

米国経済情報 2011 年 1 月号

Summary

[内 容]

1. トピックス

- (1) 米国経済のデフレリスクは後退
- (2) 失業率の低下に必要な雇用増は？

2. 経済動向

- (1) 10～12 月期は 2.8% 成長を予想
- (2) 雇用情勢は緩やかに改善
- (3) クリスマス商戦は絶好調
- (4) 純輸出が久方ぶりにプラス寄与
- (5) 設備投資は正常ペースへ減速
- (6) 在庫投資が成長率を押し下げ
- (7) 住宅価格の下落が続く

3. 金融政策

- QE2 完遂の可能性高まる

米国経済について楽観論が広がってきている。WSJ のサーベイによると 2011 年の成長率予想は昨年 12 月時点の 3.0% から最新 1 月調査では 3.3% へ引き上げられた。楽観論の底流にあるのは雇用情勢や企業景況感の改善だが、1 月の成長率予想引き上げに最も寄与したのは、クリスマス商戦の好調を受けた 2010 年 10～12 月期高成長への期待であろう。10～12 月期が高成長となれば 2011 年の成長のゲタが大きく高まる。

NRF の集計によると、2010 年のクリスマス商戦は前年比 5.7% と 2004 年以来の高い伸びを記録し、水準としても 2007 年を上回り過去最高を更新した。クリスマス商戦の好調を受けて 10～12 月期の個人消費は 4% 近い伸びが期待される。また輸出加速と輸入減速を受けて純輸出も 4 四半期ぶりに成長率にプラス寄与する見込みである。但し、消費拡大と輸入減少による当然の帰結でもあるが、在庫投資は 10～12 月期に縮小し、成長率を押し下げる。WSJ サーベイによると 10～12 月期の米国経済は 3.3% の高成長が予想されているが、当社では在庫投資の縮小が響き、2.8% 成長に留まると考えている。

今年 2011 年の米国経済を占う上で重要なのは、クリスマス商戦後の個人消費動向である。個人消費の持ち直しが続けば、2011 年は高成長が期待できる一方、失速すれば楽観論は後退を余儀なくされるだろう。

10～12 月期の住宅投資はリバウンドが見込まれる。しかし、差し押さえ物件の流入などにより住宅市場では需給悪化が鮮明となっており、そうした需給悪化を受けて住宅価格は再び低下へ転じている。

米国の雇用情勢は徐々に改善しているが、中期的な失業率の低下に繋がるには未だ不十分なペースである。デュアルマンデートの一つである雇用情勢の改善の不十分さを踏まえ、Fed 内部では QE2 を完遂すべきとの意見が勢いを増している。そのため、1 月 26 日の FOMC でも QE2 見直しの議論は進展しないと考えられる。

デュアルマンデートのもう一方であるインフレ率は低空飛行が続いている。但し、QE2 の実施を受けた期待インフレ率の高まりと賃金上昇の継続などが寄与し、米国経済がデフレに陥るリスクは後退したと考えられる。

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

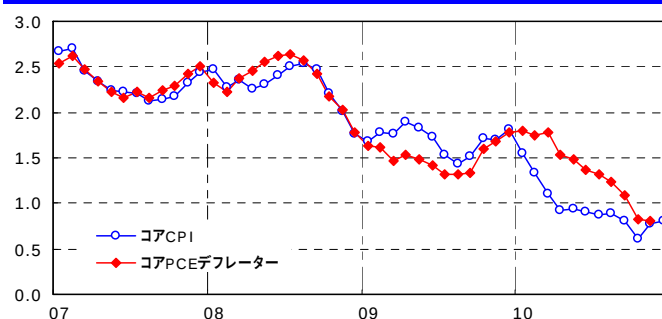
(1) 米国経済のデフレリスクは後退

米国のインフレ率は低空飛行が続いている。昨年12月の消費者物価指数は総合こそ前年比1.5%（11月1.1%）へ伸びが高まったが世界的なエネルギー価格上昇の影響が大きく、食料とエネルギーを除いたコアは11月に続く0.8%の低い伸びに留まった。また、Fedが重視するインフレ指標であるコアPCEデフレーター（個人消費支出デフレーター）も10月、11月は前年比0.8%と、Fedが物価安定とみなす1.7~2.0%を大きく下回る低水準にある。米国経済が低インフレに苦しんでいるのは確かである。しかし、その一方で米国経済がデフレに陥るリスクが後退しつつあるとの根拠も増えつつある。

第一に、長期的なインフレ動向を規定するインフレ期待が安定もしくは上向いている。ロイターとミシガン大学の調査による米国民の期待インフレ率は、1月に1年が3.3%と2008年10月以来の最高を記録し、長期の5年は4ヶ月連続で2.8%と安定推移が続いている。また、債券市場におけるインフレ期待を示すBEI（Break-Even Inflation rate）は10年物が昨年8月に1.6%程度まで低下した後、QE2（Quantitative Easing 2nd、量的緩和第二弾）を受けて12月には2.3%へ回帰した。

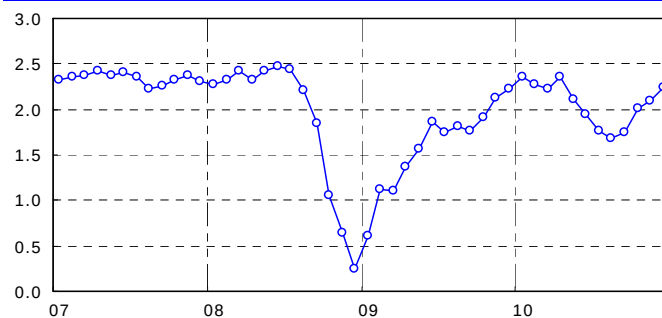
第二に、基調的なインフレ動向に改善の動きが見られる。前述のように前年比で見たインフレ率は低空飛行が続いているが、限界的な動きを示す前月比年率は、コアCPIが10月に▲0.1%まで落ち込んだ後11月1.2%、12月1.1%と持ち直し、コアPCEデフレーターも11月が1.0%（10月0.1%）に上昇した。いずれも前月比年率が前年比を上回っていることから、こうした限界的な持ち直しが継続すれば前年比の上昇にも繋がる。また、コアCPIやコアPCEデフレーター以外のインフレ基調を示す指標にも改善の動きが見られる。クリーブランド連銀が試算している刈り込み平均CPI¹（Trimmed-mean CPI、10月0.6%→11月1.1%→12月1.6%）やCPI中央値（Median CPI、10月1.1%→11月1.0%→12月1.7%）、ダラス連銀が試算している刈り込み平均PCEデフレーター（Trimmed-mean PCE Inflation Rate、10月0.2%→11月1.4%）のいずれも、前月比年率が11月もしくは12月に上向いた。

インフレ指標の推移（前年比、%）



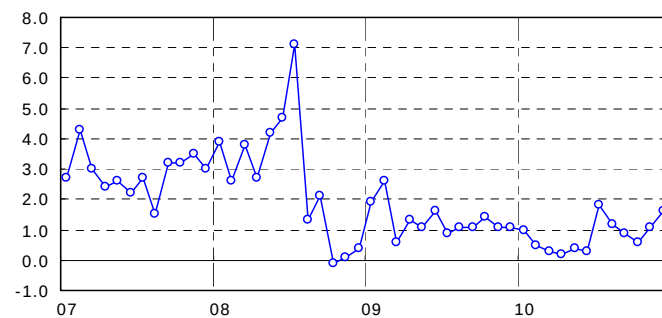
(出所) Department of Labor, Department of Commerce

BEIの推移（10年、%）



(出所) Bloomberg

刈り込み平均CPIの推移（前月比年率、%）

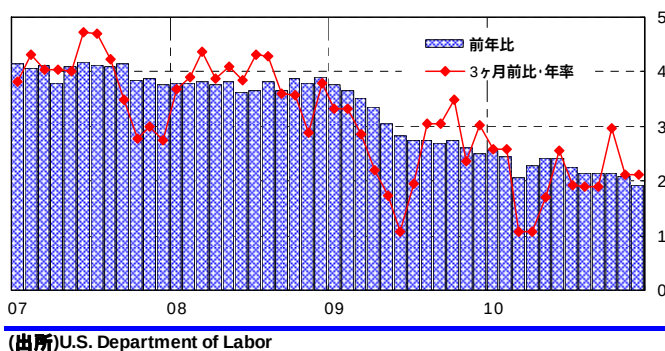


(出所) Fed Cleveland

¹ 刈り込み平均CPIは価格変動の大きい品目を一定割合除去して算出するコア指標であり、CPI中央値は物価変動率の中央に位置する品目を採用したコア指標である。

第三に、サービス価格の動向ひいてはインフレ率全体を規定する賃金下落局面入りを回避している。3ヶ月前比・年率ベースで見ると労働者全体の平均時給は12月に1.8%、労働者の5分の4を占める製造及び非管理労働者ベースでは2.1%と、共に上昇基調が続いた。雇用情勢の改善が未だ不十分なため、賃金の伸び加速までは現時点で期待できないが、賃金の上昇基調継続はサービス価格の下落回避に繋がり、ひいてはデフレを遠ざける。

平均時給の推移 (製造及び非管理労働者、%)



筆者は、第三に挙げた賃金動向を重視し、従来から米国経済がデフレに陥るリスクは小さいと主張してきた。ここに来て第一や第二の根拠が補強されたことで、デフレリスクは後退したとの認識が広がり、それは金融政策当局者にも共有されつつある模様である。12月のFOMC議事要旨には「複数の参加者はデフレリスクが幾分後退したと判断した²⁾」との記載が見られ、またバーナンキFed議長は、13日のFDIC (米連邦預金保険公社) 主催の会合において「デフレリスクがこれまでに大きく後退した³⁾」と明確に述べている。

(2) 失業率の低下に必要な雇用増は?

米国の失業率は2010年11月の9.8%から12月は9.4%へ大幅に低下した。但し、12月の失業率低下は若干割り引いて見る必要がある。12月は失業者が前月差▲55.6万人と急減し、失業率の大幅低下に繋がった。しかし、雇用者は+29.7万人の増加に留まっており、残り▲26.0万人の失業者減少は労働力人口の減少がもたらしている。雇用増加は事業所調査による雇用変動⁴⁾と整合的であり素直に評価するとしても、失業者急減の約半分が労働力人口の減少による点には留意が必要である。労働力人口が減少しなかった場合、12月の失業率は9.6%と小幅の低下に留まる。つまり、12月の失業率低下の半分は就業意欲を喪失した人々の労働市場からの退出によるものである。

後述する非農業部門雇用者数の増加ペース加速が示すように米国の雇用情勢は徐々に改善の勢いを強めつつある。2010年に米国の人口は202.8万人増加したが⁵⁾、これに2010年平均の労働力率64.7%を乗じると労働力人口は10.9万人/月の増加となる。10~12月期の非農業部門雇用者数の増加は13.0万人/月(国勢調査要因を除いたベース)と、そうした労働力人口の増加ペース10.9万人/月を上回っており、短期的な観点では雇用情

雇用情勢のシミュレーション

条件①人口は2010年のペースで増加
②2014年に労働力率は66.1%を回復
③300千人/月のペースで雇用者数が増加

	労働力率 (%)	労働力 人口増減 (千人/月)	雇用増減 (千人/月)	失業率 (%)
2009年	65.4	▲12	▲395	9.3
2010年	64.7	▲21	94	9.6
2011年	65.1	181	300	8.6
2012年	65.4	181	300	7.6
2013年	65.8	181	300	6.6
2014年	66.1	181	300	5.6

(出所) U.S. Department of Labor

² “[S]everal saw the risk of deflation as having receded somewhat”, Minutes of FOMC, December 14, 2010

³ “I think deflation risk has receded considerably”, Reuters, Jan 14, 2011

⁴ 米国では雇用統計は事業所調査と家計調査から構成される。非農業部門雇用者数は事業所調査により、失業率は家計調査により算出される。

⁵ 2009年平均と2010年平均の比較。2009年末と2010年末の比較では196.5万人増加。

勢が失業率の緩やかな低下が期待できるところまで回復してきた⁶。しかし、労働力率が金融危機前の66.1%⁷へ向けて回帰するとの仮定も加味した中期的な環境では、現在の雇用増加は失業率低下に全く不十分である。労働力率の金融危機前の水準への回帰を、2013年平均で達成する場合に労働力人口は20.3万人/月で、2014年平均で達成する場合には18.1万人/月で増加する。雇用増加がそうした労働力人口の増加ペースを上回ってはじめて失業者数は減少し、持続的な失業率低下に繋がる。少なくとも20万人/月のペースでの安定的な雇用増加が、失業率の中期的な低下には必要である。ちなみに、2014年に労働力率が66.1%まで戻り、2011年1月以降30万人/月のペースで雇用が増加するとの比較的楽観的な想定の下でも、失業率が5.6%と”Great Recession”以前の平常状態と考えられる5%近傍まで低下するのは2014年まで待つ必要がある⁸。

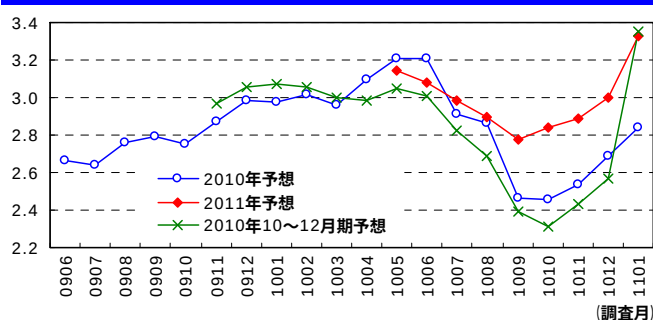
2. 経済動向

(1) 10～12月期は2.8%成長を予想

2010年10～12月期の実質GDP成長率は1月28日に一次推計値が公表されるが、現時点で当社は前期比年率2.8%（7～9月期2.6%）を予想している。Wall Street Journalの1月サーベイ⁹によるとエコノミスト予想は平均3.3%、レンジ2.4～5.0%であり、当社は弱気な部類に入る。需要項目については、後述するように個人消費が年率3.8%（7～9月期2.4%）へ加速し、純輸出もプラス寄与へ転じるものの（7～9月期▲1.7%Pt→10～12月期予想0.9%Pt）、在庫投資が▲2.1%Pt（7～9月期1.6%Pt）の大幅な押し下げに寄与し、成長率を押し下げると考えている。なお、GDP成長率については弱気だが、成長率のコアに当たる国内最終需要（GDP－在庫投資－純輸出）については大幅に加速したと判断している。国内最終需要は4～6月期の前期比年率4.3%が7～9月期に2.6%まで減速したが、10～12月期は4.1%程度まで再加速したと見込まれる。

株高なども寄与し、米国経済については楽観論が拡がりつつあり、前述のWSJサーベイでも2011年の成長率予想が昨年12月時点の3.0%から1月は3.3%へ大きく引き上げられた。こうした2011年の成長率を考える上で鍵となるのはクリスマス商戦明け、2011年1～3月期の個人消費動向であろう。10～12月期の個人消費の好調が1～3月期も持続すれば2011年の高成長が約束される。一方、クリスマス商戦の好調が、それまでの節約疲れの反動や値引き目当てに過ぎず、個人消費が1～3月期に減速すれば、2011年低成長の可能性が高まると言える。年明け1月の動向について、現時点でデータは殆ど無いが、米

WSJ成長率サーベイの推移 (%)



(出所) WSJ

⁶ 事業所調査による非農業部門雇用者数と家計調査に基づく雇用者数は、パラレルには変動しないため、厳密にはこの議論は成立しない。

⁷ 労働力率の、金融危機前5年間の平均（2003～2007年）が66.1%。それ以前を見ても、米国の労働力率は66～67%で安定推移してきた。なお、今後は高齢化が進む下で、労働力率が基調的に低下する可能性がある。

⁸ 失業率の2006年及び2007年平均はともに4.6%

⁹ “Economists Optimistic on Growth” Jan 14, 2011, WSJ

調査会社Gallupのサーベイ¹⁰によると1月上旬の消費支出は前年を大きく下回った模様である。

(2) 雇用情勢は緩やかに改善

2010年12月の非農業部門雇用者数は前月差+10.3万人と2ヶ月ぶりに10万人を超える増加幅を記録した。増加は公表系列で3ヶ月連続、国勢調査¹¹による増減の影響を除いたベースでは12ヶ月連続である。加えて、10月が3.8万人（前回+17.2万人→今回+21.0万人）、11月も3.2万人（+3.9万人→+7.1万人）、累計で7.0万人分も遡及して上方改訂され、10～12月期の雇用増は+12.8万人／月と遡及修正前の10～11月平均である10.6万人から大幅に高まった。

2010年通年で見ると、雇用者数は112.4万人、月平均では9.4万人増加した。国勢調査要因を除いたベースで四半期変動を見ると、1～3月期+6.3万人／月→4～6月期+10.6万人／月→7～9月期+8.1万人／月→10～12月期+13.0万人／月である。雇用者数の増加ペースは夏場に一旦減速したものの年末にかけて再加速しており、雇用情勢が改善基調にあることが読み取れる¹²。但し、トピックスで述べたように、10～12月期の雇用増加ペースは中期的な失業率低下を促すには未だ不十分である。

(3) クリスマス商戦は絶好調

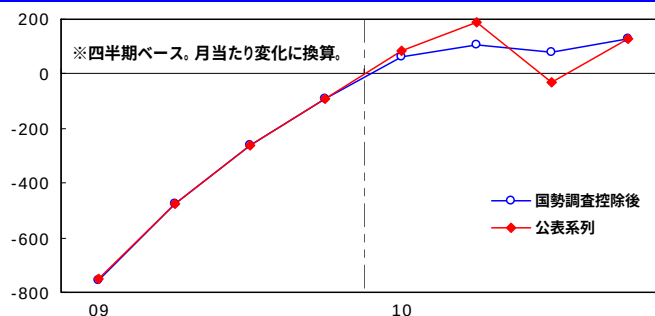
2010年のクリスマス商戦は極めて好調だった。NRFによると、2010年の商戦は前年比5.7%と、2004年以来の高い伸びを記録した。住宅バブル崩壊以降、クリスマス商戦は2007年1.8%→2008年▲3.9%→2009年0.4%と低調だったが、2010年は久方ぶりの高い伸びを示し、水準としても4620億ドルと2007年の4528億ドルを上回り、過去最高を更新している。品目別の内訳を商務省の小売業販売額統計（11～12月累計の前年比）で見ると、衣服・アクセサリ関連が9.1%（2009年1.3%）、スポーツ用品や書籍、音楽関連¹³も10.1%（2009年2.2%）と高い伸びを示したのが目立つ。一方、家電は1.1%（2009年▲3.2%）と低い伸びに留まった。価格下落を

雇用動向の推移

	雇用増減 (千人／月)	除く 国勢調査		失業率 (%)	労働力率 (%)
		民間部門 (千人／月)	民間部門 (千人／月)		
2009年	▲395	▲396	▲388	9.3	65.4
2010年	94	95	112	9.6	64.7
2010年	1～3月期	87	63	9.7	64.8
	4～6月期	190	106	9.6	64.9
	7～9月期	▲30	81	9.6	64.7
	10～12月期	128	130	9.6	64.5
2010年	10月	210	215	9.7	64.5
	11月	71	72	9.8	64.5
	12月	103	103	9.4	64.3

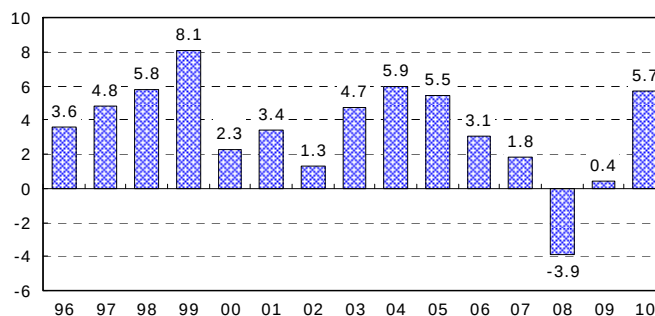
(出所)U.S. Department of Labor

非農業部門雇用者数の推移（月当たり変化、千人）



(出所)U.S. Department of Labor

2010年クリスマス商戦(前年比、%)



(出所)U.S. Department of Commerce, NRF

¹⁰ "U.S. Consumer Spending Down Sharply in Early January", Jan 13, 2011, Gallup.com

¹¹ 2010年は10年に一度の国勢調査が行われ、そのために政府部門で一時雇用が急増した。

¹² 国勢調査要因を除かなければ、1～3月期+8.7万人／月→4～6月期+19.0万人／月→7～9月期+▲3.0万人／月→10～12月期+12.8万人／月。

¹³ Sporting Goods, Book, Hobby & Music Stores

考慮すれば2009年9%→2010年10%程度となるが、それでも2010年に際立って伸びた訳ではない。スマートフォンやiPadなどのタブレット・コンピューターは好調だったが、テレビ販売は伸び悩んだ模様である。

クリスマス商戦の好調は雇用動向からも読み取れる。小売業の季節調整済雇用者数は10月+3.8万人→11月+▲1.9万人→12月1.2万人と推移し、10～12月期累計では+3.1万人の増加を記録した。季節調整済ベースで10～12月期に小売業の雇用者数が増加するのは2007年の+5.6万人以来である。こうした動きは季節調整を施す前の原系列で見ると一層明らかになる。米国の小売業はクリスマス商戦に備えて一時雇用を増やす季節性があり、2004～2007年は10～12月期に70万人強も雇用が増加していた。それが2008年は32.5万人、2009年も50.1万人の増加と低迷していたが、2010年は64.6万人と金融危機前に近いところまで回復しているのである。

2010年10～12月期はクリスマス商戦以外の消費支出も拡大した。新車販売台数（Light Vehicle）は10～12月期に前期比年率29.1%（4～6月期8.1%）と高い伸びを示し、水準も年率1,235万台と金融危機以降の最高を記録している。

こうしたクリスマス商戦の好調や新車販売の急増などを受けて、2010年10～12月期の個人消費は前期比年率3.8%（7～9月期2.4%）と2006年10～12月期の4.1%以来の高い伸びを記録したと予想される。

(4) 純輸出が久方ぶりにプラス寄与

純輸出（輸出－輸入）は2010年7～9月期まで3四半期連続で成長率を押し下げてきた。しかし、10～12月期は輸出の伸びが加速する一方、輸入は6四半期ぶりの減少に転じる可能性が高く、純輸出が久方ぶりに成長率を押し上げる見込みである。まず、実質財輸出は10～11月平均の7～9月期対比が年率換算で10.2%と7～9月期の前期比年率8.0%から伸びが高まっている。

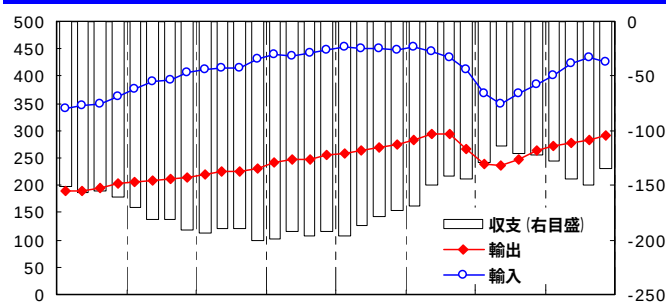
資本財（7～9月期前期比年率13.2%→10～11月平均の7～9月期対比年率4.1%）は減速したものの、生産財（0.1%→12.0%）や消費財（6.5%→15.6%）が好調だった。名目サービス輸出は5.4%（7～9月期9.5%）に減速したが、財輸出の加速が勝る見込みである。一方、実質財輸入は▲6.8%（7～9月期10.8%）と減少に転じている。石油関連が▲26.9%（7～9月期1.5%）と大幅減少に転じたほか、自動車関連（15.7%→▲18.6%）も振るわない。名目サービス輸入も伸びが鈍化した（12.0%→1.3%）。

純輸出は7～9月期に成長率を年率換算で▲1.7%Ptも押し下げたが、輸出加速と輸入減少を受けて10～12月期は0.9%Pt程度の押し上げ寄与に転じると、当社では予想している。

(5) 設備投資は正常ペースへ減速

設備投資は2010年10～12月期に減速した模様である。設備投資の60～70%を占める機器・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）は7～9月期の前期比年率10.2%から、

実質財収支の推移 (10億ドル)



(出所) US Census Bureau

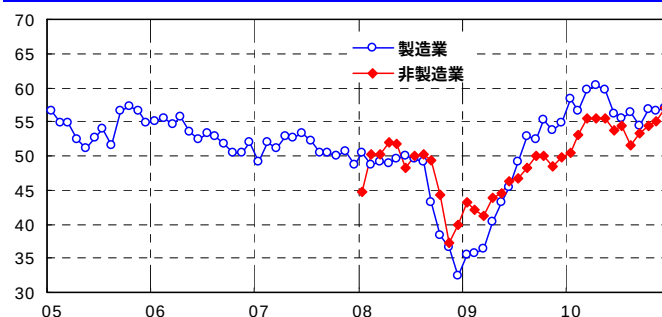
10～11 月平均の 7～9 月期対比では 2.5%へ大幅に減速した。機器・ソフトウェア投資は 7～9 月期まで 4 四半期連続で二桁の伸びを記録してきたが、10～12 月期は一桁台への減速が必至だろう。一方、設備投資の 3～4 割を占める構築物投資の一致指標である民間非居住建設支出は 10～11 月平均が 7～9 月期を 2.5%上回っており、10 四半期ぶりの拡大が視野に入っている¹⁴。但し、機器・ソフトウェア投資の減速を補えるほどの勢いはなく、設備投資全体は 7～9 月期の前期比年率 10.0%が、10～12 月期は 5%前後まで減速したと予想される。

設備投資の先行指標である非国防資本財受注も 10～11 月平均の 7～9 月期対比が 3.8% (7～9 月期 10.1%) まで鈍化しており、2011 年 1～3 月期も設備投資は低めの伸びが続くと見込まれる。但し、設備投資が失速したわけではない。そもそも、2010 年 7～9 月期までの設備投資の高い伸びはペンタアップ・ディマンド、つまりは金融危機に伴い先送りされてきた投資案件が顕現化したことによるところが大きく、景気全体の回復ペースから見れば上振れしていた。足元の設備投資の減速は、景気実勢に沿ったペースヘシフトチェンジする動きと理解すべきである。企業収益の拡大や ISM 指数 (2010 年 12 月は製造業が 57.0、非製造業も 57.1 の高水準) に示される景況感改善もあり、企業の設備投資意欲は回復へと向かっていると考えられる。実際、NY 連銀の調査によると将来の設備投資見通し DI は 2010 年 12 月も高水準を維持した。

(6) 在庫投資が成長率を押し下げ

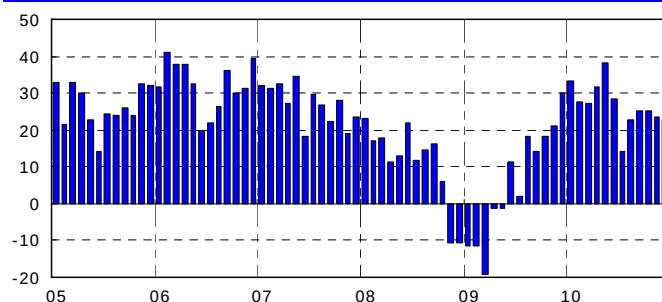
在庫投資は 2010 年 1～3 月期が年率換算で 440 億ドル、4～6 月期は 690 億ドル、2010 年前半の平均では 560 億ドルと、2004～2007 年における 510 億ドル／四半期の在庫投資に概ね一致する妥当なペースで行われてきた。しかし、7～9 月期に在庫投資は 1210 億ドルまで一気に加速してしまった。7～9 月期の在庫投資増加については、①将来の米国経済加速に沿った在庫水準の回復、②夏場の景気減速に伴う在庫積み上がり、などが理由と考えられる。いずれにしる在庫率の上昇は限定的であるため、大幅な在庫調整に繋がる懸念は小さい。ただ、大幅な在庫調整に繋がらないとしても、余程の高成長が続かない限り、7～9 月期の在庫投資ペースは持続不能である。実際、11 月までの月次在庫統計を見る限り、在庫投資は 10～12 月期に 2010 年前半と同程度まで減速した可能性が高い。在庫投資の加速は成長率を押し上げる一方、減速は押し下げに働く。2010 年 7～9 月期に

総合景況感 (PMI&NMI)



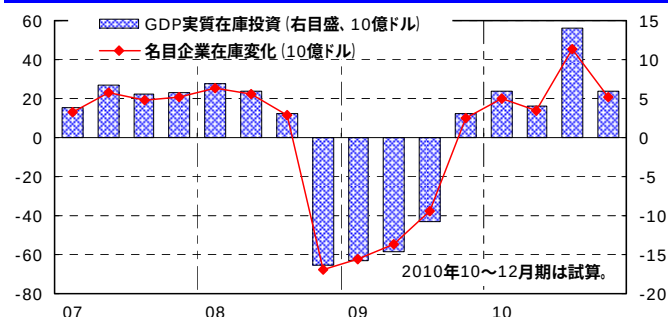
(出所) Institute of Supply Management

設備投資見通しDI (ゼロが中立)



(出所) NY Fed

在庫動向



(出所) U.S. Department of Commerce

¹⁴ 但し、同統計は遡及訂正が大きいいため、今後大幅に下方修正される可能性は否定出来ない。

在庫投資は成長率を年率で 1.6%Pt 押し上げたが、10～12 月期は 2%Pt 程度も押し下げに寄与する可能性が高い。

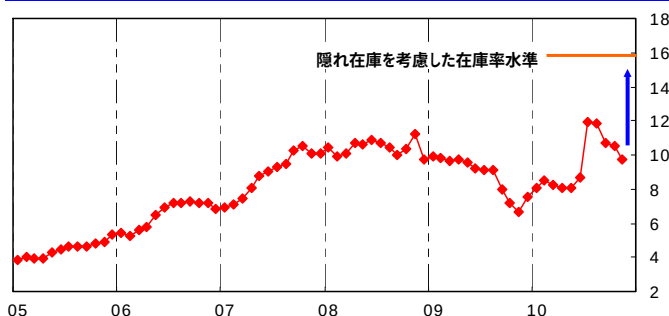
(7) 住宅価格の下落が続く

住宅購入者に対する税額控除が 2010 年 4 月末で終了したため、2010 年 7～9 月期の住宅投資は前期比年率▲27.3%（4～6 月期 25.6%）と大きく落ち込んだ。7～9 月期の急激な落ち込みから、10～12 月期の住宅投資はリバウンドが見込まれる。住宅建設の一致指標である民間居住建設支出は 10～11 月平均が 7～9 月期を年率換算で 11.5%上回っており（7～9 月期前期比年率▲35.0%）、また住宅投資にカウントされるコミッション収入も住宅販売の持ち直しにより拡大する見込みである（住宅販売は 7～9 月期前期比年率▲67.7%→10～11 月平均の 7～9 月期対比 39.4%）。但し、10～12 月期の持ち直しは 7～9 月期の急激な落ち込みの反動に過ぎず、10～12 月期の建設支出と住宅販売はともに金融危機以降のブービー、つまりは最悪だった 7～9 月期を上回るのみの極めて低い水準に留まる。

現在の米国住宅市場における最大の問題は、販売と在庫のバランスが大きく悪化していることである。住宅市場の 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止まらない。統計で把握できる中古住宅在庫（Visible Inventory）が昨年 11 月末時点で 379 万戸（当社試算の季節調整値¹⁵）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ると考えられる隠れ在庫（Shadow Inventory）も考慮すると、在庫が合計で 600 万戸近くに達し、在庫率は 16 ヶ月と 1 年を大きく上回ってしまう。こうした高水準の在庫は、住宅市場の需給緩和を通じて、住宅価格を下押ししている。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、税額控除措置による販売増が寄与したこともあり、2010 年 2 月以降 8 ヶ月連続で前年比プラスを記録していたが、10 月には▲0.8%と再び下落に転じた。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。

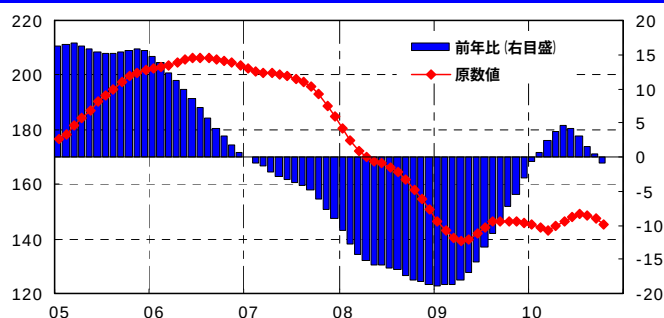
こうした中古住宅市場の需給悪化は、新築住宅市場への圧迫を通じて、住宅建設にも悪影響を及ぼす。2011 年の住宅建設は方向としては改善に向かうものの、その改善ペースは極めて緩慢なものに留まるだろう。2010 年の住宅着工戸数は 59 万戸程度¹⁶だったが、当社は 2011 年も 66 万戸程度（前年比 13%）の低水準に留まると予想している。ちなみに住宅バブルが生じる前 1990 年代後半の住宅着工戸数は平均で 150 万戸程度であった。

中古住宅在庫率（ヶ月）



(出所) NAR, CoreLogic

S&P CASE-SHILLER住宅価格指数20都市 (2000年1月=100)



(出所) Bloomberg

¹⁵ 中古住宅在庫については季節調整値が公表されていない。そのため本稿では独自に季節調整を施した上で分析している。

¹⁶ 1～11 月の平均。

3. 金融政策：QE2 完遂の可能性高まる

2011 年最初の FOMC が 1 月 26 日に行われる。焦点は、最新の景気動向を受けた QE2 の見直し検討の有無である。フィラデルフィア連銀プロッサー総裁（2011 年 FOMC での投票権有）が「QE2 によりインフレリスクが高まる」と警告し、リッチモンド連銀ラッカー総裁（無）も「今後数カ月間の経済動向次第では資産購入計画の再評価もありうる」と発言するなど、タカ派の一部からは既に資産購入額縮小を求める発言が寄せられている。しかし、同じタカ派のダラス連銀フィッシャー総裁（有）が「資産購入プログラムは完全に実施されると考えている」として QE2 完遂を容認する姿勢を示し、タカ派寄りと見られていたミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁（有）が「デysinフレと高失業率の継続の下で、金融引き締めを開始する時期ではない」とハト派的な発言を行うなど、タカ派による QE2 縮小の主張はやや力不足でもある。

一方、ハト派や中道派は、QE2 は完遂が当然との認識で概ね一致している。ハト派のシカゴ連銀エバンス総裁やボストン連銀ローゼングレン総裁が受入れられないほどの高失業率の下では金融緩和の継続との見解を示し、中道と考えられるタルーロ理事などもそうした見解に概ね同調した。バーナンキ議長が 13 日の FDIC 主催の会合において、経済見通しの上方修正を示唆しつつも現在の雇用拡大ペースは失業率の低下には不十分として、ハト派的な認識を示したことを踏まえれば、現在の Fed 内部のパワーバランスは QE2 の完遂に大きく傾いていると判断できよう。

では QE2 が完遂された場合の効果とリスクを Fed はどう認識しているのか。ASSA（Allied Social Science Association、社会科学協会連合）の年次総会において、イエレン Fed 副議長が QE2 の効果に関して経済モデルによる試算を示した¹⁷。その試算によると、一連の資産購入プログラム¹⁸により米国の雇用者数は 2010 年末段階で 180 万人押し上げられており、「一定の前提」を置くと、押し上げ効果は 2012 年末に 300 万人を超え、ピークに達する。同じくコア PCE デフレーター上昇率も 1%Pt 程度押し上げられている。ちなみに、「一定の前提」というのは、QE2 の完遂と Fed の資産残高の 2012 年半ばまで 1 年間の維持である（2012 年半ば以降は 5 年かけての試算残高圧縮が想定されている）。

試算が示す今後 2 年間での追加的な 120 万人の雇用増加（180 万人→300 万人）を単純に 2 年（24 ヶ月）で分割すると 5 万人／月となる。トピックスで示したように「30 万人／月の雇用増加で漸く失業率が 5% 台へ低下すること」を踏まえれば、5 万人／月程度の雇用創出が景気過熱やインフレ昂進をもたらすとは考えにくい。また、1%Pt のインフレ率押し上げについては、現在のコア PCE デフレーターが前年比 0.8% に留まることを踏まえれば資産購入プログラムなかりせば米国経済はデフレに陥っていたと言えと同時に、1%Pt の押し上げ程度ではインフレ昂進には繋がらないとも判断できる。当然ながら、こうした Fed の試算に対しては経済学者から批判が浴びせられているが、その多くは QE2 の効果を過大評価しているとの内容である（他に QE2 が次の金融不均衡ももたらすとの批判もある）。本稿では QE2 の効果に関する経済学論議に立ち入らないが、単純に考えて、批判の多くは Fed に追加の金融緩和を促しはしても、QE2 の早期終了には繋がらないように思われる。

¹⁷ 講演は、サンフランシスコ連銀のスタッフ・エコノミストが執筆したリサーチペーパー“[Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?](#)”に基づいている。

¹⁸ 一連の資産購入プログラムとは、①2009 年からの QE1（MBS や国債の買入）、②2010 年 7～9 月期からの MBS 償還資金の BS 規模維持のための国債再投資、③2010 年 11 月からの QE2。

【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	2.6				
個人消費	0.9	1.9	2.2	2.4				
住宅投資	▲0.8	▲12.3	25.6	▲27.3				
設備投資	▲1.4	7.8	17.2	10.0				
政府支出	▲1.4	▲1.6	3.9	3.9				
輸出	24.4	11.4	9.1	6.7				
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				
	Q1-10	Q2-10	Q3-10	Q4-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-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	9.6	4.6	3.3	14.0	0.9	1.6	0.8	0.6
除く自動車、ガソリン、建設資材等	8.3	1.6	4.2	7.3	0.6	0.5	0.8	0.2
鉱工業生産	7.1	7.2	6.5	2.4	0.3	▲0.1	0.3	0.8
住宅着工件数 (年率換算、千件)	617	602	588		601	534	555	
ホームビルダー市場指数					13	15	16	16
非国防資本財受注 (除く航空機)	15.1	30.8	10.1		1.8	▲3.2	2.6	
貿易収支 (10億ドル)	▲114	▲133	▲134		▲45	▲38	▲38	
実質財収支 (10億ドル、2005年基準)	▲127	▲144	▲149		▲50	▲45	▲45	
実質財輸出	17.2	7.4	8.0		▲0.1	3.2	▲0.6	
実質財輸入	17.6	23.1	10.8		▲0.9	▲1.8	▲0.1	
ISM製造業指数					54.4	56.9	56.6	57.0
ISM非製造業指数					53.2	54.3	55.0	57.1
失業率 (%)	9.7	9.5	9.6	9.4	9.6	9.7	9.8	9.4
非農業部門雇用者数 (前月差、千人)	87	190	▲30	128	▲24	210	71	103
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金 (12ヶ月前比、%)	2.3	2.4	2.2	2.0	2.1	2.1	2.1	1.9
消費者物価 (前年比、%)	2.4	1.8	1.2	1.3	1.1	1.2	1.1	1.5
コア消費者物価 (前年比、%)	1.3	0.9	0.9	0.7	0.8	0.6	0.8	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、%)	1.02	0.61	0.43	0.61	0.43	0.34	0.46	0.61
10年債利回り (末値、%)	3.83	2.93	2.51	3.29	2.51	2.60	2.80	3.29
ダウ工業株30種平均 (末値)	10857	9774	10788	11578	10788	11118	11006	11578

(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。