

～海外情報～

2011年7月20日 全11頁

# 米経済見通し 長期化する景気減速

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也緩やかな回復シナリオを維持し、追加緩和措置は想定せず

## [要約]

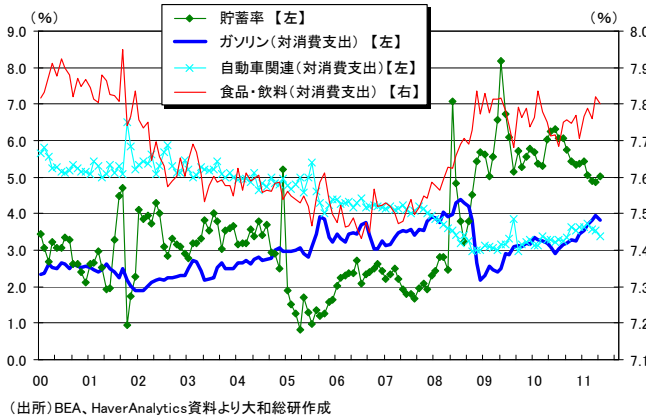
- Q1に続いてQ2も2%前後の低成長が見込まれるなど景気減速が鮮明になっており、2011年予想の下方修正の動きが止まらない。悪天候やエネルギー価格高騰、サプライチェーンの混乱といった一時的な要因が影響しており、これらが解消されればある程度持ち直すと期待されている。だが、より長期的な課題が景気回復の障害になっている可能性も否定できない。
- 足もとの低成長の主因は個人消費の弱さ。家計のバランスシート調整が進展し返済負担が徐々に軽減しているほか、クレジットカードローンの残高が増加に転じたり、住宅着工件数が予想以上に増えるなど、明るい材料も散見される。それにもかかわらず、実際の支出が伸び悩んでいる背景には、雇用・所得環境の改善が足踏みしていることが指摘できよう。そして、企業が採用に慎重になっている要因としては、実際の需要不足のほかに、先行きに対する不透明さもあるだろう。今後への確信を抱けない状況では、積極的にリスクを冒す必要もない。国内の経済政策の定まらないなかでは、海外市場がより魅力的に映ったとしても不思議ではないだろう。

Q1に続いて、Q2も2%  
程度の成長にとどま  
る可能性

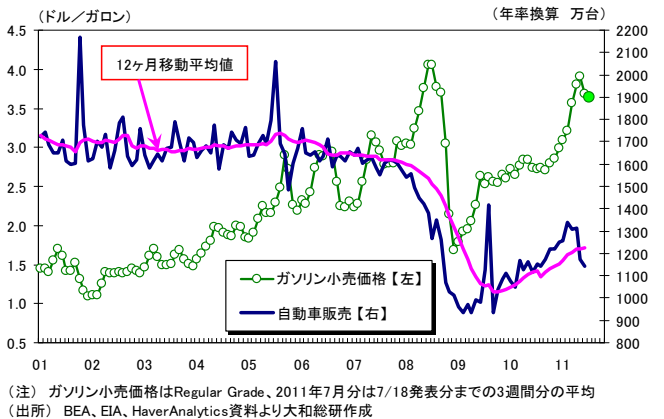
米国経済は2011年Q1に前期比年率1.9%増と2010年Q4の3.1%増から大幅に減速し、なかでも個人消費は前期の4.0%増から2.2%増にとどまった。悪天候や2月半ばからのガソリン価格の上昇等がマイナスに作用したとみられる。その後もガソリンの平均小売価格は上昇し続け、5月前半には3.96ドル/ガロン台と2008年夏以来の高値に達した。消費者にとってガソリンは生活必需品であり、上昇した分は他の支出を切り詰める必要が出てくる。価格が1ドル上昇すれば名目支出全体の1%に相当する額を追加的に負担する形になり、いわば増税のようなイメージである。

幸い、ガソリン価格は2008年のような4ドル超は回避されて5月後半以降下落に転じており、景気に対するネガティブなインパクトは軽減していくと期待されている。ただ、現在のところその下落幅は限定的であり、むしろここ3週間連続で小幅上昇するなど価格は高止まったまま。消費者マインドとの関係では（ミシガン大/ロイター調査による）、3ドルまで下落すれば消費者は必ずしもランニングコストとして自動車購入を手控える材料とは認識していなかったことから、支出パターンへの影響は小さくなるだろう。ただし、EIA（Energy Information Administration）の7月の短期見通しによると、ガソリンの予想価格は過去に比べて引き下げられているとはいえ、シーズンオフの11年12月でも3.5ドル弱、2012年は3.5～3.7ドルのレンジで推移すると想定されている。金融危機のショックで2ドル割れまで急落した2008年とは取り巻く環境が大きく異なるということだろう。

家計に占める生活必需品の割合 ～ 食費よりもガソリン代が負担



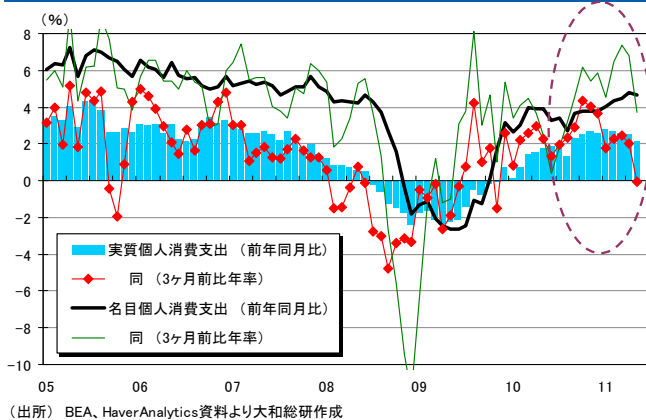
6月新車販売は年率1141万と2ヶ月連続の減少 ～ 供給制約解消せず



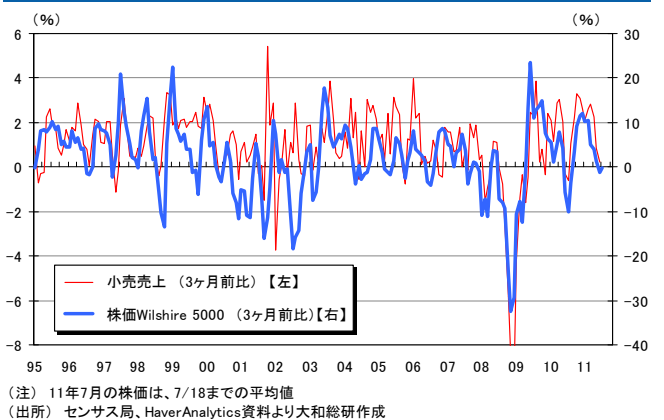
さらに、3月に日本で発生した震災・原発事故によってサプライチェーンが混乱し、自動車関連を中心に4月以降の生産活動は影響を受けている。このような外部環境の変化を受けて、企業の景況感も春先までの好調さから一転して大幅に悪化し、慎重な行動につながっている。それが顕著に表れたのが雇用環境であり、民間部門の雇用者数は、2～4月の月平均24万人増から5月7.3万人増、6月5.7万人増と一ケタ台の増加にとどまってしまった。企業の採用意欲が低下しており、労働時間や賃金も頭打ちになっている（詳細は後述）。

Q1の個人消費は名目ベースでは高い伸びを維持し、消費者がお金を使っていないわけではなかった。しかし、直近の雇用・所得環境の足踏みを背景に、Q2の名目支出の伸び率は鈍化し、エネルギーや食品の価格高騰を調整した実質ベースで見ると、ほぼフラットの状態になっている。あまり豊かになっていない現状感覚に加えて、先行きの景気や所得に対する消費者マインドも低迷している。このような悪循環が働いた結果、Q2の成長率は、主に個人消費（弊社想定は2年ぶりの低成長）がネックになって、Q1同様に2%程度にとどまるとみられる<sup>1</sup>。

個人消費 ～ 大きく乖離する名目値と実質値



株価の変化に左右される個人消費 ～ 日本の震災や悪天候も響く

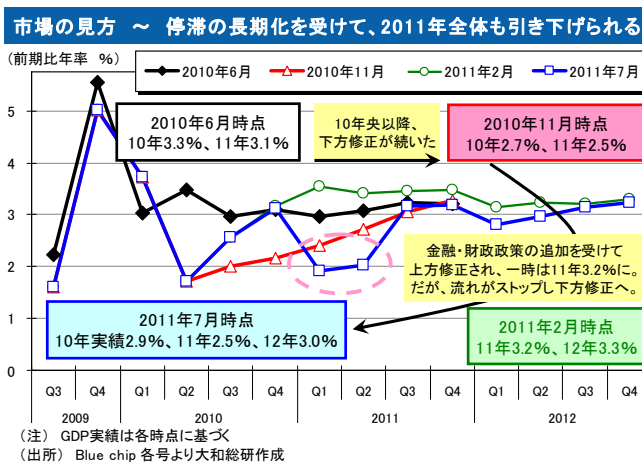


<sup>1</sup> なお、7月29日にQ2のGDP成長率が発表されるが、その際には2008年Q1～2010年Q1がリバイスされる予定であり、2009年Q3以降の景気回復の姿が改めて確認されよう。

**見通しの下方修正  
～ 減速長期化を、一時的要因だけでは説明できない可能性**

昨年末にかけて実施された金融・財政政策の追加措置を受けて、2011年の成長率予想は断続的に上方修正されてきたが、3月以降は下方修正の動きが止まらない。直近の市場コンセンサス（Blue Chip 調査、7月）は2011年の成長率を2.5%（2012年を3.0%）と想定し、ピークだった2月時点から0.7%ポイント引き下げられている（2012年は0.3%ポイントの下方修正）。また、足もとQ2に関して言えば、2.0%と2ヶ月前までの3%台の成長予想から大幅に下方修正されているが、年後半以降は再び3%台の成長に回帰すると、依然として市場コンセンサスはみており、2011年よりも2012年の経済成長率が高くなっている。つまり、景気減速の長さや深さに対する見方の差はあるとはいえ、足もとの状況よりも年後半、そして来年の方が良くなると見込んでいることになる。2010年末に成立した景気対策には2010年末で終了する措置も少なくなく、財政面のサポートが通減していくと想定されているにもかかわらずである。

Fedメンバーの成長率見通しも例外ではなく、2011年Q4（前年同期比）の6月時点の想定は、4月時点の+3.1～3.3%から+2.7～2.9%に引き下げられた<sup>2</sup>。そして、2012年Q4（前年同期比）も4月時点の+3.5～4.2%から+3.3～3.7%に引き下げられたが、市場コンセンサスと比べると、依然として楽観的と言える。



**Fedメンバー大勢の景気・インフレ見通し(2011年6月)**

	2011年	2012年	2013年	長期
実質成長率	2.7-2.9% (3.1-3.3%)	3.3-3.7% (3.5-4.2%)	3.5-4.2% (3.5-4.3%)	2.5-2.8% (2.5-2.8%)
PCE価格指数	2.3-2.5% (2.1-2.8%)	1.5-2.0% (1.2-2.0%)	1.5-2.0% (1.4-2.0%)	1.7-2.0% (1.7-2.0%)
コアPCE価格指数	1.5-1.8% (1.3-1.6%)	1.4-2.0% (1.3-1.8%)	1.4-2.0% (1.4-2.0%)	
失業率	8.6-8.9% (8.4-8.7%)	7.8-8.2% (7.6-7.9%)	7.0-7.5% (6.8-7.2%)	5.2-5.6% (5.2-5.6%)

(注) 10-12月の前年同期比、失業率は10-12月の平均  
大勢は全体から上下3人ずつを除く。括弧内は2011年4月時点の想定  
(出所) FRB資料より作成

また、6月22日のFOMC声明文では、景気回復が“想定していたよりもいくらか遅くなっている”と指摘。その理由として強調されたのが、サプライチェーンの混乱や食品やエネルギーの価格上昇が消費者の購買力や支出を減衰させた影響など、一時的とみられる要因だった。一方、Fedは“回復のペースは今後数四半期で加速すると予想される”と指摘しているが、これら一時的要因が解消すれば米国経済は元の回復軌道に戻れるのだろうか。

バーナンキ議長がFOMC後の記者会見や7月の議会証言で述べたように、必ずしも一時的要因だけでは景気減速を説明できず、より長期的な課題が影響している可能性がある。具体的には金融セクターの弱さ、住宅セクターが抱える問題、バランスシートやデレバレッジなどが挙げられており、いずれも消費に絡んだ課題である。元々2009年後半からの今回の景気回復の場合、個人消費の勢いが過去の回復局面の半分程度であり、緩慢な回復の主因となってきた。つまり、外部からのショックを打ち負かすほどの力強さはなく、2010年は欧州の財政危機に端を発

<sup>2</sup> FOMCについては、拙稿 海外情報「Fed、一時的要因により景気の現状認識を下方修正」 2011年6月23日付けを参照。

する世界的な金融市場の混乱、2011年は原油価格高騰などが響いた。

この一年間で家計の負債残高は減少し、ローンの延滞率は低下、自動車やクレジットカードの融資残高は増加と、家計を取り巻く環境は改善してきた。また、株価の水準は昨年を大きく上回っており、金融資産などストックの面でバッファがあることから、不透明要因に対する耐久力は高いとみられる。しかし、今年後半以降の景気回復度合いを見極めるうえでは、4月まで堅調に増えてきた雇用者数が2010年のように一ケタ台が続いてしまうかが焦点だろう。直近の雇用統計(6月)の内容には、ポジティブな部分がほとんどみられず、7月以降再び改善ペースが急拡大すると期待するのは、やや楽観的かもしれない。

## 足もとの経済状況 ～ まちまちの内容 に

Q3の成長率(前期比年率)を考えるうえではQ2の最後、つまり6月の数字がポイントになる。あまりに発射台が低過ぎれば、7月以降の伸び率が堅調に推移しても、Q3全体の成長率の数字は限定的なものになってしまう(その分、Q4は高めに)。これからみていくように、直近の経済状態を示す指標はまちまちの内容だが、全体としては弱めと言える。一時的要因はまだ解消されておらず、企業の景況感や消費者心理の低迷を通じて、Q3にも影響が及ぶ可能性が出ている。つまり、これまで想定してきたよりも、景気減速が長期化するかもしれないということである。

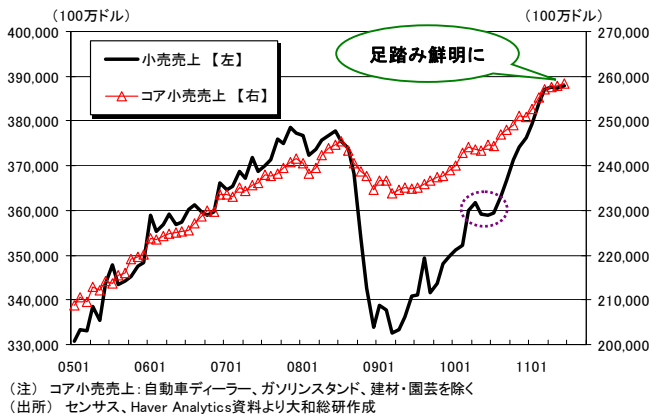
## 個人消費の足踏み

まず、Q2の低成長の主因である消費動向を確認する。6月の小売売上は前月比0.1%増と市場予想(0.1%減)を上回り、2ヶ月連続のマイナスは回避されたものの、総じてみると、消費活動は4～6月にかけてほぼフラットで足踏み状態と言えよう。Q2は前期比年率で4.4%増と、2010年Q4の12.5%増や2011年Q1の10.5%増から急減速。また、前年同月比では7～8%増と堅調に伸びているが、インフレ要素も考慮すると実質ベースでは伸び悩んでおり、景気減速を示している点は変わらない。

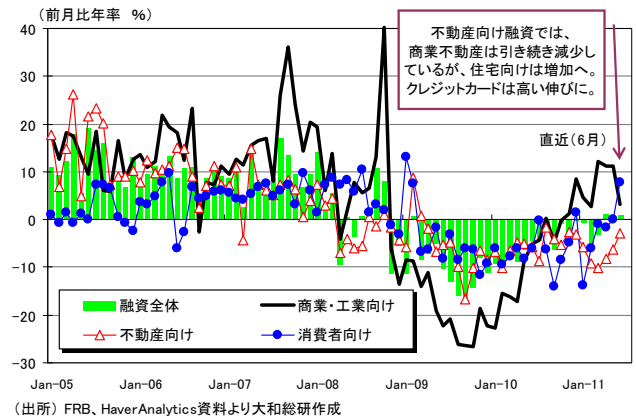
中身をみると、5月は前月比1.8%減と落ち込んで小売全体を抑制した自動車・部品の売上が0.8%増と4ヶ月ぶりに増加し、全体の伸び率を0.13%ポイント押し上げた。6月の新車販売台数が2ヶ月連続で減少した点からするとやや意外か。自動車ディーラーの売上に限定しても増加に転じており、一台当たりの単価が上昇していることを示唆する。対照的に、最大の押し下げ要因となったのがガソリンスタンドであり、1.3%減と一年ぶりに売上が減少。ガソリン小売価格の値下がり響いたとみられる。このように、自動車関連やガソリンスタンドが上下に売上を引っ張ったわけだが、この2つを除いたベースでは0.2%増となり、4～5月と同じペースである。自動車に次ぐプラス寄与度の項目としては、建材・園芸が1.3%増と4ヶ月連続で増加し、住宅建設市場が低迷しているなかでは堅調に推移。デパートを含んだ総合小売は0.4%増と2ヶ月ぶりに増加、飲食料品も0.3%増、アパレルは0.7%増と、いずれも伸び悩んだ5月から反発している。また、オンライン取引や宅配などの無店舗販売は0.3%増(11ヶ月連続)と着実に拡大。反対に、減少したセクターとしては、外食が0.4%減のほか、家電や家具、スポーツ・娯楽等が3ヶ月連続で減少しており、生活必需品ではない耐久財の支出が抑制されている。また、GDPにおける個人消費の基礎統計であるガソリンスタンド、自動車ディーラーと建材・園芸を除いた小売売上高は0.1%増と半年ぶりの低い伸びにとどまった。しかし、二番底懸念が高まった昨年々央にみられたような悪化(前月比マイナス)は回避されている。



## 6月の小売売上は0.1%増と2ヶ月ぶりに増加 ～ コアは0.1%増



## 商業銀行の融資 ～ 企業向けの伸びは鈍化した、消費者向けは増加



## 家計のバランスシート調整は進展 ～ クレジットカードローン残高が増加へ

一方、6月に出した経済見通しでも指摘したように、家計の債務残高は、消費者信用が2四半期連続で増加したものの、住宅ローンの圧縮幅の方が大きく、全体では前期比年率2.0%減と12四半期連続で減少し、しかも一度鈍化した圧縮ペースが再加速した。また、住宅ローンの返済負担は約6年ぶりの低さ、また消費者ローンの返済負担は1994年以来の低水準になるなど、家計のバランスシート調整が進展している。過剰感の解消が順調に進んでいる一方で、この動き自体は縮小均衡の姿であり、個人消費の拡大を示しているわけではない。ただ、Q2に入って、圧縮の動きにやや変化が見られ始めている。2009年以降減少トレンドにあった商業銀行の消費者向けの融資残高が、5月に下げ止まり、6月には前月比年率7.8%増と2009年1月以来の高い伸びを記録した。なかでも、クレジットカードローンの残高が9.9%増と増えている。これまで、自動車ローンを中心とした非リボルビング残高は昨年後半から増えてきたが、ようやくクレジットカードの利用額がプラスに転じたことになる。

また、家計関連の明るい指標としては、6月の住宅着工件数が前月比14.6%増の62.9万戸と増加した点も挙げられる。5月が下方修正された分、伸び率は高めになったが、市場予想(57.5万戸)を上回り、5ヶ月ぶりの高水準になった(しかも1月は建設規則の変更前の駆け込み需要が発生して押し上げられた面も)。ポラティリティの高い2戸以上の集合住宅が30.4%増と大きく増えた点が貢献しているが、主力である一戸建ても9.4%増の45.3万戸と2010年5月以来の高水準。住宅着工件数は、政策効果があった2010年前半の60.8万戸から年後半は56.2万戸、そして2011年前半は57.9万戸とほぼ横ばい状態であり、トレンドに変化がみられると判断するのは時期尚早かもしれない。ただ、先行指標となる建設許可件数も2.5%増の62.4万戸と予想(59.5万戸)を上回り、今後に期待を持たせるものだ。前述の商業銀行の不動産向け融資残高は、依然として前月比で減っているものの、住宅ローンに限れば半年ぶりの増加へ(商業不動産やホームエクイティローンは引き続き減少)。

## 雇用改善ペースの大幅な減速

このように、家計を取り巻く環境にポジティブな要素がみられるにもかかわらず、小売売上などが伸び悩んでいる背景には、雇用・所得環境という本筋(フロー)が大きく減速していることが指摘できよう。消費者心理の悪化も抑制要因になっている。

6月の非農業雇用者数は前月差1.8万人増と、市場予想(10.5万人増)を大幅

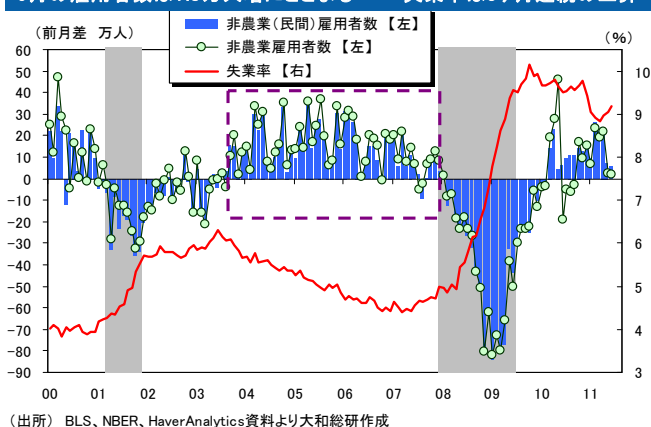
に下回った<sup>3</sup>。9ヶ月連続の増加となったものの、下方修正された5月の2.5万人増とともに、この期間では低い水準であり、2～4月の月平均増加ペース21.5万人増から大幅に減速している（5～6月の平均は2.2万人増）。この2ヶ月間は、雇用者が実質的に増えていないと言ってもいい。注目される民間部門の雇用者数も5.7万人増と、5月の7.3万人増に続く一けた台の増加にとどまった（市場予想は13.2万人増）。2～4月の月平均24万人増から大幅に縮小し、2010年5月以来の低水準に。1年4ヶ月に及ぶ民間部門の累積増加幅は218.1万人になったが、増加ペースは着実に鈍化傾向にある。政府部門の減少が止まらない状況に加えて、民間部門の増加幅が生産やサービスの両セクターで大きく縮小している。

5月に鈍化した際には、背景として、サプライチェーンの混乱など一時的要因が指摘されたが、6月も足踏み状態にとどまったために、一時的要因だけでは説明できないだろう。一時的要因をきっかけに、企業の採用意欲が低下している可能性がある。2010年も、プラスに転じた3ヶ月目の5～7月にかけて民間部門の増加幅が一けた台（月平均6.9万人増）に落ち込んだ結果、景気の二番底懸念を高め、QE2や景気対策など金融・財政の追加措置を取らざるを得ない状況につながった。

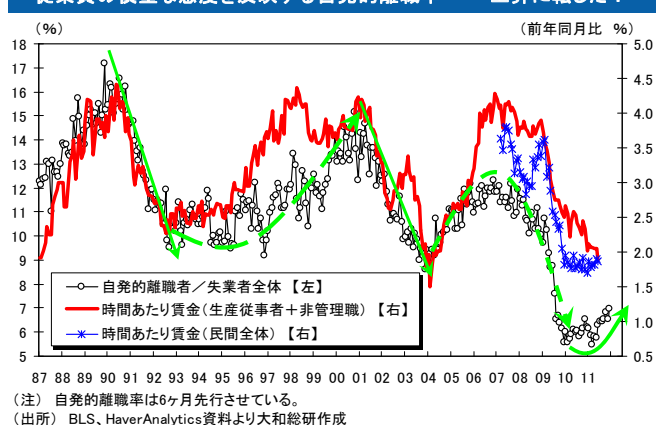
人数の点に加えて、長期化してきた労働時間の増加が頭打ちになってきた。鉱業・製造業・建設業の生産従事者とサービス部門の非管理職に、管理職などを加えた民間セクター全体の6月の週当たり労働時間は34.3時間と前月から0.1時間短縮された。既存の従業員の労働時間が高水準である事実は変わらないが、頭打ち状態になっており、企業が人を増やさざるを得ない環境整備には一步後退というところか。また、民間セクター全体の時間当たり賃金も前月比0.04%減、前年同月比1.86%増と伸び悩んでいる。賃金上昇率の先行指標に相当する自発的離職率が上昇に転じ始めている点はポジティブだが、その水準自体は低く、過去の経験則のように賃金上昇率が加速するには時間がかかるだろう。

この結果、雇用者数や労働時間、賃金の頭打ちのために、6月の民間部門の総労働賃金（時給×時間×雇用者数）は前月比0.3%減（前年同月比4.1%増）と7ヶ月ぶりに減少してしまった。せっかくのガソリン価格下落によるプラス効果（ガソリンが50セント安くなれば、消費支出全体の0.5%に相当する金額が浮くことになり、他に使う余地が生まれる）も、雇用環境への不安から、消費者が支出に慎重になる、つまり貯蓄としてプールされてしまう可能性が出てこよう。

6月の雇用者数は1.8万人増にとどまる ～ 失業率は3ヶ月連続の上昇



従業員の慎重な態度を反映する自発的離職率 ～ 上昇に転じた？



<sup>3</sup> 詳細は、拙稿 海外情報「米雇用改善のペースダウン続く、昨年の二の舞か」 2011年7月11日を参照。

## 労働市場からの退出 が失業率の上昇幅を 抑制

6月の失業率は9.2%と市場予想に反して3ヶ月連続で上昇し2010年12月以来の水準になった。この3ヶ月間の上昇幅はおおむね同じだが、内容的には一番悪いと言える。就業者の大幅な減少に加えて、労働参加率の低下が失業率の上昇幅を抑制しているからだ。仮に仕事を探して労働市場にとどまっていれば、統計上の失業率は9.4%台に大きく跳ね上がっていたとみられる。

6月22日に発表されたFOMC声明文のなかでは、“失業率は、雇用の最大化と物価の安定を促進するという目標に最適と委員会が判断する水準に向かって、徐々に再び下がり始めるだろう”というFedの見通しが示されたが、6月の変化は質的な面を考慮すると、今後失業率は緩やかに低下するという金融当局の想定からやや逸脱したものだろう。ちなみに、Fedメンバー大勢の失業率の予想は、2011年Q4平均で8.6~8.9%、2012年Q4で7.8~8.2%、2013年Q4で7.0~7.5%と緩やかな低下が見込まれているが、彼らが長期的な水準とみなす5.2~5.6%に達するのはかなり時間がかかる模様だ。一方で、自発的な離職者が増えたほか、労働市場に参入したものの、うまく仕事が見つからなかったケースも失業率押し上げにつながっている。これらの要素は、景気回復局面では避けられない現象である。

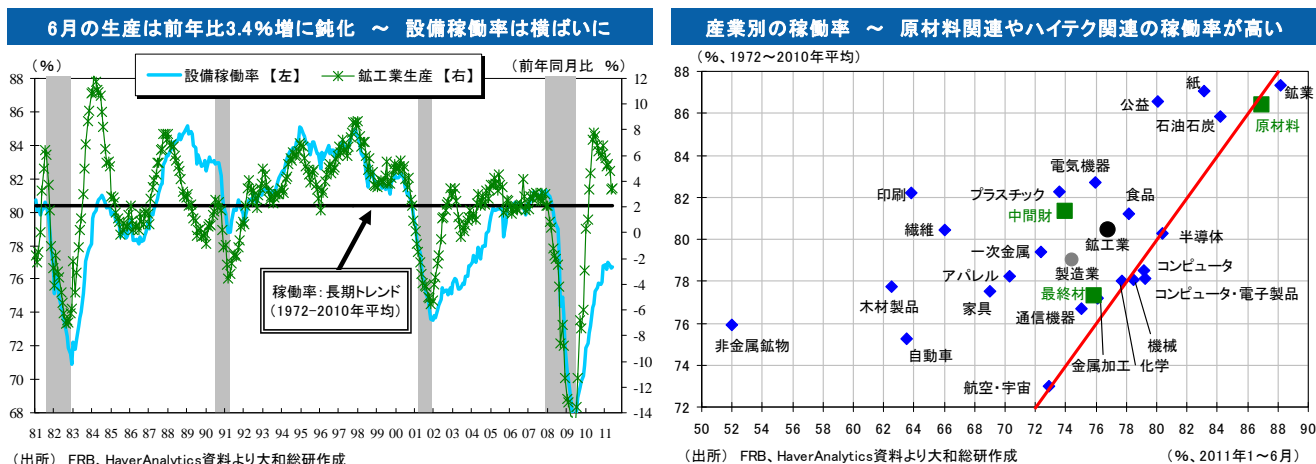
## 実際の生産活動も、鈍 化傾向に

企業が採用に慎重になっている一因には、実際の需要不足、あるいは先行きに対する不透明さがあるだろう。原材料コストが上昇しているなかでは、収益を確保するために人件費を抑制する必要があるだろうし、今後への確信を抱けない状況では、積極的にリスクを冒す必要性はない。政府の経済政策の不透明さも、経営者にとっては先行きへの懸念材料だろう。また、新興国など海外市場の方が高い成長が見込めるならば、無理に国内で雇用を増やさなくても、海外での事業展開を積極的に進めた方が収益面で優位である可能性もある。

6月の鉱工業生産は前月比0.2%増と3ヶ月ぶりにプラスになった。同時に今年に入ってからのデータがリバイスされ、1~4月の水準は上方修正される一方で5月分は下方修正。この結果、4、5月の変化率は0.1%減と2ヶ月連続のマイナスに。特に、5月の製造業(SICベース)は0.4%増から0.1%増に引き下げられた。Q2全体では前期比年率0.8%増とQ1の4.8%増から大幅に減速し、増加に転じた2009年Q3以降では最も低い伸びにとどまり、企業の生産活動にほとんど変化がみられなかったと言えよう。

その背景としてFRBは、3月に発生した東日本震災によるサプライチェーンの混乱が、自動車・同部品、そして関連産業の製品の生産を抑制したと指摘している。実際、自動車・同部品はQ1の前期比年率29.2%増から16.4%減に悪化した他、電気製品も8.4%減、紙製品は8.0%減、木材製品は6.9%減、一般機械は1.8%減とQ1までのプラスから一転してマイナスになった。逆に、非金属鉱物や金属加工、航空宇宙、繊維などは前期から加速し2ケタの高い伸びを示した。

6月は、公益(電力・ガス)が前月比0.9%増と2ヶ月ぶりに増加し、鉱業も0.5%増と堅調に拡大している。一方で、鉱工業全体の約75%を占める製造業(SICベース)は前月比横ばいとなり、下方修正された5月の0.1%増とともに低位にとどまった。具体的には、自動車・同部品は2.0%減と、5月(0.3%減)からマイナス幅が拡大。サプライチェーンの混乱の影響からまだ回復していないとみられる(自動車部品というよりは、自動車の悪化が響く)。



### 企業の景況感に持ち直しはみられず ～ 大企業の方が悪化度合いは限定的

早い段階から悪化した企業の景況感だが、直近のデータには持ち直しの兆しがみられず、悪化が止まっているという状況だろう。企業の景況感を表す6月のISM製造業景況感指数は55.3%と5月から1.8%ポイント上昇し、4ヶ月ぶりに前月水準を上回った。一段の低下を避けられた点は評価できるが、55.3%という全体の水準は2010年6～9月とほぼ同じにすぎず、内容をみても、在庫が改善幅の約6割を占めており、新規受注は基準となる52.1%（52.1%超だと、実質の製造業受注が前月比で概ね増加に）を前月に続いて下回るなど、必ずしも好調とは言えない。

個別では、在庫が前月差+1.0%ポイントと最も貢献し、雇用が+0.3%ポイントで続き、新規受注や生産、入荷遅延は+0.1%ずつと限定的。先行性のある新規受注は、4月の51%から51.6%と僅かに上昇。前月に10.6%ポイントも低下したあとの僅かな反動。原系列のデータながら、“よくなった”という割合が前月の30%から34%に増える一方で、“悪くなった”の割合も16%から23%に高まっている。季節調整の結果4ヶ月連続の低下は回避されたが、景気回復局面である過去2年間においては、最も勢いのない2ヶ月間であった。同様の傾向が生産にも当てはまる。ISMは、“仕入れ価格の上昇率は鈍化し、価格が上がっているコモディティの品目は少なくなっているが、いくつかの産業において、コモディティや投入価格は引き続き懸念されている”とコメント。

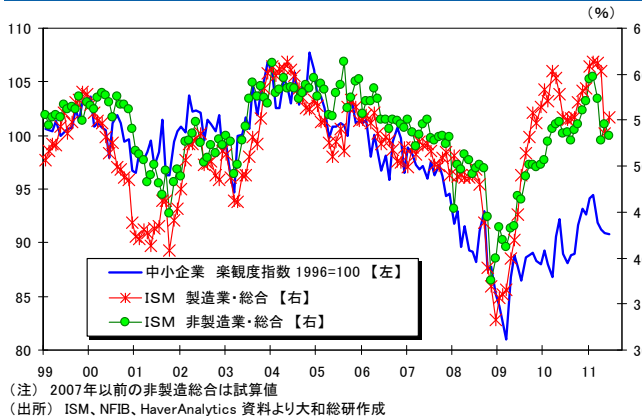
また、ISM非製造業指数は53.3%と前月から1.3%ポイント、2ヶ月ぶりに低下し、市場予想をやや下回った。製造業が上昇に転じた一方、非製造業は再び弱含むなど企業の景況感に底打ちはみられない。中身をみると、ISMは、“ビジネス環境に関する企業のコメントはまちまちであり、業種や企業によって異なる。最も顕著な懸念は、依然として価格のボラティリティである”と言及している。中身をみると、雇用を除く3項目がマイナスに寄与しているが、最も足を引っ張ったのは新規受注であり、前月から3.2%ポイント低下した。また、入荷遅延が前月差2.0%ポイント低下の52%に。また、ビジネス活動はこの3ヶ月間はほぼフラット。雇用も改善したとはいえ、0.1%ポイントの微増。ただし、実際の雇用統計ではサービスセクターの雇用は振るわず。製造業ともに、雇用に関する景況感のレベルは、昨年中央を上回っており、雇用者数の伸び悩みとはやや整合的ではない。

一方、同じ企業の景況感でも、大企業ほどQ2に入ってからの悪化幅が限定的であり、先行きに対する見通しは楽観的である。企業の景況感でも、どこの市場に依拠した業種や規模によって異なると言えよう。ちなみに、Business Roundtable

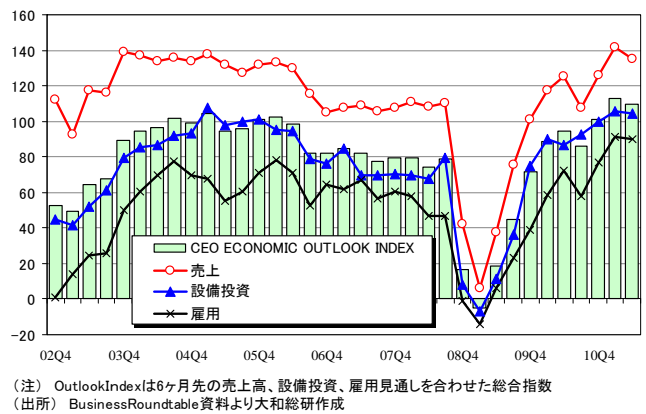


は、年間収益が約6兆ドル、1,300万人以上の従業員を抱える企業の経営者団体であり、米国株式市場の時価総額の約1/3を占め、全米の研究開発の約半分を支出しているという。

企業の景況感 ～ 6月の製造業は上昇、非製造業は低下



大企業CEOの先行き見通しは楽観的 ～ 直近やや下方修正



## QE2の終了後の金融政策 ～ 出口戦略の明確化と下ブレリスクに配慮

6月21-22日に開催されたFOMCでは、“長期にわたって”ゼロ金利を続けるという方針や、2010年11月に決定された国債の総額6,000億ドルの追加買入れ計画(QE2)の6月末の完了、さらに、保有証券残高を維持する方針が確認された。この3点セットはこれまで通りであり、サプライズはなかった。

声明文をみると、景気の現状認識の総括が“景気回復が緩やかなペースで継続しているが、想定よりも遅い”と指摘。下方修正の背景としては、物価高による個人消費抑制と日本の震災に伴うサプライチェーンの混乱を挙げているが、これら一時的要因は足もとの景気減速を部分的に説明しているにすぎないとも。声明文では、回復ペースは今後数四半期で加速するという想定が示されているが、改定されたFedメンバーの見通しでは、2011年と2012年の成長率が引き下げられた。

また、インフレに関しては、コモディティや輸入品の価格上昇やサプライチェーンの混乱が、足もとのインフレを押し上げていると指摘。ただ、その影響は一時的という立場は前回と同じ。だが、Fedメンバーはコアを中心にインフレ見通しを引き上げており、タカ派の警戒心を高めることになっている。結局、どちらにも動けず、現行政策の長期化を示唆する内容と言えよう。

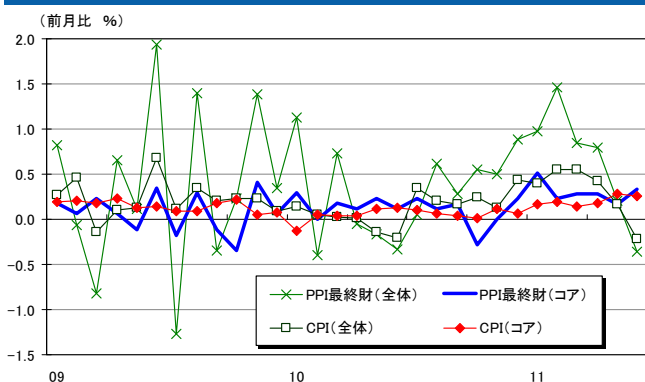
一方、約3週間後に公表された議事録要旨では、出口戦略として、①残高維持のための再投資の一部停止・終了、②“長期にわたって”などの政策金利の指針の修正、③政策金利の引き上げ、④GSE債やMBSの売却を開始し、3～5年をかけて完了を目指すという段階的な方針が示された（この方針には参加者のうち一人を除いて賛成）。だが、この基準を適用するタイミングは景気・インフレ実態に調整されるわけで、景気が足踏みしている現状では、QE2終了後の超緩和状態が当面継続されるとみられる。

ただ、景気減速の長期化を背景に、QE3など追加策を期待する声は根強い。実際、Fedのなかにも、経済成長が遅すぎて中期的に失業率が下がらなければ、追加の刺激策を検討する必要があるかもしれないという少数のハト派メンバー(a few members)が投票権を有する者のなかにいる。しかし、インフレリスクが高まれば現在の想定よりも早い緩和政策の解除が正当化されるというほぼ同数(a few

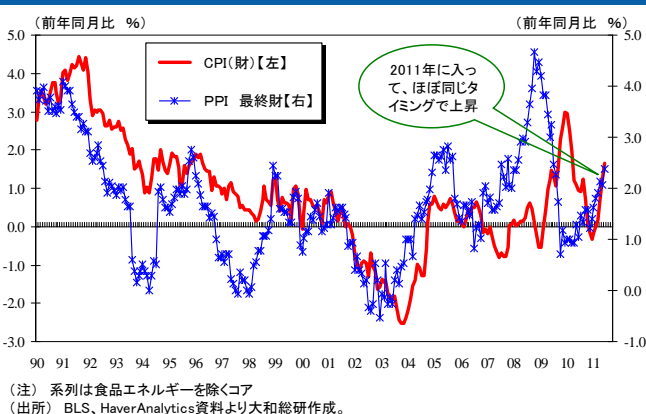
members) のタカ派がいるのも事実。QE2 導入時同様に、両者の見方は大きく乖離している。昨年の QE2 実施前でも、Fed のなかでは QE2 をやることによるベネフィットとコストを巡り、激しい議論がみられた。そもそも QE2 は効果があったのかについてタカ派は懐疑的であり、これ以上の資産購入はインフレを煽るリスクがあるだけという懸念が払拭されていない。QE2 の効果に関する評価もまとまっていない今、Fed 内部のコンセンサスを得て QE3 に持ち込むのはかなり高いハードルがあるようだ。そもそも、Fed メンバーの景気見通しが外れることが前提になる。

足もとでは、コアベースでは前月比 0.2~0.3%増、年率では 2%超のスピードでインフレは上昇している。幸いにも Fed が注目するインフレ期待が落ち着いており、現行政策を早急に変更する状況ではないが、少なくともデフレが懸念された昨年とは足もとのインフレ環境が異なっており、Fed 内の議論の収斂には時間がかかるだろう。ちなみに、バーナンキ議長は、FOMC 後の記者会見で、“昨年 8 月に私が資産購入について話し始めたときには、インフレはとても低く、下落していた。証券購入はデフレリスクを払拭するのにとてもうまくいったと思っている”、“昨年の 8 月時点よりも 2 つの責務である目標に近づいている”と述べた。7 月の議会証言における、状況がより複雑になっており、現段階では一段の措置を講じる用意はないという発言につながっている。

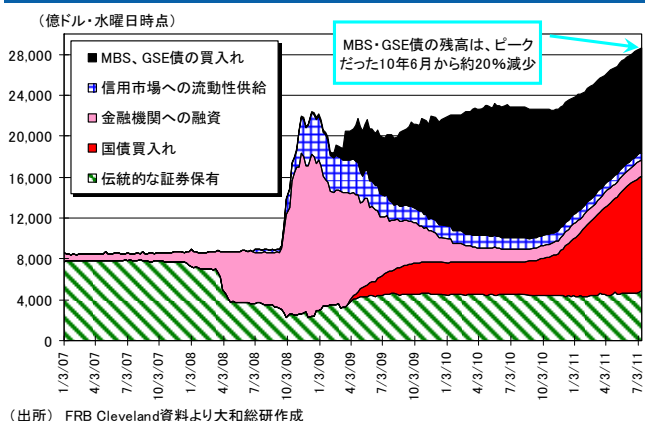
#### 物価の変化 ~ 全体では下落に転じたが、コアは依然として上昇



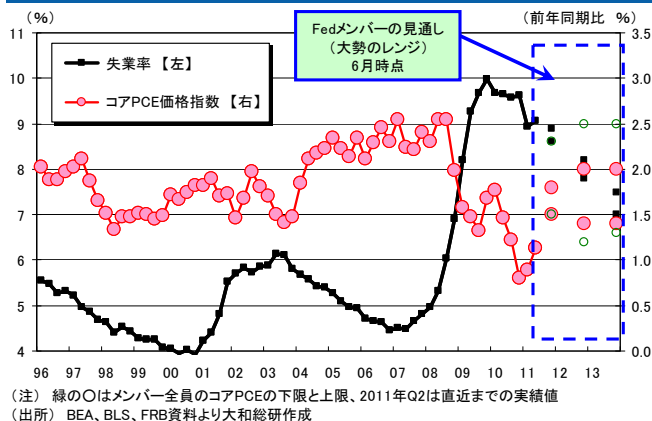
#### タイムラグは長期化 ~ 90年代 3ヶ月 ⇒ 00年以降6ヶ月 ⇒ 1年に?



#### FRBのバランスシート ~ 6月末でQE2は終了し、当面は残高維持へ



#### Fedの見方 ~ 失業率は緩やかな低下、インフレは引き上げられる



## ＜米国経済見通し＞

	2010					2011					2012				
	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率(除く失業率)															
国内総生産	3.7%	1.7%	2.6%	3.1%	2.9%	1.9%	1.8%	2.9%	3.4%	2.4%	2.5%	2.9%	3.2%	2.8%	2.9%
<前年同期比>	2.4%	3.0%	3.2%	2.8%		2.3%	2.3%	2.4%	2.5%		2.7%	2.9%	3.0%	2.9%	
民間消費支出	1.9%	2.2%	2.4%	4.0%	1.7%	2.2%	0.7%	2.6%	3.0%	2.4%	2.7%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%
政府支出	-1.6%	3.9%	3.9%	-1.7%	1.0%	-5.8%	2.6%	0.7%	0.9%	-0.5%	0.9%	1.0%	1.2%	1.2%	1.0%
企業設備投資	7.8%	17.2%	10.0%	7.7%	5.7%	2.0%	5.0%	9.0%	12.5%	7.0%	2.5%	6.5%	8.0%	7.0%	7.0%
民間住宅投資	-12.3%	25.7%	-27.3%	3.3%	-3.0%	-2.0%	1.0%	1.5%	3.0%	-1.9%	6.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.1%
輸出等	11.4%	9.1%	6.8%	8.6%	11.7%	7.6%	6.0%	6.0%	5.5%	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.9%
輸入等	11.2%	33.5%	16.8%	-12.6%	12.6%	5.1%	1.0%	6.2%	6.0%	3.8%	5.0%	6.3%	6.0%	6.5%	5.5%
鉱工業生産	8.1%	7.1%	6.7%	3.1%	5.3%	4.8%	0.8%	3.5%	5.0%	4.0%	3.7%	3.8%	3.7%	3.8%	3.8%
消費者物価(全体)	1.3%	-0.5%	1.4%	2.6%	1.6%	5.2%	4.3%	1.6%	2.4%	3.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.1%	2.2%
失業率	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	8.9%	9.1%	9.0%	8.8%	9.0%	8.6%	8.3%	8.2%	8.0%	8.3%
10 億ドル															
貿易収支(財・サービス)	-119.6	-130.5	-131.1	-118.7	-500.0	-140.8	-112.8	-114.3	-120.1	-488.0	-121.8	-117.6	-119.4	-121.7	-480.5
経常収支	-118.3	-120.3	-120.1	-112.2	-470.9	-119.3	-102.1	-103.1	-108.0	-432.5	-108.2	-105.7	-107.1	-109.0	-429.8
財政収支	-328.9	-287.0	-290.2	-369.0	-1275.1	-460.5	-141.1	-264.6	-385.5	-1251.6	-461.7	-143.6	-262.9	-327.6	-1195.8
FFレート誘導水準(期末%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50	1.50
2年債利回り(期中平均%)	0.92	0.87	0.54	0.48	0.70	0.69	0.57	0.51	0.80	0.64	1.10	1.43	1.88	2.32	1.68
10年債利回り(期中平均%)	3.72	3.49	2.79	2.86	3.21	3.46	3.21	3.14	3.45	3.31	3.74	3.93	4.13	4.27	4.02
<b>国内最終需要</b>	<b>1.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.6%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.9%</b>
<b>民間需要</b>	<b>2.0%</b>	<b>4.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.3%</b>

(注) GDPは2011年Q1まで実績値、Q2以降は大和総研予想

(出所) 大和総研ニューヨークリサーチセンター