50割れの水準となった。

非製造業 I S M総合指数は12月52.6(11月52.0)と小幅な上昇にとどまった。製造業 I S M指数と比較して持ち直しの勢いは弱く、非製造業の回復が遅れていることを示唆している(図1)。

総合指数の構成項目を見ると、新規受注指数が12月53.2(11月53.0)、事業活動(business activity、製造業の生産指数に対応)指数が12月56.2(11月56.2)と、ほぼ横這いの推移となった。業種別では、小売、情報、金融・保険などの業種が新規受注や事業活動の改善を報告している一方、運輸・倉庫、ヘルスケア関連などの業種は受注・事業動向が悪化したことを報告している。

雇用指数は12月49.4(11月48.9)と2カ月連続で雇用減少を示唆する50未満の水準で推移した。しかし、実際のサービス業の雇用動向(政府部門含む)をみると、12月は前月差+15.2万人(11月同+10.6万人)と伸びが強まっており、非製造業 I S M雇用指数の動きとは乖離がみられる。

企業の輸出環境を示す I S M輸出受注指数は、製造業が12月53.0(11月52.0)と僅かに上昇した一方、非製造業が12月51.0(11月55.5)と下落し、まちまちな結果となった。ただし、均して見れば I S M輸出受注指数は製造業・非製造業ともに2011年初の高い水準から緩やかな低下傾向を続けており、輸出拡大テンポは引き続き減速基調にあるとみられる。

図1 企業業況

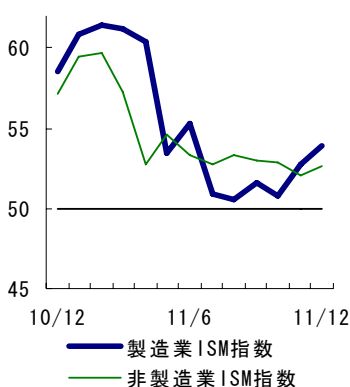


図2 鉱工業生産と稼働率

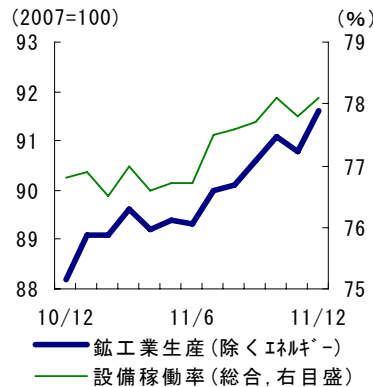
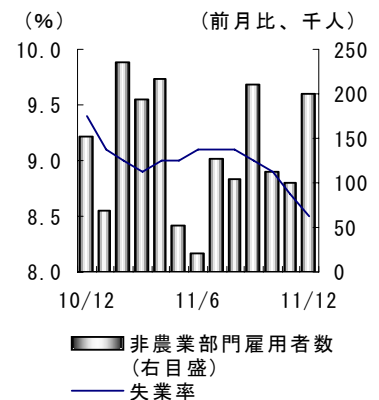


図3 雇用統計



(資料) 米国サプライマネジメント協会 (ISM)

(資料) 連邦準備制度理事会

(資料) 米国労働省

企業生産は持ち直し

実際の企業生産の動きを見ると、12月は11月の落ち込みから持ち直している。12月の鉱工業生産指数（FRB）は前月比+0.4%（11月同▲0.3%）と上昇し、2カ月ぶりの増産となった（図2）。

素材や消費財の増産が生産全体を押し上げ

内訳を見ると、エネルギー関連部門が12月前月比▲0.8%（11月同±0.0%）と3カ月ぶりに減産した一方で、エネルギーを除く部門が12月同+0.9%（11月同▲0.4%）と大きく持ち直した。中でも、素材（12月同+1.3%）、消費財（12月同+0.7%）、資本財（12月同+1.0%）などの伸びがエネルギーを除く部門の生産を押し上げている。また、11月に減産していたIT関連（12月同+0.6%）や自動車・部品（12月同+0.6%）も小幅に持ち直しており、12月は幅広い業種で増産の動きが確認できる。11月の減産はタイの洪水による影響が大きかったとみられるが、米国生産への下押し圧力は一時的なものにとどまったようだ。

稼働率は上昇

こうした生産の持ち直しを受け、鉱工業部門全体の設備稼働率は12月78.1%（11月77.8%）と上昇した（図2）。エネルギー部門の減産を背景に、公益部門の稼働率は12月76.8%（11月79.0%）と大きく低下したが、製造業の稼働率が12月75.9%（11月75.3%）と上昇し、鉱工業部門全体の稼働率を押し上げている。

企業業況は足元でも持ち直しが続いている模様

足元の企業業況指標の動きも、総じて見れば製造業の緩やかな回復が続いていることを示唆していると考えられる。

製造業の業況を表す連邦準備銀行の製造業調査を見ると、ニューヨーク連邦準備銀行調査（以下、NY製造業調査）では現状の業況判断DIが2012年1月+13.5（12月+8.2）と大きく上昇した。また、NY製造業調査では新規受注指数や出荷指数、雇用指数などの個別指数も大きく上昇した。一方、フィラデルフィア連邦準備銀行調査（以下、PHL製造業調査）では現状の業況判断DIが1月+7.3（12月+6.8）と小幅な上昇にとどまっている。PHL製造業調査では新規受注指数や出荷指数が低下するなど、業況回復の進展には地域差もみられるが、両連銀調査の業況判断DIがともに上昇し、改善を示唆するプラス圏で推移していることから、総じて見れば米国の企業活動は足元でも緩やかな回復が続いていると考えられよう。

また、こうした結果を踏まえれば、2012年2月1日に発表される1月の製造業ISM総合指数は、54.5（12月実績53.9）と小幅に上昇すると予想される。

非農業部門雇用者数は増加テンポが拡大

2012年1月6日に発表された2011年12月の雇用統計（米国労働省）では、非農業部門雇用者数が前月差+20.0万人（11月同+10.0万人）と雇用の増加テンポが拡大した（図3）。業種別に内訳を見ると、非住宅建設業や自動車・部品製造業、卸売・小売業、ヘルスケア関連業に加え、運輸業の一部である宅配関連業などで雇用が増加している。また、政府部門の雇用者数が12月同▲1.2万人（11月同▲2.0万人）と、減少テンポが緩和したことも一因となった。

ただし、宅配関連の雇用増加（12月同+4.2万人）は2009年、2010年ともに年末に急増し、年始に急減するという動きを繰り返していることから、12月の急増はクリスマス商戦に伴う一時的なものであると考えられる。2012年1月に、前月差▲4万人程度の反動減が発生する可能性が大きいことには注意が必要だ。

失業率は低下し、雇用の緩やかな改善を示唆

失業率は12月8.5%（11月8.7%）と4カ月連続で低下した。9月以降、失業率が速いスピードで低下していることから、雇用環境が堅調に回復していることを示唆しているように見える。

しかし失業率の変動の内訳を見ると、緩やかな就業率の上昇が失業率の低下要因となっている一方で、労働参加率の低下も失業率の押し下げに寄与しており、10月以降の失業率の低下幅（累計0.5%Pt）のうち、半分程度が労働参加率の低下に起因している。こうしたことから、実際の雇用環境の改善テンポは失業率の低下スピードにみられるほど速くはないと考えられ、米国の雇用環境はあくまで緩やかな改善を続けているようだ。

労働時間で測った労働需要は持ち直し

労働時間で測った労働需要は持ち直した。非農業民間部門の雇用者数と適当なり平均労働時間を合成した総労働時間指数（みずほ総合研究所試算）は、12月前月比+0.5%（11月同▲0.2%）と2カ月ぶりに上昇した（11月値は同+0.1%から下方修正された）。内訳を見ると、民間部門雇用者数が12月同+0.2%（11月同+0.1%）と伸びが強まったことに加え、適当なり平均労働時間が12月同+0.3%（11月同▲0.3%）と大きく持ち直し、総労働時間指数の上昇に寄与している。

労働所得も回復

また、12月は労働所得の伸びも持ち直している。上記の総労働時間指数と時間当たり賃金（図4）の伸びを合成した総賃金指数（みずほ総合研究所試算）は、12月前月比+0.7%（11月同▲0.2%）と大きく上昇した。月毎の変動が大きいものの、時間当たり賃金が12月同+0.2%（11月同±0.0%）と上昇したことが、総賃金指数の持ち直しに影響している。

失業保険申請件数は改善傾向

2012年1月に入ってから、雇用環境の緩やかな改善が続いているようだ。1月第3週（～1/21）の失業保険新規申請件数は37.7万人（前週35.6万人）と小幅に増加したが、趨勢的な動きを示す4週移動平均値が1月第3週37.8万人（前週38.0万人）と減少傾向を維持していることを踏まえれば、失業保険新規申請件数の動きは、米国の雇用環境が引き続き緩やかに回復していることを示唆していると考えられる。

3. 需要動向：個人消費の伸びは減速。設備投資は踊り場を迎えた模様

最終需要は減速

ここまで、企業業況や生産活動が緩やかに回復していることを確認してきたが、個人消費や設備投資といった経済の最終需要動向は、2011年末に減速しているようだ。需要の伸びが生産の伸びに追いついておらず、生産は在庫投資に向っていると考えられ、現時点では企業業況や生産活動の底堅さを楽観視することはできない。

小売売上高は伸び鈍化

12月の小売売上高（米国商務省）は前月比+0.1%（11月同+0.4%）と伸びが減速した（図5）。内訳を見ると、自動車ディーラーの売上高が12月同+1.5%（11月同+0.9%）、建材・造園関連の売上高が12月同+1.6%（11月同▲1.0%）と持ち直した一方で、ガソリンスタンドの売上高が12月同▲1.6%（11月同+0.9%）、自動車・部品、ガソリン、建材・造園関連を除くコア小売売上高が12月同▲0.2%（11月同+0.3%）と2010年7月以来の減少となり、小売売上高全体の伸びを押し下げる要因となった。

クリスマス商戦は後半に入って失速

コア小売売上高の減少には、クリスマス商戦関連業の売上失速が大きく影響している。コア小売のうち、クリスマス商戦関連5業種と言われる総合小売、衣料品・アクセサリ、家具・内装品、家電製品、スポーツ・趣味・書籍・音楽関連品の各販売店の売上高合計は、12月前月比▲0.6%（11月同+0.1%）と落ち込んだ。特に、家電販売店の売上高が12月同▲3.9%（11月同+0.5%）、総合小売業の売上高が12月同▲0.8%（11月同±0.0%）と大きく減少したことが寄与している。クリスマス商戦全体の動向を見ると、関連業種の11~12月の売上高は前年比+3.5%（2010年同+4.1%）と、全米小売業協会（NRF）の事前予測値（同+2.8%）を上回る底堅い結果であったが、クリスマス商戦は12月の後半戦に入って失速したようだ。

貯蓄率の上昇が消費拡大の抑制要因に

前述したように、労働所得の伸びが12月に持ち直し、所得環境が改善したとみられるにもかかわらず、12月の小売売上高が弱い結果となった背景には、家計のバランスシート調整による個人貯蓄率の上昇が影響していると考えられる。昨夏には、所得が伸び悩む中で個人貯蓄率が急低下していたが、12月にはその反動から個人貯蓄率（1月30日発表）が3.8%程度（11月実績3.5%）に上昇し、消費拡大を抑制する要因となったと考えられる。

足元の消費者マインドは改善。しかし、今後も貯蓄率上昇が消費を抑制する状況が続く公算

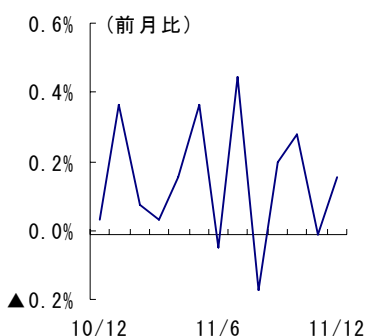
足元の消費者マインドの動きを見ると、ミシガン大学消費者信頼感指数（速報値）が2012年1月74.0（2011年12月確報値69.9）と改善を続け、2011年夏場の大幅な落ち込み分を取り戻した（図6）。雇用・所得環境の緩やかな回復や、今年のクリスマス直前に土壇場で決定した給与税減税の2カ月延長（詳細は後述）などが消費者マインドを下支えし、年明けの個人消費の腰折れは避けられたようだ。

しかし、所得が回復を続けたとしても、そうした所得の伸びが全て消費につながる見込みは薄い。家計のバランスシート修復に必要な適正貯蓄率が5%強とみられる中で、今後も2012年を通じて個人貯蓄率が緩やかに上昇し、消費拡大に対する抑制要因となるだろう。

新築住宅販売は低迷続く

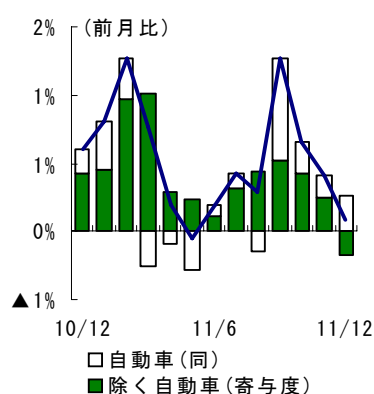
米国住宅市場は引き続き低迷している。新築住宅販売（戸建て。米国商務省）は12月年率30.7万件（前月比▲2.2%）と底這いの動きが続いており、新築住宅販売件数は依然として2010年5月以降の落ち込んだ水準から抜け出るに至っていない（図7）。

図4 時間当たり賃金上昇率



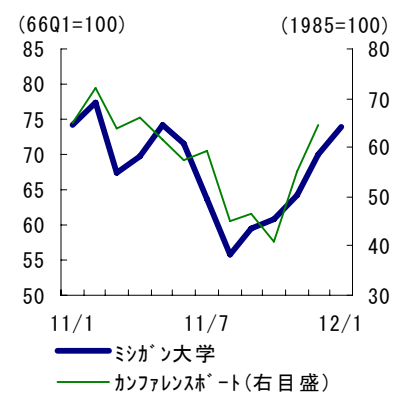
(資料) 米国労働省

図5 小売統計



(資料) 米国商務省

図6 消費者マインド



(資料) ミシガン大学、カンファレンスボード

中古住宅販売は増加。ただし、統計改訂により2007年以降の値が大幅に下方修正

一方、中古住宅販売（戸建て及び集合住宅。全米不動産協会）は、12月年率461万件（前月比+5.0%）と3カ月連続で増加した（図7）。雇用・所得環境の緩やかな回復を背景として住宅取得能力が徐々に改善し、中古住宅販売件数の持ち直しに寄与していると考えられる。

ただし、11月値の発表（12/21）に合わせて行われた統計改訂によって、2007年以降の水準が大幅に下方修正されており、住宅バブル崩壊後の落ち込みがこれまでの想定以上に厳しかったことが明らかとなった。足元の水準も、改訂前の500万件前後の水準と比較して依然低位なものにとどまっている。

また、住宅購入における金融面の厳しさも残っている模様だ。全米不動産協会によれば、加盟する不動産業者のうち33%が住宅販売契約を行ったにもかかわらず最終引渡しに至らなかったケースがあったと報告しており（11月33%。2010年12月9%）、住宅担保価値査定との厳しさといった金融面の厳しさが、引き続き中古住宅販売の回復を阻害する要因となっているとみられる。

集合住宅の住宅着工件数が大幅に減少

住宅着工件数（米国商務省）は12月年率65.7万件（前月比▲4.1%）と減少した（図8）。内訳を見ると、戸建て住宅の着工件数が12月年率47.0万件（前月比+4.4%）と小幅ながら3カ月連続で増加した一方で、変動の大きい集合住宅の着工件数が12月年率18.7万件（前月比▲20.4%）と大幅に減少し、住宅着工件数全体を押し下げた。

着工許可件数はほぼ横這い

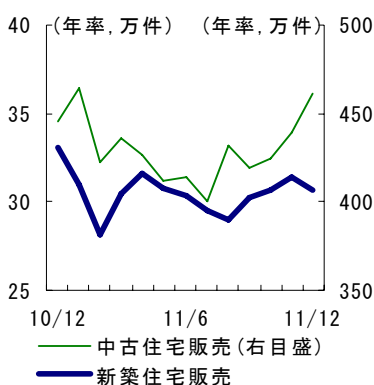
一方、住宅着工件数の先行指標と考えられる住宅着工許可件数は12月年率67.9万件（前月比▲0.1%）とほぼ横這いで推移した。着工件数と同様に、戸建て住宅の着工許可件数が12月年率44.4万件（前月比+1.8%）と僅かながら増加を続けていることに加え、集合住宅の着工許可件数が12月年率23.5万件（前月比▲3.7%）と小幅な減少にとどまったことが影響している。

建設業者の景況感は改善

住宅建設業者の景況感は4カ月連続で改善した。戸建て住宅販売の現状と6カ月先の見通し、見込み客の動向をもとに作成されている住宅市場指数（全米住宅建設業者協会。Housing Market Index。0~100の範囲を取り、水準が高いほど良好）は2012年1月25（2011年12月21）と、上昇を続けている（図8）。

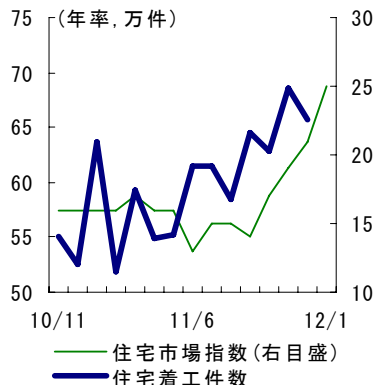
全米住宅建設業社業界（NAHB）によれば、雇用環境や消費者マインドの改善によって潜在的な住宅購入者の住宅購入意欲が高まりつつあることが、建設業者のマイ

図7 住宅販売件数



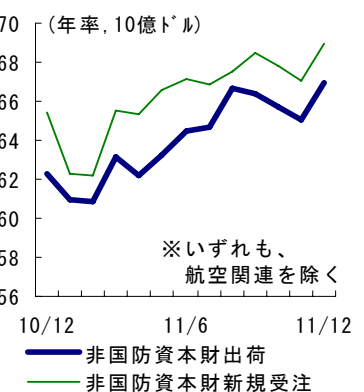
(資料) 全米不動産協会、米国商務省

図8 住宅着工件数



(資料) 全米住宅建築業者協会、米国商務省

図9 資本財出荷・新規受注



(資料) 米国商務省

新築住宅在庫率はほぼ横 這い

ンドの改善につながっているという。一方で、NAHB は前述した金融面の厳しきや、住宅市場における差し押さえの動きなどが引き続き住宅建設業者にとって懸念材料であることも、引き続き指摘している。住宅市場指数の上昇は住宅市場に改善の兆候が現れ始めたことを示唆しているが、住宅建設を巡る環境には、依然として厳しさが残っているようだ。

新築住宅の在庫率（米国商務省）は12月6.1カ月（11月6.0カ月）と前月からほぼ横這いで推移した。内訳を見ると、新築住宅在庫数（季節調整値）は12月15.7万件（11月15.8万件）と減少したものの、新築住宅販売件数が小幅に減少したことが相殺した格好だ。4カ月程度と言われる平常状態と比較して、足元の新築住宅在庫率は引き続き高水準にある。

中古住宅在庫率は大きく 改善したが、季節変動が 影響した可能性

12月の中古住宅在庫率（全米不動産協会）は6.2カ月（11月7.2カ月）と大きく改善した。12月末時点の中古住宅販売在庫（過去に差し押さえられた物件を含む。季節調整前の原数値）が238万件（前月比▲9.2%）と大幅に減少したことに加え、中古住宅販売件数が増加したことが影響している。ただし、中古住宅販売在庫は季節的に秋ごろから年末にかけて減少し、年始から春先にかけて再び増加する傾向がある。中古住宅在庫率の低下傾向が継続するかどうか、今後数カ月間の推移が注目される。

住宅価格指数は下落基調

米国の主要な住宅価格指数は、総じて10～11月にかけて下落している。

連邦住宅金融局（FHFA）による住宅価格指数（リファイナンスに伴う再評価を除く、売買取引の価格情報のみを対象とした系列）は、11月前月比+0.98%（10月同▲0.72%）と、8月以降上昇・下落を繰り返しており、均して見ればここ数カ月の間ほぼ横這い状態にある。

一方、スタンダード&プアーズ（S&P）／ケース・シラー住宅価格指数（主要10都市圏を対象とする指数。2度以上売買されたことがある中古住宅を対象とした品質調整済み価格指数）は、10月前月比▲0.52%（9月同▲0.53%）と6カ月連続で下落した。主要20都市を対象とする指数も10月同▲0.62%（9月同▲0.66%）と下落が続いている。

また、連邦準備制度理事会（FRB）が注目していると言われる米調査会社CoreLogicによる住宅価格指数（全米ベース。差し押さえ物件を含む指数）は、11月前月比▲1.25%（10月同▲0.79%）と4カ月連続で大幅に低下している。

設備投資は踊り場を迎え た模様

米国の設備投資動向は2011年末に踊り場を迎えたようだ。機械関連の設備投資動向を示す非国防資本財（除く航空関連）の出荷額は、12月に前月比+2.9%（11月同▲1.0%）と単月では増加したものの（図9）、10～12月期全体で見ると前期比年率±0.0%（7～9月期同+17.3%）を伸びが大幅に減速している。同新規受注額も12月は前月比+2.9%（11月同▲1.2%）と持ち直しているが、10～12月期全体では前期比年率+1.8%（7～9月期同+8.0%）と伸びが鈍化した。設備投資減税の失効（2011年末）による駆け込み需要が7～9月期に現れ、10～12月期は反動が現れた格好だ。

先行きの設備投資マイン ドは上昇

一方、企業の設備投資マインドには改善の動きが見られる。6カ月前の設備投資に関する判断DIは、NY製造業調査が2012年1月+25.3（2011年12月+23.3）

建設投資の回復は停滞

と小幅に上昇した。また、水準が低位にとどまっていたPHL製造業調査は、1月+22.9(12月+10.8)と上昇している。ただし、昨年の夏場から年末にかけて先行きの設備投資に対するマインドが落ち込んでいたことから、設備投資の踊り場は今後数カ月間継続する公算だ。

事業用の建設投資(工場、オフィス等、住宅を除く建設支出額。米国商務省)は、11月前月比±0.0%(10月同▲0.6%)と横這いで推移した(図10)。建設投資は2011年5~9月にかけて回復が進んでいたが、ここ2カ月間は回復が停滞している。

貿易赤字が拡大

米国商務省によれば、11月の貿易収支(サービスを含む名目)は▲478億ドル(10月▲433億ドル)と赤字幅が拡大した。内訳を見ると、輸出金額が11月前月比▲0.9%(10月同▲0.7%)と2カ月連続で減少した一方、輸入金額が11月同+1.3%(10月同▲1.0%)と増加し、貿易赤字の拡大に寄与している(図11)。

財輸出金額の内訳を最終用途別に見ると、非貨幣用金(11月前月比▲25.2%)の輸出金額減少が引き続き財輸出金額全体の落ち込みに大きく寄与している。一方、財輸入金額の内訳を見ると、原油(11月同+6.5%)や石油製品(11月同+31.2%)、燃料油(11月同+12.9%)など、エネルギー関連の輸入金額増加が輸入金額全体を大きく押し上げていることが確認できる。

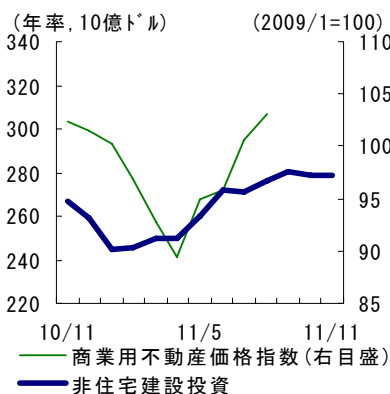
2012年度累計の連邦財政収支は前年度比改善が継続

2011年12月の連邦財政収支は▲860億ドルと、前年の同月(▲781億ドル)から赤字幅が僅かに拡大した(図12)。一方、2011年10月から始まった2012財政年度の累計ベースでは、12月▲3,217億ドル(前年度同月▲3,690億ドル)と前年度からの改善が続いている。収支の内訳を見ると、年度累計の歳入が12月5,554億ドル(前年度同月5,318億ドル)と増加した一方、同歳出が12月8,772億ドル(前年度同月9,008億ドル)と減少したことが、財政収支の改善に影響している。

2カ月間の景気対策延長が成立

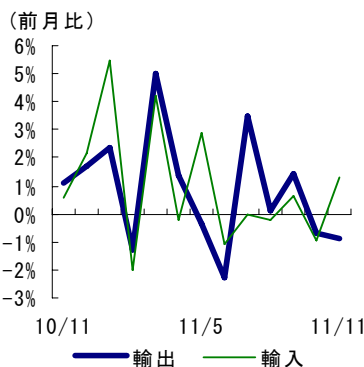
財政政策面では、2011年末で失効が予定されていた給与税減税や失業保険延長措置などの既存の景気対策を2カ月間延長する法案が、クリスマス前の土壇場で成立した(12/23)。対策規模を踏まえれば、2012年1~3月期の実質GDP成長率を年率+0.7%Pt押し上げる効果をもつと考えられる。さらに、一般教書演説(1/24)でオバマ大統領が主張したように給与税減税が2012年末まで延長されれば、2012年全体の成長率は年間で+0.7%Pt程度押し上げられる見込みだ。

図10 非住宅建設投資



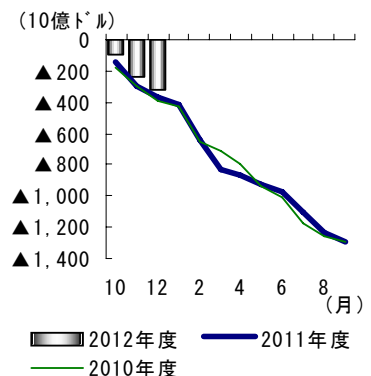
(資料) 米国商務省

図11 輸出・輸入



(資料) 米国商務省

図12 累積連邦財政収支



(資料) 米国財務省

4. 物価動向：個人消費分野のコア・インフレ率は足元で小幅に低下

輸入物価インフレ率は低下傾向続く

最終財PPIのインフレ率は再びマイナスに

コア最終財PPIのインフレ率は上昇

企業の投入コスト圧力は限定的

企業の販売価格は一部で上昇の動き

米国労働省が公表した輸入物価は2011年12月に前年比+8.5%（11月同+10.1%）と、2011年7月をピークとしたインフレ率の低下基調が続いている（図表13）。品目別に見ると、資本財や自動車・部品、消費財の輸入物価インフレ率が小幅に上昇し、最終財輸入物価は12月同+2.4%（11月同+2.2%）とインフレ率が高まった。一方、食品や、エネルギー関連を含む産業用資材のインフレ率は大幅に低下しており、輸入物価全体のインフレ率低下に寄与した格好だ。

最終財生産者物価（PPI）は、12月前月比▲0.1%（11月同+0.3%）と2カ月ぶりにインフレ率がマイナスとなった。内訳を見ると、最終財食品物価が12月同▲0.8%（11月同+1.0%）、最終財エネルギー物価が12月同▲0.8%（11月同+0.1%）と、ともにインフレ率がマイナスとなったことが寄与している。

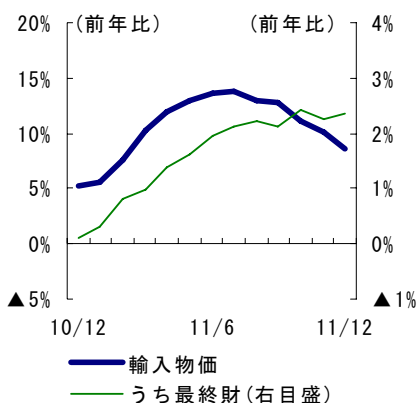
一方、食品・エネルギーを除くコア最終財PPIは、12月前月比+0.3%（11月同+0.1%）とインフレ率が高まった（図14）。内訳を見ると、SUVなどのLight Motor Truckのインフレ率が12月同+0.9%（11月同▲0.2%）と高まったことが、コア最終財PPI全体のインフレ率を押し上げる要因となった。

米国企業にとって、投入コストの上昇圧力は限定的であるようだ。ISMの仕入れ価格判断DIは、製造業が12月47.5（11月45.0）と3カ月連続で50を下回り、投入コストが下落したことを示唆した。また、非製造業は12月61.2（11月62.5）と小幅に低下している。製造業に比して水準は高いものの、前月から投入コストの上昇圧力が緩和したことを示唆している。

一方、企業の販売価格には一部で上昇の動きがみられる。連銀製造業調査の販売価格DI（現状判断）を見ると、NY製造業調査が2012年1月+23.1（2011年12月+3.5）と大きく上昇した。また、PHL製造業調査は1月+11.2（12月+10.3）と小幅に上昇し、これまでよりも多くの企業で販売価格が上昇したことを窺わせる内容となった。

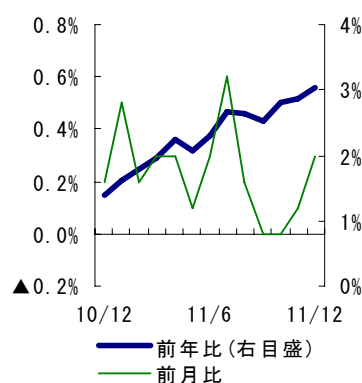
ただし、2011年11月中旬から12月末までを調査期間とするベージュブック（1/11）では、多くの地区で価格上昇圧力が限定的であると報告されており、ほとんどの製造業企業が製品への価格転嫁を行っていないとの指摘もある。今後、NY・

図13 輸入物価



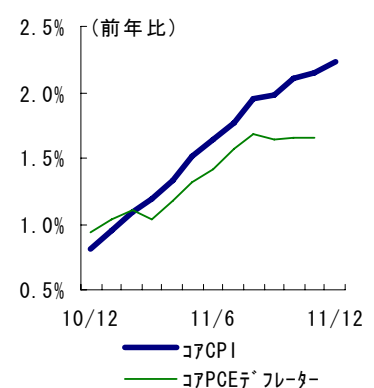
(資料) 米国労働省

図14 コア最終財PPI



(資料) 米国労働省

図15 消費関連コア物価指数



(資料) 米国労働省

個人消費関連の物価は横
這い

PHL 製造業調査にみられた販売価格上昇の動きが広がりを見せるのかどうか注目される。

12月の消費者物価指数(CPI)は、前月比±0.0%(11月同±0.0%)と横這いでの推移が続いている。内訳を見ると、最終財PPIと異なり、食品物価は12月同+0.2%(11月同+0.1%)と小幅な上昇を続けている。一方、エネルギー物価は12月同▲1.3%(11月同▲1.6%)と3カ月連続でインフレ率がマイナスとなり、消費者物価全体のインフレ率を押し下げる要因となった。特に、エネルギー物価の下落にはガソリン物価が12月同▲2.0%(11月同▲2.4%)と下落を続けたことが寄与したと考えられる。

個人消費関連のコア・イ
ンフレ率は小幅に低下

食品・エネルギーを除く個人消費関連のコア物価は、12月前月比+0.15%(11月同+0.17%)とインフレ率が小幅に低下し、落ち着いた動きとなった。内訳を見ると、家賃(12月同+0.25%)や帰属家賃(12月同+0.18%)など住宅関連物価のインフレ率が小幅に上昇した一方で、衣料品(12月同▲0.12%)のインフレ率が3カ月ぶりのマイナスとなったことや、新車・中古車(12月同▲0.43%)のインフレ率のマイナス幅が拡大したことが、コアCPIインフレ率の低下に寄与した。

前年比ベースではコア・
インフレ率が高まったが、
個別品目の一時的なイン
フレ率上昇が寄与した様
子

コアCPIインフレ率を前年比ベースで見ると、12月+2.23%(11月同+2.15%)とインフレ率が上昇した(図15)。衣料品(12月同+4.57%)や新車・中古車(12月同+2.83%)のインフレ率は低下したが、家賃(12月同+2.47%)や帰属家賃(12月同+1.76%)など住宅関連のインフレ率が小幅に上昇したことに加え、映像・音楽機器(12月同+1.09%)のインフレ率が大きく高まったことが影響している。

ただし、映像・音楽機器の急なインフレ率の上昇は2010年12月~2011年1月における同品目の一時的な物価下落に起因しており、その影響が剥落する2012年2月には前年比ベースのインフレ率が再び低下すると考えられる。12月のコアCPIインフレ率の高まり(0.08%Pt)のうち、0.05%Pt程度がこうした同品目の一時的なインフレ率上昇に起因していると考えられることから、その影響が剥落した後は、再びコアCPIインフレ率の上昇テンポが緩やかなものになると見込まれる。

その他の基調的な物価動
向を表す指標は斑模様
の結果となったが、総じて
みればインフレ率は落ち
着いている模様

11月から12月にかけての基調的な物価変動を示す指標は、一部が斑模様の結果となったが、総じて見れば個人消費関連の物価動向は落ち着いていると考えられる。

CPIをベースに、一部の構成項目の異常な動きによる物価指標への影響を排除し、基調的な物価動向を知るために開発された刈込平均指数や加重メディアン指数(共にクリーブランド連邦準備銀行)を見ると、刈込平均指数は12月前月比+2.52%(11月同+2.52%)とインフレ率が横這いで推移した。一方、加重メディアン指数は12月同+2.29%(11月同+2.17%)と、インフレ率が高まっている。

物価判断の指標としてFOMCが注目するコア個人消費支出(PCE)デフレーター(米国商務省)は、11月時点で前年比+1.65%(10月同+1.65%)と前月から横這いでの推移が続いた(図15)。また、ダラス連邦準備銀行による刈込平均PCEデフレーター(11月同+1.76%)も、ほぼ前月並みのインフレ率となった。一方、米国商務省による市場取引ベースコアPCEデフレーター(11月同+1.74%)はインフレ率が上昇しており、やや乖離がみられる。

ただ、11月中旬から12月末までを調査期間とするページブックで「物価上昇

「圧力は非常に限定的」と報告されているように、総じて見れば個人消費関連の物価動向は落ち着いていると考えられる。1月30日に発表される12月のコアPCEデフレーターも、前年比+1.7%前後の落ち着いた推移を続ける見込みだ。

以上

巻末資料：米国主要経済指標

	09Q3	Q4	10Q1	Q2	Q3	Q4	11Q1	Q2	Q3	Q4
実質GDP(%、前期比年率)	1.7	3.8	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.8	#N/A
労働生産性(%、前期比年率、非農業部門)	7.0	5.3	4.3	1.1	2.5	1.7	▲1.4	0.1	1.9	#N/A
雇用コスト指数(%、前期比)	0.3	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7	0.3	#N/A
経常収支(10億ドル)	▲97.9	▲100.6	▲118.3	▲120.3	▲120.1	▲112.2	▲119.6	▲124.7	▲110.3	#N/A
名目GDP比(%)	▲2.8	▲2.9	▲3.3	▲3.3	▲3.3	▲3.0	▲3.2	▲3.3	▲2.9	#N/A

	前月比					前年比				
	Aug-11	Sep	Oct	Nov	Dec	Aug-11	Sep	Oct	Nov	Dec
カンファレンスボード景気先行指数(%)	▲0.7	▲0.6	0.6	0.2	0.4	5.0	3.8	4.3	3.8	2.8
小売売上高(%)	0.3	1.3	0.7	0.4	0.1	8.8	8.7	7.1	7.0	6.2
除く自動車(%)	0.5	0.6	0.5	0.3	▲0.2	8.9	8.6	6.9	6.7	5.8
国内自動車販売台数(万台、年率)	*1209	*1305	*1322	*1360	*1350	7.5	9.9	7.5	14.0	8.7
住宅着工件数(万件、年率)	*59	*65	*63	*69	*66	▲3.2	10.9	17.2	27.8	23.7
住宅着工許可件数(万件、年率)	*63	*59	*64	*68	*68	13.4	6.8	16.1	23.0	6.5
ホームビルダー・マーケット指数	*15	*14	*17	*19	*21					
MBA購入指数(%)	▲9.0	2.2	0.2	9.2	▲0.9					
シカゴ大消費者センチメント指数(66Q1=100)	*56	*59	*61	*64	*70					
カンファレンスボード消費者信頼感指数(85=100)	*45	*46	*41	*55	*65					
国防を除く資本財出荷(%)	3.0	▲0.5	0.3	▲2.3	2.6	13.2	9.9	11.5	7.1	5.5
除く航空機・同部品(%)	3.1	▲0.5	▲0.9	▲1.0	2.9	13.1	8.9	10.0	5.5	5.7
国防を除く資本財受注(%)	5.4	▲3.5	▲3.5	9.6	5.8	24.5	3.6	2.5	21.3	30.4
除く航空機・同部品(%)	0.9	1.4	▲0.9	▲1.2	2.9	9.9	7.6	11.8	4.6	3.5
民間建設支出(非居住用、%)	2.0	1.5	▲0.6	0.0	#N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	#N/A
貿易収支(10億ドル)	*▲45.3	*▲44.2	*▲43.3	*▲47.8	#N/A					
実質貿易収支(10億ドル)	*▲46.3	*▲45.9	*▲44.0	*▲47.5	#N/A					
実質財輸出(%)	▲0.7	1.5	1.4	▲1.5	#N/A	6.8	8.4	7.1	6.1	#N/A
実質財輸入(%)	▲0.1	0.7	▲0.3	1.2	#N/A	1.5	2.7	3.5	4.9	#N/A
財政収支(10億ドル)	*▲134.1	*▲62.8	*▲98.5	*▲137.3	*▲86.0					
鉱工業生産(%)	0.2	0.2	0.6	▲0.3	0.4	3.7	3.7	4.4	3.8	2.9
最終財生産(%)	0.5	0.1	0.8	▲0.4	0.2	3.8	3.8	4.5	4.2	3.2
設備稼働率(%)	*77.6	*77.7	*78.1	*77.8	*78.1					
民間在庫投資(10億ドル)	*5.5	*0.3	*11.6	*5.0	#N/A					
在庫率(カ月)	*1.27	*1.27	*1.27	*1.27	#N/A					
ISM製造業指数	*50.6	*51.6	*50.8	*52.7	*53.9					
ISM非製造業指数	*53.3	*53.0	*52.9	*52.0	*52.6					
NFIB楽観指数(1986=100)	*88.1	*88.9	*90.2	*92.0	*93.8					
フィデリティ連銀景況感指数	*▲22.7	*▲12.7	*10.8	*3.1	*6.8					
失業率(%)	*9.1	*9.0	*8.9	*8.7	*8.5					
非農業部門雇用者数(千人)	104.0	210.0	112.0	100.0	200.0					
製造業雇用者数(千人)	▲1.0	▲1.0	10.0	1.0	23.0					
週平均労働時間(時間、全従業員ベース)	*34.2	*34.3	*34.4	*34.3	34.4					
時間当たり賃金(%、全従業員ベース)	▲0.2	0.2	0.3	0.0	0.2	1.8	1.9	1.9	1.9	2.1
輸入物価(%、除く石油関連)	0.3	0.2	-0.4	-0.2	0.0	5.5	5.4	4.7	3.7	3.3
生産者物価・最終財コア(%)	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	2.7	2.5	2.8	2.9	3.0
コア消費者物価(%)	0.4	0.3	▲0.1	0.0	0.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2
コアPCEデフレーター(%)	0.2	0.0	0.1	0.1	#N/A	1.7	1.6	1.7	1.7	#N/A
FF金利誘導目標(末値、%)	*0.13	*0.13	*0.13	*0.13	*0.13					
2年債金利(%)	*0.23	*0.21	*0.28	*0.25	*0.26					
10年債金利(%)	*2.30	*1.98	*2.15	*2.01	*1.98					
商工業向け銀行貸出(%)	1.6	0.4	1.1	0.6	1.1	7.3	8.0	9.4	9.8	10.1
不動産向け銀行貸出(%)	▲0.1	▲0.1	0.1	0.1	▲0.3	▲4.6	▲4.4	▲3.8	▲3.5	▲3.6
マネーサプライ(%)	2.0	0.2	0.5	0.5	0.5	9.8	9.7	9.5	9.6	9.7
ダウ工業30種平均(末値)	*11613.53	*10913.38	*11955.01	*12045.68	*12217.56					
NASDAQ(末値)	*2579.46	*2415.40	*2684.41	*2620.34	*2605.15					
円・ドルレート(末値、¥/\$)	*76.50	*77.04	*77.97	*77.58	*76.98					
ドル・ユーロレート(末値、\$/Euro)	*1.4406	*1.3449	*1.3947	*1.3453	*1.2973					

(注)*印は水準。

(資料) 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会、カンファレンスボード、米サプライマネジメント協会(ISM)、モーゲージバンカーズ協会(MBA)、米住宅建築業協会、米独立企業連盟(NFIB)、HAVER ANALYTICS