

2013年1月18日 全10頁

# 米国経済見通し 続く財政問題の不透明感

## 雇用環境の改善は道半ば

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]

- いわゆる「財政の崖」は、急激な財政緊縮という意味では、2013年初に回避された。だが、2月末にかけて先送りされた歳出の強制一律削減と連邦債務の上限引き上げ、さらに2013会計年度の予算などの財政に絡んだ論点がおも存在する。
- 中長期的な財政再建の方針も明確ではなく、「崖」回避に際して一部増税が行われたが、歳出削減は手つかずに近い。こうした議論が「ねじれ」議会で行われることになる。2014会計年度予算などを踏まえると、夏場まで不透明感が長引くリスクがある。
- FRBでは「QE3」の拡充策である米国債購入に対し、メンバー間の意見が分かれていることがわかった。だが、これまでの失業率低下ほどは雇用環境が改善しているとは言えず、限定的なインフレ圧力のもとで、当面の金融緩和傾向は続くだろう。
- 増税による消費の減少が懸念されるが、増税幅がはっきりしたことと、緩やかな回復傾向が続く雇用・所得環境に支えられて、底堅さを維持しよう。企業部門では、好調な自動車販売などに支えられて生産活動の改善が続いており、先行きの上振れ期待がある。

## 景気循環と構造的なリスク要因

いわゆる「財政の崖」問題は、2013年初からの急激な財政緊縮という意味では回避された。だが、歳出の一律削減は開始時期を2ヵ月先送りしたにすぎず、中長期的な財政再建に向けた方針もはっきりしていない。先送りされた歳出の強制一律削減と連邦債務上限額の引き上げは、いわば「財政の崖」第2ラウンドとして、2月下旬にかけて話題となろう。さらに大統領予算教書は2月の第1月曜日である2月4日には間に合わないことになった。2013会計年度の本予算の作成のみならず、やや先の話題であるが2014会計年度の予算作成も遅れる可能性が出てきた。財政問題にまつわる不透明感が夏場にかけて長引くリスクも想定すべきであろう。

年初の「財政の崖」回避策は結果として増税であった。個人消費は底堅く年末商戦は2011年を上回ったものの、期待したほどの売上増ではなかったとされる。今後は増税に伴い家計の可処分所得が減少することになるが、雇用・所得環境は緩やかな改善ペースに留まり、加速するには至っていない。住宅市場の改善、ハリケーンからの復興需要など景気下支え要因もあるが、企業活動は横ばいに近く、短期的には経済全体で財政問題をカバーできるかが焦点となろう。

財政政策が期待できないことから、金融政策による米国経済の底上げが期待されることになる。2012年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）で、金利政策の今後に数値基準を導入し、また米国債を追加購入するQE3の拡充が決まった。その議事録では、追加して購入する米国債の購入期間や規模について意見が分かれていることが明らかとなり、メンバーが入れ替わった今後のFOMCでの議論が注目されよう。もっとも、雇用環境は失業率の低下ほど改善しているわけではなく、インフレ圧力は限定的であることから、当面は緩和的な政策の継続が予想される。

## 急激な財政緊縮は回避されたが問題は山積

2013年1月2日に「米国納税者救済法2012」（American Taxpayers Relief Act: ATRA）が成立したことによって、「財政の崖」は回避された。主なポイントとしては、（1）高所得者層（夫婦合算の場合は年収45万ドル以上の世帯）以外の世帯での減税恒久化、（2）高所得者層向けの増税、（3）勤労者向けの給与税（社会保障税）の減税終了、（4）緊急失業保険給付を1年延長、（5）歳出の強制一律削減の開始を2ヵ月延期、などである。

（1）高所得者層を除くブッシュ減税は、「財政の崖」の大宗を占めていたことから、減税継続によって「崖」が「崖」でなくなった主な要因となる。恒久化されたことで、減税の期限が近づく度に繰り返されてきた「財政の崖」のような問題が、今後生じにくくなったと言える。

（2）高所得者増向けの増税、（3）給与税減税の終了は、ともに家計への増税となる。高所得者層はブッシュ減税の打ち切りで最高税率が35%から39.6%まで引き上げられるほか、勤労者の給与税の2%減税が打ち切られる。「米国納税者救済法」全体でみて増税であり、Tax Policy Centerによれば、世帯当たり年間1,257ドルの増税となる。個人消費への影響は避け難いが、

後述するように、雇用・所得環境は緩やかな改善を続けていることから、2013 年後半にかけて増税の影響は軽減されると考えられよう。

(4) 緊急失業保険給付の1年延長は、失業保険を受け取れる家計の所得をサポートする意味では明るい話題である。だが、求職する際に仕事を選ぶ機会を増やし、後述する雇用のミスマッチの解消には繋がりにくい。失業保険を受け取れないのであれば、望まない職に就くか職探しを諦めて労働市場から退出する（失業者ではなくなる）可能性が高まり、失業率の低下要因たり得る。緊急失業保険給付がいつまで続くかは、金利政策の変更要件の1つに失業率を据えたFRBの金融政策にも影響すると考えられよう。失業期間の長期化を可能にすることは、長期的な観点で労働者のスキル劣化というリスクも内包される。

(5) 歳出の強制一律削減の開始が延期され、2013年1月1日開始予定から3月1日開始に2ヵ月先送りされた。米国納税者救済法によって、財政赤字削減が見込まれているが（図表1）、財政赤字削減幅は10年間で6,500億ドルに留まる。うち5,450億ドルは歳入の増加によるものであり、歳出削減は利払い費の軽減が大部分で、事実上手つかずと言っていいだろう。2月末までに歳出削減を具体的にどこに求めるかを検討しなければならず、債務上限の引き上げ、2013年度予算と絡め、「ねじれ」議会での議論は紛糾するとみられる。

図表1 米国納税者救済法による財政赤字削減額（10年間累計）

	(億ドル)
年収40万ドル/45万ドル以下の所得税減税を延長	\$3,950
年収40万ドル/45万ドル以下に対するキャピタルゲイン税及び配当税率を延長。その基準を超える高所得者に対しては、20%に増税	\$550
年収25万ドル/30万ドル以上の人的控除の段階的廃止	\$1,500
遺産税を35%から45%に増税	\$200
<b>歳入増</b>	<b>\$6,200</b>
設備投資減税（期限切れとなる減税及び特別償却）の延長	-\$750
<b>純歳入増</b>	<b>\$5,450</b>
メディケアによる医師への現行医療費償還を1年間施行	\$100
失業保険ベネフィットを1年間延長	-\$300
<b>歳出減</b>	<b>\$200</b>
純利払い	\$850
<b>財政赤字削減額</b>	<b>\$6,500</b>

(注) 単位：億ドル。年収は「/」の左が単身の場合、右が夫婦合算の場合。

(出所) CRFB(The Committee for a Responsible Federal Budget)より大和総研作成

今後も話題になる続けることが想定される財政問題関連のスケジュールは以下となる。

- 2月半ばから3月初にかけて：連邦債務上限の資金繰りが不可能に
- 2月：大統領予算教書（2014会計年度分、本来は2月4日）
- 3月1日：財政管理法による自動歳出削減開始
- 3月末：2013会計年度（2012年10月～2013年9月）暫定予算の期限

## 金融政策の今後の展開を探る

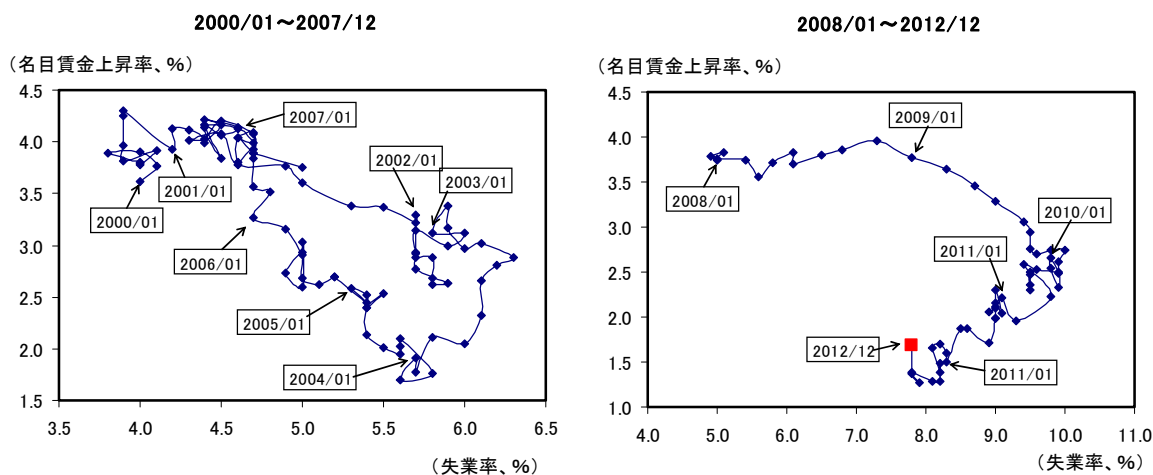
財政政策の先行きが不透明な状況では、金融政策による米国経済の底上げが期待されることになる。2012年12月のFOMCでは月450億ドルの国債買い入れを行う、いわゆる「QE3」の拡充が決まった。また、異例なほど低い金利水準を維持する時間軸政策に、今後1~2年のインフレ率が2.5%を上回らない限り、失業率が6.5%になるまでは少なくとも低金利を続けるという数値目標を導入した。そのFOMCの議事録が2013年1月3日に公表され、早くも資産買い入れ策の期間や規模について様々な意見があることがわかった。資産買い入れ策は、時間軸政策より先に買い入れの規模縮小・停止が行われるとみられるが、その時期を巡る具体的な数値目標は示されていない。メンバーが入れ替わった今後のFOMCでの議論が注目され、時間軸政策の数値目標である失業率とインフレ率の水準が目安となるだろう。

## 失業率の低下ほどに雇用環境は改善していないとみられる

FRBの使命は雇用の最大化と物価の安定であり、当然これらの金融政策もその使命に基づく。ここで、雇用の最大化を測る1つの指標としてはじめて失業率が明示された。また、物価に関しては、エネルギー価格や食料価格など、外生的に決まる部分や天候によって左右される部分がある。そこで、金融政策の効果が及びやすい範囲として、賃金の動向に注目したい。

失業率と賃金変化率（名目時間当たり賃金の前年比）の関係はフィリップス曲線として知られる（図表2）。通常は景気拡大期に失業率の低下と賃金変化率の上昇、景気後退期に失業率の上昇と賃金変化率の低下がみられ、失業率と賃金変化率には逆相関の関係がある。しかし、2010年初め以降は両者のバランスが崩れ、失業率の低下局面でも賃金変化率が低下している。その理由に、失業率が実際の雇用環境を必ずしも表せないことが考えられる。

図表2 フィリップス曲線の変化



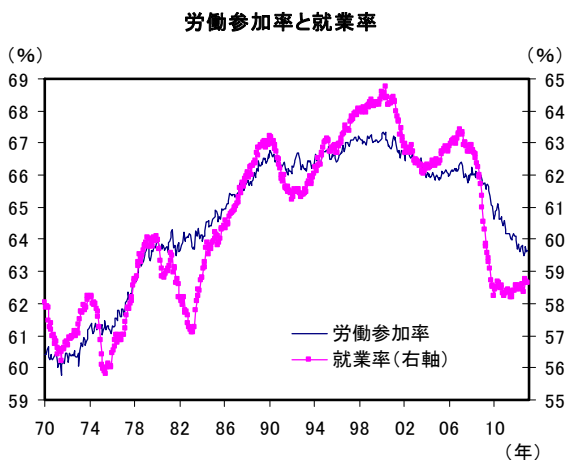
(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

失業率は、失業者の減少など雇用環境の改善に伴って低下するほか、職探しを諦めて労働市場から退出する（失業者ではなくなる）者が増加することでも低下する（労働参加率の低下）。このことは雇用環境の改善とは言い難く、失業率が必ずしも実際の雇用環境を表せていないことの理由である。現在の失業率の低下要因に、労働参加率の低下が関係しているとみられる。

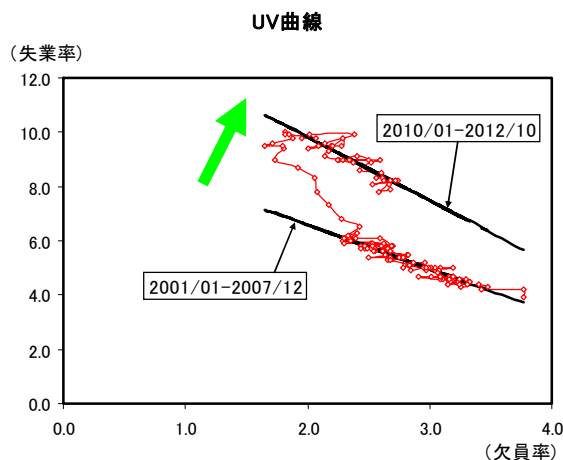
労働参加率の低下にはいくつかの要因が考えられる。第一に、趨勢的な高学歴化や高齢化が挙げられる。大学や大学院に進学する者や、年齢によってリタイアした者など働く必要のない者が増加すると、労働参加率は低下するためである。第二に、就業率の弱含みが挙げられる。労働参加率が失業者を考慮するのに対して、就業率は働くことができる者のうち、実際に働いている者の割合を表すものである。まわりから見た場合、人に働く意思があるかより、実際に働いているかの方がわかりやすいため、より実感に近い労働市場を表すと考えられる。就業率が改善してくれば、雇用環境の厳しさから一度は職探しを諦めた者が雇用環境の改善に気づき、改めて職を探しに労働市場へ戻ってくる可能性がある。前回の景気後退期に就業率は大きく低下し、底這いの状況が続いていた、そのため労働参加率が低下したとみられる（図表3）。

2012年は失業率が0.7%ポイント低下したが、そのような失業率の低下のわりに実際の雇用環境が改善していないことを示した。同様に、UV曲線を用いても雇用環境の厳しさが示される。UV曲線は失業率と欠員率の関係から、労働者と企業の雇用のミスマッチを表すことができる。一般的に、労働市場が引き締まってくると失業率は低下、欠員率は上昇する傾向がある。リーマン・ショック以降は失業率の上昇と欠員率の上昇が同時に起こり、図表4のように右上方向にシフトしている。労働者は働きたいのに働けない状況（高失業率）、企業は雇用したいのにできない状況（高欠員率）が共存しており、雇用のミスマッチが拡大したと考えられる。

図表3 労働参加率と就業率



図表4 UV曲線



(注1) 労働参加率は労働力人口／生産年齢人口。

(注2) 就業率は雇用者数／生産年齢人口。

(注3) 欠員率は求人数／(雇用者数+求人数)。

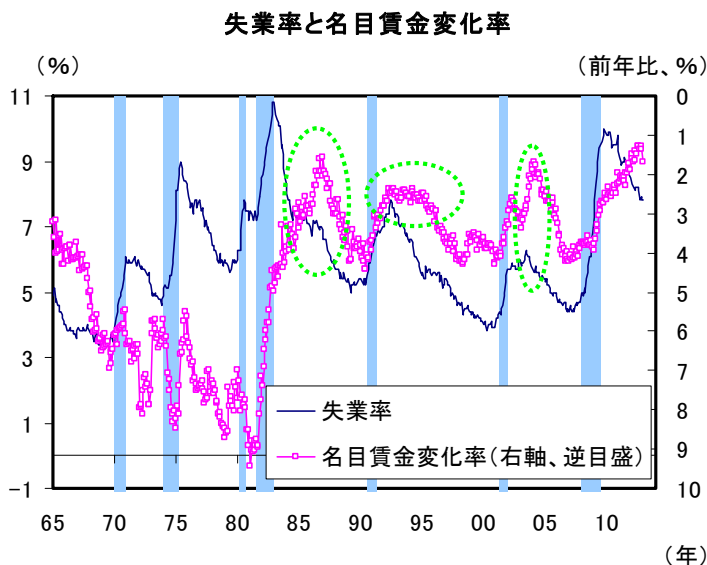
(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

## 雇用環境は緩やかに改善、内生的な物価上昇要因は限定的だろう

前述のように、就職を諦める者の増加や、雇用のミスマッチが生じていることにより、現在の雇用環境は失業率の低下ほどは改善していないと考えられる。しかし、2011年の半ばから雇用者数の増加ペースが高まるのと同時に、就業率に上昇の兆しがみられる。就業率が上昇すれば、職探しを再開する者が増えて労働参加率が上昇する可能性がある。職を探す者（失業者）が増えるため一時的に失業率が上昇することが想定されるが、職探しを始める者以上に雇用者が増加すれば失業率は低下するだろう。

また、過去の経験から、雇用環境が一定の水準まで改善しなければ賃金の変化率は高まらない傾向がある（図表5）。失業率が6~7%程度の水準まで低下すると、賃金の上昇が始まる可能性がある。現在の失業率は依然として高水準であり、今後も労働参加率の上昇に伴って一時的に失業率の上昇圧力がかかるとみられる。そのため、景気拡大に伴う失業率の低下は緩やかなペースに留まり、賃金の上昇はまだ先になるだろう。たとえば国際商品市況の上昇などによって物価が急上昇するような状況にならない限り、インフレ圧力は限られ、緩和的な金融政策は当面の間維持されるだろう。

図表5 名目賃金変化率の目安

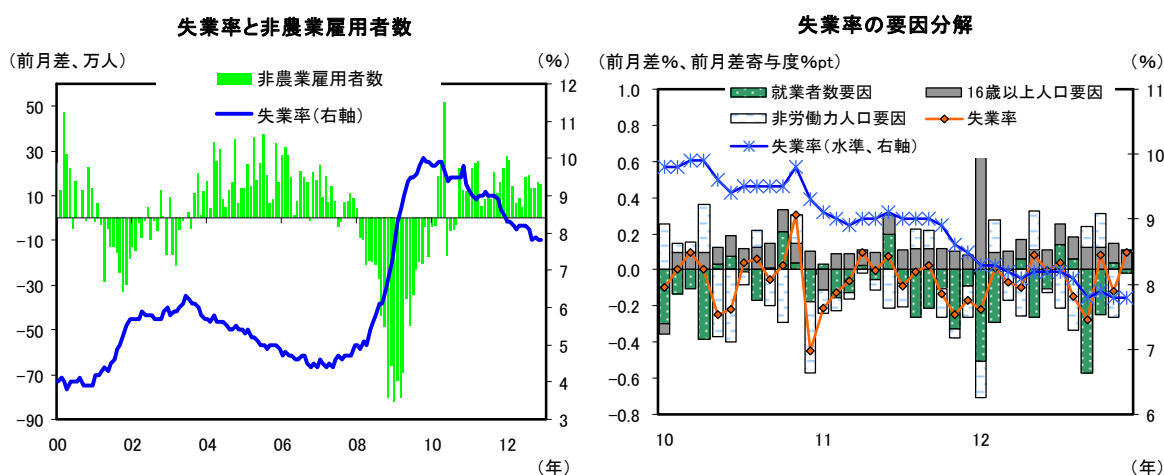


## 足下の雇用環境は緩やかな改善

それでは直近の雇用環境はどうだろうか。2012年12月の非農業雇用者数は前月差15.5万人増となり、2012年の平均増加幅とほぼ同じで、雇用の増加ペースの加速を示すほどではなかったが、雇用環境は緩やかに改善していると言えるだろう。

また、失業率は7.8%で横ばい。ただし、実際には0.1%ポイント近い上昇であった。失業者数が増加した点はネガティブだが、職探しを始めた者が増えた点は前向きに評価できる。12月の労働参加率は僅かながら上昇した。就業率に改善の兆しがみられることから、今後も労働参加率の上昇に期待がもてる。労働参加率が上昇する中で失業率の低下が進めば、雇用の本格改善が始まったと言えるだろう。当面は職探しを始める者の労働市場への流入が増えるため、実際の雇用環境の改善ほどには失業率が低下しづらい状況が続くとみられる。

図表6 足下の雇用環境



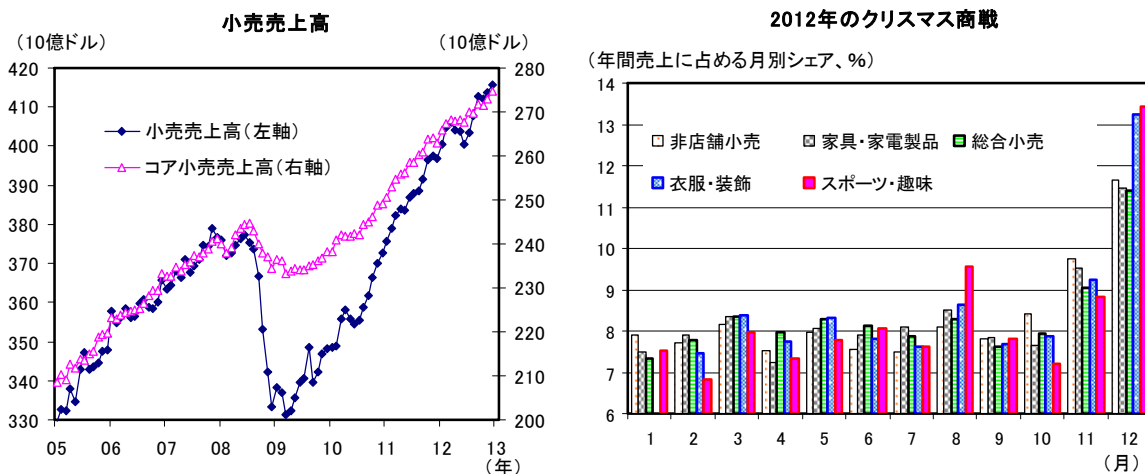
(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

## 一時的に下押し圧力がかかるも、基調的な消費拡大に期待

2012年の年末商戦は、セールの前倒しなどにより出だしの11月は好調だった。しかし、「財政の崖」による不透明感が強まったことなどから、12月に入ってから中だるみしたとみられる。最後は最終週にかけてセールを行ったため、12月としては物足りないものの、年末商戦としての面目を保った格好。FRBのBeige Book(地区連銀景況報告)でも、年末商戦は複数の地域で僅かに前年を超えたが、期待を下回ったとされている。

12月の小売売上は前月比0.5%増と2ヵ月連続で増加した。買い替え需要に加えてハリケーンによる復興需要もみられ、自動車ディーラーが前月比1.8%増と小売売上の増加に大きく寄与した。また、自動車を除く小売売上も前月比0.1%増と僅かながら増加した。年末商戦の時期に増加が期待されるスポーツ用品店や衣料・アクセサリー店がしっかりと増加したことが評価できる。緩やかな消費拡大の基調は弱まっていないと言えるだろう。「財政の崖」のうち、所得に直接影響を及ぼす項目は2013年初めに確定した。給与減税の廃止などにより手取り収入の減少が見込まれるため、短期的には消費の下押し要因となり、消費の増加ペースが鈍化する可能性がある。しかし、いくら減るかわからないといった先行き不透明感が後退したこともあり、その後は消費の源泉となる雇用・所得環境の改善によって、基調的な消費拡大に期待がかかる。

図表7 個人消費の動向



(注1) 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。

(注2) 右図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。

(注3) 総合小売にはデパートやディスカウントストアが含まれる。

(注4) 非店舗小売はオンラインショッピングや通販が含まれる。

(出所) Census, Haver Analytics より大和総研作成

## 上振れ余地が残る企業活動が雇用拡大に繋がるかに注目

企業はいまだ雇用の拡大に積極的でないとみられるが、企業活動には上振れ期待がある。

12月の鉱工業生産は前月比0.3%増と、11月に続いて増加した(図表8・左)。販売が堅調な自動車関連がけん引、他にはコンピューター関連や化学などが全体を押し上げた。稼働率も前月から0.1%ポイント上昇と同様に改善が続いた。特に、暖冬の影響で電力需要が少なかったため、公益事業は前月比4.8%減と大幅に減少した。鉱工業生産から公益事業と鉱業を除く製造業は前月比0.8%増と前月に続き拡大した。夏から秋にかけて弱含んでいた製造業は、再び増加傾向に転じた。鉱工業生産、稼働率ともに、ハリケーンが東海岸に上陸した10月の水準を超えており、ハリケーンによる生産活動へのマイナスの影響はなくなったと言えるだろう。

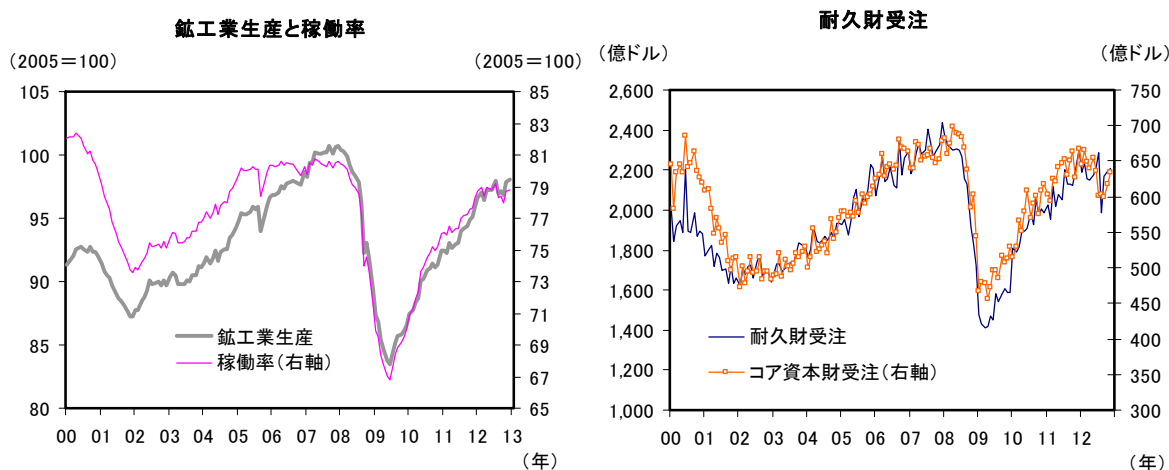
たとえば、12月の自動車販売は11月に続いて年率換算で1,500万台を上回ったため、自動車関連の生産活動も好調を維持した。通常の買い替え需要に加えて、ハリケーンによって多数の車が水没したとみられ、強制的な買い替え需要が引き続き販売を支えたとみられる。被災した地域の復興に伴う需要の増加によって、今後も自動車関連を中心に生産の上振れに期待がかかる。さらに、前述のように雇用・所得環境が緩やかに改善しており、基調的な需要の増加が見込まれる。生産活動の水準はリーマン・ショック前を試す展開となるだろう。

11月の耐久財受注は前月比0.8%増と3ヵ月連続で増加した。また、設備投資の先行指標とされる資本財受注(国防・航空機除く)も前月比2.6%増と10月に続き増加した(図表8・右)。業種別にみると、自動車関連が前月比3.6%増、コンピューター関連が同6.9%増と、それぞれ4ヵ月ぶりに増加に転じた。企業のマインド(ISM指数)に注目すると、12月は「財政の崖」の



不透明感に反して製造業・非製造業ともに改善した。ISM 製造業指数は前月から 1.2 ポイント改善し、50.7 と再び 50 台に復した。輸出指数が 7 ヶ月ぶりに 50 を上回ったこともポジティブに評価できる。また、ISM 非製造業指数も前月から 1.4 ポイント改善し、56.1 と 2012 年 2 月以来の高水準となった。製造業・非製造業ともに雇用判断が大きく前進したことが改善の要因となった。ただし、12 月は「財政の崖」問題がくすぶり続けていたものの、調査があった 12 月中旬頃はオバマ大統領とバイナー下院議長の歩み寄りの姿勢がみられたためマインドは改善していたとみられる。そのため、12 月の数値はある程度割り引いて見る必要があるだろう。今後は、引き続き債務問題がマインドの下押し圧力として残存するが、海外経済の復調や国内経済の緩やかな拡大などに伴って企業のマインドや設備投資は改善する見込み。生産とあわせて、企業部門の改善が雇用拡大に繋がるかに注目したい。

図表 8 生産活動と設備投資関連



(注) コア資本財受注は国防・航空機を除く資本財受注。  
(出所) FRB, Census, Haver Analytics より大和総研作成

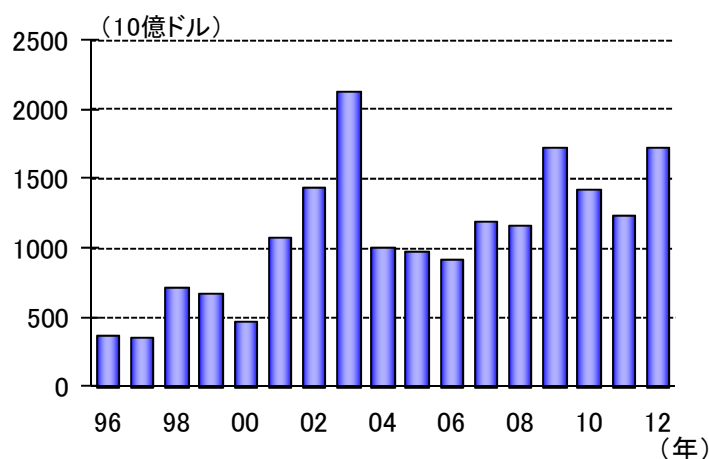
## 住宅市場の改善続く

住宅市場は引き続き改善が続いている。2012 年 12 月の住宅着工件数は、前月比 12.1% 増となる 95.4 万戸（年率換算）となった。リーマン・ショック前の 2008 年 6 月（104.6 万戸）以来の水準である。内訳では 1 戸建と集合住宅がともに伸び、4 つの地域別でもすべて前月比プラスとなった。着工件数の先行指標となる同月の許可件数は、前月比プラスが続き、90.3 万戸と 2008 年 7 月（92.1 万戸）以来の水準になった。建設業者の景況感を表す 1 月の NAHB（全米ホームビルダー協会）の住宅市場指数は 47 で、2006 年 4 月以来の最高のまま横ばいだった。NAHB は公表資料で、先月に引き続き住宅ローンの融資基準の厳しさを指摘した。

また、1 月 8 日に FRB が公表した公定歩合議事録において、住宅ローンの借り換えが顕著であることが指摘されていた。市場金利の低下が住宅ローンの借り換えを通じて住宅市場の改善に

寄与してきたが、借り換えを含む住宅ローンの融資環境はMBS（住宅ローン担保証券）などの発行動向にも左右される。SIFMA（米国証券業・金融市場協会）によれば、政府関係機関による2012年のMBSの発行額は1.7兆ドルを超え、2009年とほぼ同水準に回復した（図表9）。2012年12月のFOMC議事録で、MBSの買入れの効果にはFOMCメンバーほぼ全員から前向きに評価を受けていた。FRBによるMBSの買入れによってMBSの発行環境がさらに改善し、新規の住宅ローン融資が拡大することが期待される。金融機関が住宅向けの資金需要に応えられることが、住宅市場の堅調さを支えると考えられよう。

図表9 政府関係機関のMBS発行額



(注) GNMA, FNMA, FHLMC 発行の MBS（住宅ローン担保証券）発行額。  
(出所) SIFMA より大和総研作成

図表10 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2012				2013				2014				2011	2012	2013	2014
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	前年比(%)			
国内総生産	2.0	1.3	3.1	1.4	1.6	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	1.8	2.3	2.0	2.6
<前年同期比>	2.4	2.1	2.6	1.9	1.8	2.0	1.8	2.1	2.4	2.5	2.6	2.7	2.5	1.9	2.0	2.7
個人消費	2.4	1.5	1.6	1.9	1.8	2.2	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	2.5	1.9	2.0	2.7
設備投資	7.5	3.6	-1.8	1.2	2.7	4.1	4.8	4.5	4.9	5.0	5.1	5.2	8.6	7.2	2.5	4.8
住宅投資	20.5	8.5	13.5	9.7	9.8	8.7	8.2	8.0	7.9	7.7	7.8	7.6	-1.4	11.6	9.6	7.9
政府支出	-3.0	-0.7	3.9	-1.4	-2.0	-1.4	-0.9	-0.8	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-3.1	-1.3	-0.8	-0.8
輸出	4.4	5.3	1.9	-0.4	1.7	3.2	4.0	4.2	4.1	4.2	4.4	4.6	6.7	3.6	2.3	4.1
輸入	3.1	2.8	-0.6	0.3	0.9	2.0	3.3	3.3	3.5	3.6	3.7	4.1	4.8	2.7	1.4	3.4
鉱工業生産	6.2	2.4	0.4	0.8	1.6	3.1	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6	3.7	4.1	3.7	1.9	3.5
消費者物価指数	2.5	0.8	2.3	1.9	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	3.1	2.1	2.0	2.1
失業率(%)	8.3	8.2	8.0	7.8	7.8	7.7	7.6	7.4	7.2	7.1	7.0	6.9	8.9	8.1	7.6	7.1
貿易収支(10億ドル)	-148	-137	-124	-129	-129	-127	-127	-126	-126	-126	-126	-125	-560	-539	-509	-503
経常収支(10億ドル)	-134	-118	-108	-113	-113	-111	-110	-109	-109	-108	-107	-105	-466	-472	-443	-429
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	0.25
2年債利回り(期中平均、%)	0.29	0.29	0.26	0.27	0.27	0.28	0.34	0.39	0.47	0.56	0.59	0.59	0.45	0.28	0.32	0.55
10年債利回り(期中平均、%)	2.04	1.82	1.64	1.71	1.84	1.97	2.21	2.38	2.56	2.72	2.89	2.92	2.79	1.80	2.10	2.77
国内最終需要	2.2	1.4	1.9	1.4	1.4	1.9	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.7	1.8	1.9	1.8	2.5
民間需要	3.4	1.9	1.7	2.0	2.2	2.7	2.9	3.0	3.2	3.3	3.4	3.4	3.0	2.8	2.3	3.2

(注) 網掛けは予想値。2013年1月17日現在。

(出所) 大和総研