

米国経済情報 2011年2月号

Summary

【内容】

1. 米国経済の見通し
 - (1) 10～12月期は3.2%成長へ加速
 - (2) 二次推計で3.6%へ上方改訂を予想
 - (3) 2011・2012年は潜在成長率を若干上回るペースで拡大
 - (4) Fedは2012年に引き締めへ転換
2. ピックス
 - (1) 個人消費拡大の基盤が整いつつある
 - (2) 雇用統計における乖離を読み解く
3. 直近の経済動向
 - (1) 個人消費は1月に減速
 - (2) 住宅市場の回復は鈍い
 - (3) 企業景況感は改善継続
 - (4) 新興国高成長の恩恵で輸出が増加
 - (5) デフレリスクは去った
4. 金融政策動向
 - (1) QE2は完遂へ
 - (2) 商品相場上昇でも低インフレが続く

米国経済は昨年10～12月期に3.2%成長は加速した。自動車販売の急増やクリスマス商戦の好調を受けた個人消費の拡大が主因である。二次推計では、構築物投資や輸出の修正により更に3.6%まで上方改訂される可能性がある。

未だ過剰債務問題は残るものの、個人消費の持続的拡大に向けた基盤は整いつつあるため、米国経済は2011年以降も潜在成長率を上回るペースでの成長を続ける見込みである。但し、2010年の成長に貢献した在庫投資や政府支出の要因は減退するため、高成長は期待できないだろう。成長率予測は2011年2.8%、2012年2.9%である。

期待インフレ率の上昇と賃金の上昇継続により、米国経済のデフレリスクは明確に減退している。潜在成長ペースを上回る成長により、コアCPI上昇率も2010年1.0%が2011年1.1%、2012年1.4%へと徐々に高まるだろう。

米国経済が底堅さを増し、デフレリスクも後退する下で、QE2は延長されない見込みである。タカ派はQE2の早期終了を求める声を強めると考えられるが、バーナンキ議長は予定通り6月まで継続する可能性が高い。QE2による買入終了後も、インフレ率と失業率がデュアル・マンドートを引き続き満たさないため、Fedはバランスシート残高を半年から1年程度高水準とし、緩和効果を保持すると考えられる。その後、バランスシートの圧縮へ踏み切り、利上げへと移っていく。当社では、Fedが利上げに踏み切る時期を2012年半ばから後半と予想する。

1月の雇用統計は非農業部門雇用者数が小幅増加に留まる一方で、失業率が大幅に低下するなど、事業所調査と家計調査が大きく乖離した。加えて、失業率の低下も表面的には、労働市場からの退出による要因が大きいため、雇用情勢の回復が止まったかのような印象を受ける。しかし、非農業部門雇用者数の低迷は大雪という天候要因が大きく、また失業率低下も統計補正要因を考慮すれば、雇用増加による失業率低下と素直に解釈することができる。雇用情勢の回復は継続していると判断すべきであろう。

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. 米国経済の見通し

(1) 10～12 月期は 3.2% 成長へ加速

2010 年 10～12 月期実質GDP成長率の一次推計値 (Advance Estimate) は前期比年率 3.2%と、前期 7～9 月期の 2.6%から伸びが高まった¹。牽引したのは個人消費である。10～12 月期に個人消費は前期比年率 4.4%(7～9 月期 2.4%)と急拡大、成長率を 3.04%Pt も押し上げた。自動車関連支出が 45.1%と驚異的な伸びを記録したことを受けて耐久財消費が 21.6% (7～9 月期 7.6%)と急増、個人消費拡大の半分近くを占めた。また、クリスマス商戦の好調²を反映して非耐久財消費も 5.0% (7～9 月期 2.5%)に伸びを高め、サービス消費も医療関連を中心に安定的な拡大を示している (7～9 月期 1.6%→10～12 月期 1.7%)。

他の需要項目で目を引くのは、純輸出が前期比年率 3.44%Pt (7～9 月期▲1.70%Pt)も成長率を押し上げたことである。プラス寄与は 4 四半期ぶりである。但し、内訳を見ると、輸出の伸び拡大 (7～9 月期 6.8%→10～12 月期 8.5%)による寄与は限定的で、輸入の大幅減少 (7～9 月期 16.8%→10～12 月期▲13.6%)による押し上げ寄与が大きい。輸出寄与 1.04%Pt に対し、輸入寄与は倍以上の 2.40%Pt である。こうした輸入減少は、在庫投資額の 7～9 月期 1,214 億ドルから 10～12 月期 72 億ドルへの大幅縮小 (成長率に対する寄与度は▲3.70%Pt) に対応している。7～9 月期は在庫投資の急拡大に伴い、輸入も急増したが、在庫復元が概ね終了したことを受けて 10～12 月期は共に急縮小へ転じた。

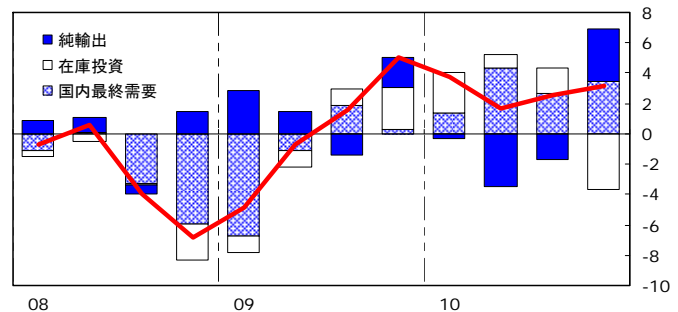
(2) 二次推計で 3.6% へ上方改訂を予想

GDP統計の一次推計値は 12 月分の統計が出揃う前に公表されるため、一部データについては商務省による仮定を用いている。その後発表された統計では 12 月の輸出と民間非居住建設支出が仮定から上振れしており、純輸出寄与と民間非居住構築物投資は上方修正が見込まれる³。その結果、当社では 2 月 25 日公表の二次推計値において、10～12 月期の成長率が一次推計値の 3.2%から 3.6%へ上方改訂されると予想している。以下に述べる成長率見通しに際しては、この改訂予想も加味している。

(3) 2011・2012 年は潜在成長率を若干上回るペースで拡大

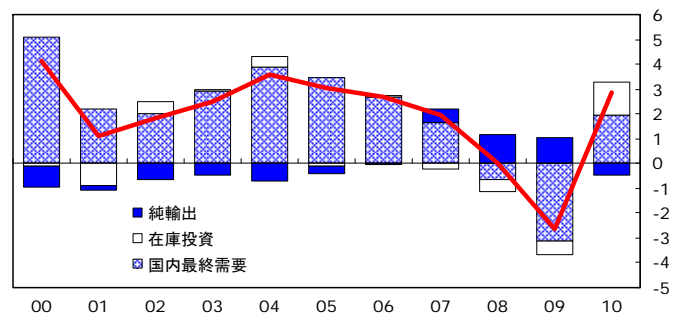
2010 年暦年の米国経済は 2.9% (2008 年 0.0%、2009 年▲2.6%) と 3 年ぶりのプラスに転じた

実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)



(出所) Department of Commerce

実質GDP成長率の暦年推移(前年比%、%Pt)



(出所) Department of Commerce

¹ 10～12 月期成長率の詳細については 1 月 31 日付 Economic Monitor「米経済は消費拡大により 3.2%成長へ加速 (10～12 月期成長率)」を参照。

² クリスマス商戦については 1 月 18 日付の「米国経済情報 2011 年 1 月号」を参照。

³ 他に小売業売上高の下方修正により個人消費はは下方修正が見込まれる。

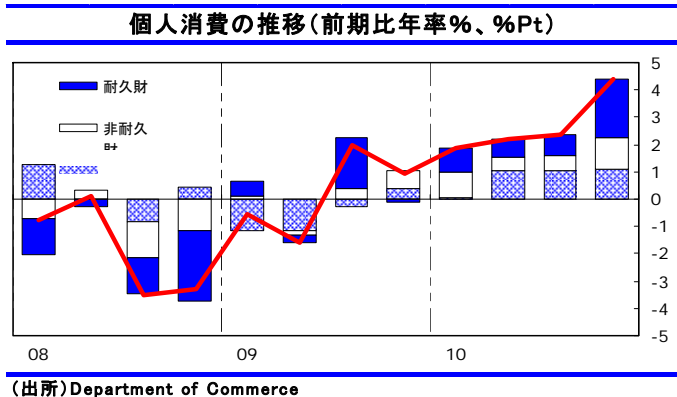
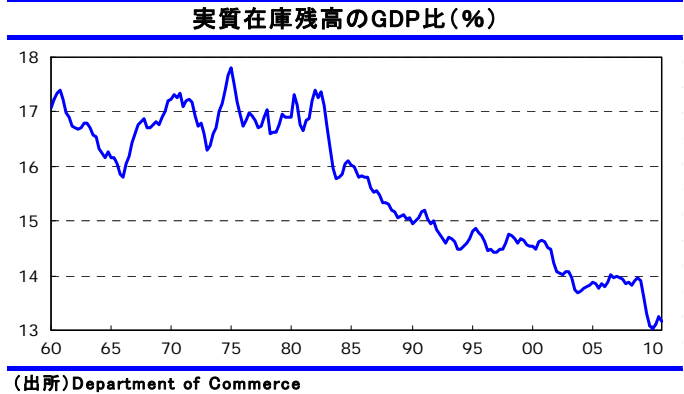
(一次推計段階、二次推計予想加味せず)。10～12月期の堅調な個人消費を踏まえれば、2011・2012年には成長加速が期待できると行きたいところである。但し、2011年以降の成長を考える上では幾つか留意点がある。

第一に、2010年は在庫復元の効果が成長率を大きく押し上げた点である。在庫投資の寄与は1.38%Pt(2009年▲0.55%Pt)と成長率の約半分にも達し、在庫投資を除けば2010年の成長率は1.5%、在庫投資と連動して輸入も変動することを考慮し国内最終需要(GDP-在庫投資-純輸出)で見ても、成長率は1.9%に留まる。在庫率(在庫残高/実質GDP)を見ると、金融危機前の14%前後が金融危機以降は13%程度へ低下している。7～9月期に在庫率が13.3%へ上昇した後、在庫投資抑制により10～12月期に13.2%へ押し下げられたことから察するに、米国企業は適正と判断する在庫投資の水準自体を13%程度まで引き下げた可能性が高い。過去20年を見ても、在庫率は技術進歩やショックによる低下を経た後、元の水準に戻ってはいない。在庫投資は2011年1～3月期こそリバウンドが見込まれるものの、既に在庫率が概ね適正水準に近い水準にあるため、以後は大幅な押し上げ寄与は期待できない。

第二に、ARRA(米国再生・再投資法)による政府支出拡大が2011年は減速する点である。もちろん、昨年末のオバマ大統領と共和党の合意に基づく給与税引き下げや投資減税などの新たな対応は講じられているが、そうした措置は直接的な政府支出ではなく、家計向けにしる企業向けにしる、民間主体の行動に委ねられる部分が多い。結局のところ、在庫投資や政府支出による押し上げ分を埋めるだけの支出拡大を民間部門が行うか否かに依存する。

従って、2011年以降の成長率は、こうした成長率押し上げ要因の剥落を、民間最終需要が上回るか否かが鍵を握る。民間最終需要のうち、住宅投資は住宅市場の需給が改善しない下で大幅な拡大は期待できない(住宅着工の当社予想は2011年60.2万戸→2012年67.4万戸)。また、設備投資も2010年7～9月期までのpent-up・ディマンドが剥落しつつあるため、投資減税の効果を加味しても、大幅な加速は期待しにくい。結局のところ、2011年以降に加速が期待できるのは個人消費だけと言える。

当社では、後述するように個人消費拡大のための環境は整いつつあると判断している。ただ、10～12月期の前期比年率4.4%もの高い伸びは持続可能でない。10～12月期の高い伸びには、これまでの節約疲れに伴う反動や、クリスマス商戦のディスカウントを狙った大量購入が相当に影響したと推測される。1～3月期以降はそうした一時的な要因が剥落する。個人消費は2011年も緩やかな拡大を続け、住宅ローンの過剰債務問題に目処がつく2011年後半には増勢が強まると考えられる。しかし、それでも在庫投資や政府支出による押し上げ



剥落の影響を補うのが精一杯であろう。

以上を踏まえ、米国経済の成長率を 2011 年 2.8%、2012 年 2.9 と予想する。2010 年の 2.9% を含め、2% 台半ばと考えられる潜在成長率を若干上回る程度の成長が 3 年続く見込みである。通常の景気循環では、景気後退から景気回復に転じた直後には 4~5% の高成長を記録することが多い。しかし、今回は金融危機により過剰債務という構造問題が生じたために、2010 年は 2.9% 成長に留まった。言い換えれば、構造問題の調整に、景気回復直後のジャンプアップが費やされてしまったのである。そのため、米国経済は高成長を経ることなく平常モードへ移行する。

インフレ率を左右する賃金は緩慢ながら上昇基調を維持し、Fed の QE2 を受けて期待インフレ率も上昇しており、米国経済のデフレリスクは明確に後退した。但し、2011 年以降も潜在成長率を若干上回る程度の成長に過ぎないため、需給ギャップの縮小は緩慢なものに留まり、インフレ率は緩やかな上昇に留まる。

コア PCE デフレーターは 2011 年 1.0% →

2012 年 1.4%、コア CPI も 2011 年 1.1% → 2012 年 1.4% の低い伸びに留まると予想する。

(4) Fed は 2012 年に引き締めへ転換

米国経済が底堅さを増し、雇用情勢も水準こそ低いが見込みが回復基調が明確となる下で、QE2 は延長されず、終了する可能性が高まっている。但し、インフレ率と失業率が共にデュアル・マニフェストを満たさない状況は続くため、Fed が早い段階で金融緩和を巻き戻すことは難しい。Fed は雇用とインフレの状況を注視しつつ、バランスシート残高を QE2 の終了後、半年から 1 年間はそのまま維持するだろう。その後、「MBS 償還資金による国債買入」の中止を経て、国債償還や売却によるバランスシートの積極的な圧縮に踏み切る見込みである。その際には、リバースレポなどの資金吸収手段も併用されると考えられる。そうした非伝統的な政策の巻き戻しが軌道に乗った後（完了する必要はない）、Fed は漸く伝統的な金融政策である政策金利の引き上げに移る。当社ではそのタイミングを 2012 年半ばから後半と予想している。

米国経済の推移と予測(暦年)

前年比, %, %Pt	2009 予想	2010 実績	2011 予想	2012 予想
実質GDP	▲2.6	2.9	2.8	2.9
(Q4/Q4)	0.2	2.9	2.7	3.0
個人消費	▲1.2	1.8	2.6	2.5
住宅投資	▲22.9	▲3.0	4.7	16.9
設備投資	▲17.1	5.6	8.4	8.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.6)	(1.3)	(▲0.2)	(0.0)
政府支出	1.6	1.1	▲0.4	▲1.0
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.5)	(0.3)	(▲0.1)
輸出	▲9.5	11.9	7.9	7.7
輸入	▲13.8	12.6	4.4	6.8
名目GDP	▲1.7	3.8	3.6	3.8
失業率	9.3	9.6	9.4	8.5
(Q4)	10.0	9.6	9.2	8.0
雇用者数(月変化、千人)	▲422	76	220	277
経常収支(10億ドル)	▲378	▲475	▲466	▲490
(名目GDP比、%)	▲2.7	▲3.2	▲3.1	▲3.1
貯蓄率(%)	5.9	5.8	5.7	4.4
PCEデフレーター	0.2	1.7	1.4	1.4
コアPCEデフレーター	1.5	1.3	1.0	1.4
(Q4/Q4)	1.7	0.8	1.3	1.4
消費者物価	▲0.4	1.6	1.5	1.4
コア消費者物価	1.7	1.0	1.1	1.4

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

2. トピックス

(1) 個人消費拡大の基盤が整いつつある

住宅バブルの崩壊により米国の家計部門は過剰債務という構造問題を抱え込んでいるはずである。それにも関わらず、個人消費がいち早く回復の動きを強めている。米国の個人消費を取り巻く環境について改めて検討する。

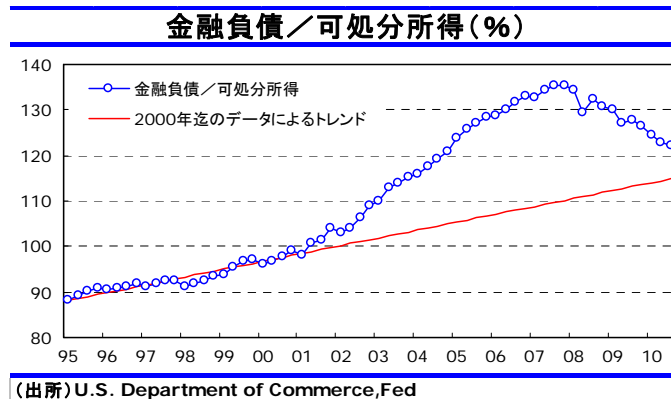
家計は労働の対価として所得を得て、貯蓄するか消費に振り向ける。そのため、個人消費の先行きを考える上では雇用所得の動向と、その所得を消費するか貯蓄するかを選択が重要である。まずは、構造的な要因が作用する消費か貯蓄かの選択、端的には貯蓄率の動向を考える。

貯蓄率は a) ライフサイクル仮説から必要となる将来に備えた家計の純資産額と b) 金融の利用可能性により決定される部分が大きい。前者は、ライフサイクル仮説において家計がリタイア後の生活に備え、一定の純資産額を保有（貯蓄）するとの前提に立ち、純資産額が目減りすれば貯蓄を積極化し、逆に増加すれば抑制すると考える。一方、後者は金融技術の進歩や金融機関の貸出態度によっても、貯蓄率が変動することを意味する。

まず純資産額だが、これは資産から負債を控除したものである。金融バブルの発生前であれば、ネットの純資産額のみを分析すれば十分であったかも知れない。しかし、過剰な住宅ローンを抱える家計が多い現在は、資産と負債を分けて分析すべきだろう。純資産が拡大しても、過剰債務問題が未解決のままでは個人消費が抑制される可能性が高いためである。

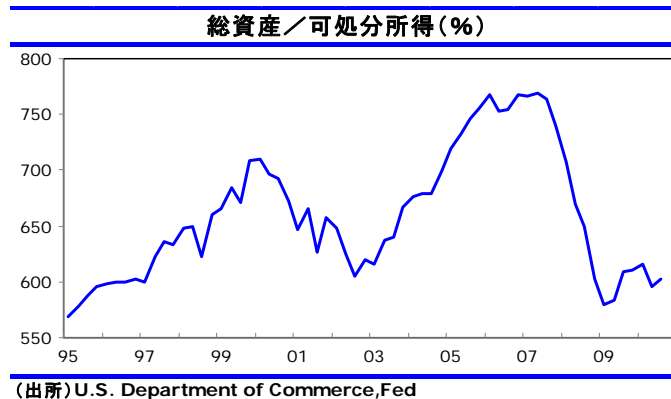
過剰債務問題は残存

過剰債務度合いを考える上でメルクマールとなる「可処分所得に対する金融負債の比率」は 2007 年末の 135.2% をピークに下落へ転じ、2010 年 9 月末に 122.1% まで低下した。しかし、住宅バブルが生じる前、2000 年迄のトレンドに基づき算出した妥当な水準である 115% を大きく上回ったままである。同比率が低下し、過剰債務問題が解決する時期を当社は 2011 年末と予想している。それまでは過剰債務が貯蓄率の上昇要因になる。



保有資産はボトムアウトしたが

家計の保有資産について可処分所得に対する比率を見ると、2009 年 3 月末の 580% をボトムに幾分水準を戻した後、現在は一進一退である。住宅価格の低下により有形資産の価値は減少が続いているが、金融資産は株高により 2009 年 3 月末をボトムに反転した。可処分所得に対する保有資産の比率は 2009 年 3 月末から 2010 年 9 月末までに 23.4%Pt 上昇したが、内訳は有形資産が 10.4%

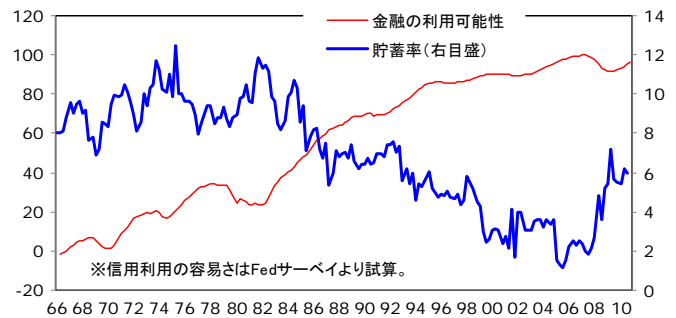


Pt 押し下げ、金融資産は 33.8%Pt の押し上げである。2010 年末データは未公表だが、株高により金融資産が拡大した一方、住宅価格が下落ペースを早めたため、保有資産全体の価値は横ばい程度に留まる。

金融の利用可能性は改善

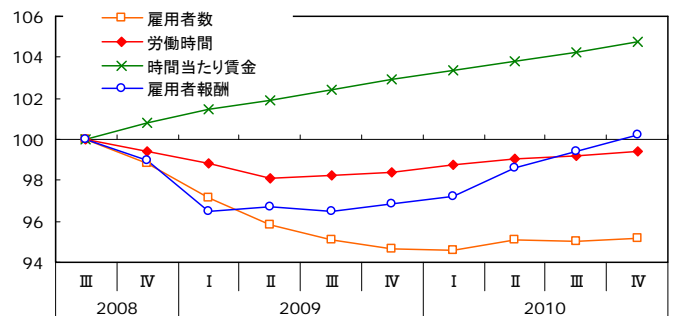
貯蓄率を左右する、もう一つの要因は金融の利用可能性、つまり借入による資金調達がどの程度容易かである。資金調達が容易であれば、将来の支出に備えて貯蓄するインセンティブは薄れる。FRB が金融機関の融資担当者に対して行っているサーベイを基に、金融の利用可能性を試算すると、右図になる。右肩上がりの推移は、金融技術が進歩し、同じ所得内容であっても資金調達が容易になったのを意味する。これが住宅バブル崩壊までの貯蓄率に低下トレンドをもたらした。金融機関の融資姿勢は金融危機後に厳格化され、金融の利用可能性は低下に転じた。ただ、2010 年以降は不良債権処理が進捗したことなどから、金融機関の融資姿勢が再び積極化しつつある。

貯蓄率と金融の利用可能性(%、ピーク=100)



(出所) U.S. Department of Commerce, Fed

雇用関連の動向(2008年7~9月期=100)



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

雇用者所得が漸く改善

金融危機直前の 2008 年 7~9 月期を 100 とした雇用者報酬等の推移を見ると、雇用者数の回復が最も鈍く、金融危機前の水準を大きく下回ったままである。労働時間は回復しつつあるが、金融危機前には届かない。雇用者数や労働時間の鈍い回復にも関わらず、雇用者報酬が 2010 年 10~12 月期に金融危機前の水準を上回っているのは、金融危機後も賃金が一貫して上昇を続けたためである。2010 年半ばまでは、失業保険給付や減税など政府による支援が家計の所得を支えていたが、そうした他人頼みの状況では個人消費は活発化しない。しかし、足元では収入の根幹を占める雇用者所得が増勢を強めたため、家計は自信を取り戻し、個人消費拡大に対し積極的になりつつある。

四つの要因を総合すれば以下のようなことになる。過剰債務問題は未解決であり、金融資産の増加を住宅価格の下落による有形資産価値の減少が打ち消すため、純資産要因は貯蓄率を引き続き押し上げる方向に作用する。しかし、消費者金融に限れば過剰債務は解消、金融機関の融資姿勢も積極化しつつある。そのため金融の利用可能性が改善、貯蓄率を押し下げる方向に作用し、純資産要因による押し上げを相殺する。貯蓄率が上昇しなければ、賃金の上昇基調と雇用者数の底入れに牽引された雇用者報酬の増加が、そのまま個人消費の拡大へと繋がる。つまり、構造問題は未だ残るものの、持続的な個人消費拡大の基盤が整いつつあると判断できるのである。

(2) 雇用統計における乖離を読み解く

2011 年 1 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月差 +3.6 万人と小幅の増加に留まった一方で、失業率は 9.0%へ 0.4%Pt も急低下した。非農業部門雇用者数は事業所調査、失業率は家計調査とい

う別統計に基づくため、二つのデータに齟齬が生じることは度々あるが、ここまでの大きな乖離は珍しい。以下では、乖離を詳細に読み解いてみたい。

ベンチマーク修正によりリセッションによる雇用減は 868 万人に

まず、1 月分のデータを解釈する際には、前提となる認識の修正を行う必要がある。今回の雇用統計では、1)非農業部門雇用者数を算出する事業所調査と、2)失業率を算出する家計調査の双方において、重要な暦年補正が施されており⁴、それを認識せずに統計の解釈をすることは極めて危険なためである。

今回の補正の中で、最も重要なのが事業所調査における雇用者数のベンチマーク修正である。既に 2010 年 9 月実績と共に予備集計値が公表されていたが、今回は正式な値が公表かつ反映されている。

ベンチマーク修正は毎年 3 月基準で行われ、今回は 2010 年 3 月時点の雇用者数が 37.4 万人 5 下方修正された。それに伴い、2009 年 4 月以降の時系列データ（2009 年 3 月のベンチマーク修正以降のデータ）も修正されている。リセッションに関するデータを見ると、雇用者数のボトムが従来の 2009 年 12 月から 2010 年 2 月へ、金融危機前のピーク⁶からボトムまでの雇用者数減少は 836.3 万人から 867.6 万人へ下方修正された。また、ボトムから 2010 年 12 月までの雇用者数増は従来の 112.4 万人（9.4 万人/月）から 90.9 万人（9.1 万人/月）に縮小した。補正後のデータでは、金融危機による雇用者数の落ち込みがより厳しく、その後の回復はより鈍くなっており、雇用情勢の回復の緩慢さを改めて認識させる内容と言えるだろう。

1 月雇用増は低調だが悪天候の影響大

その上で、1 月分の非農業部門雇用者数のデータを見ると前月差 3.6 万人は、2010 年 10~12 月期の雇用増 13.0 万人/月（遡及修正反映後）のみならず、今回の雇用回復期における平均的な雇用増加 9.1 万人/月も下回る低調な結果である。民間部門に限っても 5.0 万人と 10~12 月期の 13.7 万人/月から急失速している。但し、後述する家計調査の改善もあり、雇用動向を過度に悲観することは避けたい。事業所調査に限っても、今回の 非農業部門雇用者数の低調な結果は、大雪などの悪天候による部分が大きいと考えられる。悪天候の影響を直接計ることは難しいが、「悪天候により就業不能だった雇用者数⁷」は 88.6 万人に達し、1976 年以降で歴代 5 位、1 月としては歴代 4 位の高水準である。

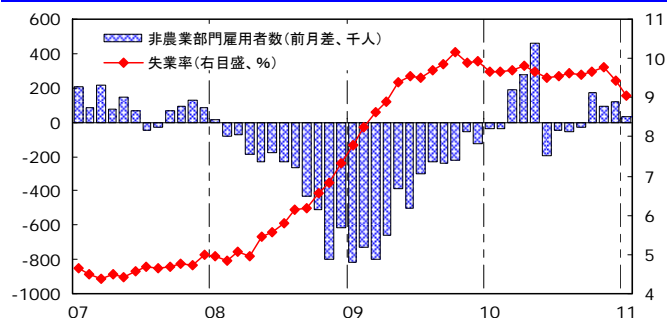
⁴ 詳細は米労働省の [リリース](#) を参照。

⁵ 原系列ベース。原系列の修正後、過去に遡及して季節調整が再度施されており、季節調整ベースでは 41.1 万人の下方修正である。なお、9 月実績発表時点での予備調査における ▲36.6 万人と本調査 ▲37.4 万人はほぼ一致した。

⁶ 雇用者数のピークも 2007 年 12 月から 2008 年 1 月に修正。

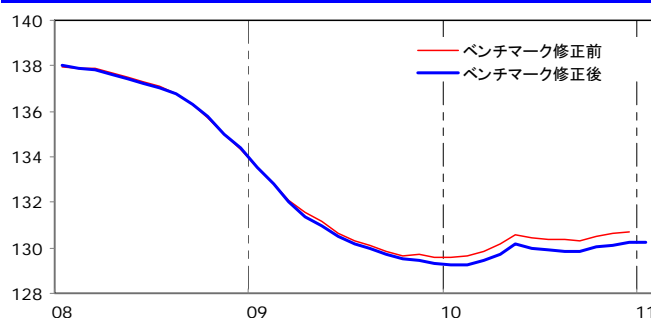
⁷ 家計調査によるデータ。また就業不能だったのは失業者ではなく、あくまで雇用者である。

非農業部門雇用者数と失業率



(出所) U.S. Department of Labor

非農業部門雇用者数の修正(レベル、百万人)



(出所) U.S. Department of Labor

同様に悪天候によって雇用されなかった者も、相当の高水準に上ると推測できる。実際、セクター別動向を見ると、悪天候の影響を受けやすい建設業が▲3.2万人、運輸も▲3.8万人と大きく落ち込んでいる。同じく悪天候に見舞われた昨年2月⁸には非農業部門雇用者数は▲5.0万人と大きく落ち込んだ後、翌3月に14.4万人と大きくリバウンドした。現在の雇用増の基調を昨年10～12月期の13万人/月と仮定すれば、1～2月平均で同程度の雇用増となるリバウンド、つまり2月に22万人程度の大幅増加を見込んで過剰な期待と言えないだろう。

人口推計変更で統計に断層

家計調査においても、ベンチマークの修正が行われた。こちらは人口推計の変更によるものであり、最新データの変更により2010年12月時点の人口

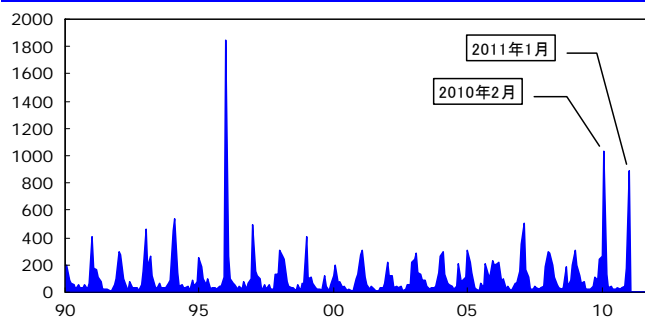
は▲34.7万人、労働力人口が▲50.4万人、雇用者数も▲47.2万人下方修正されている。但し、この修正は遡及して反映されず、2010年12月ではなく2011年1月分のみ反映される点が、事業所データと大きく異なる。1月の人口は前月▲18.5万人と減少したが、これは人口推計変更の▲34.7万人によるものであり、それを除けば16.2万人の増加である。本来遡及して修正されるべき2010年12月分の失業率に、人口推計の変更を加味すると9.435%と、変更前（公表されている正式系列）の9.425%と0.01%Ptしか変わらない。人口推計の変更は失業率の水準には影響していないと言える。しかし、1月の失業率低下については、人口推計変更を知るか知らないかでは解釈が全く異なる。

人口推計を加味すれば失業率低下はプラス評価

人口推計変更の影響を含む12月（公表系列）と1月を比較すると雇用者数が前月差11.7万人の増加に留まった一方、失業者数は▲62.2万人と急減したため、労働力人口は▲50.4万人と大きく落ち込んだ。すなわち、失業者の労働市場からの退出が失業率の9.0%（12月9.4%）への低下をもたらした主因となる。しかし、人口推計の変更の影響を除いた12月データと1月を比較すると雇用者数が58.9万人増加、失業者数は▲59.0万人、労働力人口は横ばいである。つまり、失業者が職を得たことが失業率低下の主因であり、1月の失業率低下は雇用情勢の改善として素直に評価する必要がある。

このように家計調査における雇用者数と失業率が明確な改善を示したことを踏まえれば、前述のように事業所調査における非農業部門雇用者数の急失速はやはり悪天候要因による部分が多い可能性が高い。結局のところ、雇用情勢は改善基調を維持していると判断できる。懸念の残る雇用者数の増勢に関する解釈は今回の1月分と（リバウンドの予想される）2月分を均して行う必要があるだろう。

悪天候により就業不能だった雇用者数(千人)



(出所) US Department of Labor

人口推計の家計調査への影響

	人口	労働力人口	雇用者数	失業者	非労働力人口
2010年12月	238,889	153,690	139,206	14,485	85,199
2011年01月	238,704	153,186	139,323	13,863	85,518
①前月差	▲185	▲504	117	▲622	319
②人口推計の影響	▲347	▲504	▲472	▲32	157
③=①-②	162	0	589	▲590	162

(出所) U.S. Department of Labor

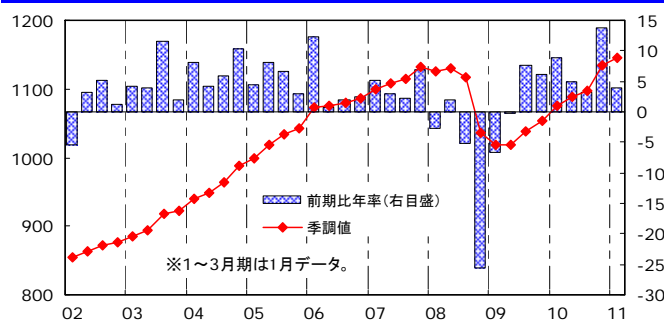
⁸ 2010年2月の「悪天候により就業不能だった雇用者」は103.1万人で歴代3位、2月としては過去最高。

3. 直近の経済動向

(1) 個人消費は1月に減速

1月の米小売業売上高は前月比0.3%（12月0.5%）と6ヶ月連続で増加した。食料（12月▲0.7%→1月1.3%）やガソリンスタンド（1.8%→1.4%）、自動車・同部品（1.5%→0.5%）が伸びている。一方、北東部を中心とした大雪の影響もあって、建設資材の売上高は前月比▲2.9%（12月1.8%）と減少した。個人消費が拡大を続けていることは間違いないが、10～12月期の高い伸びからは減速が見られる。2・3月に1月と同じ前月比を仮定して試算すると、1～3月期の小売業売上高は前期比年率5.2%と、10～12月期の13.7%から大幅に減速する。大雪の影響を勘案して、建設資材が含まれないコア売上高（除く自動車、建設資材、ガソリンスタンド）を用いて同様の試算をしても、1～3月期は前期比年率4.4%（10～12月期5.2%）とやはり伸びが鈍化する⁹。1月データを見る限り、1～3月期の個人消費は伸びが鈍化する可能性が高い。ただ、この伸び鈍化を悲観する必要はないだろう。そもそも、10～12月期の高い伸びは、自動車販売の急増とホリデーセール値引きを狙った集中購入によるところが大きく、持続可能ではなかった。1～3月期は雇用所得環境の改善に沿ったペースでの拡大に戻るだけである。

小売・飲食サービス売上高(10億ドル、%)

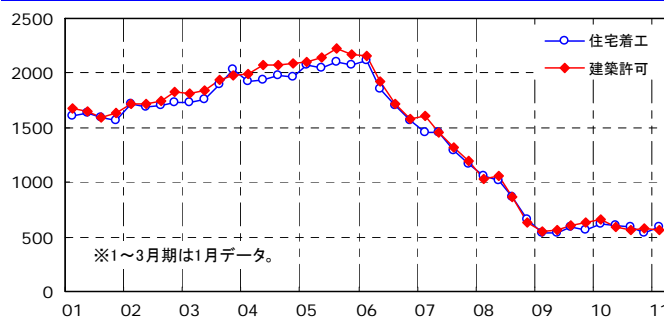


(出所) U.S. Department of Commerce

(2) 住宅市場の回復は鈍い

住宅着工は10～12月期に前期比年率▲32.3%と3四半期連続で減少した後、1月は前月比14.6%（12月▲5.1%）と大幅に増加した。但し、水準は昨年平均を若干上回るに留まる。着工に先行する建築許可が1月に▲10.4%（12月15.3%）と水準を下げているため、2月は再び減少する可能性が高く、住宅投資は未だ復調に程遠い状況である。ホームビルダーに対して住宅市場全体の景況感を尋ねているNAHB（全米ホームビルダー協会）の調査でも昨年11月以降指数は横ばいに留まり、改善に至ってはいない。住宅市場は底打ちこそしたものの、回復の動きは未だ鈍い。

建築許可と住宅着工: 合計(年率換算、千戸)



(出所) Department of Commerce

(3) 企業景況感は改善継続

企業の景況感は2011年に入ってから、堅調に推移している。1月のISM指数（中立が50）は製造業が60.8、非製造業も59.4と、共に今回の景気回復局面での最高を更新した。製造業と非製造業のいずれでも全体の動きに先行する新規受注が大きく伸びており、先行きも高水準の推移が続く可能性が高い。景況感や業績の改善を受けて、企業の設備投資意欲も高水準にある。NY連銀サーベイの設備投資見通しDIは2月も27.7（中立ゼロ）の高水準を維持した。10～12月期に設備投資は3四半期

⁹ コア系列は12月前月比▲0.1%、1月0.5%。1月には12月減少の反動が含まれている可能性があり、2・3月に1月と同じ伸びを仮定するのは、やや強めの想定と言えるだろう。

ぶりに一桁台の伸びに留まったが(4~6月期前期比年率 17.2%→7~9月期 10.0%→10~12月期 4.4%)、2010年半ばまでの高い伸びはペントアップ・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、そもそも持続可能ではなかった。10~12月期の減速は経済成長に見合ったペースへのシフトチェンジに過ぎない。今後も設備投資の増勢は維持される見込みである。

(4) 新興国高成長の恩恵で輸出が増加

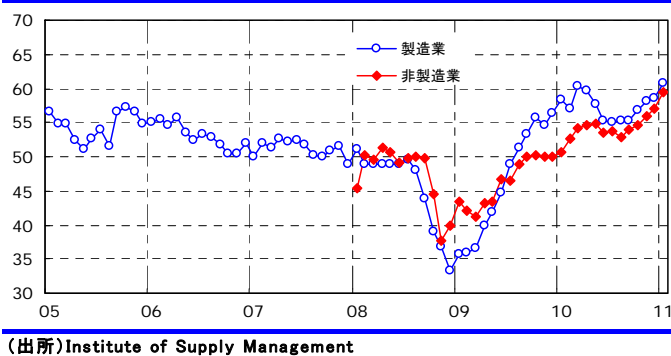
10~12月期にGDPベースの輸出は前期比年率 8.5% (7~9月期 6.7%) に伸びが高まった。貿易統計で財別(実質ベース)の動向を見ると、食料(47.8%)や消費財(18.2%)などの伸びが堅調である。一方、仕向け地別には東アジア及び東南アジアが含まれる環太平洋地域¹⁰(39.4%、当社季節調整値)や南アジア(61.6%)、ラテンアメリカ(31.3%)が際立った伸びを示している。財別と仕向け地別の動向を総合すれば、新興国向けの消費関連品目の増加が、10~12月期の輸出を押し上げたと推察できるだろう。日本と同じく、米国も新興国高成長の恩恵を輸出拡大というかたちで享受している。

一方、輸入は設備投資向けの資本財を除き、ほとんどのカテゴリで減少したが、在庫復元に伴って7~9月期に高い伸びを記録した反動が大きい。1~3月期には復調すると考えられる。

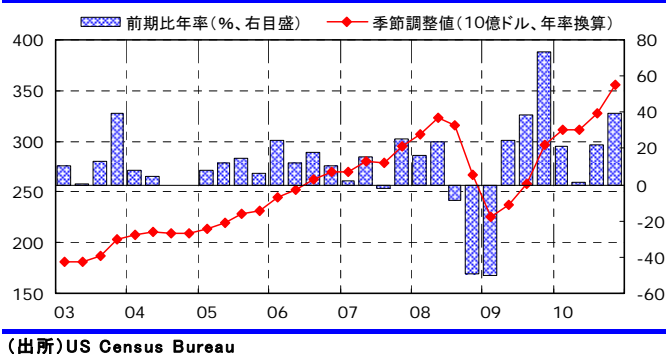
(5) デフレリスクは去った

米国のCPI前年比は11月1.1%から、12月は1.5%、1月1.6%へ高まった。コアCPI(食料とエネルギーを除くCPI)も12月0.8%から1月は1.0%にプラス幅を拡大している。また、コアCPI以外の基調的な動きを示す指標にも上昇が見られる。クリーブランド連銀が試算している刈り込み平均CPIは1.0%(12月0.8%)、CPI中央値も0.8%(12月0.7%)に上昇し、いずれの指標も10月までのデフラインフレ傾向が反転しつつあることを示した。未だ低インフレ状況を脱したとは言えないが、少なくとも米国経済がデフレを回避したことは明らかである。こうした一連の動きを受けて、1月のFOMC議事要旨では「デフレの可能性」の減退が明記された。1年近くも前、QE2が実施される以前から、当社は米国経済がデフレに陥るリスクは極めて少ないと主張してきたが、漸く主張の正当性が証明されつつある。瞬間風速を示し、前年比の動きに先行する前月比年率を見ると、コアCPIが2.1%、刈り込み平均CPIは2.7%まで上昇し、いずれも前年比を上回っている。そのため、前年比も徐々に高まっていく可能性が高い。

総合景況感(PMI&NMI)



環太平洋地域向け輸出



¹⁰ Pacific Rim Countries : Australia, Brunei, China, Hong Kong, Indonesia, Japan, Korea (South), Macao, Malaysia, New Zealand, Papua New Guinea, Philippines, Singapore, Taiwan.

4. 金融政策動向

(1) QE2 は完遂へ

FOMC参加者が2011年の経済見通しを上方修正した。16日に公表された1月25～26日開催のFOMC議事要旨の中で、2011年の成長率予想が11月時点の3.0～3.6%が3.4～3.9%へ引き上げられている（上下3名を除いた中心傾向値、最終四半期比）。定性的にも「成長率とインフレ予想の下振れリスク、及びデフレの可能性が減退したことに参加者は概ね同意した（[P]articipants generally agreed that the downside risks to their forecasts of both economic growth and inflation--as well as the odds of a period of deflation--had diminished）」と記載された。但し、Fedのデュアル・マンドートに直接関係する部分では、失業率（8.9～9.1%→8.8～9.0%）が微修正に留まり、コアPCEデフレーター（0.9～1.6%→1.0～1.3%）は下限が引き上げられた一方で、上限も引き下げられ、上方修正とは言い難い。また2012年以降の修正は成長率、失業率、インフレ率のいずれについても、極々僅かである。総合すれば、デフレなどの極端な下振れリスクは後退し、短期的な先行きについてFOMC参加者は幾分自信を深めているものの、金融政策の変更に関わるほどの大幅な変更ではないと判断できるだろう。現行の金融緩和策つまりQE2を修正するような内容ではない。

議事要旨で明らかになったFOMC参加者の議論を見ても、QE2は完遂される可能性が高いと言える。QE2について、タカ派と見られる数名（a few members）が効果に疑問を呈しつつも、1月FOMC段階でのプログラム修正は適当ではないと結論している（故に反対票は投じられていない）。先行きについては、タカ派が「十分な景気回復の強まりを示すデータが追加されれば、購入ペースの鈍化や購入総額の減額などプログラムの変更を検討すべき」と主張する一方で、ハト派は「6月のQE2終了までにプログラム変更に関わる程のデータは揃わない」と真つ向から反論している。①バーナンキ議長がハト派寄りのスタンスを示していること、②次回3月FOMCの段階でQE2が残り僅か3ヶ月となることも踏まえれば、QE2が変更されるとは考えにくい。

(2) 商品相場上昇でも低インフレが続く

Fedは、経済に大量のスラックが残るためにインフレ率が高まりにくいという基本的見解を示している。上述したように1月FOMC時点の見通しにおいても、コアPCEデフレーター伸び率の見通しは大きく変わらなかった。加えて、コアではない食料やエネルギーを含むPCEデフレーターの見通しも、2011年が1.3～1.7%（11月時点1.1～1.7%）、2012年は1.0～1.9%（同1.1～1.8%）とほとんど変わっていない。FOMC参加者は商品価格が消費者段階の全体的な価格上昇に繋がる割合（パズスルー）は米国経済に置いて極めて小さいと判断しており、商品価格上昇が懸念される下でもインフレ率は安定的な推移が続くとの認識にある。

FOMC参加者の11月見通し

(%)	2011	2012	2013	Longer run
成長率	3.4 ~ 3.9	3.5 ~ 4.4	3.7 ~ 4.6	2.5 ~ 2.8
11月見通し	3.0 ~ 3.6	3.6 ~ 4.5	3.5 ~ 4.6	2.5 ~ 2.8
失業率	8.8 ~ 9.0	7.6 ~ 8.1	6.8 ~ 7.2	5.0 ~ 6.0
11月見通し	8.9 ~ 9.1	7.7 ~ 8.2	6.9 ~ 7.4	5.0 ~ 6.0
PCEデフレーター	1.3 ~ 1.7	1.0 ~ 1.9	1.2 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0
11月見通し	1.1 ~ 1.7	1.1 ~ 1.8	1.2 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0
コアPCEデフレーター	1.0 ~ 1.3	1.0 ~ 1.5	1.1 ~ 2.0	-
11月見通し	0.9 ~ 1.6	1.0 ~ 1.6	1.1 ~ 2.0	-

(出所) Fed

(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比。失業率は最終四半期。

【米国主要経済指標】

	Q1-10	Q2-10	Q3-10	Q4-10				
	注記がない限り前期比年率(%)				注記がない限り前月比(%)			
名目GDP	4.8	3.7	4.6	3.4				
実質GDP	3.7	1.7	2.6	3.2				
個人消費	1.9	2.2	2.4	4.4				
住宅投資	▲12.3	25.6	▲27.3	3.4				
設備投資	7.8	17.2	10.0	4.4				
政府支出	▲1.6	3.9	3.9	▲0.6				
輸出	11.4	9.1	6.7	8.5				
輸入	11.2	33.5	16.8	▲13.6				
経常収支(10億ドル)	▲109	▲123	▲127					
名目GDP比(%)	▲3.0	▲3.4	▲3.5					
	Q1-10	Q2-10	Q3-10	Q4-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11
	注記がない限り前期比年率(%)				注記がない限り前月比(%)			
個人可処分所得	3.4	5.5	1.7	3.5	0.4	0.3	0.4	
消費者信頼感	51.7	58.2	50.9	52.5	49.9	54.3	53.3	60.6
小売売上高	8.9	5.0	3.3	13.7	1.6	0.8	0.5	0.3
除く自動車、ガソリン、建設資材等	7.9	1.8	4.2	6.6	0.5	0.7	▲0.1	0.5
鉱工業生産	7.1	7.2	6.2	3.2	▲0.0	0.3	1.2	▲0.1
住宅着工件数(年率換算、千件)	617	602	588	534	533	548	520	596
中古住宅販売戸数	▲45.1	37.9	▲68.8	77.2	▲2.2	6.1	12.3	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.1	8.9	10.6	8.1	10.5	9.5	8.1	
非国防資本財受注(除く航空機)	15.1	30.8	10.1	10.4	▲3.2	3.3	1.9	
民間非居住建設支出	▲33.5	▲12.8	▲18.7	10.0	0.7	0.7	▲0.5	
貿易収支(10億ドル)	▲114	▲133	▲134	▲117	▲38	▲38	▲41	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲127	▲143	▲149	▲136	▲45	▲45	▲46	
実質財輸出	18.1	7.4	8.1	12.7	3.2	▲0.5	2.1	
実質財輸入	17.7	23.1	10.8	▲4.2	▲1.8	0.1	2.0	
ISM製造業指数(四半期は平均)	58.6	57.6	55.2	57.9	56.9	58.2	58.5	60.8
ISM非製造業指数(四半期は平均)	52.5	54.3	53.5	55.9	54.6	56.0	57.1	59.4
失業率(%)	9.7	9.6	9.6	9.6	9.7	9.8	9.4	9.0
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	39	181	▲46	128	171	93	121	36
民間雇用者数(前月差、千人)	27	114	104	137	143	128	139	50
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.9	1.7	1.7	1.9
消費者物価(前年比、%)	2.4	1.8	1.2	1.3	1.2	1.1	1.5	1.6
コア消費者物価(前年比、%)	1.3	0.9	0.9	0.7	0.6	0.8	0.8	1.0
PCEデフレーター(前年比、%)	2.4	1.9	1.4	1.2	1.2	1.1	1.2	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.8	1.5	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7	
FF金利誘導目標(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
2年債利回り(%)	1.0	0.7	0.5	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
10年債利回り(%)	3.7	3.2	2.7	3.3	2.5	2.8	3.3	3.4
名目実効為替レート(1997/1=100)	102.1	105.2	101.6	99.9	98.9	99.2	99.9	98.8
ダウ工業株30種平均	10857	9774	10788	11578	11118	11006	11578	11892
S&P500株価指数	1169	1031	1141	1258	1183	1181	1258	1286

(出所)CEIC Data (注)金融指標は末値

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。