

米国経済情報 2011年3月号

Summary

【内容】

1. 経済動向

- (1) 雇用情勢は改善継続
- (2) 政策効果が個人所得を押し上げ
- (3) 消費支出は2月リバウンドも...
- (4) 住宅投資は低迷継続
- (5) 企業部門は堅調も、設備投資は減速
- (6) 輸入急増で純輸出が成長を押し下げ
- (7) 物価上昇に広がり

2. 金融政策:

商品市況への警戒を強調も引き締めは急がず

巻末に米国主要経済指標の推移

米国経済は底堅さを増している。何よりも最大の懸案事項である雇用情勢の改善が大きい。しかし、住宅投資の低迷は変わらず、消費や投資も急拡大には至っていない。不安要因は減少しつつあるものの、成長率が大きく高まるという状況ではないと言える。毎月行われている WSJ サーベイを見ると、2011年の成長率予想は昨年9月の2.77%をボトムに今年2月は3.48%まで上方修正されたが、3月は3.42%への下方修正に転じた。堅調だが力強さに欠ける1~3月期の経済指標を見て、景気強気派の勢いが幾分衰えつつある模様である。従来から当社は2011年の成長率について2.8%と市場コンセンサス対比で慎重な予想を示し、これまでの経済情勢はほぼ想定通りと判断している。

新たな懸念材料として浮上した日本の大震災については、米国内の最終需要に及ぼす影響は軽微と考えられる。しかし、日本向け輸出の減少とサプライチェーンの途絶による自動車関連や電機での米国内生産減少を通じて製造業を中心に悪影響が及ぶと見込まれる。そのため、成長率見通しは若干の下方修正含みである。

一方、インフレ率は、世界的な食糧価格上昇を受けた食品価格や中東情勢の緊迫を受けたエネルギー価格の上昇が牽引するかたちで、当社予想をやや上回るペースで上昇幅を拡大している。足元の上昇が、継続的なインフレ基調の高まりに繋がるかは不明だが、金融政策の先行きを考える上でインフレ動向の重要性が高まりつつあるのは確かであろう。

3月FOMCでは、金融政策を据え置く一方、景気判断を上方修正した。雇用とインフレに関する認識はデュアルマંデートに一步近づいたものの、QE2の早期終了に繋がる程ではなく、QE2の6月完遂はほぼ確定した。今後について当社は、バランスシート圧縮は来年前半から、政策金利の引き上げを行うのは夏以降をメインシナリオに据えている。3月のステートメントで直接言及されなかった不安材料(日本の大震災の影響、欧州の財政不安、ガソリン価格上昇による個人消費の悪影響)を踏まえれば、Fedが拙速に金融緩和度合いの縮小を進めるとは考えにくい。但し、商品価格が更に上昇し、期待インフレ率の変化を通じてインフレ昂進に至るリスクや、ECBが重視する二次的影響が強まるリスクを完全には否定できない。そうしたリスクが顕現化する可能性が高まれば、当社シナリオよりも早いタイミングの金融引き締めもありうる。

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. 経済動向

米国経済は底堅さを増している。何よりも最大の懸案事項である雇用情勢の改善が大きい。しかし、住宅投資の低迷は変わらず、消費や投資も急拡大には至っていない。不安要因は減少しつつあるものの、成長率が大きく高まるという状況ではないと言える。毎月行われているWSJサーベイを見ると、2011年の成長率予想は昨年9月の2.77%をボトムに今年2月は3.48%まで上方修正されたが、3月は3.42%への下方修正に転じた。堅調だが力強さに欠ける1~3月期の経済指標を見て、景気強気派の勢いが幾分衰えつつある模様である。従来から当社は2011年の成長率について2.8%と市場コンセンサス対比で慎重な予想を示し、これまでの経済情勢はほぼ想定通りと判断している。なお、新たな懸念材料として浮上した日本の大震災については、米国内の最終需要に及ぼす影響は軽微と考えられる。しかし、日本向け輸出の減少とサプライチェーンの途絶¹による電機や自動車関連での米国内生産減少を通じて製造業を中心に悪影響が及ぶと見込まれる。そのため、成長率見通しは若干の下方修正含みである。

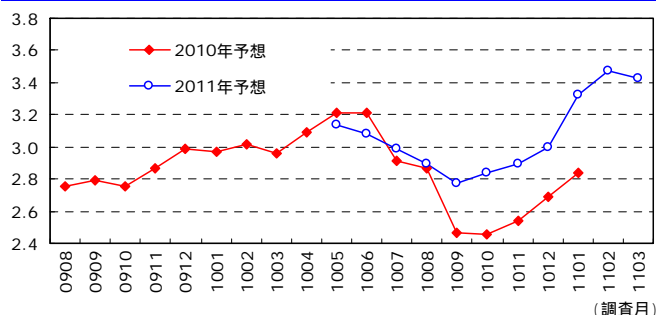
一方、インフレ率は、世界的な食糧価格上昇を受けた食品価格や中東情勢の緊迫を受けたエネルギー価格の上昇が牽引するかたちで、当社予想をやや上回るペースで上昇幅を拡大している。足元の上昇が、継続的なインフレ基調の高まりに繋がるかは不明だが、金融政策の先行きを考える上でインフレ動向の重要性が高まりつつあるのは確かであろう。

(1) 雇用情勢は改善継続

雇用情勢は改善基調を維持している。1月の非農業部門雇用者数は前月比+3.6万人と僅かな増加に留まり、市場の失望に繋がった。しかし、2月は非農業部門雇用者数が前月差+19.2万人とほぼ市場予想通りに増加、加えて1月データも+3.6万人から+6.3万人へ上方修正されている。但し、2月に雇用情勢の改善ペースが加速したとまでは言い難い。雇用者数の増加幅を均して見ると、2010年10~12月期が+14.1万人/月（除く国勢調査要因²）→1~2月平均は+12.8万人/月と2四半期連続で10万人を超える増加幅を確保しているものの、増加ペースは加速していない。過大評価は禁物である。

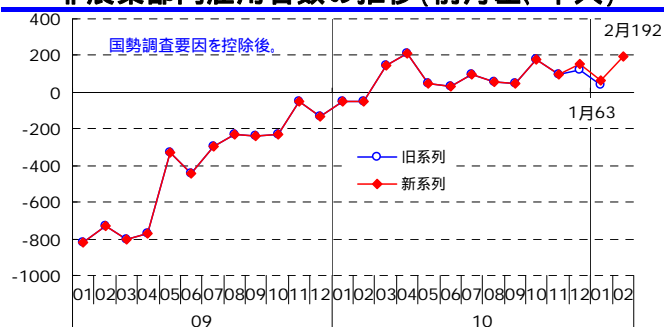
そもそも、2月に20万人近い雇用増をもたらしたのは、1月悪天候の反動に過ぎない。北東部を中心とした大雪により先送りされた雇用が2月に顕現化した。セクター別動向を見ると悪天候の影響を受けやすい建設業（1月▲2.2万人→2月+3.3万人）、運輸業（▲4.4万人→3.3万人）、人材派遣（▲0.5万人→1.6万人）、レジャー（▲0.3万人→2.1万人）において2月の反発が確認できる。また、雇用増

WSJ成長率サーベイの推移 (%)



(出所) WSJ

非農業部門雇用者数の推移 (前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

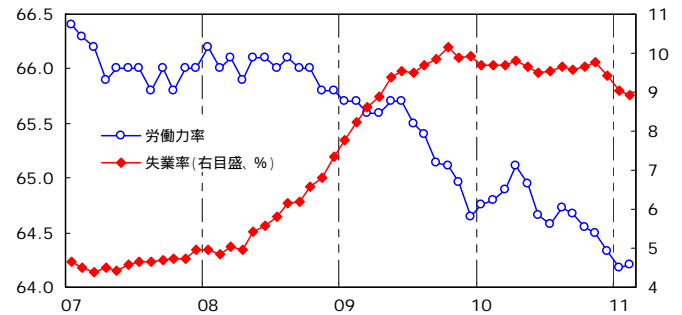
¹ 日本からの直接供給のみならず、日本→アジア→米国など様々な経路で供給が滞るリスクがある。

² 10年に一度の国勢調査による臨時雇用により、2010年の雇用者数変動は大きく歪んでいるため、その要因を控除した。

加を示す直接的なデータではないが「悪天候により就業不能だった雇用者数³」の推移も悪天候の影響を示唆している。「悪天候により就業不能だった雇用者数」は1月に88.6万人と歴代5位の規模に達し、過去5年の1月平均を214.6%も上回ったが、2月は39.5万人と過去5年の2月平均を11.6%下回った。

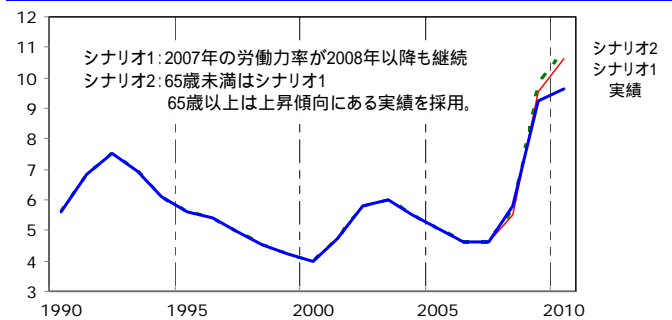
失業率は1月の9.05%が2月は8.92%に低下した。内訳を見ると、雇用者数が前月差+25万人と労働力人口の+6万人を上回る増加を記録し、失業者の▲19万人もの大幅減少や前述の失業率低下に繋がっている。雇用者数の増加が失業率低下の主な原因であり、雇用情勢の改善と評価できる。当社は2011年10~12月期の失業率を9.2%と予想しているが、2月実績は当社予想を既に0.3%Ptも下回っている。しかし、失業率には今後、上昇圧力が働くことを忘れてはならない。金融危機後の雇用環境悪化に伴って労働市場から退出していた人々が戻ってくるためである。以前のレポートでも述べたように、金融危機前2007年の労働力率（男女別・5歳毎の年齢階層）が2008年以降も継続したと仮定すれば、失業率には1.0%Ptの上昇圧力が生じると試算できる⁴。今後予想される失業率上昇は、雇用情勢の悪化を必ずしも意味しないが、賃金や物価の動向に影響する経済全体の需給を判断する上では重要な要素である。

労働力率と失業率の推移 (%)



(出所) U.S. Department of Labor

失業率の推移とシミュレーション (%)



(出所) Department of Labor

1月の可処分所得増加の内訳 (年率換算、10億ドル)

給与税率下げ等	105.4
MWP終了	38.6
制度要因	66.8
雇用者報酬	28.6
雇用者報酬以外	17.2
制度要因以外	11.4
可処分所得	78.3

(出所) Department of Commerce

(2) 政策効果が個人所得を押し上げ

1月の個人所得は前月比1.0%と急増し、税支払いを除いた可処分所得も0.7%と大きく伸びた。但し、所得の根幹を担う雇用者報酬は、1月の雇用増加が小幅に留まったため、0.4%と伸び悩んでいる。1月に個人所得を押し上げたのは、税制や社会保障関連の制度変更である。その制度変更による影響を除くと、可処分所得は僅か0.1%の小幅増加に留まる（但し、2月は雇用増が寄与し、雇用者報酬や可処分所得の増加ペースも加速する可能性が高い）。

1月に影響した制度要因は大きく分けて二つある。第一は、昨年12月のオバマ大統領と共和党の妥協によって決定された失業保険継続や給与税率の2%引き下げ等であり、公的社会保障制度向けの支出が年率1,054億ドルも減少、個人所得を大きく押し上げた（同支出は所得から減じられるため、減少

³ 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。

⁴ 詳細は2011年2月7日付 Economic Monitor 「雇用情勢は改善？足踏み？（1月の米雇用統計）」を参照。

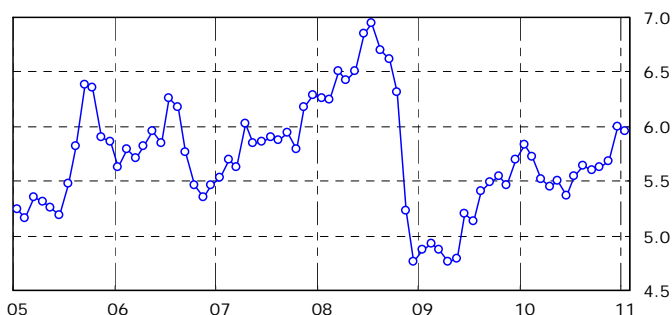
すれば所得は押し上げられる)。第二は 2009 年の ARRA (2009 年米国再生・再投資法) によって導入された所得税減税 (MWP: Making Work Pay) の終了であり、この減税終了により税支払いが 386 億ドル増加している。なお、給与税率引き下げは MWP の終了による税負担増加を避けるための措置であり、両者は一体として捉える必要がある。この二つの変更を合わせると、年率 **668 億ドル** のプラスになり、可処分所得を **0.6%Pt** も押し上げた。

この二つの要因は **2011 年**を通して影響する (1月に生じた断層が1年間続く)。米国の個人所得統計は年率表示であるため、(所得推移に伴う若干の変動はあるが) **2011 年に概ね 668 億ドル相当の寄与**があると見做せる。但し、全額が個人消費に回るわけではない。給与税減税が 2011 年限定の措置であることを踏まえれば(厳しい財政状態に鑑み、延長の可能性は極めて低い)、追加所得分に対する限界消費性向は相当に低いと考えられる。可処分所得は 0.6%増加だが、個人消費に対する押し上げ効果は 0.3%Pt 程度に留まると当社では予想している。実際、所得増加にも関わらず、1月の個人消費は名目で前月比 **0.2%**、実質では **▲0.1%**と低迷した。代わりに、貯蓄率が **5.8%** (12月 **5.4%**)へ上昇しており、減税に伴う所得増加の多くが、まずは貯蓄に回ったことが分かる。

(3)消費支出は2月リバウンドも...

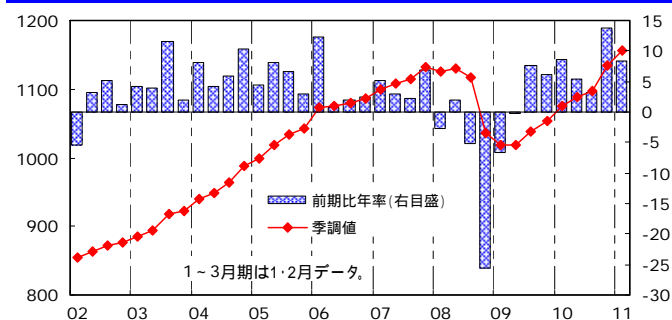
1月の実質消費支出は上述の通り、前月比 **▲0.1%**と1年ぶりの減少に転じた。所得増が消費拡大に繋がらなかった理由は既に述べたが、消費減少の説明とまではならない。1月の消費減少はクリスマス商戦の反動、大雪などの天候不順、エネルギー価格上昇の三つが複合的に作用したものと考えられる。まず、①については、そもそも **10~12 月期**における個人消費の年率 **4%超**の急増は節約の反動や値引き狙いの集中購入によるところが大きく、持続可能ではなかったと考えられる。そのため、1月は反動減が生じ、消費の伸びを抑えた。②は天候不順により外出等が手控えられ、リフォームやガーデニング関連 (前月比 **▲2.1%**)、外食 (**▲0.6%**)の支出減に繋がった。③について、エネルギー支出のデフレーターを見ると原油価格上昇などを反映して **12 月前月比 4.1%→1 月 2.3%**と2ヶ月連続で大幅に上昇している。消費者はエネルギー支出を実質ベースで **12 月 1.9%→1 月 ▲2.7%**と圧縮したが、価格上昇には追いつかなかった。エネルギー価格上昇が家計の購買力低下に繋がっていると判断できる。実際、エネルギー支出が名目消費支出に占める割合を見ると、1月は6%

エネルギー支出が消費支出全体に占める割合 (%)



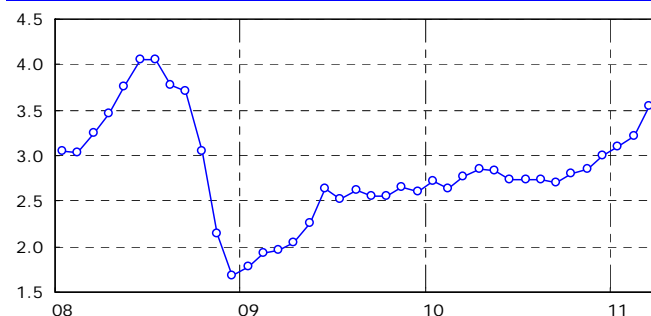
(出所) Department of Commerce

小売・飲食サービス売上高 (10億ドル、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

ガソリン価格の推移 (ドル/ガロン)



(出所) CEIC Data

程度と金融危機後で最大である。

2月には上述の②天候不順が消え、①クリスマス商戦の反動による影響も逡減した。こうした消費抑制要因の剥落を受けて、2月の小売業売上高は前月比1.0%（1月0.7%）と大幅に増加している。自動車販売が前月比2.3%（1月1.2%）と引き続き好調なほか、クリスマス商戦に低調だった電気製品も0.9%と5ヶ月ぶりの増加へ転じた。また、大雪で1月に▲1.3%と落ち込んだ建設資材も0.6%と持ち直している。

1～3月期の個人消費を占うために1～2月平均を昨年10～12月期と比較すると、小売業売上高全体が10～12月期前期比年率13.8%→1～2平均の10～12月期対比7.7%、GDP推計に用いられる「自動車と建設資材を除いたベース（コントロール概念）」は9.1%→6.4%といずれも減速しているが2月の高い伸びが寄与し、大幅な減速には至っていない。しかし、3月はガソリン価格が前月比10%以上も上昇しており⁵、消費者の購買力を大きく奪う可能性が高い。また、ミシガン大調査による消費者マインドが3月に68.2（2月77.5）と昨年10月以来の水準まで落ち込んだことも3月の消費減速を示唆している。3月の落ち込みもあって、1～3月期の個人消費支出は前期比年率2%台（10～12月期4.1%）へ減速すると考えられる。

(4)住宅投資は低迷継続

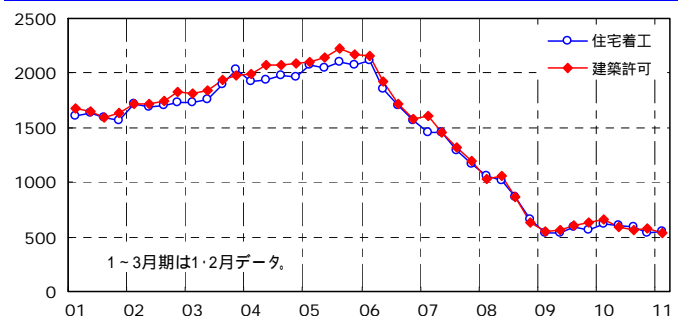
2月の住宅着工は前月比▲22.5%と、1月に18.4%も急増した反動もあり、大幅に減少した。1～2月平均は10～12月期を年率換算で11.0%上回っているが、10～12月期に前期比年率▲32.0%と急減した反動に過ぎない。中でも、全体の8割を占める戸建て住宅が10～12月期0.3%→1～2月平均▲28.9%と落ち込んでいる。住宅着工に先行する建築許可が2月に前月比▲11.8%（1月1.4%）と減少しているため、3月も持ち直しは期待できない。

全米ホームビルダー協会が調査している住宅市場指数が3月に17と5ヶ月ぶりに上昇、戸建住宅の販売見通しは5月以来の水準まで上昇しており、雇用所得環境の改善が寄与し住宅販売は徐々に持ち直すと思込まれる。しかし、差し押さえなどに伴い住宅市場へ流入する在庫予備軍の存在などを踏まえれば、住宅販売の回復が新規住宅建設の拡大に繋がるまでには相当の時間を要するだろう。

(5)企業部門は堅調も、設備投資は減速

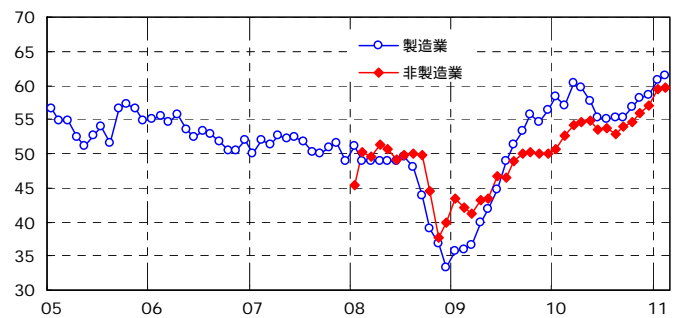
企業の景況感は2011年に入って、改善が加速している。2月のISM指数（中立が50）は製造業が61.4、非製造業も59.7と、共に今回の景気回復局面での最高を更新した。また、既に3月分が

建築許可と住宅着工：合計（年率換算、千戸）



(出所) Department of Commerce

総合景況感 (PMI&NMI)



(出所) Institute of Supply Management

⁵ 米エネルギー省（EIA: Energy Information Administration）によると、1月平均3.09→2月3.21→3月経過週平均3.54\$/Gallon。前月比は1月3.4%→2月3.8%→3月10.4%となる。

公表されている NY 連銀(2月現況 15.4→3月 17.5、中立ゼロ)とフィラデルフィア連銀(35.9→43.4、中立ゼロ)のサーベイでは更なる改善が示されている。

景況感改善の一方で、設備投資には寧ろ減速が見られる。 NY 連銀サーベイの設備投資見通し DI は 3 月も 22.1 (2月 27.7、中立ゼロ) と高い水準を維持しているものの、実際の設備投資増加には繋がっていない。GDP ベースの設備投資は、7~9 月期前期比年率 10.0% が 10~12 月期は 5.3% へ鈍化したが、1~3 月期比は更に減速する可能性が高い。 機器及び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)が 1 月に前月比▲1.4% (12月 2.4%) と減少、10~12 月期平均対比ではほぼ横ばいに留まっている。先行指標の受注は▲6.2% と 1 月に出荷以上に大きく落ち込んでおり、2・3 月の急反発は見込み難い。加えて、10~12 月期に前期比年率 4.5% と 10 四半期ぶりの増加へ転じた構築物投資が 1~3 月期は再び減少する可能性が高い。一致指標である民間非居住建設支出は 1 月に前月比▲6.9% (12月 ▲1.5%) と 2 ヶ月連続で減少した。前述の NY 連銀サーベイ設備投資見通し DI など踏まえれば、設備投資が腰折れするとは予想されないが、投資減税を起爆剤に設備投資が急増し、成長を牽引するとの強気派シナリオは修正を迫られるかも知れない。

(6) 輸入急増で純輸出が成長を押し下げ

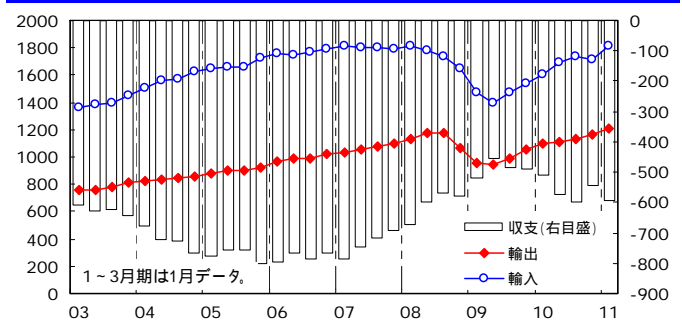
10~12 月期は純輸出が前期比年率 3.35%Pt (7~9 月期▲1.70%Pt) も成長率を押し上げた。輸出拡大(10~12 月期前期比年率 9.6%) による寄与は 1.18%Pt に留まり、輸入の大幅減少(▲12.4%) による押し上げが 2.17%Pt と過半を占めた。

貿易統計の実質財輸出は 1 月も前月比 2.5% (12月 2.1%) と堅調である。10~12 月期に急増したアジア向けが減速する一方、米大陸向けが北米・中南米ともに大きく伸びている。一方、財輸入も 1 月に名目ベースで前月比 6.0% (12月 3.1%)、原油価格上昇の影響が含まれない実質ベースでも 4.1% (12月 2.1%) と大幅に増加した。内訳を見ると消費財から投資財、生産財まで幅広く増加しているが、特に自動車関連が 14.0% と高い伸びを記録した。米国内での自動車販売が好調であり(10~12 月期年率 1,213 万台→1~2 月平均 1,321 万台)、それに伴って完成車及び部品輸入が活発化していると考えられる。

輸出の増加ペースを輸入が上回ったため、貿易赤字は名目で 10~12 月期の年率 4,669 億ドルが 1 月は 5,561 億ドルへ大幅に拡大(経常収支ベース)、実質(2005 年基準)でも 5,526 億円が 5,941 億円へ 7.5% 拡大している。1~3 月期は純輸出が成長率を押し下げる可能性が高い。

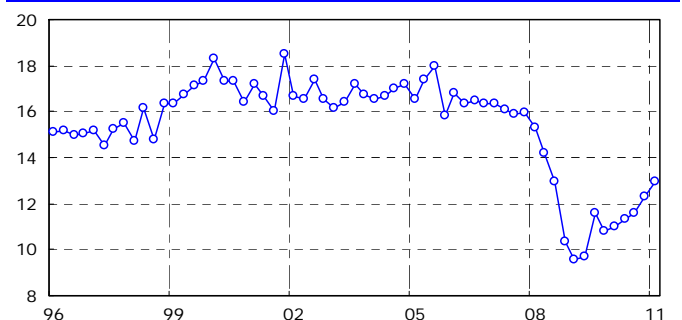
但し、10~12 月期の輸入減少が在庫減少(成長率に対する寄与度▲3.70%Pt) に対応したように、通常であれば輸入増加は在庫増加をもたらし、成

実質財収支の推移(10億ドル)



(出所) US Census Bureau

米新車販売の推移(年率、百万台)



(出所) CEIC Data

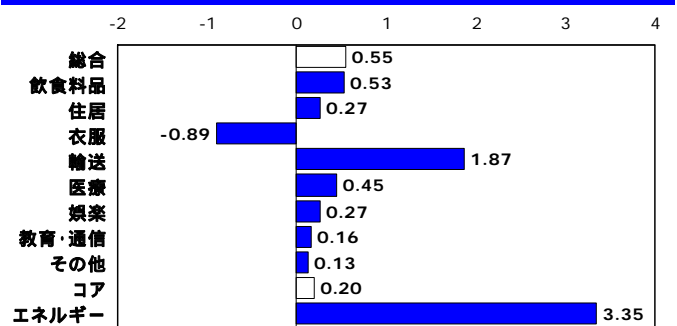
長率への影響は相殺される（但し、統計のアヤもあり、絶対ではない）。その観点から、名目在庫動向を見ると、1月の在庫残高は前月比0.9%増加、2・3月も同様のペースが続くと、3月末は12月末対比で11.9%増加と12月末の9月末対比9.3%より幾分加速する。在庫投資は1～3月期に加速し、輸入増加による成長率へのマイナス寄与をある程度相殺すると予想される。

(7)物価上昇に広がり

2月の総合CPIは前月比0.5%と大幅に上昇し、前年比は2.1%（1月1.6%）へ伸びが高まった。大分類の内訳を前月比で見ると、食料0.53%、住居0.27%、輸送1.87%、医療0.45%、娯楽0.27%など上昇に広がりが見られ、下落は衣服▲0.89%のみである。インフレの基調的な動きを推し量るために、コア指標を見ても、2月は「食料とエネルギーを除いた総合(いわゆるコアCPI)」が前月比0.2%・前年比1.1%（1月1.0%）、変動の激しい品目の一定割合を機械的に控除した「刈り込み平均CPI」は前月比0.3%・前年比1.2%（1月1.0%）、CPI中央値は前月比0.2%・前年比1.0%（0.8%）といずれも上昇傾向が確認できる。特に、コアCPIや刈り込み平均CPIの上昇率は年率換算で、それぞれ2.4%、3.8%と2%を大きく超えている。

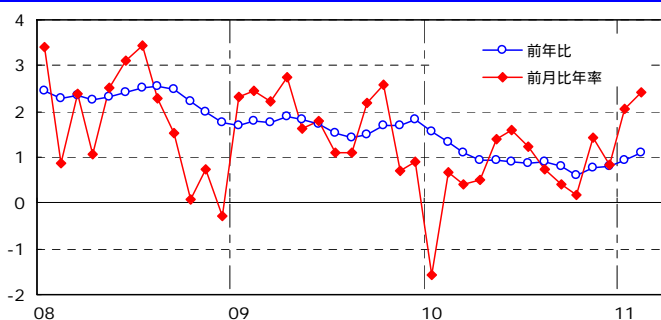
足元のCPI上昇には昨年のデフインフレの反動も含まれ、現段階でインフレ懸念を過度に強める必要はない。寧ろ、エネルギー価格上昇による家計の購買力低下というマイナスの影響が短期的には気になるところである。但し、こうした価格上昇が長期に渡って継続するとの見通しが広がり、期待インフレ率の変化を通じて、インフレ昂進に至るリスクを完全には否定出来ない。個人消費の項で述べたように、3月はエネルギー価格の更なる上昇が避けられない。インフレ動向には留意が必要である。

2月CPIの推移(前月比、%)



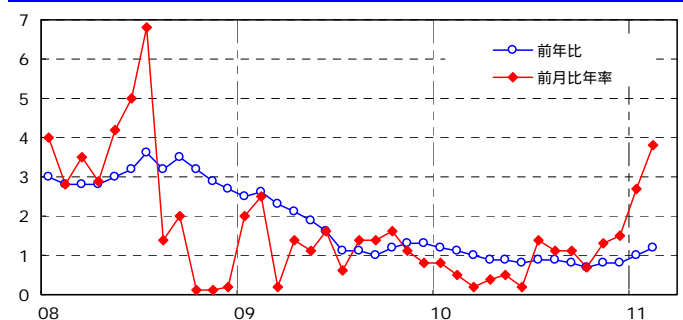
(出所) Department of Labor, Department of Commerce

コアCPIの推移



(出所) Department of Labor

刈り込み平均CPIの推移



(出所) Fed Cleveland

2. 金融政策：商品市況への警戒を強調も引き締めは急がず

3月15日に2011年2回目のFOMCが開催され、Fedは現行政策を維持した。つまり、1)政策金利であるFF金利の誘導目標0~0.25%、2)6月までに総額6,000億ドルの国債買入、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。なお、1月に続き反対票はなく、決定は全会一致である。

(1) 景気判断を上方修正

FOMC後に公表されるステートメントは景気・物価認識を示す前段と、金融政策決定に関する後段に分かれる。上述の通り、政策決定に変更はないため、後段は1月FOMCから概ね不変である。一方、前段には大きな変更が見られる。第一に、景気認識が1月までの「景気回復は継続している」から「景気回復の足取りは一段としっかりしてきた(on a firmer footing)」へ明確に上方修正された。しかも、1月までは景気回復の度合いについて「労働市場の著しい改善には不十分であるが」と補足され、雇用環境についてネガティブなトーンが強調されていたが、3月は「労働市場全体の状況に緩やかな改善がみられる(overall conditions in the labor market appear to be improving gradually)」と前向きの評価へ切り替わっている。また、個人消費についても、1月まで付記されていた「高水準の失業や緩慢な所得回復、住宅資産の価値低下、厳しい金融環境によって(個人消費は)引き続き抑制されている」との留保文言が削除された上で、判断を1月の「拡大ペースは昨年末に加速した」から3月は「拡大が継続している(continue to expand)」へ一歩前進させている。

(2) 商品価格上昇の影響は「一時的」

第二に、インフレに関しては、デフレ及びディスインフレ・リスクに対する警戒の明確な後退が示される一方、商品価格上昇に対する配慮が記された。まず、「インフレの基調的な動き(measures of underlying inflation)」に関する認識が1月までの「引き続き低下傾向にある(have been trending downward)」から、3月は「引き続き抑制されている(have been subdued)」へ引き上げられた。

加えて、3月は、インフレ懸念を強める議会への配慮や中東情勢の急変を受けて、商品市況上昇に対する警戒感が強調されている。すなわち、商品価格が「昨夏以来、顕著に上昇(have risen significantly)」したのみならず、かつ中東情勢の混乱を受けた「世界全体の原油供給に対する不安(concerns about global supplies of crude oil)」を背景に、「原油価格が最近数週間で急上昇(a sharp run-up in oil prices in recent weeks)」したと記述された。その上で、最近のエネルギーやその他の商品価格上昇が「インフレ率に上昇圧力(putting upward pressure on inflation)」を及ぼしているとの情勢認識を示し「FOMCはインフレ率およびインフレ期待の変化を注視する([The committee will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations)」と結論付けている。但し、商品価格上昇のインフレ率への影響が「一時的(transitory)」との認識は、3月初めのバーナンキ議長の議会証言から変わっておらず、商品価格上昇を注意深く観察し、かつインフレ昂進に対する警戒も怠りはしないものの、それが政策変更(金融引き締め)へ直結するとのニュアンスではない。

(3) QE2 完遂を確認

こうした現状認識を反映し、雇用とインフレのデュアルマנדートに照らした判断も、若干引き上げられた。まず、失業率(雇用)に関する判断は1月の「高水準にある(is elevated)」から3月は「未

「だ高水準にある (remains elevated)」へ微妙に上方修正されている。また、「インフレに関する判断は「幾分低い状態が続いている (continue to be somewhat low)」との基調判断は維持されたが、1月にあった「(物価安定に適う高稼働率への復帰が) 失望するほどに緩慢 (has been disappointingly slow)」との記載は消去されている。つまり、今回の FOMC では、米国経済が景気 (特に雇用と消費)、及びインフレの両面において、デュアルマニデートにおいて求められる状態へ一歩近づいたとの認識が示されたと判断できる。

こうした認識の上方修正に加え、QE2 (Quantitative Easing 2nd、量的緩和第二弾) に関する記載に全く変化がないことも踏まえれば、QE2 は予定通り 6 月まで行われることがほぼ確定し、かつ QE2 の延長や追加緩和措置 (QE3 など) が講じられる可能性は極めて低いと考えられる。

FOMCステートメントにおける変更点

		1月	2月
景気判断		the economic recovery is continuing, though at a rate that has been insufficient to bring about a significant improvement in labor market conditions. 労働市場の著しい改善には不十分であるが、景気回復は継続している。	the economic recovery is on a firmer footing, and overall conditions in the labor market appear to be improving gradually. 景気回復の足取りは一段としっかりし、労働市場全体の状況に緩やかな改善がみられる。
	個人消費	Growth in household spending picked up late last year, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. 家計支出の拡大ペースは昨年末に加速したものの、 高水準の失業や緩慢な所得回復、住宅資産の価値低下、厳しい金融環境によって引き続き抑制されている。	Household spending and business investment in equipment and software continue to expand. 家計支出と企業による機器及びソフトウェア投資は拡大が続いている。
インフレ		Although commodity prices have risen, longer-term inflation expectations have remained stable, and measures of underlying inflation have been trending downward. 商品価格は上昇したものの、長期インフレ期待は引き続き安定しており、インフレの基調的な動きは引き続き低下傾向にある。	Commodity prices have risen significantly since the summer, and concerns about global supplies of crude oil have contributed to a sharp run-up in oil prices in recent weeks. Nonetheless, longer-term inflation expectations have remained stable, and measures of underlying inflation have been subdued. 商品価格は昨夏以来、顕著に上昇し、加えて世界全体の原油供給に対する不安を背景に、最近数週間で原油価格は急上昇した。しかし、長期インフレ期待は引き続き安定しており、 インフレの基調的な動きは抑制されている。
	マンデート対比	失業 the unemployment rate is elevated, 高水準にある 物価 measures of underlying inflation are somewhat low 幾分低い水準にある	失業 the unemployment rate remains elevated 未だ 高水準にある 物価 measures of underlying inflation continue to be somewhat low 引き続き 幾分低い水準にある
インフレ見通し		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. 物価安定に関連して資源の利用が徐々に高水準に戻ると予想しているが、 目標に向けた復帰ペースは失望するほどに緩慢。	The recent increases in the prices of energy and other commodities are currently putting upward pressure on inflation. The Committee expects these effects to be transitory, but it will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations. The Committee continues to anticipate a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability. 最近のエネルギー、その他の商品相場の上昇は現在、 インフレ率に上昇圧力を及ぼしている。 FOMCはこうした影響は一時的と考えているが、 インフレおよびインフレ期待の変化を注視 していく。FOMCは今後も引き続き、物価が安定した状況の下で、資源利用が段階的に一段と高い水準に戻ると予想している。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

(4) 利上げは来年夏以降と予想

問題は QE2 後となる。注目されるのは三点、QE2 で膨らんだバランスシート圧縮が開始される時期、 バランスシート圧縮のスピード、 利上げ時期である。メインシナリオにおいて当社は、バランスシート圧縮は来年前半から始まるが、 当初は MBS 償還分の買入停止などの消極的な措置に留め、 圧縮を加速させるのは来年半ばからとなり、 そうした措置が軌道に乗ったのを確認した上で 政策金利の引き上げが行われるのは夏以降、と予想している。今回のステートメントで直接言及されなかった不安材料、つまり a) 日本の大震災の影響、b) 欧州の財政不安、c) ガソリン価格上昇による個人消費の悪影響などが存在することも踏まえれば、Fed が拙速に金融緩和度合いの縮小（≒金融引き締め方向への変換）を進めるとは考えにくい。

但し、1.(7)で詳述したように、商品価格が更に上昇した場合、期待インフレ率の変化を通じてインフレ昂進に至るリスクや、ECB が重視する二次的影響（Second-round effect、商品価格上昇の賃金などへの波及）が米国でも強まるリスクを完全には否定できない。そうしたリスクが顕現化する可能性が高まれば、Fed は当社シナリオよりも早いタイミングで金融引き締めへ移行するであろう。バーナンキ議長をはじめとする Fed 執行部が、商品価格上昇のインフレ率への影響を「一時的（transitory）」と見做さなくなるか否かが分岐点である。

【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(%)							
名目GDP	4.8	3.7	4.6	3.2				
実質GDP	3.7	1.7	2.6	2.8				
個人消費	1.9	2.2	2.4	4.1				
住宅投資	▲12.3	25.6	▲27.3	2.7				
設備投資	7.8	17.2	10.0	5.3				
政府支出	▲1.6	3.9	3.9	▲1.5				
輸出	11.4	9.1	6.7	9.6				
輸入	11.2	33.5	16.8	▲12.4				
経常収支(10億ドル)	▲109	▲123	▲125	▲113				
名目GDP比(%)	▲3.0	▲3.4	▲3.4	▲3.1				
	Q1-10	Q2-10	Q3-10	Q4-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11	Feb-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	3.3	0.3	0.4	0.7	
消費者信頼感	51.7	58.2	50.9	52.5	54.3	53.3	64.8	70.4
小売売上高	8.5	5.4	3.3	13.8	0.8	0.6	0.7	1.0
除く自動車、ガソリン、建設資材等	7.6	2.0	4.2	6.5	0.7	▲0.1	0.7	0.6
鉱工業生産	7.1	7.2	6.2	3.0	0.3	1.3	0.3	▲0.1
住宅着工件数(年率換算、千件)	617	602	588	534	548	522	618	479
中古住宅販売戸数	▲40.8	33.3	▲68.6	67.9	5.9	12.5	3.4	▲9.6
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.0	8.9	10.9	8.2	9.6	8.2	7.5	8.6
非国防資本財受注(除く航空機)	15.1	30.8	10.1	13.5	3.3	4.0	▲6.2	
民間非居住建設支出	▲33.5	▲12.8	▲18.7	14.0	2.6	▲1.5	▲6.9	
貿易収支(10億ドル)	▲114	▲133	▲133	▲117	▲38	▲40	▲46	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲127	▲143	▲149	▲136	▲45	▲46	▲50	
実質財輸出	18.1	7.4	8.1	12.7	▲0.5	2.1	2.5	
実質財輸入	17.7	23.1	10.8	▲4.2	0.1	2.1	4.1	
ISM製造業指数(四半期は平均)	58.6	57.6	55.2	57.9	58.2	58.5	60.8	61.4
ISM非製造業指数(四半期は平均)	52.5	54.3	53.5	55.9	56.0	57.1	59.4	59.7
失業率(%)	9.7	9.6	9.6	9.6	9.8	9.4	9.0	8.9
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	39	181	▲46	139	93	152	63	192
民間雇用者数(前月差、千人)	27	114	104	146	128	167	68	222
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	1.7	1.7	1.9	1.7
消費者物価(前年比、%)	2.4	1.8	1.2	1.3	1.1	1.5	1.6	2.1
コア消費者物価(前年比、%)	1.3	0.9	0.9	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1
PCEデフレーター(前年比、%)	2.4	1.9	1.4	1.2	1.1	1.2	1.2	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.8	1.5	1.2	0.8	0.9	0.8	0.8	
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	0.5	0.6	0.6	0.8
10年債利回り(%)	3.7	3.2	2.7	3.3	2.8	3.3	3.4	3.6
名目実効為替レート(1997/1=100)	102.1	105.2	101.6	99.9	99.2	99.9	98.8	98.0
ダウ工業株30種平均	10857	9774	10788	11578	11006	11578	11892	12226
S&P500株価指数	1169	1031	1141	1258	1181	1258	1286	1327

(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。