

米国経済情報

2010 年 11 月号

Summary

【内 容】

1. トピックス

QE2 批判を批判的に検討する

(1) QE2 前夜の Fed 関係者による議論

(2) QE2 とは何か？

(3) QE2 批判の検討

(4) インプリケーション

2. 経済見通し

(1) 2 次推計も大きくは変わらず

(2) 成長率予想は 11 年 2.3%、12 年 2.7%

(3) 利上げは 2012 年末と予想

3. 経済動向

(1) 雇用者数は増勢が緩やかに加速

(2) 個人消費は緩やかな拡大

(3) 住宅投資は低水準が継続

(4) 設備投資はペースダウンも拡大を持続

(5) 在庫投資は 2011 年にかけて鈍化

(6) 外需は若干の押し下げが続く

(7) ディスインフレ継続もデフレ回避

4. 金融政策

(1) QE2 の実施を決定

(2) コミュニケーション戦略強化

(3) 物価水準目標の可能性は低下

(4) QE2 の延長は景気次第

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

QE2 批判の批判的検討

FedのQE2 に対する批判が広がっている。長期的なインフレ懸念や批金融政策よりも財政政策により対応すべきとの主張は、妥当であり、そうした批判をFedは政策運営に活かすべきである。しかし、ディスインフレが現実のものとなっている状況で将来のインフレ懸念を重視し金融政策を運営することや、機能しない財政政策に期待し金融緩和を見送ることは、実務を担う中央銀行としてありうる結論ではない。米国外からのドル安等に関する批判は、詰まるところ、国家間の利害対立に過ぎない。その背景には、新興国の台頭に伴い、世界を慮った米国による妥協も、米国を重視した米国以外による妥協も困難となったことがある。韓国G20においては、そうした新たな枠組みにおける利害調整に向けた萌芽が見られるが、機能するまではには相当の時間を要するだろう。

成長率予想は 2011 年 2.3%、2012 年 2.7%

7～9 月期の成長率は 2 次推計でも年率 2.2%と 1 次推計の 2.0%から大きく変わらない見通しである。それを前提に当社は成長率を 2010 年 2.7%→2011 年 2.3%→2012 年 2.7%と予想する。2011 年は、2010 年の成長を支えた在庫復元や財政政策による支援が剥落する。残念ながら、その剥落を吸収できるほどの力強さを、民需には期待できない。雇用回復が遅れ、かつ過剰債務問題も未解決な下で、個人消費は当面緩やかな拡大に留まる。また、企業は先行きに対して慎重な姿勢を維持しており設備投資の急拡大も見込み難い。そのため、2011 年の成長率は 2.3%へ低下する。2011 年後半以降は過剰債務問題の解消に概ね目処がつき、かつFedのQE2 による景気刺激もあって雇用の増加ペースが加速することから、徐々に成長率が高まり、2012 年は概ね潜在成長ペースの 2.7%成長へ回帰すると見込まれる。

当社が予想する成長率は良くて潜在成長ペースであり、需給ギャップの大幅改善やインフレ率の大幅上昇は期待できない。コア CPI 上昇率は 2012 年まで 1%近傍の推移が続く。そうした状況で Fed は、インフレ期待を高めるためにも、ビハインド・ザ・カーブ気味に金融政策を運営すると見込まれる。11 月 3 日導入の QE2 は当初期限の 2011 年 6 月末から 1 四半期程度延長され、また政策金利の引き上げは 2012 年末まで見送られると予想する。

1. トピックス：QE2 批判を批判的に検討する

Fed が 11 月 2～3 日の FOMC にて QE2（Quantitative Easing 2nd、量的緩和第二弾）の導入を決定して以降、米国の内外を問わず批判が広がっている。本稿では Fed の QE2 実施に対する批判を批判的に検討する。QE2 に対する批判は多岐に及ぶが、批判を理解するためには Fed 関係者が 9～10 月にかけて行ったバーチャル討論会における論点と、QE2 そのものに対する理解が不可欠である。批判的検討を開始する前に、そうした点を明らかにしたい。

(1) QE2 前夜の Fed 関係者による議論

QE2 前夜の Fed 関係者による議論において問題となったのは、①追加緩和は必要なのか？と②QE2 は機能するのか？という二つであった。

①についてタカ派が重視したのは、構造的失業率の問題である。金融危機を経て構造的失業率が極めて高い水準まで上昇しており、金融緩和がもたらす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、タカ派が主張したように 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。構造的失業率が上昇したことはコンセンサスだが、その上昇度合いについては結論が出ていない。但し、QE2 の実施が決まったことから逆算すれば、少なくとも金融緩和によって押し下げられるだけの景気循環的な失業率の上昇があるとの認識が FOMC 内部でマジョリティになった模様である。なお、構造的失業率の問題を別としても、将来のインフレに対する懸念は、極めて重要な問題と言える。バランスシートを膨らました状態を Fed が必要以上に継続すれば、インフレ率の急上昇を招きかねない。そうした懸念に答えるため、バーナンキ議長は 11 月 4 日のワシントン・ポストに異例の寄稿を行い、Fed が QE2 を巻き戻す（バランスシートを圧縮する）能力を十分に有していることを主張した。

②については、QE1¹を実施した金融危機直後と異なり、市場機能が改善した現在は QE2 の長期金利押し下げ効果は小さいとの批判が展開された。確かに QE1 に比べ QE2 の効果は小さいと考えられるが、8 月にバーナンキ議長がジャクソンホールにて国債買入の実施を示唆してから 11 月の FOMC までの金利低下を踏まえれば、一定の金利押し下げ効果は有するとの理解が妥当であろう。QE2 実施までの金利低下の全てを QE2 に帰することは出来ないが、様々な試算を参考にとすると、6,000 億ドルの国債買入が 50Bp 程度の利下げに相当するとの認識は、概ねコンセンサスと言える²。

(2) QE2 とは何か？

QE2 に対する内外の批判は、QE2 をいかなるものとして認識するかという立場に大きく依存している。とりわけ、米国外からの批判において、その傾向が強い。そのため批判検討に際しては、Fed にとって QE2 とは何なのかという点をまずは明確にする必要がある。セントルイス連銀のブロード総裁が講演で述べているように、QE2 の主たる目的及び Fed が期待する効果は長期金利の低下である。政策金利である FF 金利誘導目標がほぼゼロまで低下し利下げ余地がない下で、新たな金利押し下げ手段として国債買入が選択された。金利低下という効果において、QE2 は FF 金利の誘導による伝統的金融政策と変わるものではない。

¹ Fed は 2008 年末から 2009 年 3 月にかけて米国債や MBSなどを合計 1.7 兆ドル強、購入した。

² 11 月中旬の金利上昇は経済指標の改善や内外の批判拡大を受けての QE2 増額期待の剥落や早期終了観測によるものと考えられる。ただ、デフインフレの長期化を踏まえ、筆者は早期終了の可能性は低いと考えている。

ここで注意すべきは QE2 に金利押し下げ効果があるとしても、現在の米国経済においては金融緩和が实体经济やインフレ率へ及ぼす効果そのものが低下していることである。Fed が米国民に約束し、行動できるのはデュアル・マンデートの達成に向けた金融緩和の実施に限られ、米国民の先行き不安の主因である税制や社会保障などに対する不透明感を払拭は出来ない。また、金融緩和は家計の過剰債務問題の解消を側面支援することは出来ても、抜本的な解決に導くことは出来ない。こうした観点に立脚し、金融政策よりも財政政策による景気刺激を主張することは経済学的に妥当である。但し、そうした主張が、金融政策を実践する必要のある現実において妥当かは全く別問題である。

(3) QE2 批判の批判的検討

前置きが長くなったが、以上の前提となる理解を踏まえつつ、QE2 に対する批判の検討を行おう。

批判 1 : QE2 はインフレ昂進を招く

第一はFed内部の議論でも問題とされたインフレ懸念である。こうした批判は、米国内のエコノミストや共和党の議員から発せられている。将来のインフレ懸念自体は極めて妥当であり、そうした懸念を沈静化させるために、Fedはバランスシートを圧縮する能力と手段を示す必要があり、前述したようにバーナンキ議長は能力と手段があると主張した。具体的な資金供給手段としては、2010 年初めの出口戦略の議論においてFedが準備したリバースレポ取引（RRPs : Reverse Repurchase Agreements）やタームデポ（TDF : Term deposit facility）が念頭にあると考えられる³。なお、そもそもインフレをどの程度重視するかは、Fed内部のハト派とタカ派の理念的対立にも依拠する問題であり、水かけ論とも言える。言い換えれば、将来のインフレ懸念を重視し現在のデフレリスクを許容するのか、現在のデフレ懸念を払拭するために将来のインフレリスクを許容するのかの問題である。Fedの主流派はデフレに陥った日本の経験を相対的に重視し、QE2 の実施に踏み切ったのだと言える。

批判 2 : 金融政策ではなく財政政策で対応すべき

インフレ懸念と同じく、これも真つ当な批判である。(2)で述べたように、現在の米国経済を阻害しているのは制度や政策に対する不信とバランスシート調整であり、金融緩和による景気刺激が最善の策ではないとの見解には筆者も同意する。とりわけ雇用の回復の遅れは、本来、Fed ではなくオバマ政権が解決すべき領域の問題である可能性が高い。しかし、残念ながら、中間選挙における民主党の大敗とそれがもたらした上院と下院のねじれが象徴するように、政治主導の解決は期待できない。そうした政治機能の麻痺に際し、雇用の最大化と物価安定をデュアル・マンデートとし金融政策の実務を担う中央銀行である Fed が何もせずに、雇用低迷と物価下落を放置するというのはあり得ない。またあってもならない結論である。たとえ、最善ではなくとも効果がある限りは、金融政策という手段を有する公的機関として、Fed は何らかの策を講じる義務があると考えられる。

批判 3 : QE2 はドル安による通貨戦争や新興市場への資金流入を招く

QE2 を米国の金融政策としてではなく、ドル資金の国際金融市場への大量の資金供給としてとらえる立場から、ブラジルや中国を中心とする新興国が QE2 をドル安に繋がる為替操作として批判している。また、QE2 により供給された資金が、成長ポテンシャルで先進国に勝り、また金利水準も高い新興国の経済や市場へと流入し、不安定化要因になっているとの批判も為されている。確かに、資金が新興市場へと流入し、相場の急激な変動を助長している模様である。但し、新興市場が不安定化する

³ こうした手段の詳細については、2 月 23 日付けの「米国経済情報 2010 年 2 月号」を参照。

のは、新興国通貨が市場メカニズムにより決定されていないためでもある。金融政策に伴う変動相場制の下での通貨価値の減価を為替操作と位置づけることには甚だ疑問があるが、そうした疑問を別としても、自ら明確な為替操作を行っているブラジルや中国が、米国の金融緩和を為替操作として非難することには明らかな矛盾がある（まして、米国に対し金融政策の実施を G20 に事前相談すべきとするロシアの主張は、国家主権の観点から論外である）。ブラジルと中国をはじめとする新興国が米国の金融緩和を批判するのは、あくまでも自国に害が及ぶからであり、国際金融全体を慮ってのことではない。その点で、自国経済の刺激のために金融緩和を進める米国の立場と、自国経済への悪影響を理由に他国の政策を批判するブラジルや中国の立場に違いはないと言えるだろう。米国に理があるわけではないが、こうした議論は結局のところ、国同士の利害やエゴのぶつかり合いである。そのため、米国を一方的に非難することも、逆に新興国を非難することも、どちらとも正しくはない。

(4) インプリケーション

批判 1 のインフレ懸念や批判 2 の金融政策ではなく財政政策により対応すべきとの主張は、妥当な指摘である。そうした批判を Fed は政策運営に活かすべきである。しかし、デフインフレが現実のものとなっている状況で将来のインフレ懸念を重視し金融政策を運営することや、機能しない財政政策に期待し金融緩和を見送ることは、実務を担う中央銀行としてありうる結論ではない。

米国の国外からのドル安やマネーフローに関する批判は、結局のところ国同士の利害やエゴの対立である。米国が圧倒的な国力を誇った時代であれば世界を慮って米国が妥協するか、もしくは「米国の苦境＝世界の苦境」と捉え、米国以外の国々が妥協してきた。そうした妥協は、G7 などの場での先進国による討議や密議で成立すれば十分であった。しかし、新興国の台頭により、米国経済が世界に占める割合は低下し、加えて金融危機もあって米国は世界を慮る余裕を失った。同時に「米国の苦境＝世界の苦境」との図式も崩れてしまっている。

新興国の台頭に伴う構造変化のもとで、現在、金融・財政政策による国同士の利害を調整する場として重要度を増しているのが新興国も含めた G20 での討議だろう。11 月 11～12 日の G20 では米国などが求めていた経常収支ガイドラインなどの導入には至らなかったが、新興国による資本規制を容認する一方で市場メカニズムによる為替相場決定を重視するとの緩やかなコンセンサスは得られた模様である。今回の G20 において特に重要と考えられるのは、自国の主張を繰り返していた従来とは異なり、通貨や金融・財政政策、経済不均衡について相当に突っ込んだ議論が交わされた点である。十分な収束には至らなかったものの、進歩ではある。

経済の相互依存が深まっている現在において、必要とされるのは他国の経済変動が自国に及ぼす影響も考慮した利害調整である。つまり、米国にとっては新興国経済の過熱やその後のバブル崩壊は好ましくなく、新興国にとっても米国経済の低迷継続は好ましくない。そうした相互依存も考慮した利害調整や政策の調整が必要である。結局のところ、国際協調において、全ての国が満足する結論などなく、議論を重ねて妥協を図ることしかできない。そうした妥協の場として、G20 が機能する兆しが見え始めたことは評価に値するのではないだろうか。但し、未だ道程は遠い。

2. 経済見通し

(1) 2次推計も大きくは変わらず

11月23日に、7～9月期GDPの2次推計が公表される。当社では1次推計の前期比年率2.0%から小幅上方修正の2.2%を予想している。構築物投資（1次推計3.9%→2次推計予想▲4.4%）が0.2%Pt程度の下方向修正要因となるものの、機器及びソフトウェア投資（12.0%→13.6%）と純輸出寄与度（▲2.0%Pt→▲1.7%Pt）、在庫投資寄与度（1.4%Pt→1.5%Pt）の上方修正により、トータルでは若干上方修正される見込みである。

(2) 成長率予想は2011年2.3%、2012年2.7%

前述の2次推計予想を前提に、当社は米国経済の成長率を2010年2.7%→2011年2.3%→2012年2.7%と予想する。なお、ブッシュ減税については所得制限を設けない2年間の暫定延長を、オバマ大統領が打ち出した追加経済対策はインフラ投資部分を圧縮した限定的実施を想定している。

2009年6月にリセッションを脱却した米国経済は、世界的な在庫復元と拡張的な財政・金融対策に支えられ、緩やかな成長を継続しており、2010年は概ね潜在成長ペース並みと考えられる2.7%のプラス成長に復帰する見通しである。しかし、2010年の成長を支えた要因は剥落が始まっている。米国内に限っても在庫投資の成長率に対する寄与度は2010年の1.5%Ptから2011年は0.0%Ptへ大きく低下、オバマ大統領が就任直後に策定したARRA（米国再生・再投資法）の効果も2011年以降は減退する。残念ながら、こうした変化を吸収できるほどの力強さを、民需には期待できない。雇用回復が遅れ、かつ過剰債務問題も未解決な中で、個人消費は当面緩やかな拡大に留まる。また、企業は先行きに対して慎重な姿勢を維持しており設備投資の急拡大も見込み難い。そのため、2011年の成長率は2.3%へ低下が予想される。2011年後半以降は過剰債務問題の解消に概ね目処がつき、かつFedのQE2による景気刺激もあって雇用の増加ペースが加速することから、徐々に成長率は高まり、2012年は概ね潜在成長ペースの2.7%成長へ回帰すると見込まれる。

米国経済の推移と予測(暦年)

前年比,%,%Pt	2009 実績	2010 予想	2011 予想	2012 予想
実質GDP	▲2.6	2.7	2.3	2.7
個人消費	▲1.2	1.6	2.1	2.6
住宅投資	▲22.9	▲3.0	7.7	18.7
設備投資	▲17.1	5.6	8.9	7.3
在庫投資(寄与度)	(▲0.6)	(1.5)	(0.0)	(▲0.1)
政府支出	1.6	1.1	▲0.5	▲1.0
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.7)	(▲0.3)	(▲0.1)
輸出	▲9.5	11.4	7.2	7.7
輸入	▲13.8	13.9	7.3	6.7
名目GDP	▲1.7	3.6	3.2	4.0
失業率	9.3	9.6	9.1	8.1
雇用者数(月変化、千人)	▲395	103	221	278
経常収支(10億ドル)	▲378	▲484	▲487	▲483
貯蓄率(%)	5.9	5.7	6.4	6.0
コア消費者物価	1.7	0.9	1.1	1.2

(出所)米国商務省等資料より当社作成。

(3) QE2は小幅延長を、利上げは2012年末と予想

当社が予想する成長率は良くて潜在成長ペースであり、需給ギャップの大幅改善やインフレ率の大幅上昇は期待できない。コアCPI上昇率は2012年まで1%近傍の推移が続くだろう。そうした状況でFedは、インフレ期待を高めるためにも、ビハインド・ザ・カーブ気味に金融政策を運営すると見込まれる。11月3日導入のQE2は当初期限の2011年6月末から1四半期程度延長され、また政策金利の引き上げは2012年末まで見送られると予想する。

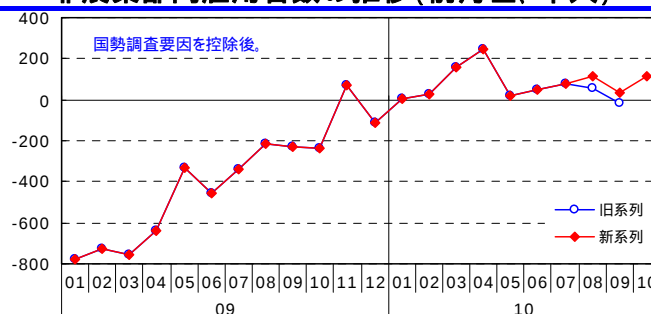
以下では足元の経済動向を踏まえつつ、当社見通しについて詳細に見ていく。

3. 経済動向

(1) 雇用者数は増勢が緩やかに加速

10月の非農業部門雇用者数は前月差+15.1万人と市場予想の+6万人を大きく上回る増加を示した。加えて、今回は過去の遡及修正も極めて大きい。国勢調査要因を除いたベースで見ると、8月が前月差+5.7万人から+11.3万人に、9月は▲1.8万人から+3.6万人へ、2ヶ月で11.0万人も上方修正された。特に9月分のマイナスからプラスへの修正は、2010年1月以降、米国経済が一貫して雇用創出を続けていることを意味し、特に重要である。その結果、7～9月期の雇用増も従来の+3.8万人／月から+7.5万人／月へ修正された。なお、国勢調査による雇用者数は既に9月0.6万人→10月0.1万人まで減少しており、10月についてはほぼ無視できる。

非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

民間部門の雇用者数は10月に前月差+15.9万人と4月の24.1万人以来の大幅増加を記録した。また、遡及修正により、民間部門の雇用者数が7月+11.7万人→8月+14.3万人(修正前+9.3万人)→9月+10.7万人(同+6.4万人)→10月+15.9万人と4ヶ月連続で10万人超の増加を確保したことが示されている。

10月の民間部門の雇用増15.9万人は、2010年の労働力人口の増加ペースである10万人／月を上回り、10月程度の雇用増が続けば、短期的には失業率の低下が見込まれる。但し、持続的な失業率低下には20万人程度の雇用増加が必要だろう。金融危機以降は、米国の厳しい経済・雇用情勢を受けた移民流入の減少や、労働市場からの退出に伴う労働力率の低下により、労働力人口の増加ペースは10万人／月程度まで低下しているが、金融危機前の2007年に労働力人口は月当たり16.7万人増加していた。10月の民間部門の雇用増15.9万人は、2007年であれば労働力人口の増加分さえ充足できない。

当社では雇用増が20万人超に達する時期を2011年後半以降と予想している。雇用増加ペースの加速に伴い、2011年10～12月期の失業率は8.8%と漸く9%を下回らるだろう(2011年平均は9.1%)。その後、失業率は2012年10～12月期には7.7%まで低下すると考えている(2012年平均は8.1%)。

(2) 個人消費は緩やかな拡大

7～9月期の個人消費は前期比年率2.6%(4～6月期2.2%)と予想以上に堅調だった。水準としても過去のピーク(2007年10～12月期)に近い水準まで回復している。内訳を見ると、教養娯楽や住居関連を中心にサービス消費が2.5%と2006年10～12月期以来の高い伸びを記録、耐久財も教養娯楽用品を中心に6.1%(4～6月期6.8%)と高い伸びを維持した。一方、非耐久財は1.3%(4～6月期1.9%)と減速した。可処分所得の伸びは前期比年率1.5%(4～6月期4.4%)と減速し、個人消費の伸びを下回った。そのため、貯蓄率は4～6月期の5.9%から7～9月期は5.5%に小幅低下している

7～9月期は個人消費の拡大と貯蓄率の低下が共存し、表面的には米国家計が支出意欲を高めたと見える。しかし、過剰債務問題が未解決の下で、個人消費が7～9月期の高い伸びを維持するとは考えに

く。前述のように当社は 2011 年以降、徐々に雇用の増勢が加速し、それに伴い所得も増加傾向を辿ると予想している。しかし、当面は家計が債務削減を優先するため、消費の伸びは所得の伸びを下回り、その結果、2011 年の貯蓄率は 6%を上回るだろう。個人消費が本格的に増勢を強めるのは、過剰債務問題に目処がつくと考えられる 2011 年後半以降と考えている。

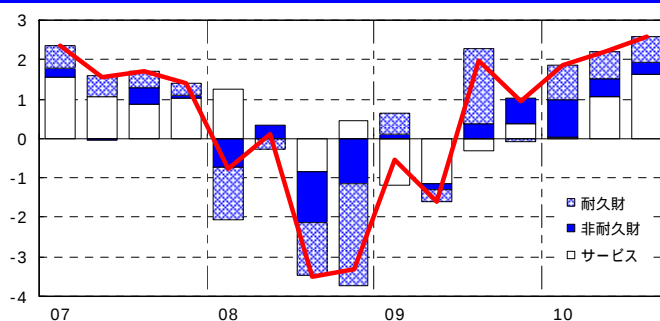
(3) 住宅投資は低水準が継続

7～9 月期の住宅投資は前期比年率▲29.1%（4～6 月期 25.7%）と大幅に減少した。これは 4～6 月期の住宅投資増加に寄与した二つの要因が剥落したためである。第一は、新規住宅取得者等を対象とした税額控除措置の適用を狙った住宅購入の増加である。4～6 月期の住宅販売は 32.9%も急増し、こうした住宅販売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 ベースの住宅投資の拡大に貢献した。4～6 月期にコミッション収入は 79.3%も増加、住宅投資全体を 12.3%Pt も押し上げている。しかし、税額控除終了に伴い、7～9 月期の住宅販売は前期比年率▲67.6%と大きく落ち込み、コミッション収入も大幅に減少した。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、4～6 月期に住宅建設が増加したことである。しかし、その後、住宅着工は 4～6 月期▲9.4%→7～9 月期▲8.2%と 2 四半期連続で減少しており、7～9 月期の住宅建設は再び減少に転じ、10～12 月期も大幅増加は期待できない。雇用所得の改善に伴い、住宅投資も緩やかに持ち直すと考えられるが、住宅着工戸数は 2009 年の 55 万戸が 2010 年 60 万戸、2011 年 69 万戸への極めて緩慢な拡大に留まるだろう。住宅投資が本格的な回復へ転じるのは早くて 2012 年と見込まれる。

(4) 設備投資はペースダウンも拡大を持続

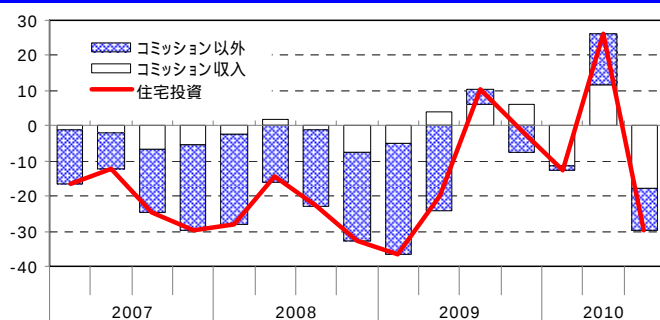
7～9 月期の設備投資は前期比年率 9.7%（4～6 月期 17.2%）と 3 四半期連続で増加したが、伸びは縮小した。2 四半期連続で 2 割を超える大幅増加を記録していた機器及びソフトウェア投資の伸びが鈍化したためである（4～6 月期 24.8%→7～9 月期 12.0%）。そもそも 4～6 月期までの高い伸びは、金融危機に伴い抑制されていたペントアップ・デマンドの顕現化によるところが大きく、持続的ではなかった。但し、先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は増勢を維持しており、今後も機器及びソフトウェア投資は 7～9 月期と同程度の伸びを確保すると見込まれる。一方、構築物投資は 3.9%（4～6 月期▲0.5%）と 9 四半期ぶ

個人消費の推移（前期比年率、%）



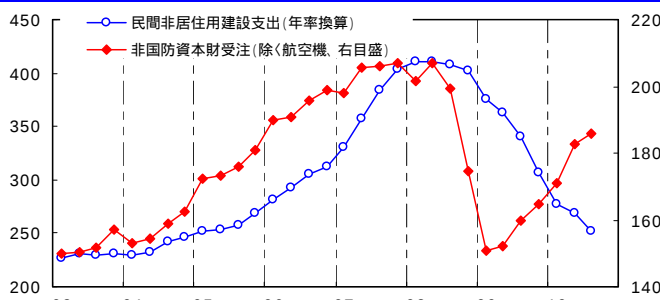
（出所）U.S. Department of Commerce

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

りの増加に転じた。前述のとおり 2 次推計ではマイナスへ下方修正される可能性が高いものの、概ね下げ止まりつつあるとは判断できるだろう。商業用不動産の空室率は未だ高水準が続いており、構築物投資の大幅な増加は見込めないものの、設備投資の足を引っ張る状況は終わったと判断される。設備投資は 2011 年 8.9%、2012 年 7.3%を予想している。

(5) 在庫投資は 2011 年にかけて鈍化

7～9 月期の在庫投資の成長率に対する寄与度は前期比年率 1.44%Pt と 4～6 月期の 0.82%Pt から高まった。実額としても、7～9 月期在庫投資は 1,155 億ドル（4～6 月期 688 億ドル）まで拡大し、3 四半期連続のプラスを記録している。在庫投資のプラス転化に伴い在庫残高も増加しているが、在庫率（在庫残高/実質 GDP）は未だ低水準が続く、在庫調整の懸念はない。但し、四半期ベースで見ると、7～9 月期の在庫増加ペースは 7～9 月期実績及び今後想定される GDP 成長率に比べやや速すぎ、10～12 月期は減速する可能性が高い（GDP 成長率に対しては押し下げ寄与）。

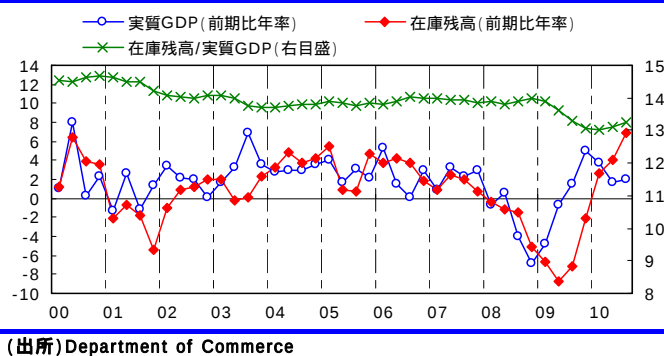
金融危機後の深刻な景気後退に伴い圧縮された在庫の復元は 2010 年で概ね終了すると考えられ、今後は需要動向に対応した在庫投資へと局面が移る。企業が米国経済の将来成長に対して強気な見通しを抱けば、在庫投資が高い寄与を維持する可能性もある。しかし、新規雇用に対する慎重姿勢が象徴するように、企業は先行きの経済に対して未だ悲観的であり、そのために在庫投資の増勢は鈍化し、成長率に対する押し上げ寄与も 2011 年以降は縮小する可能性が高い。

(6) 外需は若干の押し下げが続く

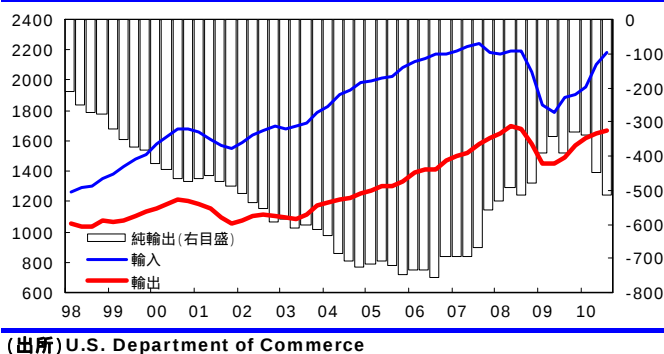
外需は、実質GDP成長率に対する寄与度が前期比年率▲2.01%Ptと、4～6 月期の▲3.50%Ptに続き、2 四半期連続で大幅な押し下げ寄与を記録した。7～9 月期の押し下げ寄与が拡大したのは輸入が 17.4%（4～6 月期 33.5%）と高い伸びを維持したためだが、こうした輸入の大幅増加は在庫復元に伴う在庫投資の拡大に対応している。前述したように在庫復元は概ね終了し、今後は需要動向に対応した在庫投資へと局面が移行する。そのため、個人消費や輸出、生産の増勢を大きく上回る輸入拡大は継続しないと考えられる。

7～9 月期の輸出は前期比年率 5.0%（4～6 月期 9.1%）に減速した。サービス輸出は好調だったが（4～6 月期 3.9%→7～9 月期 8.6%）、財輸出が振るわなかった（11.5%→3.4%）。輸出の伸び鈍化は、世界的な景気刺激策の効果剥落や在庫復元の一巡によるものと考えられるが、ドル安により米国製品やサービスの価格競争力が高まっているため、2011 年に更なる減速へ至る可能性は低い。

在庫投資の推移 (%)



輸出入の推移 (GDP統計、実質、10億円)



⁴ 2 次推計で輸出は前期比年率 6.0%へ上方修正、輸入は 16.9%へ下方修正されると予想している。

(7) ディスインフレ継続もデフレ回避

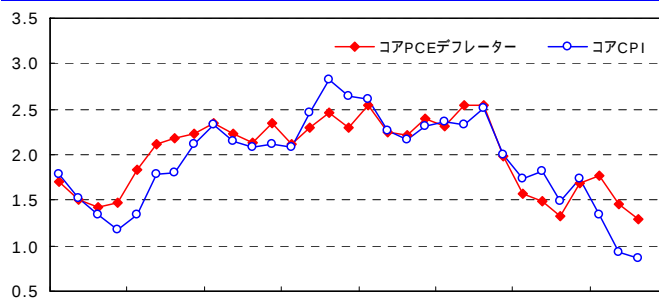
インフレの基調把握において、Fedが重視するコアPCEデフレーターは4～6月期の前期比年率1.0%から7～9月期は0.8%に鈍化した。1～3月期の1.2%も含め、3四半期連続でFOMCメンバーが考える物価安定である1.7～2.0%を明確に下回っている。前年比は7～9月期に1.3%まで低下したが、瞬間風速である前期比年率の動向を踏まえれば、更なる低下が必至である⁵。また、コアCPI上昇率も4～6月期の前年比0.92%が7～9月期は0.85%へ低下しており、PCEデフレーターと同様にディスインフレ基調の継続を示している。

今後のインフレ動向を考える上では、サービス価格の動向を左右する賃金上昇率と米国民のインフレ期待の動向が重要である。まず、賃金は緩やかな改善傾向を維持している。雇用統計によると10月の平均時給は、民間労働者全体で前月比年率2.7%（9月1.6%）へ、製造及び非管理労働者ベースは4.5%（9月0.6%）へ伸びが高まった。より安定的な3ヶ月前比年率も前者が2.5%（9月2.3%）へ、後者は2.8%（1.7%）へ上昇し、12ヶ月前比は前者が8月以降1.7%の伸びを、後者は2.1%の伸びを確保している。雇用の改善が未だ緩慢なため明確な加速にまでは至っていないが、賃金の上昇基調維持はデフレリスクが低いことを意味し、極めて重要である。また、インフレ期待は低下を回避している。

ミシガン大調査による消費者の考える先行き5年の期待インフレ率は11月も2.8%と、2009年3月以降は2.7～3.0%の極めて狭いレンジで安定的に推移している。また、債券市場参加者の期待インフレ率を示す5年物BEI（ブレイクイーブン・インフレ率）は2010年前半の2%弱が、8月には1.2%程度まで低下したものの、FedによるQE2の実施を受けて足元では再び1.5%近傍まで上昇している。

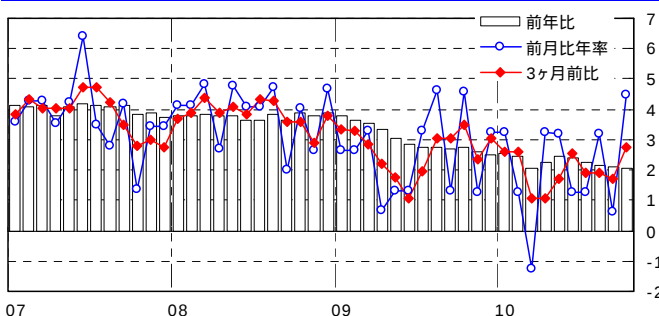
当社が予想する米国経済の回復は緩慢なものに留まり、需給ギャップも大きくは縮小しない。そのため、予測期間中に米国経済が低インフレの状況から脱するとは想定されない。コアCPI上昇率予想は2011年1.1%、2012年1.2%である。但し、賃金の上昇基調維持とインフレ期待の安定を踏まえれば、米国経済がデフレに陥る可能性も低いと考えられる。

インフレ指標の推移（前年比、%）



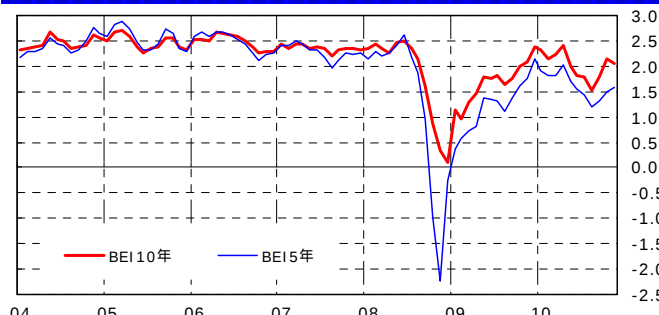
(出所) U.S. Department of Labor, Department of Commerce

平均時給の推移（製造及び非管理労働者、%）



(出所) U.S. Department of Labor

ブレイクイーブン・インフレ率(%)



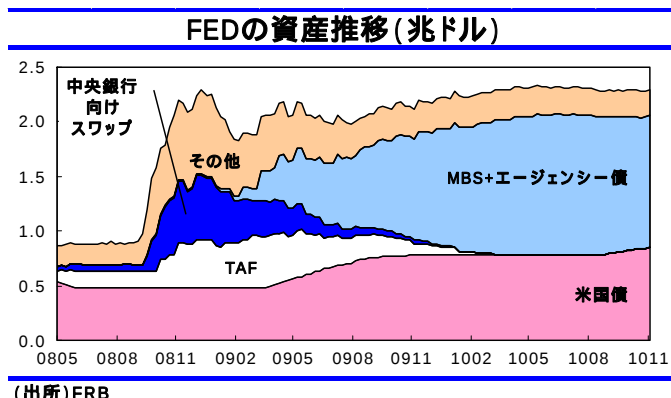
(出所) Bloomberg

⁵ 前期比年率の4四半期累積が前年比にほかならない

4. 金融政策

(1) QE2 の実施を決定

Fed が QE2 (Quantitative Easing 2nd、量的緩和第二弾) の導入を決めた。11 月 2~3 日に開催した FOMC で Fed は 2011 年 6 月末までに 6,000 億ドル、月当たり 750 億ドルの米国債の追加購入を行うとの決定を公表した。NY 連銀のダドリー総裁による事前の言及もあり、半年に 5,000 億ドル程度の購入が市場コンセンサスとなっていたが、実際の購入規模はそれを若干上回った。NY 連銀がプライマリーディーラーに対して、購入規模予想の事前ヒアリングを行ったと伝えられており、市場に失望が広がらないよう Fed が配慮した可能性もある。なお、NY 連銀によると、QE2 による 6,000 億ドルに、MBS 等償還資金による米国債購入を加え、来年 6 月末までに合計で 8,500~9,000 億ドルの国債購入が行われる見込みである。月当たりの購入額は、1,100 億ドル (=750 億ドル+350 億ドル) に達する。



して、購入規模予想の事前ヒアリングを行ったと伝えられており、市場に失望が広がらないよう Fed が配慮した可能性もある。なお、NY 連銀によると、QE2 による 6,000 億ドルに、MBS 等償還資金による米国債購入を加え、来年 6 月末までに合計で 8,500~9,000 億ドルの国債購入が行われる見込みである。月当たりの購入額は、1,100 億ドル (=750 億ドル+350 億ドル) に達する。

(2) デュアル・マンデートを重視したコミュニケーション戦略の強化

QE2 以外にも、今回の FOMC では重要な変化が見られた。公表文においてデュアル・マンデートを参照しつつ追加緩和の目的が明確に示され、かつその目的に照らし必要ならば国債購入プログラムの増額による追加緩和を行うと明記されたことが大きな特徴である。まず公表文に「法定責務に基づき、最大限の雇用と物価安定を希求する⁶⁾」との一文を取って盛り込み、現状に対する評価基準を示した。その上で「物価安定の下で、資源活用が徐々に高い水準に戻る (≒失業率が低下する) と委員会は予想するが、そうした目標に向けた歩みは失望するほどに緩慢である⁷⁾」と指摘し、追加緩和の必要性を明記している。今後についても、「今後得られる情報を踏まえ、定期的に (≒FOMC 毎に) 債券購入ペース及び購入総額の点検を行う⁸⁾」とともに「最大限の雇用と物価安定を最も促進できるよう、必要に応じプログラム (≒債券購入ペース及び購入額) を調整する⁹⁾」と記し、デュアル・マンデート達成のため必要であれば、現時点で 6,000 億ドルの債券購入総額の増額がありうることを宣言した (無論、景気回復が予想以上に進めば QE2 の早期終了もありうる)。こうした複数の段階を踏んだ、しつこいまでにデュアル・マンデートを意識した表現からは、市場や国民とのコミュニケーションを強化することで、金融緩和効果を高めようとする Fed の意図が読み取れる。

(3) 物価水準目標の可能性は低下

11 月の FOMC では NY 連銀のダドリー総裁やシカゴ連銀のエバンス総裁が支持していた、インフレ期待を高めるため一時的に 2% を超える物価上昇を許容する政策 (一種の物価水準目標政策) は、採

⁶⁾ “Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability”

⁷⁾ “Although the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, progress toward its objectives has been disappointingly slow”

⁸⁾ “The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information”

⁹⁾ “[FOMC] will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability”

用されなかった。タカ派の強い反対に加え、中間派からもインフレ期待や現実のインフレ率が不安定化することに対する懸念が示されたのだろう。イエレン副議長も 11 月 16 日の WSJ とのインタビューに際し、一時的に高めのインフレ率を目指す政策を採用しないことを言明している。2011 年の FOMC ではタカ派が勢力を増すこともあり、同政策が採用される可能性は低いと考えられる。

(4) QE2 の延長は景気次第、利上げは 2012 年末

当社は 2011 年前半の米国経済が潜在成長率を下回る緩慢なペースの成長に留まると考えている。本来のフォワードルッキングな金融政策であれば、2011 年後半の経済加速の兆しをもって QE2 を終了すべきだが、デysinフレ懸念が払拭できない下でインフレ期待を高めるためには、寧ろビハインド・ザ・カーブ気味の政策運営が有効と考えられる。そのため、当社の想定通りの景気動向であれば、Fed は QE2 を 1 四半期程度延長する可能性が高い。QE2 を終了し、バランスシート圧縮の筋道をつけた後、Fed が利上げへと転じるのは 2012 年末と予想している。

【米国主要経済指標】

	Q4-09	Q1-10	Q2-10	Q3-10				
	注記がない限り前期比年率(%)							
実質GDP	5.0	3.7	1.7	2.0				
個人消費	0.9	1.9	2.2	2.6				
住宅投資	▲0.8	▲12.3	25.6	▲29.1				
設備投資	▲1.4	7.8	17.2	9.8				
政府支出	▲1.4	▲1.6	3.9	3.3				
輸出	24.4	11.4	9.1	5.0				
輸入	4.9	11.2	33.5	17.4				
経常収支(10億ドル)	▲100.9	▲109.2	▲123.3					
名目GDP比(%)	▲2.8	▲3.0	▲3.4					
	Q4-09	Q1-10	Q2-10	Q3-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-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	7.0	8.5	4.6	3.0	0.9	0.7	1.2	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	5.0	7.9	1.6	3.9	0.9	0.4	0.2	
鉱工業生産	7.0	7.1	7.1	5.2	0.2	▲0.2	0.0	
住宅着工件数(年率換算、千件)	565	617	602	589	608	610		
ホームビルダー市場指数					13	13	15	16
非国防資本財受注(除く航空機)	13.2	15.1	30.8	7.1	5.1	▲0.2		
貿易収支(10億ドル)	▲105	▲114	▲132	▲133	▲46	▲44		
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲122	▲127	▲144	▲149	▲52	▲50		
実質財輸出	27.9	17.2	7.4	7.8	▲1.3	▲0.2		
実質財輸入	19.9	17.6	23.1	10.2	2.0	▲1.3		
ISM製造業指数					56.3	54.4	56.9	
ISM非製造業指数					51.5	53.2	54.3	
失業率(%)	10.0	9.7	9.5	9.6	9.6	9.6	9.6	
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲90	87	190	▲36	▲1	▲41	151	
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	2.1	2.1	2.1	
消費者物価(前年比、%)	1.4	2.4	1.8	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	0.8		
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	0.48	0.43	0.34	
10年債利回り(末値、%)	3.84	3.83	2.93	2.51	2.47	2.51	2.60	
ダウ工業株30種平均(末値)	10428	10857	9774	10788	10015	10788	11118	

(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。