

米国経済情報 2010 年 12 月号

Summary

【内 容】

1.トピックス:

ニューノーマルかオールドノーマルか？

(1)クリスマス商戦は好調

(2)ニューノーマルではなくオールドノーマル？

(3)過剰債務シナリオを維持も上振れリスクには留意

2.経済動向

(1)減税を踏まえ 2010 年予想を上方修正

(2)10～12 月期の成長は質的に向上

(3)10～12 月期の個人消費は年率 3%で拡大

(4)在庫積み増しが鈍化

(5)設備投資は低調

(6)住宅価格の下落が再開

(7)輸出が勢いを強める

(8)デフインフレ懸念がやや和らぐ

3.金融政策:

財政政策発動で QE2 が更に重要に

【ニューノーマルかオールドノーマルか？】

クリスマス商戦の好調により、10～12 月期の個人消費が高い伸びを示す一方、債務の削減ペースは大幅に鈍化している。こうしたオールドノーマルへの回帰とも言える動きが一時的なものに過ぎないとのデータは数多くあるが、回帰を肯定するデータも存在する。日本の不良債権問題などの経験に照らせば、過剰債務問題が個人消費を圧迫するとのメインシナリオを現時点では維持すべきと考えられる。但し、オールドノーマルへの回帰による、米国啓示あの上振れリスクも心に留める必要はあるだろう。

【減税合意を踏まえ成長率予想を小幅上方修正】

オバマ大統領と共和党の合意に基づく減税等を盛り込んだ法案が 12 月 17 日に成立した。ブッシュ減税の延長等は当社の想定通りだが、給与引き下げなど予想外の部分もあり、2010 年の成長率予想を上方修正する。但し、給与引き下げは MWP 終了の代替部分が大きく、また財政不安に伴う金利上昇もあるため、成長率予想は 2.3%から 2.5%への小幅な修正に留まる。なお、給与税は 1 年の限定措置であり所得押し下げ効果が 2011 年に生じるため、2011 年の成長率予想は 2.7%から 2.6%へ引き下げる。

【10～12 月期の個人消費は年率 3%の高い伸びに】

クリスマス商戦の好調などを受けて耐久財消費が高い伸びを示し、10～12 月期の個人消費は年率 3%の高い伸びを記録する見込み。またドル安を受けた輸出の再加速により、純輸出の成長率に対する寄与度もゼロ程度まで改善すると予想される。但し、7～9 月期まで成長率を大きく押し上げてきた在庫投資の増勢は鈍化しており、10～12 月期には成長率に対する寄与度はマイナスに転じる可能性が高い。加えて、設備投資の減速や住宅投資の低迷なども踏まえると、10～12 月期の実質 GDP 成長率は年率 2%台後半と、概ね 7～9 月期と同程度に留まると考えられる。但し、在庫投資を除いたベースでの成長率は 7～9 月期の年率 1.2%から 3%台後半へ大幅に上昇するため、成長の質的な改善が確認されることになるだろう。

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：ニューノーマルかオールドノーマルか？

(1) クリスマス商戦は好調

11月の第4木曜日は感謝祭だが、その感謝祭明けの金曜日はブラックフライデーと呼ばれる。これはクリスマス商戦により、小売店が軒並み黒字になるためである。今年は11月26日の金曜日がブラックフライデーに当たり、クリスマス商戦の火蓋が切って落とされた。クリスマス商戦は年間売上高の3分の1をも占め、小売企業の年間業績を大きく左右する。しかし、リーマン・ショック後の金融危機を受けて、過去2年は極めて低調だった。NRF（National Retail Federation、全米小売業協会）の定義に基づく、金融危機直後2008年のクリスマス商戦は前年比▲3.9%もの大きな落ち込みを記録し、米国経済が景気後退（2009年6月が景気の谷として認定されている）を脱した後の2009年も同0.4%とほぼ横ばいに留まった。

クリスマス商戦における消費者の嗜好を分析し、売上増加に繋がる更なるディスカウントを検討するという目的もあり、序盤のブラックフライデー商戦は注目度が極めて高い。11月28日に公表されたNRFの調査によるとブラックフライデー商戦の購入総額は前年比9.2%増加の450億ドルに達した模様である（集計期間は25日木曜日～28日日曜日）。購入客数は8.7%増加の2億1248万人に、平均購入額も6.4%増加の365.34ドルと共に大きく伸びた（購入総額と購入客数は別調査のため一致せず）。また、米調査会社Gallupによるアンケートでも25～27日（木曜日～土曜日）の一日あたり平均支出は92ドルと2009年の83ドルや2008年の90ドルを上回っている。

ブラックフライデー商戦の大幅な伸びは、小売店側のキャンペーンによる購入タイミングの前倒し、つまりは需要の先食いによるところが大きい。そのため、ブラックフライデー商戦での売上増加ペース（NRF調査では9.2%）がクリスマス商戦全体を通じて持続するわけではない。但し、序盤の好調を受けて、追加的な値引きは限定的に留まるとの声が業界各社からは聞かれた。確かに、ICSCなどの小売週次データや、消費者マインドの動向を踏まえると、12月に入ってから、クリスマス商戦は概ね堅調に推移していると推測できる。

10月6日の段階でNRFは、2010年のクリスマス商戦の売上高を2.3%増と予想した。しかし、ブラックフライデー商戦の動向や、足元の景況感持ち直しや株高による資産効果を踏まえると、実際の売上高はNRF予想を上回り、3%を超える可能性が高いと考えられる。

(2) ニューノーマルではなくオールドノーマル？

クリスマス商戦の好調により、米国の個人消費の先行きを楽観する向きが増えている。確かに、ブラックフライデー商戦の好調を受けた11月の小売業売上高の拡大などにより、10～12月期の個人消費は前期比年率3%程度と2006年10～12月期以来の高い伸びを記録する見込みである¹。

一方、過剰債務の削減は遅れている。7～9月期の資金循環統計によると、家計（Household and nonprofit organization）の金融負債は前期比年率▲0.2%（4～6月期▲0.9%）と2四半期連続で僅かな縮小に留まった。過剰債務度合いを計る上でのメルクマールの一つである「金融負債の可処分所得比」も122.1%と4～6月期から0.6%Ptしか低下していない。ピークであった2007年10～12月期の135.2%から2010年7～9月期までの平均低下幅は1.2%Pt／四半期であり、7～9月期の低下幅

¹ 詳細は「2.経済動向(3)10～12月期の個人消費は年率3%で拡大」を参照。

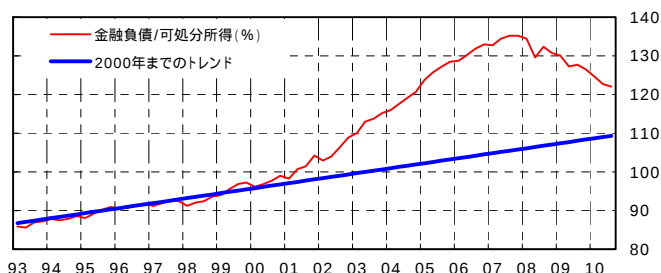
は平均の僅か半分に過ぎない。従来、当社は来年末に「金融負債の可処分所得比」が2000年までのトレンドに回帰し、過剰債務問題に一応の目処がつくと考えてきたが、足元の減速をそのまま反映すると過剰債務問題の解消は半年程度遅れてしまう。当社の債務削減に関する予想は、過剰債務問題を解消するために家計は債務返済を優先し、消費を抑制するとの考えに基づいていた。つまり、「高失業率・低成長」のニューノーマルへ対応するために米国家計は過剰債務の解消に励むとの想定である。この想定は、不良債権問題によるバランスシート調整に苦しんだ日本の経験も踏まえたものである。

しかし、雇用所得情勢の回復が未だ不十分な下での金融負債削減ペースの鈍化と個人消費の堅調推移という足元の統計データは、米国家計が高水準の債務に依存した消費行動を志向する、言い換えれば、ニューノーマルからオールドノーマルへ回帰する動きを示しているとも解釈できる。

問題は、こうしたオールドノーマルを志向した動きが一時的なものなのか否かである。現在の動きが継続すれば、過剰債務状況が解消しないままに米国経済は早期に4%の高成長を取り戻すことになるが、一時的であれば過剰債務問題の解消を優先するために3%を下回る低成長が続くことになる。

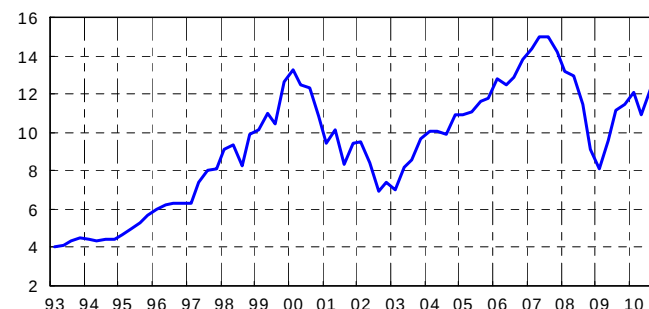
現在の消費支出の堅調が、一時的な動きに過ぎないことを示唆するデータは多い。サーベイ調査では家計の儉約志向の強まりを示唆するものが散見され、またクリスマス商戦で使う金額は増やすものの予算管理を厳格化する傾向も強まっている模様である。そうした調査を踏まえると、クリスマス商戦の堅調推移は、ニューノーマルの下での儉約志向の強まりにより値引き率が高いホリデーシーズンに買い物を集中させるという消費者の合理的な行動の顕れに過ぎないとも解釈できる。また、今年半ばまでの住宅価格の下落一服と、年央以降の株価上昇の組み合わせが、資産要因という観点から、一時的に個人消費を押し上げた可能性も指摘できるだろう。実際、7～9月期に家計の金融資産は、株式関連資産（株式+投資信託）が前期比年率57.6%もの大幅拡大を示したことにより、18.1%と二桁増加を記録した（4～6月期▲13.7%）。但し、足元では住宅価格の下落が再開しつつあり²、資産要因による消費喚起効果が今後も続くとは言い難い。また、消費者が統合失調症に陥り、生活必需品に関する

家計の過剰債務



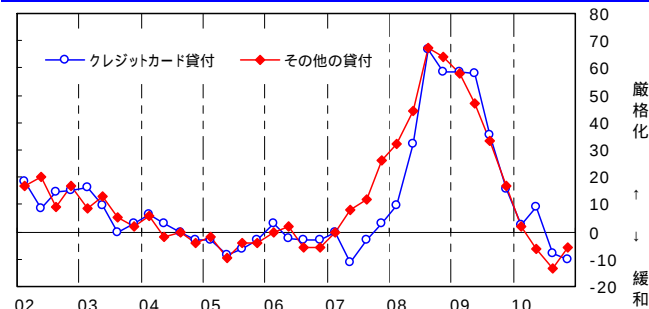
(出所)FRB

家計の保有する株式関連資産(兆ドル)



(出所)FRB

消費者向けの融資基準



(出所)FRB

² 詳細は「2.経済動向(6)住宅価格の下落が再開」を参照。

儉約と高級品の衝動買いが併存するニューアブノーマルな状況にあるとの指摘も、突き詰めれば消費者がニューノーマルへの移行する過渡的状況における一時的な動きとして理解することができる。

その一方で、ニューノーマルからオールドノーマルへの回帰が続くとの主張をサポートする統計も存在する。オールドノーマルへの回帰は、家計のみが債務削減を不要と考えただけで実現するものではなく、家計と資金供給側の金融機関が揃って、家計の将来の支払能力を楽観する必要がある。そのため、金融機関側の行動が極めて重要である。Fedの融資担当者に対する四半期アンケート調査³によると、クレジットカードに関する融資基準を緩和したとの回答が2四半期連続で、クレジットカード以外の融資基準については3四半期連続で過半数を超えた。実際、消費者信用残高のうち自動車ローンが主体の非回転信用残高は3ヶ月連続で増加している。

(3) 過剰債務シナリオを維持も上振れリスクには留意

回復の緩慢な雇用所得情勢などを踏まえると、家計行動がオールドノーマルへ回帰するとのシナリオを受け入れることは困難である。現在の個人消費の高い伸びは一時的なものに過ぎず、やはり基調としては過剰債務問題が個人消費を圧迫し続けるとのメインシナリオを、現時点で当社は維持する。経済成長が過剰債務問題を解消するとの楽観的なシナリオに頼り、不良債権問題を長期化させた我が日本の経験も、メインシナリオを維持する理由の一つである。

但し、バランスシート調整の実体経済への悪影響を最小化するという観点で、オールドノーマルへの回帰は魅惑的のみならず合理的なシナリオであることも忘れてはならないだろう。日本と違って、移民流入により人口が増勢を維持している米国経済は長期的な成長ポテンシャルを失ってはいないとの前提に経つと、オールドノーマルへの回帰が実現しないとは言い切れない。旺盛な個人消費が経済成長ひいては税収増をもたらし、家計の過剰債務のみならず政府の財政赤字の削減にまで到達すれば、米国経済を取り巻く大きな問題のほとんどは解消する。米国経済については、ダウンサイド・リスクのみならず、こうしたアップサイド・リスクも意識する必要がある。

³ Senior Loan Officer Opinion Survey

2. 経済動向

(1) 減税を踏まえ 2010 年予想を上方修正

12 月 6 日にオバマ大統領と共和党執行部はブッシュ減税の 2 年間の延長や企業向け投資減税、給与所得者向けの減税措置、長期失業者向けの失業保険制度継続で合意した。その合意を盛り込んだ法案は比較的スムーズに議会を通過し（15 日上院、16 日下院）、オバマ大統領の署名により 17 日に成立した。実施が決定された①ブッシュ減税の富裕層を含めた延長や②代替ミニマム税（AMT）の復活、③オバマ大統領が表明していた投資減税の実現、④失業保険制度継続は概ね当社の想定に沿ったものだが、給与税の 2%ポイントの引き下げや遺産税に関する合意などは予想外であった。そのため、今回の減税などの措置は、当社の 2011 年成長率予想の上方修正要因になる。但し、上方修正幅はそれほど大きくない。

第一に、給与税の引き下げは予想外だが、2010 年との比較においては個人所得を大きく押し上げるものではない。ARRA（2009 年米国再生・再投資法案）により 2010 年末までの 2 年間は MWP（Making Work Pay）との呼称で年間最大 400 ドルの所得税減税が行われてきた。今回の給与税引き下げは、MWP を代替する部分が多い。かつ、減税は 1 年に限った措置であるため、消費よりも貯蓄にまわる部分が多いと想定される。第二に、遺産税が影響するのは消費性向が低い高所得者である。第三に、金利上昇がもたらすマイナス効果により経済への影響が減じられる点も考慮する必要がある。CBO（議会予算局）の試算によると、今回の合意全体で 2015 年度までの合計で 8,929 億ドルの、2011 会計年度に限っても 3,742 億ドルの財政悪化要因となる（当社が延長を想定していたブッシュ減税などの影響も含む）。そうした財政悪化に対する懸念から、長期金利は既に大幅に上昇している。

以上を踏まえ、当社は 2011 年の成長率予想を従来の 2.3%から 0.2%Pt 引き上げ 2.5%とする一方、2012 年については 2.7%から 2.6%へ引き下げる。給与税減税は 2011 年の 1 年に限った措置であり、厳しい財政状況を考えると延長の可能性は低い。そのため、2012 年については減税終了が個人所得の押し下げに寄与し、成長を押し下げるためである。なお、今回の予想に際しては、2010 年 7～9 月期の成長率が 2 次推計の 2.5%から 22 日発表の確定にて 2.7%程度へ若干上方修正されることも織り込んでいる。

(2) 10～12 月期の成長は質的に向上

トピックスでも触れたが、10～12 月期の個人消費は前期比年率 3.0%（7～9 月期 2.8%）の高い伸びが予想される。主因はクリスマス商戦の好調であり、耐久財消費が 14.0%程度（7～9 月期 7.4%）の大幅増加を記録し、個人消費全体を牽引する見込みである。また、7～9 月期に成長率を 1.8%Pt 押し下げた純輸出も、後述するように輸出の再加速と輸入の鈍化により 10～12 月

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	2.8	2.5	2.6
個人消費	▲1.2	1.7	2.4	2.5
住宅投資	▲22.9	▲2.5	8.9	18.7
設備投資	▲17.1	5.7	8.0	6.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.6)	(1.4)	(0.1)	(▲0.1)
政府支出	1.6	1.3	0.2	▲1.0
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.7)	(▲0.4)	(▲0.1)
輸出	▲9.5	11.8	7.8	7.7
輸入	▲13.8	14.1	8.6	6.7
名目 GDP	▲1.7	3.8	3.4	3.9
失業率	9.3	9.7	9.4	8.5
雇用者数(月変化、千人)	▲395	95	221	278
経常収支(10億ドル)	▲378	▲492	▲538	▲570
貯蓄率(%)	5.9	5.8	6.6	4.7
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。

期は寄与度が概ねゼロまで改善すると予想される。ここまでの要因を踏まえると、10～12 月期は高成長が予想されることになる。但し、7～9 月期までの過去 4 四半期に置いて米国の成長の半分以上を占めてきた在庫投資が 10～12 月期は押し下げ寄与に転じる可能性が高い。そのため、現時点で当社は 10～12 月期の成長率が 2%台後半の、概ね 7～9 月期と同水準に留まると予想している。

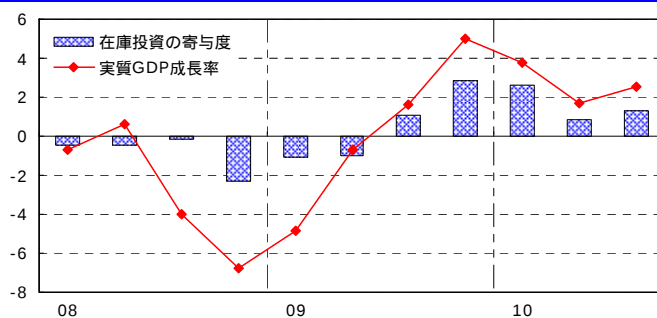
表面的な成長率は変わらないものの、10～12 月期の成長が質的に向上する点は評価できるだろう。在庫投資を除いた成長率は 10～12 月期の前期比年率 1.2%（確定値での予想は 1.4%）から 3%台後半へ一気に高まる見込みである。在庫投資による押し上げ寄与が成長率に占めるシェアが高まるのは、①減らしすぎた在庫水準を復元する場合、②将来の需要の急拡大に備えて在庫を一時的に大きく積み上げる場合、③予想外の需要急減により在庫が積み上がる場合の 3 つに分類できる。景気回復初期の 2009 年 10～12 月期及び 2010 年 1～3 月期の高い在庫寄与度（年率 2.8%Pt 及び 2.6%Pt）は①の典型例である。一方、7～9 月期の 1.3%Pt の高めの在庫寄与度は②か③による可能性が高い。10～12 月期の個人消費堅調が小売業界の予想通りだったとすれば②ということになるだろう。いずれにしろ、当社が予想する 10～12 月期の 2%台後半の成長率は在庫投資ではなく、最終需要によるものであり、見た目は変わらなくとも質的には大きな改善がある。

(3) 10～12 月期の個人消費は年率 3%で拡大

クリスマス商戦の好調などを受けて、10～11 月平均の小売業売上高は 7～9 月期を年率換算で 12.6%（7～9 月期前期比 3.3%）も上回り、極めて堅調である。ガソリン価格上昇によるガソリンスタンド売上高の急増を除いても二桁の拡大は変わらない。また、GDP 推計に用いられる「自動車と建設資材を除いた小売業売上高」も 7～9 月期より 8.7%高い水準にある（7～9 月期前期比 4.2%）。既に述べたように 10～12 月期の個人消費は前期比年率 3%の高い伸びが見込まれる。

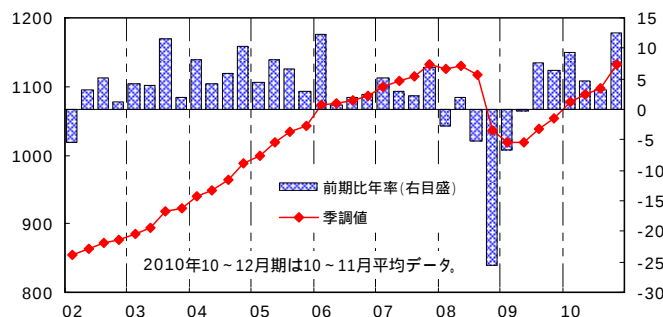
10～11 月平均の 7～9 月期対比について、内訳を見ると耐久財では自動車関連が 28.0%と好調な一方、電気製品（▲1.2%）や家具が低調である。報道等によると、電気製品はスマートフォンや iPad などの販売が伸びる一方、薄型テレビ販売が振るわない。こうした米国や欧州でのテ

実質GDP成長率と在庫投資（前期比年率、%、%Pt）



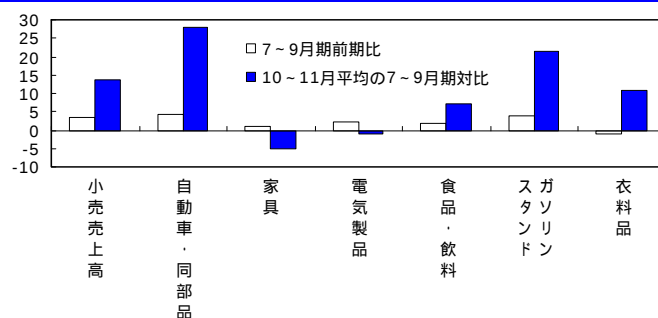
(出所) U.S. Department of Commerce

小売業売上高(10億ドル、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

小売業売上高の内訳（年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

レビ販売の伸び悩みも、世界的な IT・デジタル分野の調整の一因になっていると考えられる。一方、家具の落ち込みは住宅販売の低迷を反映したものであろう。非耐久財関連は総じて堅調であり、食品・飲料（7.2%）や衣料品（10.7%）が共に高い伸びを示した。

(4) 在庫積み増しが鈍化

企業在庫残高は 7～9 月期に前期比年率 14.0%と速いペースで拡大し、前述した 7～9 月期の在庫投資による大幅な成長率押し上げに繋がった。10～12 月期に入ってから在庫投資残高の増加は続いているが、その増勢は 9%程度まで鈍化している。こうしたストックベースの増勢鈍化を GDP に用いられるフローベースに換算すると、それは在庫投資額の縮小を意味する。10～12 月期に在庫投資額は縮小し、成長率を押し下げる方向に寄与する可能性が高い。

(5) 設備投資は低調

設備投資の大宗を占める機械投資の一致指標である、非国防資本財出荷（除く航空機）は 10 月に前月比▲1.3%と 9 ヶ月ぶりの減少に転じた。7～9 月期平均との比較でも 10 月は 1.1%低い水準に留まる（7～9 月期は前期比年率 10.2%増）。先行指標である同受注も 10 月に前月比▲4.3%と落ち込んでおり、GDP ベースの機械投資が 10～12 月期に、7～9 月期の前期比年率 16.8%から大きく減速する可能性が高まっている。

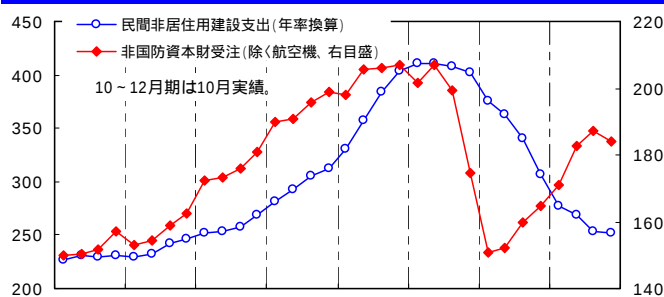
構築物投資の一致指標である民間非居住用の建設支出額は 10 月水準が 7～9 月期を年率換算で 1.5%下回った。建設支出額の減少ペースは 7～9 月期の▲20.5%から大きく鈍化したが、減少は止まっていない。10～12 月期の設備投資の伸びは 7～9 月期の前期比年率 10.3%から縮小が見込まれる。

(6) 住宅価格の下落が再開

米国の住宅市場では、全体の 9 割超を占める中古住宅市場において、在庫の積み上がりが顕著になっている。まず、統計で把握できる中古住宅在庫（Visible Inventory）が 389 万戸（当社試算の季節調整値）に達している。更に差し押さえ手続きの途中にあり中古市場へ今後放出されと考えられる隠れ在庫（Shadow Inventory）も考慮すると、在庫は合計で 600 万戸近くとなり、在庫率が 16.2 ヶ月と 1 年を大きく上回る⁴。

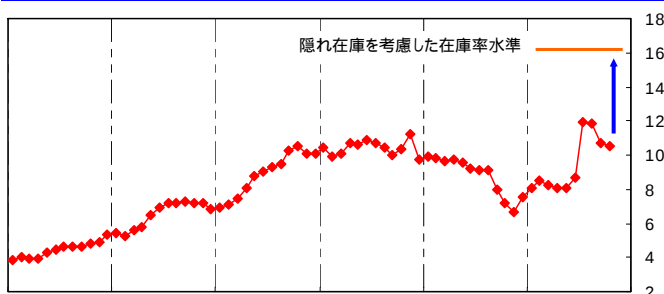
こうした高水準の在庫は、住宅市場の需給緩和を通じて、住宅価格に対する押し下げ圧力にな

設備投資関連指標の推移（10億ドル）



(出所) U.S. Department of Commerce

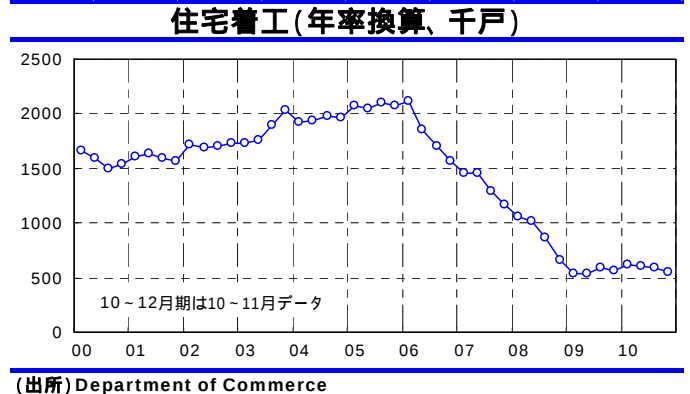
中古住宅在庫率（ヶ月）



(出所) NAR, CoreLogic

⁴ こうした住宅市場の問題の詳細については 12 月 17 日付 Economic Monitor「低迷が続く米住宅市場」を参照。

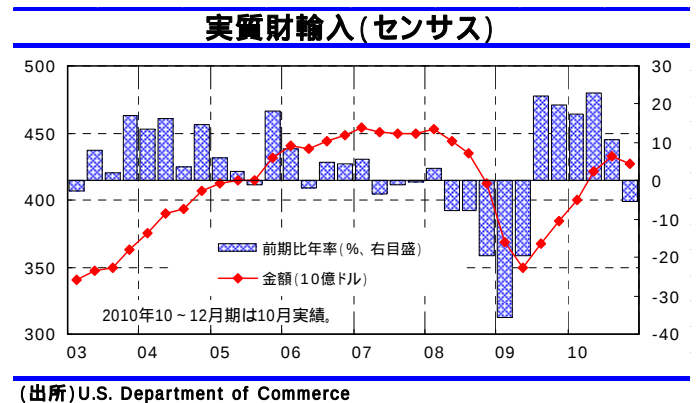
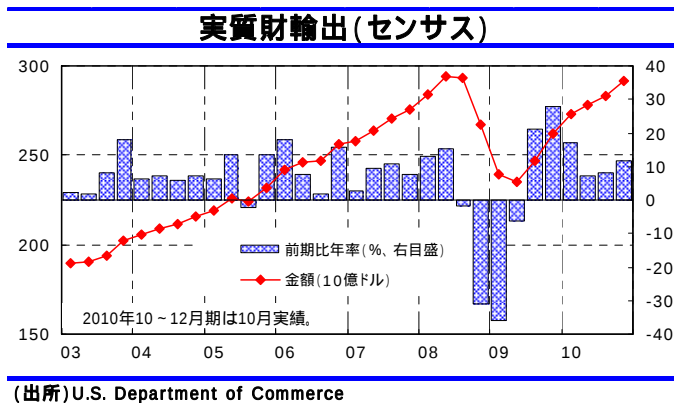
っている。FHFA（米連邦住宅金融庁）が試算している住宅価格指数⁵は季調値が4ヶ月連続で低下し、原系列の前年比も9月は▲3.4%までマイナス幅が拡大した。もう一つの代表的な住宅価格指数であるS&Pケース・シラー価格指数は、2010年前半までは税額控除措置による販売増加が寄与したこともあり幾分上昇していたが、足元では8月前月比▲0.2%→9月▲0.7%と再び下落に転じている⁶。隠れ在庫が今後、中古住宅市場に流入することを踏まえると、住宅価格は更なる下落が避けられない。



中古住宅市場の需給悪化は、新築住宅市場への圧迫を通じて、住宅建設にも悪影響を及ぼしている。新築住宅販売は7～9月期に前期比年率▲45.1%と4四半期連続で縮小した。10月の販売水準は7～9月平均を2%程度下回っており、10～12月期も横ばい近傍に留まると考えられる。新築住宅販売の低迷を受けて、住宅建設投資も振るわない。住宅建設の先行指標である住宅着工は4～6月期前期比年率▲9.4%→7～9月期▲11.4%と2四半期連続で減少した。11月は前月比3.9%と3ヶ月ぶりに増加したものの、10月に▲11.7%と大きく落ち込んだため、10～11月平均は7～9月期を年率換算で26.6%も下回っており、住宅着工は3四半期連続の減少を記録すると見込まれる。

(7) 輸出が勢いを強める

GDPベースの輸出は7～9月期に前期比年率6.3%に減速したが（4～6月期9.1%）、10～12月期は再び増勢を強めそうである。貿易統計によると、10月の財輸出は前月比4.2%（9月0.5%）と大幅に増加し、実質ベースでも3.3%の高い伸びを記録した。10月の実質財輸出の水準は7～9月期を年率換算で11.6%（7～9月期8.0%）上回っている。10月の7～9月期対比（(名目ベース、当社試算の季調値)で地域別動向を見ると、中国向けが年率114.0%と急拡大したほか、カナダ向け（10.5%）や日本向け（27.4%）、中南米向け（15.7%）向けなどほとんどの地域向けが好調である。ドル安が価格競争力の向上を通じて、輸出拡大に寄与しているものと考えられる。例外的に低調だったのは韓国向け（2.9%）や台湾向け（▲1.2%）であり、IT・デジタル分野の生産調整が影響したと推測できる。



⁵ FHFA 指数はファニーメイやフレディマックが証券化した相対的に信用力の高い物件のデータである。一方、S&P ケース・シラー価格指数には高額物件なども含まれる。

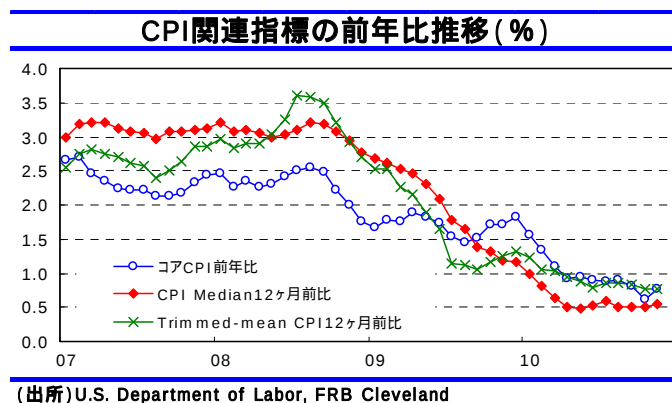
⁶ 20 都市ベースの季節調整値。

一方、10～12 月期の輸入は鈍化が予想される。背景にあるのは、7～9 月期の輸入を押し上げた在庫積み増し要因の剥落である。10 月の財輸入は前月比▲0.7%（9 月▲1.0%）と 2 ヶ月連続で減少した。実質財輸入も同じく 2 ヶ月連続の減少であり（9 月▲0.9%→10 月▲1.5%）、10 月水準は 7～9 月期を年率換算で 5.5%下回る。品目別の内訳を見ると、消費財（7～9 月期前期比年率 16.9%→10 月の 7～9 月期対比 10.2%）や資本財（15.5%→1.7%）の伸びが鈍化、生産財（1.6%→▲19.6%）は減少に転じている。純輸出の成長率に対する寄与度は 4～6 月期が前期比年率▲3.5%Pt、7～9 月期も▲1.8%Pt と 2 四半期連続で大幅なマイナスを記録したが、10 月までの動向を見る限りは 10～12 月期にはゼロ程度まで改善すると見込まれる。

(8) ディスインフレ懸念がやや和らぐ

米国ではディスインフレが続いている。但し、10 月データで高まったディスインフレの加速懸念は 11 月に幾分和らいだ。コア CPI（除く食料及びエネルギー）は 11 月に前月比 0.1%（10 月横ばい）と再び上昇し、9 月の 0.8%が 10 月に 0.6%へ低下した前年比も、11 月には 0.8%へ再び上昇している。CPI の基調的な動きを把握するのに有用な刈り込み平均（Trimmed-mean CPI）も前月比年率が 1.1%（10 月 0.6%）に高まり、前年比は 3 ヶ月連続で 0.8%を維持した。

需給ギャップの改善が引き続き緩慢なため、米国経済は低インフレ状態の長期化を余儀なくされるだろう。しかし、米国のインフレ期待が米国民ベース（ミシガン大調査では 3%弱）で安定し、債券市場ベースでは再び上昇していることを踏まえれば、米国経済が日本のようなデフレへ突入する可能性は高くない。



3. 金融政策：財政政策発動で QE2 が更に重要に

11月3日に QE2 (Quantitative Easing 2nd、量的緩和第二弾) を導入してから初めて、かつ 2010 年最後の FOMC (連邦公開市場委員会) が 12 月 14 日に開催され、Fed は現行の金融政策を据え置いた。すなわち、1)政策金利である FF 金利の誘導目標 0~0.25%、2)来年 6 月までに毎月 750 億ドル (累計 6000 億ドル) の国債買入、3)時間軸文言「長期に渡って FF 金利の異例な低水準を正当化 (to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period)」のいずれにも変更はない。金融政策判断の前提となる経済に関する判断を見ると、景気認識は若干前進したものの未だ「失業率低下には不十分なペース」に留まり、インフレ認識については若干ニュアンスが弱められた。Fed のデュアルマנדートである雇用と物価に照らせば、当然に金融緩和の継続が必要な状況と判断できる。

FOMCで投票権を有する地区連銀総裁は 1 年毎の輪番に基づき交代するため、緊急招集がない限り、現在の投票権者による FOMC は 12 月で最後となる (理事と NY 連銀総裁は常に投票権を有する)。投票権者の入れ替えにより、2011 年はタカ派の勢力が増す⁷。そのため、次回 1 月 25~26 日や次々回 3 月 15 日でタカ派が QE2 の縮小や早期終了を催促する可能性も否定はできない。しかし、財政政策の動きを考えると、それは妥当な選択肢とは考えにくい。

新たな減税措置がもたらす景気刺激により、Fed の金融政策に対する負担は幾分軽減される。しかし、米国をはじめとする先進国において、財政による追加景気対策は財政赤字や政府債務の拡大に直結する。ブッシュ減税延長等に関する合意を受けて、米国の長期金利は大幅に上昇したが、それは景気対策に対する期待のみならず、財政悪化に対する懸念も含んでいる。米国の財政規律に対する不安がある下では、財政負担が増す政策は金利上昇を招き、景気浮揚効果は圧縮される。タカ派の求めに応じ、Fed が性急に QE2 の縮小に動けば、金利は更に跳ね上がり、追加景気対策の効果は大幅に減じられる。財政による追加景気対策は、Fed の QE2 による長期金利の上昇抑制と相俟ってのみ、相応の効果を発揮しうる。つまり、財政対策が講じられても、Fed は QE2 を早期で打ち切ることはいできない。財政悪化が政府債務の積み上がりというかたちで長期に渡って残ることを考えると、財政対策が講じられる前よりも、Fed にとって QE2 からの出口戦略はより難解になったと言えるだろう。早過ぎる QE2 の終了が金利上昇を招くリスクがある一方、あまりに QE2 を過度に続けばインフレやマネタイゼーションへの懸念からやはり金利上昇に繋がってしまう。なお、適度なインフレ期待とインフレ懸念を峻別することは難しい。ただ、デフレを懸念する向きがあるほどに現実のインフレ率が極めて低く、かつ大幅な需給ギャップが残存していることを踏まえると、期待インフレ率の上昇に対して Fed は余裕をもって対処できるだろう。つまり、ビハインド・ザ・カーブ気味の金融政策が可能である。

当社では QE2 が 2011 年 6 月末から 1 四半期程度延長され、政策金利の引き上げは 2012 年末まで見送られるとの予想を提示している。財政による景気対策は、QE2 延長の可能性を若干後退させた。しかし、デュアルマンドートの充足や金利上昇抑制の観点に照らせば、QE2 の延長は引き続き必要と考えられる。金融政策見通しに現時点での変更はない。

⁷ FOMC の 2011 年の構成については 12 月 15 日付 Economic Monitor「財政政策発動で QE2 の重要性は寧ろ増すことに (12 月の FOMC)」を参照。

【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	2.5				
個人消費	0.9	1.9	2.2	2.8				
住宅投資	▲0.8	▲12.3	25.6	▲27.5				
設備投資	▲1.4	7.8	17.2	10.3				
政府支出	▲1.4	▲1.6	3.9	4.0				
輸出	24.4	11.4	9.1	6.3				
輸入	4.9	11.2	33.5	16.8				
経常収支(10億ドル)	▲100.9	▲109.2	▲123.2	▲127.2				
名目GDP比(%)	▲2.8	▲3.0	▲3.4	▲3.5				
	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	6.3	9.2	4.6	3.3	0.9	0.9	1.7	0.8
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.6	8.2	1.6	4.2	0.9	0.6	0.5	0.9
鉱工業生産	7.0	7.1	7.2	5.9	0.2	0.1	▲0.2	0.0
住宅着工件数(年率換算、千件)	565	617	602	588	614	601	534	555
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	10.1	5.1	1.8	▲4.3	
貿易収支(10億ドル)	▲105	▲114	▲133	▲134	▲47	▲45	▲39	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲122	▲127	▲144	▲149	▲52	▲50	▲45	
実質財輸出	27.9	17.2	7.4	8.0	▲1.3	▲0.1	3.3	
実質財輸入	19.9	17.6	23.1	10.8	2.0	▲0.9	▲1.5	
ISM製造業指数					56.3	54.4	56.9	56.6
ISM非製造業指数					51.5	53.2	54.3	55.0
失業率(%)	10.0	9.7	9.5	9.6	9.6	9.6	9.6	9.8
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲90	87	190	▲30	▲1	▲24	172	39
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	2.2	2.1
消費者物価(前年比、%)	1.4	2.4	1.8	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1
コア消費者物価(前年比、%)	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	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	0.25
2年債利回り(末値、%)	1.14	1.02	0.61	0.43	0.48	0.43	0.34	0.46
10年債利回り(末値、%)	3.84	3.83	2.93	2.51	2.47	2.51	2.60	2.80
ダウ工業株30種平均(末値)	10428	10857	9774	10788	10015	10788	11118	11006

(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。