

米国経済情報

2014 年 6 月号

Summary

【内 容】

1. 経済見通し更新
 - (1) 1～3 月期はマイナス成長へ転落
 - (2) 在庫投資下方修正の位置づけ
 - (3) 堅調見通しに修正はないが...
2. 経済動向分析
 - (1) 雇用者数が遂に金融危機前超え
 - (2) 労働需給は質・量共に改善傾向
 - (3) 4～6 月期の個人消費は加速へ
 - (4) 住宅市場は安定化へ向けた動き
 - (5) 企業部門は上向き
 - (6) 経常赤字拡大は一時的
 - (7) 財政収支は改善基調
 - (8) 5 月の CPI 上昇は特殊要因が多い
3. 金融政策の見通し
 - (1) FFF 金利のゴールを引き下げ
 - (2) 利上げペースは参加者示唆より速い
 - (3) 当面の経済・物価認識は不変
4. トピックス

原油価格上昇の影響

巻末: 主要経済指標

伊藤忠経済研究所

所長
三輪裕範
(03-3497-3675)
miwa-y
@itochu.co.jp
主任研究員
丸山義正
(03-3497-6284)
maruyama-yo
@itochu.co.jp

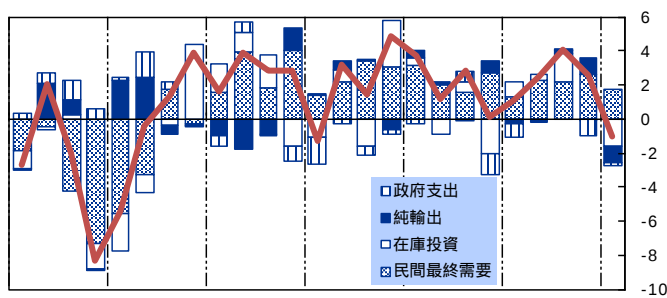
米国経済は 1～3 月期に前期比年率 ▲1.0% と 2011 年 1～3 月期以来のマイナス成長を余儀なくされた。マイナス成長の主因は、異例の寒波が引き起こした耐久財購入など財消費の低迷や生産不能である。ただ、2013 年後半の高成長を演出した在庫投資や輸出増加の反動減も影響しており、昨年後半に米国経済が実力以上の成長を示したツケの部分も含まれる。

寒波の悪影響が消え、また在庫調整などのツケも払い終えた米国経済は 4～6 月期に幅広い分野で成長加速の動きを示しつつある。個人消費はペントアップ・デマンドによる耐久財などの増加を超えて、力強く拡大している。そうした個人消費拡大の背景には、安定的な雇用情勢の改善がある。賃金上昇の加速には未だ至らないが、雇用者数は 20 万人を超える増加を確保し、また労働需給は質と量の両面で徐々にタイト化している。

2013 年後半から低迷が続いてきた住宅市場だが、漸く安定化へ向けた動きが明確となりつつある。住宅販売が下げ止まり、住宅着工などの供給データについては増勢が鮮明である。金融機関の融資姿勢の緩和が展望し難い下で、住宅市場の劇的な改善までは期待できないが、雇用所得環境の改善に支えられるかたちでの緩やかな回復は十分に期待できるだろう。

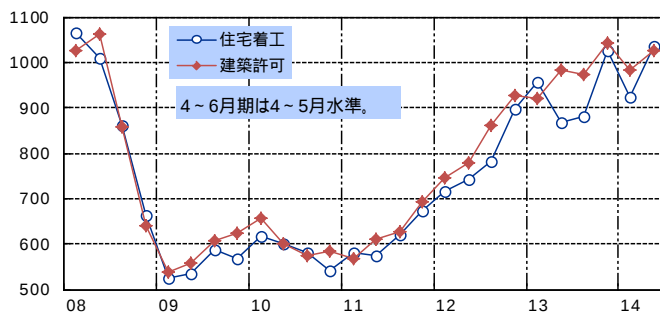
企業部門も上向きである。寒波で低迷していた製造業生産が増勢を強め、企業の景況感も明確に改善している。設備投資の先行指標の改善などを勘案すれば、4～6 月期に

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



（出所）U.S. Department of Commerce

住宅着工及び建築許可（千戸、年率換算）



（出所）Department of Commerce

設備投資は増勢への復帰が見込まれる。ただ、企業の設備投資意欲はなお精彩を欠いており、景気のけん引役としての役割は期待できない。

5月のCPIは前月比0.4%と高い伸びを示したが、これは食料価格や医療サービス、輸送サービスなど、イエレンFRB議長が”noisy”と呼んだ特殊要因による部分が多い。米国経済はデスインフレから脱しつつあるものの、インフレ圧力の強さに関しては、慎重な見極めが必要である。イラク問題の影響から上昇しつつあるガソリン価格を含め、現在のインフレ率上昇は、景気回復の成果ではなく、景気回復を妨げる可能性を秘めた動きとして評価すべきである。

中央銀行であるFedは6月FOMCでも資産買入の縮小を淡々と続けた。Fedは、住宅市場や賃金の動向などを中心に雇用・物価情勢を慎重に見極めた後、2015年後半に利上げを開始すると見込まれる。なお、FOMC参加者は1年で1ポイント強の利上げを想定している。しかし、金融不均衡が高まりバブルへ至るリスクを回避するためにも、一旦利上げ開始に踏み切った後の利上げペースは現在のFOMC参加者の想定より速いペースとなる可能性が高い。

2014年6月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済・物価・金利見通し

(%)	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.1 2.3	3.0 3.2	2.5 3.0	2.1 2.3
前回見通し	2.8 3.0	3.0 3.2	2.5 3.0	2.2 2.3
失業率	6.0 6.1	5.4 5.7	5.1 5.5	5.2 5.5
前回見通し	6.1 6.3	5.6 5.9	5.2 5.6	5.2 5.6
PCEデフレーター	1.5 1.7	1.5 2.0	1.6 2.0	2.0 2.0
前回見通し	1.5 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター	1.5 1.6	1.6 2.0	1.7 2.0	-
前回見通し	1.4 1.6	1.7 2.0	1.8 2.0	-
年末時点のFF金利	0.30	1.20	2.53	3.78
前回見通し	0.30	1.13	2.42	3.88

(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	12	3
前回見通し	1	13	2

(出所) FRB

1. 経済見通し更新

(1) 1～3 月期はマイナス成長へ転落

米国経済の 1～3 月期成長率は一次推計値の前期比年率 0.1% が二次推計値で ▲1.0% へ大幅に下方修正された。マイナス成長は 2011 年 1～3 月期以来である。成長率のマイナス圏への修正自体は事前に予想されており、サプライズではないが、市場予想の ▲0.5% (当社 ▲0.2%) を上回る下方修正幅だった。

需要項目別に見ると、下方修正されたのは外需寄与度と政府支出、そして在庫投資の寄与度、逆に上方修正は個人消費と設備投資、住宅投資である。後述するように、在庫投資の大幅な下方修正により、全体が大きく押し下げられた。なお、需要項目のいずれも、一次推計段階で統計発表元の BEA が仮置きした値と 3 月実績値等の差異やその後の基礎データの遡及訂正により、修正が生じている。

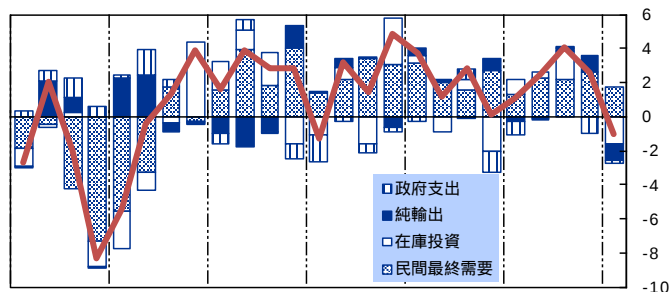
上方修正された需要項目から見ると、設備投資は構築物投資が前期比年率 0.2% から ▲7.5% へ大幅に下方修正も、機器投資が ▲5.5% から ▲3.1% へ、知的所有権投資も 1.5% から 5.1% へ上方修正されたため、全体では ▲2.1% から ▲1.6% へ若干の上方修正となった。住宅投資は ▲5.7% から ▲5.0% へ、個人消費も 3.0% から 3.1% へいずれも僅かだが上方修正された。

下方修正された需要項目では、まず輸出が前期比年率 ▲7.6% から ▲6.0% へ、輸入も ▲1.4% から 0.7% へ共に上方修正されたが、輸入の上方修正幅が大きく、輸出から輸入を控除した純輸出（外需）の成長率に対する寄与度は ▲0.8%Pt から ▲0.9%Pt へ若干下方修正された。政府支出は地方政府支出の下方修正に伴い ▲0.5% から ▲0.8% へ引き下げられた。

最も成長率の下方修正に寄与したのは、在庫投資である。在庫投資の成長率に対する寄与度は農業在庫が 0.02%Pt から ▲0.08%Pt へ、非農業在庫は ▲0.59%Pt から ▲1.54%Pt へ下方修正され、全体では ▲0.57%Pt から ▲1.62%Pt へ、実に 1.05%Pt もの下方修正だった。

以上を総合すると、外需と公需の二次推計値での

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



(出所) U.S. Department of Commerce

GDPの改訂状況

	前期比年率 %					寄与度 %Pt				
	2013年		2014年			2013年		2014年		
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
	Final	Final	Final	1st	2nd	Final	Final	Final	1st	2nd
GDP	2.5	4.1	2.6	0.1	▲1.0	-	-	-	-	-
個人消費	1.8	2.0	3.3	3.0	3.1	1.24	1.36	2.22	2.04	2.09
耐久財	6.2	7.9	2.8	0.8	1.4	0.46	0.58	0.21	0.06	0.11
非耐久財	1.6	2.9	2.9	0.1	0.4	0.26	0.46	0.45	0.02	0.06
サービス	1.2	0.7	3.5	4.4	4.3	0.53	0.32	1.57	1.96	1.93
設備投資	4.7	4.8	5.7	▲2.1	▲1.6	0.56	0.58	0.68	▲0.25	▲0.20
構築物投資	17.6	13.4	▲1.8	0.2	▲7.5	0.43	0.35	▲0.05	0.00	▲0.21
機器	3.3	0.2	10.9	▲5.5	▲3.1	0.18	0.02	0.58	▲0.32	▲0.18
知的所有権	▲1.5	5.8	4.0	1.5	5.1	▲0.06	0.22	0.15	0.06	0.19
住宅投資	14.2	10.3	▲7.9	▲5.7	▲5.0	0.40	0.31	▲0.26	▲0.18	▲0.16
在庫投資	-	-	-	-	-	0.41	1.67	▲0.02	▲0.57	▲1.62
農業	-	-	-	-	-	0.12	0.12	▲0.05	0.02	▲0.08
非農業	-	-	-	-	-	0.30	1.55	0.03	▲0.59	▲1.54
純輸出	-	-	-	-	-	▲0.07	0.14	0.99	▲0.83	▲0.95
輸出	8.0	3.9	9.5	▲7.6	▲6.0	1.04	0.52	1.23	▲1.07	▲0.83
輸入	6.9	2.4	1.5	▲1.4	0.7	▲1.10	▲0.39	▲0.24	0.24	▲0.12
政府支出	▲0.4	0.4	▲5.2	▲0.5	▲0.8	▲0.07	0.08	▲0.99	▲0.09	▲0.15
連邦	▲1.6	▲1.5	▲12.8	0.7	0.7	▲0.12	▲0.11	▲1.00	0.05	0.05
国防	▲0.6	▲0.5	▲14.4	▲2.4	▲2.4	▲0.03	▲0.02	▲0.70	▲0.11	▲0.11
非国防	▲3.1	▲3.1	▲10.0	5.9	5.9	▲0.09	▲0.09	▲0.29	0.16	0.16
地方政府	0.4	1.7	0.0	▲1.3	▲1.8	0.05	0.19	0.00	▲0.14	▲0.20

(出所) U.S. BEA

修正は僅かであり、また民間最終需要の寄与度は寧ろ前期比年率 1.6%Pt から 1.7%Pt へ小幅だが上方修正されており、ネガティブな内容とは判断されない。

(2) 在庫投資下方修正の位置づけ

問題は、在庫投資の大幅な下方修正の解釈である。そもそも、在庫投資は昨年後半に積み上がっており、1～3 月期の段階で調整が必要な状況にあったと考えられる。そうした積み上がりを受けて、1～3 月期は一次推計値段階でも一定の調整、つまり在庫投資の抑制が行われたが、なお調整完了とは言い難かった。ところが、今回の大幅な下方修正により、一次推計段階で多少の過剰感が残存していた非農業在庫¹の在庫率（対GDP比率）が下方修正され、過剰感が大きく薄れている。従来は4～6 月期も在庫投資を1～3 月期と同程度の規模に抑制する程度の調整が必要だったが、遡及修正により、追加的な調整

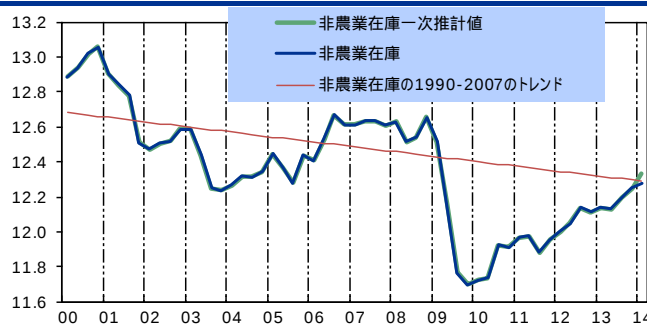
はほぼ不要になったと判断される。つまり、二次推計値での在庫投資の下方修正は、1～3 月期の実質GDP成長率を押し下げる一方、4～6 月期の予想値を押し上げる方向に寄与する。当社では従来4～6 月期の成長率を前期比年率 3.9%と想定していたが、在庫投資の動きを踏まえ 4.9%へ引き上げた。

(3) 堅調見通しに修正はないが...

4～6 月期の成長率の予想こそ上方修正したものの、1～3 月期の予想を上回る下方修正が響き、2014 年の実質GDP成長率予想を従来の 2.5%から 2.4%へ若干だが引き下げる。下方修正の主因は、在庫パスの変更であり²、最終需要見通しに大きな変更はない。一方、在庫投資パスの想定変更と、最近明るさを増している設備投資の動向などを勘案し、2015 年の成長率見通しを 2.5%から 2.6%へ若干引き上げる。従って、成長率予想は2013 年実績 1.9%、2014 年予想 2.4%、2015 年予想 2.6%である（従来は2014 年 2.5%、2015 年 2.5%）。2014 年の成長率予想は引き下げたものの、既に述べたように主因は在庫調整が1～3 月期に集中したためであり、米国経済に対する見方を慎重化した訳ではない。雇用所得環境の改善に支えられた個人消費の拡大を原動力として米国経済が堅調に推移すると予想している。

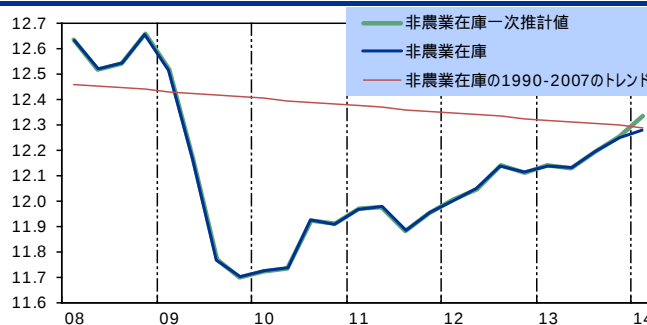
当社は2014 年成長率見通しを 2.4%に若干引き下げたが、6 月 25 日に公表される1～3 月期GDPの最終推計値次第では、更なる下方修正がありうる。寒波に見舞われ財消費が前期比年率 0.7%（10～12 月期 2.9%）と低迷したにも関わらず、医療や金融関連を中心にサービス支出が 4.3%（10～12 月期

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率～長期（%）



(出所) Department of Commerce

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率～短期（%）



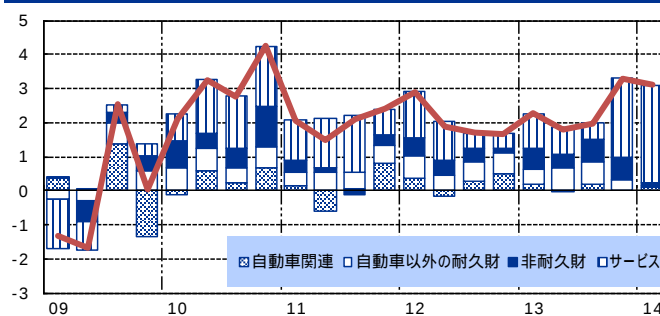
(出所) Department of Commerce

¹ 在庫投資の過半は非農業在庫である。なお、農業在庫は天候に左右される作柄に依存する部分も大きく、コントロールし難い。

² 従来見通しでは、在庫投資の調整が4～6 月期までずれ込むと想定しており、余分な在庫投資分だけ、成長率は押し上げられていた（一部は輸入抑制などにより相殺されるが全てではない）。それが二次推計値の下方修正により前倒しされ、余分な在庫投資が存在しなくなったため、その分だけGDPが押し下げられている。

3.5%)と予想外³に堅調だったため、1～3月期の個人消費は3.1%と高い伸びを確保した。しかし、基礎統計が出揃う最終推計において、サービス消費が下方改訂され、それに伴い個人消費ひいてはGDPの伸び率も下方修正される可能性がある⁴。GDPの最終推計値の内容次第ではあるが、上述のようなサービス消費の下方修正が生じる場合には、2014年成長率見通しを更に引き下げる可能性を否定できない。但し、これはあくまでも過去実績の反映に過ぎず、2014年4～6月期以降に対する見通しの引き下げは意味しない。

個人消費の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比, %, %Pt	2011 実績	2012 実績	2013 実績	2014 予想	2015 予想
実質 GDP	1.8	2.8	1.9	2.4	2.6
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.6	2.4	2.3
個人消費	2.5	2.2	2.0	2.7	2.3
住宅投資	0.5	12.9	12.2	3.0	5.5
設備投資	7.6	7.3	2.7	4.8	5.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.2)	(0.2)	(▲0.0)	(0.0)
政府支出	▲3.2	▲1.0	▲2.2	▲1.3	▲0.3
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
輸出	7.1	3.5	2.7	3.4	4.5
輸入	4.9	2.2	1.4	2.2	3.1
名目 GDP	3.8	4.6	3.4	4.1	4.5
失業率	8.9	8.1	7.4	6.4	5.9
(Q4)	8.7	7.8	7.0	6.2	5.7
雇用者数(月変化、千人)	174	186	194	218	226
経常収支(10億ドル)	▲459	▲461	▲400	▲422	▲426
(名目GDP比、%)	▲3.0	▲2.8	▲2.4	▲2.4	▲2.3
貯蓄率(%)	5.7	5.6	4.5	3.8	3.4
PCEデフレーター	2.4	1.8	1.1	1.4	1.7
コアPCEデフレーター	1.4	1.8	1.2	1.3	1.7
(Q4/Q4)	1.8	1.7	1.2	1.5	1.8
消費者物価	3.1	2.1	1.5	1.7	1.8
コア消費者物価	1.7	2.1	1.8	1.6	1.7

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

³ エコノミストの多くは、一次推計擅家で1～3月期個人消費の低迷を予想していた。

⁴ 市場コンセンサスは、個人消費が前期比年率3.1%から2.5%へ、実質GDP成長率は▲1.0%から▲1.8%への下方修正である。

2. 経済動向分析

(1) 雇用者数が遂に金融危機前超え

5月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差 21.7 万人増加と 4 ヶ月連続の 20 万人超の増加幅を確保した。4月の改訂値 28.2 万人（改訂前 28.8 万人、なお 3 月は 20.3 万人で改訂無し）からは減速したものの、4 月は寒波の反動により押し上げられており、5 月の増加幅が小さいわけではない。5 月の 21.7 万人増加は、寒波による下押しとその反動に見舞われた昨年 12 月から今年 4 月の 5 ヶ月間平均である 18.7 万人増加、寒波前 11 月までの 5 ヶ月間平均である 20.5 万人増加のいずれも小幅に上回る。5 月にさらなる顕著な改善を示した訳ではないが、雇用情勢は改善基調を維持していると評価できる。

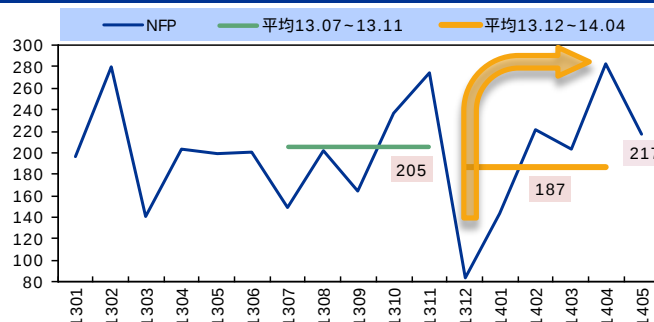
非農業部門雇用者数の水準はついに金融危機前 2008 年 1 月に記録した前回ピークを超えた。人口が増加を続けている米国経済にとって、経済的に前回ピーク超えの意味は大きくない。それは後述するように失業率が低下したとはいえ、未だ FOMC 参加者が完全雇用と見做す 5.4% を大きく上回る点からも確認できる。ただ、金融危機により失われた 879 万人の雇用を取り戻した点は、政治的には重要な意味を有する。

(2) 労働需給は質・量共に改善傾向

家計調査から算出される 5 月の失業率は 6.30% と 4 月 6.28% からほぼ横ばいだった。労働力人口が前月差 19.2 万人増加したが、うち雇用者数が 14.5 万人、失業者は 4.6 万人の増加だった。雇用者数要因と労働力人口要因が引き合い、失業率は変わらずと言える。なお、労働力率は 3 月 63.18% が 4 月に 62.81% へ急低下した後、5 月は 62.81% と最低水準でほぼ横ばいだった。こうした労働力率の低下は潜在成長率を考える上での懸念材料と言える。

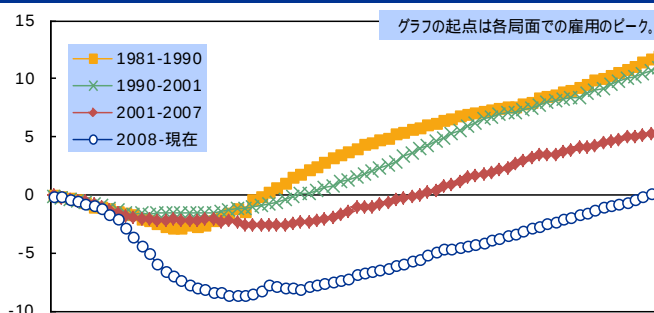
次に質的な労働需給データを見ると、まず経済的理由によるパートタイム労働者は 2 月に金融危機以来の最低水準まで減少した後、3・4 月は小幅増加していたが、5 月は再び減少した。また、短期失業

非農業部門雇用者数(NFP)の増勢(千人)



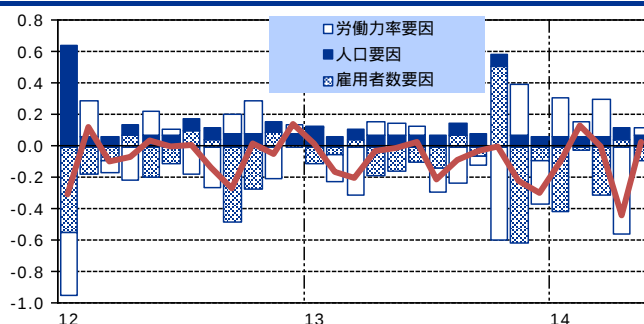
(出所) U.S. Department of Labor

景気循環における雇用者数の推移(百万人、季調値)



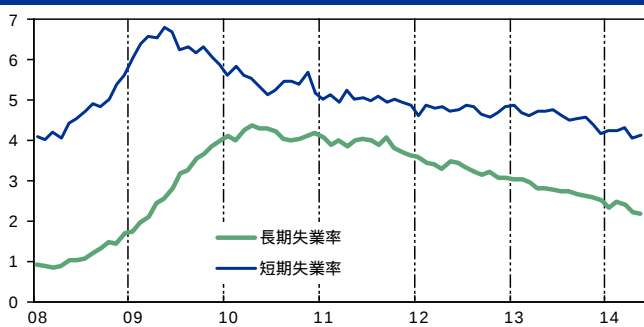
(出所) U.S. Department of Labor

失業率前月差の要因分解(%Pt)



(出所) U.S. Department of Labor

短期失業率と長期失業率の推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

率⁵が5月に4.13%(4月4.05%)と上昇する一方、長期失業率は2.17%(4月2.22%)へ低下した。パートタイム労働者と長期失業率は共に、徐々にではあるが改善の動きを示していると判断できる。但し、金融危機前に比べれば、未だ大幅に悪化した状況にある。

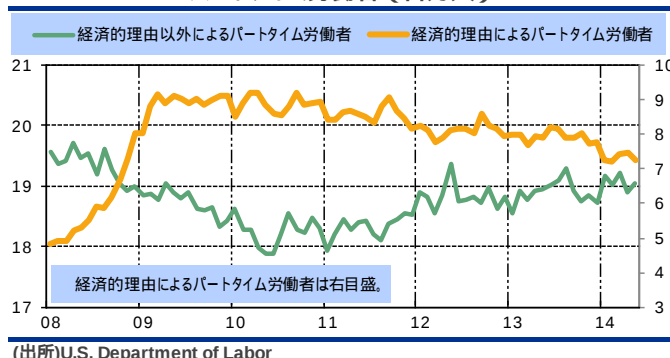
雇用需給は、失業率が示すように量的にも、また経済的理由によるパートタイム労働者の減少や長期失業率の低下が示すように質的にも改善傾向にある。しかし、特に質的な労働需給の改善が十分には進んでいないため、労働需給を反映して最終的に変動する賃金上昇率に高まりは見られない。全労働者ベースの平均時給の12ヶ月前比で見ると4月は2.1%(3月2.0%)となり、2%近傍での一進一退の推移が続いた。業種別の内訳を見ると、2014年はじめに上昇率が高まった財生産部門が、サービス部門の上昇へと波及する前に失速しつつあることが分かる⁶。

(3)4~6月期の個人消費は加速へ

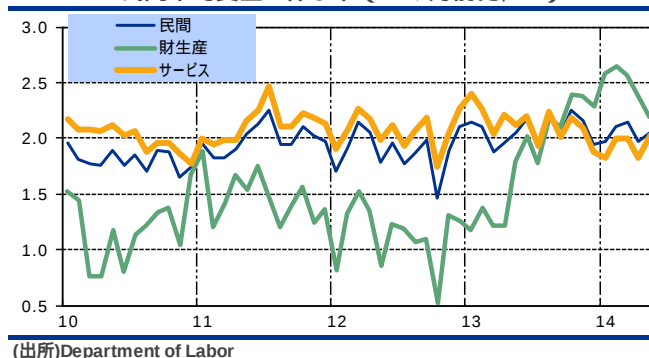
5月小売・飲食サービス売上高は前月比0.3%と4ヶ月連続で増加したものの、市場予想の0.6%を大きく下回った。しかし、前月の公表と同様に、過去データが遡及して上方修正されている。その結果寧ろ増勢が強まっており、4~6月期の個人消費の高い伸びを示唆する内容と評価できる。

遡及改訂により、4月が前月比0.1%から0.5%へ大幅に上方修正されており、5月の市場予想を下回る伸びはその影響に過ぎない。改訂前に4月水準は1~3月期平均を1.4%(前期比年率に換算すると5.7%)上回るに過ぎなかったが、改訂後は1.8%(同7.4%)も上回っている。そのため5月前月比0.3%増加の後、仮に6月が横ばいであれば、4~6月期の小売・飲食サービス売上高は前期比年率8.3%(1~3月期0.9%)と2011年1~3月期以来の極めて高い伸びを記録することになる。なお、5月の伸び

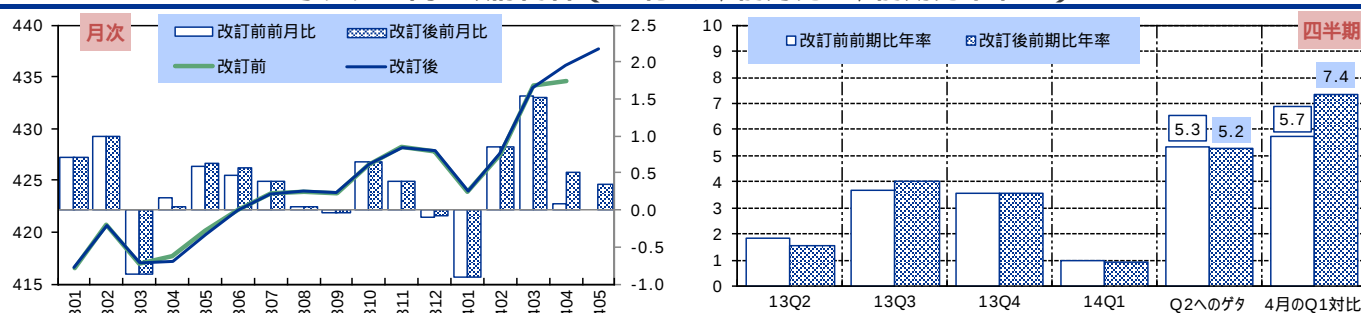
パートタイム労働者(百万人)



民間平均賃金の伸び率(12ヶ月前比、%)



小売売上高の改訂内容(10億ドル、前月比%、前期比年率%)



(出所) Department of Commerce (注) 前月比は右目盛。ゲタ及び4月のQ1対比は全て四半期の前期比年率換算相当に換算して表示。

⁵ 短期失業率は失業期間が27週末満の失業者の労働力人口に対する比率。長期失業率は27週以上の失業者の労働力人口に対する比率。

⁶ 財生産部門は民間全体の16%程度、サービス部門が84%を占める。

である前月比 0.3%は過去 1 年間の平均伸び率に概ね一致している。ペントアップ・デマンドにより押し上げられた 3 月 1.5%、4 月 0.5%との比較では減速したが、5 月の小売売上高の伸びが低いと言う訳ではない。

こうした小売売上高の増勢加速は、全体から自動車及び建設資材売上高、ガソリンスタンド売上高を除いた、いわゆるコア売上高で見ても変わらない。6 月が前月比横ばいであればコア売上高は 4～6 月期に前期比年率 4.4%（1～3 月期）と伸びが大きく高まる。

自動車や家具、建設資材などを中心に、寒波によって抑圧されていた需要が 3～4 月にその反動から高い伸びを示した後、5 月も堅調に推移した。こうした動きは、足元で鮮明な雇用情勢の改善が消費支出を押し上げる方向に作用していることを示唆する。財消費の急増にけん引され、4～6 月期の個人消費は高い伸びを示す可能性が高く、ひいては実質 GDP 成長率の高い伸びに繋がる見込みである。既に述べたように、1～3 月期の個人消費は、サービス消費を中心に、二次推計値の前期比年率 3.1%が最終推計値で下方修正される可能性を否定できない。しかし、4～6 月期の個人消費は再加速し、米国経済全体をけん引すると見込まれる。

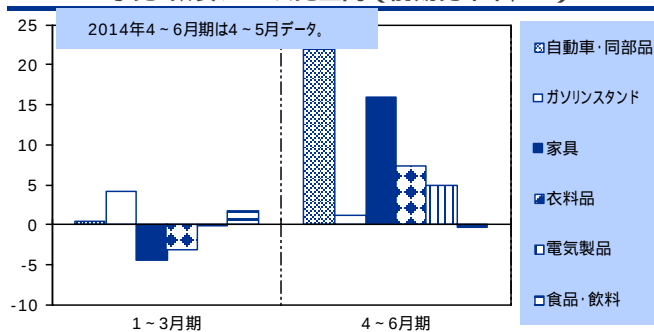
(4)住宅市場は安定化へ向けた動き

昨年後半から低迷が続いてきた住宅市場だが、漸く安定化へ向けた動きが明確になりつつある。

まず、住宅販売が下げ止まってきた。昨年半ば以降の金利上昇による下押し圧力が残り、また初回住宅取得者を中心に金融期間の貸出姿勢が引き続き厳しい下で、投資家の住宅購入一巡や寒波による客足の減少も響き、住宅販売は昨年半ばをピークに減少していた⁷。しかし、住宅販売は、足元で漸く下げ止まりの動きを示しつつある。新築住宅販売が 4 月に前月比 6.4%（3 月▲6.9%）と明確に、また中古住宅も 1.3%（4 月▲0.2%）と 4 ヶ月ぶりに増加した。加えて、住宅デベロッパーの景況感も 6 月に 49（5 月 45）と中立水準近くまで改善している。

販売データ以上に、供給側のデータは明確な改善を示している。まず、住宅着工は 5 月こそ前月比

小売・飲食サービス売上高（前期比年率、%）



（出所）Department of Commerce

住宅販売（2009=100）



（出所）Department of Commerce, NAR

住宅デベロッパーの景況感（NAHB市場指数、中立=50）



（出所）NAHB

⁷ 住宅販売に悪影響を及ぼした要因の詳細については 5 月 8 日付 Economic Monitor「米国の住宅投資を取り巻く環境と今後の展望」を参照。

▲6.5%と減少したものの、4月に12.7%も急増した反動にとどまり、水準は4月年率107.1万戸、5月100.1万戸と2ヶ月連続で100万戸の大台を超えた（2013年平均は93.3万戸）。また、住宅建設に用いられる木材・木製品の生産が前月比1.7%（4月0.9%）と4ヶ月連続で増加、住宅関連の建設業雇用者数も安定的な増勢を維持している。

規制強化もあり、金融機関の貸出基準緩和が展望し難い下で、住宅市場の劇的な改善は期待できない。

しかし、既に述べたように雇用・所得環境は確実に改善しており、住宅市場が緩やかな持ち直しを続ける程度の基盤は十分に整っている。また、米政府、中央銀行とも住宅市場の回復の遅れを懸念しており、縮小が既定路線であったファニーメイなどの公的金融機関の役割を再拡大すべきとの見解さえ見られる。また、イエレン議長をはじめとするFOMCの大勢が当面の低金利維持を強調する理由の一つは、住宅市場への下押し回避と考えられる。そのため、規制面や金利面における住宅購入条件の更なる悪化が、住宅市場を大きく下押しする事態は回避される可能性が高い。

(5) 企業部門は上向き

5月の製造業生産は前月比0.6%（4月▲0.1%）と高い伸びを示した。寒波による生産不能もあり、1～3月期は前期比年率2.1%と低い伸びにとどまったが、4～5月平均が1～3月期を前期比年率換算で5%近くも上回っており、4～6月期の製造業生産は大幅加速が確実である。内訳を見ると、自動車や木製品、金属製品、衣料品などを中心に幅広い業種が伸びており、裾野も広い。なお、寒波に伴う需要急増の反動から電力・ガス生産は低調だが、寒波により在庫減少とエネルギー価格上昇による採算改善が寄与し鉱業生産が増加しているため、鉱工業生産全体は4～6月期に3四半期連続で前期比年率4%台半ばの伸びを確保する見込みである（1～3月期4.5%）。

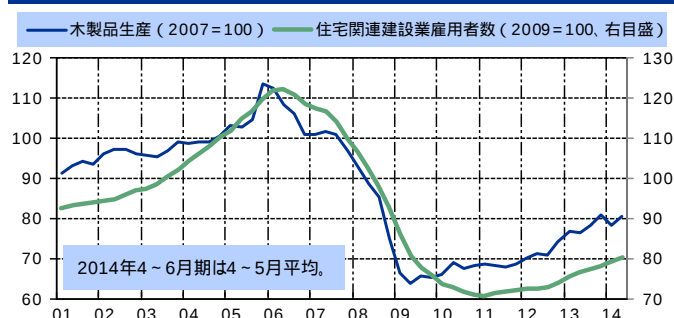
実体指標のみならず、企業景況感も上向いている。代表的な企業景況感指数であるISM製造業指数（中立=50）は5月に55.4と4ヶ月連続で上昇し、昨年12月の56.5以来の水準を回復した。6月に入ってもNY連銀及びフィラデルフィア連銀の地

住宅着工及び建築許可（千戸、年率換算）



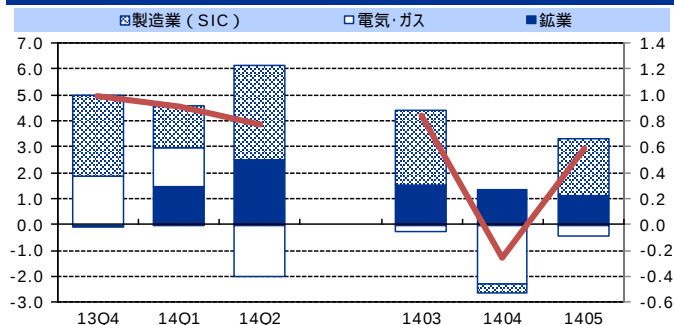
（出所）Department of Commerce

木製品生産と建設業雇用者数



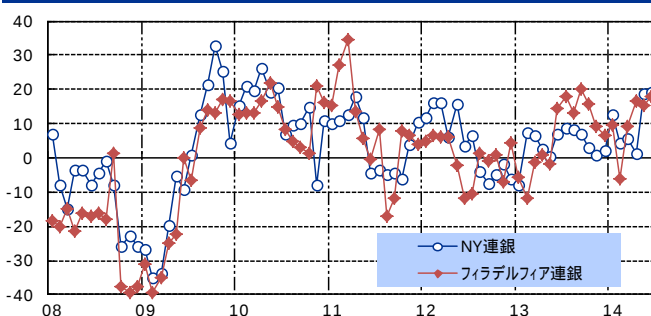
（出所）BLS, FRB

鉱工業生産の推移（前期比年率、前月比、%）



（出所）FRB

地区連銀製造業景況感指数：現状（中立=0）



（出所）NY Fed, Philadelphia Fed

区別製造業指数が改善基調を維持している。

また、非国防資本財受注（除く航空機）などの設備投資関連先行指標も上向いており、1～3月期に減少した設備投資だが、4～6月期は増加へ転じる見込みである。但し、設備投資意欲が精彩を欠くため、景気のけん引役としては期待できない。

(6) 経常赤字拡大は一時的

1～3月期の経常収支は、赤字幅が年率換算で4,446億ドルへ膨らんだ（10～12月期は3,493億ドルの赤字）。名目GDP比で見ると、経常収支は2012年1～3月期の▲3.1%をボトムとして緩やかな赤字縮小基調にあり、2013年10～12月期には▲2.0%まで縮小した。しかし、2014年1～3月期は▲2.6%へ反転してしまった。

2014年1～3月期の赤字拡大は、基調の転換ではなく、寒波による一時的な変動と考えられる。寒波に伴い、国内でのエネルギー生産や輸出が滞る一方、エネルギー需要は増大したため、輸出が減少、輸入が拡大し、石油収支の大幅な赤字拡大に繋がった。また、寒波は非石油分野での生産不能ももたらし、それも財収支を悪化させている。

シェール革命に伴う原油及び天然ガスの国内生産拡大基調に変化はない。従って、石油や天然ガスなどのエネルギー収支の改善が主導するかたちで、経常収支は4～6月期以降に再び緩やかな赤字縮小基調へ復帰すると見込まれる。

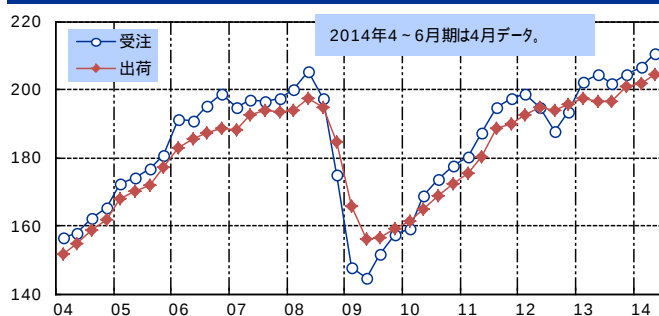
(7) 財政収支は改善基調

財政収支は赤字の縮小基調を維持している。但し、増税による歳入増加と歳出削減により大幅な赤字縮小が達成された2013年と異なり、歳出は横ばい近傍で推移し、また歳入増加は景気回復による自然増加が主因である。そのため、財政収支の改善は景気に対する下押し圧力となっていない。

(8) 5月のCPI上昇は特殊要因が多い

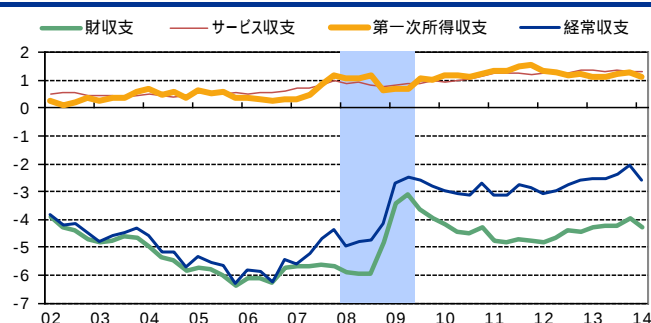
5月に消費者物価指数は、ヘッドライン（日本の総合に相当）が前月比0.4%（4月0.3%）、また食料とエネルギーを除いたコアCPIも0.3%（4月0.2%）と共に高い伸びを示した⁸。前年比で見ても、へ

非国防資本財（除く航空機）の受注と出荷（10億ドル）



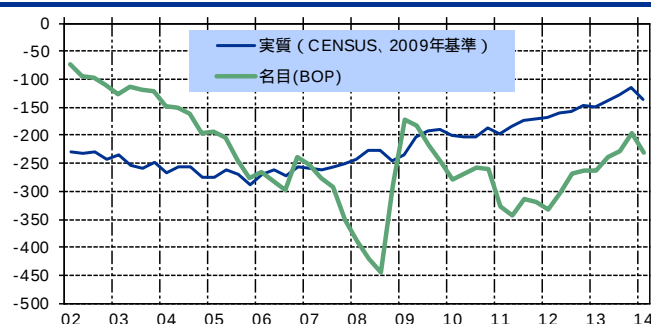
(出所) CENSUS

経常収支の長期推移（名目GDP比、%、シャドーは景気後退期）



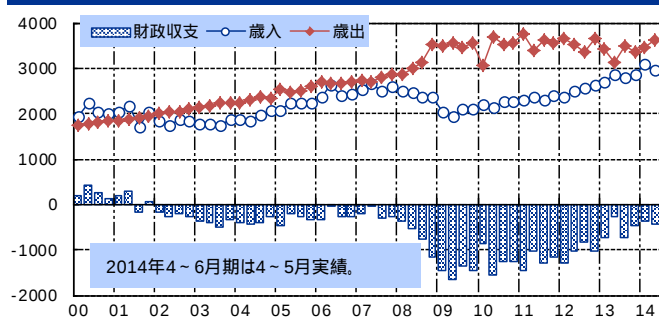
(出所) BEA, NBER

石油収支の推移（10億ドル）



(出所) CENSUS

連邦財政収支の推移（季調値、年率、四半期、10億ドル）



(出所) US Financial Management Service

⁸ 但し、コアは4月前月比0.24%、5月0.26%であり、四捨五入に伴い伸びが大きく見えている。これは前年比でも同様で

ッドラインが 2.0%から 2.1%へ、コアCPIも 1.8%から 2.0%へ上昇率が高まっており、インフレ圧力が強まっているように見える。

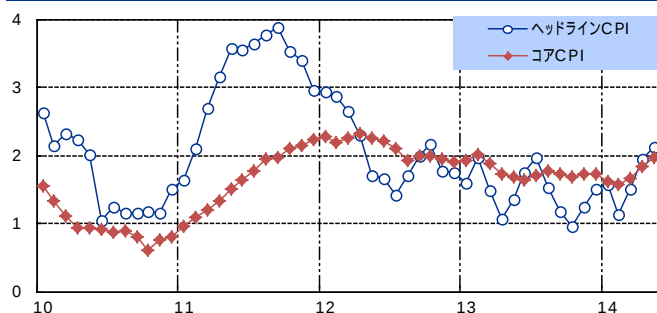
内訳を見ると、まずヘッドラインでは、食料価格の寄与が大きい。天候不順の影響などを受けて、肉類や野菜などを中心に上昇していたが、5 月はコーヒー豆の価格高騰など追い討ちをかけた。食料価格の前年比は 4 月の 1.9%が 5 月は 2.5%へ大きく高まっている。なお、エネルギー価格は、ガソリンや電気代を中心に、前月比では 0.9%上昇したが、前年比は 3.3%で 4 月と不変だった。

コアCPIでは、財価格が前年比 ▲0.2% (4 月 ▲0.3%) と下落を続ける一方、サービス価格が 2.7% (4 月 2.6%) へ上昇幅を拡大し、全体を押し上げている。ただ、サービス価格は幅広い分野で上昇に至っている訳ではなく、住居と医療サービス、輸送サービスに上昇が集中している。このうち、住居を押し上げている家賃の上昇率の緩やかな高まりは、趨勢的なインフレ圧力の高まりである可能性が高いが、他は特殊要因もしくは一時的な要因と見做される。医療サービスは、広く指摘されているように財政支出削減により 2013 年に伸びが押し下げられた裏である。また、輸送サービスを押し上げている公共交通（主として航空運賃）と自動車保険料は値上げが一時的に加速したものに過ぎないだろう。

上述したサービス価格の上昇は、その多くが賃金上昇を反映した動きではない。故に、持続性に疑念があり、また実質賃金を押し下げる方向にも寄与する。これは食料価格の上昇も同様であり、端的に言えば、現在のインフレ率上昇は、景気回復の成果と言うよりも、景気回復を妨げる可能性を秘めた動きと評価できる（トピックスで言及するガソリン価格上昇も同様）。

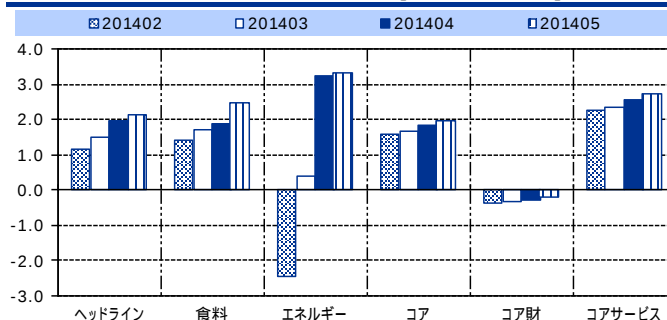
刈り込み平均 CPI や粘着価格 CPI などトレンド

CPIのヘッドラインとコア（前年比、%）



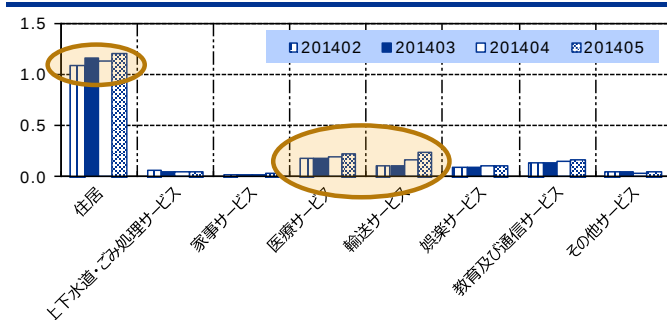
(出所) US BLS

CPIの 카테고리別推移（前年比、%）



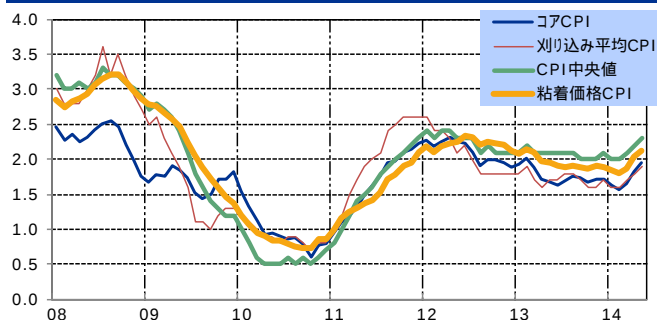
(出所) US BLS

コアサービスの推移（表記はコアCPIに対する前年比寄与度、% Pt）



(出所) US BLS

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）



(出所) US BLS

あり、4 月 1.83%、5 月 1.96%である。

9 コア CPI 前年比に対する寄与度は、財が 4 月 ▲0.064% Pt、5 月 ▲0.048% Pt、サービスが 4 月 1.898% Pt、5 月 2.005% Pt。

指標の上昇が示すように、米国経済はデスインフレを脱した可能性が高い。しかし、トレンド指標も、上述した医療サービスや輸送サービスなどの一時的な上昇と無縁ではないだろう。足元のインフレ率の上昇を過大に評価すべきではない。

3. 金融政策の見通し

(1)FF 金利のゴールを引き下げ

6月17～18日にFedは2014年4回目のFOMCを開催した。金融政策運営は大方の予想通りであり、昨年12月から開始した資産買入縮小（Tapering）の継続と3月に変更したフォワードガイダンスの据え置きを決めている。毎月の資産買入額は追加的に100億ドル減額され、350億ドルとなった。なお、イエレンFRB議長は記者会見で、年内に出口戦略の詳細を示す方針及び出口戦略の一要素である償還資金の再投資について見直しを行っている点に言及した。

FOMC公表文と同時に示されたFOMC参加者の経済・物価及び金利見通し（SEP：Summary of Economic Projections）では、幾つかの変更があった。最も注目されるのは、FF金利の長期均衡水準（Longer-run）の引き下げだろう。前回3月SEPでは、8名が4%と回答し最多だったが、今回6月SEPでは3.75%が7名で最多へ変わり、平均値は3月SEPの3.88%が6月SEPでは3.78%へ低下した。こうした変更は成長率の長期均衡水準が中心レンジ¹⁰で見て3月の2.2～2.3%から6月は2.1～2.3%へ引き下げられたことに対応している。FF金利の長期均衡水準の引き下げは、短期金利のみならず長期金利の上昇目途も押し下げるため、イールドカーブ全体に対して下押し圧力として作用する。故に、FOMCの結果が公表された18日の米国市場では、10年債利回りが2.6%台から2.5%台へ大きく低下した。

2014年6月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済・物価・金利見通し				
(%)	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.1 2.3	3.0 3.2	2.5 3.0	2.1 2.3
前回見通し	2.8 3.0	3.0 3.2	2.5 3.0	2.2 2.3
失業率	6.0 6.1	5.4 5.7	5.1 5.5	5.2 5.5
前回見通し	6.1 6.3	5.6 5.9	5.2 5.6	5.2 5.6
PCEデフレーター	1.5 1.7	1.5 2.0	1.6 2.0	2.0 2.0
前回見通し	1.5 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター	1.5 1.6	1.6 2.0	1.7 2.0	-
前回見通し	1.4 1.6	1.7 2.0	1.8 2.0	-
年末時点のFF金利	0.30	1.20	2.53	3.78
前回見通し	0.30	1.13	2.42	3.88

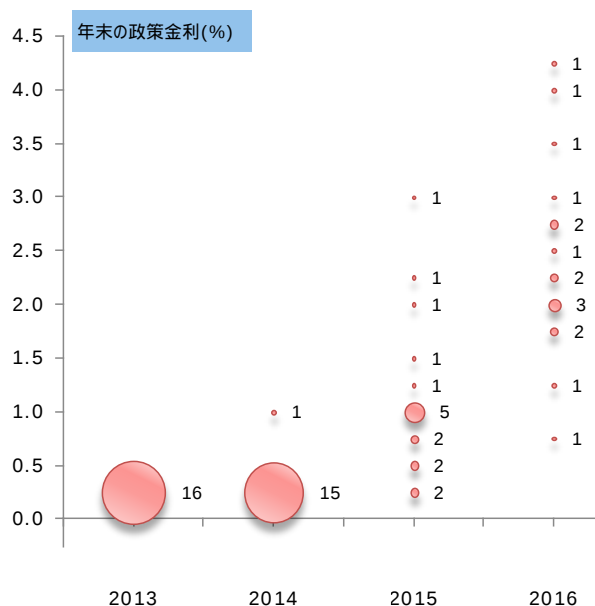
(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	12	3
前回見通し	1	13	2

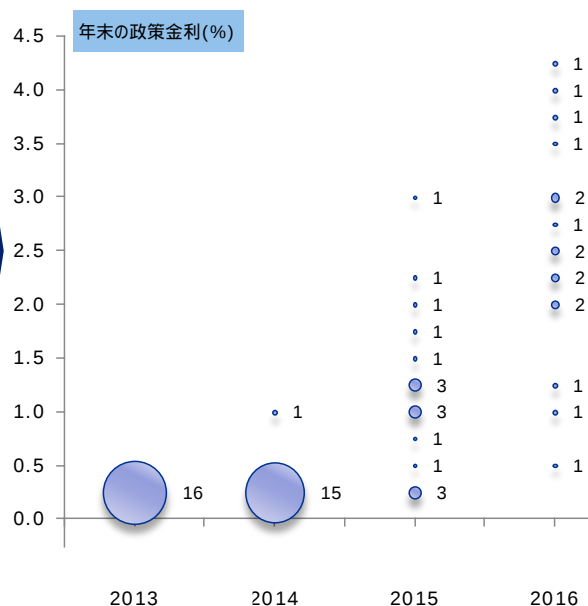
(出所)FRB

適切な金融引き締めペース（3月時点）



(出所)FRB

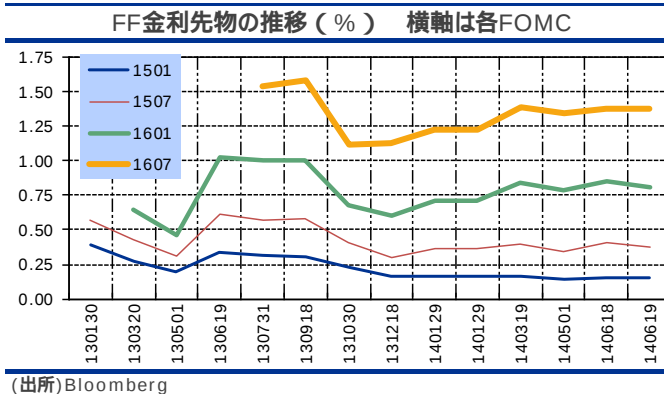
適切な金融引き締めペース（6月時点）



(出所)FRB

¹⁰ 中心レンジは、上下それぞれ3名を除いている。

長期均衡水準の引き下げとは逆に、当面のFF金利パスの見通しは若干引き上げられた。FOMC参加者見通しの平均で見ると、2015年末が3月SEPの1.13%から6月SEPでは1.20%へ、2016年は2.42%から2.53%へ、共に0.1%Pt程度の引き上げである。分布を見ると、2015年末について3月SEPでは1%が5名と最多だったが、6月SEPでは1%と1.25%が3名で並んでいる。2016年末は3月SEPでは2%が3名で最多だったが、6月SEPでは2%から3%の間に広く分布している。



こうしたFF金利パス見通しの変化は、利上げ開始時期の前倒しというよりも、利上げペースが前回想定よりやや加速する可能性を示唆するものである。そもそも、3月SEPの最多見通しによって示されていた1年で1%Ptの利上げ(2015年末1.0%→2016年末2.0%)はあまりにも緩やかなペースであり、FOMC参加者が金融政策のメカニズムを再検討する中で、6月SEPで幾分現実的なペースへ修正されたのだと考えられる。ただ、利上げペースに関してはFOMC参加者の間で意見が大きく分かれており、故に金利見通しの分布が広範囲に及んでいる。これは、労働市場に失業率のみでは把握できない大きな質的スラックが存在する下で、労働市場のタイト化が賃金上昇を通じてインフレ率の上昇へ繋がる度合いの把握が難しく、故に必要な利上げのペースも見極め難いためである。なお、FOMC後にFF金利先物は大きく変動しておらず、市場参加者は金利パス見通しの平均値の上方修正よりも、分布の広がりによる不透明性の高まりの方を重視した模様である。

(2)利上げペースは参加者示唆より速い

しかし、必要となる利上げペースを見極め難いからと言って、超金融緩和状態から中立を目指して金利を引き上げる出口戦略において、FOMC毎に利上げペースを大きく変更するのは現実的な選択ではない。現在行われているTaperingと同様に、経済物価動向に左右されると言う建前を示しつつも、実際には一定のペースで政策変更を進めるとというのが、金融市場の不安定化を回避する上で、現実的かつ妥当な政策運営であろう¹¹。そう考えると、FOMCは利上げ開始後に利上げペースを見極めるよりも、一定ペースでの利上げを確信でき

FOMCメンバー及び投票権

		FOMCでの投票権		スタンス	任期等
2014		2014年	2015年		
理事	イエレン議長	○	○	ハト派	副議長承認(6/12) 上院承認(6/12) 退任(3/13) 上院再任承認(6/12)
	フィッシャー副議長	○	○	金融不均衡重視?	
	ブレイナード理事	○	○	?	
	(ラスキン理事→後任未定)	-	-	-	
	パウエル理事	○	○	バーナンキ議長追随	
	タルーロ理事	○	○	バーナンキ議長追随	退任(5/28)
	(スタイン理事→後任未定)	-	-	-	
地区連銀総裁	NY連銀ダドリー総裁	○	○	ハト派,FOMC副議長	6月1日就任
	ミネアポリス連銀コチャロタ総裁	○		ハト派	
	シカゴ連銀エバンス総裁		○	ハト派	
	サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁		○	ハト派	
	ボストン連銀ローゼングレン総裁		○	ハト派	
	アトランタ連銀ロックハート総裁		○	中間派	
	クリーブランド連銀メスター総裁	○		中間派?	
	セントルイス連銀ブラッド総裁			タカ派	
	フィラデルフィア連銀ブロッサー総裁	○		タカ派	
	リッチモンド連銀ラッカー総裁		○	タカ派	
	カンザスシティ連銀ジョージ総裁			タカ派	
	ダラス連銀フィッシャー総裁	○		タカ派	

(資料) Federal Reserve Board 資料等より作成。

¹¹ もちろん、金利水準が中立水準に近い場合には小刻みな変更が妥当となりうる。

る時まで利上げ開始を待つ可能性が高い。

また、利上げ開始のタイミングを考える上では、2015 年のFOMC投票権者構成も考慮する必要がある。地区連銀総裁の投票権者は、毎年輪番で変わるが、2014 年がタカ派の多い年である一方、多くが利上げ開始を想定する 2015 年はハト派が優勢な年に当たる。新しく加わったフィッシャーFRB副議長やブレイナード理事の見解を見極める必要があるが¹²、2015 年の投票権者構成は早いタイミングでの利上げには繋がりにくい。

以上を踏まえ、当社では、FOMC が 2015 年後半まで利上げ開始を待った上で、一旦利上げを開始した後は現在 SEP が示しているよりも幾分早いペースで利上げを行うと予想する。早いペースでの利上げは、金融市場の不均衡に対する懸念の高まりとも整合的であろう。Fed は利上げ開始までは、金融市場の不均衡に対しては金融規制を割り当て、金融政策は割り当てない。しかし、米国経済が利上げに耐えうると判断した後は、金融規制のみならず、金融政策も金融市場の不均衡に対して振り向けるだろう。

(3)当面の経済・物価認識は不変

上述した金利見通しの修正以外にも、SEPには幾つかの変化が見られた。成長率見通し¹³は、寒波に伴う 2014 年 1～3 月期のマイナス成長を反映し、2014 年 3 月SEPの 2.8～3.0%から 6 月SEPで 2.1～2.3%へ引き下げられた。但し、当面の景気見通しについてFOMCが弱気となった訳ではなく、2015 年の成長率見通しは 3.0～3.2%、2016 年も 2.5～3.0%で変わっていない。これは、公表文(Statement)における景気認識の上方修正などからも確認できる。

一方、失業率見通しは 5 月時点で既に 6.3%まで低下した実績を反映し、2014 年 6.0～6.1% (3 月SEP6.1～6.3%) へ、2015 年は 5.4～5.7% (同 5.6～5.9%)、2016 年も 5.1～5.5% (同 5.2～5.6%) へ修正されている。成長率見通しが据え置かれているため、失業率見通しの引き下げは雇用者増加ペース想定ではなく労働力率想定の変更に伴うものである。また、後述するようにインフレ見通しも概ね据え置かれた点を考えると、失業率見通しの引き下げはあくまでも形式的な修正であり、長期失業やパートタイム労働者、労働者の労働市場への参加意欲など質的な部分まで勘案した労働需給の逼迫度合いに関する見通しの変更を意味しない。従って、2014 年成長率見通しの引き下げや 2014～2016 年の失業率見通しの引き下げは金融政策を考える上で重要ではない。

次にインフレ見通しをみると、現在の食料価格の上昇などを受けて、PCE デフレーター見通しが 2014 年に関して 3 月SEPの 1.5～1.6%から 6 月SEPでは 1.5～1.7%へ若干レンジ上限が引き上げられた。但し、コア PCE デフレーター見通しは 3 月SEPの 1.4～1.6%に対し、6 月SEPは 1.5～1.6%であり、レンジは狭くなったが上限は変わっておらず、FOMC 参加者はインフレ圧力が従来想定より強まったとは認識していない。

経済分析の項で示したように、5 月の CPI 上昇は特殊要因による部分が大きい。イエレン議長も、FOMC 後の記者会見において、5 月の CPI を「高め (high side)」と認めつつ、「雑音が含まれている (noisy)」と指摘しており、足元の CPI データについて基調的なインフレ圧力の強まりとは(少な

¹² クリーブランド連銀のメスター総裁も加わった。但し、投票権の輪番は 2014 年であり、2015 年は投票権を有さない。

¹³ 各年の最終四半期の前年比。

くとも現時点で)認識していない。故に、FOMC 参加者によるコア PCE デフレーター見通しは 2014 年のみならず、2015 年及び 2016 年も概ね据え置かれたのだと推測できる。なお、厳密にはコア PCE デフレーター見通しは 2015 年が 3 月 SEP の 1.7~2.0%から 6 月 SEP は 1.6~2.0%へ、2016 年も 1.8~2.0%が 1.7~2.0%へとレンジの下限が僅かに引き下げられた。既に述べたように、金利パスの見通しは幾分引き上げられたが、その理由は FOMC 参加者がインフレ懸念を強めたためではない。

4. トピックス：原油価格上昇の影響

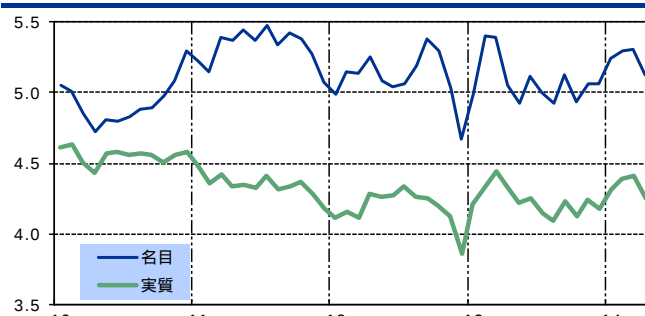
イラク問題の紛糾を受けて、原油価格が高騰しており、WTI は 4 月末の 100 ドル/バレルが、6 月 20 日に 107 ドルへ、ブレントは 109 ドルが 113 ドルへ上昇した。こうした原油価格の高騰は、主としてガソリン価格の上昇を通じて、米国の消費者の支出行動に悪影響を及ぼす。

エネルギー支出が家計の可処分所得に占める割合は、2013 年に 5.1%、ガソリンに限っても 3.1%に達する。自動車の燃費向上などにより、実質ベースでのエネルギー負担率は低下傾向にあるが、名目で見ると負担率はほぼ横ばいであり、ガソリン価格上昇が及ぼす影響は依然として大きい。ガソリンが生活必需品であり、代替が働きにくい点を勘案すると、ガソリン価格が 10% 上昇した場合、実質可処分所得の減少を通じ、消費支出は 0.3% 程度押し下げられる可能性があると判断できる。実際、2010 年末から 2011 年前半にかけてのガソリン価格上昇局面では、エネルギー価格の高騰がエネルギー支出ではなく、エネルギー以外の支出抑制に繋がった。

今回も、原油価格の上昇が続けば、ガソリン価格の上昇を通じて、消費支出を抑制する可能性がある。ただ、今までのところ、原油価格の上昇に比べ、ガソリン価格の上昇は限定的である。ガソリン価格上昇が限定的な背景として、レジャーシーズン前の不需要期である点や、米国内でのガソリン精製能力が増加するタイミングに当たった点、イラク側のトラブルが北部に集中し主要な輸出拠点である南部に波及しておらず供給不安が限定的な点などの短期ファクターに加え、（カナダも含めた）北米産出原油の増加による輸入依存度の低下という構造ファクターが指摘されている。

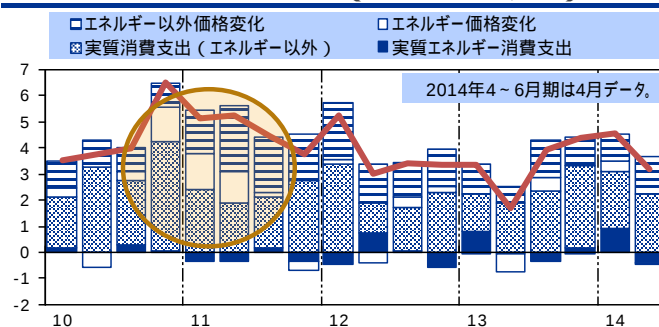
しかし、上述の要因のうち、多くは、今後解消へ向かう可能性が高い。とは言うまでもなく、についても、従来に比べ化石燃料の自給率が高まったとは言え、未だ米国は相当量を輸入している点を勘案すると、過大な期待は禁物である。従って、イラク問題の深刻化などにより原油価格の上昇が続いた場合には、一定の消費下押し圧力を覚悟する必要があるだろう。

エネルギー負担率の推移（対可処分所得、%）



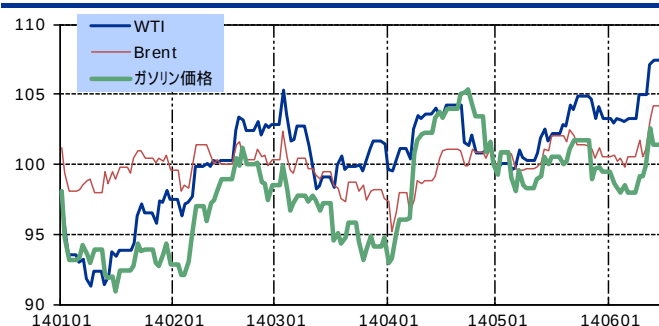
(出所)U.S. BEA

名目消費支出の推移（前期比年率、%）



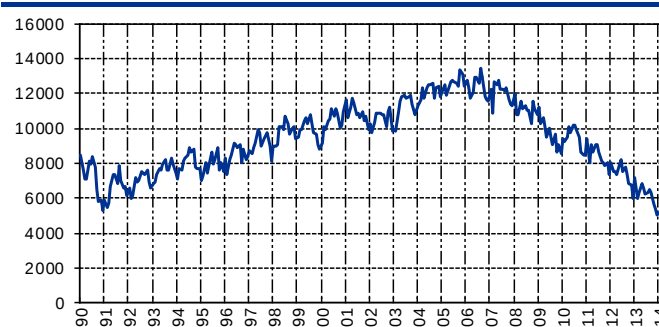
(出所)U.S. BEA

原油価格とガソリン価格の推移（2014/4/30=100）



(出所)EIA

原油及び石油製品の純輸入量（Mbbbl/日）



(出所)EIA

【米国主要経済指標】

	Q2-13	Q3-13	Q4-13	Q1-14				
	注記がない限り前期比年率（％）							
名目GDP	3.1	6.2	4.2	0.3				
実質GDP	2.5	4.1	2.6	▲1.0				
個人消費	1.8	2.0	3.3	3.1				
住宅投資	14.2	10.3	▲7.9	▲5.1				
設備投資	4.7	4.8	5.7	▲1.6				
政府支出	▲0.4	0.4	▲5.2	▲0.8				
輸出	8.0	3.9	9.5	▲6.0				
輸入	6.9	2.4	1.5	0.8				
経常収支(10億ドル)	▲106	▲101	▲87	▲111				
名目GDP比(%)	▲2.5	▲2.4	▲2.0	▲2.6				
	Q2-13	Q3-13	Q4-13	Q1-14	Feb-14	Mar-14	Apr-14	May-14
	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	4.1	1.0		0.3	0.5	0.3	
消費者信頼感	75.1	81.0	74.0	80.5	78.3	83.9	81.7	83.0
小売売上高	1.6	4.0	3.5	0.9	0.9	1.5	0.5	0.3
除く自動車、ガソリン、建設資材等	0.4	3.3	5.0	0.1	0.6	1.1	0.2	▲0.1
鉱工業生産	1.9	2.4	4.9	4.5	1.1	0.8	▲0.3	0.6
住宅着工件数(年率換算、千件)	866	882	1025	925	928	950	1071	1001
中古住宅販売戸数	14.8	18.7	▲25.6		▲0.4	▲0.2	1.3	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	5.0	5.0	4.6		5.0	5.1	5.9	
非国防資本財受注(除く航空機)	4.7	▲5.0	5.2		0.1	4.7	▲1.2	
民間非居住建設支出	11.5	16.3	10.5		▲0.5	▲0.2	▲0.1	
貿易収支(10億ドル)	▲122	▲121	▲112		▲43	▲44	▲47	
実質財収支(10億ドル,2009年基準)	▲144	▲145	▲139		▲48	▲51	▲54	
実質財輸出	9.4	2.6	9.6		▲1.7	2.7	0.4	
実質財輸入	6.8	3.3	1.2		▲1.3	3.4	2.0	
ISM製造業指数(四半期は平均)	50.8	55.7	56.7	52.7	53.2	53.7	54.9	55.4
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.7	56.1	54.1	52.9	51.6	53.1	55.2	56.3
失業率(%)	7.5	7.3	7.0	6.7	6.7	6.7	6.3	6.3
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	201	172	198	190	222	203	282	217
民間雇用者数(前月差、千人)	204	168	202	189	201	200	270	216
四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.1
消費者物価(前年比、%)	1.4	1.6	1.2	1.4	1.1	1.5	2.0	2.1
コア消費者物価(前年比、%)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0
PCEデフレーター(前年比、%)	1.1	1.1	1.0		0.9	1.1	1.6	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.2	1.2	1.2		1.1	1.2	1.4	
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(%)	0.33	0.40	0.34	0.40	0.33	0.40	0.42	0.39
10年債利回り(%)	2.30	2.81	2.90	2.72	2.71	2.72	2.71	2.56
名目実効為替レート(1997/1=100)	101.7	101.9	102.0	103.1	103.2	103.1	102.7	102.4
ダウ工業株30種平均	14910	15130	16577	16458	16322	16458	16581	16717
S&P500株価指数	1606	1682	1848	1872	1859	1872	1884	1924

(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。