

米国経済情報 2010年10月号

Summary

【内容】

1. QE2 パーチャル討論会

- (1) 9月21日 FOMC 時点の認識
- (2) FOMC 投票権者の意見分布
- (3) バーナンキ議長はコンセンサスを重視
- (4) QE2 は小規模でスタートか？

2. 構造的失業率を巡る対立

- (1) ビバレッジ・カーブに変化？
- (2) タカ派とハト派で異なる認識

3. 経済動向

- (1) 中間選挙が近づく
- (2) 7～9月期は1.7%成長を予想
- (3) 地方政府の削減が雇用全体を圧迫
- (4) 個人消費は緩やかな拡大を継続
- (5) 純輸出は僅かなマイナス寄与
- (6) 在庫投資は引き続き成長率を押し上げ
- (7) 設備投資は低調
- (8) 住宅投資は急減
- (9) ディスインフレ傾向が続く

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

Fed 関係者の QE2 を巡る見解表明が相次いでいるが、QE2 推進派が幾分優勢である。ただ、バーナンキ議長は QE2 導入に向けてリーダーシップを発揮するのではなく、漸進的な QE2 の実施に向けたコンセンサス形成を志向している。導入に難色を示すタカ派にも配慮し、コミュニケーション戦略の強化を伴うかたちで QE2 は比較的小規模で開始される可能性が高い。

Fed 内部のタカ派とハト派の対立のポイントは、構造的失業率がどの程度上昇したのかという問題に収斂する。構造的失業率が極めて高い水準まで上昇しており、金融政策等による景気刺激により失業率を押し下げられる余地が少なければ、タカ派が主張するように QE2 による追加緩和はインフレ率の押し上げというマイナスの効果を生じるのみである。但し、構造的失業率の変化は 2010 年に入ってから観察されており、大幅な上昇があったと断言するには、判断材料が不足している。そのため、タカ派とハト派の主張を考慮した解決策は、QE2 の漸進的な実施であり、それは「従来の FF レート誘導目標に替えて、新たに国債買入額を景気認識に沿ってコントロールする」というかたちで実現するのではないだろうか。

中間選挙は終盤戦に入っても、共和党の優勢が変わらず、オバマ大統領は中間選挙後に政策面で妥協を迫られる可能性が高い。その妥協の一環として、ブッシュ減税は、富裕層向けも含め、2年程度延長されると予想している。

7～9月期の実質 GDP 成長率は、4～6月期と同水準の前期比年率 1.7% が予想される。内訳は、個人消費が 2.0% (4～6月期 2.2%) とほぼ前期並みの伸びを確保するほか、在庫投資の拡大 (寄与度予想 0.8%Pt) や輸入鈍化による純輸出寄与度のマイナス幅縮小 (▲3.5%Pt→▲0.1%Pt) も成長を支援する。しかし、設備投資の伸びが 4～6月期の 25%増加から 9%程度に減速し、税額控除措置の終了を受けて住宅投資が 3割近い落ち込みを示すため、成長率は前期並みに留まるだろう。

ディスインフレ傾向が継続しており、Fed が重視するコア PCE デフレーターは早晩、前年比 1%程度まで低下する見込みである。但し、足元でディスインフレのモメンタムが大きく加速している訳ではない。

1. QE2 バーチャル討論会

11月2～3日のFOMCでのQE2(Quantitative Easing 2、量的緩和第2弾)実施決定に向けて、Fed関係者の議論が白熱してきた。もちろん、FOMCメンバーによる公開討論会が行われているわけではない。しかし、地区連銀総裁が示している見解は、いつになくオリジナリティに富んでいる。

(1) 9月21日FOMC時点の認識

まず、議論のスタート地点となる前回9月21日のFOMCの議論を確認しよう。

【景気認識】景気回復の勢い依然として弱い、「ごく最近のデータは強めの予想に沿ったもの(the more-recent data coming in on the strong side of expectations)」と指摘され、下振れは止まってきた可能性が高いと判断されている。経済成長や失業率の低下は緩慢なものに留まると考える FOMC参加者が多いが、再びリセッションに戻るリスクは小さいとの認識がコンセンサスである。

【追加緩和】数人のメンバー(Several members)が、景気回復ペースの加速やインフレ上昇がない限り、つまり現状のままであれば、程なく(soon)追加緩和に踏み切るのが適当と判断している。但し、現状のままであれば追加緩和との認識は、9月21日時点のFOMCのコンセンサスではない。ホーニグ総裁以外が同意したのは、あくまでも公表文に示された「景気回復やインフレ率の上昇をサポートするために必要であれば(if needed to support the economic recovery and to return inflation, over time, to levels consistent with its mandate)」との条件である。

(2) FOMC 投票権者の意見分布

FOMC後の講演やマスコミ・インタビューに基づく、2010年にFOMCの投票権を有するメンバーのうち、既にQE2に対して明確な賛意を示しているのはボストン連銀のローゼングレン総裁¹とNY連銀のダドリー総裁²の2名である。また、他の2名の地区連銀総裁はQE2の実施について判断を留保している。クリーブランド連銀のピアナルトは景気認識の観点では追加緩和の必要性を認めつつも、QE2の効果について検証が必要とした³。一方、QE2の効果は認めつつも必要か否かの判断を留保したのがセントルイス連銀のブラード総裁である。明確な反対を表明しているのは、2010年のFOMCにおいて反対票を投じ続けてきたカンザスシティ連銀のホーニグ総裁である。

FOMCのメンバー11名(定員は12名だが1名欠員)のうち残り6名はバーナンキ議長を含む理事である。しかし、理事が将来の金融政策について自らの意見を表明することは稀であり、バーナンキ議長が強い意志をもって政策を推進すれば、基本的には従うと考えられる。なお、イエレン副議長は、先日までサンフランシスコ連銀の総裁という一国一城の主であり、場合によってはバーナンキ議長と意見を異にする場合もありうる。しかし、イエレン副議長はハト派であり、追加緩和への反対は考えにくい。となると、バーナンキ議長がリーダーシップを発揮してQE2を強く推進すれば、ホーニグ総裁に加え、判断を留保している2名が反対に回っても、残り8名の賛成によりQE2の実施は決定される状況にあると言える。

¹ ["How Should Monetary Policy Respond to a Slow Recovery?" Eric S. Rosengren, September 29, 2010](#)

² ["The Outlook, Policy Choices and Our Mandate" William C. Dudley, October 1, 2010](#)

³ ["Remarks to the Women's Economic Round Table" Sandra Pianalto, September 30, 2010](#)

(3) バーナンキ議長はコンセンサス重視

そうした観点から注目されたのが 15 日のバーナンキ議長の講演だった。しかし、バーナンキ議長は、デュアル・マンデートについて 2011 年に「失業率は緩やかにしか低下せず、基調的なインフレ率は FOMC が妥当と考える水準を下回ると指摘した上で、「FOMC の目的（デュアル・マンデート）に照らし追加緩和が必要な状況にあると思われる（Given the Committee's objectives, there would appear...to be a case for further action）」と追加緩和の必要性については極めて婉曲に述べ、強いリーダーシップを示さなかった。控えめの表現に留めたのは、ホーニグ総裁をはじめとするタカ派の QE2 への反対に配慮しつつ、かつ最新の情報を加味した 11 月 2～3 日の FOMC における議論を尊重し、コンセンサス形成を目指す意図と考えられる。長期国債の買入自体は実施済だが緊急避難的な色彩が濃く、国債買入を金融政策の軸として据えようとする QE2 とは重要度が全く異なる。そうした重要な決定に際し、バーナンキ議長は出来る限り FOMC 参加者の広い支持を得たいと考えているのだろう。

(4) QE2 は小規模でスタートか？

15 日の講演において、バーナンキ議長は具体的な追加緩和の手段として QE2 を第一に挙げたが、そうした非伝統的金融政策については前例がなく効果が不透明なため、費用・便益分析では費用が強調されるべきと指摘し、また QE2 における長期債の適切な購入額と購入ペースの決定は極めて難しい問題とも述べている。これは、QE2 のコストを重視することでタカ派の主張に配慮するのみならず、市場で高まっている数千億ドル規模の長期債購入観測を牽制し、実際に導入される QE2 が市場で期待外れと看做されるのを回避しようとする意図と考えられる。導入当初の QE2 による長期債購入は市場予測ほどの大規模とはならない可能性がある。

バーナンキ議長は追加緩和の手段として、コミュニケーション戦略も重視する姿勢を示した。つまり、FOMC 公表文の表現を変更することで時間軸を強化するコミュニケーション戦略によって、市場の政策金利見通しが変化すれば長期金利の低下に繋がるとのロジックである。そのため、QE2 の実施に際しては現在の時間軸文言である「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）」がより強化される可能性が高い。

時間軸強化との関連で注目されるのが、短期的なインフレ予想を押し上げるための方策として、9 月 21 日の FOMC 議事要旨で検討が示された「物価水準目標」や「名目 GDP 目標」である。そのままの導入はあり得ないが、コミュニケーション戦略を重視する方針の延長線上として、一時的に FOMC 参加者がデュアル・マンデートに適うと考える物価上昇ペース（1.7～2%を）を超えるインフレ率を容認する姿勢が FOMC 公表文で示される可能性はあるだろう。なお、当社では QE2 の実施を前提として、Fed が利上げに転じるタイミングを 2 年以上先の 2012 年末と予測している。

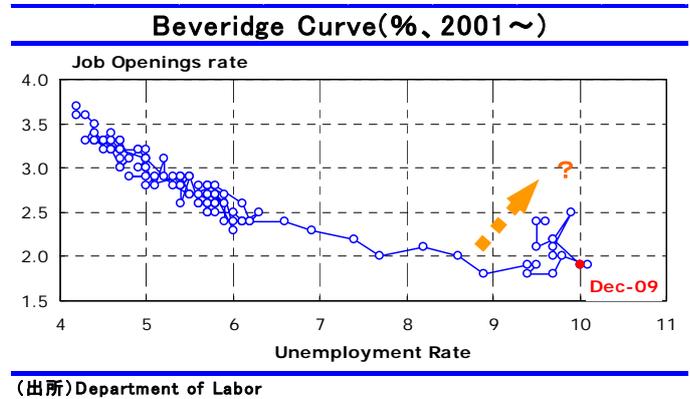
2. 構造失業率を巡る対立

(1) ビバレッジ・カーブに変化？

QE2 の実施は濃厚となりつつあるが、Fed のタカ派とハト派の対立には、現在の米国経済の構造を巡る重要な論点が隠されている。タカ派とハト派の対立のポイントは大きく 3 つ、QE2 により長期金利は大きく下がるのか、追加緩和で失業率は大きく下がるのか、追加緩和はインフレリスクを高めないか、に整理できるだろう。このうち、については金利低下の効果はあるものの、前回の国債

購入に比べ減退するというのがハト派とタカ派を通じたコンセンサスである⁴。問題は であり、金利低下が失業率低下に繋がるかについては大きく見解が分かれる。それは、構造的失業率に関する認識に由来する。

失業率は、景気循環に伴い変動する循環的な部分と、労働市場の特性に由来するミスマッチや社会保障制度などによって左右される構造的部分に分けて考えることができる。金融危機がもたらした極めて深刻な景気後退により、a)長期失業によるスキル喪失、b)住宅価値が住宅ローン額を下回る状況 (Underwater) では住宅を売却出来ないため地域間移動ができない問題、c)産業の急激な盛衰 (建設業関連) などの要因により、労働需要と供給のミスマッチが拡大し、構造的失業率が上昇したと一般的に認識されている。企業の欠員率 (労働需要、グラフのJob Openings rate⁵) と失業率 (労働供給、Unemployment rate) の関係を示す**ビバレツジ・カーブ** (日本ではUV曲線と呼ばれることが多い) が2010年以降に不安定となっており、労働需要と労働供給の関係、つまり構造的な要因に何からの変化が生じた可能性が示唆される。



(2) タカ派とハト派で異なる認識

構造的失業率について、タカ派のミネアポリス連銀コチャラコタ総裁の見解⁶に基づくと、構造的失業率は2.5%Pt程度上昇している。更に、失業保険延長による影響⁷の0.4%Ptも加味すると、失業率の構造的な部分が8%程度に達しており (従前の構造的失業率を5%として試算) 9月の失業率9.6%との比較では、金融緩和や景気対策により押し下げが可能な部分は1.5%Pt程度に留まることになる。一方、ハト派のシカゴ連銀エバンス総裁⁸は失業保険の要因 (0.5~1.0%Pt) も含めて構造的失業率は7%程度に上昇した可能性があるとしている。エバンス総裁の分析では、2.5%Pt程度の押し下げ余地が残る。なお、エバンス総裁は、2010年に入ってから短期の変化により構造変化を断定することは困難とも指摘しており、欠員率 (労働需要) の上昇は単に失業率の低下に先行しているに過ぎず、構造的失業率は7%までも上昇していない可能性も示唆している。

両者の差を大きいと考えるか否かは極めて微妙な問題だが、コチャラコタ総裁の指摘する8%台への

⁴ NY連銀の金融市場担当責任者である [ブライアン・サックらの分析](#)では1.5兆ドルの債券購入は50Bp程度のイールドカーブ押し下げ効果を有したとされている。

⁵ Job openings rate = Job openings / (Employment + Job openings)

⁶ [“Economic Outlook and the Current Tools of Monetary Policy” Narayana Kocherlakota, September 29, 2010](#)

⁷ 深刻な雇用情勢を受けたブッシュ・オバマ政権による失業保険の延長が就労意欲に低下させ、失業率上昇に繋がったとされる。なお、コチャラコタ総裁の引用した0.4%Ptは[サンフランシスコ連銀のエコノミストによる分析](#)。

⁸ [“A Perspective on the Future of U.S. Monetary Policy” Charles Evans, October 1, 2010](#)

失業率低下は6月時点のFOMC参加者見通しでは2012年半ばには達成される数値である。そのため、金融緩和の波及ラグも踏まえれば、QE2などの追加金融緩和は不要との主張に至る。寧ろ、構造的要因で高止まりする失業率を無理に押し下げようとするれば需給バランスの観点からはインフレ圧力が高まり、前述の問題に繋がる。更に、タカ派は、Fedが金融緩和をしても失業率が下がらないという事態はFedのクレディビリティを喪失させるとも指摘している。一方、ハト派のエバンス総裁の指摘する7%に失業率が到達するのは、6月見通しを延長する限りでは早くも2013年であり、追加緩和の実施が正当化される。加えて、ハト派や中間派の一部では、「雇用の最大化」というデュアル・マンドレートに照らし、景気刺激による失業率の低下余地が多少なりともあるのであれば、追加緩和に踏み切るのが当然との見解も示されている。

構造的失業率の推計には幅があり、現段階で結論が出る問題ではない。タカ派とハト派の主張を考慮した解決策は漸進的なQE2の実施であり、それは「従来のFFレート誘導目標に替えて、新たに国債買入額をターゲットとして、景気認識に沿ってコントロールする」というセントルイス連銀のブロード総裁の見解に代表される。前述の15日の講演でバーナンキ議長がQE2の規模を牽制したのも、漸進的な実施を念頭に置いたためであろう。

3. 経済動向

(1) 中間選挙が近づくと

11月2日の中間選挙の投票まであと2週間に迫った。Gallup社の最新調査(10/7~17)によると、米中間選挙では依然として共和党の優勢が続き、少なくとも下院では共和党が多数を占める可能性が高まっている。下院は定数435議席で全議席が改選されるが、現在は民主党が255議席、共和党が178議席を占める(欠員2議席)。共和党が多数党に転じるには40議席の上乗せが必要である。

Gallup社による当日の投票行動(投票するか否か)を考慮したモデルでは、投票率が低い標準的なケースで民主党支持39%に対し共和党支持56%、投票率が標準よりも高いケースでも民主党支持42%に対し共和党支持53%と、共和党が圧倒的な優勢となる。なお、投票率による結果の違いは、共和党支持者が投票に熱心で、全体の投票率が低ければ低いほど、共和党の得票率が上昇するためである。

こうした選挙結果の予想は、大統領支持率との関係でも概ね支持される。中間選挙は大統領に対する中間査定の意味を有するため、大統領の属する政党にとっては厳しい結果となる場合が多い。現在のオバマ大統領の支持率は45%であり、これを過去の大統領支持率と大統領の属する政党の中間選挙における議席増減との関係に単純に当てはめると、30~35議席程度の減少になる。なお、当社では景気の先行きを考える上で極めて重要なブッシュ減税⁹について、民主党の中間選挙での敗北を受けて、オバマ大統領が富裕層向けも含めて2年程度の時限的延長に踏み切るものと予想している。

(2) 7~9月期は1.7%成長を予想

10月29日に7~9月期の実質GDP成長率が公表される。11月2~3日のFOMC直前に公表される最大の指標でもあり、注目度は高い。現時点で、当社は7~9月期の成長率を4~6月期と同水準の前

⁹ 詳細は米国経済情報9月号を参照。

期比年率 1.7%と予想している。内訳は、個人消費が 2.0% (4~6 月期 2.2%) とほぼ前期並みの伸びを確保するほか、在庫投資の拡大 (寄与度予想 0.8%Pt) や輸入鈍化による純輸出寄与度のマイナス幅縮小 (3.5%Pt 0.1%Pt) も成長を支援する。しかし、設備投資の伸びが 4~6 月期の 25%増加から 9%程度に減速し、税額控除措置の終了を受けて住宅投資が 3 割近い落ち込みを示すため、成長率は前期並みに留まるだろう。

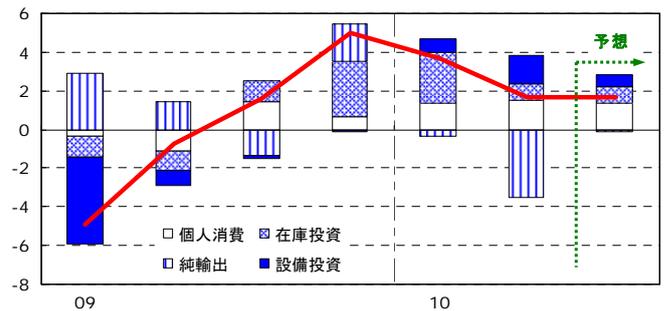
(3) 地方政府の削減が雇用全体を圧迫

9 月の非農業部門雇用者数は前月差 9.5 万人 (改訂後: 7 月 6.6 万人 8 月 5.7 万人) と、ゼロ程度を見込んだ市場コンセンサスに反して減少した。国勢調査要因は 7.7 万人と概ね予想通りだったが、国勢調査要因以外も 1.8 万人 (8 月 +5.7 万人) と 9 カ月ぶりに減少している。国勢調査要因以外の内訳を見ると、政府部門 (除く国勢調査要因) が▲8.2 万人 (7 月▲4.0 万人→8 月▲3.6 万人) と大きく落ち込んだことに加え、民間部門も +6.4 万人 (7 月 +11.7 万人→8 月 +9.3 万人) と減速した。なお、一年に一度行われるベンチマーク修正の予備推計値が公表され、2010 年 3 月時点の雇用者数は 36.6 万人 (0.3%) 下方修正される見込みとなっている。このベンチマーク修正は 2011 年 1 月分のデータ公表時に反映されるが、それにより 2007 年 12 月からのリセッション (2007 年 12 月→2009 年 12 月) による雇用者数の減少も従来の 836.3 万人から下方修正される模様である。

四半期で見ると、7~9 月期の国勢調査要因を除いた非農業部門雇用者数は月当たり +3.8 万人増加と 4~6 月期の +10.6 万人から大幅に減速したのみならず、1~3 月期の +6.3 万人をも下回った。内訳を見ると、民間部門は +9.1 万人 (1~3 月期 +7.9 万人→4~6 月期 +11.8 万人) と小幅の減速に留まったが、政府部門 (除く国勢調査要因) が▲5.3 万人 (1~3 月期▲1.6 万人→4~6 月期▲1.2 万人) と足を引っ張っている。民間部門の雇用拡大は緩やかに進んでいるものの、財政制約の下で圧縮が続く地方政府の雇用削減を十分に補えるほどの勢いはない。

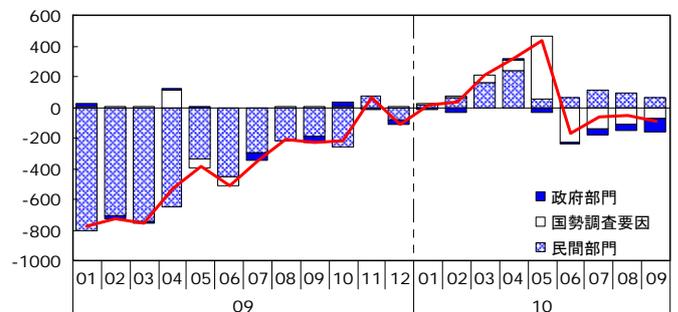
民間部門の内訳を見ると、サービス業はヘルスケア (前月差 +3.8 万人) や人材派遣 (+1.7 万人) を中心に +8.6 万人 (8 月 +8.3 万人) と 3 ヶ月連続の増加を確保した。しかし、建設業 2.1 万人 (8 月 +3.1 万人) や製造業 0.6 万人 (8 月 2.8 万人) が低調で民間部門全体の増加幅圧縮に繋がった。

実質GDP成長率の推移と予想 (前期比年率、%)



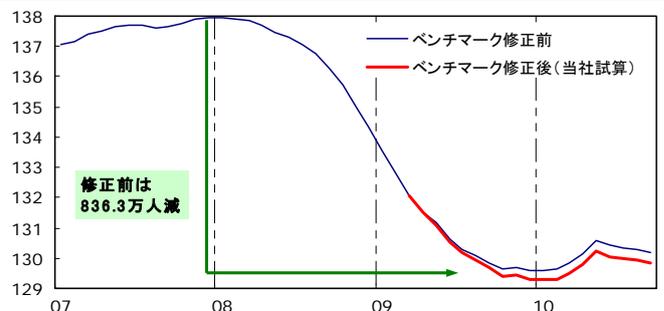
(出所) Department of Commerce

非農業部門雇用者数の推移 (前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

雇用者数の推移とベンチマーク修正 (百万人)



(出所) U.S. Department of Labor

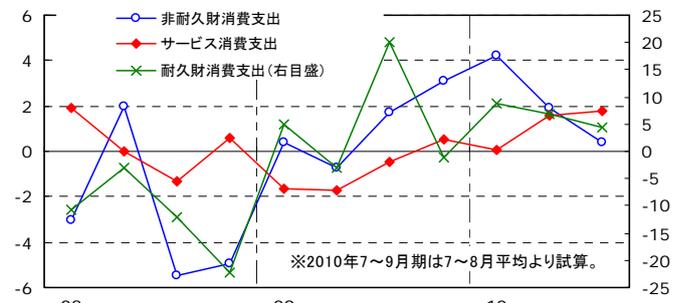
政府部門では、収入源に苦しむ地方政府が雇用削減を加速している。地方政府（州及び地方自治体）の雇用削減は7月 4.0万人 8月 3.9万人 9月 8.3万人と9月に倍増した。教育、非教育の分野を問わず、予算制約のための雇用削減が進んだ。

(4) 個人消費は緩やかな拡大を継続

7～9月期の個人消費は4～6月期の前期比年率2.2%に近い、2%程度の伸びを確保すると予想される。7～8月平均の個人消費は4～6月期を年率換算で1.6%上回ったが、小売売上高や新車販売台数によると9月も耐久財消費を中心に増勢を維持した模様である。7～9月期の小売売上高の内訳を見ると、自動車・同部品（前期比年率2.1%）や電気製品（2.8%）など耐久財が引き続き好調な一方、衣料品（-0.8%）は減少した。衣料品販売は新学期商戦（Back to School / College）で8月こそ前月比0.5%と増加したものの、消費者の節約志向が強まる中で伸び悩んでいる。

一方、2011年の消費動向を占う上でも重要な、2010年の年末商戦について国際ショッピングセンター協会（ICSC）は前年比3～3.5%と、2009年実績の1.8%を上回るのみならず、2006年の4.4%以来の高い伸びを記録するとの予測を公表している。雇用低迷が続き、過剰債務の解消も道半ばの下で、個人消費の大幅な拡大は見込めないものの、緩やかな拡大基調は維持される可能性が高いだろう。

個人消費の内訳推移(前期比年率、%)



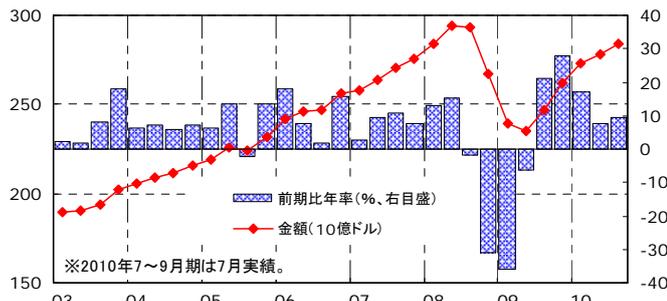
(出所) U.S. Department of Commerce

(5) 純輸出は僅かなマイナス寄与

4～6月期は輸入が前期比年率32.4%と急増し、実質GDP成長率を4.6%Ptも押し下げ、輸出を加味した純輸出でも3.5%Ptの大幅押し下げだった。しかし、7～9月期には純輸出の押し下げ寄与はゼロ近くまで縮小しそうである。貿易統計によると、7～8月平均の実質財輸入は4～6月期を年率換算で10.1%上回るに留まり、4～6月期の前期比年率23.1%から減速している。一方、実質財輸出の7～8月平均は4～6月期を9.4%上回り、4～6月期の前期比年率7.5%から寧ろ加速した。そのため、輸出から輸入を控除した純輸出は実質GDP成長率を0.1%Pt程度押し下げるに留まる見込みである。

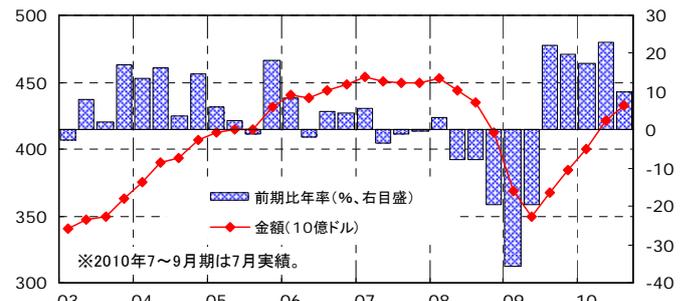
輸入動向を財別（名目ベース）に見ると自動車関連（4～6月期前期比年率14.2% 7～8月平均の4～6月期対比年率換算4.6%）や資本財（10.3% 2.2%）などが前期に比べ減速した。一方、輸出动

実質財輸出(センサス)



(出所) U.S. Department of Commerce

実質財輸入(センサス)



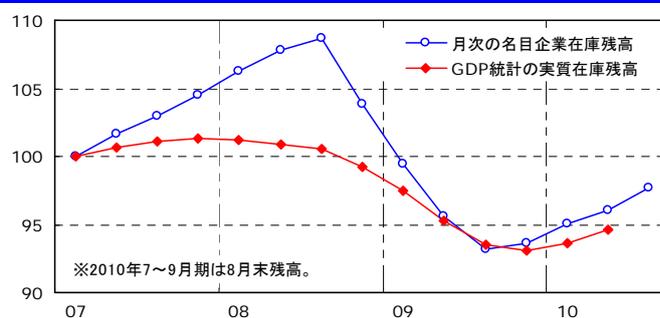
(出所) U.S. Department of Commerce

向を地域別に見ると（当社試算の季調値）4～6月期に大きく落ち込んでいた中国向け（31.2% 44.8%）や日本向け（3.4% 13.5%）が再び増加に転じた他、欧州向け（2.5% 19.4%）が伸びを高めているのが目立つ。

(6) 在庫投資は引き続き成長率を押し上げ

4～6月期に在庫投資は2四半期連続のプラス（1～3月期441億ドル 4～6月期688億ドル）となり、実質GDP成長率を押し上げた（1～3月期前期比年率寄与度2.6%Pt 4～6月期0.8%Pt）。在庫投資のプラス転化に伴い、GDPベースの在庫残高も1～3月期前期比年率2.6%、4～6月期4.1%と増加している。在庫残高の一致指標である企業在庫（名目、月次）は4～6月期に4.1%増加した後、8月残高は6月残高を年率換算で7.2%も上回っており、7～9月期の在庫投資には、少なくとも4～6月期と同程度の成長率押し上げ寄与が期待できる。なお、在庫率は低位に維持されており、足元の在庫増加が在庫積み上がり招く懸念は小さい。

在庫残高の推移(2007年1～3月期=100)

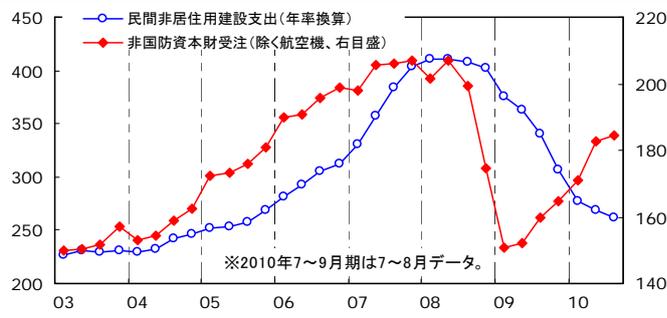


(出所) U.S. Department of Commerce

(7) 設備投資は低調

他の需要項目と逆に、7～9月期に低調推移が見込まれるのが固定資本形成である。設備投資は、機器・ソフトウェア投資の一致指標である非国防資本財出荷（除く航空機）の7～8月平均が4～6月期対比で年率換算8.5%と、4～6月期の前期比年率17.4%から伸びが半減した。先行指標である受注も7～8月平均の4～6月期対比で4.0%まで鈍化しており、9月の出荷急反発も期待し難い。GDPベースの機器・ソフトウェア投資は4～6月期まで3四半期連続の二桁増加を記録し、成長率を大きく押し上げてきたが、7～9月期は一桁台の増加に留まりそうである。なお、構築物投資は、一致指標である民間非居住建設支出が下げ止まりつつあるため、4～6月期に続きほぼ横ばいが予想される。

設備投資関連指標の推移(10億ドル)



(出所) U.S. Department of Commerce

(8) 住宅投資は急減

住宅投資は4～6月期に前期比年率25.6%と急増したが、7～9月期は大幅減少が見込まれる。4～6月期の住宅投資増加に寄与した二つの要因が、いずれも7～9月期に剥落するためである。第一の要因は、新規住宅取得者等を対象とした税額控除措置¹⁰の適用を狙った住宅購入の増加である。住宅購入の拡大は仲介業者のコミッション収入増加やリフォーム支出の拡大というかたちで、GDPベースの住宅投資を押し上げた。4～6月期にコミッション収入は前期比年率79.3%も増加、住宅投資全体を12.3%も押し上げている。しかし、7～9月期は税額控除終了に伴う販売急減でコミッション収入も大幅減少が避けられない。第二の要因は、先行指標である住宅着工の1～3月期の持ち直しを反映して、

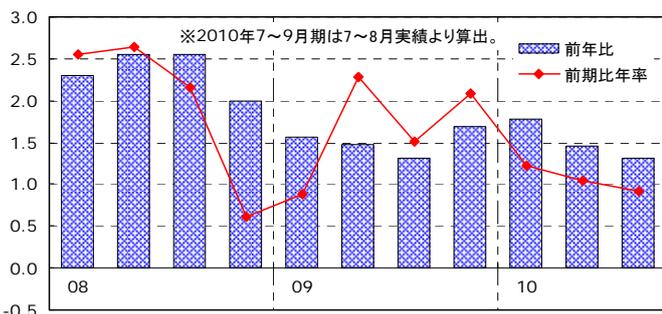
¹⁰ 税額控除措置を受けるための契約締結期限は4月末であったため、4～6月期の住宅販売（新築と中古の合計）は前期比年率33.0%と急増した。しかし、7～8月平均は4～6月期を年率換算で72.6%も下回る。

4～6月期に住宅建設が増加したことである。しかし、住宅着工は4～6月期に再び減少、7～9月期も低調推移が続いたため、住宅建設は再び減少に転じる可能性が高い。7～9月期の住宅投資は前期比年率で3割近い大幅な落ち込みを記録すると予想される。

(9) ディスインフレ傾向が続く

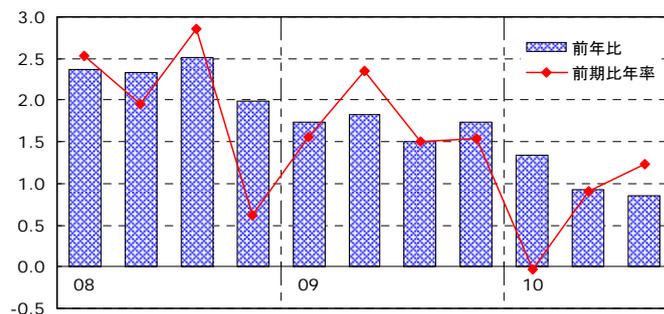
ディスインフレ傾向が続いている。Fedが重視するコアPCE（個人消費支出、除く食品・エネルギー）の前年比は5月1.5%、6～8月は3ヶ月連続で1.4%と、FOMCメンバーが掲げる長期トレンドの中心傾向値である1.7～2.0%を4ヶ月連続で下回った。瞬間風速を示す前期比年率が4～6月期は1.0%、7～9月期¹¹は0.9%に留まるため、コアPCEデフレーターは2010年終りから2011年初めにかけて前年比で1%程度まで低下すると見込まれる。一方、もう一つの代表的なインフレ指標であるコアCPIの前年比は4～8月まで0.9%で推移した後、9月は0.8%に低下した。但し、コアCPIの瞬間風速は4～6月期の0.9%から7～9月期は1.2%へ若干高まっており、ディスインフレが更に加速したわけではない。インフレ指標を総合して判断すると、ディスインフレ傾向は現在も継続しているものの、セントルイス連銀のブラード総裁が8日のCNBCインタビュー¹²で言及したように、そのモメンタムはやや弱まってきている可能性もあると言える。そのため、ディスインフレからデフレに転じるのではなく2010年後半の低いインフレ率が2011年も継続する可能性が高いと考えられる。

コアPCEデフレーターの変遷 (%)



(出所) U.S. Department of Commerce

コアCPIの変遷 (%)



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

¹¹ 7～8月平均。

¹² "There has been a disinflation trend in 2010 but the reason that it's a close call is that it flattened out" ,CNBC, Oct 8, 2010

【米国主要経済指標】

	Q4-09	Q1-10	Q2-10	Q3-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-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	5.0	3.7	1.7					
個人消費	0.9	1.9	2.2					
住宅投資	▲0.8	▲12.3	25.6					
設備投資	▲1.4	7.8	17.2					
政府支出	▲1.4	▲1.6	3.9					
輸出	24.4	11.4	9.1					
輸入	4.9	11.2	33.5					
経常収支(10億ドル)	▲100.9	▲109.2	▲123.3					
名目GDP比(%)	▲2.8	▲3.0	▲3.4					
	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	7.6	8.2	4.6	2.4	0.5	0.7	0.6	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	5.0	7.9	1.6	4.2	0.0	1.0	0.4	
鉱工業生産	7.0	7.1	7.0	4.8	0.7	0.2	▲0.2	
住宅着工件数(年率換算、千件)	565	617	602	589	550	608	610	
ホームビルダー市場指数					14	13	13	16
非国防資本財受注(除く航空機)	13.2	15.1	30.8	4.0	▲5.3	5.1		
貿易収支(10億ドル)	▲105	▲114	▲132	▲133	▲43	▲46		
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲122	▲127	▲144	▲148	▲47	▲51		
実質財輸出	27.9	17.2	7.5	9.4	2.9	▲1.2		
実質財輸入	19.9	17.6	23.1	10.1	▲2.5	1.9		
ISM製造業指数					55.5	56.3	54.4	
ISM非製造業指数					54.3	51.5	53.2	
失業率(%)	10.0	9.7	9.5	9.6	9.5	9.6	9.6	
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲90	87	190	▲73	▲66	▲57	▲95	
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	2.6	2.3	2.4	2.2	2.3	2.1	2.1	
消費者物価(前年比、%)	1.4	2.4	1.8	1.2	1.2	1.1	1.1	
コア消費者物価(前年比、%)	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	
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、%)	1.14	1.02	0.61	0.43	0.55	0.48	0.43	
10年債利回り(末値、%)	3.84	3.83	2.93	2.51	2.91	2.47	2.51	
ダウ工業株30種平均(末値)	10428	10857	9774	10788	10466	10015	10788	

(出所)米商務省、労働省、Bloombergなど ※時間あたり賃金は製造及び非管理労働者ベース。

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。