

米国経済情報 2010年4月号

Summary

【内容】

1.トピックス

- (1)住宅市場の行方
- (2)景気の谷の認定は

2.経済動向

高成長とデスインフレが共存

- (1)1~3月期4%成長
- (2)外需は減速
- (3)デスインフレ継続

3.金融政策

4月も時間軸文言の変更は見送り

10~12月期の前期比年率5.6%の高成長に続き、米国経済は1~3月期も4%の高成長が見込まれる。10~12月期を高成長に導いた在庫投資の寄与度は大幅に縮小するものの(10~12月期3.8%Pt→1~3月期1.0%Pt程度)、雇用情勢の改善や株高による資産効果に加え、イースター商戦の3月へのずれ込みなどの特殊要因もあり、個人消費が3%台後半の急拡大を示すためである。

但し、イースター商戦が3月へずれ込んだ反動から、4~6月期には個人消費が前期比年率1%前後へ、経済全体の成長率も2%台に低下する可能性が高い。

住宅市場に対する悲観論が市場では囁かれているが、空き家率の上昇が止まったことが示すように、住宅需給の更なる悪化はないため、住宅市場が二番底に陥る可能性は低いと考えられる。但し、住宅バブル時の大量建設で積み上がった過剰な住宅ストックと、家計が抱える過剰な住宅ローンが重石となる状況に変化はないため、住宅市場の急回復も見込み難い。

高成長にも関わらず、インフレ率は低下が続いており、コアCPI上昇率は3月に前年比1.1%まで低下した。こうしたデスインフレ傾向は2010年を通じて続くと考えられるが、長期的なインフレ動向を左右する期待インフレ率が安定しているため、米国が日本のようなデフレに陥る可能性は高くない。

利上げに対して慎重なハト派が勢いを増しており、4月27~28日のFOMCでも、中央銀行であるFedは「長期間に渡って低金利を維持」という現行政策の継続を約束する文言を変更しない見込みである。そのため、米国経済がFedの予想通りに推移すれば、少なくとも11月2~3日のFOMCまで、政策金利であるFFレートの誘導目標は0.25%に据え置かれると考えられる。

市場では未だ11月2~3日のFOMCから利上げが開始されるとの思惑がくすぶるが、デスインフレ傾向や雇用の質的な改善の遅れを踏まえると、11月2日の中間選挙近辺での利上げは、経済的にも政治的にも妥当ではない。利上げ開始は、12月14日のFOMCからとの予想を堅持する。

伊藤忠商事株式会社
調査情報部

調査情報部長
三輪裕範
(03-3497-3675)

主任研究員
丸山義正
(03-3497-6284)
maruyama-yo
@itochu.co.jp

1. トピックス

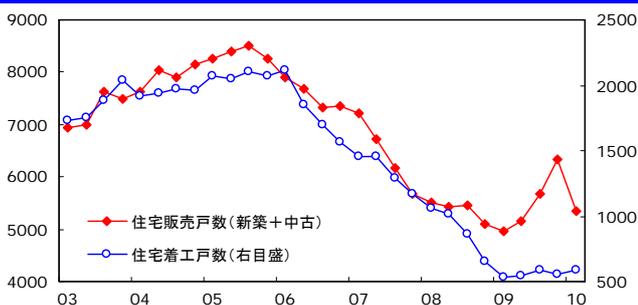
(1) 住宅市場の行方

新規住宅取得者を対象とした税額控除の適用期限が2009年11月末（その後2010年4月末に延長）であったため、10～12月期に駆け込み購入が生じ、米国の住宅販売（新築+中古）は年率換算で634万戸に急増した。しかし、その駆け込み購入の反動もあり、2010年1～2月平均の販売戸数は535万戸へ急減してしまっただけでなく、反動減はもともと予想されていたが、新たな税額控除の適用期限である4月末が近づいても、住宅市場が盛り上がりやを欠いたため、金融市場の一部では、住宅市場がこれまでのボトムであった2009年1～3月期をも下回り、二番底に陥るとの悲観論が囁かれ始めた。

しかし、住宅市場が二番底に陥る可能性は低いだろう。何よりも、住宅需給の悪化が止まっている。住宅需給を示す空き家率は14.5%程度と高水準ながらも上昇は止まり、住宅価格も上昇にこそ転じてはいないが、概ね下げ止まったと考えられる。住宅市場の動向を示す全米ホームビルダー協会のNAHB指数も4月には反発している。

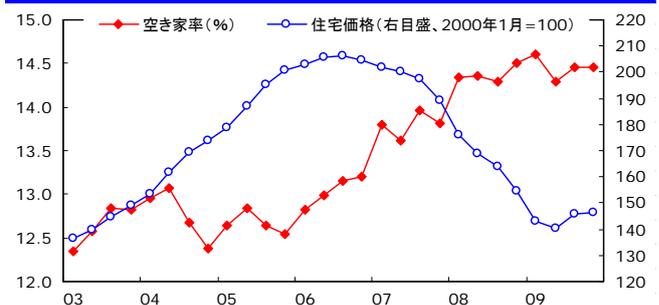
FedのMBS買入が3月末で終了したため、MBS市場が軟調となり、MBS利回りと連動する住宅ローン金利が上昇、住宅購入意欲を冷やすと指摘する向きもある。確かに、3月最終週に4.99%だった30年物の住宅ローン金利は、4月に入り5%台に上昇した。しかし、住宅ローン金利と米国債のスプレッドは拡大していない。つまり、足元の住宅ローン金利の上昇は、MBS市場に由来するものではなく、米国全体の景気回復期待の高まりに伴う長期金利水準の上昇によるものである。確かに、住宅ローン金利の上昇それ自体は住宅需要を冷やすが、景気回復による雇用所得環境の改善は住宅需要を刺激する。そのため、住宅ローン金利の上昇が緩やかなものに留まれば、住宅市場への悪影響は軽微である。Fedは信用緩和のための買入により、約1兆ドルのMBSをバランスシートに抱えており、FedがMBSの市場放出を急げば、住宅ローン金利の急上昇は避けられない。しかし、Fed関係者の

住宅販売と着工の動向（年率換算、千戸）



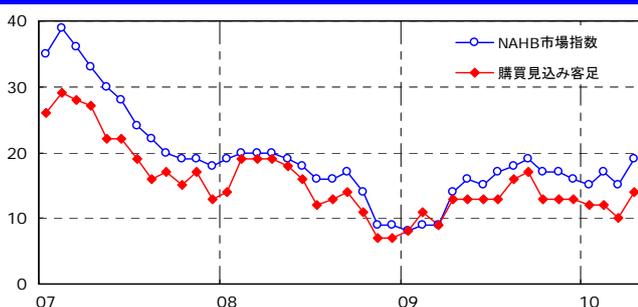
(出所) U.S. Department of Commerceなど

住宅価格と空き家率の推移



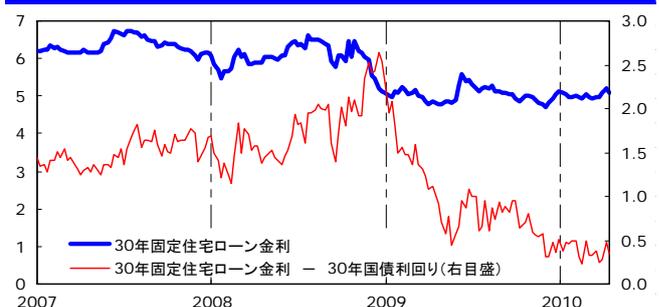
(出所) U.S. Department of Commerceなど

全米ホームビルダー協会による住宅市場動向



(出所) National Association of Home Builders

住宅ローン金利の推移(%)

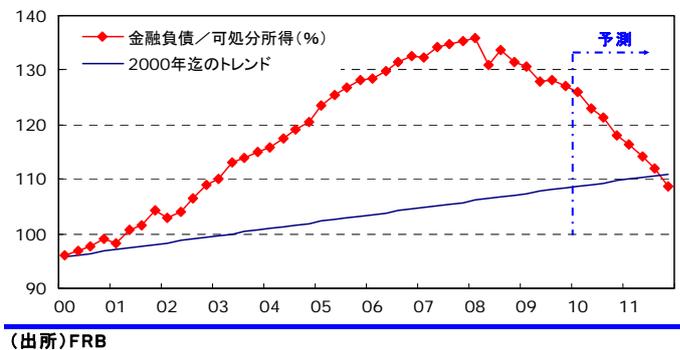


(出所) Bloomberg

多くは住宅市場の先行きに極めて慎重であり、MBS の積極的な市場売却は行わず、満期償還や期限前償還による残高圧縮にとどめると考えられる。

二番底はないとしても、住宅市場の急回復も、また期待し難い。空き家率の高止まりが示すように、住宅バブル時の大量建設により、住宅ストックは過剰な状態にある。米国では、人口や世帯数の増加により住宅需要が毎年拡大するが、そうした住宅需要は、当面、空き家によって多くが吸収されるため、需要増加が住宅建設には結び付きにくい。また、住宅バブルの崩壊により、家計は過剰な住宅ローンを抱えている。家計が抱える住宅ローンなどの債務と可処分所得の比率は、2000年の100%弱から、2008年には130%を超える水準まで上昇した。足元では低下に転じたが、この比率がトレンドに戻り、過剰債務の状態が解消するのは、2011年後半になると見込まれる。過剰な住宅ストックと過剰な住宅ローンという二つの過剰が重石となり、2010年の住宅市場の回復は緩やかなものに留まる可能性が高い。住宅着工は今年を通じて緩やかに持ち直すものの、2010年合計では67万戸程度に留まると当社は予想している（2009年は55万戸）。

家計の過剰債務



(2) 景気の谷の認定はいつか

米国の景気循環（景気の山・谷）を決定する NBER（National Bureau of Economic Research）の景気循環日付委員会（Business Cycle Dating Committee）は、4月12日に、「現状のデータに基づく「景気の谷」の決定は”premature”であり、現在は判断を行わない」旨の発表を行った。決定を行わないのだから、発表する必要は本来ない。それにも関わらず、あえて発表に踏み切ったのは、委員会内での意見対立が原因と考えられる。メンバーであるノースウエスタン大学のロバート・ゴードン教授が、景気回復は自明だとして、委員会の判断見送りに反対する旨を明らかにしている。

NBERによる判断はこれまでも、「景気の谷」から1年半～2年程度経過してから行われており、現時点でNBERが判断を行わないのは、珍しいことではない。NBERの決定が、実際の「景気の谷」から大きく遅れるのには、二つの理由がある。一つは、判断に用いるGDPや生産、雇用といった指標が改訂されるためである。NBERは指標の改訂が一巡し、実績がある程度定まってから判断を行う。もう一つは、経済活動の水準が、景気後退前を上回って初めて、”subsequent downturn”（二番底）が来ないと判断できるとの基準をNBERが設けているためである。つまり、経済活動が、景気後退前の水準を超えて初めて、新たな景気循環に入ったことが保証されるとの考えである。

そうした基準の是非は別として、NBERの基準に従うと、「景気の谷」の認定が行われるのは、いつになるか。米国の実質GDPの伸びは2009年7～9月期からプラスに転じたが、水準は、未だ景気後退前のピークである2007年10～12月期を1.8%程度下回る。2010年1～3月期以降に年率3%成長が続くと仮定すると2010年10～12月期に、もう少し控えめな成長率見通しでも2011年前半には、GDPの水準が2007年10～12月期を上回る計算になる。統計発表が翌期（1～3月期GDPは4月末公表）になることを踏まえると、「景気の谷」の認定は2011年前半になる可能性が高いと言える。

2. 経済動向：高成長とデシインフレが共存する米国経済

(1) 1～3 月期の米国経済は個人消費の牽引により 4%成長に

4月30日に1～3月期の成長率が公表される。米国経済は、2009年10～12月期の前期比年率5.6%成長に続き、1～3月期も4%の高成長を達成したと予想される。10～12月期の高成長を演出した在庫投資の寄与度は1%Pt程度(10～12月期3.8%Pt)に縮小するものの、GDPの7割を占める個人消費が前期比年率3.7%(10～12月期1.6%)と大幅に増加し、全体を押し上げる見込みである。

1～3月期の在庫投資は若干のプラス(10～12月期▲196億ドル)に転じ、米国経済が在庫圧縮局面から脱したことを示すだろう。但し、成長に影響する在庫投資の変化額は前期から縮小するため、成長率に対する寄与度は10～12月期の年率3.8%Ptから1%Pt程度に低下すると予想される。

3月の小売売上高は、1～3月期の雇用増に象徴される雇用情勢の改善や株価上昇による資産効果などを受けて、前月比1.6%(2月0.5%)と大幅に増加した。1～3月期合計は前期比年率7.9%と10～12月期の7.5%を若干上回る程度の伸びに留まるが、デシインフレ傾向を加味した実質ベースでは寧ろ前期から伸びが高まったと考えられる。小売売上高の加速を受けて、1～3月期の個人消費は前期比年率3.7%(10～12月期1.6%)と急増した模様である。

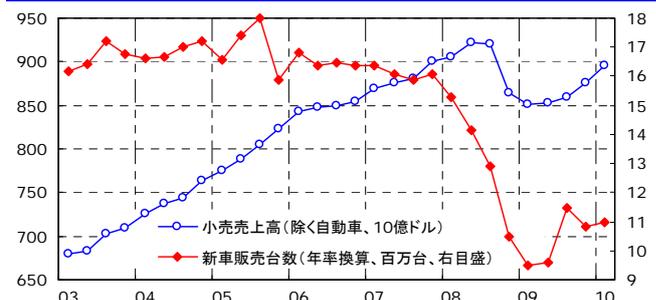
但し、3月の小売売上高については、1)大規模販促による自動車販売の急増と2)イースター商戦の3月へのずれ込みという2つの特殊要因が影響しており、注意が必要である。まず、3月の自動車関連売上高は小売売上高ベースで前月比6.7%(寄与度1.3%Pt)、販売台数ベース(Light Vehicleベース)では前月比13.6%と大幅に増加した。3月の販売増は、リコール問題に伴う失地回復を狙った日本車メーカーの大規模販促に対して、他メーカーも販促策で対抗したためである。日本車メーカーの販促策は4月も継続しているが、新たなトラブルも発生しており、さらなる販売台数の押し上げは期待できないだろう。また、今年はイースターが昨年より8日早く(4月12日→4月4日)、イースター商戦の一部が4月から3月へずれ込んだ。ICSC(国際ショッピングセンター協会)の主要小売業・既存店売上高は3月に前年比9%と急増したが、そのうち4～5%Pt程度がイースター商戦のずれ込みによるものと伝えられている。自動車関連を除いた小売業売上高は3月に前年比6.4%増加したが、ICSCの分析に倣えば、その伸びの半分程度がイースター要因となる。ICSCは4月について、イースター商戦がずれ込んだ反動から、前年比で3%減から横ばい程度の伸びに留まるとの見通しを公表しており、小売売上高全体も4月の反動減が避けられないだろう。そのため、個人消費は1～3月期に予想される前期比年率3.7%から、4～6月期は1%前後に減速する可能性が高い。そうした個人消費の減

在庫変動の推移(10億ドル、年率換算)



(出所)U.S. Department of Commerce

小売売上高と新車販売



(出所)U.S. Department of Commerce

速を受けて、米国全体の成長率も4～6月期は2%台に低下すると見込まれる。

(2) 外需は減速

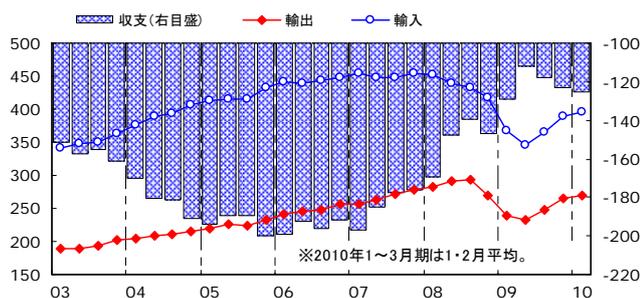
輸出の持ち直しが昨年後半からの米国経済の回復を支援してきたが、1～3月期は増加ペースが鈍化した模様である。1～2月平均の実質財輸出は前期10～12月期から年率換算で6.3%の増加に留まっている(10～12月期は前期比年率34.1%)。実質財輸入も6.4%(10～12月期28.8%)に減速しているが、米国は輸入のボリュームが輸出を上回るため、両者が同程度の伸びであれば貿易赤字は拡大する。そのため、1～3月期は外需(輸出-輸入)が成長率に対して中立か、若干の押し下げになる可能性が高い(10～12月期は成長率を前期比年率0.3%Pt押し上げていた)。

1～3月期の他の需要項目については、住宅投資が販売低迷などを受けて10～12月期の前期比年率3.7%からプラス幅を縮小、設備投資は10～12月期の5.3%と同程度の伸びが見込まれる。

(3) ディスインフレが続く

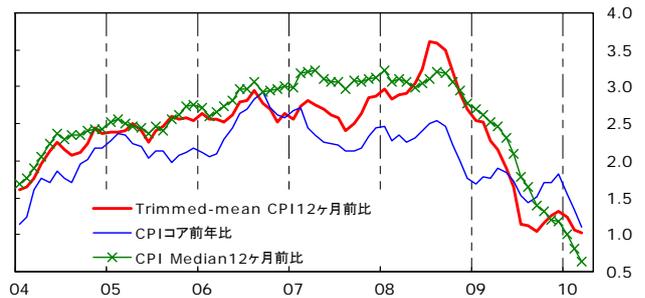
高成長が続く一方で、インフレ率は低下している。コアCPIは1月に前月比▲0.1%と1982年以来の低下に転じた後も、2月0.1%、3月0.0%とほぼ横ばい留まり、前年比は1.1%(2月1.3%、1月1.6%)まで鈍化した。価格変動が激しく攪乱要因となっている品目の一定割合を機械的に控除して算出する「刈り込み平均CPI(Trimmed-mean CPI)」や「中央値CPI(Median CPI)」といったインフレ・分析手法では、コアCPI以上にディスインフレ傾向が鮮明であり、2010年を通してインフレ率の低位安定は続くと考えられる。但し、現在のインフレ率低下をもたらしている主因は、あくまでも2009年前半までの需給ギャップ拡大である。足元の高成長に伴い需給ギャップは縮小しつつあり、またミシガン大調査などに示される米国民のインフレ期待や、インフレ連動債に基づく期待インフレ率(BEI)が安定していることも踏まえると、デフレ懸念を過度に強調する必要はないだろう。

貿易収支(実質財ベース、10億ドル)



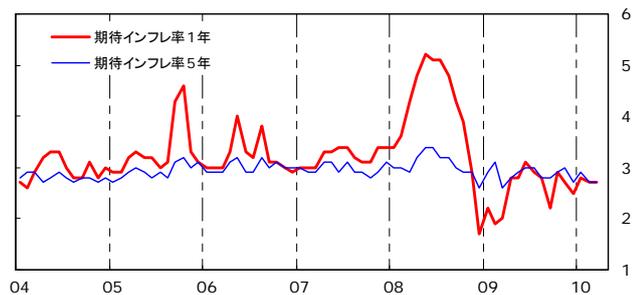
(出所) U.S. Department of Commerce

インフレ指標の推移(%)



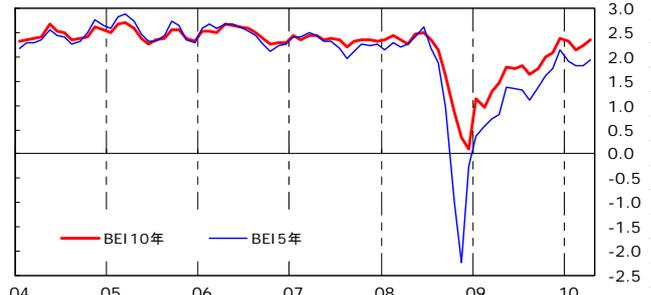
(出所) FRB Cleveland, U.S. Bureau of Labor Statistics

ミシガン大調査の期待インフレ率(%)



(出所) University of Michigan

インフレ連動債による期待インフレ率(BEI、%)



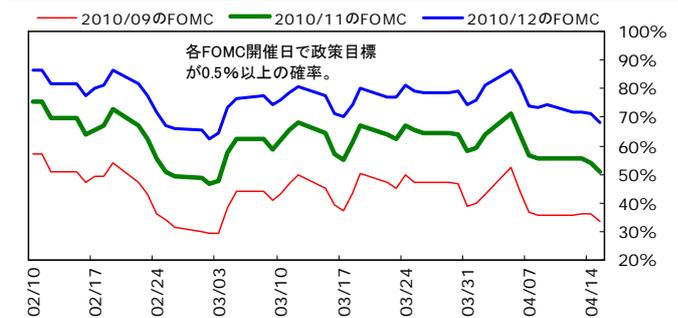
(出所) Reuters EcoWin

3. 金融政策：4月FOMCでも時間軸文言の変更は見送りへ

4月27～28日にFOMCが開催される。前回3月と同じく、焦点は「長期間に渡って（for an extended period）低金利を維持」という時間軸文言の行方だが、以下に述べる理由から、4月FOMCでの文言変更の可能性は大幅に低下している。第一に、FOMCにおいてハト派的な考えが強まりつつある。3月FOMCの議事要旨には、何人かのメンバー（a few member）による「伝統的な金利政策による景気てこ入れ余地はほとんどない一方で、引き締め方向の政策は経済状況に応じて柔軟に対応出来ることを踏まえると、早過ぎる利上げのリスク（危険性）が遅すぎる利上げのリスクに勝る」との主張が明記された。また、最近の講演や議会証言において、バーナンキ議長やFOMCで副議長をつとめるダドリー・NY連銀総裁らが、長期の低金利維持を裏付ける極めて慎重な景気認識を示している。第二に、時間軸文言である「for an extended period」の拘束力が弱められた。3月議事要旨には、「for an extended period」を「6ヶ月程度」と捉えている市場の思惑を弱める意味も込めて、同文言が将来の金融政策を拘束しないことが示された。そうした拘束力の低下により、金融政策の柔軟性を確保するために時間軸文言を性急に変更すべき、との主張は説得力を失ったと考えられる。

4月FOMCでも文言変更がないとすると、「Fedの見通し通りに経済や物価が推移すれば」との留保条件は必要だが、6ヶ月間の時間軸は引き続き有効であり、11月2～3日のFOMCまで利上げは行われないとのメインシナリオが引き続き有効となる。では、利上げはいつか。Fedのデュアルマニデートである物価と雇用の状況を見ると、既に述べたように2010年を通じてデフインフレは続く可能性が高い。また、雇用者数は1～3月期から増加に転じたが、失業率の低下には未だ時間を要し、また44%に達する長期失業者比率が示すように雇用情勢の質的な改善は遅れている。そのため、11月2日の中間選挙に向けて、オバマ政権と民主党にとって十分な追い風となるほどの雇用情勢の改善、つまりは有権者が評価するほどの改善を達成できるかは不透明である。Fedが11月2～3日のFOMCで利上げに踏み切るためには、中間選挙前に利上げを十分織り込ませる必要があるが、雇用と物価の先行きを考えると、利上げは経済的にも政治的にも、妥当ではないだろう。利上げサイクルの開始は、中間選挙後の12月14日のFOMCから（場合によっては年明けから）との予想を堅持する。

FF先物に基づくFOMC毎の利上げ確率



(出所) Bloomberg

【米国主要経済指標】

	Q1-09	Q2-09	Q3-09	Q4-09				
	注記がない限り前期比年率(%)							
実質GDP	▲6.4	▲0.7	2.2	5.6				
個人消費	0.6	▲0.9	2.8	1.6				
住宅投資	▲38.2	▲23.2	18.9	3.7				
設備投資	▲39.2	▲9.6	▲5.9	5.3				
政府支出	▲2.6	6.7	2.7	▲1.3				
輸出	▲29.9	▲4.1	17.8	22.8				
輸入	▲36.4	▲14.7	21.3	15.8				
経常収支(10億ドル)	▲104.2	▲97.7	▲102.3	▲115.6				
名目GDP比(%)	▲2.9	▲2.8	▲2.9	▲3.2				
	Jun-09	Sep-09	Dec-09	Mar-10	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10
	注記がない限り前期比年率(%)				注記がない限り前月比(%)			
小売売上高	0.3	6.4	7.5		0.5	0.5	1.6	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	▲1.1	1.7	5.7		0.7	1.2	0.5	
鉱工業生産	▲10.4	6.4	6.9		1.0	0.3	0.1	
住宅着工件数(年率換算、千件)	540	587	559		611	575		
ホームビルダー市場指数					15	17	15	19
非国防資本財受注(除く航空機)	7.2	14.1	13.5		▲4.4	2.0		
貿易収支(10億ドル)	▲81	▲96	▲109		▲37	▲40		
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲112	▲118	▲123		▲41	▲42		
実質財輸出	▲8.7	25.1	34.1		▲1.5	0.8		
実質財輸入	▲22.0	24.6	28.8		▲3.1	1.7		
ISM製造業指数					58.4	56.5	59.6	
ISM非製造業指数					50.5	53.0	55.4	
失業率(%)	9.5	9.8	10.0	9.7	9.7	9.7	9.7	
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲477	▲261	▲90	54	14	▲14	162	
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	3.1	2.7	2.6	2.3	2.6	2.4	2.1	
消費者物価(前年比、%)	▲1.2	▲1.6	1.4		2.6	2.1	2.3	
コア消費者物価(前年比、%)	1.8	1.5	1.7		1.6	1.3	1.1	
FF金利誘導目標(末値、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
2年債利回り(末値、%)	1.12	0.95	1.14	1.02	0.82	0.82	1.02	1.02
10年債利回り(末値、%)	3.54	3.31	3.84	3.83	3.58	3.62	3.83	3.84
ダウ工業株30種平均(末値)	8372	9460	10162	10416	10067	10325	10857	11145

(出所) Reuters EcoWin

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。