

# 米国経済情報

## 2011年5月号

### Summary

#### 【内容】

1. 経済見通し  
及び経済動向分析
  - (1) 1～3月期の成長率は1.8%に低下
  - (2) 成長率予想を据え置き
  - (3) 雇用情勢は改善継続も一抹の不安
  - (4) ガソリン高が個人消費のリスク
  - (5) 住宅投資は底入れも本格回復は遠い
  - (6) 設備投資は再加速見通し
  - (7) 在庫水準は低位推移が継続
  - (8) 政府支出は4～6月期に反動増
  - (9) 輸出入ともに堅調
  - (10) インフレ昂進リスクは限定的
2. 金融政策
  - (1) QE2 完遂と証券保有継続を確認
  - (2) FOMC は景気見通しを下方修正
  - (3) ハト派の議長、タカ派の失速
3. トピックス  
住宅価格の下落が続く

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

米国経済は1～3月期に年率1.8%成長へ減速した。減速はクリスマス商戦の反動による個人消費鈍化に加え、天候不順による建設投資の落ち込みや国防費の支出タイミングのズレなど一時的要因が影響している。4～6月期には再び成長ペースの加速が期待できる。当社は2011年2.8%、2012年2.9%との成長率予測を据え置く。なお、2011年初めに3%半ばだった市場コンセンサスは足元で当社予想と同程度まで低下した。

先行きの景気に対する懸念材料はエネルギー価格上昇による購買力低下である。ガソリン高の悪影響もあり、4月の小売販売は実質ベースでほぼ横ばいに留まった。但し、足元で景気と商品市況の連関が復活しつつあるため、過度の懸念は不要と考えられる。

4月にヘッドラインCPIの前年比は3.2%まで上昇した。2008年10月以来の高水準である。加えて、刈り込み平均などのコア指標にも上昇ペース加速の動きがある。しかし、上昇品目の広がりが未だ限定的なことに加え、サービス価格の安定、インフレ動向のアンカーとなる長期期待インフレ率の3%程度での安定推移などを踏まえれば、過度なインフレ昂進懸念は不要と考えられる。

4月のFOMCにおいて、参加者は景気予測を下方修正した。市場参加者と同じく、Fed内部でも過度な強気派後退しつつある。但し、景気回復が継続するとの認識、足元のインフレ上昇は一時的との判断は維持されている。なお、バーナンキ議長は初めての定例記者会見で金融緩和からの政策転換の第一歩が「満期証券の再投資停止」になると明言した。

当社ではFedが6月でのQE2終了後、2011年内はバランスシートを維持し、年明けから再投資停止などにより引き締めサイクルを開始すると予想している。利上げは早くとも年半ば、メインシナリオでは夏ごろを予想している。

景気回復の継続にも関わらず、住宅価格の下落が止まっていない。いずれも住宅価格指数でも昨年後半からの下落再開もしくは下落加速が示されている。こうした価格下落は債権回収のためのデフォルト物件の住宅市場への流入による中古住宅市場の需給悪化である。フェフォルト物件の市場への投入は断続的に続いており、住宅価格下落は継続が避けられない。

## 1. 経済見通し及び経済動向分析

### (1) 1～3月期の成長率は1.8%に低下

2011年1～3月期の米国の成長率は一次推計(Advance Estimate)において前期比年率1.8%と10～12月期の3.1%から低下した。4月27日のFOMC後の記者会見でバーナンキFed議長が示唆した通りの2%弱の結果である<sup>1</sup>。市場コンセンサスの2.0%(当社予想2.0%)を僅かに下回ったが、概ね予想の範囲内と言え、サプライズはない。

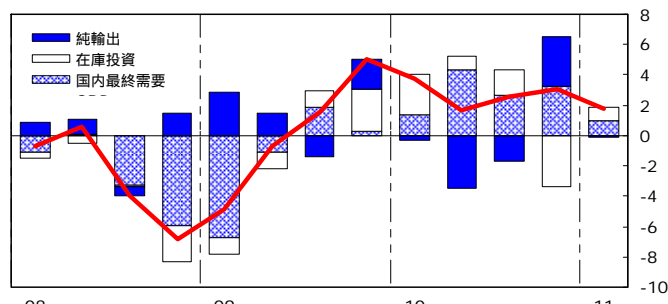
1～3月期の成長減速については、一時的な要因が大きく影響したと考えられる。代表的な要因としては悪天候による構築物投資の落ち込み(前期比年率21.7%)と防衛関連支出の減少(11.7%)が挙げられる。詳細は後述するが、こうした要因の多くは4～6月期に解消し、再び成長率は上昇すると見込まれる。また、輸出は1～3月期に4.9%(10～12月期8.6%)へ減速したが、新興国経済の拡大とドル安基調を踏まえれば再加速が期待できる。

### (2) 成長率予想を据え置き

米国経済は4～6月期以降に再加速し、2011暦年を通して見れば3%弱の成長を達成するとの当社見解を現時点で修正する必要はないと判断する。2011年2.8% 2012年2.9%との成長率予想を据え置く。なお、最終四半期前年比で見ると当社予想は2011年2.8%→2012年3.0%であり、4月27日に示されたFOMC参加者の見通し(2011年3.1～3.3%→2012年3.5～4.2%)に比べ慎重である。また、失業率は2011年9.0% 2012年8.4%(最終四半期では9.0%→7.9%、FOMC参加者は8.4～8.7%→7.6～7.9%)、コアPCEデフレーターは2011年1.1% 2012年1.6%(最終四半期では1.5%→1.6%、FOMC参加者は1.3～1.6%→1.3～1.8%)と予想している。

なお、1～3月期の成長率については5月26日発表の二次推計で上方修正される可能性がある。小売販売が4月実績発表に際し2・3月分データが上方修正されたほか(個人消費の上方修正要因)、

実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)



(出所) Department of Commerce

米国経済の推移と予測(暦年)

	2009 予想	2010 実績	2011 予想	2012 予想
前年比, %, %Pt				
実質GDP	▲2.6	2.9	2.8	2.9
(Q4/Q4)	0.2	2.8	2.8	3.0
個人消費	▲1.2	1.7	2.8	2.6
住宅投資	▲22.9	▲3.0	1.1	16.9
設備投資	▲17.1	5.7	7.6	8.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.6)	(1.4)	(0.0)	(▲0.0)
政府支出	1.6	1.0	▲1.1	▲0.8
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.1)
輸出	▲9.5	11.7	7.2	7.7
輸入	▲13.8	12.6	4.5	6.8
名目GDP	▲1.7	3.8	4.3	4.4
失業率	9.3	9.6	9.0	8.4
(Q4)	10.0	9.6	9.0	7.9
雇用者数(月変化, 千人)	▲422	78	211	277
経常収支(10億ドル)	▲378	▲470	▲535	▲563
(名目GDP比, %)	▲2.7	▲3.2	▲3.5	▲3.5
貯蓄率(%)	5.9	5.8	5.4	4.3
PCEデフレーター	0.2	1.7	2.2	1.9
コアPCEデフレーター	1.5	1.3	1.1	1.6
(Q4/Q4)	1.7	0.8	1.5	1.6
消費者物価	▲0.4	1.6	2.8	1.9
コア消費者物価	1.7	1.0	1.3	1.6

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

<sup>1</sup> “[W]e are expecting a relatively weak number for the first quarter, something a little under 2%.” Bernanke, Apr 27, 2011

建設支出や在庫などの3月実績が、BEAが一次速報の推計において仮定したデータを上回っているためである。当社では1~3月期の成長率が2.4%へ上方修正されると予想している。なお、上述の成長率予測には1~3月期の上方修正予想も加味している。

市場では米国見通しの下方修正に拍車がかかっている。当社が定期的にリファーしている WSJの月次サーベイは最新の5月16日公表分で2011年

の成長率予想が2.9%（4月サーベイ3.2%）とついに3%を割り込んだ。またフィラデルフィア連銀が四半期に一度実施している”Survey of Professional Forecasters”でも2011年の成長率予想は前回2月の3.2%が最新5月調査（5月13日公表、実施は5月上旬）で2.7%へ下方修正された。いずれも概ね当社予想（2.8%）と同程度まで低下している。なお、フィラデルフィア連銀調査では失業率予想が下方修正（9.1%→8.7%）されているため、雇用所得の改善に依拠した米国経済の回復メカニズム自体への信頼が揺らいだのではなく、原油高に由来するガソリン高など外的要因の重石を意識した成長率予想の下方修正と考えられる。

確かにリスク要因として最も重視すべきは、世界的な商品価格の変動である。個人消費の項で述べるように、ある程度のエネルギーコスト上昇は雇用所得環境の改善と減税などによる可処分所得増加により相殺されるが、その閾値を超えて実質購買力が大きく減じられれば、個人消費ひいては米国経済の低迷が避けられない。

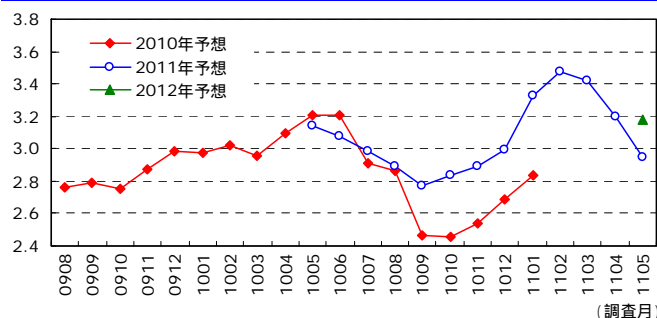
但し、4月末以降の商品市況の調整はそうしたリスクを幾分低下させている。下落それ自体というよりも、金融相場的な色彩が薄れ、良くも悪くも景気と商品市況の連動が回復しつつあるためである。中東・北アフリカでの緊張が一巡、ECBが利上げに転じたことなども、金融緩和に依存した商品市況の上昇を困難とした。そうした経済と市場のフィードバック・メカニズムが機能を高めるのであれば、米国経済の先行きに対して過度な悲観に陥る必要はないと考えられる。

以下では、雇用並びに需要項目について、1~3月期のレビュー並びに先行きの予測を見る。

### (3)雇用情勢は改善継続も一抹の不安

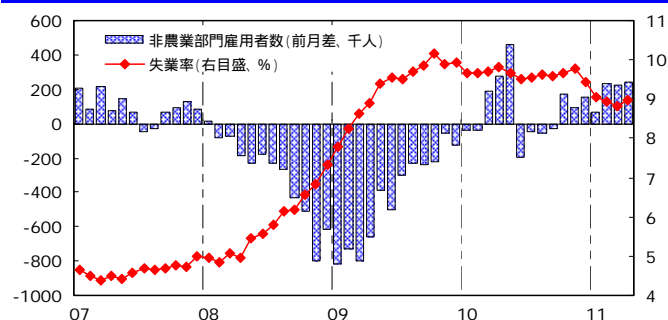
4月の米雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月差+24.4万人と2006年3月の+28.7万人以来の大幅増加を記録した。市場コンセンサスの18~19万人を大きく上回り、ポジティブサプライズである。なお、2月が+19.4万人→+23.5万人、3月は+21.6万人→+22.1万人に遡及訂正されており、2ヶ月で合計+4.6万人の上方修正となっている。2011年1~4月の雇用増は月当たり+19.2万人/月である。4月雇用者数の大幅増加を受けて、

WSJ成長率サーベイの推移 (%)



(出所)WSJ

非農業部門雇用者数と失業率



(出所)U.S. Department of Labor

雇用情勢の改善も加速と判断したいところである。しかし、復活祭の時期ズレが影響した小売業雇用の急増を考慮すると、4月にかけて雇用者数の増加ペースが加速したとまでは言い難い。2~4月は概ね+23万人強の雇用増が続いたとの判断が妥当である。

失業率は3月8.83%が4月は8.96%へ上昇したが、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数に対して、家計調査から算出される失業率は低下が先行し過ぎていたため、そうした統計間のズレの修正と解釈される<sup>2</sup>。寧ろ、問題は4月後半の新規失業保険申請件数増加が示唆する雇用減速リスクである。

新規失業保険申請件数を季節調整値で見ると、3月平均の37.3万人が4月9日週41.6万人 16日週40.4万人 23日週43.1万人 30日週47.8万人と水準を切り上げている。4月30日週の大幅増加は、春休みに伴うNYでのバス運転手のレイオフやオレゴン州での保険制度変更、サイクロンなどによる一時的な要因が大きいと発表元の労働省が説明した。そのため、一時的要因の影響が薄れるはずの5月7日週の申請件数は大幅減少が期待された。

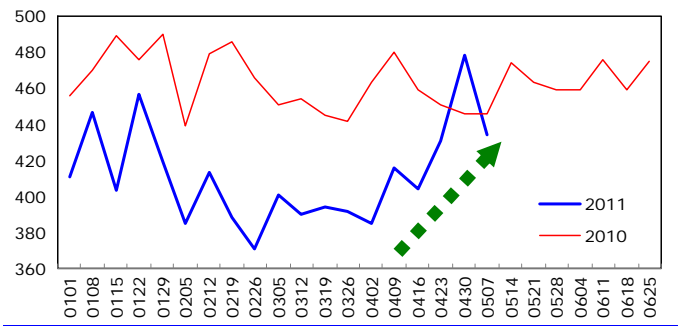
しかし、実際には43.4万件へ減少こそしたものの高水準が続き、雇用減速に対する懸念を高める結果となっている。

但し、こうした申請件数の増加は季節調整の歪みである可能性が残っている。原数値を見ると、4月30日週が41.6万件→5月7日週34.4万件と大幅に減少、最近6ヶ月間で最も少ない水準を記録した。前年同週比も▲16.1%（4月30日週5.4%）と大幅なマイナスに転じている。例年4月は復活祭要因で季節調整が不安定であり、その影響が5月7日週のデータにも及んでいる可能性が考えられる。いずれにしろ、雇用統計の調査週である5月12日データの公表まで判断は留保する必要がある。

(4) ガソリン高が個人消費のリスク

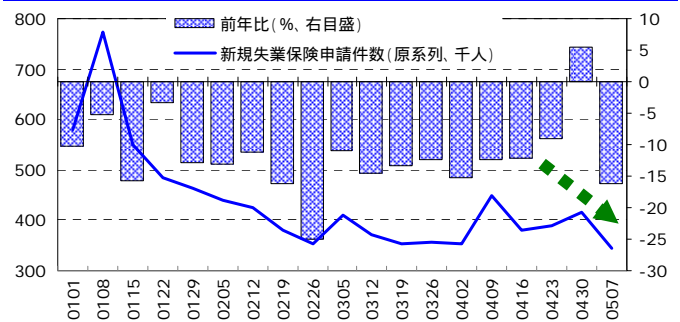
個人消費は10~12月期の前期比年率4.0%が1~3月期は2.7%へ減速した（成長率に対する寄与度は2.79%Pt→1.91%Pt）。なお、二次推計では3%台への上方修正が見込まれるが、減速は変わらない。1~3月期の消費減速の主因をガソリン等のエネルギー価格上昇による実質購買力の低下と説明する向きが多い。消費支出に占めるエネルギーの割合は1~3月期に6%を超えており、それは間違いではないが、強調し過ぎれば

新規失業保険申請件数(季調値、千人)



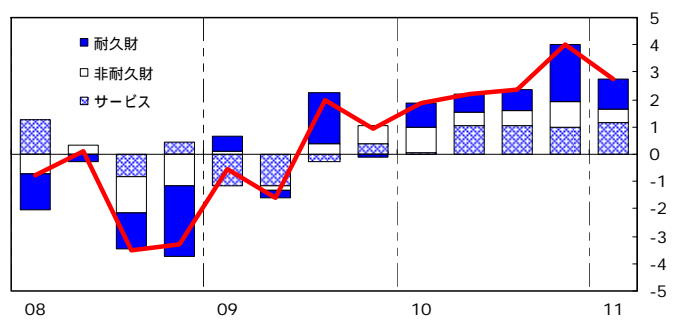
(出所) U.S. Department of Labor

新規失業保険申請件数(原系列)



(出所) U.S. Department of Labor

個人消費の推移(前期比年率%、%Pt)



(出所) Department of Commerce

<sup>2</sup> 詳細は5月9日付 Economic Monitor「雇用情勢は改善継続も先行きには一抹の不安（4月の米雇用統計）」を参照。



ミス・リーディングとなりうる。1～3月期の伸び2.7%は金融危機以降で見ればクリスマス商戦の活況で大きく押し上げられた10～12月期の4.0%に次ぐ高い伸びであり、「クリスマス商戦による高い伸びの反動で減速こそしたが、ガソリン高にも関わらず個人消費は底堅さを維持した」との評価こそが妥当である。

エネルギー価格上昇による実質購買力の低下にも関わらず個人消費が底堅く推移した要因として、雇用者数の増加が示す雇用・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）が指摘できる。この二つのプラス材料は2011年を通じて継続し、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する。問題は、エネルギー価格上昇が二つの要因により相殺できる範囲を超えるか否かである。

4月の小売販売は前月比0.5%（3月0.9%）と増勢を維持したが減速した。CPI上昇率（0.4%）を単純に差し引くと、実質では微増に留まる。これはコア売上高（除く自動車、建設資材、ガソリンスタンド）とコアCPIで考えても概ね同じである（いずれも前月比0.2%）。4月の小売販売の減速はガソリン高の悪影響が徐々に広がりつつあることを示唆している。但し、CPIベースではガソリン価格は4月に5.6%（3月4.7%）上昇したが、原油相場の調整を受けて5月は上昇ペースが大きく鈍化し、雇用改善でカバーできる範囲に納まりそうである。当社では、ガソリン高に伴う購買力低下により個人消費の増勢加速は難しいが、失速にも至らないと予想している。

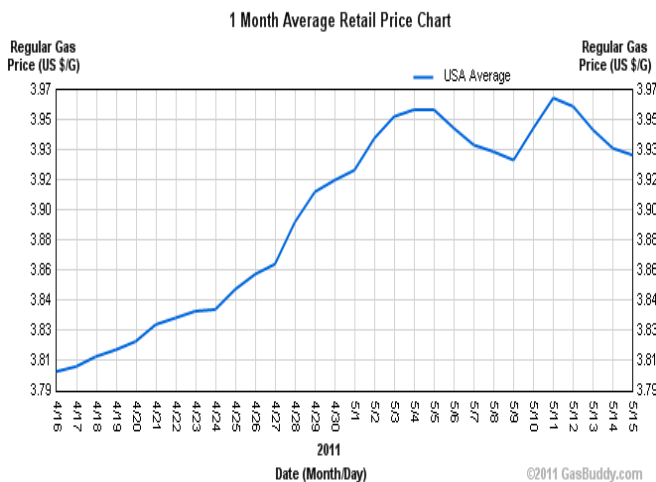
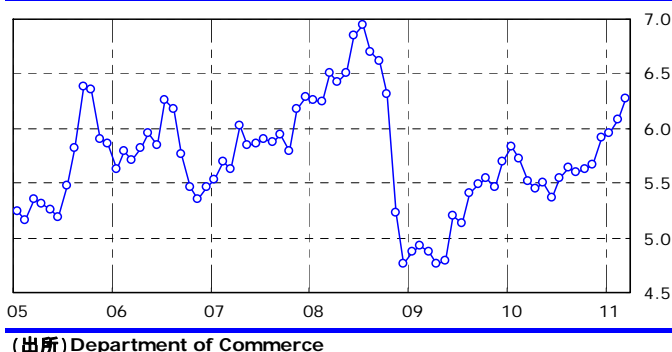
## (5)住宅投資は底入れも本格回復は遠い

住宅投資は1～3月期に前期比年率▲4.1%（10～12月期3.3%）と減少に転じた（二次推計では若干の上方修正が予想される）。住宅販売増加（新築・中古合計で1～3月期は年率36.1%拡大）に伴いコミッション収入は増加したものの、住宅建設（建設支出は1～2月平均が10～12月期対比年率▲2.7%）が大きく落ち込んだ。住宅建設の先行指標である住宅着工が1～3月期に前期比年率23.2%増加、販売も緩やかにではあるが持ち直しているため、住宅投資は4～6月期に再び増加する可能性が高い。その後も、本格回復にこそ程遠いものの、緩やかな持ち直しを続ける見込みである。

## (6)設備投資は再加速見通し

1～3月期の設備投資は前期比年率1.8%（10～12月期7.7%）に減速した（二次推計では構築物投資の上方修正が予想される）。機器及びソフトウェア投資は11.6%（10～12月期7.7%）に加速したものの、大雪に伴う工事不能から構築物投資が21.7%（10～12月期7.6%）と大幅に減少したことが

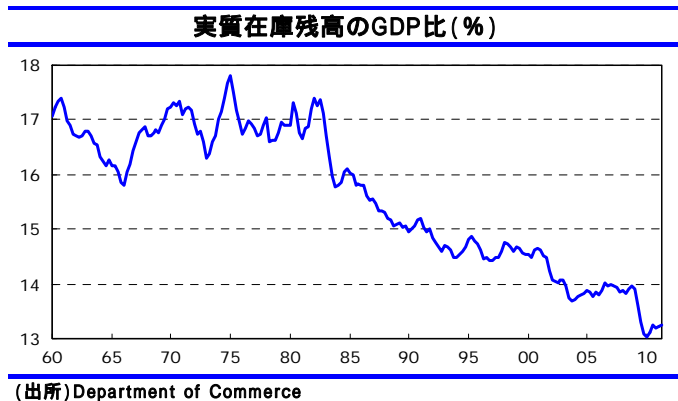
エネルギー支出が消費支出全体に占める割合 (%)



響いた（二次推計では構築物投資の減少幅が▲17%程度へ縮小すると予想される）。景況感サーベイなどによれば企業の設備投資意欲は高水準を維持しており、1～3月期に低迷した構築物投資も4～6月期以降はある程度の持ち直しが期待できる。そのため、設備投資は4～6月期以降に再び拡大ペースを速め、10～12月期と同程度の伸びを確保する見込みである。

## (7) 在庫水準は低位推移が継続

在庫投資の成長率に対する寄与度は7～9月期1.61%Pt→10～12月期▲3.42%Pt→1～3月期0.93%Ptと、10～12月期の大幅マイナス寄与の後、再びプラスに戻った（二次推計では若干の上方修正が予想される）。在庫率（在庫残高の名目GDP比）は金融危機前の14.0%から大幅に低下し、2009年末以降は13.1～13.3%程度の低位推移が続いている。企業の在庫管理行動が変化し、企業活動に必要な在庫残高が低下したと推測される。但し、現在の在庫率を維持するとしても、経済成長の下では一定の在庫投資が必要である。個人消費を中心とする最終需要の安定的な拡大を踏まえれば、4～6月期以降の在庫投資は1～3月期から幾分拡大すると見込まれる。

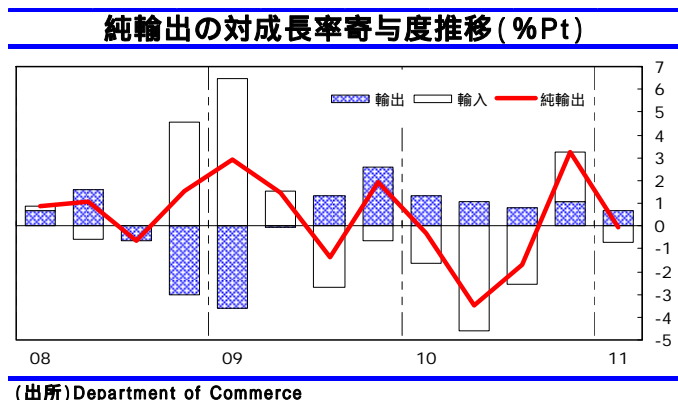


## (8) 政府支出は4～6月期に反動増

政府支出は1～3月期に前期比年率▲5.2%（10～12月期▲1.7%）と大幅に減少し、成長率に対する寄与度が▲1.09%Pt（10～12月期▲0.34%Pt）と大幅なマイナスになった。この政府支出の減少幅拡大が個人消費や構築物投資の減速と並んで1～3月期成長率低下の主因である。地方政府支出が▲3.3%（10～12月期▲2.6%）と小幅の減少幅拡大に留まった一方で、連邦政府支出が▲7.9%（10～12月期▲0.3%）と大幅に減少し、政府支出全体を押し下げた。連邦支出の内訳を見ると非国防支出は0.1%（3.7%）とプラスを維持したものの、国防支出が11.7%と急減している。こうした国防支出の急減は予算執行タイミングのズレに伴うものであり、4～6月期には反動増となる可能性が高い<sup>3</sup>。但し、財政再建を目指す中で政府支出が基調として減少傾向を辿る点には留意する必要がある。

## (9) 輸出入ともに堅調

1～3月期の輸出は前期比年率4.9%（10～12月期8.6%）に減速した。貿易統計を見ると中南米やASEAN向け輸出は堅調だが、日本や中国など東アジア向けが減速し、足を引っ張った。一方、個人消費や在庫投資の拡大を受けて輸入は1～3月期に4.4%（10～12月期▲12.6%）と持ち直している。輸出減速・輸入加速により純輸出は減少し、成長率に対する寄与度は0.08%Pt



<sup>3</sup> 国防支出は2009年1～3月期にも年率▲8.4%と急減したが、翌4～6月期には16.8%もの急増を記録した。なお、4月27日の記者会見でバーナンキ議長も、国防支出の減少が一時的であるとの見方を示している。

(10~12月期 3.27Pt)と若干のマイナスに転じた(二次推計では輸出入共に若干の上方修正が見込まれるが、純輸出は大きく変わらない見通し)。冒頭でも述べたように新興国経済の拡大とドル安を踏まえれば、輸出は再び伸びを高める可能性が高く、1~3月期に続き4~6月期以降も純輸出が成長を大きく抑制することはない見込みである。

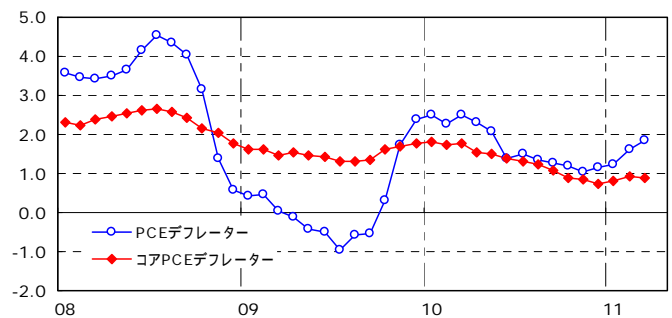
## (10)インフレ昂進リスクは限定的

インフレ動向の観点から注目される個人消費デフレーター(PCEデフレーター)は前期比年率3.8%(10~12月期1.7%)と伸びが大きく高まり、前年比も1.6%(10~12月期1.1%)に上昇した。主因は言うまでもなくガソリンなどエネルギー価格の上昇であり、前期比年率18.8%と大幅に上昇し全体を押し上げた。一方、食料とエネルギーを除くコアPCEデフレーターは前期比年率1.5%(10~12月期0.4%)、前年比では0.9%(10~12月期0.8%)と引き続き緩やかな上昇に留まっており、エネルギー価格上昇がインフレ期待や賃金の上昇を経て、基調的なインフレ率を押し上げるところまでは至っていない。

CPIで直近までの月次インフレ動向を見ると、ヘッドラインCPI(総合CPI)は1月前月比0.40%→2月前月比0.55%→3月0.55%→4月0.42%と、4月に若干減速したものの高い伸びが続いている。主因はPCEデフレーターと同じくエネルギーの大幅上昇である(1月2.12%→2月3.35%→3月3.50%→4月2.19%)。ヘッドラインCPIの前年比は3月の2.7%が4月は3.2%へ大幅に上昇、2008年10月の3.7%以来の水準を記録した。

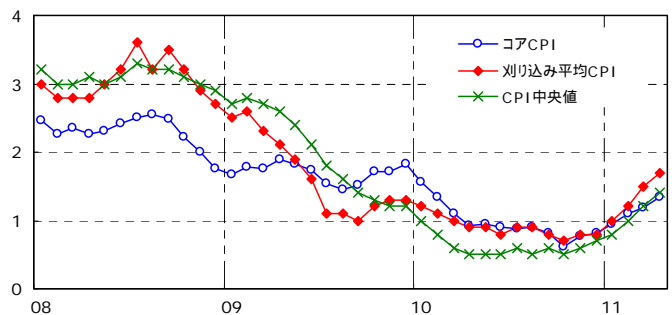
一方、インフレのトレンドを示す指標を見ると、いわゆるコアCPI(除く食料・エネルギー)は1月0.17%→2月0.20%→3月0.14%→4月0.19%と引き続き緩やかな伸びに留まり、前年比も1月1.0%→2月1.1%→3月1.2%→4月1.3%と上昇は限定的である。但し他のトレンド指標は刈り込み平均CPI前年比が1月1.0% 2月1.2% 3月1.5% 4月1.7%、CPI中央値前年比も1月0.8% 2月1.0% 3月1.2% 4月1.4%とやや早いペースで上昇率が高まっている。総合すればトレンド指標はインフレ圧力の高まり

米国のPCEデフレーター推移(前年比、%)



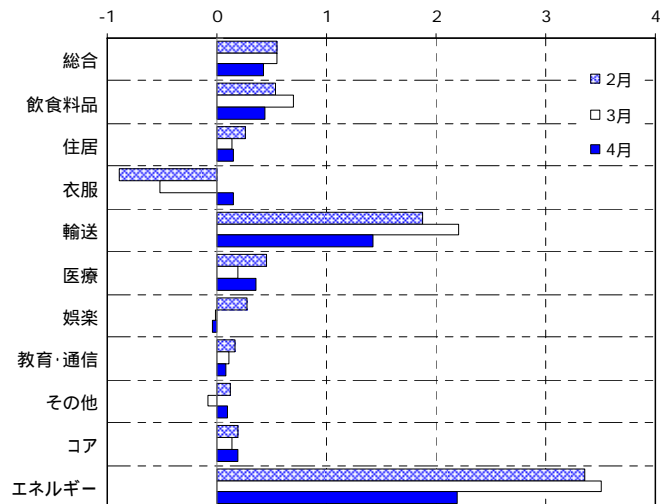
(出所) Department of Commerce

インフレ率のコア指標の推移(前年比、%)



(出所) Department of Labor, Fed Cleveland

2~4月のCPI推移(前月比、%)



(出所) BLS

を示唆していると判断できる。

次に、CPIの内訳分類毎の動向を見ると、物価上昇の広がりは見受けられない。4月に目立つのは2月、3月と下落していた「衣服」が上昇に転じた程度であり、他分類の上昇は限定的である。「輸送」の高い伸びにはガソリンに加え、東日本大震災による生産減少が影響した新車（4月前月比0.7%）並びに中古車1.2%の価格上昇が影響している。なお、賃金上昇率が加速していないことを反映し、サービス価格（除くエネルギー）は4月も前月比0.1%（3月0.2%）と低い伸びに留まった。

最後に、インフレ動向のアンカーとなる期待インフレ率をミシガン大調査でみると、エネルギー価格上昇を受けて5年間の期待インフレ率は4%台へ上昇しているものの、長期の動向を左右する10年については3%近傍での安定推移が続いている。

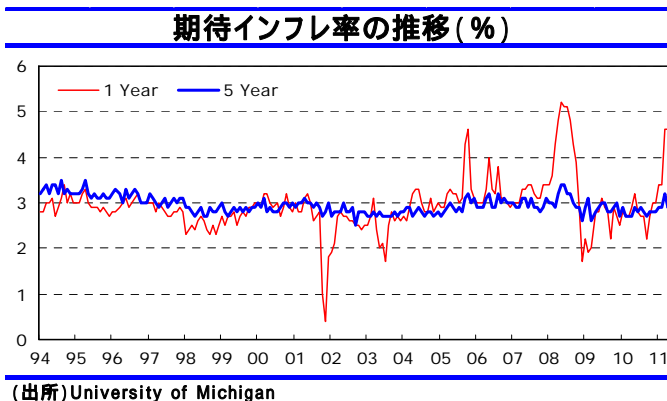
以上の動向を踏まえて総合すると、トレンド指標の一部にはインフレ加速の動きが見られるものの、上昇品目の広がりには限定的であり、アンカーとなる長期の期待インフレ率が引き続き安定しているため、インフレが昂進するリスクは引き続き限定的と判断できるだろう。

## 2. 金融政策

### (1) QE2 完遂と証券保有継続を確認

4月26～27日に2011年3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。後述するようにステートメントにおける若干の文言変更によってQE2完遂が明言され、かつ当面の証券保有残高維持も示唆された。3月に続き反対票はなく、決定は全会一致である。FOMCステートメントの公表後には、初めてバーナンキ議長による定期記者会見が開催されたが波乱はなかった。なお、従来はFOMCから3週間後公表の議事要旨と同時に公開されていたFOMC参加者による経済見通しが、概要だけではあるがバーナンキ議長の記者会見と同時刻にホームページへ掲載されている。

4月のFOMCステートメントでは、QE2による国債買入の6月末(the end of the current quarter)での予定通りの終了(完遂)と当面の保有証券残高維持が確認された。入手した情報に照らし合わせた定期的な見直しの対象が、3月までは「証券買入ペース及び資産買入プログラムの規模」であったが、今回は「保有証券の規模と構成(the size and composition of its securities holdings)」に変更されている。これは①QE2による国債買入プログラムを変更する意図がなく(完遂を確認)④、かつ②保有証券残高(及び構成)を当面維持するが景気及びインフレ動向に応じて圧縮していくことの表明である。「定期的に見直し」との表現は残高圧縮計画の存在を示唆しているように見える。しかし、国



<sup>4</sup> こうした認識は、記者会見におけるバーナンキ議長の「第二四半期末で買入プログラムを完了する予定(We are going to complete the program at the end of the second quarter)」とのコメントによっても確認される。



債買入及び保有が金利政策の延長線上にあり、毎回のFOMCで見直しの対象になるとの従来からの見解を確認したに過ぎない。具体的なスケジュールが示されていないことは、証券保有残高の圧縮を近い将来において意図していないことを意味する（もちろん検討は行われ、議論は多々あるだろうが）。

Fedは金融緩和効果がフローの証券購入ではなく、購入した証券の保有残高に依拠するとの見解（Stock View）に立脚しており、証券保有残高が変わらない限り金融緩和は継続するとの認識である<sup>5</sup>。その保有残高を左右する満期証券の再投資について、記者会見でバーナンキ議長は金融引き締めにおける初期動作が「満期証券の再投資停止」になると明言<sup>6</sup>し、利上げに先行して保有証券残高の受動的な圧縮を行うことを示唆した。但し、リバースレポなどによる能動的な圧縮が、利上げに先行するか否かまでは触れず、満期証券の範囲も限定してはいない。つまり、MBSのみの再投資停止となるのか国債も含めた再投資停止となるのかは明らかではない。そうした具体的な内容を示すには時期尚早とすることだろう。

前回3月のFOMCでは景気認識が上方修正されたが、4月は1~3月期の成長ペース鈍化もあって、景気認識は若干慎重なトーンに改められた（3月：景気回復の足取りは一段としっかり→4月：景気回復は緩やかなペースで継続）。これは、後述するFOMC参加者の景気見通しの修正にも影響しているが、定性的に大きな変更ではない。寧ろ、4月の情勢判断でニュアンスの修正が図られたのはインフレに関する部分である。最近のヘッドラインCPI上昇を受け「インフレはここ数カ月で加速」との表現が追加された。また、インフレの基調的な動きについても「抑制されている（subdued）」との判断は不変だが、「依然として（still）」との文言が加えられている。こうした変更はFOMC参加者がインフレ警戒を強めており、インフレに関する認識の変化が生じれば、金融政策変更（つまりは引き締め）に繋がるとの示唆と解釈できる。しかし、同時に足元のインフレ率上昇が「一時的（transitory）」との判断も維持している。

## (2) FOMCは景気見通しを下方修正

FOMC参加者による景気見通しは、今回から記者会見と同時に概要がHPに掲載され、かつバーナンキ議長が記者会見において解説するかたちに変更された。日本銀行のスタイルに近づいたと言える。まず、成長率見通し<sup>7</sup>は2011年を中心に下方修正された。特に2011年は1月時点の3.4~3.9%が3.1~3.3%へ大幅な引き下げである。引き下げの主因は、4月28日公表の1~3月期成長率が年率2%程度の低い伸びに留まる見通しとなったことである（実績は前述のとおり1.8%）。バーナンキ議長は第1四半期の成長率下振れについて「ほとんどのFOMCメンバーが一時的な減速と判断している」と述べ、景気回復の継続に揺らぎがないことを強調した。しかし、1月見通しに見られた極めて強気なスタンスがトーンダウンしたことは確かであろう。

FOMC参加者は、成長率見通しを引き下げる一方で、雇用見通しは逆に引き上げた。失業率見通しが、足元で失業率が急低下した2011年のみならず2012年も引き下げているのである。経済の根幹を担う雇用の見通しを上方修正する一方で、成長率見通しを下方修正するのは、経済に（外部的な）ネガテ

<sup>5</sup> “The amount of monetary policy easing should remain constant going forward from June.” Bernanke, Apr 27, 2011

<sup>6</sup> “it’s very likely that an early step would be to stop reinvesting all or part of the securities which are maturing,” “That step, though a relatively modest step, does constitute a policy tightening” Bernanke, Apr 27, 2011

<sup>7</sup> Fedの成長率見通しは最終四半期の前年比である点に留意。

イブ・インパクトが生じていることを意味する。改善の見られない住宅動向と財政支出の圧縮に加え、エネルギー高がそれであろう。米国経済におけるエネルギーコストの上昇は、インフレ見通しにおいて明確に示されている。ヘッドラインPCEデフレーターの見通しは2011年が1月の1.3~1.7%から2.1~2.8%へ大幅に引き上げられており、エネルギー高に伴う家計の実質購買力低下が成長率の下方修正の要因になったことが容易に読み取れる。但し、2012年には1.2~2.0%とFedがデュアルマンドに適うと考えるインフレ率である1.7~2.0%の上限に収まるところまで低下する。そして何よりもコアPCEデフレーターについて、2011年1.3~1.6% 2012年1.3~1.8% 2013年1.4~2.0%と一貫してデュアルマンドの上限を下回ることが予想されている。Fedは足元のインフレ率上昇が「一時的(transitory)」であり、期待インフレ率の上昇や賃金上昇率の高まりには繋がらないとの見解を維持している。

FOMC参加者の4月見通し

(%)	2011	2012	2013	Longer run
成長率	3.1 ~ 3.3	3.5 ~ 4.2	3.5 ~ 4.3	2.5 ~ 2.8
1月見通し	3.4 ~ 3.9	3.5 ~ 4.4	3.7 ~ 4.6	2.5 ~ 2.8
失業率	8.4 ~ 8.7	7.6 ~ 7.9	6.8 ~ 7.2	5.2 ~ 5.6
1月見通し	8.8 ~ 9.0	7.6 ~ 8.1	6.8 ~ 7.2	5.0 ~ 6.0
PCEデフレーター	2.1 ~ 2.8	1.2 ~ 2.0	1.4 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
1月見通し	1.3 ~ 1.7	1.0 ~ 1.9	1.2 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0
コアPCEデフレーター	1.3 ~ 1.6	1.3 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	-
1月見通し	1.0 ~ 1.3	1.0 ~ 1.5	1.2 ~ 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。

(3)ハト派の議長、タカ派の失速

4月FOMCにおける政策決定、景気見通し、バーナンキ議長の記者会見のいずれもが、概ね予想の範囲内であった。つまり、金融政策の変更はなくQE2完遂は確認され、成長率見通しは下方修正、インフレ見通しは上方修正されたが、基調的なインフレ上昇には繋がらないとの見解が維持されている。インフレ上昇への警戒を強めることでタカ派に対して配慮を示したが、基本的にはハト派色が強い内容と判断出来るだろう。これは記者会見において、バーナンキ議長が「雇用の改善ペースはかなり遅い」と言及した点からも担保される。4月FOMCの結果を見る限り、FOMC内部ではハト派が引き続き優勢であり、バーナンキ議長が金融引き締めへの移行を急ぐとは考えられない。

事実、4月FOMC後に、タカ派寄りの論客はトーンダウンした。2011年のFOMCにて投票権を有するタカ派寄りの地区連銀総裁は3名だが、そのうち二人が年内の金融引き締めに対して及び腰となっている。ダラス連銀のフィッシャー総裁は、5月4日の講演<sup>8</sup>において自身のインフレ・ファイターぶりを強調したものの、金融引き締めの具体的なアクションやスケジュールを示すには至らなかった。また、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁も5月12日の講演<sup>9</sup>において、原油価格の上昇が止まりへ

<sup>8</sup> “A Perspective on the U.S. Economy and Monetary Policy (With Reference to the Music of Richard Wagner and Gangsta Rap)” Richard W. Fisher, May 4, 2011

<sup>9</sup> “A Perspective on the Economic Outlook” Charles I. Plosser, May 12, 2011

ッドライン・インフレ率が低下しても「インフレリスクはアップサイド」とし「景気回復が続けば遠くない将来に金融政策は出口に向かう必要がある」と論じたものの、具体的なアクションまでは踏み込まなかった<sup>10</sup>。FOMC投票権者で唯一 2011 年内の金融引き締めを主張しているのがミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁である。コチャラコタ総裁は 5 月 5 日<sup>11</sup>と 5 月 11 日の講演において「2011 年のコアPCEデフレーター1.5%予想が正しければ、金融緩和度合いの縮小が必要」と強調し、「緩和度合い縮小は効果に実績のある 50Bpの利上げによるべき」と明確に主張している。

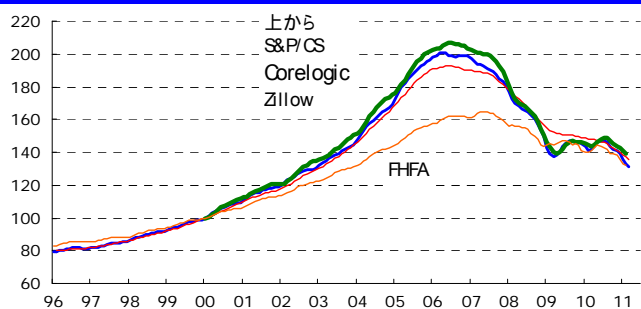
コチャラコタ総裁は孤軍奮闘との感が否めない。FOMC投票権を有しないメンバーを見ても、2011 年内利上げの主張は、昨年のFOMCで反対票を当日続けたカンザスシティ連銀のホーニグ総裁に限られる。4 月 29 日のWSJインタビュー<sup>12</sup>で 2011 年内利上げ主張を展開していたセントルイス連銀のブロード総裁は 5 月 6 日の講演<sup>13</sup>で引き締め慎重派に宗旨替えしてしまった。

こうしたタカ派のトーンダウンを踏まえれば、利上げ開始を早くとも来年半ばと見込む当社見通しを現時点で変更する必要はないだろう。Fed は QE2 を 6 月で予定通り終了するものの、バランスシートを 2011 年内は維持する可能性が高い。2012 年の年明けから国債や MBS 償還資金の再投資停止などにより引き締めサイクルを開始するものの、利上げに踏み切るのは早くとも 2012 年半ば、メインシナリオでは夏頃になると予想される。

### 3. トピックス：住宅価格の下落が続く

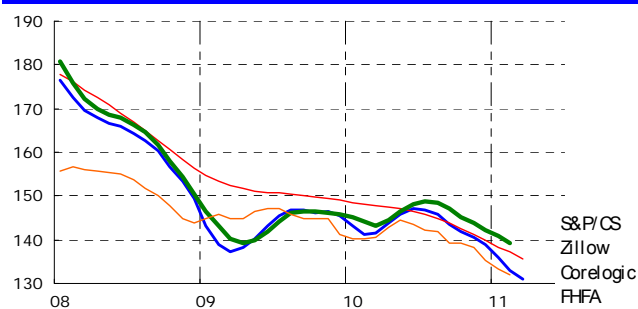
住宅価格の下落が止まらない。代表的な住宅価格指数であるS&Pケースシラー住宅価格指数（20 都市平均）は 2 月に前年比▲3.3%と 5 ヶ月連続で低下した。季調指数の前月比は 9 ヶ月連続のマイナスであり、2 月の指数水準（2000 年 1 月=100）は 141.6 と、金融危機以降のボトムである 2009 年 5 月の 141.0 に接近している。もう一つの代表的な住宅価格指数であるFHFA住宅価格指数<sup>14</sup>に至っては、前年比▲5.8%と 2007 年 10 月以降下落が続いている。加えて、速報性などの観点から近時、注目度が高まっている不動産サイトや調査会社が算出する住宅価格指数では更なる下落が示されている。

各種の住宅価格指数(00/1=100、1996～)



(出所)FHFA,S&P,Corelogic,Zillow

各種の住宅価格指数(00/1=100、2008～)



(出所)FHFA,S&P,Corelogic,Zillow

<sup>10</sup> その後の記者レクでは、「2011 年内緩和解除も (If that forecast is true, then I wouldn't be surprised if we have to take some action before the end of this year)」と述べているが、講演に明記しなかった点でトーンダウンは否めない。

<sup>11</sup> [“Some Contingent Planning for Monetary Policy” Narayana Kocherlakota, May 5, 2011](#)

<sup>12</sup> [“Fed’s Bullard: ‘Reasonable’ To Expect First Fed Tightening By End of 2011” WSJ, April 29, 2011](#)

<sup>13</sup> [“St. Louis Fed’s Bullard Discusses Monetary Policy and Commodity Prices” FRB St. Louis, May 6, 2011](#)

<sup>14</sup> 住宅価格は個別性が強いいため、指数毎に特徴がある。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。

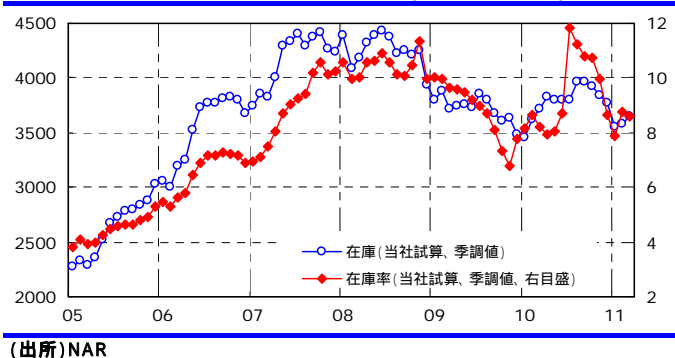
不動産サイトである Zillow.com 算出の住宅価格指数は3月に前月比▲1.1%と57ヶ月連続で低下、前年比は▲8.2%までマイナス幅が拡大した。不動産調査会社である CoreLogic の住宅価格指数も3月に前月比▲1.5%と9ヶ月連続で低下し、前年比は▲7.5%となっている。

住宅は全て仕様や条件が異なる。そのため一般物価と同様の平均価格推移を算出することは極めて困難であり、決定版になるような住宅価格は存在しない。住宅バブル崩壊後に知名度が高まった S&P ケースシラー価格指数も、その算出手法には批判が多い。住宅価格動向は様々な確度から把握するしかない。ただ、前述したいずれの価格指数で見ても、2010年後半から住宅価格の再下落（S&P ケースシラー、FHFA、CoreLogic）もしくは下落加速（Zillow）が確認できる。米国経済全体は回復が続いているにもかかわらず、住宅価格の下落が止まっていない。

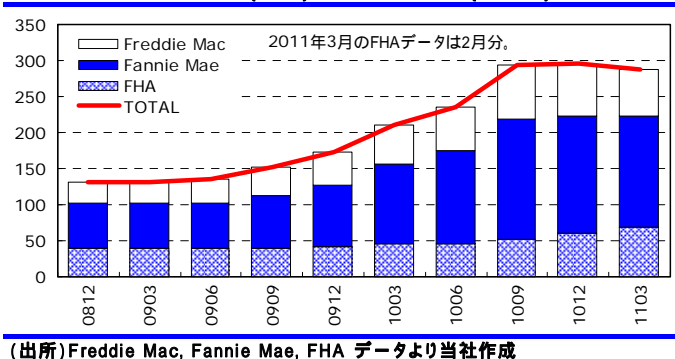
こうした住宅価格下落の背景にあるのは、債権回収のためのデフォルト物件の住宅市場への流入による中古住宅市場の需給悪化である。住宅市場の需給バランスを示す中古住宅市場の在庫率<sup>15</sup>は昨年7月に11.8ヶ月まで上昇した後、今年3月は8.6ヶ月まで低下した。しかし2000年代前半に5ヶ月程度で安定していたことを踏まえれば、未だ極めて高い水準と言える。加えて、差し押さえを受けた居住用不動産が金融機関など債権者の保有に移行（REO：Real Estate Owned）した後、債権回収のために断続的に住宅市場へ放出されており、在庫には増加圧力がかけられている。

住宅価格の下落は住宅取得者の取得能力を改善させる面もある。家計の住宅取得能力指数は、住宅価格下落に加え、前述の雇用所得環境改善や金利低下も寄与し、大幅に向上している。しかし、同時に住宅価格下落は住宅保有者や住宅ローン（デフォルト後は住宅）を保有する金融機関のバランスシートを毀損する。また、新規住宅取得者も、現在の住宅取得が容易だとしても、近い将来に自らのバランスシート悪化が予想されるような資産の取得には二の足を踏んでしまう。経済全体を考えれば、マイナス面の方がはるかに大きい。

中古住宅在庫と在庫率(千戸、ヶ月)



公的機関(F's)のREO残高(千戸)



<sup>15</sup> 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。



## 【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	3.7					
実質GDP	1.7	2.6	3.1	1.7					
個人消費	2.2	2.4	4.0	2.7					
住宅投資	25.6	▲27.3	3.3	▲4.1					
設備投資	17.2	10.0	7.7	1.8					
政府支出	3.9	3.9	▲1.7	▲5.2					
輸出	9.1	6.7	8.6	5.0					
輸入	33.5	16.8	▲12.6	4.4					
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	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-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	6.9	0.8	0.4	0.6		
消費者信頼感	58.2	50.9	52.5	66.9	64.8	72.0	63.8	65.4	
小売売上高	6.3	3.7	12.5	10.7	0.8	1.3	0.9	0.5	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	2.6	3.8	6.6	7.8	0.8	1.1	0.6	0.2	
鉱工業生産	7.1	6.7	3.2	6.0	0.1	0.1	0.8		
住宅着工件数(年率換算、千件)	602	588	534	563	628	512	549		
中古住宅販売戸数	33.3	▲68.6	67.9	37.5	3.4	▲8.9	3.7		
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.9	10.9	8.2	8.4	7.5	8.5	8.4		
非国防資本財受注(除く航空機)	34.1	12.3	9.8	▲0.6	▲4.8	▲0.1	4.3		
民間非居住建設支出	▲12.8	▲18.7	11.2	▲25.0	▲6.8	1.0	1.8		
貿易収支(10億ドル)	▲133	▲133	▲117	▲141	▲47	▲45	▲48		
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲143	▲149	▲136	▲150	▲50	▲49	▲50		
実質財輸出	7.4	8.1	12.7	9.7	2.2	▲3.9	4.8		
実質財輸入	23.1	10.8	▲4.2	20.7	4.4	▲3.3	3.7		
ISM製造業指数(四半期は平均)	57.6	55.2	57.9	61.1	60.8	61.4	61.2	60.4	
ISM非製造業指数(四半期は平均)	54.3	53.5	55.9	58.8	59.4	59.7	57.3	52.8	
失業率(%)	9.6	9.6	9.6	8.9	9.0	8.9	8.8	9.0	
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	181	▲46	139	175	68	235	221	244	
民間雇用者数(前月差、千人)	114	104	146	195	94	261	231	268	
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	1.9	1.9	1.8	2.0	1.9	
消費者物価(前年比、%)	1.8	1.2	1.3	2.1	1.6	2.1	2.7	3.2	
コア消費者物価(前年比、%)	0.9	0.9	0.7	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	
PCEデフレーター(前年比、%)	1.9	1.4	1.1	1.6	1.2	1.6	1.8		
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.2	0.8	0.9	0.8	0.9	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	0.8	0.7	0.7	
10年債利回り(%)	3.2	2.7	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	3.5	
名目実効為替レート(1997/1=100)	105.3	101.7	100.0	97.1	98.9	98.1	97.1	95.5	
ダウ工業株30種平均	9774	10788	11578	12320	11892	12226	12320	12811	
S&P500株価指数	1031	1141	1258	1326	1286	1327	1326	1364	

(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。