

米国経済情報

2010年7月号

Summary

【内容】

1.トピックス

(1)デフレリスクを
考える(2)Fedの追加緩和
はあるか

2.経済動向

(1)4～6月期の米国
経済は2%台前半
に減速(2)個人消費減速が
成長鈍化の主因(3)税額控除措置によ
り住宅投資は増加(4)非居住建設投資が
下げ止まり

(5)ドル高で輸出減速

【デフレリスクと追加金融緩和】

米国経済はディスインフレの状況にあるが、インフレ期待の安定継続やインフレ指標の限界的な下げ止まりの動きを踏まえると、デフレに陥る可能性は高くない。但し、高い失業率が示すように米国経済は大きなスラックを抱えており、インフレ率はFedが望ましいと考える水準を当面下回る状況が続くと見込まれる。

先行きの成長減速に伴う雇用回復の遅れを踏まえ、バーナンキ Fed 議長は7月21日の議会証言後の質疑応答にて、追加的な金融緩和手段に言及した。Fedは6月に成長率見通しを下方修正したが、市場コンセンサス対比では強気の見通しを維持している。その強気の見通しを下方修正せざるを得なくなった段階で、Fedが追加緩和に踏み切る可能性は否定出来ない。追加緩和の手段としては、「付利金利の引き下げ」や「国債・MBSの買入再開」なども考えられるが、現時点で最も有力なのは「時間軸強化」であろう。

【経済動向】

4～6月期の実質GDP成長率は、個人消費の減速に伴い、1～3月期の前期比年率2.7%から2%台前半へ低下する可能性が高い。4～6月期の個人消費の減速はカレンダー要因によるところが大きい。低調な雇用や消費者マインドの指標が散見されるため、7～9月期以降の動向には注意を要する。

税額控除措置適用を狙った住宅購入の増加が寄与し、住宅投資は2四半期ぶりの拡大が見込まれる。設備投資は、機器・ソフトウェア投資の増加継続に加え、建設投資の下げ止まりが寄与し、拡大ペースが加速する見込みである。ドル高の影響もあり、4～6月期の輸出は減速が見込まれる。一方、輸入は、設備投資活発化を受けて資本財輸入が好調なため、高い伸びを維持し、純輸出（輸出 - 輸入）は成長率の押し下げ要因になると予想される。

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) デフレリスクを考える

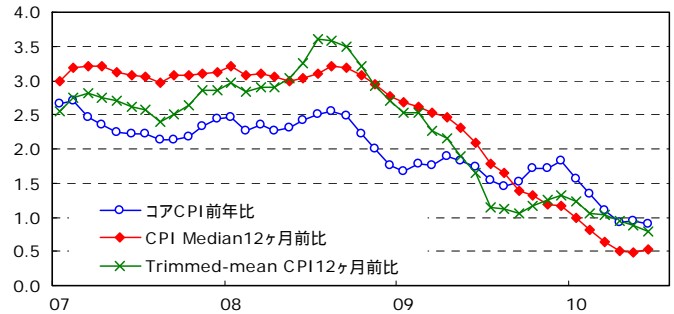
米国が日本のようなデフレに陥るのではないかと懸念が広がっている。急先鋒はノーベル経済学賞の受賞者でもあるクルーグマン教授である。現在の米国経済がデスインフレの状況にあるのは間違いない。コア CPI 前年比は6月まで3ヶ月連続で前年比0.9%と1%を下回り、Fedが重視するコア PCE デフレーター(コア個人消費支出デフレーター)も4月に前年比1.2%まで低下、5月も1.3%の低水準にある。他のインフ

レ関連指標もCPI-Medianの12ヶ月前比が6月まで3ヶ月連続で0.5%、Trimmed-Mean CPI(刈り込み平均CPI)は6月に前年比0.8%まで低下、Trimmed-Mean PCE デフレーターも4・5月は2ヶ月連続で前年比0.9%といずれも1%を下回っている。こうしたインフレ指標はいずれも、PCE デフレーターで1.7~2.0%というFedが望ましいと考えるインフレ率を大きく下回る状況にある。

FOMCメンバーからもデフレ懸念が表明されている。7月14日に公開された議事要旨によると6月22~23日のFOMCでは、2~3人の参加者が短期的なデフレリスクに言及した¹。但し、そうした見方は、FOMCにおけるマジョリティとはなっていない。ミシガン大調査では期待インフレ率(5年)が3%弱で安定し、インフレ連動債から試算される市場の期待インフレ率(BEI: Break-even Inflation Rate)も低下傾向にあるとは言え、未だ1%を大きく上回るなど、インフレ期待が安定していることが、その理由である。インフレ率は需給ギャップや外的要因(原油価格など)のみならず、人々のインフレ期待にも左右されるため、インフレ期待が安定していれば、短期的にインフレ率が負の領域に陥ったとしても、それが定着しデフレ²に陥る懸念は小さいとの考えが背景にある。

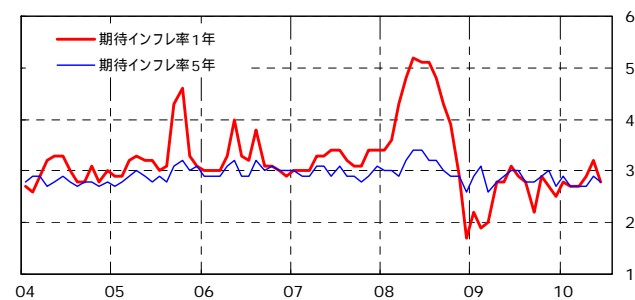
筆者も、米国経済がデフレに陥る可能性は大きくないと判断している。高水準の失業率が示すように経済には大きなスラックが残っており、それが長期的なデスインフレ傾向をもたらすことは間違いない。インフレ率は、当面の間、Fedが望ましいと考える1.7~2.0%を下回るだろう。しかし、FOMC

CPI関連指標の前年比推移(%)



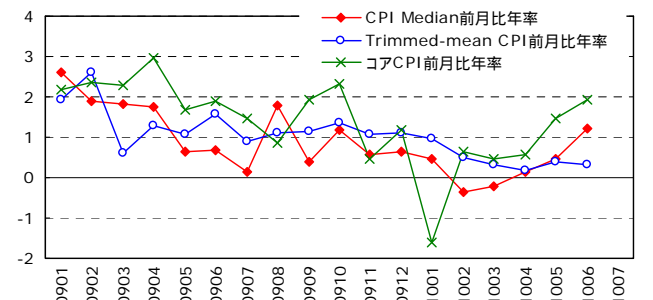
(出所)U.S. Department of Labor, FRB Cleveland

期待インフレ率



(出所)University of Michigan

CPI関連指標の限界的な動き(%)



(出所)U.S. Department of Labor, FRB Cleveland

¹ "A few participants cited some risk of deflation." (Minutes of the FOMC June 22-23, 2010)

² IMF ではデフレを「少なくとも2年間継続的に物価が下落する状態(Deflation defined as at least two consecutive years of price decreases)」と定義している。

メンバーが重視するインフレ期待の安定に加え、インフレ率の低下傾向が来年には一服することを示唆する指標も少しずつ見られ始めている。サービス価格を左右する平均時給（製造及び非管理労働者ベース）が概ね下げ止まり、コアCPIやCPI Median、Trimmed-mean CPIなどの指標も前年比では低下傾向を脱していないが、限界的な動きを示す前月比ベースでは上向きに転じつつある。前月比の動きは振れが大きいため、現時点での断定的な判断は難しいが、デysinフレの進行に歯止めがかけられつつある指標が増えつつあることも無視すべきではない。

(2) Fedの追加緩和はあるか

7月21日、バーナンキFRB議長が上院銀行委員会で証言を行った。証言内容自体は、6月22～23日のFOMCの議事要旨により明らかとされていたことがほとんどで、目新しいものはない。但し、証言後の質疑応答は、今後の金融政策を考える上で興味深い内容だった。「Fedの政策手段は尽きたのではないか(out of bullet)」との議員からの質問に答え、バーナンキ議長は「短期的には追加緩和措置を準備していない」と断った上で、「緩和効果を高めるいくつかの追加手段は存在する」と言明した³。では、Fedが追加緩和を行うとすれば、それはいつになり、またどのような手段が採用されるのだろうか。

バーナンキ議長は、デフレは米国経済にとって短期的なリスクではないとしており、追加緩和のタイミングを考える上で重要なのは、インフレと並ぶデュアルマンドートである雇用増加に直結する成長率見通しとなる。Fedは6月のFOMCにおいて成長率見通しを、2010年3.0～3.5%（4月時点3.2～3.7%）、2011年3.5～4.2%（同3.4～4.5%）に引き下げ、かつリスクは下振れとしている。市場やマスコミ報道では4月見通しからの下方修正が注目されたが、下方修正後もFedの見通しは市場平均に比べて極めて強気なものである。Fedの見通しは最終四半期の前年比で示されているため、一定の前提の下で、市場において一般的な暦年平均成長率に換算すると⁴、2010年の成長率は3.2%、2011年は3.7%となり、Bloomberg調査平均の2010年3.1%、2011年2.9%を大きく上回る。Fedが追加緩和に踏み切るのは、強気な成長率見通しを大幅に下方修正せざるを得ない状況に陥った場合となる。

FOMCメンバーの見通し

(%)	2010	2011	2012	Longer run
成長率	3.0 ~ 3.5	3.5 ~ 4.2	3.5 ~ 4.5	2.5 ~ 2.8
4月見通し	3.2 ~ 3.7	3.4 ~ 4.5	3.5 ~ 4.5	2.5 ~ 2.8
失業率	9.2 ~ 9.5	8.3 ~ 8.7	7.1 ~ 7.5	5.0 ~ 5.3
4月見通し	9.1 ~ 9.5	8.1 ~ 8.5	6.6 ~ 7.5	5.0 ~ 5.3
PCEデフレーター	1.0 ~ 1.1	1.1 ~ 1.6	1.0 ~ 1.7	1.7 ~ 2.0
4月見通し	1.2 ~ 1.5	1.1 ~ 1.9	1.2 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
コアPCEデフレーター	0.8 ~ 1.0	0.9 ~ 1.3	1.0 ~ 1.5	
4月見通し	0.9 ~ 1.2	1.0 ~ 1.5	1.2 ~ 1.6	

(出所) Fed (注) 成長率及びインフレ見通しは最終四半期の前年比。

では、追加緩和手段としては何が残されているのか。候補の第一は「利下げ」である。と言っても政策金利であるFFレートの誘導目標は既に0～0.25%とほぼゼロのため、引き下げは難しい。考えられるのは金融機関がFedに預け入れている資金への付利金利の引き下げである。現在0.25%の同金利を引き下げれば、FF市場での取引実効金利は現在の0.19%程度から若干低下する可能性がある。但し、効果は僅かだろう。預入金利の引き下げにより、金融機関が運用をFedへの預入から民間貸出等へ移すと期待する向きもあるが、日本の現状

³ “we’re not prepared to take any specific steps in the near term,...I do think that there is some potential for some of those steps to be effective.” (Bloomberg)

⁴ Fed見通しのレンジの中央値を用い、かつ2010年の残りの四半期の成長率を、2011年は全ての四半期の成長率を一定と仮定して試算。

に照らせばそれほどのインパクトは期待できない。第二は「時間軸強化」である。FOMC ステートメントにおける「長期に渡って (for an extended period) 低金利を維持」との文言を更に強化するか、もしくは講演や議会証言などにおいてバーナンキ議長をはじめとする FOMC メンバーが経済実態に応じて時間軸が長期化する可能性を示唆する方法が考えられる。第三は「国債や MBS 買入の再開」である。但し、MBS 利回りや住宅ローン金利の国債とのスプレッドは既に極めて低水準にあるため、MBS 買入再開の効果は小さいだろう。一方、国債買入の再開はイールドカーブ全体を多少なりとも押し下げる効果が見込まれる。但し、これは Fed のバランスシートを更に膨らませることになるため、将来的なインフレリスクの観点から抵抗が予想される。

効果の大きさと導入の用意さから察するに、最も有力な追加緩和のオプションは第二に挙げた「時間軸強化」であろう。従って、経済見通しが更に下振れすれば、Fed は時間軸強化によるイールドカーブの押し下げに動く可能性がある。当社は追加緩和をメインシナリオとはしていないが、そのリスクは以前より高まっている。

2. 経済動向

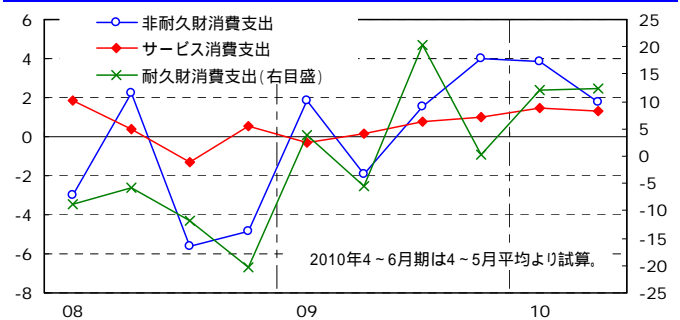
(1) 4~6 月期の米国経済は 2% 台前半に減速

7 月 30 日に 2010 年 4~6 月期の米国経済の成長率が公表される。月次指標に基づくと、米国経済の成長率は 1~3 月期の前期比年率 2.7% から、4~6 月期は 2% 台前半に低下した模様である。なお、7 月 30 日には 4~6 月期実績の発表と同時に、2007 年まで遡って GDP 統計が改訂されるため、公表される成長率が予想外の内容となる可能性があり、注意を要する。

(2) 個人消費減速が成長鈍化の主因

4~6 月期の成長率低下の主因は、個人消費の鈍化である。新車販売台数 (Light Vehicles) が前期比年率 12.7% 増加するなど (1~3 月期 4.3%)、4~6 月期も耐久財消費は好調で年率二桁の伸びを確保したと見込まれる。しかし、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 月へずれ込んだ影響で、非耐久財消費の伸びが 1~3 月期の 3.9% から半減し、個人消費を押し下げた。なお、サービス消費は 1~3 月期の 1.4% と同程度の伸びに留まった模様である。非耐久財消費の鈍化を受けて、4~6 月期の個人消費は 1~3 月期の 3.0% から 2.5% 程度へ減速したと見込まれる。4~6 月期の消費減速は、イースターの時期のズレによるところが大きく、1~3 月期に比べ、家計の消費意欲が著しく低迷したわけではない。但し、雇用やマインド関連の指標に低調なものが散見されるため、今後の消費動向には注意を要する。

個人消費の内訳推移 (前期比年率、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

(3) 税額控除措置により住宅投資は増加

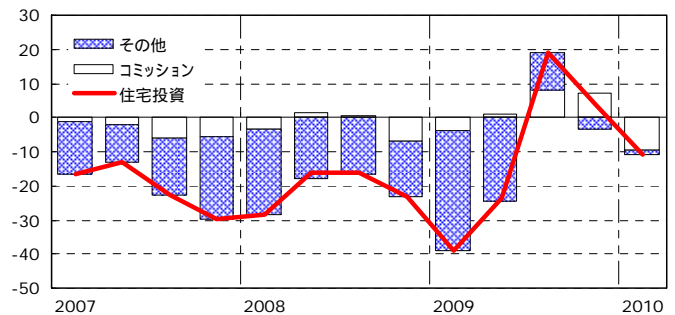
4~6 月期の住宅投資は前期比年率で二桁増加が見込まれる (1~3 月期は▲10.3%)。増加に寄与するのは、新規住宅取得者を対象とした税額控除措置である。4 月末が税額控除措置の適用を受けるための契約締結期限であったため、中古住宅販売は 1~3 月期の年率 514 万戸から 4 月 579 万戸、5 月も

566 万戸と急増した⁵。こうした中古住宅販売の増加は、仲介業者のコミッション収入増加やリフォーム支出拡大というかたちでGDPベースの住宅投資を押し上げる。加えて、先行指標である住宅着工が3月、4月と増加しており、4~6月期は新規の住宅建設も増加したと見込まれる。但し、全米ホームビルダー協会（NAHB）による住宅市場指数が7月に2009年4月以来となる14まで急低下したことが示すように、税額控除措置終了後の米住宅市場は低迷が避けられず、住宅投資も7~9月期には再び減少する可能性が高い。

(4) 非居住建設投資が下げ止まり

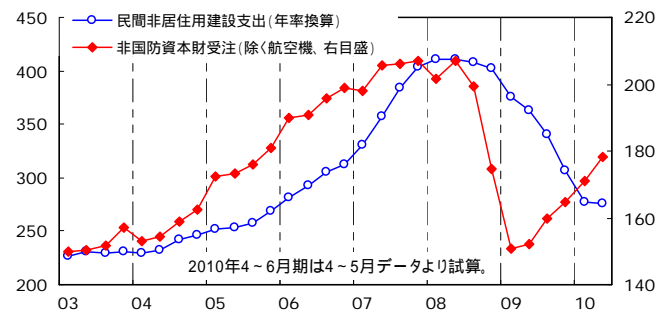
設備投資は4~6月期に年率二桁の大幅拡大が予想される（1~3月期は2.2%）。生産拡大や稼働率の上昇を受けて、機器及びソフトウェア投資が3四半期連続で二桁増加を記録することに加え、1~3月期まで設備投資を大きく押し下げてきた構築物投資が漸く下げ止まると見込まれるためである。機器投資の先行指標である非国防資本財受注は4~6月期も増加を続けており、機器及びソフトウェア投資は7~9月期以降も拡大が見込まれる。一方、構築物投資では、発電所や工場などの建設は持ち直しているものの、高水準の空室率や盛り上がりに欠ける消費動向を受けてオフィスや商業施設の建設が低調なため、当面、大幅な拡大は期待できないだろう。

住宅投資の推移(前期比年率、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

設備投資関連指標の推移(10億ドル)

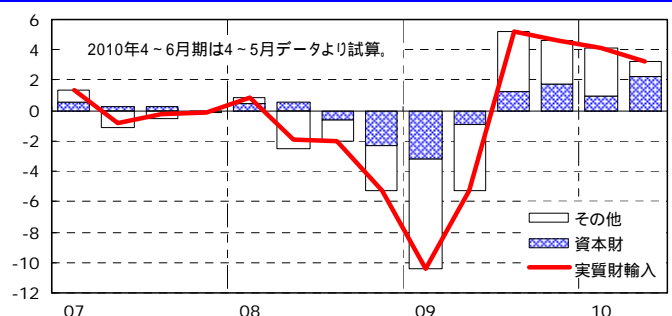


(出所) U.S. Department of Commerce

(5) ドル高で輸出減速

4~5月平均の実質財輸出は1~3月期を年率換算で6.5%上回るに留まる。増加基調こそ維持されているものの、4~6月期の輸出が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である。輸出減速の一因は、ドル高である。ユーロ安に伴い、ドルは5月以降に実効ベースで大幅に増価し、輸出に悪影響を及ぼしつつあり、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、輸入も1~3月期に比べ減速しているものの、設備投資の増加を反映して資本財輸入が堅調なため、伸び率は輸出を上回っている。そのため、4~6月期の貿易赤字は拡大し、純輸出(輸出-輸入)は成長率の押し下げ要因になる見込みである。

実質財輸入の推移(前期比、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

⁵ 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月以降も高水準の販売戸数が続いた。一方、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ため、5月に前月比▲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。

【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	2.7				
個人消費	▲0.9	2.8	1.6	3.0				
住宅投資	▲23.2	18.9	3.7	▲10.3				
設備投資	▲9.6	▲5.9	5.3	2.2				
政府支出	6.7	2.7	▲1.3	▲1.9				
輸出	▲4.1	17.8	22.8	11.3				
輸入	▲14.7	21.3	15.8	14.8				
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				
	Q3-09	Q4-09	Q1-10	Q2-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-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	7.3	7.5	8.2	4.1	0.3	▲1.1	▲0.5	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	1.9	5.0	7.9	1.5	▲0.5	▲0.1	0.2	
鉱工業生産	8.3	7.0	7.0	6.6	0.3	1.3	0.1	
住宅着工件数(年率換算、千件)	586	565	617	602	679	578	549	
ホームビルダー市場指数					19	22	16	14
非国防資本財受注(除く航空機)	22.5	13.2	15.1	18.9	▲2.8	3.9		
貿易収支(10億ドル)	▲99	▲105	▲115	▲124	▲40	▲42		
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲121	▲122	▲127	▲135	▲44	▲46		
実質財輸出	21.0	27.9	18.2	6.5	▲2.2	2.3		
実質財輸入	22.3	19.9	17.5	13.5	▲1.4	2.9		
ISM製造業指数					60.4	59.7	56.2	
ISM非製造業指数					55.4	55.4	53.8	
失業率(%)	9.8	10.0	9.7	9.5	9.9	9.7	9.5	
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲261	▲90	87	207	313	433	▲125	
四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	2.7	2.6	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3	
消費者物価(前年比、%)	▲1.6	1.4	2.4	1.8	2.2	2.0	1.1	
コア消費者物価(前年比、%)	1.5	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9	
FF金利誘導目標(未値、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
2年債利回り(未値、%)	0.95	1.14	1.02	0.61	0.96	0.77	0.61	
10年債利回り(未値、%)	3.31	3.84	3.83	2.93	3.66	3.30	2.93	
ダウ工業株30種平均(未値)	9712	10428	10857	9774	11009	10137	9774	

(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。