

# 米国経済情報 2010年5月号

## Summary

### 【内容】

1. 経済見通しの改訂  
成長率見通しは  
2010年 3.0%、  
2011年 2.5%
2. 経済情勢
  - (1) 雇用情勢は明確に改善
  - (2) 4～6月期の個人消費は減速
  - (3) 税額控除適用を狙った購入増加で、住宅販売は増加
  - (4) 設備投資は徐々に加速
  - (5) インフレ圧力にはなお時間的余裕
3. 金融政策
  - (1) 政策金利目標の一本化はあるか
  - (2) ギリシャ問題が出口戦略に水を差す
  - (3) 年内利上げはワン・チャンス

### 【経済見通し】

米国経済の成長率は2010年 3.0%、2011年 2.5%と予想。2010年前半は在庫循環と景気対策による押し上げ寄与が残存し、成長率は潜在成長ペースを上回る年率 3.6%まで高まるが、2010年後半は在庫循環と景気対策の押し上げ寄与が失われる一方、所得環境の回復は緩慢なものに留まるため、成長率は年率 2.3%へ低下する。再び成長ペースが高まり、米国経済が本格回復に至るのは雇用増加ペースが加速し、かつ家計の過剰債務に解消の目処がつく 2011年後半になる見込みである。

### 【経済動向】

4月の非農業部門雇用者数は前月差 29万人と大幅に増加。労働時間や賃金も改善しており、雇用環境の持ち直しが鮮明。失業率は 9.9%へ上昇したが、労働市場への復帰に伴うものであり、ネガティブに見る必要はない。1～3月期の個人消費は前期比年率 3.6%と急増したが、特殊要因の剥落により 4～6月期は減速する見通し。税額控除適用を狙った駆け込み需要で4月の住宅販売は大幅に増加する見込み。しかし、家計の住宅購入意欲は弱く、2010年を通してみれば住宅投資の回復テンポは極めて緩慢。回復の遅れていた構築物投資が漸く下げ止まりつつあるため、設備投資の伸びは 4～6月期以降に高まる見込み。デスインフレ圧力は根強く、米国経済においてインフレ圧力が強まるまでには相当の時間的余裕あり。

### 【金融政策】

4月の FOMC でも、時間軸効果を有する「長期間に渡って低金利を維持」との文言が維持されたため、年内の利上げの可能性は 12月の FOMC のみに絞られた。雇用と物価の先行きを考えれば、11月2日の中間選挙前の利上げは経済的にも政治的にも、そもそも妥当ではない。

ギリシャ問題については、市場の混乱が長期化するなど金融危機の再来とならない限り、Fed の利上げ時期を後ズレさせる要因にはなりにくいと予想。

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. 経済見通しの改訂

### 成長率見通しは2010年3.0%、2011年2.5%

米国経済の成長率見通しを従来の2010年2.8%→2011年2.4%から、2010年3.0%→2011年2.5%へ小幅に上方改訂する。但し、見通しのアウトラインは従来と変わらず、「2010年前半は在庫循環と景気対策による押し上げ寄与が残存し、成長率は潜在成長ペースを上回る年率3.6%まで高まる。しかし、2010年後半は在庫循環と景気対策の押し上げ寄与が失われる一方、所得環境の回復は緩慢なものに留まるため、成長率は年率2.3%へ低下する。再び成長ペースが高まり、米国経済が本格回復に至るのは雇用増加ペースが加速し、かつ家計の過剰債務に解消の目処がつく2011年後半になる」である。

### 消費性向の高まりを踏まえ、個人消費を上方修正

成長率上方改訂の主因は、個人消費である。1～3月期の個人消費は、予想を上回り、前期比年率3.6%と2007年1～3月期以来の大幅増加を記録した。雇用・所得環境は概ね想定通りだが、消費性向が想定を上回った(貯蓄率は想定を下回った)。1～3月期の名目可処分所得が前期比年率1.5%と緩やかな拡大に留まったのに対し、名目個人消費は5.2%の大幅増加である。こうした所得低迷の下での消費堅調は、株高に伴う資産効果や雇用環境の改善を受けた消費マインドの改善によりペントアップ・デマンドが顕現化したものと考えられる。1～3月期の大幅増加が寄与し、2010年の個人消費は2%（2月見通し1.3%）と高い伸びを確保する見込みである。しかし、住宅バブルの崩壊に伴い家計が抱え込んだ過剰債務の解消は未だ道半ばであり、所得増加を伴わない消費拡大は持続的ではない。そのため、2011年の個人消費は1.8%（同1.5%）と所得増加に見合ったペースへと減速するだろう。なお、所得を上回る消費の伸びを反映し、貯蓄率は2009年の4.3%から2010年は3.3%へ低下するが、2011年には再び4.1%へ上昇すると予想する。

### 住宅購入意欲は予想以上に低迷

一方、大幅に下方修正したのは、住宅投資とインフレ率の見通しである。まず、住宅投資は、2010年を1.8%（2月見通し10.5%）へ大幅に下方修正、2011年も14.6%（同18.2%）へ小幅下方修正した。11月末が期限だった税額控除（その後4月末まで延長）を狙った駆け込み需要で10～12月期に急増した反動もあり、1～3月期の住宅販売戸数（新築+中古）は前期比年率▲43.7%と4四半期ぶりに減少した。反動減は予想通りだったが、その後の戻りが想定を下回った。税額控除の新たな期限が4月末であったため、今月下旬に公表さ

米国経済の推移と予測

前年比, %, %Pt	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 予想	2011 予想
実質GDP	2.1	0.4	▲2.4	3.0	2.5
個人消費	2.7	▲0.2	▲0.6	2.0	1.8
住宅投資	▲18.5	▲22.9	▲20.5	1.8	14.6
設備投資	6.2	1.6	▲17.8	3.2	7.7
在庫投資（寄与度）	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.6)	(1.2)	(0.1)
政府支出	1.7	3.1	1.8	▲0.4	▲1.7
純輸出（寄与度）	(0.6)	(1.2)	(1.0)	(0.1)	(0.3)
輸出	8.7	5.4	▲9.6	10.4	6.3
輸入	2.0	▲3.2	▲13.9	8.0	3.4
名目GDP	5.1	2.6	▲1.3	3.7	3.8
失業率	4.6	5.8	9.3	9.8	9.4
雇用者数(月変化、千人)	90	▲302	▲395	156	246
経常収支(10億ドル)	▲727	▲706	▲420	▲486	▲437
貯蓄率(%)	1.7	2.7	4.3	3.3	4.1
コア消費者物価	2.6	2.8	1.7	0.9	1.3

(出所)米国商務省等資料より当社作成。

れる4月の住宅販売では相応の増加が期待されるが、昨年10～11月に比べると、盛り上がりには欠ける。低金利や住宅価格の下落にも関わらず、家計の住宅購入意欲は低迷が続いていると言えよう。

## ディスインフレが続く

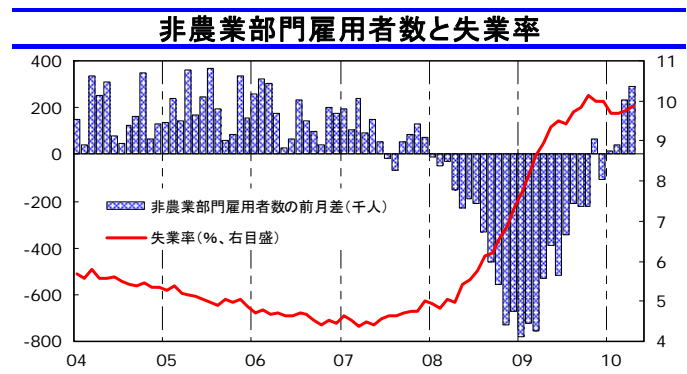
コア消費者物価上昇率の見通しは、2010年を0.9%（2月見通し1.4%）に、2011年を1.3%（1.6%）へ下方修正する。期待インフレ率が安定して推移しているため、デフレを過度に懸念する必要はないが、予想以上に幅広い分野でディスインフレ傾向が広がった。2010年、2011年と需給ギャップは改善傾向を辿るものの、予測期間内にインフレ圧力が大きく高まるとは予想されない。

その他の需要項目は、微修正である。機械投資の先行指標である耐久財受注の堅調推移を反映し、設備投資を2010年3.2%（2月見通し2.7%）→2011年7.7%（同7.1%）に若干の上方修正、また個人消費の上方修正に伴い、輸入の伸びも2010年8.0%（同6.9%）→2011年3.4%（同3.4%）に若干引き上げた。

## 2. 経済動向

### (1) 雇用情勢は明確に改善

4月の非農業部門雇用者数は前月差29.0万人増と2006年3月の30.4万人増以来の大幅増加を記録した。2月・3月の遡及修正により、1～3月期も月当たり+5.4万人から+9.4万人へと倍増している。2010年国勢調査に伴う雇用増加（2月+1.5万人、3月+4.8万人、4月+6.7万人）を控除しても、非農業部門雇用者数は2月+2.4万人、3月18.2万人、4月22.3万人と増加ペースが加速しており、雇用情勢の回復は明確である。なお、家計調査に基づく失業率は3月の9.7%から4月は9.9%に上昇したが、これは労働参加率が65.2%へ0.3ポイント高まり、労働力人口が前月から81万人も拡大したためである。労働参加率の上昇は、就業環境の回復を認識し、米国民が労働市場に復帰したためであり、ネガティブに捉えるべきではない。但し、失業率に対しては押し上げ要因となるため、当面は失業率の高止まりが続くと見込まれる（失業率予想は2010年9.8%→2011年9.4%）。



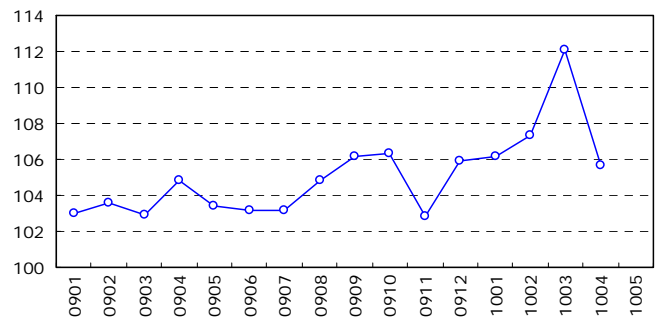
4月は労働時間も拡大、特に製造業については金融危機前の水準を概ね回復した。3月に2003年4月以来の低下を記録した平均時給（製造及び非管理労働者）も前月比0.3%と上昇へ転じ、前年比も3月の2.1%から2.3%に高まっている。失業率の高止まりに示される緩和的な労働需給を受けて、賃金上昇率の低空飛行は避けられないものの、更なる落ち込みは回避できる可能性が高い。

### (2) 4～6月期の個人消費は減速

3月の小売売上高は前月比1.6%（2月0.5%）と大幅に増加したが、4月は低調な内容となりそうである。そもそも、3月の増加には、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いた。3月の自動車販売台数を前月比13.6%と大幅に押し上げたメーカーによる販促は、4月以降も継続しているものの、その効果は減退し、4月の販売

台数は▲4.8%と減少した。また、今年はい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)が集計する主要小売業の既存店売上高は3月に前年比9%と急増したが、その4~5%Pt程度は商戦ずれ込みの影響だった模様である。4月の売上高は、その反動で前年比0.8%に伸びが低下、季節調整値では前月比▲5.7%(3月4.5%)の大幅減少となった。5月以降はリバウンドが見込まれるが、4~6月期は大幅減速が避けられないだろう。そのため、1~3月期に前期比年率3.6%と急拡大した個人消費も4~6月期は減速すると見込まれる。

ICSCチェーンストア販売(2005年=100)

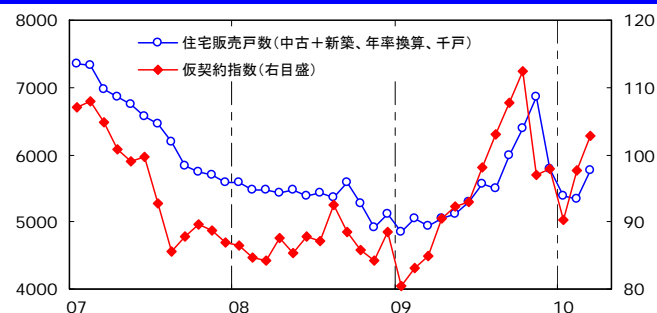


(出所)ICSC

### (3) 税額控除適用を狙った購入増加で、住宅販売は増加

住宅販売(新築+中古)は3月に前月比8.0%(2月▲1.0%)と4ヶ月ぶりに増加したが、4月には更なる増加が予想される。4月末の住宅販売に関わる税額控除の適用期限を控え、駆け込み購入が生じたと考えられるためである。住宅販売に1~2ヶ月程度先行する仮契約指数が2月前月比8.3%、3月5.3%と2ヶ月連続で上昇、米抵当貸付銀行協会(MBA)の住宅ローン購入指数は4月に2割近く上昇、全米ホームビルダー協会の購買見込み客足指数も4月に4ポイント上昇するなど、関連指標が軒並み4月の住宅販売好調を示唆している。こうした販売増加は仲介業者のコミッション増加というかたちで住宅投資に反映される。また、先行指標である住宅着工戸数が1~3月期に増加しており、新設住宅建設も4~6月期は拡大する可能性が高い。販売低迷に伴うコミッション減少を主因に1~3月期に前期比年率▲10.9%と減少した住宅投資だが、4~6月期は再び増加が見込まれる。

住宅販売の動向



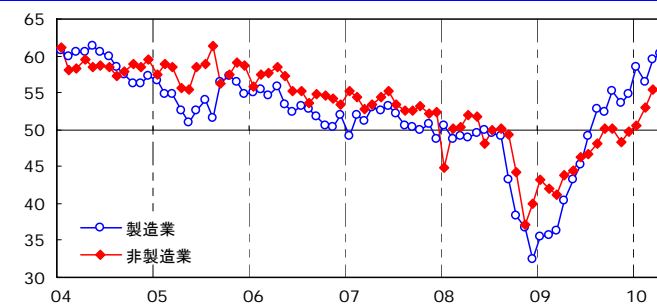
(出所)U.S. Department of Commerceなど

### (4) 設備投資は徐々に加速

企業の景況感は製造業・非製造業ともに改善している。代表的な景況感指数であるISM指数(50が中立)を見ると、4月は製造業が60.4と2004年以来の高水準、非製造業も55.4と2006年以来の高水準に上昇した。実体指標も持ち直している。鉱工業生産は前月対比で3月まで9ヶ月連続、製造業受注も7ヶ月連続で拡大しており、米国の企業活動は回復基調にあると判断できる。

1~3月期の設備投資は前期比年率4.0%(1~3月期5.3%)と2四半期連続で増加したが、内訳では機器・ソフトウェア投資が前期比年率13.4%と3四半期連続で増加する一方、構築物投資は▲

ISM指数の推移(中立50)

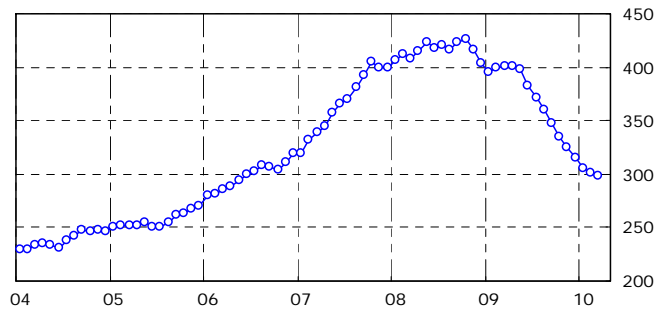


(出所)U.S. Institute of Supply Management



14.0%と5四半期連続の二桁減少を記録し、明暗が大きく分かれている。機器投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)は1~3月期まで5四半期連続で拡大しており、今後も機器・ソフトウェア投資の拡大基調は維持される可能性が高い。一方、構築物投資の一致指標である非居住建設支出は未だ減少が続いているが、前月比のマイナス幅は縮小しつつある(1月▲3.3%→2月▲1.5%→3月▲0.7%)。加えて、4月の雇用統計では、非居住建設業の雇用者数が増加した。構築物投資の減少ペースは今後和らぎ、それに伴い設備投資全体の伸びは高まっていくと予想される。

民間非居住用建設支出(年率換算、10億ドル)

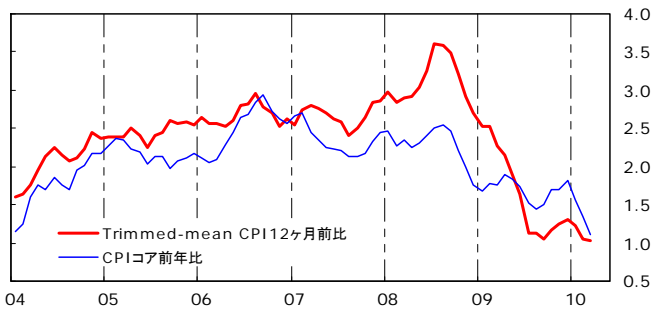


(出所)U.S. Department of Commerce

### (5) インフレ圧力にはなお時間的余裕

ディスインフレ傾向が続いている。コアCPI(食料及びエネルギーを除く)の前年比は3月に1.1%(2月1.3%)、クリーブランド連銀が試算している刈り込み平均CPI(Trimmed-mean CPI)に至っては1.0%まで鈍化した。Fedが重視するPCEデフレーター(個人消費支出デフレーター)もコアが前年比1.3%、刈り込み平均も1.0%に低下している。現在のディスインフレは、2009年半ばまでの需給ギャップ悪化が1年程度

インフレ指標の推移(%)



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

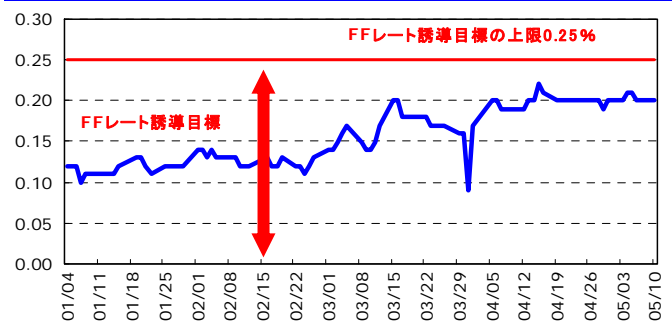
のラグをもって影響しているものである。景気後退局面の開始時点ではほぼゼロだった需給ギャップは、2009年4~6月期には▲7.0%まで悪化した(CBOの潜在GDPに基づき試算)。その後の景気回復に伴い、需給ギャップも改善傾向にあるため、2010年後半にはインフレ率の低下ペースも和らぐと見込まれる。但し、需給ギャップは2010年1~3月期時点でも▲5.7%と大幅なマイナスであり、インフレ圧力が高まるまでには相当の時間的余裕があると言える。

## 3. 金融政策

### (1) 政策金利目標の一本化はあるか

4月27~28日のFOMCでFedは、予想通り、政策金利の誘導目標を0~0.25%で据え置いた。2月19日の公定歩合引き上げに伴い、FF市場での取引金利は2月の0.1%台前半から現在は0.2%近傍に上昇している。許可こそされなかったが、3月にはダラス連銀が公定歩合の1%への引き上げを申請しており、公定歩合の再引き上げは視野に入っているとみられる(ギリシャ問題に伴う市場の混乱を踏まえ、引き上げを遅ら

FF実効金利の推移(%)



(資料)Bloomberg

せる可能性がある)。公定歩合の再引き上げが行われれば、FF 市場での取引金利は 0.25%に接近し、現行の誘導目標（0～0.25%）と齟齬が生じるため、Fed が誘導目標を 0.25%に一本化する可能性がある。但し、誘導目標の一本化が、利上げサイクルの開始には当たらないことを Fed は強調すると考えられる。

## (2) ギリシャ問題が出口戦略に水を差す

ギリシャ問題が、Fed の出口戦略に水を差した。再開した各国中央銀行とのドル供給スワップが、Fed のバランスシートを拡大させるためである。不胎化（資金吸収による金融緩和効果の相殺）すればバランスシートの拡大は防げるが、現段階で Fed は不胎化の是非を判断していない模様である。

その一方で、出口に向けた準備は進んでいる。4月30日に Fed は流動性吸収手段の一つであるターム物預金ファシリティ（TDF:Term deposit facility）の正式導入を発表、6月にも小規模の試験運用を開始する。TDF は Fed が、リバースレポ(RRPs)と並ぶ流動性吸収手段として重視しており、これでまた一つ、出口戦略のためのツールが揃う。上述のドル供給スワップを不胎化となった場合にも、RRPs や TDF は不胎化の手段の有力な候補になるだろう。一方、MBS の早期売却による不胎化は、住宅市場などに及ぼす悪影響があまりにも大きいと考えられる。

## (3) 年内利上げはワン・チャンス

4月の FOMC でも、時間軸効果を有する「長期間に渡って低金利を維持（exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period）」との文言が維持された（前回までと同様、カンザスシティ連銀のホーニグ総裁が同文言に反対したが、反対票の増加はなかった）。米国経済の回復が Fed の予想通りに進む限り、” for an extended period” は 6ヶ月程度の時間軸と判断できる。そうした時間軸と、次回 FOMC は 6月 23～34 日に行われることを踏まえれば、2010 年内の利上げの可能性は 12 月の FOMC に絞られたと言えるだろう。

当社は従来から、Fed のデュアルマンデートである物価と雇用を照らし、利上げは早くとも 11月2日の中間選挙終了後の 12月14日の FOMC、場合によっては年明け以降との見通しを示してきた。インフレ・リスクは極めて小さく、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、45.9%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。従って、Fed の時間軸文言がなくとも、雇用と物価の先行きを考えれば、中間選挙前の利上げは経済的にも政治的にも妥当ではない。

なお、ギリシャ問題については、市場の混乱が長期化するなど金融危機の再来とならない限り、米国の利上げ時期を後ズレさせる可能性は低いと考えている。

## 【米国主要経済指標】

	Q2-09	Q3-09	Q4-09	Q1-10				
	注記がない限り前期比年率(%)				注記がない限り前月比(%)			
実質GDP	▲0.7	2.2	5.6	3.2				
個人消費	▲0.9	2.8	1.6	3.6				
住宅投資	▲23.2	18.9	3.7	▲10.9				
設備投資	▲9.6	▲5.9	5.3	4.0				
政府支出	6.7	2.7	▲1.3	▲1.8				
輸出	▲4.1	17.8	22.8	5.8				
輸入	▲14.7	21.3	15.8	8.9				
経常収支(10億ドル)	▲97.7	▲102.3	▲115.6					
名目GDP比(%)	▲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	▲0.2	7.3	7.5	7.3	0.3	0.4	1.9	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	▲1.1	1.7	5.7	7.5	0.7	1.2	0.5	
鉱工業生産	▲10.4	6.4	6.9	7.8	1.0	0.3	0.1	
住宅着工件数(年率換算、千件)	540	587	559	617	609	616	626	
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	8.0	▲4.4	2.8	4.5	
貿易収支(10億ドル)	▲81	▲96	▲109	▲117	▲37	▲39	▲40	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲112	▲118	▲123	▲127	▲41	▲42	▲44	
実質財輸出	▲8.7	25.1	34.0	12.1	▲1.4	0.8	3.4	
実質財輸入	▲22.0	24.6	28.9	12.5	▲3.1	1.6	3.5	
ISM製造業指数					58.4	56.5	59.6	60.4
ISM非製造業指数					50.5	53.0	55.4	55.4
失業率(%)	9.5	9.8	10.0	9.7	9.7	9.7	9.7	9.9
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲477	▲261	▲90	94	14	39	230	290
※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	2.4	2.6	2.4	2.1	2.3
消費者物価(前年比、%)	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	2.6	2.1	2.3	
コア消費者物価(前年比、%)	1.8	1.5	1.7	1.3	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	0.96
10年債利回り(末値、%)	3.54	3.31	3.84	3.83	3.58	3.62	3.83	3.66
ダウ工業株30種平均(末値)	8372	9460	10162	10416	10067	10325	10857	11009

(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。見直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。