

米国経済情報 2011年4月号

Summary

【内容】

1.トピックス

- (1)FOMC 内部のパワーバランス
- (2)財政再建は近づいたか

2.経済動向

- (1)米国経済に対する強気が萎む
- (2)問題を抱えつつも雇用情勢は改善
- (3)個人消費は減速も底堅さを維持
- (4)住宅価格は二番底
- (5)設備投資は低調
- (6)輸入増加で貿易赤字拡大
- (7)在庫投資が伸びず
- (8)インフレに広がり見られず

【金融政策】

FOMC 投票権者におけるタカ派とハト派の対立が鮮明化しているが、ハト派寄りのスタンスを示す中間派が増えたため、4月26～27日のFOMCでも金融政策の変更は予想されない。QE2は完遂、Fedのバランスシートも年内は維持され、金融引き締めサイクルの開始は来年夏と予想される。

但し、エネルギー価格の上昇が続き、期待インフレ率の上昇を招くというリスクシナリオにも一定の配慮が必要である。そのリスクに対するFOMC参加者の認識は、インフレ見通しの変化等から読み取ることが出来るだろう。

【財政問題】

「すったもんだ」の末に連邦政府の閉鎖は回避された。自らに対する国民の評価低下を受けて、共和党がオバマ大統領に歩み寄ったと考えられる。しかし、オバマ大統領の支持率も寧ろ低下しており、閉鎖問題は双方に傷を残した。

2011年度予算問題の終息を受けて、議論はより長期の財政赤字削減へと移った。オバマ大統領の提案と共和党の提案は期間と金額、加えて手法についても大きな隔たりがあり、両者が一朝一夕に歩み寄るとは考えにくい。しかし、財政赤字削減の目標が従来より引き上げられたことだけは確かである。

【経済動向】

2011年1～3月期の成長率は年率2%程度に留まった模様である。ガソリン高による購買力低下の下でも個人消費は底堅く推移したが、設備投資の減速や輸入増加、在庫投資の低迷が成長を下押しした。但し、雇用増加ペースの加速が消費拡大をサポートし、設備投資も再加速が期待できることから、米国経済の先行きに対して過度に悲観的になる必要はない。当社では、2011年の成長率を従来から2.8%と予想しており、変更の予定はない。

インフレ率はヘッドラインの大幅な上昇が続いているものの、種々のコア指標は安定が続いている。また、品目別に見てもインフレに広がりは見られない。

伊藤忠経済研究所

所長
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) FOMC 内部のパワーバランス

4月26～27日に今年3回目のFOMCが開催され、バーナンキ議長が初めての定例記者会見を行う。今回のFOMCで注目されるのは、a)金融政策変更の可能性やQE2の行方を占う上でのタカ派とハト派のパワーバランス、b)バーナンキ議長の記者会見内容、c)経済見通しである。a)が最も重要であり、当然ながらb)とc)を左右する。

3月FOMCにおけるタカ派とハト派の対立

FOMC参加者におけるタカ派とハト派の対立は、4月5日に公開された3月FOMCの議事要旨において、極めて鮮明に示された。

A few participants indicated that economic conditions might warrant a move toward less-accommodative monetary policy this year; a few others noted that exceptional policy accommodation could be appropriate beyond 2011.

※赤太字がタカ派、青下線がハト派の見解。以下同じ。

(資料) FOMC Minutes of Mar 15, 2011

タカ派 (a few members) が (今後期待される) 経済情勢により年内にも金融緩和度合いの縮小が必要になると主張するのに対し、ハト派 (a few others) は現在の超緩和政策は2011年を越えて適切となりうる (2011年内の緩和度合い縮小はない) と真っ向から反論している。

また、QE2は全会一致で継続が確認されたが、そのQE2の将来についても意見は鋭く対立している。

A few members noted that evidence of a stronger recovery, or of higher inflation or rising inflation expectations, could make it appropriate to reduce the pace or overall size of the purchase program. Several others indicated that they did not anticipate making adjustments to the program before its intended completion.

タカ派が景気回復や高インフレ、期待インフレ率の上昇が将来的に(と言っても残り2ヶ月だが)QE2の縮減に繋がると考える一方、ハト派はQE2が予定通り実行されるとの見解を示している。

タカ派の先攻

FOMC議事要旨では、発言者の実名は明かされないが、最近の講演やマスコミでの発言から対立の構図は容易に読み取れる。タカ派の見解を主張したと推定されるのはフィッシャー・ダラス連銀総裁、プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁の3名である。2010年にQE2などの金融緩和政策に対して一貫して反対票を投じ続けたホーニグ・カンザスシティ連銀総裁は投票権を失ったが、替わって、やはり筋金入りのタカ派であるフィッシャー総裁とプロッサー総裁が2011年は投票権を得た。二人とも、雇用者数の増加やインフレ率の上昇を受けて金融政策を転換するタイミングが近付いたと声高に主張している。一方、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁もタカ派寄りの論客であり、3月末のWSJインタビューではコア・インフレ率の上昇により2011年内

の利上げが適切になるとの見解¹を明らかにしている。

ハト派の反撃

輪番で投票権を有する地区連銀総裁 4 名のうち 3 名がタカ派となったため、ハト派は人数的には劣勢だが、黙ってはいない。エバンス・シカゴ連銀総裁は、賃金上昇なしにインフレが昂進するとは考えにくく、(インフレ率の上昇は一時的と考えられるため)次回利上げが 2012 年になっても意外ではない²と述べている。また、筋金入りのハト派であるダドリー・NY連銀総裁³も、現在の経済状況はFedのデュアル・マンデートから程遠い(故に金融引き締めへの転換は時期尚早)と強硬に主張⁴している。

中間派はハト派寄りのスタンスに

しかし、こうしたタカ派とハト派を合計しても 5 名に留まる。2011 年のFOMCの投票権者は現在 10 名⁵であり、半分にしかない。タカ派とハト派がいくら頑張っても、結局のところは、バーナンキ議長やイエレン副議長など執行部を含む中間派 5 名が政策決定を左右する構図は以前から変わらない。

バーナンキ議長は 3 月 1 日の議会証言や 4 月 5 日の講演後の質疑応答⁶において、「現在のインフレ率上昇は一時的 (transitory) であるため政策変更を急ぐ必要はないが、期待インフレ率が継続的に上昇するなどインフレ率上昇が持続的となる可能性が高まれば断固として行動する」とのスタンスを繰り返し表明している。これは、インフレ懸念を声高に言うタカ派や議員に対し一定の配慮を示しつつも、基本的にはハト派寄りの見解と評価することができるだろう。

他の中間派は、3 月まではバーナンキ議長に倣うか、沈黙を保っていたが、4 月に入り変化が見られる。サンフランシスコ連銀総裁時代は筋金入りのハト派で鳴らしたイエレン副議長だが、2 月 25 日の講演では前述のバーナンキ議長と概ね同一の「商品価格上昇が持続的であり、持続的なインフレ期待の上昇に繋がるのならば、金融政策による対応が必要」とタカ派に配慮した見解を示した。しかし、4 月 11 日の講演⁷では「(長期化しない限り) 商品価格上昇は継続的なインフレにも、景気回復の阻害にも、金融政策スタンスの明確な変更にも繋がらない」とスタンスを改め、ハト派健在をアピールした。また、3 月まで沈黙を保っていたデューク理事とタルー口理事が共に 4 月 14 日の講演においてハト派寄りの見解を明らかにしている。残る一名のラスキン理事のスタンスは現時点で不明だが、昨年就任したばかりであり、最終的にはバーナンキ議長に追随する可能性が高い。

ハト派優勢のまま 4 月の FOMC へ

以上を踏まえると、現時点のFOMC投票権者は、ハト派もしくはハト派寄りが 7 名、タカ派もしくはタカ派寄りが 3 名となり、明らかに金融緩和維持を目指すハト派側が優勢である。加えて、コチャラコタ総裁が 4 月 5 日の講演⁸でインフレ見通しについてトーンダウンしたため、ハト派の優勢が更に

¹ ["Interview Excerpts: Fed Official Narayana Kocherlakota" WSJ Mar 31, 2011](#)

² ["Fed's Evans: Without Wage Hikes, Little Inflation Pressure" WSJ Apr 4, 2011](#)

³ 地区連銀総裁の中でも、NY 連銀総裁は FOMC において常に投票権を有する。

⁴ ["Fed's Dudley Warns Against Prematurely Tightening Policy" WSJ Apr 1, 2011](#)

⁵ 当初は 11 名だったがウォーシュ理事が退任し 1 名減。なお、ダイヤモンド氏は未だ上院から理事就任の承認を得ていない。

⁶ ["I think the increase in inflation will be transitory. Our expectation at this point is that in the medium term inflation, if anything, will be a bit low. We will monitor inflation and inflation expectations very closely." CNBC Apr 4, 2011](#)

⁷ ["Commodity Prices, the Economic Outlook, and Monetary Policy" Vice Chair Janet L. Yellen, April 11, 2011](#)

⁸ ["The Future of Mortgage Lending" Narayana Kocherlakota, Apr 5, 2011](#)

強まっている。経済動向において述べるように、3月のCPIや期待インフレ率に関する指標もハト派の勢いを削ぐものではなかった。従って、4月のFOMCでもQE2完遂、時間軸文言維持、当面の金融緩和状態維持（バランスシート圧縮は急がない）のスタンスは維持される見込みである。記者会見におけるバーナンキ議長スタンスも前掲の「現在のインフレ率上昇は一時的（transitory）であるため政策変更を急ぐ必要はないが、期待インフレ率が継続的に上昇するなどインフレ率上昇が持続的となる可能性が高まれば断固として行動する」が基本線として維持されることになるだろう。当社ではハト派（金融緩和維持派）の優勢が4月以降も続くと判断しており、QE2は完遂され、Fedはバランスシートを少なくとも2011年内は維持、利上げサイクルの開始は来年夏との見通しをメインシナリオに据えている。

インフレ昂進のリスクシナリオ

しかし、タカ派が盛り返すリスクシナリオの可能性も無視は出来なくなりつつある。商品市況を左右する中東情勢の先行きは、政治・宗教的な色彩が強まり、既に金融市場関係者や中央銀行の合理的な予測領域を逸脱してしまった。そのため、食料品やエネルギー価格の上昇が継続し、インフレ率の上昇が「一時的（transitory）」に留まらない可能性も否定はできない。エネルギー価格などの上昇が継続すれば、タカ派が主張するように長期の期待インフレ率の上昇に繋がり、コアCPIなどのコア指標でも上昇ペースが加速するリスクが高まる。

そうしたインフレのリスクをFOMC参加者、とりわけ明確なタカ派でもハト派でもない中間派（バーナンキ議長や理事）がどの程度重視しているかを把握するために、インフレ見通しが重要となる。見通しの中央値が大きく変化すれば言うまでもなく、中央値が変わらずとも予想値の分布によっては、金融政策の先行きに関する見方が変化しうる。なお、これまで経済見通しはFOMCから3週間後に公開される議事要旨と同時に示されてきたが、バーナンキ議長の記者会見実施に際し、ステートメントと同時に公表される可能性もある。少なくとも記者会見の際に、見通しに関する質疑応答は不可避である。

FOMCの投票権者

	2010(当初)	2011	スタンス
理事	バーナンキ議長	バーナンキ議長	中間派(ハト派寄り)
	コーン副議長	イエレン副議長	中間派(ハト派?)
	デューク理事	デューク理事	中間派(ハト派寄り)
	タルーロ理事	タルーロ理事	中間派(ハト派寄り)
	ウォーシュ理事	ウォーシュ理事右3月退任、後任未定	
		ラスキン理事 欠員(ダイヤモンド教授)	不明だが就任まもなく議長追随? ?
地区連銀総裁	ダドリー-NY連銀総裁	ダドリー-NY連銀総裁	ハト派
	ブラード・セントルイス連銀総裁	エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト派
	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	タカ派寄りだが、最近トーンダウン
	ローゼングレン・ボストン連銀総裁	フィッシャー・ダラス連銀総裁	タカ派
	ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁	プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	タカ派

(資料) Federal Reserve Board 資料等より伊藤忠経済研究所作成。

(2) 財政再建は近づいたか

2011 年度予算案における妥協と政府閉鎖回避

本当に「すったもんだ」の末に、4月8日深夜の合意によって連邦政府の閉鎖(Government Shutdown)は回避された。385億ドルに及ぶ2011年度予算カットの合意によって、2012年度及びそれ以降の財政収支改善に向けた議論が新たな段階に入る。

米議会では中間選挙での共和党勝利を経た後も財政収支改善に向けた民主・共和両党の対立が続く中で、2011財政年度(2010年10月～11年9月)の歳出予算が成立しないまま、暫定予算による自動車操業が繰り返されてきた。4月も暫定予算による問題先送りが模索されたが、2012年度大統領選挙への出馬を正式に発表し抜本的な解決による現状打破(支持率回復)を図りたいオバマ大統領と、連邦政府閉鎖を問題視しないティーパーティ勢力が拡大する共和党の双方が問題先送りを拒否した。4月8日のタイムリミット直前まで両者は妥協案を見出せず、政府閉鎖は不可避とする見方が強まっていた。しかし、本当に土壇場になって、両者は合意に至り、政府閉鎖は回避された。

オバマ大統領・民主党と共和党のどちらが妥協したかは必ずしも明らかではない。ただ、15年前(1995～96年)のクリントン政権時代の政府閉鎖が、野党共和党への逆風に昇華したことを記憶する共和党執行部が妥協へ動き、事態の収束を図った可能性が高いと推測される。Gallup社の調査⁹によると予算交渉において、共和党の行動を評価する米国民の比率は2月22日調査の42%から4月5日調査では34%へ低下する一方、オバマ大統領・民主党に対する評価は39%から41%に高まり、両社は逆転してしまっていた。特に変化が大きいのは無党派層(independent)の評価である。オバマ大統領・民主党に対する評価は33%→32%で小幅の低下だが、共和党に対しては37%→33%と4%ポイントも低下してしまった。共和党では、政府閉鎖に至っても15年前とは異なり共和党に対する批判は広がらないとの主張が当初は大勢を占めていた模様である。しかし、有権者の評価の変化を受けて、政府閉鎖の回避のための妥協へ、共和党執行部が踏み切った可能性が指摘できる。

これは、2011年度歳出の削減幅からも確認できる。共和党は従来610億ドルの歳出削減を目指し、多数を占める下院にて法案を可決していた(民主党の反対により上院では否決)。今回、両者が合意した歳出削減額は385億ドルであり、共和党の従来の主張からはかけ離れている(オバマ大統領側は330億ドル程度を主張していたとの報道あり)。加えて、4月14日付けの議会予算局(CBO)の分析¹⁰によれば385億ドルの歳出予算削減はほとんどが後年度で行われるため、2011年度の歳出削減は3億52百万ドルの支出減少にしか繋がらない模様であり、実質面で見れば共和党の妥協度合いは更に大きい。但し、政府閉鎖問題を経てオバマ大統領に対する米国民の指示が高まった訳でもない。4月15日時点でオバマ大統領に対する評価は過去最低水準にあり¹¹、大統領のリーダーシップに失望している。

長期的な財政再建に向けた交渉の開始

オバマ大統領は13日の演説¹²において、2023年までの12年間で4兆ドルの財政赤字を削減する財

⁹ ["Americans Favor Budget Compromise Over Shutdown, 58%-33%" GALLUP, Apr 6, 2011](#)

¹⁰ http://www.cbo.gov/ftpdocs/121xx/doc12143/additional_info_hr1473.pdf

¹¹ ["Obama Job Approval at 41%, Tying His Low" GALLUP, Apr 15, 2011](#)

¹² ["Remarks by the President on Fiscal Policy" Apr 13, 2011](#)

オバマ大統領提案に関する記載は、Whitehouse掲載の演説内容に基づく。必ずしも明示されていないが、赤字削減の発射

政再建計画を公表した。財政赤字削減額は2月に示した2012年度予算教書の1兆ドルから3兆ドル上乗せされることになる。4兆ドルの内訳は2兆ドルの歳出削減、1兆ドルの金利負担削減、富裕層向けの増税などによる歳入増加1兆ドルである。オバマ大統領はこの赤字削減案を叩き台として、バイデン副大統領主導の下で5月から民主・共和両党と定期協議に入るとしている。オバマ大統領が掲げた赤字削減額4兆ドルは昨年12月に公表された超党派の財政規律・改革委員会(National Commission on Fiscal Responsibility and Reform)による削減額¹³と概ね一致し、かつ歳出削減と増税のバランスも近いため、大統領提案は比較的支持を集めやすいとの見方もある(但し同委員会は2020年迄での削減を提案しており、大統領案はより長期を必要とする)。

一方、共和党はオバマ大統領の2012年度予算教書(に基づくCBO試算の財政収支)との比較で4.4兆ドルの追加的赤字削減(2021年迄の10年間)を目指している¹⁴。共和党の目指す赤字削減額は期間と金額の双方で大統領案を上回る極めて厳しい内容であり、かつ6.2兆円の追加的な歳出削減と1.8兆円の歳入削減(減税など)を組み合わせるという点でも、富裕層への増税による歳入増を組み込んだオバマ大統領提案とは全く異なるものと言わざるを得ない。

このようにオバマ大統領と共和党の案には大きな相違があり、両者が一朝一夕に合意へ達するとは考えにくい。未解決の連邦債務上限の引き上げ問題とも絡んで、5月から始まるとされるオバマ大統領と民主・共和両党の定期協議は紛糾が避けられないだろう。そうした両者の根深い対立が、18日のS&Pによる格付けアウトルック引き下げの一因として指摘されてもいる。但し、掲げる理念の違いから生じるアプローチの相違はあるとしても、オバマ大統領・民主党と共和党の双方が財政赤字の削減という同一の目標に向かっていることだけは確かである。

雨降って地固まるとまでは行かないが、今回の連邦政府閉鎖騒動を経て、財政赤字削減に向けた取り組みは一步前進したと言えるだろう。

台は2012年度予算教書のベースラインに2011年度の歳出削減合意を加味したものと考えられる。

¹³ [“The Moment of Truth: Report of the National Commission on Fiscal Responsibility and Reform” Dec 1, 2010](#)
他と異なり2011年度を含む。またベースラインも古い。

¹⁴ [“The PATH to PROSPERITY” G.O.P. Apr 11, 2011](#)

同予算案の比較対象は最新のCBOベースラインもしくは2012年度予算教書に基づくCBO試算である。結局のところ、オバマ大統領案と共和党案は共通の土台に基づく提案ではないため、金額の比較は幅をもって考える必要がある。

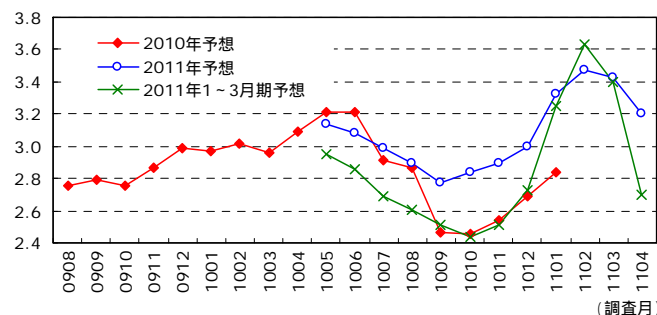
2. 経済動向

(1) 米国経済に対する強気が萎む

2011年の米国経済に対する見方が下方修正されている。

IMFは11日に発表したWEO¹⁵(World Economic Outlook)において米国経済の2011年成長率見通しを従来の3.0%から2.8%へ0.2ポイント下方修正した。月に一度行われるWSJによる経済サーベイ¹⁶でも、2011年の成長率予想は2月3.5% 3月3.4% 4月3.2%と2ヶ月連続で下方修正されている(4月データは4月1日～6日の調査で11日公表)。予想レンジも2月の2.4～4.7%が4月は1.8～4.4%へ切り下がった¹⁷。

WSJ成長率サーベイの推移(%)



(出所)WSJ

こうした成長率予想の下方修正には、原油価格及びそれに伴うガソリンなどエネルギーコストの上昇が影響したとの説明が一般的である。確かに、それは間違いではない。しかし、米国経済が従来から抱える問題が再認識されたことも寄与している。経済面での代表的な国内問題は、財政赤字と低迷の続く住宅市場である。この2つの問題は未だ解決への道筋が見えない。こうした問題が及ぼす悪影響が、最近の政府閉鎖問題や住宅価格の二番底といった事象により改めて認識されたことも、見通しの下方修正に繋がったと考えられる。加えて、外的問題として、欧州の財政問題が継続しているほか、新たに日本の大震災が加わった。

米国では4月28日に1～3月期のGDP統計1次推計値が公表される。4月WSJサーベイでの予想は2.7%だが、当社では前期比年率2.0%と想定しており¹⁸、他機関でも1～2%程度への引き下げが相次いでいる。以下で詳述するように、個人消費は比較的底堅いものの、設備投資の減速や輸入増加、緩慢な在庫投資が成長率を押し下げたためである。1～3月期成長率の下振れを受けて、5月のWSJサーベイで、2011年成長率予想が更に下方修正される可能性も否定はできない。

但し、米国経済に対して過度に悲観的になる必要もないと考えている。米国の雇用情勢は未だ不十分とは言え、順調な回復を示している。成長率予想が下方修正される一方で、WSJサーベイにおける雇用者数の見通しは2月の18.7万人/月が4月は20.0万人/月へ引き上げられた。こうした雇用環境の改善が、米国経済の緩やかな成長をサポートしていく。また、幸運にも、ガソリン価格の上昇と機を同じくして新たな減税策が講じられ、実質購買力の毀損をある程度補填してもいる。当社では、従来から米国経済の2011年成長率を2.8%と予想しているが、現時点で修正の予定はない。

¹⁵ World Economic Outlook (WEO) “Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows” IMF, April 2011

¹⁶ “Economists See Growth Accelerating Later in Year” WSJ Apr 11, 2011

¹⁷ 2010年の成長率予想も3.2%まで上昇した後2.5%まで急低下しており、米国のエコノミストによるこうした成長率予想の上方修正と下方修正は毎年の恒例行事と言えるかも知れない。

¹⁸ 予想の詳細は4月14日付 Economic Monitor 「1～3月期の米GDP成長率は年率2%と想定」も参照。

(2)問題を抱えつつも雇用情勢は改善

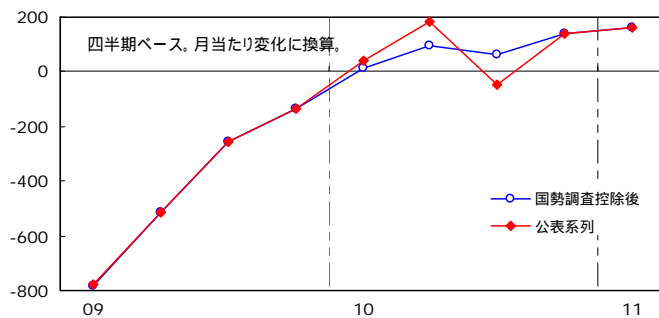
3月の米雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月差+21.6万人と昨年4月以来の20万人を超える増加幅を記録した(昨年4月は+27.7万人、国勢調査除くベース¹⁹では+21.1万人)。1~3月期の雇用増加は+15.9万人/月に達し、10~12月期の+14.1万人/月を上回り、雇用拡大ペースが徐々に加速していることを確認できる。

3月の雇用増加の内訳を見ると、民間部門が前月差+23.0万人(2月+24.0万人)と安定的に拡大した一方、地方政府を中心に政府部門は▲1.4万人(2月▲4.6万人)と5ヶ月連続で減少している。四半期で見ても民間部門が10~12月期+14.6万人/月→1~3月期+18.8万人へ増勢を強める一方、政府部門は0.7万人/月 2.9万人/月と寧ろ減少幅が拡大した。

失業率は2月の8.92%から3月は8.83%へ低下した。雇用者数の増加(+29.1万人)が労働力人口の拡大(+16.0万人)を上回り、失業者数の減少(▲13.1万人)に繋がっている。但し、労働力率は64.2%(2月64.2%)と未だ最低水準近傍に留まったままである。今後、労働市場への再参入が本格化すれば、労働力人口の拡大が失業率の押し上げに繋がる。失業率は再上昇する可能性が高いと当社では考えている²⁰。

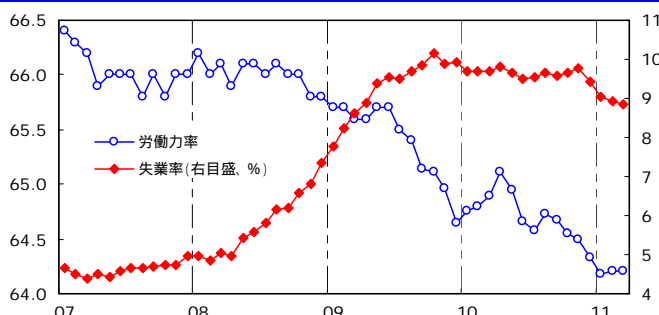
長期失業問題は3月に大きく悪化した。平均失業期間²¹が39.0週(2月37.1週)へ長期化し過去最長を更新、失業が27週以上に及ぶ「長期失業者」が失業者全体に占める割合も45.2%へ上昇し、過去最悪だった昨年6月の45.9%に迫っている。失業率の低下が示すように労働需給は方向としては改善しつつあるものの、就業希望者全員に恩恵が行き渡っている訳ではない。寧ろ、長期に渡る失業によってスキルが劣化した失業者にとっては厳しさが一層増し、雇用環境の二極化が進んでいると判断できる。

非農業部門雇用者数の推移(月当たり変化、千人)



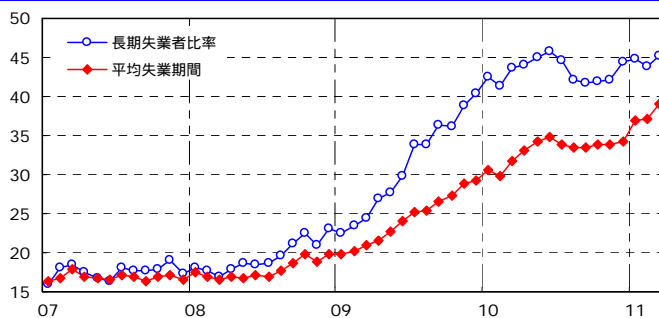
(出所) U.S. Department of Labor

労働力率と失業率の推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

長期失業の動向(%, 週)



(出所) U.S. Department of Labor

¹⁹ 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。

²⁰ この議論の詳細は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。

²¹ 昨今の失業期間長期化の傾向を受けて、2011年1月調査から報告できる失業期間の上限が従来の2年迄から5年迄に延長されている。この上限変更による平均失業期間押し上げの影響が1月以降は1.1週程度含まれる。ただ、その影響を除いても、2月の失業期間が過去最長であることは変わらない。

(3)個人消費は減速も底堅さを維持

1～3月期の個人消費は前期比年率 2.5%程度と、昨年10～12月期の4%もの高い伸びから減速した見込みである。減速の主因はクリスマス商戦の反動とガソリン高による実質購買力の低下である。

GDP推計に用いられる名目小売売上高(除く自動車・建設資材)は前期比年率 11.1%(10～12月期 9.1%)と伸びが加速したが、物価上昇分(CPIは10～12月期 2.7%→1～3月期 5.2%)を控除し、実質ベースで見ると 5.9%(10～12月期 6.4%)に減速する。物価上昇の主因は後述するようにガソリンなどエネルギーの価格上昇であり、小売売上高の減速とそれに影響したガソリン高が読み取れる。実際、エネルギー支出が名目個人消費支出(2月分まで公表済)に占める割合を見ると、2月は6%程度と金融危機後で最大に達している。

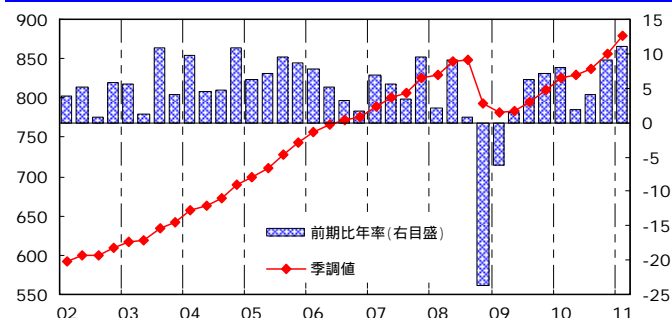
また、1～3月期の新車販売台数は前期比年率 24.7%(10～12月期 29.1%)と高い伸びを維持し、個人消費拡大に寄与したと考えられるが、販売内訳を見ると、ガソリン高の影響が現れ始めている。相対的に燃費に優れる乗用車が前期比年率 54.2%の大幅増加を示す一方、ピックアップトラック(Light Truck)は 1.2%とほぼ横ばいに留まったのである。現時点では、自動車ローンが組み易くなったというファイナンス面の改善が寄与し、燃費に優れる車種への買い替えが進んでいるため、ガソリン高は必ずしも自動車販売の障害になっていない。しかし、更にガソリン高が進行すれば、ランニングコストの上昇が自動車の保有や買い替えを思い止まらせ、自動車販売全体に対して悪影響をおよぼす可能性が高いであろう。ガソリン価格は2月 3.2ドル/ガロンが3月は 3.6ドルに、4月前半は 3.7ドルに上昇している。

10～12月期対比で減速したとは言え、1～3月期に予想される 2.5%程度の個人消費の伸びは、金融危機以降では 2番目に高い伸びである。既に述べた 雇用・所得環境の改善と昨年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%引き下げ等による688億ドルの可処分所得押し上げ(2011年の可処分所得を0.6%Pt程度押し上げ)という二つのプラス材料が、エネルギー価格上昇による実質購買力低下をある程度相殺している。4～6月期以降も、この構図は維持され、個人消費は加速こそ期待できないものの、失速も回避すると予想される。

(4)住宅価格は二番底

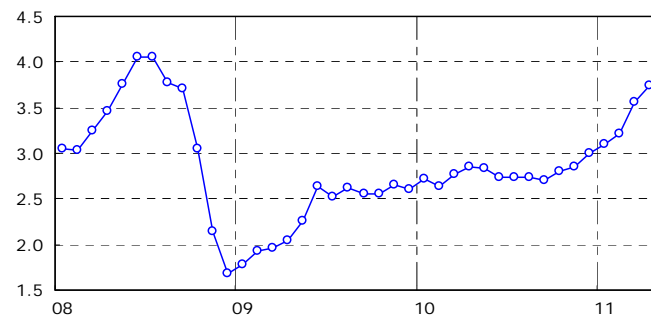
住宅市場はボトムアウトこそしたものの、低迷が続いている。住宅建設の一致指標である民間居住用建設支出は1～2月平均が10～12月期対比でほぼ横ばいに留まる。先行指標である住宅着工の動きも鈍いため、3月の急反発も見込めない。一方、住宅販売は新築と中古の合計で1～2月平均が10～12月期を年率 32.6%上回っている。但し、住宅取得減税の終了に伴い7～9月期に大きく落ち込んだ反動の範囲に留まり、水準は未だ低位である。

小売売上高(除く自動車・建設資材、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

経済動向の冒頭でも指摘したように、住宅価格は二番底の様相を呈している。S&P ケースシラー20 都市指数は1月まで7ヶ月連続で前月水準を割り込み、前年比のマイナス幅も3.1%まで拡大した。

差し押さえ物件の流入に伴う需給バランスの悪化が、住宅価格を押し下げている。住宅価格の更なる下落が予想される下では販売の大幅な持ち直しは言うまでもなく、住宅建設の活性化も見込み難い。1~3月期のGDPベースの住宅投資は販売増加によるコミッション収入が寄与し、2四半期連続の増加を確保するものの、水準としては低迷が続く見込みである。

(5) 設備投資は低調

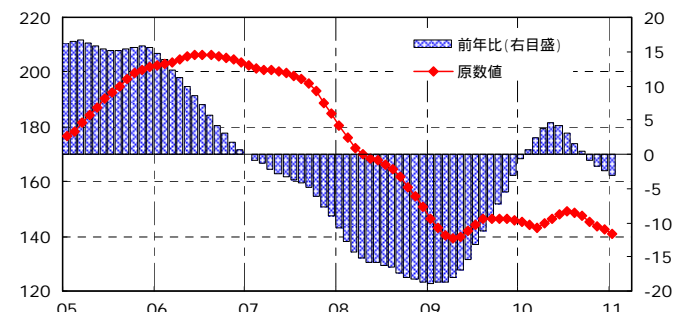
当社も含めて、エコノミストの予想を1~3月期に最も裏切ったのは設備投資であろう。設備投資の7割超を占める機器及びソフトウェア投資の一致指標である非国防資本財出荷（除く航空機）は1~2月平均が10~12月期対比でほぼ横ばいに留まる（10~12月期前期比年率7.8%）。また構築物投資の一致指標である民間非居住用建設支出は1月の大雪による下押しもあり、1~2月平均が10~12月期を30.9%も下回っており（10~12月期11.2%）、2四半期ぶりの減少が不可避である。そのため、1~3月期の設備投資は10~12月期の7.7%からは大幅に減速すると見込まれる。

但し、ISM景況感調査が製造業、非製造業共に4月は上昇こそ止まったとは言え、極めて高い水準を維持し、またNY連銀の景況感調査にある設備投資見通しDIが4月に再びプラス幅を拡大したことを踏まえれば（3月22.1→4月29.5、中立はゼロ）、設備投資の低調推移が続くとは考えにくい。4~6月期以降は復調が期待される。

(6) 輸入増加で貿易赤字拡大

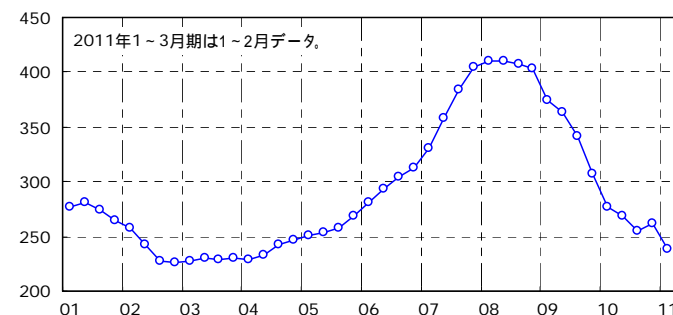
貿易統計によると、1~2月平均では、輸出が10~12月期を年率14.7%上回り底堅く推移する一方（10~12月期前期比年率18.9%）、輸入は28.8%と大幅に加速した（10~12月期3.3%）。そのため貿易赤字は10~12月期の4,669億ドルから1~2月平均では5,564億ドルへと大幅に拡大している。

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



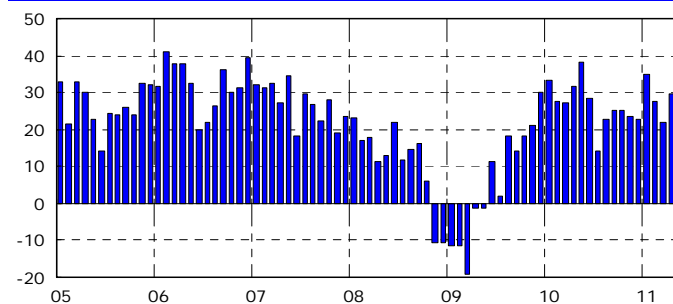
(出所) Bloomberg

民間非居住建設支出 (年率換算、10億ドル)



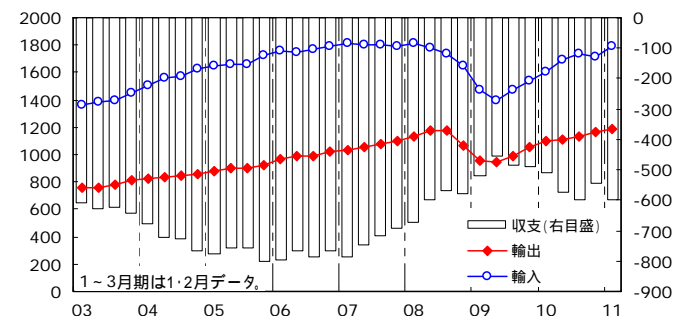
(出所) Department of Commerce

設備投資見通しDI (ゼロが中立)



(出所) NY Fed

実質財収支の推移 (10億ドル)



(出所) US Census Bureau

実質財ベースでは輸出が 6.4% (10~12 月期 12.7%)、輸入が 18.3% (▲4.2%) と、名目ほどではないが輸入の急拡大が顕著である。輸入の大幅増加を受けて、1~3 月期の純輸出は 1%Pt 程度成長率を押し下げた可能性が高い (10~12 月期は 3.3%Pt のプラス寄与)。

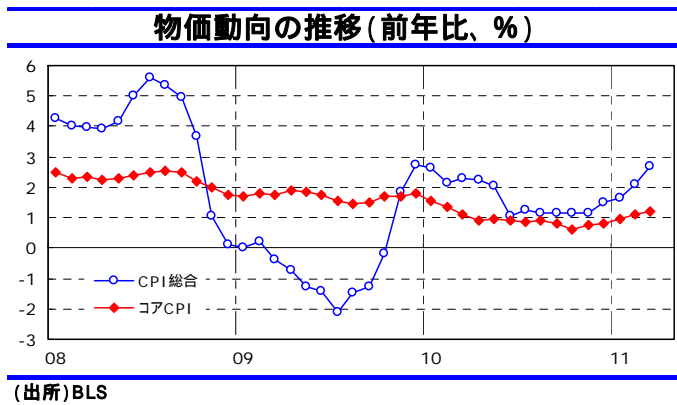
名目輸出を仕向け地別 (季節調整は当社) に見ると、北・中南米向け及び ASEAN 向けが好調である。その一方で、2010 年に好調だった中国など東アジア向けや南アジア向けは 2011 年に入り、減速もしくは減少している。1~2 月の輸入では、石油関連が 10~12 月期を 123%も、非石油も 20.5%上回り共に急拡大した。なお、石油関連の急拡大は原油価格上昇の影響が大きく、実質ベースでは 46.2%の増加に留まる。財分類では、飲食料品や自動車関連、その他の消費財、生産財の増加が目立っている。

(7)在庫投資が伸びず

1~3 月期は在庫投資の動きが最も解釈に苦しむ。既に述べたように個人消費は減速し、輸入は大幅に伸びが高まった。こうした変動を調整するために在庫投資は拡大ペースを高め、GDP 成長率をスムーズにさせるはずである。つまり、1~3 月期で言えば、個人消費の減速と輸入増加による成長率押し下げを在庫投資の拡大が補うのが経済メカニズムからは整合的な動きと言える。しかし、2 月までの在庫統計を見る限り、在庫投資は全く加速しておらず、在庫投資の成長率に対する寄与は極めて限定的なものに留まる見込みである。こうした不整合な動きはデータの追加 (貿易統計も在庫統計も 3 月分は未公表) や改訂などによって、解消される場合が多い。つまり、1~3 月期の低成長は今後、上方改訂される可能性がある。

(8)インフレに広がり見られず

CPI (Headline CPI) は 2 月に続き 3 月も前月比 0.55%の高い伸びを記録し、前年比は 2.7%と 2009 年 12 月以来の高水準に達した。4 月も同じ前月比が続けば、2008 年 10 月以来の 3%台となる。一方、コア指標はインフレ昂進を示していない。食料とエネルギーを除いたいわゆるコア CPI は前月比 0.14% (2 月 0.20%) に減速し、前年比は 1.2%に留まる。他のコア指標も刈り込み平均 CPI (Trimmed-Mean CPI) が前月比



0.2% (2 月 0.3%) に、CPI 中央値 (Median CPI) も 0.1% (2 月 0.2%) に減速し、前年比もそれぞれ 1.5%、1.2%に留まる。4 月のミシガン大調査による期待インフレ率は 1 年が 4.6% (3 月 4.6%) に高まっているものの、5 年は 2.9% (3 月 3.2%) と安定が維持されている²²。

CPI の内訳を見ると、2 月は幅広い品目で伸び加速が示され、インフレの広がりが懸念された。しかし、一転して 3 月は住居 (2 月前月比 0.3%→3 月 0.1%) や医療 (0.4%→0.2%)、娯楽 (0.3%→▲0.0%)、教育・通信 (0.2%→0.1%) など多くの分類で伸び鈍化が示されており、2 月の動きが一時的なものに過ぎない可能性が示唆された。ヘッドラインの高い伸びに寄与したのは飲食料品 (2 月 0.5%→3 月 0.7%) とエネルギー (3.4%→3.5%) に限られる。

²² ミシガン大調査における期待インフレ率は確報での改定が大きい。4 月は速報段階のため、2.9%には低下していない可能性がある。ただ、それでも、長期的に見て、5 年のインフレ期待は安定が続いている。

【米国主要経済指標】

	Q2-10	Q3-10	Q4-10	Q1-11					
	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	3.7	4.6	3.5						
実質GDP	1.7	2.6	3.1						
個人消費	2.2	2.4	4.0						
住宅投資	25.6	▲27.3	3.3						
設備投資	17.2	10.0	7.7						
政府支出	3.9	3.9	▲1.7						
輸出	9.1	6.7	8.6						
輸入	33.5	16.8	▲12.6						
経常収支(10億ドル)	▲123	▲125	▲113						
名目GDP比(%)	▲3.4	▲3.4	▲3.0						
	Q2-10	Q3-10	Q4-10	Q1-11	Dec-10	Jan-11	Feb-11	Mar-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	5.5	1.7	3.6		0.5	0.8	0.3		
消費者信頼感	58.2	50.9	52.5	66.7	53.3	64.8	72.0	63.4	
小売売上高	6.0	3.3	13.8	9.6	0.6	0.8	1.1	0.4	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	2.6	4.2	6.5	8.1	▲0.1	1.0	1.1	0.4	
鉱工業生産	7.1	6.7	3.2	6.0	1.3	0.1	0.1	0.8	
住宅着工件数(年率換算、千件)	602	588	534		522	618	479		
中古住宅販売戸数	33.3	▲68.6	67.9		12.5	3.4	▲9.6		
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.9	10.9	8.2		8.2	7.5	8.6		
非国防資本財受注(除く航空機)	30.8	10.1	13.5		4.0	▲5.9	▲0.7		
民間非居住建設支出	▲12.8	▲18.7	11.2		▲3.3	▲8.0	0.9		
貿易収支(10億ドル)	▲133	▲133	▲117		▲40	▲47	▲46		
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲143	▲149	▲136		▲46	▲50	▲49		
実質財輸出	7.4	8.1	12.7		2.1	2.2	▲3.7		
実質財輸入	23.1	10.8	▲4.2		2.1	4.4	▲3.0		
ISM製造業指数(四半期は平均)	57.6	55.2	57.9	61.1	58.5	60.8	61.4	61.2	
ISM非製造業指数(四半期は平均)	54.3	53.5	55.9	58.8	57.1	59.4	59.7	57.3	
失業率(%)	9.6	9.6	9.6	8.9	9.4	9.0	8.9	8.8	
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	181	▲46	139	159	152	68	194	216	
民間雇用者数(前月差、千人)	114	104	146	188	167	94	240	230	
四半期は月当たり換算									
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.9	1.7	1.7	
消費者物価(前年比、%)	1.8	1.2	1.3	2.1	1.5	1.6	2.1	2.7	
コア消費者物価(前年比、%)	0.9	0.9	0.7	1.1	0.8	1.0	1.1	1.2	
PCEデフレーター(前年比、%)	1.9	1.4	1.1		1.1	1.2	1.6		
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.2	0.8		0.7	0.8	0.9		
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(%)	0.7	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.8	0.7	
10年債利回り(%)	3.2	2.7	3.3	3.4	3.3	3.4	3.6	3.4	
名目実効為替レート(1997/1=100)	105.2	101.6	99.9	97.0	99.9	98.8	98.0	97.0	
ダウ工業株30種平均	9774	10788	11578	12320	11578	11892	12226	12320	
S&P500株価指数	1031	1141	1258	1326	1258	1286	1327	1326	

(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、伊藤忠経済研究所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。