

米国経済情報

2011年7月号

Summary

【内容】

1. 経済概観:

4～6 月期低成長も
年後半は持ち直し
へ

2. 経済動向

- (1) 6 月も雇用低迷が
続く
- (2) 一時的要因の剥落
で個人消費に光明
- (3) 設備投資は堅調
維持
- (4) 住宅投資は低迷
継続
- (5) 在庫投資は前期
並み
- (6) 外需は成長に寄与

2. インフレ動向:

トレンド指標にも減
速の動き

3. 金融政策:

QE3 に期待すべか
らず

4～6 月期も米国経済は低迷が続いた。4～6 月期の実質 GDP 成長率は 1～3 月期と同水準の前期比年率 1.9% に留まったと予想される。

設備投資や輸出は好調を維持しており、4～6 月期の景気低迷は個人消費の停滞による部分が大きい。個人消費を押し下げた主因は一時的要因であるが、構造的問題の影響も無視は出来ない。一時的要因としては主に、日本の東日本大震災に由来するサプライチェーン途絶と中東・アフリカ情勢の緊迫等を受けた商品市況の急騰である。サプライチェーン途絶による供給不足と需給逼迫による価格上昇が新車販売を押し下げ、商品市況とりわけガソリン価格や食料価格の上昇が家計の実質購買力を奪った。

個人消費を抑制している構造的要因は住宅市場の低迷である。住宅市場の需給は緩和的な状況が続き、住宅価格の下落が止まっていない。住宅価格の下落が続く下では購入や新規建設が盛り上がり、関連消費も伸びない。加えて、自らの資産劣化を目の当たりにした住宅保有者の財布の紐も締まってしまふ。こうした一時的要因と構造的要因が相俟っての個人消費低迷が、先行きを楽観していない企業に雇用抑制というブレーキを踏ませたが故に、5～6 月と雇用増加ペースが鈍化し、雇用所得環境の改善停滞を招き、更なる消費抑制に繋がった。

構造的要因については年内の解消は見込み難しいものの、一時的要因には改善の動きが既に現れている。一時的要因の好転により、7～9 月期の GDP 成長率は再び 3% 台に載せると当社では予想している。

バーナンキ Fed 議長が 7 月 13～14 日に議会証言を行った。議長は緩和方向と引き締め方向の政策オプションを示しており、現時点では次の政策アクションについては中立スタンスと考えられる。市場が期待する QE3 の実施に際しては、一時的要因の剥落後も景気低迷が続き、かつデフレリスクが再燃することが条件となる。しかし、足元の物価動向や期待インフレ動向に基づく限りデフレリスクが高まっているとは判断されない。そうした下で、インフレ懸念を強めるタカ派を説得して QE3 にこぎつけるのは相当に高いハードルと言えるだろう。現行政策の下で極めて緩和的な金融環境の維持がメインシナリオと言える。

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. 経済概観：4～6 月期低成長も年後半は持ち直しへ

4～6 月期も米国経済は低迷が続いた模様である。当社では、7 月 29 日に公表される 4～6 月期の実質 GDP 成長率が、1～3 月期と同水準の前期比年率 1.9%に留まったと予想している。

後述するように、設備投資や輸出が好調を維持しており、4～6 月期の景気低迷は個人消費の停滞による部分が大きい。個人消費を押し下げた主因は一時的要因であるが、構造的問題の影響も無視は出来ない。

一時的要因としては主に、日本の東日本大震災に由来するサプライチェーン途絶と中東・アフリカ情勢の緊迫等を受けた商品市況の急騰が指摘できる。サプライチェーン途絶による供給不足と需給逼迫による価格上昇は、新車販売を想定以上に押し下げ、4～6 月期は前期比年率▲25.2%もの急減を記録している（BEA の Light Vehicles ベース）。また、商品市況とりわけガソリン価格や食料価格の上昇は家計の実質購買力を奪っており、4 月には消費支出に占めるエネルギー支出の割合が 6.2%と 2008 年 10 月の 6.3%以来の高率に達し、他の消費支出を抑制した。

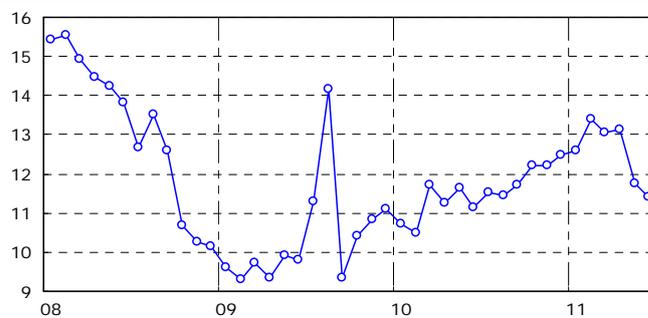
個人消費を抑制する主たる構造的要因は住宅市場の低迷である。高い在庫率に加え、差し押さえ手続き中の在庫予備軍の存在もあり住宅市場の需給は緩和的な状況が続く、住宅価格の下落が止まっていない。住宅価格の下落が続く下では購入や新規建設が盛り上がりならず、関連消費も伸びない。加えて、自らの資産劣化を目の当たりにした住宅所有者の財布の紐も締まってしまふ。

こうした一時的要因と構造的要因が相俟っての個人消費低迷が、先行きを楽観していない企業に雇用抑制というブレーキを踏ませたが故に、5～6 月と雇用増加ペースが鈍化し、雇用所得環境の改善停滞を招き、更なる消費抑制に繋がったとも言える。

住宅市場の低迷という構造的要因については 2011 年内の解消は見込み難いものの、一時的要因には改善の動きが現れている。日本側のサプライチェーン復旧に伴い完成車や自動車部品の輸入や生産は徐々に回復しつつあり、またガソリン価格（CPIベース）も 5 月前月比▲2.0%、6 月▲6.8%と 2 ヶ月連続で低下した¹。こうした一時的要因の好転が 7～9 月期の個人消費をサポートすると考えられる。新車販売の回復などが寄与し、7～9 月期の GDP 成長率は再び 3%台に載せると当社では予想している。

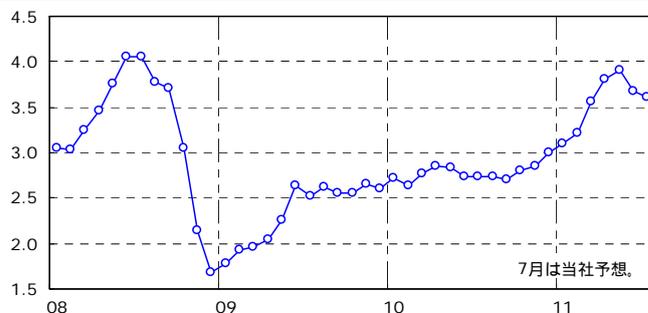
1～3 月期 GDP の公表時点で当社は成長率を 2011 年 2.8%、2012 年 2.9%と見込んだが、4～6 月期

米新車販売台数の推移（年率、百万台）



(出所)CEIC Data

ガソリン価格の推移（ドル/ガロン）



(出所)CEIC Data

¹ 季調値ベース。原系列は 5 月前月比 3.6%→6 月▲5.8%。5 月からのドライブシーズン入りで、ガソリン価格は上昇する季節性がある。

が冒頭で述べた通りの低成長となれば 2011 年の成長率見通しを 2.5%前後へ下方修正する予定である。なお、2011 年後半には再び成長ペースが再び高まると予想しているため 2012 年予想は不変である。

2. 経済動向

(1) 6 月も雇用低迷が続く 6 月の非農業部門雇用者数 (NFP: Non-farm payroll) は前月差+1.8 万人と僅かな増加に留まった。4 月 (従来+23.2 万人→改訂後+21.7 万人) と 5 月 (+5.4 万人→+2.5 万人) も下方修正されている。年初からの雇用増は 5 月雇用統計発表時点の 15.7 万人/月 (1~5 月平均) から 12.6 万人/月 (今回 1~6 月平均) へ鈍化しており、雇用統計が示す雇用情勢は 6 月に極めて低調だったと言える。

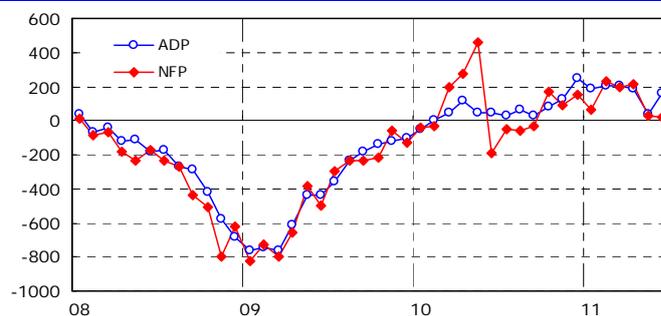
思い起こせば 5 月は低調な ADP 統計 (前月差+3.8 万人) によって雇用統計の事前の悪化が示唆され、その示唆通りに雇用統計も悪化した。一方、6 月は ADP 統計が前月差+15.7 万人 (5 月改定値+3.6 万人) と増加幅を拡大した一方で、雇用統計は上述の通り低調な内容となり、相反する結果となっている。ADP 調査も雇用統計もリバイスが大きく、現段階でいずれが正しいかを判ずるのは不可能である。つまり 5 月から 6 月にかけて、厳密には雇用統計の調査タイミングである 6 月中旬にかけて、雇用情勢が改善したのか悪化したのかは、正直判断がつかねる。

しかし、7 月に向けて雇用情勢がどう変化しつつあるのかを推測することは可能である。失業保険申請件数は最新 7/9 週のデータが 40.5 万件と未だ高水準ではあるが、43 万件程度であった 5 月や 6 月平均からは減少している²。また、企業景況感を示す ISM 指数では 6 月の雇用指数が小幅ながら改善した (製造業 5 月 58.2→6 月 59.9、非製造業 54.0→54.1)。加えて、求人状況が 6 月に改善したとする民間統計もある。こうしたデータを見る限り、6 月下旬・7 月にかけて雇用情勢は改善の方向にあると考えられる。

家計調査による失業率は 6 月に 9.18% (5 月 9.05%) へ上昇した。内訳を見ると、雇用者数が前月差▲44.5 万人と減少した上に、失業者の増加幅は+17.3 万人に留まり、27.2 万人が労働市場から退出している (労働力人口が減少した)。その結果、5 月に下げ止まりの動きを示した労働力率は再び低下へ転じてしまった (4 月 64.15%→5 月 64.20%→6 月 64.10%)。雇用情勢の悪化は言うまでもなく、潜在成長率を押し下げる労働力率の低下が懸念される。

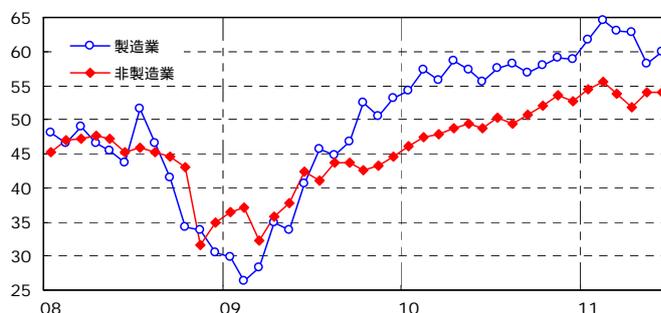
² サプライチェーン途絶により今年は自動車セクターでの一時帰休の時期が早く、足元の季節係数による押し下げは行き過ぎとの見解がある。但し、昨年との実数比較において目立った歪みはなく、7/9 週の改善を否定するほどではないと考えられる。多少割り引いて見れば十分であろう。

ADP調査とNFPの推移 (前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor, ADP

ISM調査における雇用指数の推移 (中立 = 50)



(出所) Institute for Supply Management

(2) 一時的要因の剥落で個人消費に光明

6月の米小売売上高は前月比0.1%（5月▲0.1%）と2ヶ月ぶりに増加した。CPIが低下へ転じるなど物価が下落したため、セントルイス連銀試算の実質ベースでは0.4%（5月▲0.3%）と高めの伸びである。実質小売売上高の増加に寄与したのは、冒頭で触れた一時的な下押し要因の改善である。まず、サプライチェーン復旧の影響が多少なりとも及んできたことで6月の自動車小売は名目ベースで前月比0.8%（5月▲1.8%）、実質でも横ばい程度まで持ち直した³。また、6月にガソリンスタンド売上高は▲1.3%減少したが、ガソリン価格はそれを上回るペースで下落しており、実質ベースではガソリン販売は増加、かつ実質購買力の改善を通じて、他の消費支出もサポートしたと考えられる。

実質購買力改善の影響は財消費のみならず、サービス消費にも及び、6月の個人消費は多少持ち直したと考えられる。しかし、4・5月の低迷を取り戻すには程遠く、4～6月期の個人消費は前期比年率0.8%と1～3月期の2.2%から大きく減速したと予想される。

(3) 設備投資は堅調維持

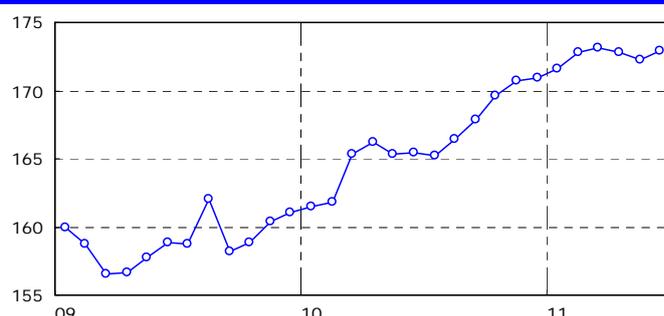
個人消費低迷に対して設備投資は堅調である。機器投資の一致指標である非国防資本財出荷（除く航空機）は4～5月平均が1～3月期を年率で7.3%上回り、1～3月期の前期比年率3.9%から伸びが高まっている。加えて、先行指標である受注が4～5月平均が1～3月期を年率16.6%も上回り、かつ5月も前月比1.6%と増勢を維持しており、6月及び7～9月期に失速する可能性も小さい。一方、構築物投資は1～3月期に前期比年率▲14.8%と大きく落ち込んだが、一致指標である民間非居住・建設支出は4～5月平均が前期対比で年率0.5%（1～3月期▲20.6%）と好転しており、少なくとも大幅な押し下げはなくなる。当社では4～6月期の設備投資を前期比年率6.5%と、1～3月期の2.0%から伸びが高まると見込んでいる。

(4) 住宅投資は低迷継続

住宅投資は4～6月期も低調だった。住宅建設の一致指標である民間居住・建設支出は4～5月平均が1～3月期を年率2.4%下回り（1～3月期前期比年率▲1.3%）、GDP統計に計上されるコミッション収入と連動する住宅販売（新築+中古）も4～5月平均が1～3月期を年率14.5%下回っている（1～3月期前期比年率34.6%）。当社では4～6月期の住宅投資を前期比年率▲4%と予想する。

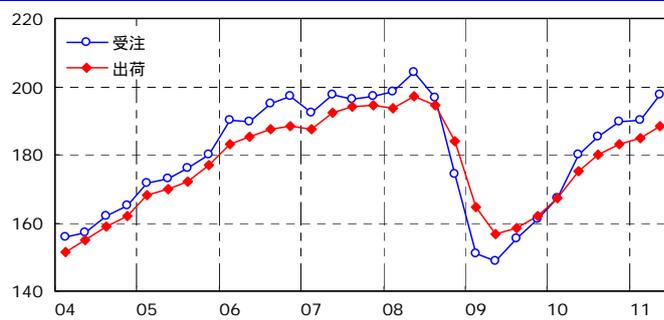
先行きについては、住宅着工や建設許可の動向を見る限り、住宅投資の更なる大幅な落ち込みは予想

実質小売売上高(10億ドル)



(出所) St. Louis Fed

非国防資本財(除く航空機)の受注と出荷(年率、10億ドル)



(出所) CEIC Data

³ 6月のCPI統計では自動車価格が前月比1%上昇。

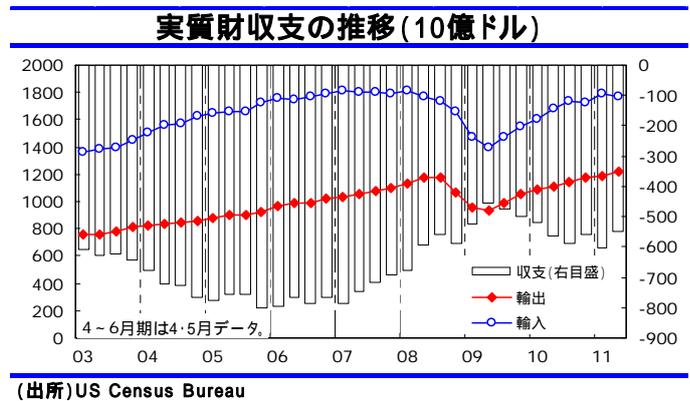
されず、GDP 成長率への直接的な押し下げ寄与は限定的なものに留まると考えられる。しかし、デフォルト物件の流入もあり、緩和的な需給が続く下で住宅価格の下落が止まらないため、住宅販売や新規住宅建設の大幅な増加もまた期待できない。

(5) 在庫投資は前期並み

名目在庫残高は1~3月期に前期比年率12.5%増加したが、4~6月期も5月までのラップを見る限り概ね1~3月期並みの在庫増加を確保した可能性が高い。サプライチェーン途絶に伴う自動車セクターの在庫減少で製造業では在庫積み増しペースが鈍ったものの、卸売業の積み増しが補った。4~6月期のGDP成長率に対する寄与度はゼロと想定している。

(6) 外需は成長に寄与

実質財輸出は5月に前月比▲1.5% (4月1.1%)と3ヶ月ぶりに減少したものの、3~4月の増加が寄与し、4~5月平均は1~3月期を8.8%も上回っている(1~3月期前期比年率6.6%)。輸出は堅調推移を維持していると判断できる。仕向地別に見ると日本や中国など東アジア向けは低調だが、欧州や南アジア向けが好調に推移している。一方、5月の実質財輸入は前月比1.6% (4月▲3.1%)と2ヶ月ぶりに増加したものの、4月の落ち込みが響き、4~5月平均は1~3月期を年率で6.4%下回った。サプライチェーン途絶を受けた日本からの自動車関連や生産財などの減少が響き、輸入は低調である。



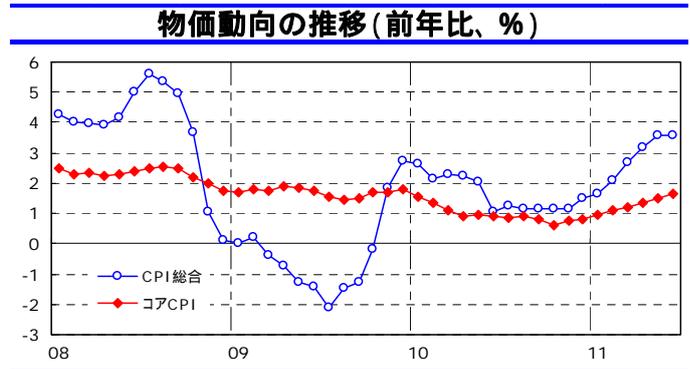
(出所) US Census Bureau

輸出堅調と輸入低迷により、純輸出は4~6月期に赤字幅が縮小し、4~6月期の成長率を押し上げたと思込まれる。当社では純輸出の成長に対する寄与度を年率0.6%Pt程度と想定している。

2. インフレ動向：トレンド指標にも減速の動き

米国の6月CPIは前月比▲0.22% (5月0.17%)と1年ぶりの低下に転じた。前年比は3.6%で5月から変わらないが、エネルギー価格が大幅に再上昇しない限り、前年比も現在が概ねピークとなり徐々に低下する見込みである。CPIの低下に寄与したのは言うまでもなく、エネルギーであり、前月比▲4.4% (5月▲1.0%)と大幅に下落し、CPI全体を0.5%Ptも押し下げた。また食料の伸びも5月0.4%が6月は0.2%に鈍化するなど、これまで消費者の購買力を奪っていた生活必需品の価格上昇が一服しているのが特徴である。

一方、コアCPIは6月も前月比0.25%と5月0.29%からは幾分鈍化したものの高めの伸びが続く、前年比は1.6%と5月1.5%から伸びが高まった。内訳を見ると上昇に寄与しているのは「衣服」(5月1.2%→6月1.4%)と「自動車」(5月1.0%→6月1.0%)である。逆に言えば、



(出所) BLS

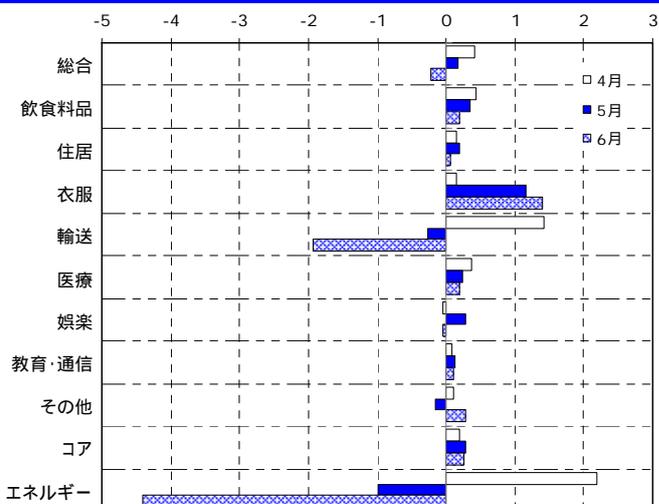
大分類ベースでは、タバコの価格上昇が寄与した「その他」を除き、上昇加速は観察されない。

「自動車」の価格上昇はサプライチェーン途絶の影響による一時的な動きとして、問題は「衣服」である。「衣服」はそもそも価格変動がボラタイルなため、5月では一時的な上昇の可能性が高いと当社では考えていた。しかし、3ヶ月連続の上昇を踏まえれば、原材料価格の上昇や中国などでの賃金上昇が反映されてきた可能性が高いと判断される（衣服関連の輸入物価も上昇し、また他の先進国でも類似の傾向が見られる）。今後も「衣服」は継続的にコア指数を押し上げうる。

一方で、緩慢な賃金上昇を反映し、インフレのトレンドを左右するサービス価格には上昇ペース加速の動きが見られない。エネルギーを除いたサービス価格は5月前月比0.20%から6月は0.14%に鈍化した。「衣服」などが継続的にコア指標を押し上げるとしても、サービス価格の上昇が進まなければ、コアCPIが持続的に高い伸びを維持するとは考えにくい。コアCPIが2%を安定的に上回っていくとは予想されないだろう。

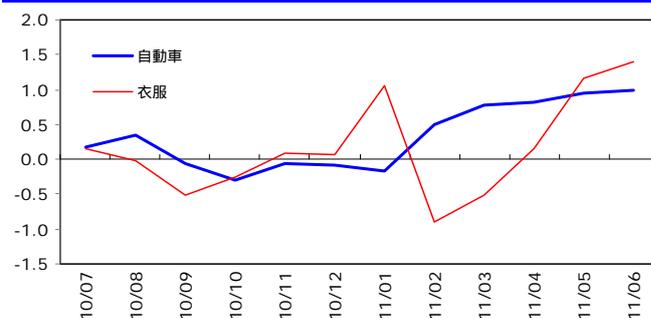
こうした分析は、トレンド関連指標の動きからも裏付けられる。刈り込み平均CPIは6月が前月比0.1%と5月0.2%、4月0.3%から伸びが鈍化した。CPI中央値も0.1%（5月0.2%、4月0.2%）と同様の動きである。前年比は過去の累積が寄与するため、刈り込み平均CPIが2.0%（5月1.9%）、CPI中央値は1.6%（5月1.5%）まで伸びが高まっているが、瞬間風速を示す前月比での減速を踏まえれば、インフレが加速を続けるとはやはり判断されない。

4～6月のCPI推移(前月比、%)



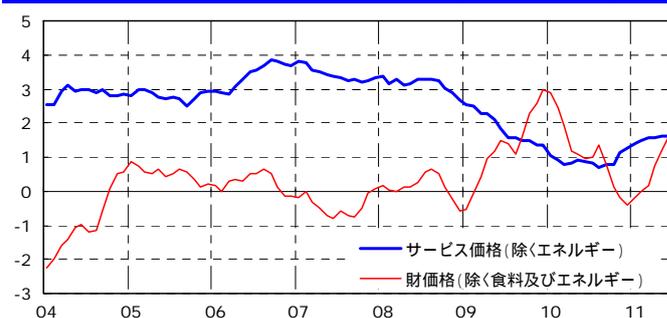
(出所)BLS

自動車及び衣服の物価推移(前月比、%)



(出所)BLS

エネルギー以外のインフレ動向(前年比、%)



(出所)BLS

3. 金融政策：QE3 に期待すべからず

バーナンキFed議長が7月13日に下院、14日には上院で定例の議会証言⁴を行った。市場の解釈は別として、議長の証言は従来の見解を踏襲した極めてバランスのとれた内容である。

景気認識については6月FOMCのステートメントやその後の記者会見を踏襲している。

- ・米国経済は拡大を続けているが、そのペースは4月想定より緩慢である。
- ・最近の弱含みには、部分的に、一時的と考えられる幾つかの要因、エネルギーや食料価格上昇による家計の購買力低下、日本の地震に由来するサプライチェーン途絶などが影響している。
- ・FOMC参加者は、景気拡大のペースが今後数四半期において加速すると予想している。
- ・中期的に、住宅市場の低迷や金融環境、緊縮財政が経済拡大の重石となる。
- ・インフレ率は2%もしくはそれ未満へ今後低下すると予想される。経済における大規模なスラックの存在やインフレ期待の安定を踏まえれば、インフレは緩慢な伸びが続くと考えられる。

金融政策についても、現行の極めて緩和的な政策が緩慢な成長と高失業、インフレ率の低下予想に照らし、適切であると従来からの主張を踏襲した。またQE2の有効性についても従来の見解と変わらない。

- ・QE2は長期金利を10~30bp押し下げており、FF金利の40~120bp引き下げに相当。
- ・QE2による金融緩和度合いはフローの購入額ではなく、保有残高やその構成に依存。
- ・QE2は万能薬ではないが、デフレリスクの低減と雇用拡大に効果。但し、雇用への効果は緩慢であり、昨秋の試算通り、2年間で70万人の押し上げ、3万人/月と想定される。

市場で問題となったのは、今後の金融政策に関する部分である。バーナンキ議長は総論として「経済動向に応じて金融政策を適切に調節する用意がある (the Federal Reserve remains prepared to respond should economic developments indicate that an adjustment in the stance of monetary policy would be appropriate)」と一般的な見解を述べた上で、緩和と引き締めの双方向の可能性を挙げている。

まず「現在の景気低迷が予想より長期化し、かつデフレリスクが再燃した場合には、追加的な政策対応が必要になるかも知れない (the possibility remains that the recent economic weakness may prove more persistent than expected and that deflationary risks might reemerge, implying a need for additional policy support.)」と指摘し、緩和方向の備えがあることを述べた。その手段としては、①FF金利やバランスシートを現状水準に維持する更に明確なガイダンス、②更なる証券購入や保有構成の長期化 (QE3)、③現行0.25%のIOER金利⁵の引き下げを挙げた。

次に「金融緩和度合いの縮小を担保するほどに景気拡大が進む場合も考えられる」として、その際には当然ながら、出口戦略を開始する旨を述べている。なお、この出口戦略の各ステップについては7月12日に公開された6月のFOMC議事要旨において詳細に示されている（末尾参照）。

⁴ [Chairman Ben S. Bernanke Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. July 13, 2011](#)

⁵ Fedが準備預金に対して支払う金利。

バーナンキ議長が、「緩和方向の政策オプション」と「引き締め方向の政策オプション」の解説に要した単語数は、前者の172語に対し、後者は出口戦略のステップの説明もあって312語と多い。単語数から見ても、バーナンキ議長が緩和方向の政策オプションに重心を置いていないことは明らかであり、現時点で議長はまさに中立的な立場と言えるだろう。それはまた、下院証言後に追加緩和を織り込み動いた市場に対して、上院証言での質疑応答において「我々は現時点で更なる政策対応の準備はしていない (We're not prepared at this point to take further action)」と強いトーンで述べたことからも明らかである。

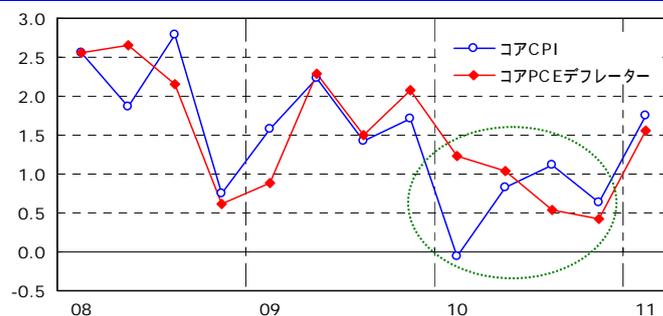
バーナンキ議長が挙げた追加緩和条件の実現性はどうか。バーナンキ議長が指摘した条件は、6月FOMCで将来において追加緩和が必要となる可能性を指摘したハト派が挙げた条件である「一時的な要因の影響が後退した後も、経済成長が失業率低下には不十分なほどに緩慢で、かつインフレ率が低位に戻れば⁶」とも概ね一致しており、FOMC参加者のコンセンサスとしての追加緩和条件と考えると問題ないだろう。

追加緩和の条件は経済成長とインフレの二つ (AND条件) から構成されるが、まず経済成長については、一時的な下押し要因が剥落する7~9月期にも低成長が続くことが条件となるだろう。低成長の定義には幅があるが、少なくとも2%を下回る必要があると考えられる。1~3月期の年率1.9%に続き、冒頭で述べたように当社では4~6月期も同程度の低成長が続くと予想しており、7~9月期も2%未満となれば、3四半期連続で2%に届かないことになる。一方、QE2導入に際してのインフレ動向を踏まえれば、デフレリスク再燃と判断するには、コアPCEデフレーターやコアCPIの前期比年率で少なくとも1%を下回るようなディスインフレの2四半期継続が必要と考えられる⁷。

既に述べたように、当社では、サプライチェーン復旧やガソリン価格下落により7~9月期は個人消費が持ち直し、成長率が3%台へ高まると予想している。但し、7~9月期の成長率は家計の購買力を左右するエネルギー価格動向に依存する部分が大いいため、低成長の可能性も否定はできない。一方、インフレ動向については、(もちろん需給ギャップなど経済動向にも依存するが) 足元のインフレ動向からは大幅なディスインフレの可能性は相当に低いと考えられる。

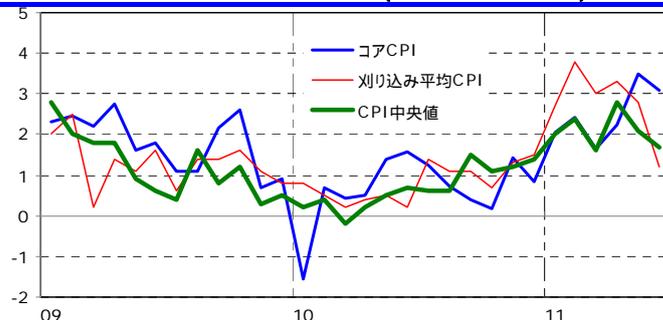
Fedが重視するPCEデフレーターは5月分までし

コアインフレ指標の推移 (四半期、前期比年率%)



(出所)CEIC Data

CPIのトレンド指標推移 (前月比年率%)



(出所)CEIC Data

⁶ “[I]f economic growth remained too slow to make satisfactory progress toward reducing the unemployment rate and if inflation returned to relatively low levels after the effects of recent transitory shocks dissipated” [Minutes of the FOMC June 21-22, 2011](#)

⁷ コアPCEデフレーターは2011年1~3月期前期比年率1.2%→4~6月期1.0%→7~9月期0.5%、コアCPIは▲0.0%→0.8%→1.1%。

か公表されていないため、6月分まで公表済のCPI統計で見ると、6月のコアCPIは前年比1.6%（5月1.5%）と1%台後半にあり、瞬間風速を示す前月比年率に至っては3.1%と極めて高い水準にある（5月3.5%）。トレンド指標である刈り込み平均の前月比年率が5月2.8%から6月は1.2%へ、CPI中央値も5月2.8%から6月は1.7%へ低下していることから、コアCPIも徐々に沈静化へ向かうと見込まれるものの、デフレリスクが意識された2010年前半とは水準が全く異なる。加えて、期待インフレ率も大幅な低下は観察されない。

以上を踏まえれば、QE3を含む追加緩和の条件である低成長とデフレリスク再燃が生じる可能性は、現時点では相当に低いと判断できる。

参考：出口戦略のステップ

出口戦略のステップについては4月のFOMC議事要旨でも示されていたが、6月は更に明確化された。

① 償還資金再投資の一部分もしくは全ての停止。

To begin the process of policy normalization, the Committee will likely first cease reinvesting some or all payments of principal on the securities holdings in the SOMA.

② ①と同時もしくは後に、ステートメントのガイダンス変更。また、FF金利の引き上げに備えて必要であれば超過準備吸収手段（リバースレポやタームデポジット）を利用。

At the same time or sometime thereafter, the Committee will modify its forward guidance on the path of the federal funds rate and will initiate temporary reserve-draining operations aimed at supporting the implementation of increases in the federal funds rate when appropriate.

③ FF金利誘導目標の引き上げを開始し、それを金融政策の主たる手段とする。つまりIOER金利や準備預金残高の調整はFF金利誘導目標の調節のための補助的手段に過ぎない。

When economic conditions warrant, the Committee's next step in the process of policy normalization will be to begin raising its target for the federal funds rate, and from that point on, changing the level or range of the federal funds rate target will be the primary means of adjusting the stance of monetary policy. During the normalization process, adjustments to the interest rate on excess reserves and to the level of reserves in the banking system will be used to bring the funds rate toward its target.

④ エージェンシー債の売却はFF金利引き上げ後に開始し、その時期やテンポは事前に明らかとする。なお、売却ペースは経済見通しや金融環境の大幅な変更によって調整される。売却開始から3~5年でエージェンシー債は全てが売却される見込み。こうした売却によって2~3年でSOMAポートフォリオは正常な大きさに戻る。

Sales of agency securities from the SOMA will likely commence sometime after the first increase in the target for the federal funds rate. The timing and pace of sales will be communicated to the public in advance; that pace is anticipated to be relatively gradual and steady, but it could be adjusted up or down in response to material changes in the economic outlook or financial conditions. Once sales begin, the pace of sales is expected to be aimed at eliminating the SOMA's holdings of agency securities over a period of three to five years, thereby minimizing the extent to which the SOMA portfolio might affect the allocation of credit across sectors of the economy. Sales at this pace would be expected to normalize the size of the SOMA securities portfolio over a period of two to three years. In particular, the size of the securities portfolio and the associated quantity of bank reserves are expected to be reduced to the smallest levels that would be consistent with the efficient implementation of monetary policy.

【米国主要経済指標】

	Q3-10	Q4-10	Q1-11	Q2-11					
	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	4.6	3.5	4.0						
実質GDP	2.6	3.1	1.9						
個人消費	2.4	4.0	2.2						
住宅投資	▲27.3	3.3	▲1.9						
設備投資	10.0	7.7	2.0						
政府支出	3.9	▲1.7	▲5.8						
輸出	6.7	8.6	7.7						
輸入	16.8	▲12.6	5.1						
経常収支(10億ドル)	▲120	▲112	▲119						
名目GDP比 (%)	▲3.3	▲3.0	▲3.2						
	Q3-10	Q4-10	Q1-11	Q2-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-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	1.7	2.8	4.8		0.4	0.2	0.2		
消費者信頼感	50.9	57.0	66.9	62.1	63.8	66.0	61.7	58.5	
小売売上高	3.5	12.5	10.5	4.4	0.8	0.2	▲0.1	0.1	
除く自動車、ガソリン、建設資材等	3.9	6.6	7.8	4.7	0.6	0.2	0.1	0.1	
鉱工業生産	6.7	3.1	4.8	0.8	0.7	▲0.1	▲0.1	0.2	
住宅着工件数(年率換算、千件)	584	539	582	582	593	549	549	629	
中古住宅販売戸数	▲68.6	67.9	37.1		3.5	▲1.8	▲3.8		
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	10.9	8.2	8.3		8.3	9.0	9.3		
非国防資本財受注(除く航空機)	12.3	9.8	0.9		5.4	▲0.4	1.6		
民間非居住建設支出	▲11.3	11.8	▲20.6		1.9	▲1.8	1.2		
貿易収支(10億ドル)	▲131	▲119	▲141		▲47	▲44	▲50		
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲147	▲139	▲151		▲50	▲44	▲48		
実質財輸出	11.9	10.2	6.6		4.5	1.1	▲1.5		
実質財輸入	13.8	▲0.7	16.3		2.8	▲3.1	1.6		
ISM製造業指数(四半期は平均)	55.2	57.9	61.1	56.4	61.2	60.4	53.5	55.3	
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.5	55.9	58.8	53.6	57.3	52.8	54.6	53.3	
失業率 (%)	9.6	9.6	8.9	9.1	8.8	9.0	9.1	9.2	
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲46	139	166	87	194	217	25	18	
民間雇用者数(前月差、千人)	104	146	191	124	219	241	73	57	
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	1.8	1.8	1.9	1.9	
消費者物価(前年比、%)	1.2	1.3	2.1	3.4	2.7	3.2	3.6	3.6	
コア消費者物価(前年比、%)	0.9	0.7	1.1	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6	
PCEデフレーター(前年比、%)	1.4	1.1	1.6		1.9	2.2	2.5		
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.2	0.8	0.9		0.9	1.1	1.2		
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 (%)	0.5	0.6	0.7	0.4	0.7	0.7	0.6	0.4	
10年債利回り (%)	2.7	3.3	3.4	3.0	3.4	3.5	3.2	3.0	
名目実効為替レート(1997/1=100)	101.7	100.0	97.1	95.5	97.1	95.5	95.5	95.5	
ダウ工業株30種平均	10788	11578	12320	12414	12320	12811	12570	12414	
S&P500株価指数	1141	1258	1326	1321	1326	1364	1345	1321	

(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。