

2012年9月20日 全10頁

米国経済見通し 下押しリスクは軽減？

金融政策が稼ぐひとときの安定期

ニューヨークリサーチセンター

土屋 貴裕

笠原 滝平

[要約]

- 非農業雇用者数の増加ペースは、失業率を低下させるほど良くもなければ、上昇させるほど悪くもない。このような状況のもとで、FedはMBS(住宅ローン担保証券)を買い入れるQE3(量的緩和策第3弾)に踏み切った。マーケットの期待に応え、住宅市場の後押しが期待される。また、買い入れ額の期間と総額を定めず、今後の追加緩和への期待感も残すことに成功した。だが、Fedでは「財政の崖」(Fiscal Cliff)にも、欧州の財政問題にも対応できないことは自明であろう。
- 財政問題などの先行き不透明感を背景とした企業マインドの悪化は、実際に企業活動の鈍化へと波及し始めた可能性がある。業種別動向などでは、自動車関連部門の浮沈などに留意すべきだろう。先行きに楽観的な見方もあるが、販売価格の上昇期待は企業部門にインフレ圧力が滞留し始めた可能性を示唆する。
- 個人消費は底堅いが、株高などに支えられている側面を踏まえると、雇用・所得環境の改善がなければ、持続的な回復に至ることは容易ではないだろう。改善が続く住宅市場は明るい材料である。QE3によって銀行の貸出態度が改善すれば、資金需要が明確な住宅ローンの利用可能性が高まり、住宅市場はさらに改善することとなるだろう。

景気循環と構造的なリスク要因

引き続き米国経済は力強さを欠く、緩やかな回復経路を辿っている。Fed が QE3（量的緩和策第 3 弾）を発動し、更なる緩和期待を残したことで、先行きのダウンサイドリスクは相対的に軽減されたように見える。だが、いわゆる「財政の崖（Fiscal Cliff）」と欧州の財政問題が大きなリスクであることは変わらない。バーナンキ議長も認めるように、「財政の崖」は Fed にとって対応しようがなく、議会が対応すべき問題である。また、ECB の国債購入が市場の安定をもたらしても一時的であり、欧州諸国における GDP の回復、税収の増加などが視野に入らなければ、再び財政赤字が問題となるリスクは残るだろう。

構造問題の根本的解決が見えないなかで、マインドが悪化していた企業部門では製造業を中心に実際の企業活動が鈍化し始めたきらいがある。個人消費は底堅いとも形容可能だが、株高などの影響を受けている面があり、雇用・所得環境の改善がなければ、持続的な消費拡大は望み難い。明るい話題は住宅市場の改善が続いていることであり、住宅ローン担保証券（MBS）を買い入れる QE3 が後押しする期待もある。

だが、QE3 は資産価格のみならず、副産物としてコモディティ価格などの上昇につながる可能性をはらむ。ガソリンや食料品価格の上昇は個人消費を減退させ、仕入価格上昇の転嫁が困難な場合には企業利益が圧迫される可能性につながる。そして過度なインフレは追加金融緩和の制約要因となり得る点に留意しなければならないだろう。

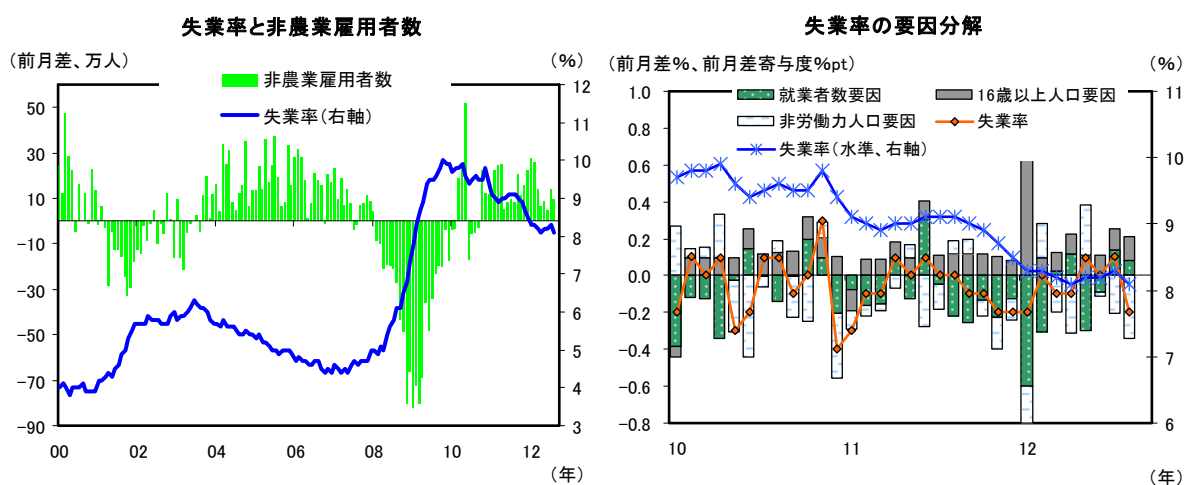
雇用環境の改善は引き続き緩慢¹

8 月の非農業雇用者数は前月差 9.6 万人増となり、前月を下回り、市場予想にも届かなかった（図表 1 左）。前月は自動車工場の一時的な閉鎖が少なかったことから製造業の輸送用機器が高い伸びを示していたため、今月はその反動が出たと考えられる。ただし、サービス業の増加ペースが鈍化していることなど製造業の反動減を考慮しても弱い内容であった。雇用の増加ペースが鈍化し始めた 4 月からの平均は 8.7 万人増であり、輸送用機器の特殊要因があった 8 月の結果を含めても、現在の雇用改善ペースはこの程度だと判断できる。つまり、足下の非農業雇用者数の増加ペースは失業率を低下させるほど良くもなければ、上昇させるほど悪くもない状況といえるだろう。

失業率は 8.1%と前月から 0.2%ポイント低下したが、主因は非労働力人口の増加であり、労働市場からの退出によって失業率が引き下げられた（図表 1 右）。失業率の水準を維持するためには非農業雇用者数が月 10 万人程度増加する必要があるとみられ、足下の非農業雇用者数の変動とおおむね一致する。そのため、今後の持続的な失業率低下を示唆するような内容ではなかった。Fed の追加的な金融緩和によって雇用改善のペースが速まるのかが注目される。

¹ 大和総研ニューヨークリサーチセンター笠原滝平著 「米国の雇用改善の実力はこの程度か」（2012 年 9 月 10 日）を参照。 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12091001usa.html>

図表 1 失業率を低下させるほどではない非農業雇用者数の増加ペース



(注) 失業率の要因分解は、2012年1月以降にデータが断絶している。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

“QE3” に向かった Fed

非農業雇用者数の増加ペースが鈍り、失業率が下げ止まってきたこともあり、Fed は 9 月 12 日、13 日に開催した定例 FOMC (連邦公開市場委員会) で、いわゆる QE3 (量的緩和策第 3 弾) を発動した²。MBS (住宅ローン担保証券) を新たに毎月 400 億ドルのペースで買い入れることを決めた。買い入れ期間や総額は定めず、経済状況次第とされる。また、引き続き異例なほど低い金利水準を少なくとも 2015 年半ばまで (at least through mid-2015) 延長すると発表した。

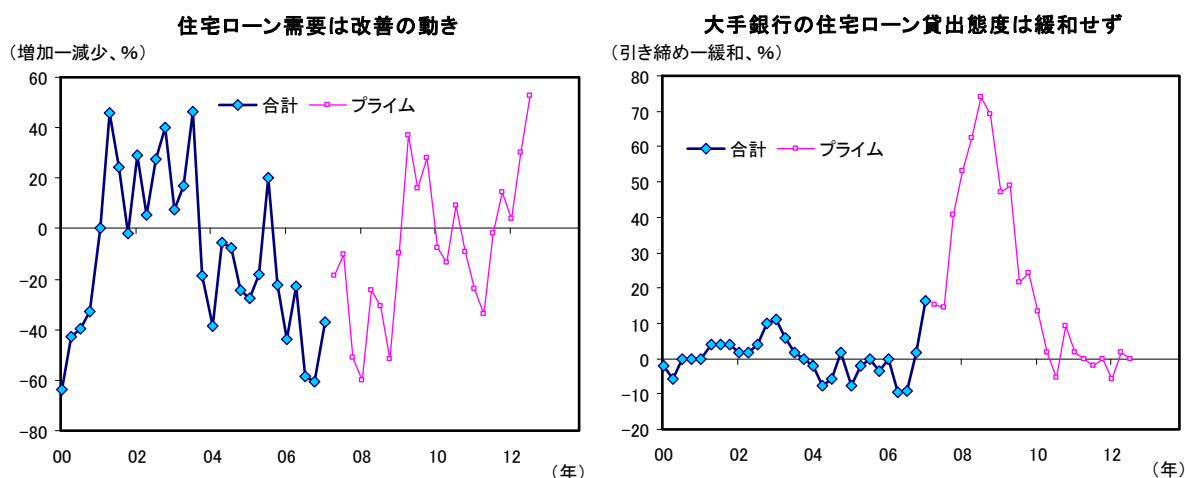
Fed の MBS 買い入れによって、①住宅市場の下支え、②信用緩和、が期待できる。後述するように、足下で住宅市場は改善の兆しがみられるが、依然として水準は低い。そのため、第 1 に MBS の利回り低下を通じて住宅ローン貸出金利を一層引き下げ、住宅の新規購入や借り換えを促す効果が挙げられる。住宅価格も上昇に転じつつあり、更なる価格上昇によって、家計のバランスシート調整を後押しすることも期待される。第 2 に、住宅ローン金利や住宅価格が低く、買い手にとっては好条件の状況でも、住宅ローンの審査が通らないことがボトルネックとなって住宅市場の改善の頭を抑えていると考えられる (図表 2)。MBS の買い入れによって銀行の貸出態度が緩和方向に向かうという、信用緩和の効果が期待されよう。

Fed は「財政の崖」に対応できないことや長期金利の低下余地が限られるなど、できることは徐々に減ってきているが、企業などの資金需要は限定的であり、資金需要のある住宅ローンでの信用緩和効果を狙うという面があったと考えられる。また、株高が家計のバランスシート調整をサポートし、消費を支えた面を考えると、Fed にとって警戒すべきは、マーケットから「金

² 大和総研ニューヨークリサーチセンター土屋貴裕・笠原滝平著 「FOMC:追加緩和実施と更なる緩和に含み」 (2012年9月14日)を参照。<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12091401usa.html>

融緩和に向けた弾薬庫が空になっている」と評価されることだろう。およそ 6,000 億ドルの米国債を買い入れた QE2 は長期金利を引き下げ、株価を押し上げたものの、金利低下や株価上昇は Fed の国債買い入れ開始前から始まり、現実の資金フローからはアナウンスメント効果、または市場との対話による効果が大きかったと考えられる³。今回の措置は、株式市場の緩和期待に応え資産価格の上昇を促し、MBS の買い入れ額増額という追加政策への期待感を残すことを可能にしたといえる。

図表 2 住宅ローン需要は改善するも、銀行の貸出態度は緩和せず



(注) 2007 年第 2 四半期から合計はプライム、サブプライム、ノントラディショナルに分けられた。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

Fed メンバーによる経済見通しは、前回 (6 月) の見通し発表に比べて 2012 年の実質 GDP 成長率を 1.7~2.0%のレンジへ、前回の 1.9~2.4%から下方修正した。一方で、2013 年、2014 年は前回の見通しからそれぞれ上方修正された。今回の金融緩和策による景気浮揚効果を織り込んだことかもしれない。しかし、2014 年を中心にはばらつきがあった前回の利上げ見通しは、メンバーの半数以上が 2015 年を示し、大幅に後ずれしている。これらから、景気が回復しても暫くは金融緩和スタンスを続けるという声明文の文言が理解できる。今の金融緩和スタンスは無制限ではなく、2015 年半ばまでの時間軸効果の延長にも例外があり、それまでに景気回復がより鮮明になれば今のスタンスをやめるというメッセージなのかもしれない。

今回の追加緩和策の発表と雇用統計の結果をあわせると、FRB はさらに速いペースでの雇用者数の増加、失業率の低下を求めていることがわかる。Fed メンバーの多数が利上げを想定する 2015 年の経済見通しでは、失業率は 6.0-6.8%に低下することが期待されている。今後も月 10 万人程度の非農業雇用者数の増加が続くようであれば、失業率の低下は期待し難く、追加的な金融緩和の可能性も残されるだろう。

³ 大和総研資本市場調査部 土屋貴裕著「米金融緩和政策のマネーフロー分析」(2011 年 7 月 22 日)を参照。
<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/11072201capital-mkt.html>

リスクとして Fed の緩和的な金融政策によって、コモディティ価格の上昇を通じたインフレ懸念が強まることが想定される。長期的なインフレの低位安定は QE3 の前提となっているが、すでに原油価格などは上昇しつつある。また、コモディティ価格の上昇は米国外にも影響する。海外からの批判が高まることも、更なる追加緩和の阻害要因になることもある。Fed がどこまでインフレ率、またはインフレ期待の上ぶれを容認するか次第ではあるが、Fed のバランスシート拡大とあわせ、ロムニー大統領候補とライアン副大統領候補を含む共和党サイドからの批判は免れ得ないだろう。選挙の結果次第では、将来の議長交代や金融政策の変更も想定しておく必要があるのではないかと。

企業の景況感の悪化が实体经济に波及も一部楽観論

進むマインドの悪化とインフレ圧力の滞留

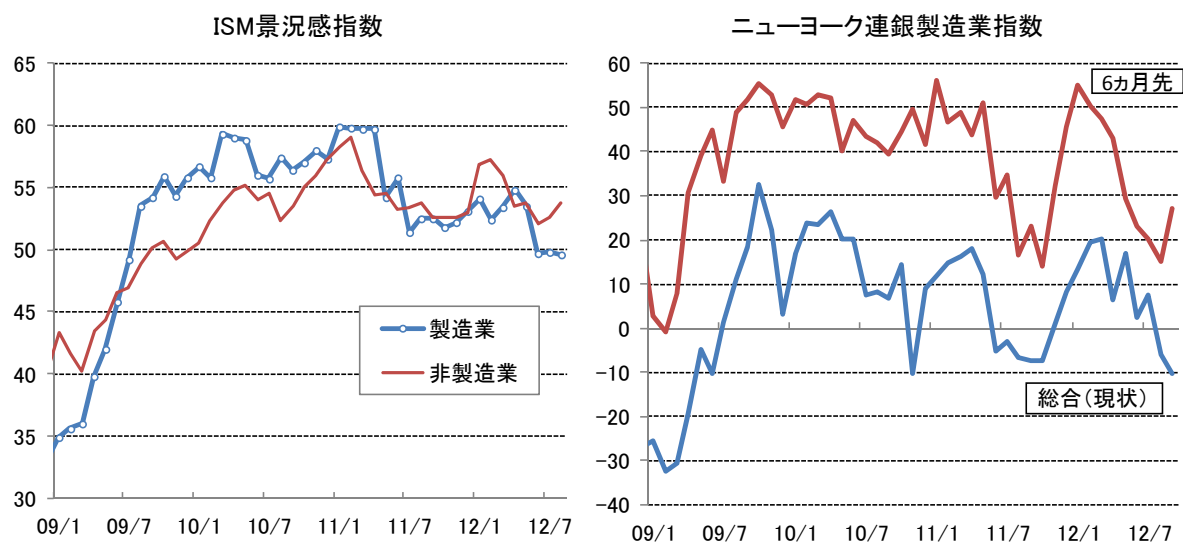
8月のISM製造業景況感指数は49.6と7月実績(49.8)から0.2ポイント低下した(図表3左)。3ヵ月連続で製造業の拡大/縮小の分岐点である50を下回ったことになる。注目すべきはその構成で、生産指数が4.1ポイント低下して47.2となり、リーマン・ショックから経済が立ち直る途上にあった2009年5月以来の水準に落ち込んだ。また0.9ポイント低下した新規受注も2009年4月以来である。この他、価格指数が14.5ポイントも急上昇した。まだ水準は低いものの、価格支配力が強い企業は価格転嫁をすることが想定され、インフレ圧力が高まっていることになる。

一方、8月のISM非製造業総合景況感指数は53.7と前月から上昇。上昇は2ヵ月連続で、2010年初め以降、分岐点の50を下回ることなく、製造業と比べれば好調である。構成項目のうち、新規受注の低下は製造業と同様だが、雇用指数は上昇した。

9月前半の状況も加味したニューヨーク連銀の9月の製造業景況感(現状)は-10.41と、8月(-5.85)からさらに低下し、ISM指数同様に2009年4月(-19.29)以来の水準に落ち込んだ(図表3右)。新規受注や雇用者数などで指数が大きく落ち込み、仕入価格や販売価格指数は上昇が続いている。ところが、半年先の期待は総合指数が前月から12.02ポイント上昇して27.22と、8ヵ月ぶりに上昇に転じた。水準は低いものの楽観論が一部に台頭している可能性が指摘できる。先行きの個別指数では、新規受注が大幅に上昇し、欧州の財政問題の後退の他、年明けには選挙を経た新たな議会がスタートし、「財政の崖」問題が解決している期待も含まれていると考えられる。同時に仕入価格と販売価格指数は共に9ポイント前後上昇しており、同調査の補足報告にもあるように、企業が販売価格の上昇を見込んでいる様子がうかがわれよう。

これまで比較的堅調だった製造業において景況感が落ち込みつつも、先行きを一方的に悲観しているばかりではない可能性が指摘できる。そうした先行きの改善期待の一部が価格転嫁に支えられているとすれば、企業部門に徐々にインフレ圧力が滞留し始めた可能性が考えられるだろう。

図表3 ISM景況感指数とニューヨーク連銀による製造業の景況感指数



(出所) ISM, ニューヨーク連銀, Haver Analytics より大和総研作成

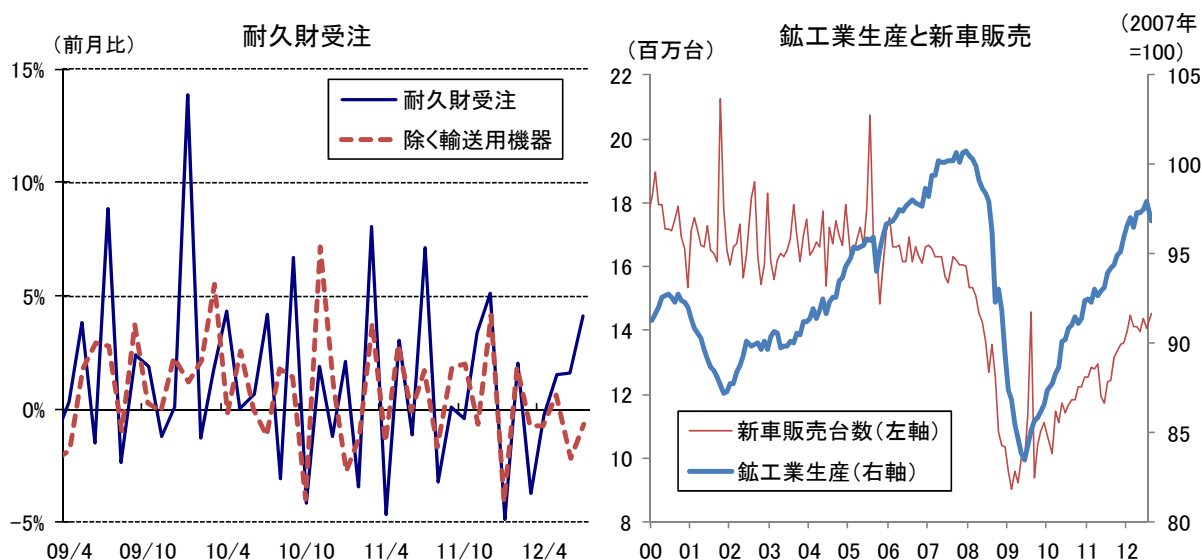
自動車関連とそれ以外の生産活動

7月の耐久財受注は前月比4.1%増と大幅に増加し、3ヵ月連続のプラスを維持した。民間航空機と自動車为好調であったことが全体を押し上げたが、輸送用機器を除いた受注は同0.7%減と2ヵ月連続で減少した(図表4左)。ボラタイルな民間航空機を除いて考えると、販売好調な自動車に依存した状況で、一次金属が好調な他は、一般機械や電機・家電などはマイナスである。その結果、民間設備投資の先行指標となるコア受注(非国防資本財から航空機を除く)は3.4%のマイナスとなった。

8月の鉱工業生産は、前月比1.2%低下し、2009年3月の同1.7%低下以来の低下幅となった。業種別でも軒並みマイナスとなり、生産活動の水準は決して低くはないが、製造業の活動が急減速している様子が示された。特に自動車・同部品が前月比-4.0%と大幅に低下して、全体を押し下げた。FRBによれば、ハリケーン「アイザック」の影響で0.3%ポイント下押しされたこととされ、自動車・同部品を除く製造業の生産指数は前月比0.4%低下に留まる。鉱工業の設備稼働率は78.2%と前月から1.0%ポイントあまり低下し、大幅に低下した。

海外経済の減速懸念や財政の崖などの構造問題によって、企業マインドの悪化が実際の企業行動に波及した可能性は否定できないが、生産活動全体は自動車関連の動向が左右している面がある。モデルチェンジに伴う自動車工場の一時的閉鎖のタイミングがずれたことで、雇用統計同様に、企業行動でも7月に上ぶれ、8月に下ぶれとなった可能性を考慮して今後の動向を見極める必要がある。自動車販売の堅調さは続いており、新車販売台数は、季節調整済み年換算で8月まで3ヵ月連続で1400万台を上回った。前月比でみると7月は-2.0%の減少に対し、6月と8月は3%超の増加であることを踏まえておくべきだろう。

図表4 自動車関連の影響が大きい



(注) 自動車販売台数は季節調整済み年換算。

(出所) BEA, FRB, Haver Analytics より大和総研作成

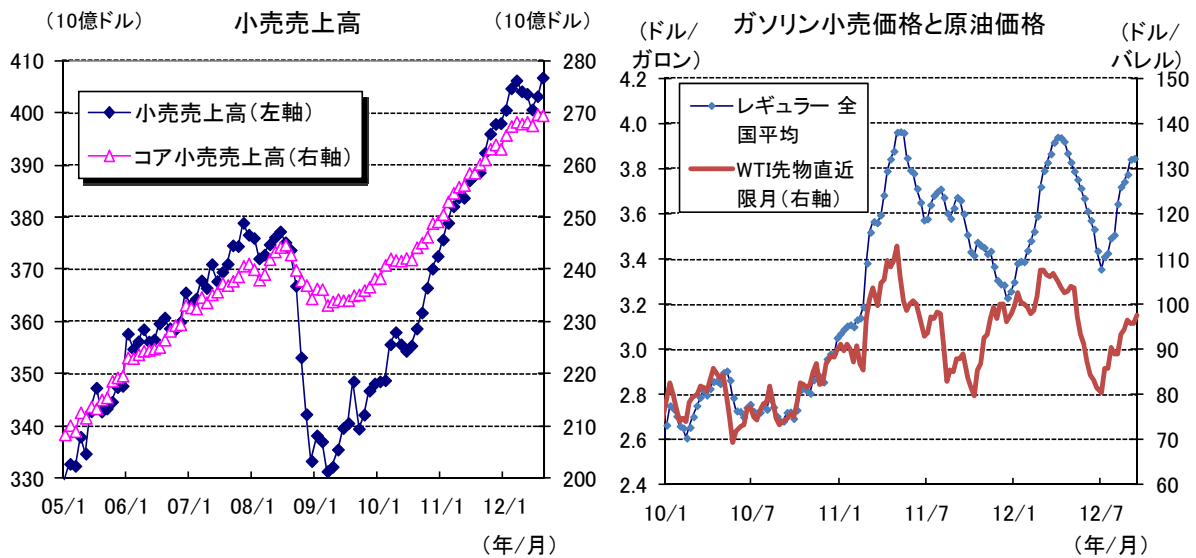
個人消費の持続的拡大の下地はできていない

8月の小売売上は前月比0.9%増と2ヵ月連続で増加した(図表5左)。しかし、中身を見ると、ガソリン価格上昇の影響が大部分を占めているため、手放しに消費が拡大したと判断できるものではない。ガソリンスタンドは、ガソリン価格上昇(図表5右)の影響を受けて前月比5.5%増で小売売上を大きく押し上げた。ただし、消費者物価指数(CPI)のガソリン価格は前月比9.0%増となっており、価格要因を除いた数量ベースでみるとガソリン消費は減少していると考えられる。ガソリンスタンドの影響を除いた小売売上は前月比0.3%増と前月(0.7%増)から増加幅は縮小した。なお、食料・エネルギーを除く消費者物価指数(コアCPI)は前月比0.1%増とほぼ横ばいの動きとなっており、数量ベースでみた小売売上(ガソリン消費を除く)も僅かながら増加したとみられる。

その他の小売売上の中身を確認すると、堅調な買い替え需要に支えられて自動車関連が前月比1.3%増と前月に引き続き増加した。また、足下の住宅市場の改善を受けて家具・家事用品も増加した。7月は例年に比べて暑かったため衣料品が好調だったが、8月に入ってから前月比0.1%減と横ばいになった。

消費者マインドは、9月のロイター/ミシガン大消費者信頼感指数の速報値が79.2と前月から大幅に上昇した。現状判断はほぼ横ばいながら、先行き判断が前月から65.1から73.4に上昇。欧州財政問題に進展の兆しがみられたことや、Fedの追加金融緩和が株式市場に好感され、株価が上昇したことが理由と考えられる。ただし、これらは先行き不透明である。消費の源となる雇用・所得の改善ペースは足下で鈍化しており、個人消費の持続的拡大の下地はできていない。今後の消費を占ううえで、引き続き欧州の財政問題や「財政の崖」の動向が注目されるが、政策対応などによって雇用・所得環境の改善が促されるかどうか最大のポイントとなる。

図表5 小売売上高の増加とガソリン価格の上昇



(注) コア小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸を除く。

(出所) Census, BEA, Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場は改善が続くが住宅ローンの貸出態度がボトルネック

住宅市場は引き続き改善が続いている。住宅ローン金利は30年固定物が4%を割って歴史的な低水準を維持しており、家計所得の中央値も僅かながら増加が続いている。住宅価格も低水準ながら上昇基調にある。そのため、依然として住宅ローンさえ組めれば消費者が住宅を買いやすい環境は整っている。足下で長期金利は8月に比べて若干上昇しているが、そもそも金利水準は十分に低く、多少の上昇は住宅市場に悪影響を及ぼさないだろう。実際、FRB調査によれば、住宅ローン需要はリーマン・ショック以降で最も高い水準まで増加している（前掲図表2）。あとは銀行の貸出態度が改善すれば、住宅市場はさらに改善することとなるだろう。

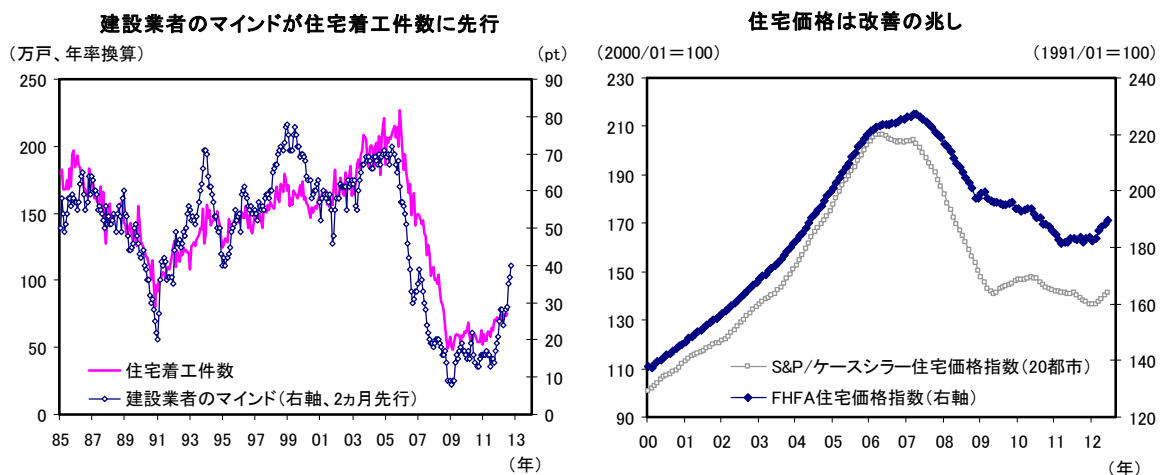
供給側に目を向けると、8月の住宅着工は年率75.0万戸と前月から2.3%増加した（図表7左）。住宅着工に1ヵ月程度先行する住宅着工許可件数は年率80.3万戸と前月から1.0%減少したが、リーマン・ショック以降では高水準を維持している。さらに、住宅着工に2～3ヵ月先行する建設業者のマインドは急改善が続いており（図表6左）、当面は着工件数が増加する局面となるだろう。建設業者のマインドは、住宅価格が上昇基調にあることや、政策効果などにより新規の差し押さえ物件数の減少していることなどで改善したとみられる。

ただし、前述したように、住宅ローンがボトルネックとなっている。FOMCで毎月400億ドルのMBSを買い入れることが発表された。追加的な金融緩和策によって銀行などの貸出態度が緩和されれば、住宅市場の改善はより力強いものになるだろう。

住宅価格はサブプライム問題以降、下落が続いていたが、2012年に入ってから緩やかながら上昇基調に転じた（図表6右）。直近（6月）のS&P/ケースシラー住宅価格指数（20都市）は

前月から0.9%上昇、5ヵ月連続のプラスとなった。また、連邦住宅金融局（FHFA）の住宅価格指数も前月比0.7%上昇と5ヵ月連続のプラスであった。持ち家の空室率などにみられるように住宅市場の需給はタイトになってきており、住宅価格の上昇につながっている。住宅価格の上昇は、過去に高値で住宅を購入した家計にとっては、ローンの借り換えが容易になる他、資産効果を通じた消費の拡大方向に寄与することが期待される。また、これから住宅を購入しようとする主体の背中を押すことにもなる。

図表6 住宅市場は持続的に回復



(出所) Census, NAHB, S&P, FHFA, Haver Analytics より大和総研作成

“財政の崖” 問題と家計

米国財政の会計年度は10月から9月であり、10月からの新会計年度のなかに、2012年末に期限を迎えるブッシュ減税（加えて給与税減税・失業保険の延長）や、2013年初から始まる歳出カットといった「財政の崖」がやってくる。CBO（議会予算局）の8月の改定見通しによると、2012会計年度の財政赤字は1兆1,280億ドル、同じく2013会計年度は6,410億ドルとの見出しを出している。いわゆる「財政の崖」は、経済への影響が財政収支に与えるフィードバックなどを含め、4,870億ドルとなる（図表7）。また、CBOは2013年の実質GDP成長率は5月時点の見通しの+0.5%から、-0.3%のマイナス成長へ下方修正し、「財政の崖」の影響で2013年はリセッション（景気後退）入りする可能性も指摘された。

「財政の崖」は、家計にも負担増となる。規模が大きいブッシュ減税の失効では、個人所得税の税率が、夫婦合算申告の場合3.0-5.0%上昇する家庭もある。例えば、課税所得が17,400ドル以下の世帯では税率が10%から15%に上昇し、388,350ドル以上であれば、35.0%から39.6%に上昇するなどだ。年明け以降の可処分所得がどうなるかわからない以上、消費の抑制要因となるのは想像に難くない。

図表7 2013年会計年度にかけての主な財政赤字削減額

(10億ドル)

歳入関連	393
ブッシュ減税、AMT回避措置の失効	225
給与税減税の失効	85
投資減税、他の負担軽減措置の終了	65
医療制度改革(オバマケア)による増税	18
歳出関連	98
財政管理法による強制一律削減	54
緊急失業保険の延長措置終了	34
メディケア診療報酬削減凍結措置解除	10
合計	487

(注) CBOによる8月改定値。歳入関連および歳出関連の合算値と合計の差には、経済への影響が財政収支に与えるフィードバック効果などが含まれる。

(出所) CBO "An Update to the Budget and Economic: Fiscal Years 2012 to 2022" より大和総研作成

図表8 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12			
	前期比年率(%)												前年比(%)		
国内総生産	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	2.2	2.5	2.7	1.8	2.3	2.1
<前年同期比>	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.3	2.5	2.0	1.9	2.0	2.1	2.3			
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.7	2.0	2.0	1.9	2.2	2.5	2.7	2.5	1.9	2.1
設備投資	-1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	4.2	4.0	3.9	3.6	4.2	4.8	5.3	8.6	8.3	4.1
住宅投資	-1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.9	8.1	7.9	7.2	7.4	7.6	7.7	-1.4	10.8	7.7
政府支出	-7.0	-0.8	-2.9	-2.2	-3.0	-0.9	-0.3	-0.6	-2.0	-1.4	-0.9	-0.8	-3.1	-1.8	-1.1
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	6.0	4.0	4.2	4.5	4.8	5.0	5.2	6.7	4.3	4.6
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.9	2.8	2.8	2.5	3.2	3.4	3.6	4.8	3.3	2.9
鉱工業生産	4.4	1.0	5.7	4.9	6.2	2.5	1.1	2.8	2.6	3.2	3.6	3.8	4.1	4.0	2.8
消費者物価指数	4.5	4.4	3.1	1.3	2.5	0.8	1.5	2.0	2.1	2.0	2.3	2.2	3.1	2.0	1.9
失業率(%)	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.2	8.1	8.1	8.0	7.9	7.8	9.0	8.2	8.0
貿易収支(10億ドル)	-137	-142	-135	-146	-148	-139	-139	-138	-137	-137	-136	-136	-560	-565	-546
経常収支(10億ドル)	-120	-119	-108	-119	-134	-122	-122	-121	-119	-118	-117	-116	-466	-499	-470
FFレート(期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
2年債利回り(期中平均、%)	0.69	0.57	0.28	0.26	0.29	0.29	0.29	0.33	0.38	0.45	0.51	0.59	0.45	0.30	0.48
10年債利回り(期中平均、%)	3.46	3.21	2.43	2.05	2.04	1.82	1.64	1.78	1.91	2.06	2.24	2.43	2.79	1.82	2.16
国内最終需要	0.5	1.8	2.2	2.1	2.2	1.6	1.9	1.9	1.5	2.0	2.3	2.5	1.8	2.0	1.9
民間需要	2.3	2.6	3.3	3.4	3.4	2.1	2.4	2.5	2.3	2.7	3.0	3.2	3.0	2.9	2.6

(注) 網掛けは予想値。2012年9月20日現在。

(出所) 大和総研