

米国経済情報

2011年6月号

Summary

【内容】

1. 経済概観

- (1) 米国経済は減速
- (2) 構造的要因の下押し度合い
- (3) 過度な楽観から行き過ぎた悲観へ?
- (4) 一時的要因の悪影響は徐々に緩和

2. 経済動向

- (1) 雇用情勢は回復ペースが鈍化
- (2) 個人消費は低調
- (3) 住宅投資は底這い
- (4) 設備投資はひとり気を吐く
- (5) 輸出の堅調が続く
- (6) インフレ加速の真贋

3. 金融政策

- (1) 金融政策は現状維持
- (2) 予想を下回る低成長を認めるも回復継続を強調
- (3) 構造的要因もあり成長率予想を下方修正
- (4) 追加緩和には相当の距離

4. トピックス:

米国家計の過剰債務問題は進捗も保有資産は伸びず

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

米国経済は拡大基調こそ維持しているものの足元で減速している。5月の非農業部門雇用者数は前月差+5.4万人の小幅増加に留まり、企業の景況感を示すISM指数（中立=50）も5月は製造業と非製造業が共に1~3月期から大きく低下した。4~6月期に米国の民需が低調に推移していることは疑いようがない。問題は、バーナンキ議長が記者会見で述べたように、どの程度が日本の大震災やガソリン高による一時的要因の影響で、どの程度が構造的要因の影響なのかである。早晩解消する一時的要因の影響が大きいのであれば過度に悲観的になるべきではないが、構造的要因の影響が大きいのであれば先行きの見通しを大きく修正する必要がある。

6月の見直し変更において、FOMC参加者は構造的要因を部分的に織り込み2012年成長率見通しを0.4%Pt下方修正した。但し、それでも3.3~3.7%の高成長を見込んでおり、構造的要因に対する認識が未だ甘い可能性がある。当社は、構造的要因の悪影響が減退しない限り、米国経済について3%を大きく超える高成長は見込めない判断している。

FOMC見通しとは逆に、金融市場は3月迄の過度な楽観から、足元で悲観に振れ過ぎている可能性が指摘できる。確かに4~6月期の民需は低調だが外需は堅調、1~3月期に急減した公需の動きも不透明である。一時的な下押し要因が解消しつつあることも踏まえれば、過度の悲観もまたリスクであることを認識すべきであろう。

次の問題は、6月の景気認識変化が金融政策に影響するか否かである。バーナンキ議長は、QE2を示唆した昨年8月と現在とのデフレリスクや雇用動向における相違を詳細に説明した上で、必要される金融政策が異なると言明し、QE3などの追加緩和政策に対しては明らかに否定的な見解を示した。その一方で、経済動向に不透明感が残る下で、出口戦略を急ぐわけでもない。FedはQE2によって膨らんだバランスシートを保持（つまり償還資金の再投資を継続）することで、金融緩和状態を維持し、景気やインフレの先行きを見極めるスタンスを続ける見込みである。少なくとも年内はバランスシートを維持するだろう。当社は、引き締めファースト・ステップとなる国債等償還資金の再投資停止を来年4月頃、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と予想している。

1. 経済概観

(1) 米国経済は減速

米国経済は拡大基調こそ維持しているものの、足元で減速している。

5月の非農業部門雇用者数は前月差+5.4万人の小幅増加に留まり、国勢調査の影響を除くベースで昨年9月の+4.8万人（国勢調査の影響を含むベースでは▲2.9万人）以来の低い伸びを記録した。企業の景況感を示すISM指数（中立=50）は5月に製造業が53.5まで、非製造業も54.6と1~3月期までに比べ明確に低下している。既

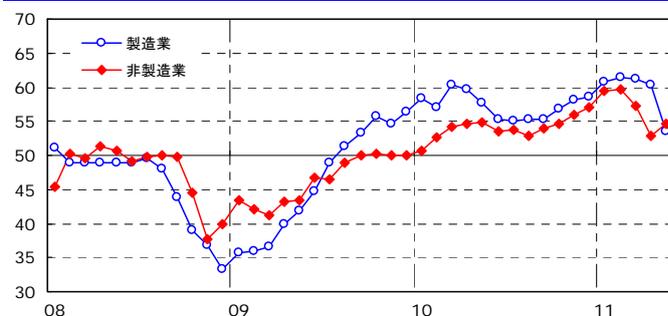
に公表されているNY連銀やフィラデルフィア連銀調査の6月データを見る限り、ISM指数の低迷は6月も続く可能性が高い。

4~6月期に米国の民需が低調に推移したことは疑いようがない。問題は、バーナンキ議長が6月22日の記者会見で述べたように、どの程度が日本の大震災やガソリン高による一時的要因の影響で、どの程度が構造的要因の影響なのかである。早晩解消する一時的要因の影響が大きいのであれば過度に悲観的になるべきではないが、構造的要因の影響が大きいのであれば先行きの見通しを大きく修正する必要がある。

(2) 構造的要因の下押し度合い

6月の経済見通し変更においてFOMC参加者が選択したのは、ある程度構造的要因を反映するという折衷案である。FOMC参加者の成長率見通し（以下、FOMC見通し）の中心レンジは2011年が2.7~2.9%（4月時点3.1~3.3%）、2012年3.3~3.7%（3.5~4.2%）、2013年3.5~4.2%（3.5~4.3%）へ下方修正された。2011年は一時的要因と構造的要因の峻別が難しいが、FOMC見通しは第4四半期の前年比ベースであるため、2012年の下方修正はほぼ全てが構造的要因だと見做すことができる。つまり、構造的要因により0.4%Pt程度の引き下げを施した後の2012年見通しが3.3~3.7%である。但し、当社では構造的要因に対する認識が未だ甘いと考えている（故に折衷案と呼んだ）。当社見通し（第4四半期の前年比ベース）は年初からほぼ一貫して2011年2.9%、2012年2.9%である。2011年はFOMC見通しが4月、6月と大幅に引き下げられたため概ね一致したが、2012年については大きな格差が残っている。バーナンキ議長はFOMC後の記者会見で構造的要因として住宅市場や金融面での問題を挙げた。そうした構造的要因の悪影響が

ISM調査の企業景況感(中立=50)



(出所)Institute for Supply Management

FOMC参加者の6月見通し

(%)	2011	2012	2013	Longer run
成長率	2.7 ~ 2.9	3.3 ~ 3.7	3.5 ~ 4.2	2.5 ~ 2.8
4月見通し	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	8.6 ~ 8.9	7.8 ~ 8.2	7.0 ~ 7.5	5.2 ~ 5.6
4月見通し	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	2.3 ~ 2.5	1.5 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
4月見通し	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	1.5 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	1.4 ~ 2.0	-
4月見通し	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

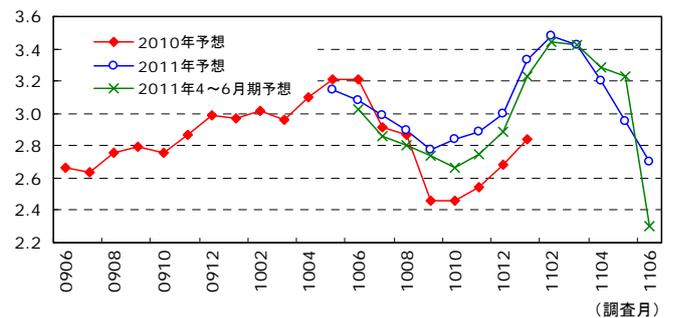
(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比。失業率は最終四半期。

減退しない限り、米国経済は3%を大きく超える高成長は見込めないと当社では判断している。

(3) 過度な楽観から行き過ぎた悲観へ？

4～6 月期の民需低調推移を受けて、市場では成長率予想の下方修正が相次いでいる。WSJ の月次サーベイにおける 2011 年の成長率予想は最新 6 月調査で 2.7% (5 月調査 2.9%、4 月調査 3.2%) まで引き下げられた。また、足元 4～6 月期の予想も前期比年率 2.3% (5 月 3.2%、4 月 3.3%) へ急低下している。個人消費を中心とした民需の弱含みに照らせば、4～6 月期について 2% 程度の成長率予想が妥当である。但し、ドル安の下での輸出堅調と民需低迷を受けた輸入弱含みにより純輸出の改善は、貿易統計が 4 月までしか公表されていないため予想には十分に反映されていない。また 1～3 月期に大きく落ち込んだ国防費が 4～6 月期にどの程度反発するかも不透明である。そのため、4～6 月期の実質 GDP 成長率が民需と同じく低い伸びとの決め打ちは、やや時期尚早と考えられる。2012 年の FOMC 見通しとは逆に、市場参加者の短期見通しは悲観へ振れ過ぎている可能性もあるだろう。

WSJ 成長率サーベイの推移 (%)

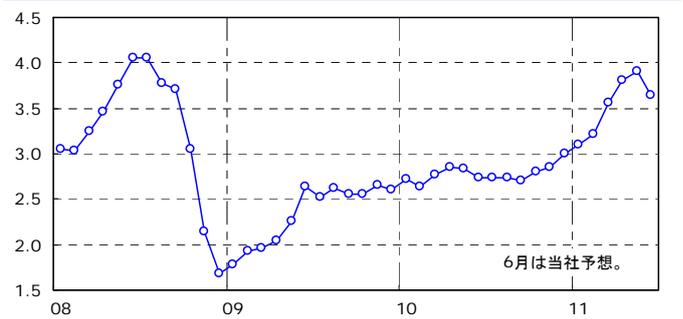


(出所)WSJ

(4) 一時的要因の悪影響は徐々に緩和

成長に悪影響を及ぼしている一時的要因については 5～6 月に緩和の動きが散見される。まず、5 月の米耐久財受注統計における自動車関連受注の反発や日本の 5 月貿易統計における米国向け自動車輸出の急増により、日本の東日本大震災に端を発したサプライチェーン途絶による悪影響は減退が確認できる。こうした変化は今後、6 月の米自動車販売や鉱工業生産の好転によっても示される見込みである。また、5 月初めに 4 ドル近くまで上昇していたガソリン価格は、原油価格の下落を受けて直近では 3.6 ドルを割り込んだ。ガソリン価格の 6 月平均は 5 月平均対比で 7% に近い下落となる見込みである。こうした一時的要因の悪影響の緩和が 6 月や 7～9 月期の経済動向にどの程度ポジティブな影響を及ぼすかが次の焦点となる。

ガソリン価格の推移(ドル/ガロン)



(出所)CEIC Data

以下では直近までの経済動向などを振り返る。

2. 経済動向

(1) 雇用情勢は回復ペースが鈍化

5 月の非農業部門雇用者数 (NFP : Non-Farm Payroll) は前月差+5.4 万人の小幅増加に留まった。国勢調査の影響を除くベースで昨年 9 月の+4.8 万人 (国勢調査の影響を含むベースでは▲2.9 万人) 以来の低い伸びである。遡及訂正により 3 月が+22.1 万人から+19.4 万人へ、4 月も+24.4 万人から

+23.2 万人へ共に下方修正されており、雇用増加ペースは従前の 3~4 月 23.3 万人/月が 3~5 月 16.0 万人/月へ急減速した。これは 2010 年 10~12 月期の 13.9 万人/月、2011 年 1~3 月期の 16.6 万人とほとんど変わらない。均してみれば、昨年 10~12 月期から雇用の回復ペースは加速していない。

NFP の内訳を見ると、民間部門が前月差+8.3 万人（4 月+25.1 万人）に急減速したのが目立つ。政府部門は▲2.9 万人（4 月▲1.9 万人）と減少が継続である。なお、5 月後半にはサイクロンが米国を襲ったが、雇用統計の調査タイミングはサイクロン襲来の前であり、悪影響は現れていない。「悪天候による就業不能の就業者」は 5.5 万人と過去 5 年平均の 5.8 万人を下回った。サイクロンの悪影響は 6 月の雇用者数を押し下げる可能性があるだろう。

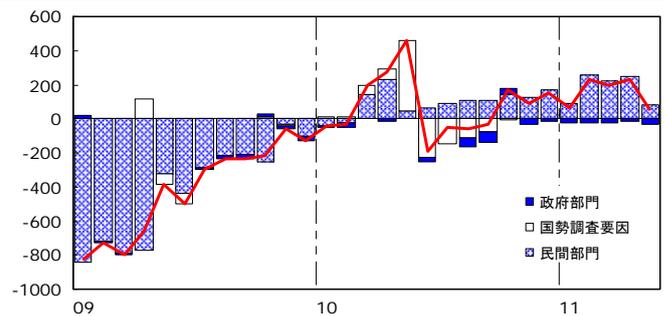
失業率は 4 月 8.96%が 5 月 9.05%へ 0.09%Pt 上昇した。労働力率が 4 月 64.15%から 5 月 64.20%へ上昇、労働力人口が前月差+27.2 万人（4 月+1.5 万人）と人口増加+16.7 万人（4 月+14.6 万人）を上回るペースでの増加を示した。この労働力人口の大幅増加に対し、雇用増は+10.5 万人（4 月▲19.0 万人）に留まり、残りの+16.7 万人（4 月+20.5 万人）は失業者の増加に繋がったため、失業率が 0.09%Pt 上昇したと言える。但し、今回の失業率上昇は労働力率の上昇を伴っているため、それほど懸念する必要はない。足元の労働力率上昇には、就業機会が増加したとの認識に伴うもののみならず、失業保険給付の終了によるものも含まれるため、前向きとばかりは言えない。しかし、労働力率に下げ止まりの兆しが見えること自体は米国経済の長期的な成長余力を考える上でマイナスではないだろう。

賃金情勢を見ると、5 月の平均時給は全労働者ベースで前月比年率 3.2%（4 月 1.6%）、製造及び非管理労働者ベースでは 3.8%（4 月 3.2%）と大幅に上昇した。前年比は、前者が 1.82%（4 月 1.78%）、後者は 2.10%（4 月 2.05%）と僅かな上昇に留まる。しかし、瞬間風速を示す前月比の高い伸びに基づくと、現状程度の雇用需給が維持されれば、今後は前年比も徐々に高まる可能性が高いと判断できる。

(2) 個人消費は低調

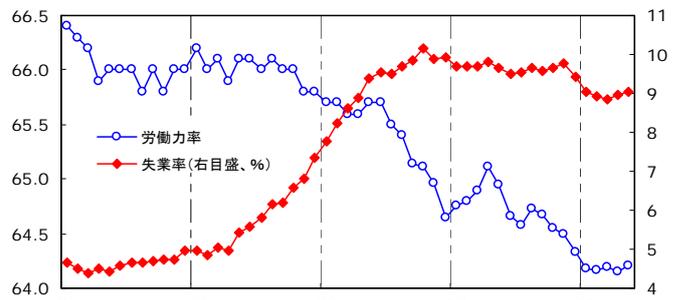
4~6 月期の個人消費は低調に推移している。小売業売上高は 5 月に前月比▲0.2%と昨年 6 月以来の減少を記録した。5 月減少の主因はサプライチェーン途絶に伴う供給制約による自動車販売の低迷で

非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



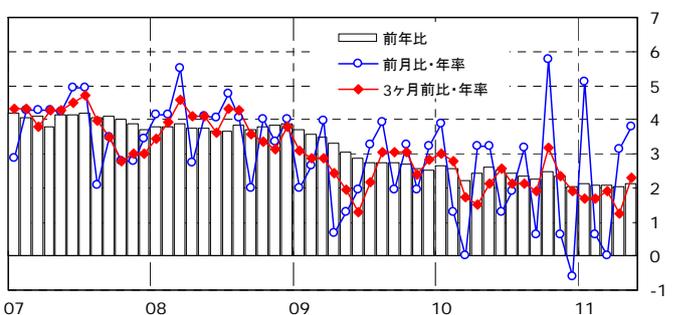
(出所) U.S. Department of Labor

労働力率と失業率の推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

平均時給の推移(製造及び非管理労働者、%)



(出所) U.S. Department of Labor

ある。需要低迷ではなく供給制約の影響が大きいことは、日本車販売が顕著な落ち込みを占める一方で G3 や韓国車、欧州車の販売が堅調なことから確認できる。自動車及び部品の売上高は 5 月に前月比▲2.9% (4 月▲0.7%) と 3 ヶ月連続で減少し、小売業売上高全体を 0.5%Pt も押し下げた。

但し、自動車以外の売上高も好調とは言えない。ガソリン価格上昇を受けて家計の購買力が低下しているためである。自動車やガソリン及び建設資

材を除いた、いわゆるコア売上高は 3 月前月比 0.6% が 4 月 0.3%、5 月 0.2% と月を追うごとに伸びが縮小している。コア売上高の 4~5 月平均は 1~3 月期を年率換算で 5.8% 上回るに留まり、1~3 月期の前期比年率 7.8% から減速した。物価上昇分を除いた実質ベースでは減速が更に鮮明となる。これに前述の自動車販売の落ち込み (4~5 月平均の 1~3 月期対比は小売売上高ベースで年率▲9.7%、新車販売ベースで▲16.4%) を加味すれば、4~6 月期の財消費は極めて低い伸びが避けられない。サービスを含めた 4~6 月期の個人消費全体でも、1~3 月期の前期比年率 2.2% から減速する見込みである。但し、足元の 6 月は明るい動きも現れている。冒頭でも述べたが供給制約の緩和により 6 月の自動車販売は好転が見込まれ、また購買力低下に繋がっていたガソリン価格も 5 月初めをピークに低下へ転じている。

(3) 住宅投資は底這い

住宅市場は底這い推移が続いている。住宅販売は全体の 94% (2010 年実績) を占める中古住宅販売が前月比▲3.8% (4 月▲1.8%) と 2 ヶ月連続で減少、新築住宅販売も▲2.1% (4 月 6.5%) と 2 ヶ月ぶりに減少した。新築と中古を合算した住宅販売全体は▲3.7% (4 月▲1.7%) とやはり 2 ヶ月連続で減少、前期 1~3 月期と 4~5 月平均の対比でも年率▲14.5% (1~3 月期前期比年率 34.6%) と低迷し、GDP 統計に計上されるコミッション収入は 4~6 月期に減少が避けられない。

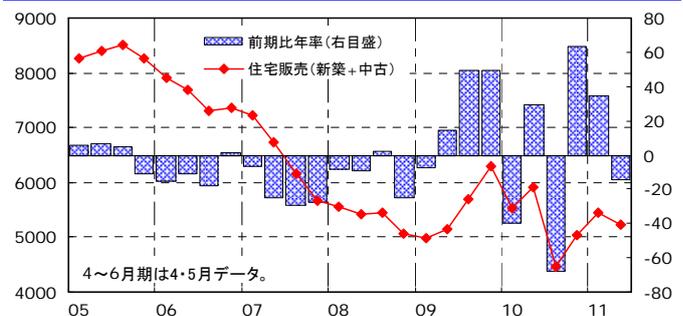
住宅建設にも勢いはない。1~3 月期の住宅着工増加や悪天候要因の解消を受けて居住用建設支出は 4~6 月期に小幅増加する見込みだが、その先が続かない。住宅着工は 5 月こそ前月比 3.5% と小幅増加したものの、4 月に▲8.8% と落ち込んだ反動によるところが大きく、4~5 月平均は 1~3 月期を年率換算で 20.1% も下回っている。新築に限れば住宅在庫は極めて低水準にあるこ

小売業売上高(10億ドル)



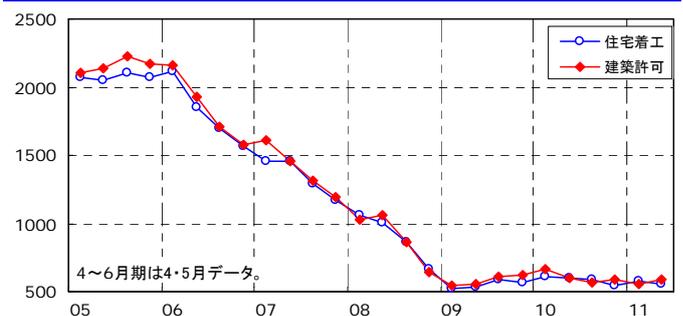
(出所) U.S. Department of Commerce

住宅販売動向(年率換算、千戸、%)



(出所) Department of Commerce, NAR

住宅着工及び建築許可(千戸、年率換算)



(出所) Department of Commerce

とや、着工に先行する建築許可が5月に大きく増加していることを踏まえれば、住宅着工は7~9月に再び増加する可能性が高いものの、それでも底這いの域を脱しない。4~6月期の住宅投資は建設支出の増加を反映して増加に転じるものの、当面は低水準で一進一退の推移が続くと見込まれる。

(4) 設備投資はひとり気を吐く

民需の中で設備投資がひとり気を吐いている。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4~5月平均が1~3月期を年率換算で6.2%上回り、1~3月期の前期比年率3.9%から伸びが加速している。先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）を見ても、5月に前月比1.6%（4月▲0.8%）と増加。3月に前月比5.4%と水準を大きく切り上げたこともあり、4~5月平均は1~3月期を年率換算で14.9%も上回っている（1~3月期前期比年率0.9%）。機器及びソフトウェア投資は1~3月期の8.7%に続き、4~6月期そして7~9月期も好調を維持する可能性が高い。

なお、5月の耐久財受注で注目されるのは、自動車関連受注の反転である。サプライチェーン途絶を受けた生産減少を受けて自動車関連受注は4月に前月比▲9.4%と大きく落ち込んだが、5月は5.8%と反転した。出荷ベースでも4月▲3.8%が5月は▲0.4%と下げ止まってきている。日本での自動車関連セクターの急速な回復を踏まえれば、6月には更なる受注増加と出荷のプラス転化が期待できるだろう。

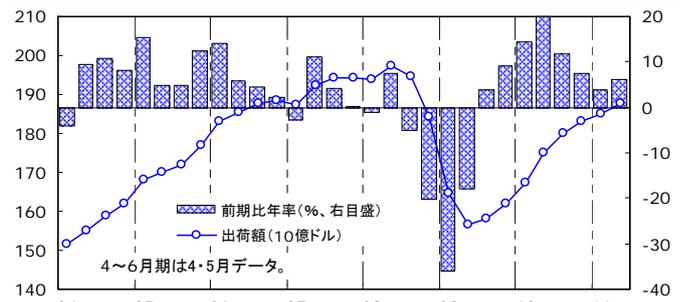
悪天候で工事が進まず1~3月期に前期比年率▲14.8%と急減した構築物投資も、4~6月期は増加に転じる見込みである。一致指標である非居住建設支出は4月に前月比0.5%（3月1.4%）と3ヶ月連続で増加し、4月の水準は1~3月期平均を年率換算で9.3%も上回っている。

設備投資の先行きについても、企業の景況感が大きく悪化する下で、投資意欲は衰えていない。そのため、設備投資の失速は避けられる見込みである。

(5) 輸出の堅調が続く

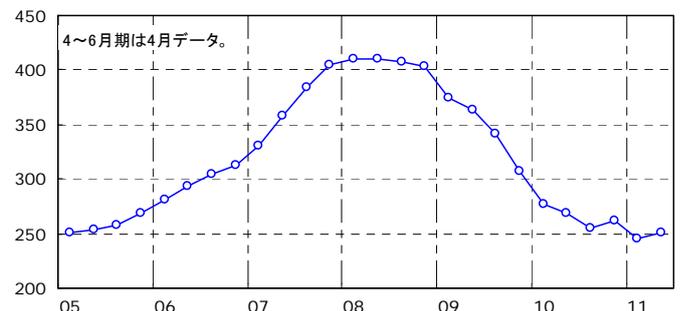
4~6月期に入っても輸出は好調を維持している。4月の実質財輸出は前月比0.8%と小幅増加に留まったものの、3月に4.5%も急増した反動が大きく、4月の水準は1~3月期を年率換算で10.6%（1~

非国防資本財出荷（除く航空機）



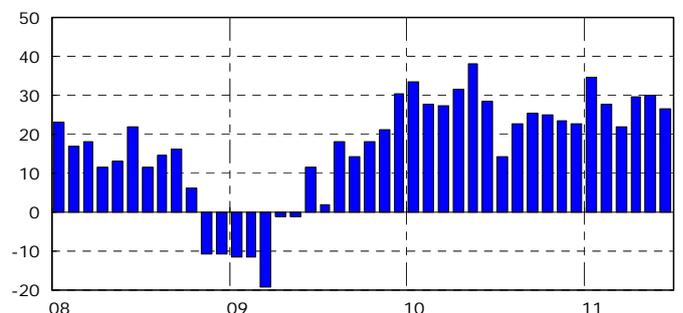
(出所) Department of Commerce

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

3月期前期比年率6.6%)も上回っている。内訳ではユーロ圏向けや環太平洋地域向けの増加が目立つ。

一方、輸入は低調である。4月の実質財輸入は前月比▲3.1%(3月2.8%)と急減し、4月水準は1~3月期平均を年率換算で9.4%も下回る。日本の大震災などを受けて自動車輸入が前月比▲13.2%と急減した影響が大きいが、他の品目も個人消費の減速を受けて伸び悩んでいる。

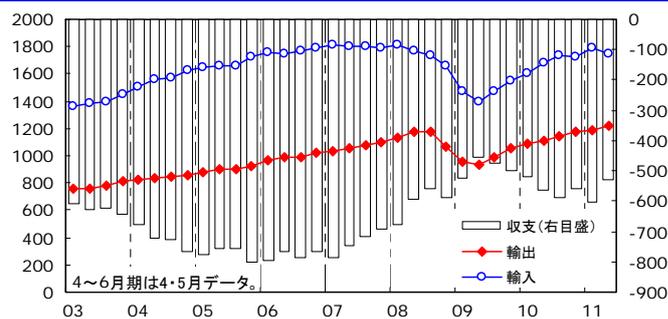
5月以降については、輸出が世界経済の減速とドル安の影響が相殺し合い現状程度の増加ペースを維持する一方で、サプライチェーン復旧を受けた自動車輸入の回復を受けて輸入は持ち直す見込みである。但し、4~6月期トータルでは輸出の伸びが輸入を上回り、純輸出は成長率を押し上げる可能性が高い。

(6) インフレ加速の真贋

5月のCPIはヘッドラインが前月比0.2%と4月0.4%から減速した。減速の主因は飲食料品4月0.44%→5月0.36%とエネルギー-2.2%→▲1.0%であり、コアは0.2%→0.3%と寧ろ加速している。なお、前年比で見ると、4月までの累積が響きヘッドラインが3.6%(4月3.2%)へ、コアは1.5%(1.3%)へ伸びが高まっている。なお、エネルギー価格は季節調整値ベースでは▲1.0%と低下したが、これはドライブシーズン初期にも関わらずガソリン価格の上昇が小幅に留まり、季節係数により押し下げられたためである。原系列ベースではエネルギー価格は2.7%と引き続き上昇した。原油価格低下が真の意味で購買力の回復に繋がるのは6月以降である。当社の試算では6月平均のガソリン価格は5月から7%近くも低下する見込みである。

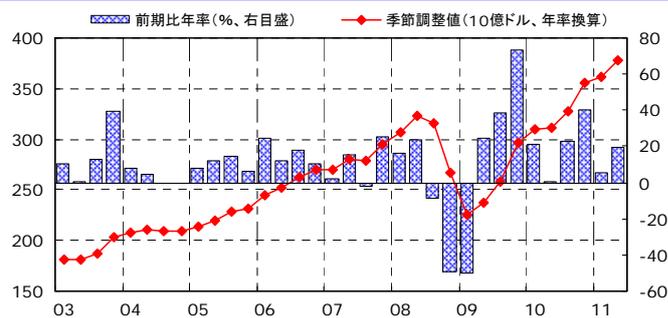
5月のインフレ動向で懸念されるのはコアCPIの上昇加速である。コアCPI以外のトレンド関連指標も上昇の動きを速めている。刈り込み平均の12ヶ月前比が1.9%(4月1.7%)、中央値も1.5%(1.4%)まで上昇しており、インフレ加速を示唆した。

実質財収支の推移(10億ドル)



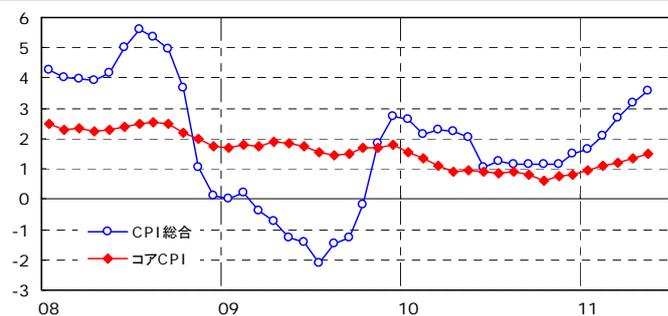
(出所)US Census Bureau

環太平洋地域向け輸出



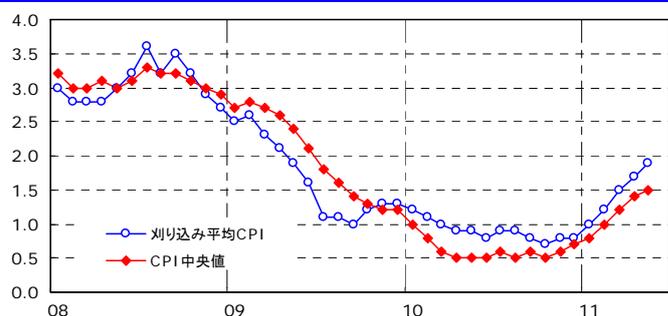
(出所)US Census Bureau

物価動向の推移(前年比、%)



(出所)BLS

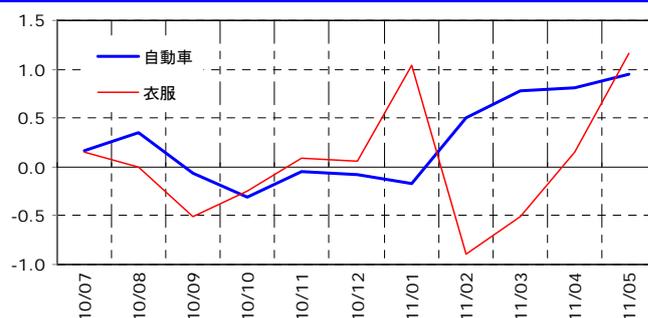
インフレ率のトレンド指標の推移(前年比、%)



(出所)Fed Cleveland

こうした動きを受けて、市場の一部では米国経済がスタグフレーションに陥るとの観測まで囁かれた。但し、コア CPI の急上昇は一時的な動きに留まる可能性が高いと考えられる。まず、CPI の品目別内訳を見ると、衣服が前月比 1.2%（寄与度 0.06%Pt）、自動車は 1.0%（0.08%Pt）と大幅に上昇しており。この二つでコア上昇の半分 0.14%Pt を説明可能である。衣服の価格変動は極めてボラタイルのため 5 月の上昇がトレンドと判断するのは時期尚早であろう。また、自動車の価格上昇はバーナンキ議長が FOMC 後の記者会見で懇切丁寧に説明したように、サプライチェーン途絶による供給不足と、それに伴うインセンティブ縮小が原因であり、一時的な動きと考えられる。今後解消へ向かうであろう。仮に衣服の価格上昇が新興国の賃金上昇を反映したトレンドの転換であるとしても、自動車価格が沈静化すれば、コア CPI の上昇ペースは大幅に鈍化する。また、足元のコア CPI 上昇については、バーナンキ議長が別の要因も示している。足元の上昇はエネルギー価格上昇によるコスト増加をサービス価格等（例えば運賃）へ転嫁する動きが強まったためとの説明である。エネルギー価格が下落へ転じたため、そうしたコスト転化の動きが継続的にインフレ率を押し上げることはないとの見立てに繋がる。

自動車及び衣服の物価推移(前月比、%)



(出所)BLS

結局のところ、高水準の失業率に示される大幅な需給ギャップの存在を踏まえれば、サービス価格を決定する賃金上昇率が急激に高まるとは考えにくい。また期待インフレ率も低位で安定している。当社もバーナンキ議長と同じく、コア CPI の急上昇が継続するとは予想しない。

3. 金融政策

(1) 金融政策は現状維持

6 月 21～22 日に今年 4 回目の FOMC が開催され、Fed は市場予想通り現行の金融政策を維持した。すなわち、1) 政策金利である FF 金利の誘導目標は 0～0.25% に据え置き、2) QE2（総額 6,000 億ドルの国債買入）は 6 月末で予定通り終了、3) 償還資金の再投資は継続しバランスシート残高を維持、4) 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)」も変更なし¹である。前回に続き反対票はなく、決定は全会一致だった。なお、バランスシート残高の維持は、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 Fed の見解 (Stock View) に立脚すれば、超金融緩和状態が継続することを意味する。

(2) 予想を下回る低成長を認めるも回復継続を強調

ステートメントの冒頭の景気判断では、景気回復ペースが予想を下回っていること (somewhat more slowly than the Committee had expected) を率直に認めたものの、景気及び労働市場の回復が継続している (economic recovery is continuing at a moderate pace) との判断は維持した。その上で、4

¹ 厳密には時間軸文言にかかる条件は若干修正された。従来のインフレに関する条件は "subdued inflation trends, and stable inflation expectations" であったが、今回から "a subdued outlook for inflation over the medium run" へと、更に見通しを重視した表現へと改められている。

月のFOMCステートメントにはなかった先行きの成長見通しを今回は追加し「年後半の景気回復加速と失業率低下²」を明確に主張している。

ステートメントでは回復ペースが予想を下回っている理由として、食料とエネルギー価格の上昇による家計の購買力低下と日本の東日本大震災によるサプライチェーン途絶³という「一時的要因 (factors that are likely to be temporary)」を挙げたが、そうした要因は「部分的 (in part)」であり、全てではない。FOMCメンバーはそうした一時的要因以外の存在も認識している。後述するようにバーナンキ議長は記者会見において、景気回復を弱体化させる構造的要因の存在について触れ、それが 2011 年と 2012 年の成長見通しの引き下げに繋がったと言明している。

一方、インフレについては、大きな認識の変化は見られない。前回迄の「現在の上昇は一時的 (transitory)」の表現を「デュアルマンデートに適うもしくは下回る水準まで低下する (will subside to levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate)」の表現へ改めたものの、商品価格等による押し上げが消えれば、ヘッドライン PCE デフレーターやヘッドライン CPI の上昇はいずれ沈静化するとの判断に変化はない。

(3) 構造的要因もあり成長率予想を下方修正

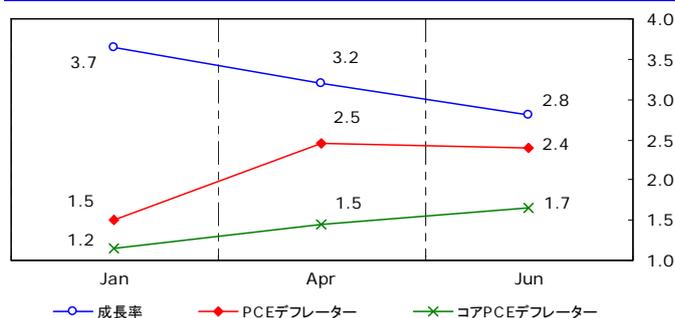
同時に発表された FOMC 参加者による 6 月時点の新たな経済見通しは、まず成長率予想が 2011 年について 4 月時点の 3.1~3.3% から 2.7~2.9% へ、2012 年も 3.5~4.2% から 3.3~3.7% へ下方修正された。また、失業率予想も 2011 年が 8.4~8.7% から 8.6~8.9% へ、2012 年も 7.6~7.9% から 7.8~8.2% へ若干上方修正されている。インフレ関連では、コア PCE 上昇率見通しが 2011 年は 1.3~1.6% から 1.5~1.8% へ、2012 年も 1.3~1.8% から 1.4~2.0% へ僅かだが引き上げられた。但し、PCE デフレーター見通しも含め、インフレ率は 2012 年には擬似的なインフレ目標と言えるデュアルマンデートに適うインフレ率 1.7~2.0% の上限迄に収まると見込まれている。

今回の成長率予想の下方修正には一時的要因のみならず、構造的要因も影響したことが重要である。

それは端的には、2012 年の成長率予想⁴が 0.4%Pt 下方修正されたことに示されている。

2011 年の下方修正幅 0.4%Pt についてガソリン価格上昇や大震災による一時的要因と構造的要因を分けることは難しいが、一時的要因が（少なくとも予想段階においては）存在しない 2012 年はほぼ全てが構造的要因と考えられる⁵。こうした構造的要因について、バーナンキ議長は記者会見において金融部門の脆弱性や住宅市場の

FOMC 予想の変化 (レンジの中央値推移)



(出所) Fed

² “[T]he Committee expects the pace of recovery to pick up over coming quarters and the unemployment rate to resume its gradual decline toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate”

³ “[I]n part factors that are likely to be temporary, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan”

⁴ FOMC 参加者による予想は最終四半期の前年比であるため、2011 年前半に影響する一時的要因は、2012 年予想には影響しない。また、ゲタの概念もない。

⁵ レンジの中央値を算出し、変化幅を試算。

諸問題、バランスシート問題、レバレッジ解消などを挙げている。実際には、更に財政問題も含める必要があるだろう。いずれにしても、こうした構造的要因について、バーナンキ議長は4月段階の認識の甘さを率直に認め、見通しの下方修正に至ったとした。但し、2013年の成長率見通し据え置き（4月3.5～4.3%→6月3.5～4.2%）が示唆するように、FOMC参加者は2013年には今回見込んだ構造的要因の悪影響はほぼ消えると想定している。

(4) 追加緩和には相当の距離

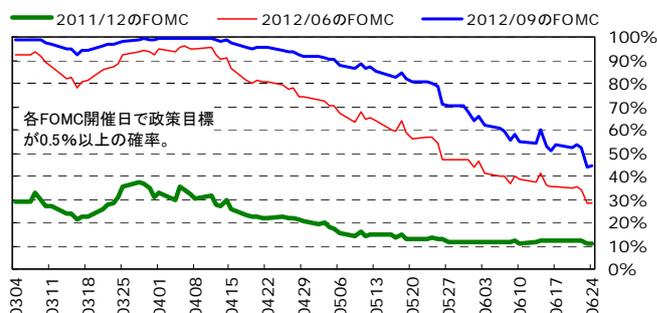
6月のステートメントやバーナンキ議長の記者会見で示された景気やインフレに関する認識、及び経済見通しは、バーナンキ議長の6月7日講演や他の多くの地区連銀総裁の見解と概ね一致するものである。バーナンキ議長が、成長率を押し下げる構造的要因の存在を積極的に語ったのには幾分驚いたが、それさえも、既にタカ派の地区連銀総裁などが繰り返し強調していた内容に過ぎない。

次の問題はこうした景気やインフレの認識変化が金融政策に影響するか否かであるが、その可能性は極めて低いと考えられる。まず、現状認識の変化が政策変更に至結しないことは①ステートメントにおける今回の金融政策判断の目的が前回迄の「より強い景気回復を推進するために（To promote a stronger pace of economic recovery）」から「進行中の景気回復を推進するために（To promote the ongoing economic recovery）」へ変更された点や、②将来の金融政策運営における目的記載が前回までの「景気回復をサポートするために（as necessary to support the economic recovery）」から「最大限の雇用を促進するために（as needed to best foster maximum employment）」というデュアルマニフェストに沿った表現に改められた点から読み取ることが出来る。すなわち、Fedは更なる景気刺激を行う姿勢を示してはいない。

加えて、記者会見においてバーナンキ議長は、QE2を示唆した昨年8月とのデフレリスクや雇用動向における相違を詳細に解説した上で、必要される金融政策に関する「状況は異なる（we are in a different position today）」と明言しており、QE3などの追加緩和政策に対しては明らかに否定的である。もちろん、状況が変われば追加緩和に踏み切ることはありうるし、その手段をFedは有するとも述べてはいるが、リップサービスに過ぎないだろう。

以上を踏まえれば、先行きの経済動向に不透明感が残る下で、Fedはバランスシート残高を保持し（つまり償還資金の再投資を継続し）、金融緩和状態を維持すると見込まれる。少なくとも2011年中はバランスシート残高を含め、現行の金融政策を維持するだろう。なお、当社は金融引き締め転換のファースト・ステップとなる国債等償還資金の再投資停止を来年4月頃、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と予想している。

FF先物に基づくFOMC毎の利上げ確率



(出所) Bloomberg

4. トピックス :

米国家計の過剰債務問題は進捗も保有資産は伸びず

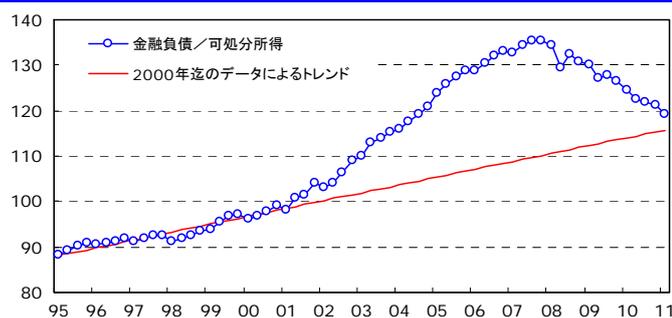
2011年1~3月期の資金循環統計によると、家計の金融負債は2010年末から737億ドル、前期比年率では▲2.1%と大幅に減少した。負債圧縮を受けて、可処分所得に対する金融負債の比率（金融負債/可処分所得）も2010年末の121.3%が2011年1~3月期には119.3%と2%Ptも低下している。

同比率の低下には、給与税減税などによって、分母である可処分所得が1~3月期に大きく押し上げられた影響も含まれる（給与税減税による所得押し上げは2011年を通じて続くが、4~6月期以降の追加寄与はない）。そのため、4~6月期以降に同様の速いペースでの低下が続くわけではない。とは言え、可処分所得に対する金融負債の比率は、2000年までのトレンドから計算した持続可能と考えられる水準（1~3月期段階で115.7%）に接近してきた。当社の従来からの想定通り、2011年末には可処分所得対比での債務の過剰感は概ね払拭される見込みである。

一方、家計のバランスシートの資産側を見ると、総資産の増加は限定的である。可処分所得に対する総資産の比率は10~12月期の618.1%が1~3月期は618.6%へ小幅上昇、ボトムである2009年1~3月期からの上昇も34.5%Ptに達した。しかし、2010年以降は一進一退の域を脱していない。これは株高などを受けて金融資産の価値は増加しているものの、住宅価格下落を受けて保有する有形固定資産の価値が減少を続けているためである。住宅価格の下落が家計のバランスシートを圧迫していると言える。

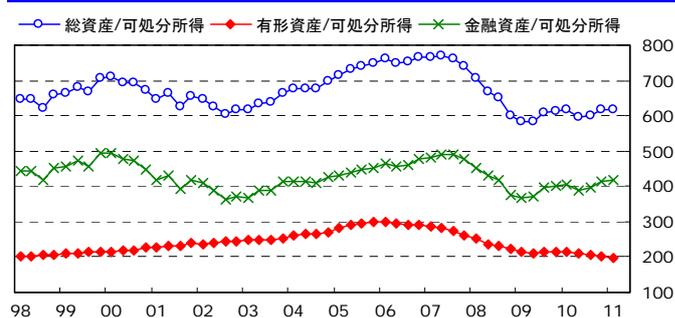
過剰債務問題に目処があっても、すぐに家計のバランスシート問題が収束するわけではない。住宅市場に溢れている（今後溢れる）デフォルト物件の処理が進み、住宅価格が下げ止まるまでは、住宅バブル崩壊の悪影響が家計を蝕み続ける。これが、6月FOMCにおいて、参加者に対し成長率見通しの下方修正を促した構造的要因の一つである。

金融負債／可処分所得 (%)



(出所)CEIC Database

家計の資産状況 (%)



(出所)CEIC Database

【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	4.0				
実質GDP	1.7	2.6	3.1	1.9				
個人消費	2.2	2.4	4.0	2.2				
住宅投資	25.6	▲27.3	3.3	▲1.9				
設備投資	17.2	10.0	7.7	2.0				
政府支出	3.9	3.9	▲1.7	▲5.8				
輸出	9.1	6.7	8.6	7.7				
輸入	33.5	16.8	▲12.6	5.1				
経常収支(10億ドル)	▲120	▲120	▲112	▲119				
名目GDP比(%)	▲3.3	▲3.3	▲3.0	▲3.2				
	Q2-10	Q3-10	Q4-10	Q1-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-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	2.8	4.6	0.3	0.4	0.3	
消費者信頼感	58.2	50.9	52.5	66.9	72.0	63.8	66.0	60.8
小売売上高	6.3	3.7	12.5	10.5	1.3	0.8	0.3	▲0.2
除く自動車、ガソリン、建設資材等	2.5	4.0	6.6	7.8	1.1	0.6	0.3	0.2
鉱工業生産	7.1	6.7	3.1	4.2	▲0.3	0.6	▲0.0	0.1
住宅着工件数(年率換算、千件)	602	584	539	582	518	593	541	560
中古住宅販売戸数	33.3	▲68.6	67.9	37.1	▲8.9	3.5	▲1.8	▲3.8
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	8.9	10.9	8.2	8.3	8.5	8.3	9.0	9.3
非国防資本財受注(除く航空機)	34.1	12.3	9.8	0.9	▲0.1	5.4	▲0.8	1.6
民間非居住建設支出	▲12.8	▲18.7	11.2	▲22.5	2.4	1.4	0.5	
貿易収支(10億ドル)	▲131	▲131	▲119	▲141	▲46	▲47	▲44	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲141	▲147	▲139	▲151	▲50	▲50	▲44	
実質財輸出	9.0	11.9	10.2	6.6	▲3.5	4.5	0.8	
実質財輸入	19.1	13.8	▲0.7	16.3	▲3.5	2.8	▲3.1	
ISM製造業指数(四半期は平均)	57.6	55.2	57.9	61.1	61.4	61.2	60.4	53.5
ISM非製造業指数(四半期は平均)	54.3	53.5	55.9	58.8	59.7	57.3	52.8	54.6
失業率(%)	9.6	9.6	9.6	8.9	8.9	8.8	9.0	9.1
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	181	▲46	139	166	235	194	232	54
民間雇用者数(前月差、千人)	114	104	146	191	261	219	251	83
※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	1.8	1.8	1.8	1.8
消費者物価(前年比、%)	1.8	1.2	1.3	2.1	2.1	2.7	3.2	3.6
コア消費者物価(前年比、%)	0.9	0.9	0.7	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
PCEデフレーター(前年比、%)	1.9	1.4	1.1	1.5	1.6	1.8	2.2	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	
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	0.8	0.7	0.7	0.6
10年債利回り(%)	3.2	2.7	3.3	3.4	3.6	3.4	3.5	3.2
名目実効為替レート(1997/1=100)	105.3	101.7	100.0	97.1	98.1	97.1	95.5	95.5
ダウ工業株30種平均	9774	10788	11578	12320	12226	12320	12811	12570
S&P500株価指数	1031	1141	1258	1326	1327	1326	1364	1345

(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。