

米国経済情報 2011年8月号

Summary

【内容】

1. 経済見通し

- (1) 成長率予想は
2011年 1.7%、
2012年 2.7%
- (2) QE3 はリスク
シナリオ

2. トピックス

- (1) 米国の貯蓄率変動
とエネルギー価格
- (2) 日米の時間軸を考
える
- (3) S&P による米国債
格下げと財政再建
の障害

3. 経済情勢分析

- (1) 雇用所得環境は再
持ち直しの動き
- (2) 個人消費に回復の
動き
- (3) 住宅投資には期待
できず
- (4) 設備投資は底堅い
が先行きにリスク
- (5) ドル安が輸出をサ
ポート
- (6) 超党派委員会によ
る赤字削減案が鍵
- (7) インフレに沈静化
の動き

巻末:

米国主要経済指標

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

米国経済の成長率予想を 2011 年 1.7%、2012 年 2.7%、2013 年 2.6% に改訂する。従来は 2011 年を 2.5%、2012 年は 2.9% と見込んでおり、特に 2011 年については 0.8%Pt の大幅な下方修正となる。2011 年大幅下方修正の要因は大きく分けて、4~6 月期下振れを含む統計改訂等による部分が 0.6%Pt、2011 年後半の成長パス見直し下方修正による要因が 0.2%Pt である。

4~6 月期の個人消費を下押ししたガソリン高と大震災に起因する供給制約が和らぐことで、7~9 月期の成長率は 2%台半ばまでは反発する。しかし、財政赤字削減や格下げ問題を巡って示された米国政治における政策決定の停滞が、企業や家計のマインドや行動に及ぼす悪影響等を考えると、それ以上の高成長は困難であろう。

投票権者 10 名中 3 名からの反対を受けながらも、市場の催促により、バーナンキ Fed 議長は 8 月 9 日の FOMC で「時間軸文言の修正」による追加緩和を強行した。バーナンキ議長は相当の覚悟をもって時間軸強化に踏み切っており、よほどの成長見直し上振れかインフレ昂進がない限り、FF 金利の誘導目標は「2013 年半ば」まで現行水準に据え置かれると予想する。

QE3 については現時点でメインシナリオとせず、金融市場の混乱が続いた場合のリスクシナリオと位置づけている（可能性 3 割程度）。QE2 の経緯や効果分析を踏まえれば、QE3 実施に際しては、デフレリスクの再燃が本来は必要条件である。そのため、現在の経済環境で QE3 に踏み切るためにはインフレ昂進リスクが高まった場合の見直しなど保険的な文言との抱合せが必要となろう。

8 月 2 日に債務上限引き上げ法が成立し、米国のデフォルトは何とか回避された。同法は大統領に債務上限引き上げを認めるかわりに、2 段階での赤字削減目指すものであり、次は 11 月の超党派委員会による赤字削減策取りまとめが焦点となる。赤字削減に対する手法の違いは議会内に留まらず、国民的な対立となっており、委員会による削減策取りまとめに際して再び波乱が生じ、経済成長に悪影響が及ぶ可能性も排除はできない。債務問題の抜本的な解決は、政治的イシューの総決算となる大統領選挙まで待たねばならないかも知れない。

1. 経済見通し

(1) 成長率予想は 2011 年 1.7%、2012 年 2.7%

米国経済の成長率予想を 2011 年 1.7%、2012 年 2.7%、2013 年 2.6%に改訂する。従来は 2011 年を 2.5% (4~6 月期一次推計値公表前時点、なお 1~3 月期実績公表時点は 2.8%)、2012 年は 2.9%と見込んでおり、特に 2011 年については 0.8%Pt の大幅な下方修正となる。

2011 年大幅下方修正の要因は大きく分けて、4~6 月期下振れを含む統計改訂等による部分が 0.6%Pt、2011 年後半の成長パス見通し下方修正による要因が 0.2%Pt である。成長パス見通しの下方修正に関しては、財政赤字削減や格下げ問題を巡って示された米国政治における政策決定の停滞が、民間経済主体のマインドに及ぼす悪影響などを考慮している。以下、順を追って説明していく。

4~6 月期の米国経済の成長率は、7 月 29 日に公表された一次推計段階で前期比年率 1.3%となり、市場コンセンサスの 2%弱 (当社予想 1.9%) を大きく下回る低成長に留まった。加えて、定例の遡及改訂により、従来は 2010 年 7~9 月期 2.6%→10~12 月期 3.1%→2011 年 1~3 月期 1.9%であった成長パスが、7~9 月期 2.5% (下方修正幅▲0.1%Pt) →10~12 月期 2.3% (▲0.8%Pt) →1~3 月期 0.4% (▲1.5%Pt) へと大幅に下方修正されたため、2011 年にかけての成長の絵姿は失速感漂うものとなっている¹。

特に 2011 年前半は 1~3 月期 0.4%→4~6 月期 1.3%と、潜在成長率と考えられる 2%台半ばを大きく下回る低成長である。加えて、4~6 月期は後述する 6 月分のデータ反映により、二次推計において 0.9%程度まで下方修正される見込みでもある。こうした 1~3 月期までの遡及改訂及び 4~6 月期成長率の大幅下振れにより、当社の 2011 年成長率予想は 0.6%Pt 程度下方修正される。

直近 4~6 月期が、予想を上回る低成長に陥った主因は個人消費である。4~6 月期の個人消費は前期比年率 0.1% (1~3 月期 2.1%、当社予想は 0.8%) と

米国経済の推移と予測(暦年)

前年比, %, %Pt	2009 実績	2010 実績	2011 予想	2012 予想	2013 予想
実質GDP	▲3.5	3.0	1.7	2.7	2.6
個人消費	▲1.9	2.0	2.0	2.2	2.6
住宅投資	▲22.2	▲4.3	▲1.6	7.7	10.0
設備投資	▲17.9	4.4	7.9	8.9	7.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.8)	(1.6)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)
政府支出	1.7	0.7	▲2.3	▲1.6	▲1.6
純輸出(寄与度)	(1.0)	(▲0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
輸出	▲9.4	11.3	7.4	7.5	7.1
輸入	▲13.6	12.5	5.4	4.8	5.5
名目GDP	▲2.5	4.2	3.8	4.1	4.0
失業率	9.3	9.6	8.9	8.4	7.7
(Q4)	10.0	9.6	8.9	8.3	7.2
雇用者数(月変化、千人)	▲422	78	160	248	259
経常収支(10億ドル)	▲377	▲471	▲459	▲424	▲423
(名目GDP比,%)	▲2.7	▲3.2	▲3.0	▲2.7	▲2.6
貯蓄率(%)	5.1	5.3	5.3	4.9	4.2
PCEデフレーター	0.2	1.8	2.3	1.7	1.9
コアPCEデフレーター	1.6	1.4	1.4	1.6	1.7
(Q4/Q4)	1.7	1.0	1.7	1.6	1.7
消費者物価	▲0.4	1.6	3.0	1.7	1.9
コア消費者物価	1.7	1.0	1.5	1.6	1.7

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

¹ 金融危機以降の成長ペースも大幅に改訂された。2008 年の成長率が 0.0%から▲0.3%へ、2009 年は▲2.6%から▲3.5%へ、2010 年は 2.9%から 3.0%へと金融危機による落ち込みが、従来認識以上に厳しいものであったことが示されている。詳細は 8 月 1 日付 Economic Monitor 「2011 年上期の米国経済は 1%強の低成長に留まる」を参照。

2009年10～12月期の0.4%以来の低い伸びに留まった。雇用所得環境や住宅市場の低迷などの構造的要因もあるが、消費失速の主因は、ガソリン高に代表されるエネルギーや食料品の価格上昇による家計の実質可処分所得の圧迫と日本の大震災に起因した供給制約に伴う自動車販売の落ち込みなど一時的要因である。前者が個人消費を0.8%Pt程度、後者は0.9%Pt程度下押ししたと考えられる。7～9月期はこうした一時的要因の悪影響が和らぐため、個人消費は少なくとも2%弱程度までのリバウンドを期待できる。

こうした個人消費のリバウンドだけでは、4～6月期の成長率は2%台半ばにしか達せず、多くのFed関係者が2011年後半以降の成長加速の目安として掲げていた3%には届かない。3%成長達成のためには、リバウンド以上の個人消費回復が必要である。

しかし、財政赤字削減や格下げ問題を巡って示された米国政治における政策決定の停滞が、企業や家計のマインドや行動に及ぼす悪影響を考えると、3%成長は困難と言わざるを得ない。4～6月期に鈍化した雇用環境の回復ペースは7～9月期にある程度持ち直すと見込まれる。しかし、政治サイドの混乱やその後の不安定な金融市場を踏まえれば、企業が新規雇用や新規投資のペースを大きく引き上げるとは考えにくく、2011年後半のV字回復は困難である。雇用の回復ペースが4～6月期より加速するとは言っても未だ緩慢なものに留まり、また今度の政策決定に不安が残る下では、家計の消費行動は保守的となり、財布の紐は締められてしまう。

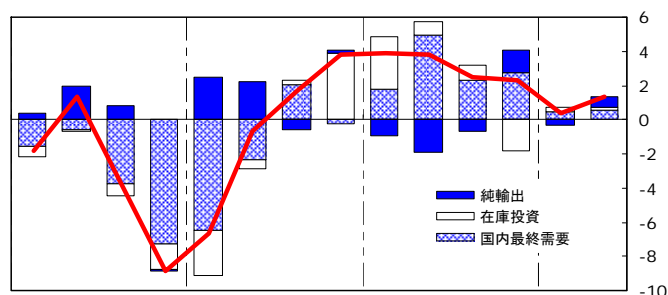
(2)QE3はリスクシナリオ

投票権者10名中3名からの反対を受けながらも、市場の催促により、バーナンキ Fed議長は8月9日のFOMCで「時間軸文言の修正」による追加緩和を強行した。

すなわち、8月9日のFOMCではステートメントにおける時間軸部分の記載が、従来の「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)」との表現から「少なくとも2013年半ばまではFF金利の異例な低水準を正当化(likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013)」との表現に改められている。新たな表現は、FF金利の超低水準への誘導について①期間を従来の市場想定よりも大幅に延長する今後2年間とするのみならず(多くの市場参加者は2012年のいずれかの時点で利上げを想定した)、②2013年半ばまでの低金利誘導を暗黙ではなく明示的に約束した点で、大幅な時間軸強化と言える。

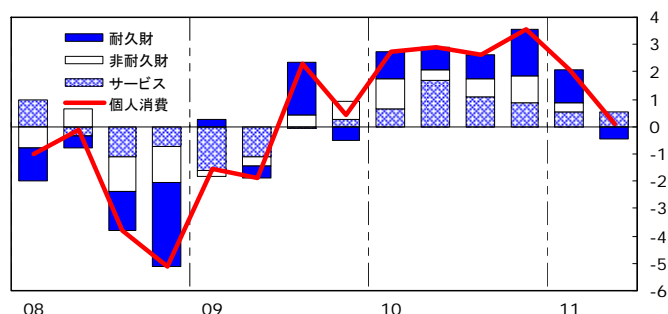
ある意味当たり前ではあるが、「少なくとも2013年半ばまで」との判断は「現時点 (currently)」のものであり、必ず2013年まで超低金利を維持するとの約束ではない。Fedの判断はあくまで今後のデータ及びそれに対する判断に依存している (data dependent)。しかし、現実問題として考えれば、

実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)



(出所)CEIC Data

個人消費の推移(前期比年率%、%Pt)



(出所)CEIC Data

このタイミングで「少なくとも (at least)」との言葉まで示して「2013年半ば」の期限を強調しており、Fedの覚悟を軽視すべきではないだろう (この点についてはトピックスも参照)。実際、反対票を投じたミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁は反対票の理由を説明した声明文²において、今回の決定が「国民に対して今後 2 年間に渡って政策金利が 0~0.25%で推移することを知らせる内容 (This statement is designed to let the public know that the fed funds rate is likely to stay between 0 and 25 basis points over the next two years)」との認識を示し、時間軸強化が相当に強い意思表示であるとの前提でFOMC内部の議論が進んだことを明らかにしている。よほどの成長見通し上振れかインフレ昂進がない限り、FF金利の誘導目標は「2013年半ば」まで現行水準に据え置かれると予想する。

一つ気になるのが「少なくとも (at least)」の扱いである。素直に読めば、金利据置期間が 2013 年半ばを超えて長期化する可能性を示唆するものと言える。しかし、よほどの成長見通し下振れがない限り、2013 年半ばが近づいたタイミング (2012 年のいずれかの時点) で「少なくとも」の文言は外され、Fed が予定通りに 2013 年半ばで利上げに転じるとの意志が示されると考える。

最大の問題は更なる追加緩和措置があるか否かである。残されている緩和手段としては、①時間軸文言のバランスシートへの適用拡大、②保有証券の入れ替えによる残存期間長期化、③IOER 金利の引き下げ、④更なる証券購入が挙げられる。①や②のバランスシート活用に関してはタカ派説得のためにインフレリスクの観点からの厳密な分析であり、そうした分析が 8 月 26 日のジャクソンホール・

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	6月	8月
時間軸文言	The Committee continues to anticipate that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. FOMCは、低水準の資源利用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、長期に渡ってFF金利の異例な低水準を正当化すると引き続き予想している。	The Committee currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013 . FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、 少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。
今後の金融政策	The Committee will monitor the economic outlook and financial developments and will act as needed to best foster maximum employment and price stability. FOMCは経済見通し、および金融動向を注視し、雇用最大化と物価安定を最大限実現するために必要な措置をとる。	The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate. FOMCは、物価安定の文脈において一段と強い景気回復を促進するために利用可能な種々の政策手段について協議した。今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。
反対票		Voting against the action were: Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who would have preferred to continue to describe economic conditions as likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. 反対票を投じたのは、フィッシャー、コチャラコタ、プロッサーの各委員。これらの委員は、「長期に渡って」との表現の維持を主張。

(出所) Fed ※日本語は当社による仮訳。

² “Statement by Narayana Kocherlakota on Dissenting Vote at August 9, 2011, Meeting of the Federal Open Market Committee”, August 12, 2011

カンファレンスで示されるか否かが焦点の一つと言える。但し、一応の理論付けさえあれば、①時間軸文言のバランスシートへの適用拡大と②保有証券入れ替えについて反対票が今回の3名以上に拡大する可能性は低く、最終的にはバーナンキ議長の決断次第で導入されうるだろう。

ただ、効果の面で、①は8月FOMCの時間軸強化の補強に留まり、②も金融市場関係者以外にとってメッセージ性に乏しいという難点がある。バーナンキ議長が実効性のある追加緩和を目指すのであ

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	6月	8月
景気の現状判断	<p>[T]he economic recovery is continuing at a moderate pace, though somewhat more slowly than the Committee had expected. Also, recent labor market indicators have been weaker than anticipated.</p> <p>景気回復は緩やかなペースで継続しているが、回復ペースはFOMCの想定より緩やかである。現在の労働市場の指標は予想より弱い。</p> <p>The slower pace of the recovery reflects in 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.</p> <p>予想を下回る景気回復ペースは、部分的には、食料とエネルギー価格の上昇による家計の購買力低下や日本の悲劇的な出来事に由来するサプライチェーン途絶など、一時的な要因の影響を反映している。</p>	<p>[E]conomic growth so far this year has been considerably slower than the Committee had expected. Indicators suggest a deterioration in overall labor market conditions in recent months, and the unemployment rate has moved up.</p> <p>年初からの経済成長は予想よりも相当に緩慢なものにとどまった。経済指標はここ数カ月、労働市場の全般的な悪化を示唆しており、失業率は上昇した。</p> <p>Temporary factors, 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, appear to account for only some of the recent weakness in economic activity.</p> <p>一時的な要因、食料とエネルギー価格の上昇による家計の購買力低下や日本の悲劇的な出来事に由来するサプライチェーン途絶は、一定程度のみ景気弱含みに影響した。</p>
景気見通し	<p>The unemployment rate remains elevated; however, the 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.</p> <p>失業率は高止まりしているが、FOMCは回復ペースは今後数四半期で加速し、失業率はデュアルマンドートに適用水準に向けて再び徐々に低下し始めると予想する。</p>	<p>The Committee now expects a somewhat slower pace of recovery over coming quarters than it did at the time of the previous meeting and anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, downside risks to the economic outlook have increased.</p> <p>今後数四半期について、FOMCは前回想定を幾分下回る成長を予想しており、失業率もデュアルマンドートに適用水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。経済見通しにおける下振れリスクが拡大した。</p>
インフレ判断	<p>Inflation has picked up in recent months, mainly reflecting higher prices for some commodities and imported goods, as well as the recent supply chain disruptions. However, longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>幾つかの商品や輸入材の価格上昇を反映し、また近時のサプライチェーン途絶もあり、インフレ率はここ数カ月で上昇した。しかし、長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation picked up earlier in the year, mainly reflecting higher prices for some commodities and imported goods, as well as the supply chain disruptions. More recently, inflation has moderated as prices of energy and some commodities have declined from their earlier peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>幾つかの商品や輸入材の価格上昇を反映し、また近時のサプライチェーン途絶もあり、インフレ率はこれまで上昇してきた。ただ、最近では、エネルギー価格など商品価格がピークから下落したことを受けて、上昇は緩やかとなっている。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>
インフレ見通し	<p>Inflation has moved up recently, but the Committee anticipates that inflation will subside to levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate.</p> <p>インフレは加速したが、エネルギーや商品価格による押し上げの影響が弱まるにつれて、デュアルマンドートに適用もしくは下回る水準に低下すると予想される。</p>	<p>The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further.</p> <p>エネルギーや商品価格による押し上げの影響が更に弱まるにつれて、インフレ率はデュアルマンドートに適用もしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。</p>

(出所) Fed ※日本語は当社による仮訳。

れば、④の更なる証券購入つまり QE3 実施によるバランスシート拡大が不可欠となってくる。なお、③は効果が小さく、主たる緩和手段にはならないだろう（付随的に実施される可能性はある）。

当社では前述の成長率見通しを前提として、QE3 の実施を現時点でメインシナリオとはしない³。8 月 FOMC において、3 名のタカ派が反対票を投じた背景には a) 現時点のインフレリスク後退が未だ不明確であり（上述のようにインフレ認識に変更はない）、かつ b) 時間軸強化がインフレリスクに及ぼす影響も軽視されているため、追加緩和の実施に関しては更なる検討が必要との認識がある。こうした認識は極めて妥当であり、デフレリスクが明らかに後退した下でインフレリスクの存在を無視しての QE3 実施は容易に正当化されない。金融市場の緊張を別とすれば、反対票を投じたタカ派の主張こそが、寧ろ合理的なバランスのとれた判断とも言える。しかし、9 月 20 日までの短い期間に 2011 年後半の明確な景気持ち直しが担保されるとは断定できず、金融市場の混乱が再びバーナンキ議長を QE3 実施へ追い込むリスクシナリオも捨て切れない。QE3 実施の可能性は 3 割程度と考える。

では、QE3 の実施は本当に可能なのか。QE2 の経緯や効果分析を踏まえれば、QE3 実施に際しては、デフレリスクの再燃が本来は必要条件である。8 月 FOMC のステートメントでは景気認識が大幅に下方修正される一方で、インフレ認識や見通しに大きな変更はなく、インフレ昂進リスクは薄れたものの、デフレリスクが高まっているとはとても言えず、QE3 の実施に向けたハードルは極めて高いままである。そのため、QE3 を強行すれば反対票が更に拡大する恐れがある（さすがに 6 対 4 での QE3 実施は許容できないだろう）。従って、現状のファンダメンタルズ環境で QE3 を行うのであれば、インフレ昂進に対する保険的な措置が必要となる。インフレ昂進リスクが高まった場合に資産購入やバランスシートの大きさを即座に見直す旨の保険的な見直し文言と QE3 の抱き合わせが具体的な政策候補になると考えられる。

2. トピックス

(1) 米国の貯蓄率変動とエネルギー価格

2011 年前半の米国における消費停滞には住宅市場低迷などの構造的要因も影響したが、主因はガソリン高による実質購買力の低下である。ガソリン高の影響を推し量るために、エネルギー価格を昨年 12 月水準に据え置いた場合の貯蓄率をシミュレーションしてみた。家計は可処分所得から消費などの支出を行い、その残りを貯蓄する。そのため、貯蓄率の動向から家計の消費行動を読み解くことが可能である。なお、エネルギー価格以外の条件つまり可処分所得や実質支出、エネルギー以外の価格は統計通りとしている。

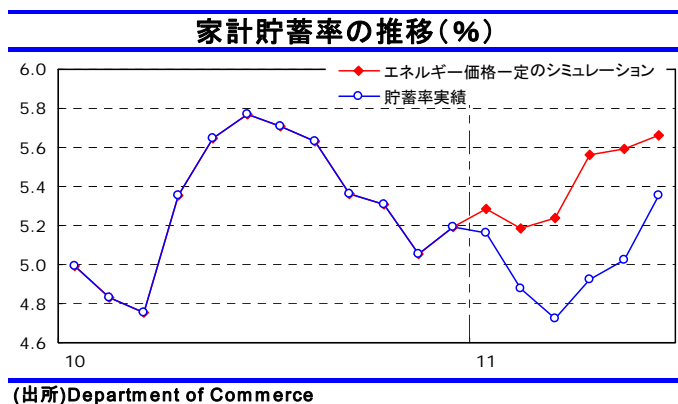
貯蓄率は昨年 12 月の 5.2% が今年 3 月に 4.7% まで急低下した。しかし、エネルギー価格を一定とした場合には貯蓄率の低下は見られず、エネルギー以外の支出は抑制されていない。つまり、生活必需品であるエネルギー価格の上昇に対して、家計は貯蓄積み増しの抑制によって（家計によっては貯蓄取り崩しによって）対応したのである。支出抑制ではなく貯蓄抑制による対応であったため、1~3 月期の個人消費支出はエネルギー価格の急騰（前期比年率 40.7%）にも関わらず、前期比年率 2.1% の伸びを確保した。

³ 加えて、時間軸の明確化により押し下げられたイールドカーブが QE3 によって更に低下するのかの疑問もある。

しかし、4・5月には実績ベースの貯蓄率が緩やかに反転上昇、エネルギー価格を一定とした場合の貯蓄率は0.4%Ptもの大幅上昇を示した。これは貯蓄抑制が限界に達し、家計がエネルギーコストの増加に対して、エネルギー以外の支出を抑制して対応したことを示唆している。「示唆」の表現に留めるのは、支出抑制の一定部分を自動車購入の減少が占め、それには日本の東日本大震災による供給制約の影響が含まれる可能性があるためである。

更に6月には、実績ベースの貯蓄率が大幅に上昇した(5月5.0%→6月5.4%)。これはエネルギー価格が前月比▲4.5%と大幅に低下する一方、それによる実質購買力復元が消費支出へ向かわず、貯蓄されたが故に生じている。この貯蓄率上昇において、家計のエネルギー価格変動に対する認知ラグに基づく部分が大きいのであれば貯蓄率は今後再び低下するが、センチメント悪化に伴う自己防衛行動が過半であれば貯蓄率は当面高止まりが続く。

以上を踏まえると、7月の個人所得・支出統計⁴においては、①エネルギー価格一定のシミュレーションによる貯蓄率が低下するのか → 7月の自動車販売増加と共に貯蓄率が低下すれば4～5月の支出抑制の一定部分は一時的要因であったと確認できる、②実績ベースの貯蓄率が低下するのか → 低下すれば6月の貯蓄率上昇の主因が認知ラグと判断される、の2点が先行きの消費動向を考える上で極めて重要と言えるだろう。



(2) 日米の時間軸を考える

日本銀行の白川総裁は8月10日に衆議院の財務金融委員会に出席し、Fedが9日のFOMCで明確化した時間軸について「日銀の対応に非常に近いという印象を持っている」と述べた。白川総裁が言うように、Fedの政策は日銀の後追いに過ぎないのか。

現行の日銀の時間軸は「中長期的な物価安定の理解に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質的なゼロ金利政策を継続していく」である。一方、8月のFOMCで提示された時間軸は「FOMCは低水準の資源活用、抑制された中期インフレ見通しといった経済状況によって、少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準が正当化されると現時点で予想している」である(日本語訳は当社)。

コミットメントという観点で見ると、両者には二つの大きな違いがある。

- ①政策遂行については、日銀が「継続していく」と断言する一方、Fedは「現時点で予想している」と述べるに留まる。

⁴ 7月のガソリン価格は3.65ドル/ガロンとなり、6月3.68ドルから小幅低下した。しかし、ガソリン価格は例年6月上昇・7月低下のため、CPIの季節調整ベースでは7月にガソリン価格が前月比5%超の大幅上昇になる見込みである。こうした季節変動と、ガソリン価格変動に対する家計の認識が乖離すると、7月の実質消費支出が大幅に増加(貯蓄率は低下)する可能性もある。

②政策を継続する期間については、日銀が「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで」という曖昧な条件によって提示する一方、Fedは「経済状況によって、少なくとも2013年半ばまで」と述べ、経済状況の留保はあるが、具体的な期間の明示に踏み込んでいる。

一見すると「継続していく」と断言する日銀のコミットメントは相当強力に見える。しかし、条件部分の「展望できる情勢になったと判断するまで」という表現により、実際には相当に曖昧となっている。「展望」が何を意味するのか、何を理由に「判断」するのかは極めて漠然としていると言わざるを得ない。一方、Fedの「現時点で予想している」との表現は、今後変更される可能性がある点で曖昧であり、コミットメントとして強力とは言い難い。しかし、その一方で、期間については経済見通しに依存するものの「少なくとも2013年半ばまで」と明記している。

つまり、日銀とFedでは、リスクヘッジのために曖昧にしている部分が大きく異なる。そのため、日銀とFedの時間軸が「非常に近い」との白川総裁の発言には大きな違和感を覚える。

では、そうした違いを踏まえた上で、どちらのコミットメントがより強力と言えるのか。明確な判断は難しいが、リスクテイクという観点でFedに軍配を上げたい。現時点で低金利継続の期間に関する具体的な判断を示した点で、FRBは相当のレピュテーション・リスクを負っている。つまり「少なくとも2013年半ばまで」との表現を修正する場合には、自らの過去の過ちを認めた上で、改めて新たな時間軸の根拠を示す必要がある。一方、日銀は、低金利継続の期間について将来に判断を委ねており、利上げする時まで説明責任を先送りしている。バーナンキ議長は、相当の覚悟をもって時間軸を明確化したのであり、その覚悟を軽視すべきではない。

(3) S&Pによる米国債格下げと財政再建の障害

S&Pが5日に米国債の長期格付けをAAAからAA+に一段階引き下げた。米国債の格下げは、現行の格付システムにおいて史上初となる。なお、Moody'sとFitchは最高格付けに据え置いている。

S&Pによる格下げは、その最終プロセスにおいて、財務省によって数的根拠に2兆ドルの誤りが指摘されるなどの問題が生じたものの、S&Pは格下げを断行した。

市場では、主要な格付け会社3社の中でS&Pが格下げについて最も強硬であり、早晚格下げに踏み切る可能性が否定できないと考えられていた。そのため、市場にそれなりの備えはあったと言える。しかし、それでも米国債格下げを契機とした他の高格付け国への格下げ連鎖懸念や米国政府機関や主要企業の格付に対する懸念の広がり、そして投資家コンフィデンスの急激な悪化による株式や商品などリスク資産価格の不安定化は止めようがなかった。

S&Pによるソブリン格付けは、あくまでも一民間機関による判断に過ぎず、その民間機関が依拠する基準や判断の是非を論じることは避けたい。ただ、今回の格下げが、財政再建計画における赤字削減の不足のみならず、米国における政治的プロセスの問題にも踏み込んだ点は注目される。

債務上限問題におけるチキンレースが象徴するように、米国においては債務削減の必要性こそ、広くホワイトハウスや上院・下院、民主党・共和党で共有されているものの、その具体的な方法には大きな隔りがある。昨年の中間選挙を経てティーパーティー色の強まっている共和党は「小さな政府」実現のフレームワークの下で、減税とその減税額を上回る歳出削減によって財政再建を成し遂げるべ

きとの姿勢を変えてはいない。一方、オバマ大統領と民主党は、増税と歳出削減の組み合わせによる債務削減を目指している。経済への悪影響を縮減するという観点では、オバマ大統領や民主党が掲げる増税と歳出削減の組み合わせに妥当性があると考えられる。しかし、現実の政治プロセスはそうした経済的な影響の検討とは別次元にある。

債務削減における手法の違いが、ホワイトハウスや議会内に留まるものであれば、解決への歩みはそれほど困難ではないかも知れない。しかし、実際は米国民全体が大きく割れてしまっている。S&Pは「財政政策における政党間の交渉の難航度合いに関する見方」の変更を格下げの根拠の一つに挙げたが、その政党間対立は議会内に留まらず、米国民全体のフレームワークの下での政治的二極化として解釈すべきだろう。

政治的二極化は、11月を期限とする超党派委員会による赤字削減策のとりまとめにおいても当然に問題となる。そして、最終的には、来年の大統領選挙までくすぶり続ける。財政再建問題に関する抜本的な解決は、政治的イシューの総決算となる大統領選挙まで待たねばならないかも知れない。

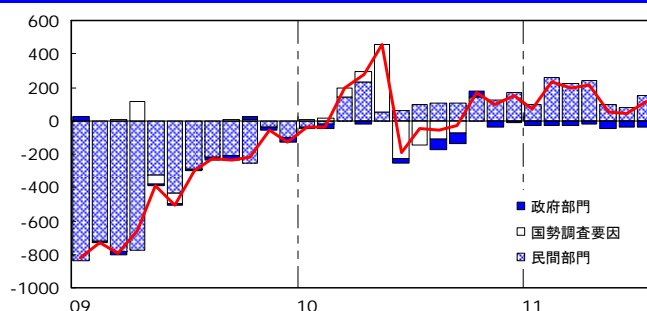
3. 経済情勢分析

(1) 雇用所得環境は再持ち直しの動き

7月の米雇用統計は、一言で言えば「一安心」の内容だった。非農業部門雇用者数（NFP: Non-farm Payroll）は5月が前月差+2.5万人から+5.3万人へ、6月も+1.8万人から+4.6万人へ合計で5.6万人上方修正された上で、7月は+11.7万人と3ヶ月ぶりに二桁増加を確保した。民間部門に限っても、雇用者数は5月が+7.3万人から+9.9万人へ6月は+5.7万人から+8.0万人へ上方修正された後に、7月は+15.4万人を確保しており、減少局面への転換が見え隠れしていた6月とは様相が大きく変わった。

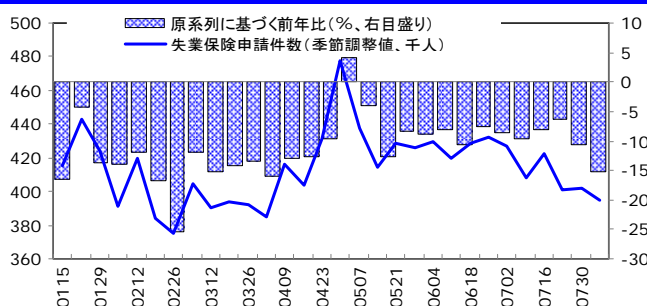
6月雇用統計の発表時点で当社は、①民間ADP調査との関係において雇用統計が示唆するほどに6月中旬迄の雇用情勢が急悪化したかは不明な点、②失業保険申請件数などの推移から7月にかけて雇用情勢に改善の動きが見られる点、を指摘した。7月の雇用統計は、概ね当社が想定した通りの動きを示している。すなわち、①過去分の上方修正によりADP調査と雇用統計の乖離は縮小し際立っていた雇用統計の悪化ペースが鈍化、②失業保険申請件数の示唆通りに7月に雇用情勢は改善したのである。なお、7月後半から8月初めにかけて失業保険申請件数は一層の減少を示し、最新の8月6日週データでは39.5万件と4/2週の38.5万件以来の40万件割れを記録している。NFPが強い増勢を示していた2~4月でも失業保険申請件数は37~40万

非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

新規失業保険申請件数



(出所) U.S. Department of Labor

件程度であり、39.5 万件はそこそこに低い水準と言える。8 月も雇用情勢の改善は続く可能性が高いだろう。

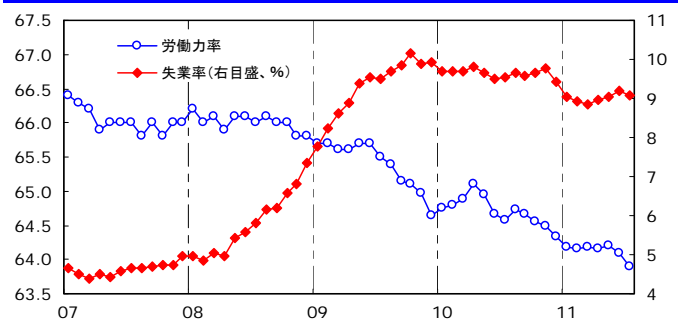
もちろん、現在の雇用回復ペースは、成長率で 3%を上回るような持続的な景気回復には不十分なのみならず、人口拡大に対応した労働力人口の吸収や失業率の継続的な低下のための要件も充足していない。しかし、雇用回復の再加速は米国経済がリセッションに向かっている訳ではないこともまた強く示している。

NFP は 7 月に前月から 11.7 万人増加したが、内訳は民間部門が前月差 +15.4 万人、政府部門は▲3.7 万人である。政府部門は 1~3 月期に▲2.6 万人/月であった減少ペースが、4~6 月期は▲3.5 万人/月、7 月も▲3.7 万人/月と加速してきている。財政再建を進めざるを得ない下で、歳出削減に伴う公的部門の雇用カットが雇用増加を抑制する構図は避けられない。

家計調査⁵から算出される 7 月の失業率は 9.09%と 6 月 9.18%から低下した。但し、低下は労働市場からの退出によるものであり、雇用情勢の改善は意味しない。雇用者が前月差▲3.8 万人(6 月▲44.5 万人)と小幅減少した一方で、労働力人口が▲19.3 万人と雇用者数を上回る減少を示したため、失業者も▲15.6 万人(6 月+17.3 万人)と減少し、失業率の低下に繋がった。なお、人口は前月差+17.6 万人(前月比 0.08%)と引き続き増加しており、労働力人口の減少により、労働力率(労働力人口/人口)は 63.9%とついに 64%を割り込んだ。64%割れは 1984 年以来であり、女性の労働力率が上昇基調を辿って後は初めてと言える。

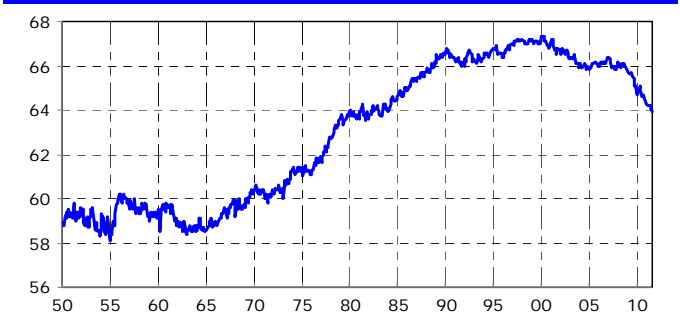
賃金には明るい動きが見られた。全労働者ベースで見ると、7 月は前月比 5.3% (5 月 4.8%→6 月 0.5%)と 2 ヶ月ぶりに高い伸びを記録し、月々の変動を均した 3 ヶ月前比年率では 5・6 月の 2.5%が 7 月は 3.5%へ切り上がり、前年比も 2.3% (6 月 2.0%)へ上昇している。製造及び非管理労働者ベースで見ても 7 月に前月比 5.1% (6 月 1.2%)と上昇ペースを速め、3 ヶ月前比年率は 3.1% (6 月 2.5%)へ、前年比も 2.3% (6 月 2.0%)へ伸びが高まった。賃金は 2009 年以降も年率で 1~2%の伸びを確保したものの、雇用需給が緩

労働力率と失業率の推移(%)



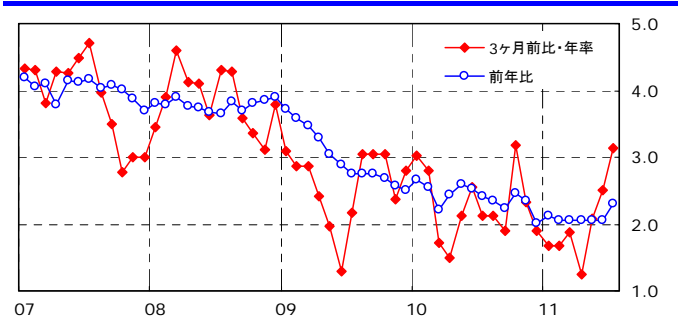
(出所) U.S. Department of Labor

労働力率の長期推移(%)



(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

⁵ 米国では非農業部門雇用者数などは事業所調査から、失業率などは家計調査から算出される。両者は必ずしも整合しない。

和的な下で金融危機前の3~4%に比べ低い伸びを余儀なくされてきた。しかし、ここに来て漸く上昇ペースに加速の動きが見られる。こうした賃金上昇ペースの加速には、食料品やガソリンなどの価格上昇を受けた従業員側の賃上げ要求も影響したと考えられるが、いずれにしろサービス価格の最大の決定要因である賃金の上昇は、米国経済のデフレ及びディスインフレ・リスクを軽減することになる。

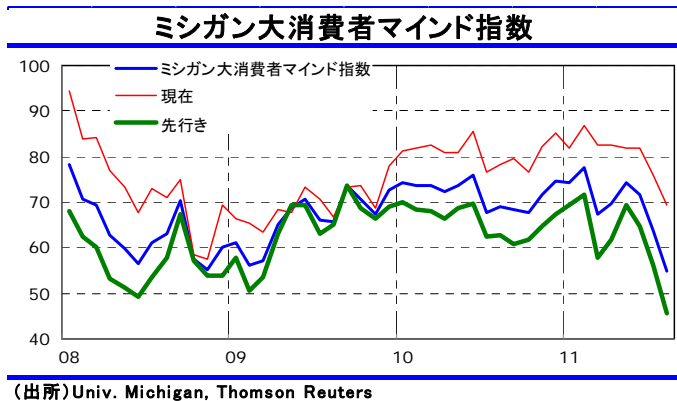
(2) 個人消費に回復の動き

4~6月期の個人消費は既に述べたとおり前期比年率0.1%（1~3月期2.1%）と2009年10~12月期の0.4%以来の低い伸びに留まった。家計は、価格上昇の著しいエネルギー⁶（1~3月期▲5.9%→4~6月期▲6.7%、デフレーターは4~6月期20.9%）や食料（0.8%→0.6%、同6.4%）、外食・宿泊（6.9%→0.0%、同5.2%）に対する支出を抑制したが、生活必需品でもある品目の支出圧縮には限界がある。故に可処分所得の圧迫に繋がり、非耐久財消費全体が0.1%（1~3月期1.6%）、サービス消費全体も0.8%（1~3月期0.8%）と低い伸びを余儀なくされた。また、日本の大震災に起因するサプライチェーン途絶による自動車販売低迷が響き、耐久財消費は▲4.4%（1~3月期11.8%）と5四半期ぶりに減少した。自動車販売は4~6月期に▲22.7%（1~3月期15.9%）と急減し、個人消費を0.9%Pt強（当社試算値）、実質GDP成長率を0.65%Ptも押し下げている。

7~9月期についての個人消費を予想する上で手がかりとなる7月の小売売上高は、前月比0.5%と高い伸びを記録した。5月分が▲0.1%から0.0%へ、6月分は▲0.1%から0.3%へ上方修正された上での7月0.5%増加であり、個人消費の7~9月期回復を示唆するポジティブな材料と言える。なお、5・6月分の上方修正を受けて、4~6月期の小売売上高は前期比年率4.4%から4.8%へ、GDP推計に用いられる自動車及び建設資材を除く小売売上高（コントロール概念）も6.7%から7.1%へ上方修正されており、GDP統計の二次推計では個人消費が小幅上方修正される可能性がある。

7月の小売売上高を詳細に見ると、自動車関連は前月比0.4%（6月0.7%）と2ヶ月連続で増加、供給制約の改善を示した。自動車以外では、食品・飲料が引き続き増加、電気製品が反転増加したのが目立つ。コントロール概念は0.6%（6月0.1%）と大幅に増加、コア（除く自動車、建設資材、ガソリンスタンド）も0.4%（6月0.4%）と2ヶ月連続で高めの伸びを確保している。

ただし、消費者マインド指標が（債務上限問題や格下げ問題などを受けた一時的な動きも含まれるが）8月に大きく低下している点には注意を要する。



(3) 住宅投資には期待できず

4~6月期の住宅投資は前期比年率3.8%（1~3月期▲2.6%）と予想外に増加した。新築住宅建設は▲1.4%と4四半期連続で減少したものの、自然災害後の改築・リフォーム関連が1.7%、販売に伴うコ

⁶ エネルギーと食料は非耐久財消費の、外食・宿泊はサービス消費の内訳である。

ミッション収入⁷が 4.2%増加し、全体を押し上げた。しかし、新築住宅建設の先行指標である住宅着工は 4~6 月期に前期比年率▲4.5% (1~3 月期 36.6%) と低迷しており、住宅投資回復の動きは未だ明確ではない。

なお、FHFA 住宅価格指数 (季調値) が 4 月前月比 0.2%、5 月 0.4% と 2 ヶ月連続で上昇するなど、住宅価格指標には一見すると下げ止まりに解釈できる動きがある。しかし、これは近時の住宅価格

急変によって季節調整が上手く行われず、春から夏にかけての住宅販売シーズンにおける季節的な価格上昇が十分に控除されていないためと考えられる。中古住宅在庫の高止まりが示す緩和的な需給バランスなどを踏まえれば、2011 年内の住宅価格の明確な反転は期待し難い。

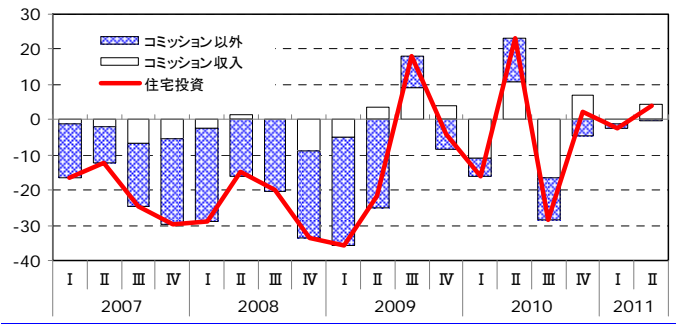
(4) 設備投資は底堅いが先行きにリスク

鉱工業生産は 4~6 月期に前期比年率 0.8% (1~3 月期 4.8%) まで急減速した。主因は日本の大震災に端を発したサプライチェーン途絶による自動車セクターの減産であり、自動車及び部品が▲16.4% (1~3 月期 29.2%) の大幅減産、自動車セクターへ部材を提供する一次金属も 0.3% (1~3 月期 25.2%) と低迷した。2 業種で生産の伸びを 2.7%Pt も押し下げている。

生産減速に加え、債務上限問題を巡ってのホワイトハウスや議会の混乱も響き、企業景況感の代表的な指標である ISM 指数は製造業が 50.9 (6 月 55.3) と 2009 年 7 月以来の、非製造業も 52.7 (6 月 53.3) と 2010 年 2 月以来の低水準を記録した。

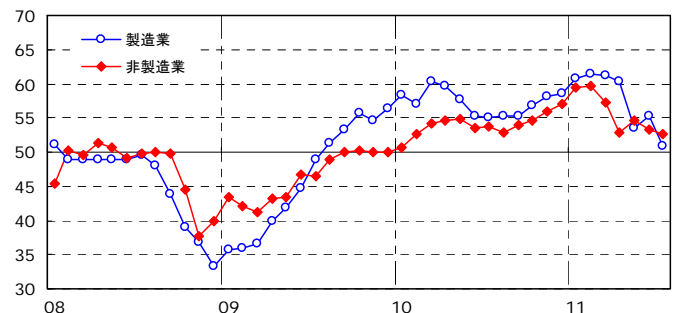
こうした生産や企業景況感の悪化にも関わらず、設備投資は今までのところ堅調である。4~6 月期の設備投資は前期比年率 6.3% と、1~3 月期の 2.1% から加速した。機器・ソフトウェア投資が 5.7% (1~3 月期 8.7%) と拡大を続けたことに加え、悪天候で工事などが進まず 1~3 月期に▲14.4% と大きく落ち込んだ構築物投資が 8.2% と反転した (なお、構築物投資は二次推計での上方修正が見込まれる)。機器投資の先行指標である非国防資本財受注が 4~6 月期に 19.3% と 4 四半期ぶりの極めて高い伸びを示していること、構築物投資の一致指標である建設支出が 6 月まで 5 ヶ月連続で増加し、7~9 月期に向けての発

住宅投資の推移 (前期比年率、%)



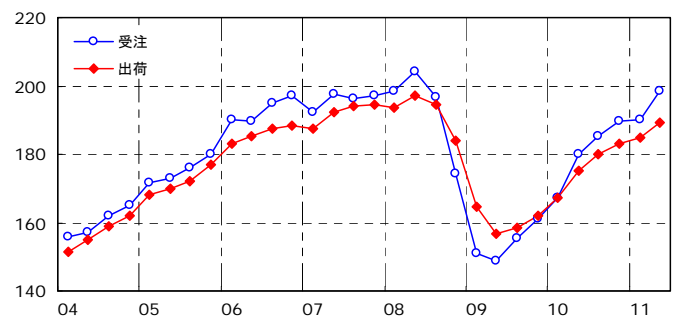
(出所) U.S. Department of Commerce

ISM調査の企業景況感 (中立=50)



(出所) Institute for Supply Management

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

⁷ コミッション収入を左右する住宅販売は 4~6 月期に低調であり、やや違和感が残る。

射台（ゲタ）を切り上げていることを踏まえれば、7～9月期も設備投資の堅調推移は続く可能性が高い。しかし、景況感悪化の影響が10～12月期以降に現れる可能性がある点には、留意が必要である。

(5) ドル安が輸出をサポート

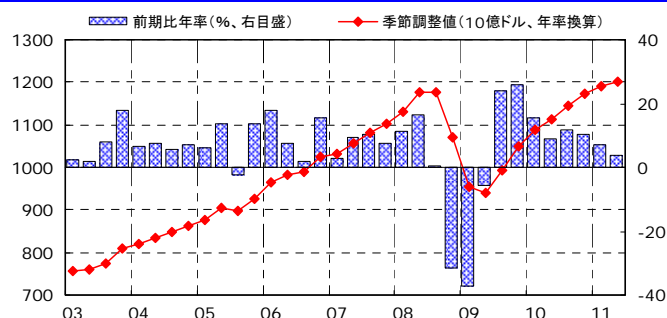
貿易統計によると4～6月期の実質財輸出は前期比年率3.6%（1～3月期7.2%）と8四半期連続で拡大したものの、金融危機以降の回復局面では最も低い伸びに留まった。財別に見ると、資本財は15.0%（1～3月期4.6%）、消費財も14.2%（1～3月期▲10.4%）と好調だったが、生産財が▲6.1%（1～3月期23.4%）、自動車及び部品も▲0.1%（48.1%）と低迷した。自動車及び部品の低迷には、サプライチェーン途絶に伴う日本からの部材供給減が関係したと考えられる。地域別（名目値の当社試算季調値）に見ると、中国向けが前期比年率▲28.7%（1～3月期▲1.0%）と2四半期連続で減少、日本向け（1～3月期13.6%→4～6月期4.7%）も鈍化するなど環太平洋地域向けの低迷が、またカナダ（1～3月期50.2%→4～6月期2.4%）や中南米（61.7%→7.8%）など米州大陸向けの減速も目立つ。

一方、実質財輸入は前期比年率▲5.0%（16.3%）と2四半期ぶりの減少に転じた。国内個人消費の低迷が主たる要因だが、輸出と同じくサプライチェーン途絶に伴う自動車及び部品輸入▲34.1%（1～3月期40.2%）の落ち込みが顕著である。

なお、貿易統計は6月データ発表時点で5月分について輸出が下方修正、輸入は上方修正され、その上で6月分の輸出が一次推計におけるBEA想定を下回った。そのため、4～6月期GDP統計の輸出入も同様に修正され（一次推計値は輸出前期比年率6.0%、輸入1.3%）、成長率に対する寄与度は一次推計値の0.6%Ptが、二次推計値では0.2%Ptへ大幅に下方修正される見込みである。

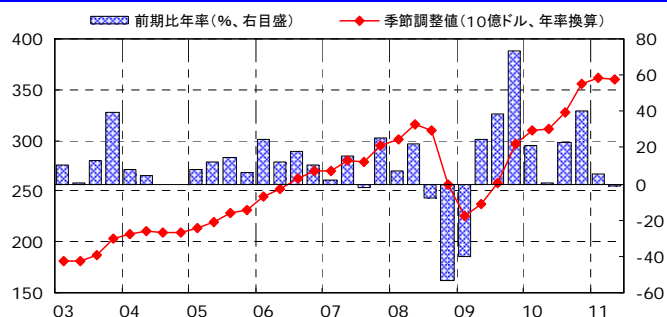
4～6月期の輸出は振るわなかったが、これまでの大幅なドル安が寄与するかたちで7～9月期以降は復調を予想する。4～6月期にドルの実質実効レートは前年比▲8.6%と大幅に減価しているが、S&Pによる米国債格下げもあり、ドルの減価は今後も続く可能性が高い。こうしたドルの減価が続く下で、新興国を中心とする世界経済が失速ではなく減速に留まれば、米国の実質輸出は前年比7%程度のペースでの拡大を確保できると考えられる⁸。前年比7%での輸出拡大は、オバマ大統領が掲げた2014年までの輸出倍増計画には届かないものの、米国経済下支えには大きく貢献する。

実質財輸出の推移



(出所)US Census Bureau

環太平洋地域向け輸出



(出所)US Census Bureau

⁸ 実質実効レートと世界輸入を変数として米国の実質輸出を推計した。なお、名目ベースの輸出額は2014年時点で、2009年の1.8倍と試算している。

(6) 超党派委員会による赤字削減案が鍵

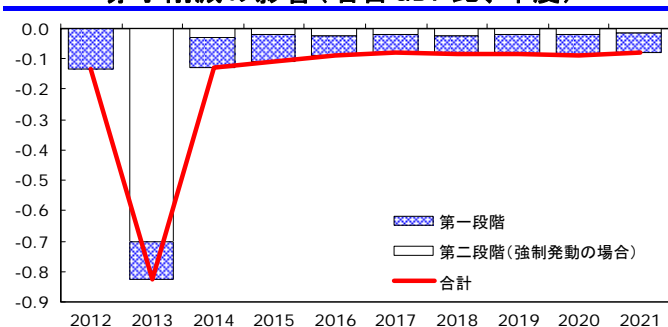
8月2日に、オバマ大統領と米議会指導部の合意に基づく債務上限引き上げ法 (Budget Control Act of 2011) が成立した。同法は、大統領に債務上限を2.1~2.4兆ドル引き上げる権限を与える一方、二段階での赤字削減を義務付けるものである。赤字削減は、第一段階として裁量的財政プログラムの歳出に上限を設けることで10年間(2012会計年度~2021会計年度)に9,170億ドルの歳出削減を行う。次に、第二段階として、超党派の特別委員会が11月までに1.5兆ドルの赤字削減策をまとめ大統領と議会に報告、追加的な赤字削減策の法制化を目指す。但し、大統領及び民主・共和両党による合意が成立しないリスクを回避する観点から、赤字削減策の法制化が行われない場合には強制的な歳出削減策が発動される。すなわち、2012年1月15日までに1.2兆ドル規模の赤字削減を達成する法案が成立しなければ、1.2兆ドル規模の自動的歳出削減策が2013年度から開始される。従って、合計で2.1~2.4兆ドルの赤字削減を担保する仕組みが、すったもんだの末に出来上がったと言える。

合計2.1~2.4兆ドル強の赤字削減策が成長率に及ぼす影響は、乗数効果を考慮しない場合で年率0.1~0.2%程度に留まり、今回の赤字削減策それ自体が大きな成長抑制要因になるとは言えない。そもそも赤字削減の必要性は広く認識されており、結論としての2.1~2.4兆ドルの赤字削減はS&Pが米国債格下げに伴い不十分と指摘したようにドラスティックなものではない。

但し、超党派の特別委員会が、どのような削減案を提示し、またそれが成立するかによって、事情は大きく異なってくる。まず、当然ながら1.2~1.5兆ドルの赤字削減策が歳出削減と増税をどのように組み合わせるかによって、経済への影響は変わりうる。更に重要なのは、特別委員会による削減案が大統領や議会に受け入れられず、赤字削減法案が成立しない場合である。こうした赤字削減プランは期間前半の負担が過度に重くならないように、通常は年を追うごとに削減額が拡大するアキュムレーションが通常である(追加的な削減額を一定とするなど)。オバマ大統領も来年や再来年の負担を重くすることは景気に過大な負担を及ぼすとして懸念を示している。しかし、自動的な安定化措置が2013年度から強制的に発動されると、1.2兆ドルを均等に削減するために2013年度に極めて大きな歳出削減圧力すなわち景気下押し圧力が生じる可能性がある。こうした事態を回避するためにも特別委員会の提案が極めて重要になる。

当社では、実効性のある特別委員会提案が示され段階的な赤字削減が行われるとの前提に立脚し、成長率予想を策定している。しかし、トピックスでも述べたとおり、赤字削減策に関する民主・共和両党の対立は極めて深刻なため、2013年度から自動安定化措置が発動され、成長率を大きく下押しするリスクシナリオにも留意する必要があるだろう。

赤字削減の影響(名目GDP比、年度)



(出所)CBO資料等より当社試算。

(7) インフレに沈静化の動き

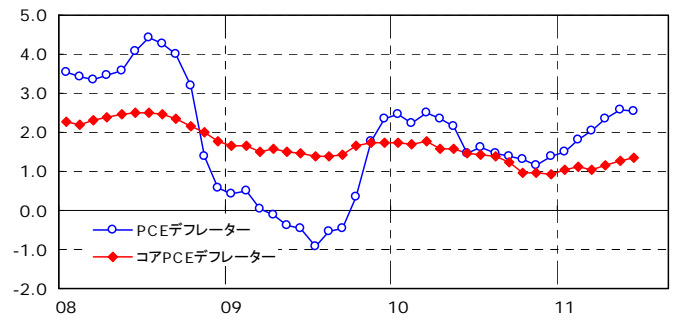
インフレ動向は、急速な上昇に沈静化の動きがみられる。Fedが重視する個人消費支出(PCE)デフレーターは6月に前月比▲0.2%と1年ぶりに低下した。主因はエネルギー価格の低下であり、7月のエネルギー価格は前月比▲4.5%(6月▲1.2%)と2ヶ月連続で下落、デフレーターを大きく押し下げ

た。また、6月にはエネルギー価格の転嫁による運輸サービスの上昇が止まり、日本の東日本大震災を受けた新車価格の上昇ペースも鈍化したことから、コアデフレーター（除く食料及びエネルギー）の上昇ペースも前月比0.1%（5月0.2%）へ鈍化している。デフレーターのトレンド的な動きを示す刈り込み平均PCEデフレーターも、6月は前月比年率が1.3%と昨年12月以来の水準まで低下しており、PCEデフレーターには概してピークアウトの動きが見られる。前年比ベースで見ても、PCEデフレーターが2ヶ月連続で2.6%、コアPCEデフレーターも2ヶ月連続で1.3%と上昇ペースが鈍化しつつある。

家計のインフレ期待は安定が続いている。ミンガン大調査による5年間の期待インフレ率は3%前後での安定推移が続き、物価連動債から算出される期待インフレ率（BEI：Break-even Inflation Rate）は7月に2.4%程度まで上昇した後、8月に入り2.2%近傍まで低下したが、それでもデフレ懸念が強まった昨年8月の1.6%程度とはかけ離れている。一方、雇用の項で指摘したようにサービス価格を決定する賃金情勢は改善傾向を強めている。

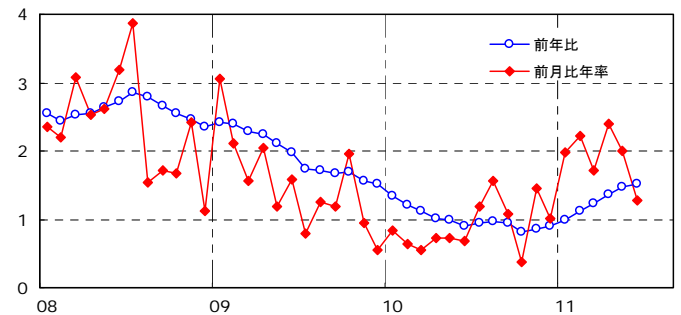
米国経済においてはインフレ昂進の動きが沈静化へ向かう一方で、インフレ期待や賃金動向を見る限りディスインフレが行き過ぎてデフレに陥るリスクも限られている。米国のインフレ動向は、Fedが掲げる物価安定のマンデート充足に向けて歩を進めていると判断できるだろう。

PCEデフレーター推移（前年比、%）



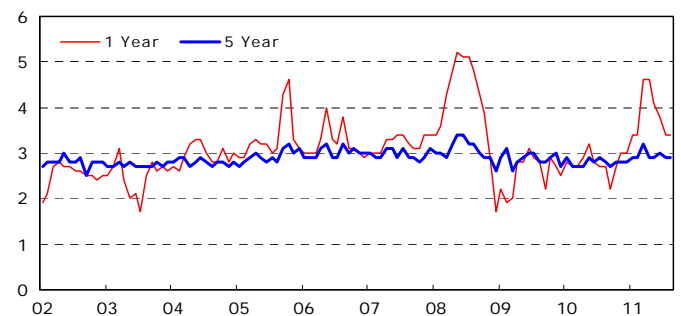
(出所) Department of Commerce

刈り込み平均PCEデフレーターの推移



(出所) Fed Cleveland

期待インフレ率の推移（%）



(出所) University of Michigan

【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(%)							
名目GDP	3.9	4.2	3.1	3.7				
実質GDP	2.5	2.3	0.4	1.3				
個人消費	2.6	3.6	2.1	0.1				
住宅投資	▲27.7	2.5	▲2.5	3.8				
設備投資	11.3	8.7	2.1	6.3				
政府支出	1.0	▲2.8	▲5.9	▲1.1				
輸出	10.0	7.8	7.9	6.0				
輸入	12.3	▲2.3	8.3	1.3				
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	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-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	3.3	3.5	4.7	3.9	0.4	0.2	0.1	
消費者信頼感	50.9	57.0	66.9	61.8	66.0	61.7	57.6	59.5
小売売上高	3.7	12.4	10.5	4.8	0.2	▲0.0	0.3	0.5
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.1	6.6	7.8	5.3	0.2	0.2	0.4	0.4
鉱工業生産	6.7	3.1	4.8	0.8	▲0.1	▲0.1	0.2	
住宅着工件数(年率換算、千件)	584	539	582	576	549	549	629	
中古住宅販売戸数	▲68.6	67.9	37.1	▲19.9	▲1.8	▲3.8	▲0.8	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	10.9	8.2	8.3	9.5	9.0	9.1	9.5	
非国防資本財受注(除く航空機)	12.3	9.8	0.9	19.3	▲0.4	1.9	0.4	
民間非居住建設支出	▲11.3	11.8	▲20.6	12.0	0.1	1.2	1.8	
貿易収支(10億ドル)	▲131	▲119	▲141	▲148	▲44	▲51	▲53	
実質財収支(10億ドル、2005年基準)	▲147	▲139	▲151	▲142	▲44	▲48	▲51	
実質財輸出	11.9	10.2	7.2	3.6	0.9	▲1.4	▲3.3	
実質財輸入	13.8	▲0.7	16.3	▲5.0	▲3.1	1.9	▲0.2	
ISM製造業指数(四半期は平均)	55.2	57.9	61.1	56.4	60.4	53.5	55.3	50.9
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.5	55.9	58.8	53.6	52.8	54.6	53.3	52.7
失業率(%)	9.6	9.6	8.9	9.1	9.0	9.1	9.2	9.1
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	▲46	139	166	105	217	53	46	117
民間雇用者数(前月差、千人)	104	146	191	140	241	99	80	154
※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	2.0	1.8	2.0	2.0	2.3
消費者物価(前年比、%)	1.2	1.3	2.1	3.4	3.2	3.6	3.6	
コア消費者物価(前年比、%)	0.9	0.7	1.1	1.5	1.3	1.5	1.6	
PCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.3	1.8	2.5	2.3	2.6	2.6	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.3	1.0	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	
FF金利誘導目標(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
2年債利回り(%)	0.48	0.62	0.70	0.41	0.73	0.56	0.41	0.41
10年債利回り(%)	2.65	3.29	3.42	3.00	3.46	3.17	3.00	3.00
名目実効為替レート(1997/1=100)	101.7	100.0	97.1	95.5	95.5	95.5	95.5	94.8
ダウ工業株30種平均	10788	11578	12320	12414	12811	12570	12414	12143
S&P500株価指数	1141	1258	1326	1321	1364	1345	1321	1292

(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。