

米国経済情報 2010年6月号

Summary

【内容】

- 1.トピックス
利上げは来年半ばに
- 2.経済動向
 - (1) 5月の雇用統計は期待外れだったが
 - (2) 4~6月期の個人消費は鈍化
 - (3) 高まる住宅価格押し下げ圧力
 - (4) 持ち直しが鮮明な企業部門
 - (5) ドル高が輸出を抑える
 - (6) ディスインフレの中にもほのかな光明

【経済動向】

米国経済は、家計部門で強弱入り混じる指標が示されているが、雇用や個人消費の弱めのデータは前期の反動によるところが大きく、持ち直しの基調は維持されている。一方、企業部門は景況感、実体指標ともに持ち直しの動きが鮮明となっており、特に設備投資関連はやや上振れしている。逆に、ドル高を受けて、輸出は下振れ気味で推移している。個人消費の減速は予想通りであり、また設備投資の上振れと輸出の下振れは概ね相殺されると考えており、当社は引き続き2010年の成長率を3.0%（2011年2.5%）と予想する。ディスインフレは変わらないが、先行指標は反転しつつあり、年明けにインフレ率は上昇する見込みである。

【金融政策】

6月のFOMCにてFedは、景気認識とインフレ認識を共に下方修正し、利上げが当面念頭にないことを強調した。デュアルマンドートである雇用（失業率）とインフレの改善が確認されるのは来年初めになると見込まれ、その事実を確認した上で、Fedは「長期間に渡って低金利を維持」との時間軸文言を修正すると見込まれる。利上げ開始を市場に十分織り込ませた上で、実際の利上げを開始するのは2011年半ばになるだろう。

米国経済見通し（2010年5月28日時点）

前年比, %, %Pt	2008 実績	2009 実績	2010 予想	2011 予想
実質GDP	0.4	▲2.4	3.0	2.5
個人消費	▲0.2	▲0.6	2.0	1.8
住宅投資	▲22.9	▲20.5	1.8	14.6
設備投資	1.6	▲17.8	3.2	7.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(▲0.6)	(1.2)	(0.1)
政府支出	3.1	1.8	▲0.4	▲1.7
純輸出(寄与度)	(1.2)	(1.0)	(0.1)	(0.3)
輸出	5.4	▲9.6	10.7	6.3
輸入	▲3.2	▲13.9	8.3	3.3
名目GDP	2.6	▲1.3	3.7	3.8
失業率	5.8	9.3	9.8	9.4
雇用者数(月変化、千人)	▲302	▲395	156	246
経常収支(10億ドル)	▲706	▲420	▲481	▲432
貯蓄率(%)	2.7	4.3	3.1	3.8
コア消費者物価	2.8	1.7	0.9	1.3

(出所)米国商務省等資料より当社作成。

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 利上げは来年半ばに

Fedが景気認識とインフレ認識を共に下方修正

6月22~23日のFOMCにて、Fedは「長期間に渡って低金利を継続（exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period）」との時間軸文言を維持した。”for an extended period”は6ヶ月程度の時間軸と判断できるため、今回のFOMCでの文言維持により年内利上げの可能性は自動的に消滅したと言える。

同時に、Fedは景気判断の慎重化とデysinフレ見通しの明確化も示した。景気動向について、4月の”economic activity has continued to strengthen”との表現から、”economic recovery is proceeding”へと”recovery”を加えつつ”strengthen”を除くことでニュアンスを若干弱めた。特に、雇用については5月の弱めの雇用統計を素直に反映し、改善は緩やか（gradually）と明記している。こうした景気判断慎重化の理由として挙げられているのが、金融環境である。海外要因を反映し（largely reflecting developments abroad）、金融環境の経済成長に対する支援度合いが薄れた（have become less supportive）と明記されている。特にFedの念頭にある金融環境の変化はユーロ安・ドル高（に伴う輸出鈍化）と金融不安に伴う株安（による個人消費への逆資産効果）であろう。また、インフレ動向については、”underlying inflation has trended lower”と、インフレの基調が下向き、つまりはデysinフレ傾向にあることを新たに付記した。

雇用・インフレともに来年初めには改善

Fedの「デュアルマニデート」である雇用と物価に関する今回の2つの判断修正は、Fedが当面利上げする意志がないことを、従来以上に強調するものである。上述の時間軸文言を強化する修正と言っても良く、2つに関する判断が改善しない限り、時間軸文言は維持され、利上げは遠のく。では、判断が改善し、利上げが示唆されるのはいつか。雇用については、5月の雇用統計こそ期待外れだったが、（国勢調査要因を除いたベースで見れば）6月以降の雇用者数は総じて改善基調をたどる可能性が高い。但し、労働力人口増加要因¹を考慮すると、現在9.7%の失業率が9%に向け明確な低下トレンドに転じるのは来年初めにかけてと見込まれる。一方、デysinフレ傾向には既に反転の兆しが見られるが、前年比で見たインフレ率が明確に上向くのは、やはり来年初めとなるだろう（詳細は2.経済動向を参照）。従って、2011年1~3月期には、統計により雇用と物価の改善が確認され、時間軸文言の変更が可能となる。フォワードルッキングな金融政策の観点では、もう少し早いタイミングでの変更が望ましいが、それは中間選挙などの政治動向次第であろう。

利上げサイクルの開始は来年半ば

当社は従来「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が、以上の分析を踏まえ、今回、利上げ時期予想を修正する。新たな予想は、「Fedは来年1~3月期に時間軸文言の修正を行い、年半ば（最も可能性が高いのは6月22日のFOMC）にて利上げサイクルを開始する」である。

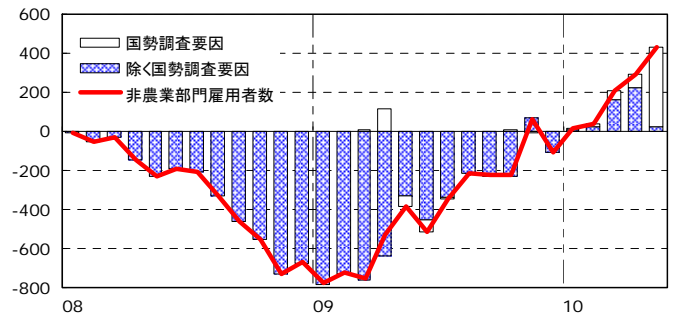
¹ 米国では、15歳以上人口が毎月20万人程度拡大しており、毎月13万人程度の労働力人口の増加が潜在的に生じる。そうした労働力人口増加を吸収して失業率の上昇を防ぐだけで、毎月10万人超の雇用者数増加が必要となる。

2. 経済動向

(1) 5月の雇用統計は期待外れだったが…

5月の非農業部門雇用者数は、前月差43.1万人(3月20.8万人→4月29.0万人)と大幅に増加した。増加幅としては2000年3月の47.2万人以来、今回の景気循環においては当然ながら最大である。しかし、国勢調査による臨時雇用増が前月差41.1万人(4月6.7万人)に達した一方で、雇用のトレンドを規定する民間の雇用増は4.1万人と4月の21.8万人から急減速してしまった。

非農業部門雇用者数の前月差推移(千人)



(出所) U.S. Department of Labor

4月に9.9%へ上昇した失業率は、5月は9.7%に再び低下した。しかし、労働市場からの退出を意味する労働参加率の低下(4月65.2%→5月65.0%)の影響が大きく(労働力人口32万人減と失業者29万人減がほぼ見合う)、5月の失業率低下を前向きには評価できない。民間雇用者の増加ペース鈍化や労働力率の低下に加え、失業期間が27週以上の長期失業者が676万人(4月672万人)に増加し、失業者に占める長期失業者の比率が46.0%(45.9%)に上昇したことも踏まえれば、5月の雇用情勢は改善ペースが鈍化したと言わざるを得ない。

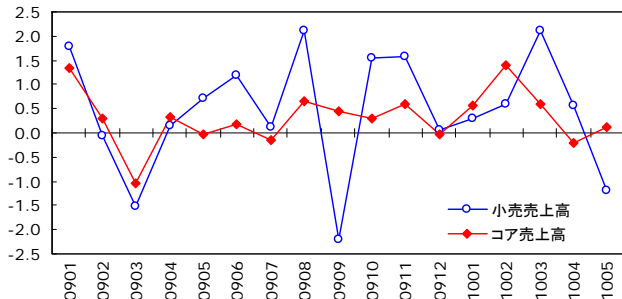
但し、先行きについて悲観的になり過ぎるのも危険である。民間雇用の増加ペース鈍化は3・4月急増の反動によるところも大きく(3月は16.2万人増加から20.8万人増加に上方修正された)、4・5月平均の増加ペースは月当たり13万人増と1~3月期の8万人増を大きく上回っている。また、労働時間は3ヶ月連続で拡大、平均時給(製造及び非管理労働者ベース)も上昇している。雇用情勢の改善ペースが5月に鈍化したのは事実であり、今後数ヶ月の動きを慎重に見極める必要があるものの、持ち直しの動きが途絶えたわけではないだろう。労働時間や賃金の持ち直しの動きに加え、ISM・雇用指数の上昇傾向(製造業3月55.1→4月58.5→5月59.8、非製造業49.8→49.5→50.4)も踏まえれば、民間雇用の改善ペースは6月に再び加速する可能性は高い。

(2) 4~6月期の個人消費は鈍化

小売売上高は3月に前月比2.1%と急増、4月も0.6%と好調を維持した後、前月比▲1.2%と大幅に減少した。これは、自動車買換支援策(Cash for Clunkers)の影響で昨年8月に2.1%急増した反動で▲2.2%と落ち込んだ9月以来の低下幅である。一見すると、5月の低迷が際立つが、5月に個人消費が変調と解釈しては、消費動向を見誤る。住宅リフォーム等に用いられ個人消費としてはカウントされない「建設資材」の売上が3月に前月比8.1%、4月も8.4%と2ヶ月連続で急増した後、5月は▲9.3%落ち込み、小売売上高の推移を大きく歪めている。小売売上高から建設資材と自動車、ガソリンを除いたコア概念では、3月前月比0.6%→4月▲0.2%→5月0.1%であり、5月ではなく4月に小売売上高が落ち込み、5月は僅かではあるが持ち直したことが分かる。四半期ベースでは、1~3月期に前期比年率7.9%と急増した後、4~5月平均は年率2.8%へ減速している。この減速には、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月へずれ込んだことが影響している。言い換えれば、4~6月期の個人消費減速は、季節変動の歪みによるものに過ぎず、概ね予想の範囲内の動きである。イースター商戦の歪みを均すために、2010年1~5月平均の

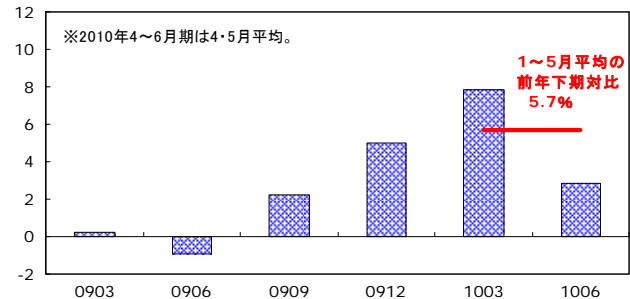
コア売上高と2009年7～12月平均を比較すると、年率5.7%と、10～12月期の年率5.0%を上回る伸びを確保しており、個人消費は概ね順調なペースで拡大していると判断できる。歪みによる4～6月期の個人消費鈍化と、トレンドとしての個人消費減速を同一視することは危険だろう。

小売売上高の前月比推移(%)



(出所) U.S. Department of Commerce

コア小売売上高の前期比年率推移(%)



(出所) U.S. Department of Commerce

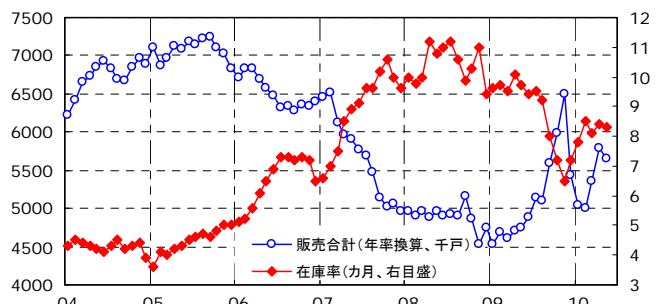
(3) 高まる住宅価格押し下げ圧力

5月の中古住宅販売は前月比▲2.2%と3ヶ月ぶりに減少した。但し、中古住宅販売は4月に税額控除を狙った駆け込み購入で年率579万戸まで膨らんでおり、減少したとは言え、5月も566万戸と高水準が続いた。税額控除措置の適用条件は、4月末迄の売買契約締結と6月末迄の売買手続きの完了(住宅引渡し)である。統計上、中古住宅販売は売買手続きの完了(transaction closings)をもって統計に計上されるため、5月も高水準の販売戸数が続いた²。従って、6月も高水準の販売が続く可能性がある。なお、6月16日に、米上院は売買手続きの完了期限を従来の6月末から9月末に延長する法案を承認した。金融機関による住宅ローン承認の遅れを踏まえたものだが、期限延長の対象は4月末迄に売買契約が締結された案件に限られるため、住宅販売戸数を押し上げる効果はほとんどないだろう。中古住宅販売戸数は、7月以降の大幅減少が避けられないと考えられる。

7月以降の販売減少以上に懸念されるのは、高水準の在庫である。4月に前月比11.1%と大幅に増加した中古住宅の在庫は、5月に▲3.4%と小幅減少したものの、依然高止まりしたままである。在庫率も8.3ヶ月と4月の8.4ヶ月からほとんど低下していない。上述のように6月も高水準の販売が期待されるが、どこまで在庫が捌けるかは不透明である。7月の販売戸数が2月の水準まで落ち込むと仮定すると、在庫率が直近ボトムの6.5ヶ月まで低下するためには、在庫が5月水準から3割も減少する必要がある。夏場以降に、在庫率が高止まりするリスクは否定できない。

中古住宅在庫の大幅増加は、差し押さえ物件など住宅市場に流れ込む在庫予備軍(隠れ在庫)が多数存在することを示している。当社は、住宅需要が4～6月期の急増の反動で2010年7～9月期に落ち込んだ後、雇用所得環境の改善を受け、2011年にかけて徐々に持ち直すとしている。住宅需要の持ち直しに伴い、住宅投資も緩やか

中古住宅販売と在庫率の推移



(出所) National Association of REALTORS

² 中古住宅販売と異なり、新築住宅販売は売買契約の段階で統計上カウントされる。そのため、税額控除の4月末での終了に伴い、5月の新築住宅販売は前月比▲32.7%と急減した。なお、米国の住宅市場の9割は中古住宅である。

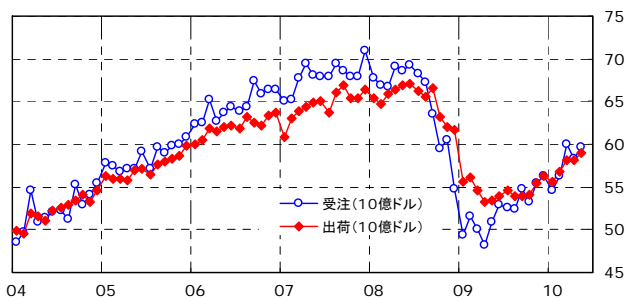
ではあるが回復基調を辿る見込みである。しかし、多数の在庫予備軍の存在は、住宅需要が回復する下でも、住宅市場の需給バランスは容易に好転せず、従って住宅価格も上昇しにくい状況が続く可能性を示唆している。

(4) 持ち直しが鮮明な企業部門

色々解釈に頭を悩ませる雇用や消費、住宅といった家計まわりの指標に対し、企業部門は総じて順調な持ち直しが続いている。

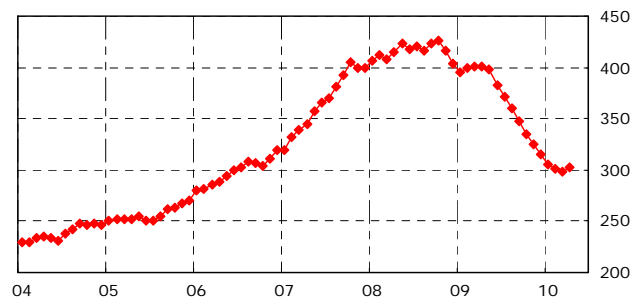
総合的な業況を示す ISM 指数は 5 月も、製造業が 59.7 (4 月 60.4)、非製造業も 55.4 (4 月 55.4) と共に判断の分かれ目となる 50 を大きく上回った。また、鋳工業生産も 4 月前月比 0.7%、5 月 1.2% と順調に拡大、4~6 月期は 3 四半期連続で前期比年率 7% 程度の伸びを確保する見込みである (10~12 月期 6.9%、1~3 月期 7.6%)。生産拡大に伴い、稼働率も昨年 7 月のボトム 68.3% から、5 月は 74.7% まで上昇した。稼働率上昇を受け、機械投資の先行指標である耐久財受注 (非国防資本財除く航空機) も持ち直し基調を維持しており、GDP ベースの「機器及びソフトウェア投資」は 4~6 月期に 4 四半期連続で拡大する見込みである。また、これまで設備投資の足を引っ張ってきた構築物投資にも好転に向けた動きが見られる。民間非居住用の建設支出は 4 月に前月比 1.7% (3 月 ▲0.9%) と明確に増加した。単月データで下げ止まったとの判断はやや早計だが、商業用不動産価格が下落から一進一退の推移に転じていることも踏まえれば、構築物投資が下げ止まりつつあるとは見て良いだろう。4~6 月期の構築物投資は 8 四半期ぶりの増加に転じる可能性もある。

非国防資本財(除く航空機)



(出所) U.S. Department of Commerce

民間非居住用建設支出(年率換算、10億ドル)

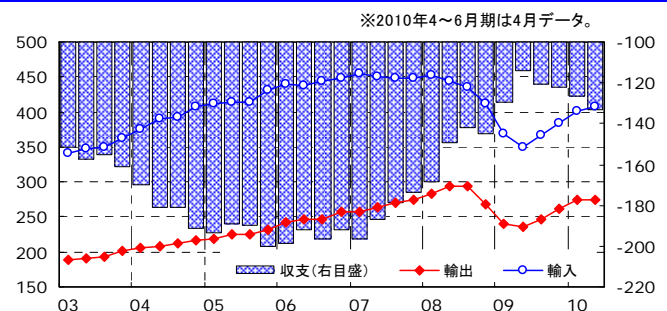


(出所) U.S. Department of Commerce

(5) ドル高が輸出を抑える

4 月の輸出は前月比 ▲0.7% (3 月 3.8%) と 2 ヶ月ぶりに減少した。4 月データのみではあるが、センサス局試算の実質財輸出は 4 月が 2010 年 1~3 月期の水準を年率換算で 0.6% 上回るに留まる。4~6 月期の実質財輸出が 1~3 月期までの 3 四半期連続の年率二桁増加から大幅に減速するのは必至だろう。輸出減速の一因は、ドル高である。ユーロ安に伴い、ドルは実効ベースで大幅に増価した。6 月は幾分減価しているものの、ドル高が輸出に悪影響を及ぼしつつあると考えられ、オバマ政権や Fed は先行きに対する警戒感を高めている。一方、内需の回復を反映して、輸入は輸出を上回るペースで増加しており、貿易赤

実質財収支(10億ドル)



(出所) U.S. Department of Commerce

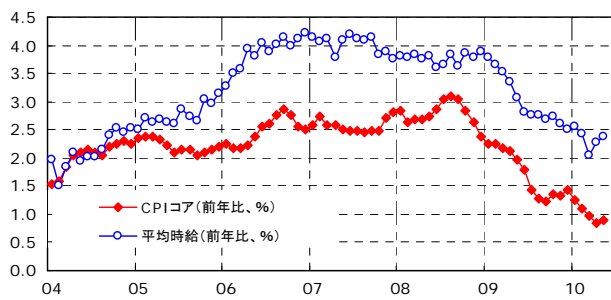
字は拡大、純輸出（輸出－輸入）は4～6月期に成長率の押し下げ要因になる見込みである。

(6) ディスインフレの中にもほのかな光明

CPIは4月前月比▲0.1%、5月▲0.2%と2ヶ月連続で低下、前年比でも4月の2.2%から5月は2.0%に鈍化し、ディスインフレ傾向の継続を示唆した。但し、足元のCPI下落はエネルギー価格によるところが大きい。エネルギー価格は4月前月比▲1.4%、5月▲2.9%と大幅に下落し、CPIを大きく押し下げた。食料及びエネルギーを除いたCPIコアは4月0.05%、5月0.12%と僅かながらも上昇、前年比も3月0.92%、4月0.94%と低水準ながらも横ばいを維持している。ディスインフレは継続しているものの、更に事態が悪化しているわけではない。加えて、先行指標には、ディスインフレ反転の兆しも見え始めている。

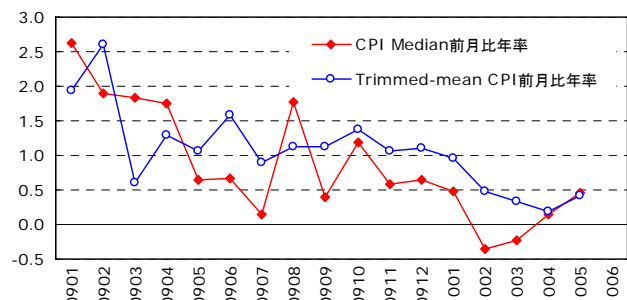
まず、サービス価格を左右する賃金（平均時給、製造及び非管理労働者ベース）が4月前月比0.3%、5月0.2%と2ヶ月連続で上昇、前年比（季調値ベース）でも3月の2.1%をボトムに、5月は2.4%まで上昇した。インフレ基調を把握するうえで参考となる、CPI中央値（Median）や刈り込み平均CPI（Trimmed-mean）と言った指標も、前月比ベースでは反転しつつある。限界的な前月比の動きが前年比に反映されるまでには時間を要するため、前年比で見たディスインフレ傾向は今年一杯続くものの、年明けには前年比で見たインフレ率も上昇に転じると考えられる。

CPIコアと賃金の推移



(出所) U.S. Department of Labor

CPI関連指標の推移(%)



(出所) FRB Cleveland

【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(%)							
実質GDP	▲0.7	2.2	5.6	3.0				
個人消費	▲0.9	2.8	1.6	3.5				
住宅投資	▲23.2	18.9	3.7	▲10.7				
設備投資	▲9.6	▲5.9	5.3	3.1				
政府支出	6.7	2.7	▲1.3	▲1.9				
輸出	▲4.1	17.8	22.8	7.2				
輸入	▲14.7	21.3	15.8	10.4				
経常収支(10億ドル)	▲84.4	▲97.5	▲100.9	▲109.0				
名目GDP比(%)	▲2.4	▲2.7	▲2.8	▲3.0				
	Jun-09	Sep-09	Dec-09	Mar-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-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	▲0.1	7.4	7.5	8.2	2.1	0.6	▲1.2	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	▲0.9	2.2	5.0	7.9	0.6	▲0.2	0.1	
鉱工業生産	▲10.4	6.4	6.9	7.6	0.3	0.7	1.2	
住宅着工件数(年率換算、千件)	537	586	565	617	634	659	593	
ホームビルダー市場指数					15	19	22	17
非国防資本財受注(除く航空機)	2.7	22.5	13.2	15.1	6.7	▲2.7	2.1	
貿易収支(10億ドル)	▲80	▲99	▲105	▲115	▲40	▲40		
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲114	▲121	▲122	▲127	▲44	▲44		
実質財輸出	▲6.5	21.0	27.9	18.2	3.8	▲2.5		
実質財輸入	▲19.4	22.3	19.9	17.5	3.3	▲1.5		
ISM製造業指数					59.6	60.4	59.7	
ISM非製造業指数					55.4	55.4	55.4	
失業率(%)	9.5	9.8	10.0	9.7	9.7	9.9	9.7	
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲477	▲261	▲90	87	208	290	431	
※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	2.1	2.3	2.4	
消費者物価(前年比、%)	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	2.3	2.2	2.0	
コア消費者物価(前年比、%)	1.8	1.5	1.7	1.3	1.1	0.9	0.9	
FF金利誘導目標(末値、%)	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	1.02	0.96	0.77	
10年債利回り(末値、%)	3.54	3.31	3.84	3.83	3.83	3.66	3.30	
ダウ工業株30種平均(末値)	8372	9460	10162	10416	10857	11009	10137	

(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。