

経済マンスリー [米国]

～足元では持ち直しも持続力は疑問～

1. 実体経済の動向

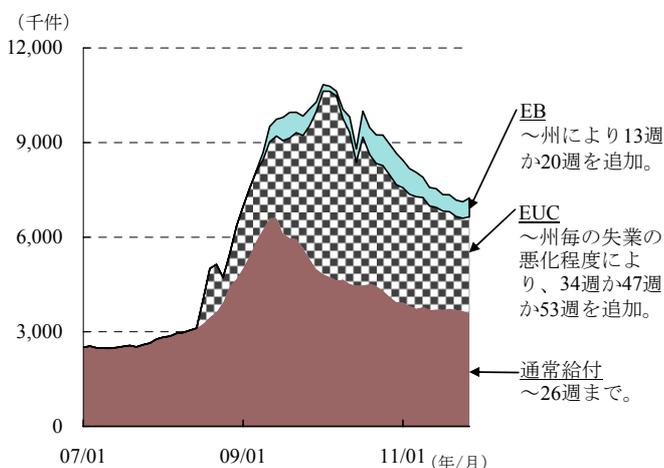
(1) 概要

足元の経済活動は
持ち直し

米国では、サプライチェーン復旧やガソリン価格下落などを受け経済活動に持ち直しがみられているが、来年前半にかけては欧州債務問題に伴うグローバルな景気減速の影響を受ける可能性が高いほか、米国の財政運営も引き続き大きなリスク要因である。

今年末で期限となっていた給与税減税と失業保険延長給付は 2 ヶ月延長されるに止まり、3 月以降の継続可否は再度協議されることとなった。米国では、11 月の特別委員会による財政再建策合意の失敗により、2013 年からの緊縮財政が予定されているが、より早期に財政からの下押し圧力が強まる可能性もある。特に、消費へまわる割合が大きいとみられる失業給付は、延長が欠かせないだろう。現在、通常給付を超えての受給者は 3,500 千人にのぼっており（第 1 図）、過去と比べても打ち切るには失業率が高過ぎる（第 1 表）。

第 1 図：失業保険継続受給者数



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 表：過去の延長給付終了時の失業率

景気後退終了	延長給付の終了	終了時の失業率 (ピークからの低下幅)
1961年2月	1962年4月	5.6% (▲1.5)
1970年11月	1973年3月	4.9% (▲1.2)
1975年3月	1977年11月	6.8% (▲2.2)
1982年11月	1985年3月	7.2% (▲3.6)
1991年3月	1994年2月	6.6% (▲1.2)
2001年11月	2003年12月	5.7% (▲0.6)
2009年6月	2012年3月?	8.6% (▲1.5) ※2011年11月

(資料) 米労働省、大統領経済諮問委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅市場

住宅市場はやや持ち直し

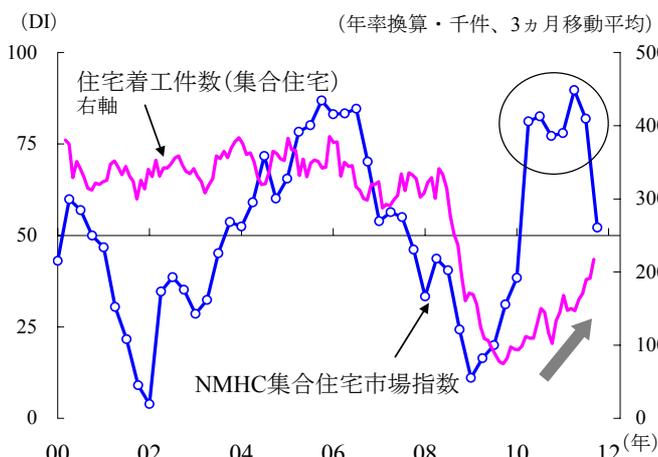
住宅関連指標は、足元ではやや持ち直しが見られている。12月の全米建設業者協会（NAHB）住宅市場指数は21（←11月19）と、2010年5月以来の高水準になった。11月の住宅着工件数も、前月比+9.3%（年率68.5万戸）となり2010年4月以来の高水準となっている。内訳では一戸建て住宅が同+2.3%、集合住宅が同+32.2%となり、集合住宅の急増が全体を押し上げた。賃貸市場の引き締まりを背景に¹、集合住宅の着工件数は昨年からの回復傾向で推移しており（第2図）、底這いとなっている一戸建て住宅とは乖離した動きが続いている。

現在の賃貸市場の引き締まりは、高水準の差し押さえや信用環境の厳しさによる住宅購入難が背景にあるため、好ましい状況とも言えない。住宅市場が一段と正常化するためには、一戸建て住宅への需要が強まり、中古を中心とした過剰住宅在庫が解消される必要がある。

中古住宅販売は統計の遡及改訂を実施

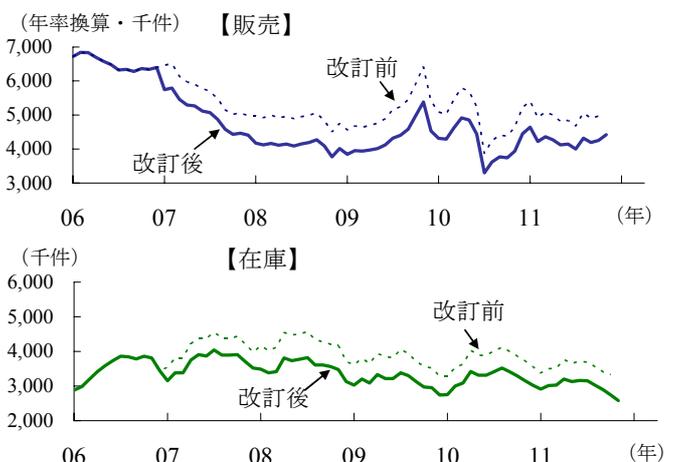
販売でも足元では持ち直しが見られ、11月の中古住宅は前月比+4.0%と2ヵ月連続で上昇し10ヵ月ぶりの高水準となった。発表元の米不動産業者協会（NAR）は今回、販売件数の推計が過大ではなかったかの指摘を受け、大規模な遡及改訂を行なっている。2007年以降の販売・在庫のデータが下方修正されており、販売件数（2010年）は4,908千件から4,190千件へ14.6%下方修正され（第3図上段）、在庫（2010年末時点）は3,560千件から3,020千件へ15.2%下方修正された（第3図下段）。販売・在庫とも同程度下方修正された結果、在庫率でみると改訂前とほぼ同じであり、依然として在庫調整に時間が必要な状態である。

第2図：集合住宅



(資料) NMHC、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：中古住宅販売



(資料) NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 例えば、NMHC（National Multi Housing Council）による集合住宅市場指数は、直近10月時点調査で52となり7四半期連続で50を越えている（50超で需給引き締め、50未満で需給緩和を示す）。10月調査は10月17日～24日に行なわれており、回答数は全米の集合住宅関連企業CEOなどから95件。

(3) 雇用

雇用者数は緩やかに増加

11月の雇用統計では、事業所調査における非農業部門雇用者数が前月比+12.0万人となった（民間部門同+14.0万人、政府部門同▲2.0万人）。5ヵ月連続で10万人以上の増加となり、緩やかながら雇用改善が続いていることが確認された。

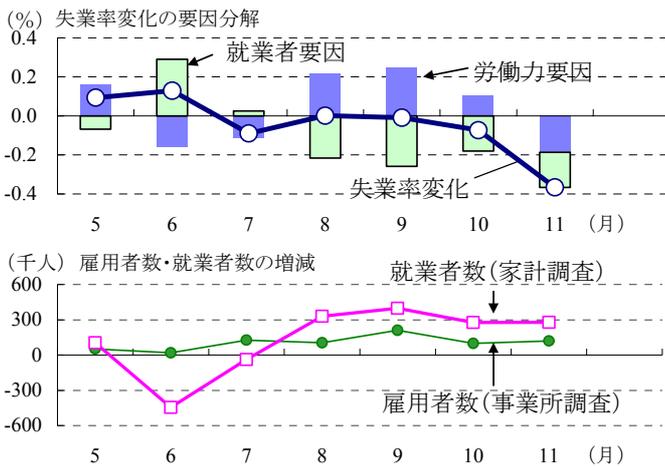
失業率は大幅低下

事業所調査における雇用者増加は緩やかであった一方、家計調査における失業率は8.6%（←10月9.0%）と大きく低下した。失業率の押し下げには労働力人口の減少と就業者の増加が半々程度寄与している（第4図上段）。家計調査における就業者は、直近4ヵ月において毎月30万人程度の増加を示しており、事業所調査に比べ強めの結果となっている（第4図下段）。雇用統計には、事業所調査と家計調査の2つがあるが、サンプル数などから事業所調査の信頼性の方が高く、家計調査の結果は割り引いて見る必要がある²。

失業保険申請は低下傾向で推移

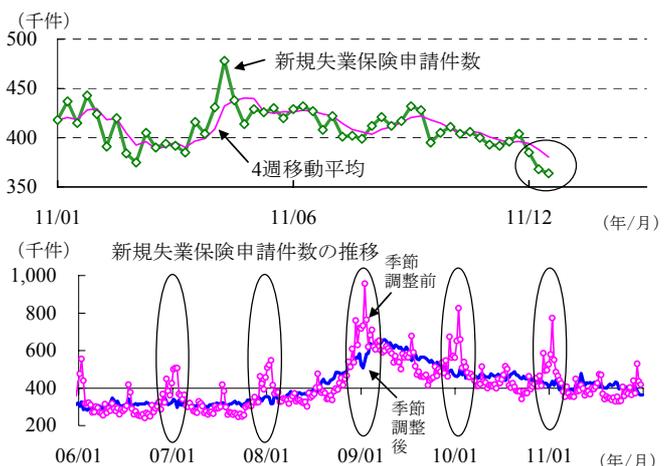
その後の雇用状況を週次の新規失業保険申請件数で確認すると、12月に入り申請件数は40万件を大きく下回って推移しており（第5図上段）、雇用改善ペースの加速が示唆されている。しかしながら、新規失業保険申請件数は季節調整前で見ると、年末年始にかけて急増する傾向がある。週次の指標で、このような大幅な変動を季節調整することは難しく、年明け以降の数値の確認が重要となる（第5図下段）。

第4図：雇用統計



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：失業保険申請



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² 家計調査のサンプルが60,000世帯であるのに対して、事業所調査のサンプルは140,000の事業所など（非農業部門雇用者の3分の1程度をカバー）と多い。この結果、月次の雇用者変化に対する「信頼区間」は、事業所調査で100,000人、家計調査で400,000人とされている。家計部門の就業者数は、農業雇用者や自営業者が含まれていること、複数の職に従事している人をダブルカウントしない、などいくつかの点で事業所調査と定義が異なる。事業所調査は、新規企業が直ぐに調査対象に含まれないために景気転換期における補足は不十分との指摘もされるが、そのような欠点を補うため、そもそも新規企業についてはサンプリングではなくモデルによる推計がなされている。

(4) 消費

消費マインドはやや持ち直し

消費については、信頼感をみると、12月のミシガン大学消費者信頼感指数（確定値）が69.9（←11月64.1）となり夏場を底に持ち直しが継続している。

年末商戦は好調

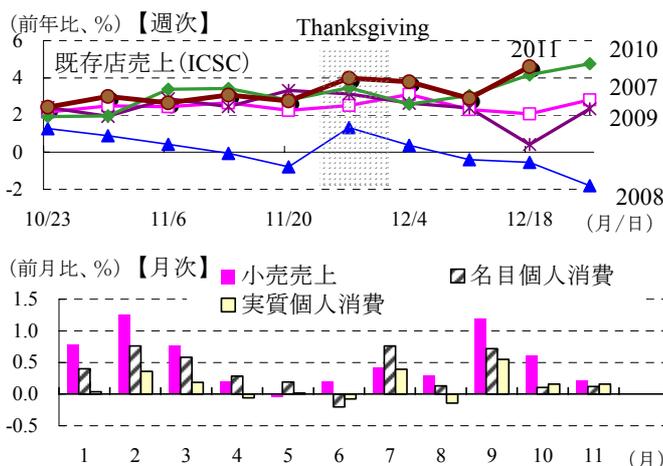
年末商戦は好調な模様だ（第6図上段）。全米小売業協会（NRF）は12月15日、年末商戦の売上高予想をそれまでの前年比+2.8%から同+3.8%に上方修正した。序盤の年末商戦が好調であったことと、消費者が買い物を済ませた割合が低い水準に止まっていること³、を要因に挙げている。

一方、序盤の年末商戦が好調であったものの、11月の小売売上高は、前月比+0.2%（←10月同+0.6%）となり市場予想（同+0.6%）を下回った（前年比では+6.7%）。また、11月の個人消費支出も名目で前月比+0.1%、実質で前月比0.2%となり伸びは限定的となっている（第6図下段）。

家計のバランスシート調整は継続

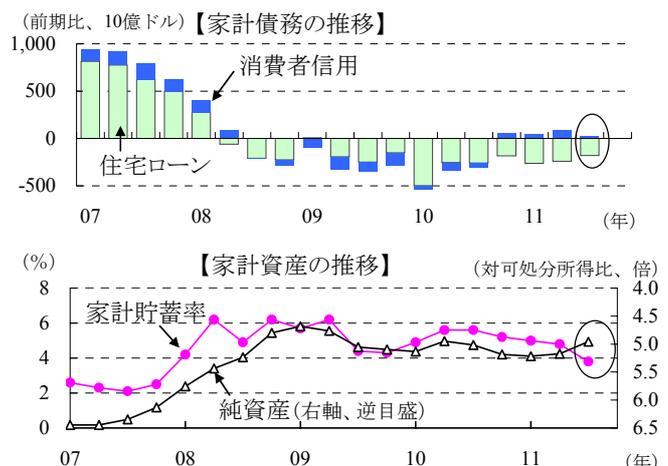
発表された7-9月期資金循環統計によると、家計債務は前期比年率▲1.2%となり13期連続で減少した。消費者信用は小幅ながら4四半期連続で増加（同+1.2%）しているが、住宅ローンの減少が続いており（同▲1.8%）、依然として家計はバランスシート調整下と言えよう（第7図上段）。また、家計純資産は前期比年率▲4.1%となり2008年3月以来の大きな低下となった。家計純資産と貯蓄率の相関は高く、7-9月期の貯蓄率低下には違和感が残る（第7図下段）。消費者の状況を考慮すれば、年末商戦が好調であったとしても他の消費が抑制され、消費全体が伸び悩む可能性は十分考えられよう。

第6図：小売売上高



(資料) 米商務省、ICSCより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：家計のバランスシート



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

³ NRFのサーベイによると、12月第2週時点において平均的な消費者はホリデーショッピングの46.5%を終えており、昨年(49.5%)より低い水準となっている。消費者の16.5%はまだホリデーショッピングを開始しておらず、7.6%は既にホリデーショッピングを終了した。

(5) 企業活動

企業景況感は持ち直し

企業景況感では、11月のISM製造業景況指数が52.7(←10月50.8)へ上昇し、ISM非製造業景況指数は52.0(←10月52.9)と小幅に悪化した。中小企業では全米独立企業連盟(NFIB)が発表した11月の中小企業景気楽観度調査が92.0(←10月90.2)となり、3ヵ月連続で上昇し春頃の水準を回復した。その後に発表された12月の地区連銀製造業景況感指数では、フィラデルフィアが10.3(←3.6)、NYが9.5(←0.6)と改善しており(第8図)、12月の全米景況感も底堅い結果となりそうだ。これらは足元の生産が堅調であることが示しており、需要項目が全般に持ち直していることと整合的な結果である。

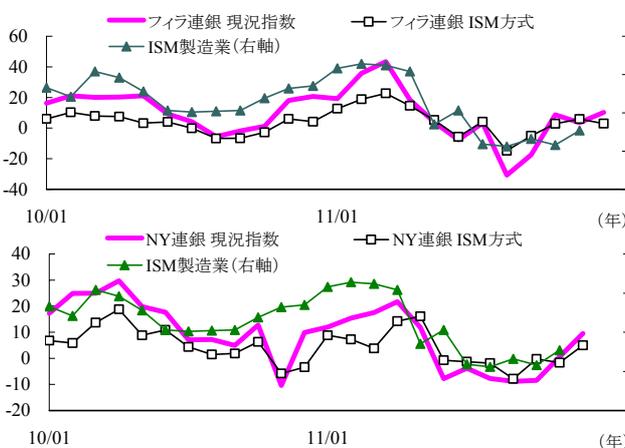
11月の鉱工業生産はタイ洪水によるサプライチェーン障害の影響⁴もあり、前月比▲0.2%(←10月同+0.7%)となったが、10月が高い伸びとなっており、10-12月期の生産水準は高めを維持しよう。

企業部門による牽引は難しい

ただ、需要項目として企業部門を見る場合には、在庫投資と設備投資の2つになるが、これらが当面の景気を牽引することは難しいのではないだろうか。在庫循環は、想定よりやや早く持ち直し局面に入りつつあるが、欧州債務問題に伴う不透明感が強いなか、早期の在庫積み増しは想定し難い。来年前半のユーロ圏景気動向と政策対応の進捗を確認した上で、積み増しを積極化することになるだろう。

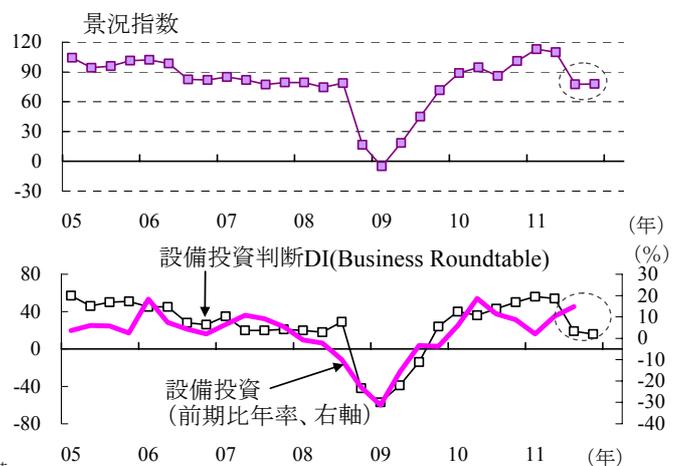
設備投資では、Business Roundtableによる第4四半期のCEO調査を見てみると、景況感が77.9となり大きく落ち込んだ第3四半期からほぼ横這いとなるなか(第9図上段)、設備投資判断DIも弱めの結果となり、今後の設備投資減速を示唆している(第9図下段)。年末で前倒し償却を可能とする財政措置が切れることも、当面の伸びを抑制しよう。

第8図：地区連銀企業景況感指数



(注) ISM方式は受注・出荷・雇用・入荷遅延・在庫の加重平均。生産指数が無い場合出荷で代替
(資料) ISM、フィラデルフィア、NY連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：CEO景況感調査



(資料) Business Roundtable、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

⁴ 「自動車・部品」が前月比▲3.4%となった。東日本大震災に伴うサプライチェーン障害の影響でマイナスになった時は、4月同▲6.6%、5月同▲0.5%。

2. 物価と金融政策

物価は落ち着きへ

11月のCPI（消費者物価指数）は、前年比+3.8%となり2ヵ月続けて伸び率が低下した。一方、コアCPIは同+2.2%（←10月同+2.1%）となり2008年10月以来の高めの伸びとなった。一次産品価格上昇による物価指数の押し上げは一巡しつつあり、当面は伸び率の低下が見込まれる。

FOMCは現状維持

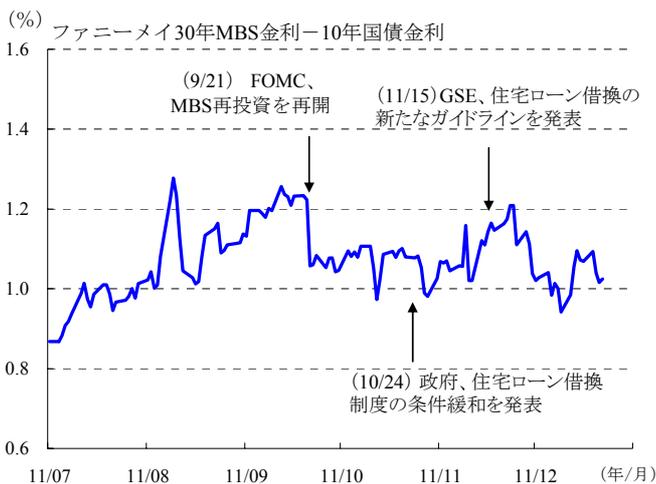
金融政策については、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）において現状維持が決定された。①足元の経済指標には持ち直しの動きが見られること、②住宅ローン担保証券（MBS）金利は落ち着いており（第10図）、早期の対応（追加MBS購入）が必要な状況ではないこと、③連邦準備制度理事会（FRB）は金融政策運営の改善を優先していること、などから追加緩和が実施されず現状維持となったことは予想通りである。

11月FOMCの議事録では、金融政策運営の改善について議論が進んでいることが示されており、来年の早い段階で何らかの改善案が示される模様だ（第2表）。FOMC委員による現在の経済見通しは、GDP・失業率・インフレ率を提示しているが、そこに政策金利の見通しを加えることなどが有力な選択肢である⁵。

プライマリーディーラーへの質問を公開

なお、FRBは従来、FOMCの前にプライマリーディーラーに限り質問を実施していたが、そのような質問内容を知り得ることがプライマリーディーラーに情報面で優位ではないかとの批判を受け、12月のFOMCより質問事項の公開を開始している⁶。

第10図：MBSと国債のスプレッド



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：金融政策運営の改善案

①	名目GDPターゲット・物価水準ターゲット	11月FOMCで棄却	低 ↑ 実現可能性 ↓ 高
②	ゼロ金利解除の条件を明示	検討中	
③	金融政策長期目標・戦略の明文化	11月FOMCで小委員会に検討を指示	
④	参加者による政策金利見通しの提示		

(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

⁵ 直近11月時点の見通しでは2014年までを対象としている。FRBは“2013年央まで現状政策金利の据え置きが可能”としているため、政策金利の見通しに加わる際には、2013年と2014年の数値が注目される。

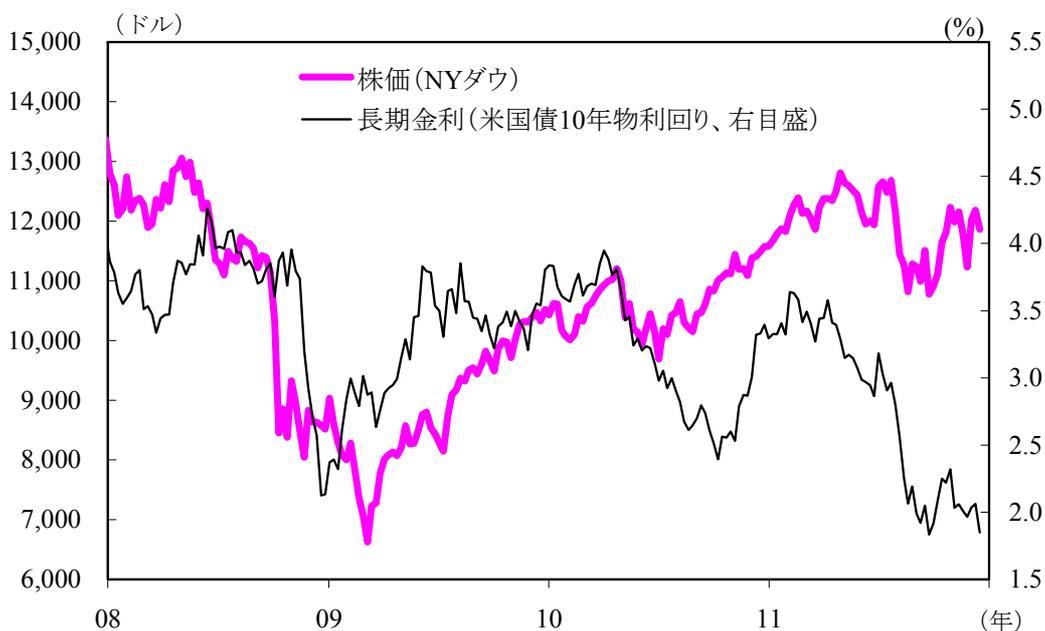
⁶ 12月の質問は14項目からなり、主に経済見通しや金融政策見通しなどを聞いている。欧州債務問題に関する項目は一つ。欧州債務問題が、成長見通しをどの程度下押ししているかを知りたいとし、「タイムリーに信頼に足る欧州債務問題解決策が出てきたら、2012年のGDP見通しをどの程度上方修正するのか」と質問。プライマリーディーラーは現在20社程度。

3. 株価と長期金利の動向

株価は足元では反発 株価（ダウ平均）は、足元では上昇している。主要中銀によるドル資金供給協調を受け 11 月末に大きく上昇した後、EU サミットを受けて弱含んだものの、米国経済指標の持ち直しから再び上昇している（第 11 図）。

長期金利は足元では上昇 長期金利（10 年米国債利回り）は、景況感改善のなかでも金利上昇が限られ、引き続き 2%前後で推移している（第 11 図）。

第 11 図：株価、長期金利の推移



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(円ドル相場動向については、「経済マンスリー・日本」に記載しております。)

照会先：経済調査室 栗原 浩史 (米国) hiroshi_2_kurihara@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページ<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。