

2012年12月18日 全9頁

米国経済見通し 財政問題が山場へ

ハリケーン被災からの反動と FOMC

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕
エコノミスト 笠原 滝平

[要約]

- ハリケーン「サンディ」による被災により、企業活動などが落ち込み、その反動が経済の基調を見えにくくしている。前後を均してみれば、米国経済は底堅い動きと言えるだろう。当面はいわゆる「財政の崖」問題が経済の活動を阻害する存在である。
- 企業活動はほぼ横ばいに近いが、短期的には「財政の崖」問題が活動を抑制しているとみられる。ただ、その先を見据えた場合、企業マインドは前向きのみである。
- 消費を支える雇用環境は緩慢ながらも改善が続き、個人消費は年末商戦を含めて底堅い。バランスシート調整は継続しているが、上昇に転じた住宅価格を含め、資産価格の上昇が消費の底堅さの一助となっているとみられる。
- 短期的には「財政の崖」問題が大きい存在でいよいよ山場を迎える。だが、財政問題はなおも議論の対象となり続けるリスクがある。中長期的な財政再建の方策が対立点だが、財政再建を担保するためには実体経済の成長戦略も合わせて語られなければならない。
- FOMC で失業率という数値基準を導入し、米国債を購入する QE3 の拡充が決まったが、必ずしも需要の拡大につながるとは限らず、その効果は不透明である。財政再建策がないうままに中央銀行が国債の購入を増やすことはインフレのリスクも伴う。

景気循環と構造的なリスク要因

ハリケーン「サンディ」による被災が米国経済を下押しし、そして反動を生じさせた。基調がやや見えにくくなっているが、均してみれば企業や個人それぞれの主体の経済活動は、その直前のトレンドと大差はないようだ。すなわち、雇用環境の緩やかな改善が続き、住宅市場も改善が続いている。企業活動も横ばいに近い。年末商戦が予想よりやや上ぶれし、個人消費の底堅さは資産価格の上昇に支えられている側面があるとみられる。米国経済は、引き続き力強さを欠く緩やかな回復過程を辿っていると考えられよう。

目先の財政問題が懸念材料で、いわゆる「財政の崖」問題は山場を迎える。年内に「崖」を緩やかにできる回避策は、2011年夏の債務上限問題で紛糾した際に、議会に対する批判が高まったことを踏まえると、なんらかの対応がなされる可能性が高い。だが、「崖」を回避できたとしても、連邦債務上限額の引き上げや2013会計年度の本予算の作成など、財政問題にまつわる不透明感が年明け以降も長引くリスクも想定すべきであろう。年明け以降、語られるべき話題は、どのようにして財政赤字削減するかだけではなく、実体経済の成長戦略が含まれるべきであり、それは財政再建を担保する背景でもある。12月のFOMCで金融政策の今後の遂行にあたり、失業率という数値基準を導入し、また米国債を購入するQE3の拡充が決まった。金融政策に関する市場との対話が進んでいると言えるが、経済の需要拡大につながるとは限らず、その効果は不透明である。さらに、財政再建策がないまま中央銀行が国債の購入を増やすことはインフレのリスクも伴う点には留意が必要であろう。

年内最後のFOMCはサプライズ

2012年最後となる定例のFOMC（連邦公開市場委員会）が開催され、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00～0.25%の範囲に据え置いた。一方で、これまで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）維持するとしていた時間軸政策を、インフレ率と失業率の経済指標による目標へと変更した。具体的には、1～2年先のインフレ率が2.5%を上回ることがなく、長期の期待インフレ率が安定する範囲で、失業率が6.5%を下回るまで、異例なほど低い金利水準を継続する。市場関係者を対象にした調査によると、数値目標の導入は想定されておらず、このタイミングでの導入はサプライズであった。

さらに、9月に決定された月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）の購入を維持しつつ、年末に期限切れを迎えるオペレーション・ツイスト¹の代替策が発表された。オペレーション・ツイストは毎月450億ドル程度の規模であり、代替策でも同額の450億ドルの長期国債を2013年1月から毎月買い入れることとなった。

足下のインフレが落ち着いているため、当面は緩和的な金融政策が維持される見込みである。

¹ 短期国債を売って長期国債を買うことで保有する国債の平均残存期間を長期化するプログラム。

ただし、数値目標導入では、インフレ率の抑制が条件とされている。長期国債を買い入れることで FRB のバランスシートが拡大し、財政ファイナンスという認識がなされることへの警戒は必要だろう。財政再建策なしで FRB が国債購入を増やすことは、財政ファイナンスとみなされる可能性があり、それはインフレ懸念の台頭につながる恐れがある。米国の財政赤字はすでに 4 年連続で 1 兆ドルを超えており、期待インフレの上昇を通じた金利上昇を招けば、QE3 の拡充は逆効果にもなりかねず、QE3 反対または QE3 拡充反対派の主張の一部と重なるだろう。

また、記者会見にてバーナンキ議長が資産買い取りについては柔軟に対応すると発言している。失業率が 6.5% を上回っている限り、異例なほど低い金利水準を維持するという数値目標を掲げているが、資産買い取りについては具体的な目標が公表されていない。とりあえずはボストン連銀のローゼングレン総裁が提案する失業率 7.25% が打ち切りの目安となるだろう。ただし、失業率は必ずしも労働市場の改善によってのみ低下するわけではない。バーナンキ議長は労働市場の実質的な改善が見られるかどうか資産買い入れの期間などに関係するとコメントしている。そのため、失業率の数値とあわせて、失業率変動の要因や非農業雇用者数の増減なども注目されると考えられる。FRB の次の一手を考えるにあたり、労働市場の構造に関する分析や評価、Fed メンバーの発言などが今まで以上に重要となるだろう。

金融政策の波及経路

長期国債の買い入れという QE3 拡充の効果はどのようにして雇用の増加、景気の拡大に寄与するのだろうか。およそ 6,000 億ドルの米国債を買い入れた QE2 は、銀行等金融機関の準備預金が増えただけで直接的な効果は限られ、市場のマインド改善が中心だったとみられる。9 月にはじまった QE3 における MBS の買い入れは、MBS 利回りを引き下げることや、MBS の新規組成を促すことでの住宅ローンの利用しやすさを高めるという波及経路が考えられる。世界経済の影響を受けにくい国内の住宅需要が高まっていることへの対応、と評価できよう。

今回の長期国債の買い入れという措置は、オペレーション・ツイストとは異なり、不胎化されないことから、マネタリーベースの増加や中央銀行のバランスシート規模の拡大を重視する向きにとってはプラスに評価できることになる。株式市場参加者のマインド改善による資産効果や、ドル安を経由した輸出拡大などを通じた景気浮揚効果もたらされる可能性があるだろう。ただし、過度なドル安は多くはドル建てである商品価格の上昇というリスクも含んでいる。

雇用環境は改善したものの、持続的改善を示すものではなかった

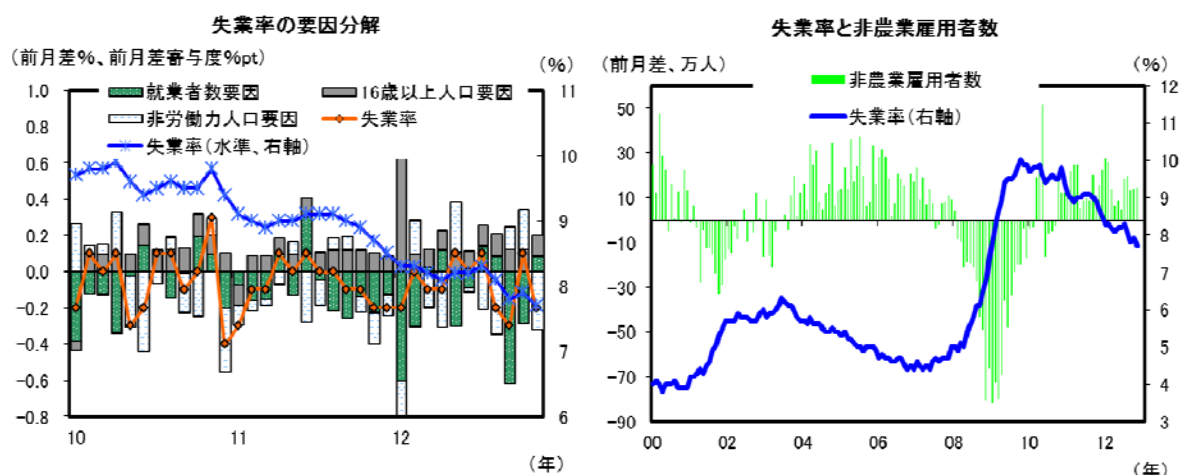
11 月の非農業雇用者数は前月差 14.6 万人増となり、市場予想（Bloomberg 調査：中央値 8.5 万人増）を上回った。過去 2 ヶ月分はそれぞれ下方修正されたが、州・地方政府の教育関連の減少が主因であるため、この下方修正はことさらネガティブに捉える必要はないだろう。10 月末に米国の東海岸へ上陸したハリケーン「サンディ」による雇用者数の減少が危惧されていたが、労働省の発表によるとハリケーンの影響は限定的であった。単月としては予想に反して強

かったことから前向きに評価できるが、2012年に入ってからの雇用者数の増加は平均で15.1万人増となっている。これは2011年の増加ペースとほぼ同等であり、足下にかけて雇用者数の増加ペースは加速していない。

失業率は10月から0.2%ポイント低下し、7.7%と市場予想（7.9%）を下回った。ただし、11月の失業率低下は、労働参加率が低下したことに起因する（図表1）。失業者数が10月から22.9万人減少したものの、就業者数は12.2万人減少し、就職を諦めた者を示す非労働力人口は54.2万人増加した。非労働力人口が増加する中で失業率は低下しており、ヘッドラインの数字ほどに強気になれる材料ではないだろう。

非農業雇用者数の増加ペースは2011年から加速しておらず、労働参加率も依然として低水準である。単月としては一定の評価ができる内容であったが、持続的な改善を示すものではなかった。さらに、「財政の崖」による不透明感が消費者・企業のマインドを下押ししているとみられることも、雇用環境にネガティブな要因として挙げられるだろう。

図表1 雇用環境は緩やかに改善



(注) 失業率の要因分解の2012年1月以降は、以前とデータが連続していない。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費は雇用、住宅の緩やかな改善に支えられる

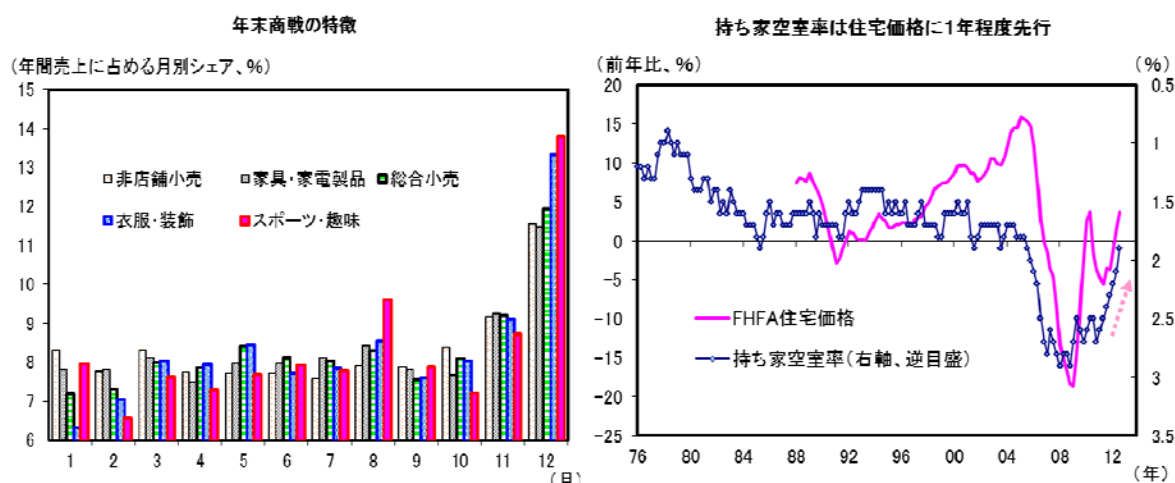
続いて、11月の小売売上高は前月比0.3%増と増加に転じた。米国の東海岸に上陸したハリケーン「サンディ」の影響により、10月の自動車関連の消費が抑えられた。そのため、11月は反動により自動車関連が押し上げられた。小売売上高から自動車関連を除くと10月からほぼ横ばいとなる。ただし、11月はガソリン価格の下落によってガソリンスタンドの売上が減少、10月から4.0%減と減少した影響を考えれば、それ以外の消費は10月を上回った。前述の雇用環境の緩やかな改善や、株価などの資産価格上昇による消費者マインドの改善が消費を後押しし

たとみられる。さらに、年末商戦の出だしも好調だったとみられ、年末商戦で売上拡大が見込まれる家具・家電製品店やスポーツ用品店などは総じて10月を上回る売上となった(図表2 左)。年末商戦は12月に山場を迎えるため、今後の動向にも引き続き注目される。一方で、ロイター／ミシガン大調査の12月消費者マインド(速報値)は74.5と11月から大幅に低下した。いわゆる「財政の崖」による不透明感などから先行き判断が低下したことが要因と考えられる。

住宅市場は引き続き改善が続いている。住宅価格に1年程度先行する持ち家の空室率は直近の7-9月期も改善し、2005年7-9月期以来の1%台まで低下した(図表2 右)。さらに、7-9月期GDP統計の実質住宅投資は前期比年率14.2%増と高い伸びを示しており、雇用や消費に比べて改善ペースが速い印象。ただし、住宅市場は前回の景気後退期に大きなダメージを受けており、2005年には年率換算200万戸の新築着工があったのに対し、直近でも90万戸程度に留まる。改善ペースは速くみえるが、水準は依然として低い点に留意が必要である。

また、FRBの大手銀行を対象にした10月調査によると、住宅ローン需要は引き続き増加しているとみられ、低金利や依然として割安な住宅価格、雇用・所得環境の改善が後押ししていると考えられる。一方で、同調査によると大手銀行の住宅ローンの貸出態度は依然として緩和されておらず、ボトルネックとなっている可能性が高い。先日発表された資金循環統計では、家計資産が金融資産や住宅資産の増加、すなわち価格上昇に支えられて増えていることが示された。しかし、可処分所得に対する負債や住宅ローンの割合は、引き続き低下が続いている。家計のバランスシート調整はいまだに続いているとみられる。足下の住宅市場の改善ペースは速いものの、こうしたボトルネックやバランスシート調整などにより、数年で2005年のピークに戻ることは想定しづらい。新築着工件数が年率換算150万戸に回復するタイミングの市場コンセンサス(Blue Chip調査)は2016年となっている。住宅市場は引き続き改善し、雇用や消費へもポジティブな影響を与えるものと想定しているが、劇的な回復は見込めないだろう。

図表2 消費、住宅は引き続き緩やかな改善が続く見込み



(注1) 年末商戦のデータは 2007年から2011年の平均値。

(注2) 年末商戦のデータは、各項目の年間売上に占める月別のシェアを示したものの。

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

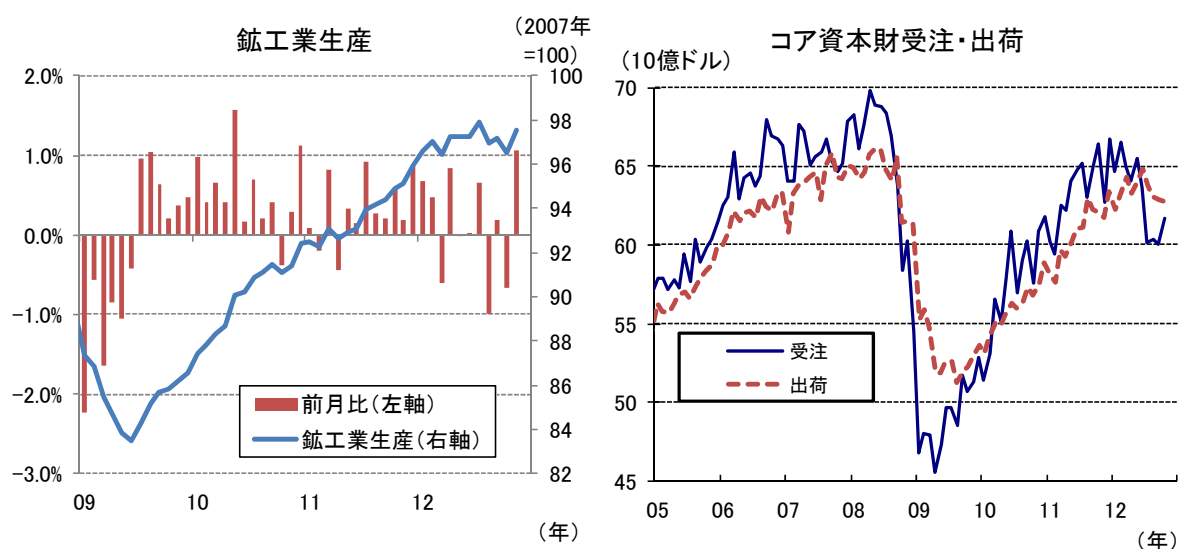
企業活動は横ばいだが先行きの期待は維持

ハリケーンによる減産の反動

11月の鉱工業生産は、前月比1.1%上昇した(図表3 左)。伸び率は2010年12月以来の高い伸びとなったが、FRBによれば、10月の終わりに米北東部を襲ったハリケーン「サンディ」による減産の反動が大きいとされる(10月は前月比0.7%低下)。10月と11月を均してみると、8月、9月の水準からあまり変動がなく、生産活動は概ね横ばいと考えられるだろう。電力・ガスが1.0%と高い伸びを示し、鉱業も0.8%上昇した。製造業は1.1%上昇で、10月の1.0%低下から回復したが、ハリケーンの影響を除けば概ね横ばいであった。製造業の主な内訳では、自動車・同部品が4.5%上昇と高い伸びを示した。この他では機械が1.0%上昇するなどしたが、必ずしも10月の落ち込みをカバーできておらず、指数全体の回復は、自動車・同部品の上昇に支えられた格好となっている。鉱工業の設備稼働率は0.7%ポイント上昇し、78.4%と7月以来の水準に上昇したものの、こちらも10月の低下を取り戻したにすぎず、長期平均を約1.9%ポイント下回った水準のままである。

また、11月の自動車販売は、季節調整済みの年換算で、2008年3月以来の1,500万台となった。10月と11月の平均は9月の水準に近く、生産活動同様にハリケーンの影響が考えられよう。自動車の買い替えなど、今後もハリケーン被災からの復興需要が続くとすれば、横ばい推移となっている生産活動の一時的な上ぶれ要因足り得るだろう。

図表3 ハリケーンによる減産の反動が出た鉱工業生産と、設備投資に回復の兆し



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

10月の耐久財受注は前月比0.5%増と、9月の大幅増からほぼ横ばいに転じた。9月に航空機の受注が大幅に増加したため、ボラタイルな輸送用機器を除く受注は前月比1.8%増となる。9月も1.7%増であったことから、緩やかな受注の回復が続いていると言えよう。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2.9%のプラスとなり、横ばい

推移からやや増加した（前掲図表3 右）。ハリケーン被災の影響が11月分の受注へどう影響したか、注目されよう。GDPの算出に用いられるコア資本財の出荷は4ヵ月連続で前月を下回った。

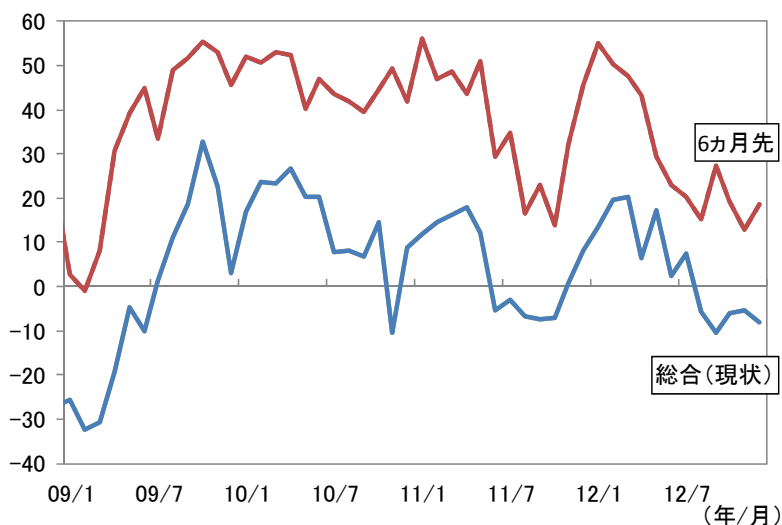
少し先を見据えた企業マインド

11月のISM製造業景況感指数は、49.5と10月実績から2.2ポイント低下し、製造業の拡大/縮小の分岐点である50を3ヵ月ぶりに下回った。内訳では、新規受注指数、雇用指数、在庫指数が低下し、生産指数は上昇した。ハリケーンの影響は明確ではないが、いわゆる「財政の崖」の影響は免れ得ないとみられる。一方、11月のISM非製造業総合景況感指数は54.7と、10月から小幅上昇した。構成項目のうち、事業活動と新規受注が上昇し、雇用指数は低下した。指数の内訳でも製造業と比して堅調だと言えよう。

12月前半の状況も加味したニューヨーク連銀の12月の製造業景況感（現状）は、-8.1と5ヵ月連続でマイナスとなり（図表4）、マイナス幅は11月から拡大した。内訳では、新規受注指数や出荷指数が低下した。6ヵ月先の期待は総合指数で上昇し、個別指数では新規受注指数が大きく上昇するなど前向きであり、企業マインドは短期的な警戒感を強める一方で、先行きに緩やかな改善を期待している可能性がある。

企業活動は、ハリケーンで一時落ち込んだ反動が起きている可能性があるが、基調的にはほぼ横ばいに近い改善傾向と言えるかもしれない。マインドは目の前に横たわる「財政の崖」などの財政政策が曖昧であることが足を引っ張っているとみられるが、先行きの期待は必ずしも萎んでいるわけではない。長めのスタンスでは、政策不透明感の払拭後には、急反発は期待できなくても、企業活動が鈍化し続ける可能性も低いと考えられるだろう。

図表4 ニューヨーク連銀製造業指数



（出所）NY 連銀, Haver Analytics より大和総研作成

財政再建と成長戦略

2012 年末、2013 年初の課題は、いわゆる「財政の崖」問題であろう。だが、財政問題には中長期的な財政再建をいかにして進めるか、という大きな課題がある。年が明ければ全てがすっきり解決するわけではない。望ましいシナリオは、短期的に「財政の崖」にまつわる問題を延長して議論する時間を作り、その後、いわゆる「グランド・バーゲン（包括的な財政再建に向けた合意）」が成立することだろう。

民主党は富裕層の減税打ち切りによる歳入増を目指し、共和党は義務的経費の歳出削減、「税率」の引き上げに反対するという対立点がある。だが、こうした財政再建に向けた動きが実体経済を疲弊させる可能性がある。経済自体が拡大しなければ財政再建もおぼつかないため、同時に成長戦略も語られる必要がある。CBO（議会予算局）は、財政収支の見通しを経済成長率の前提とともに公表するように、経済成長のペース次第で歳入額も歳出額も変動してしまうのである。

2013 年の経済見通し

2013 年の見通しの前提となっているのは、「財政の崖」の回避である。だが、財政問題を先送りした後、中長期的な財政再建策がすぐにまとまるとは考えられず、2013 年の序盤は経済活動が軟化するだろう。また、「財政の崖」が回避されたとしても、例えば法人税率がどうなるかといった税制の議論は、財政再建策に含まれることから、不透明感一掃とはならず、個人消費や企業活動の伸び率の回復は、年央あたりまでかかると想定している。住宅価格上昇などに支えられ、全体に底堅い推移となろう。

リスクシナリオとして、「財政の崖」を含めた財政問題が紛糾し、米国債の格下げや株価急落、金利上昇など市場の催促によって、財政問題への議論が進む可能性を指摘したい。リーマン・ショック直後において、TARP が議会で可決されず、市場が混乱したのちに、可決されたようなケースである。こうした場合には、経済成長ペースの大幅な下押しが懸念されよう。

図表5 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 | 1.3 | 2.7 | 1.5 | 1.4 | 2.2 | 2.3 | 2.6 | 1.8 | 2.2 | 1.9 |
| ＜前年同期比＞ | 1.8 | 1.9 | 1.6 | 2.0 | 2.4 | 2.1 | 2.5 | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 2.1 | | | |
| 個人消費 | 3.1 | 1.0 | 1.7 | 2.0 | 2.4 | 1.5 | 1.4 | 1.8 | 1.7 | 2.2 | 2.5 | 2.7 | 2.5 | 1.8 | 2.0 |
| 設備投資 | -1.3 | 14.5 | 19.0 | 9.5 | 7.5 | 3.6 | -2.2 | 0.5 | 2.1 | 4.6 | 4.1 | 4.4 | 8.6 | 7.1 | 2.2 |
| 住宅投資 | -1.4 | 4.1 | 1.4 | 12.1 | 20.5 | 8.5 | 14.2 | 9.7 | 7.2 | 7.8 | 8.3 | 8.4 | -1.4 | 11.7 | 8.9 |
| 政府支出 | -7.0 | -0.8 | -2.9 | -2.2 | -3.0 | -0.7 | 3.5 | -1.4 | -2.0 | -1.4 | -0.9 | -0.8 | -3.1 | -1.4 | -0.8 |
| 輸出 | 5.7 | 4.1 | 6.1 | 1.4 | 4.4 | 5.3 | 1.1 | 1.8 | 2.6 | 3.5 | 3.9 | 4.2 | 6.7 | 3.6 | 2.9 |
| 輸入 | 4.3 | 0.1 | 4.7 | 4.9 | 3.1 | 2.8 | 0.1 | 0.3 | 1.7 | 2.6 | 3.2 | 3.4 | 4.8 | 2.8 | 1.8 |
| 鉱工業生産 | 4.4 | 1.0 | 5.7 | 4.9 | 6.2 | 2.4 | -0.3 | 0.8 | 1.6 | 3.6 | 3.3 | 3.4 | 4.1 | 3.7 | 2.0 |
| 消費者物価指数 | 4.5 | 4.4 | 3.1 | 1.3 | 2.5 | 0.8 | 2.3 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.3 | 2.2 | 3.1 | 2.1 | 2.0 |
| 失業率(%) | 9.0 | 9.0 | 9.1 | 8.7 | 8.3 | 8.2 | 8.1 | 7.8 | 7.8 | 7.7 | 7.7 | 7.6 | 9.0 | 8.1 | 7.7 |
| 貿易収支(10億ドル) | -137 | -142 | -135 | -146 | -148 | -137 | -124 | -124 | -125 | -125 | -126 | -127 | -560 | -535 | -502 |
| 経常収支(10億ドル) | -120 | -119 | -108 | -119 | -134 | -117 | -101 | -101 | -101 | -101 | -102 | -102 | -466 | -452 | -406 |
| 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 | 0.26 | 0.27 | 0.29 | 0.29 | 0.34 | 0.45 | 0.45 | 0.28 | 0.34 |
| 10年債利回り(期中平均、%) | 3.46 | 3.21 | 2.43 | 2.05 | 2.04 | 1.82 | 1.64 | 1.72 | 1.84 | 1.97 | 2.10 | 2.32 | 2.79 | 1.81 | 2.06 |
| 国内最終需要 | 0.5 | 1.8 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 1.4 | 1.7 | 1.3 | 1.3 | 2.0 | 2.3 | 2.5 | 1.8 | 1.9 | 1.7 |
| 民間需要 | 2.3 | 2.6 | 3.3 | 3.4 | 3.4 | 1.9 | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 2.7 | 2.9 | 3.2 | 3.0 | 2.7 | 2.2 |

(注) 網掛けは予想値。2012年12月18日現在。

(出所) 大和総研