

2013年3月19日 全8頁

米国経済見通し 財政問題の議論は本番へ

前向きな家計、企業と財政緊縮の綱引きの勝者は？

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]

- 米国財政に関しては、3月から連邦政府の歳出の強制削減が始まり、5月の債務上限問題、当面の予算など、短期的な課題が多い。中長期的な財政運営の方針が未定であることが、これらの不透明感を長引かせている背景と言える。
- 年始の増税により、鈍化が懸念された個人消費は底堅い推移となり、住宅市場も改善傾向が持続している。労働市場の改善や資産価格の上昇が下支えしていると言えよう。企業部門でも、マインドの改善に従って実際の企業活動が改善してきている。
- 国内民間需要が相対的に堅調で、財政問題が下押し要因となっている構造は変わらない。財政問題が不透明感な情勢では、金融政策が変更される可能性は小さいだろう。財政緊縮に伴う個人消費の下押し圧力も、資産価格上昇などが下支え要因となろう。
- 大統領予算教書と、2014年度（2013年10月～2014年9月）の連邦予算の予算決議、そこで描かれるべき今後10年の財政見通しが当面のポイントとなる。中長期的な視点を踏まえた財政問題の議論は、これから本番を迎えると言えるだろう。

景気循環と構造的なリスク要因

米国における財政問題は、歳出の強制削減が始まり、5月の債務上限問題、当面の予算など、短期的な課題が多い。財政関連の不透明感が長引いているのは、中長期的な財政運営の方針が決まらないことが背景と言えるだろう。財政問題は、米国経済の下押し要因として、政府支出の減少のみならず、家計や企業活動にもネガティブな影響をもたらすことが予想される。

だが、国内の民間需要は相対的な堅調さが維持され、年始からの増税（減税廃止）にもかかわらず個人消費は底堅い。緩やかながら雇用・所得環境の改善ペースが加速し、資産価格の上昇とともに、増税によるネガティブ・インパクトを緩和しているとみられる。今後も歳出削減による個人消費の下押し圧力との綱引きが生じるだろう。足踏み感があつた住宅市場でも改善傾向が続き、住宅価格の上昇は個人消費の底堅さの一因と考えられよう。マインド先行で改善し始めていた企業部門は、低金利環境の持続と海外経済の回復期待の高まりもあって、その実際の活動がマインドに追いつき始めたとみられる。

金融政策では、事実上のゼロ金利政策と、QE3（量的緩和第3弾）が維持されている。「労働市場の見通しが著しく改善」というQE3の解除条件に近づいてきた可能性があり、次の一手は資産買い入れ幅の縮小となろう。資産買い入れの「効果とコスト」を勘案する議論が深まるだろうが、なおも財政問題が不透明な現下の情勢では、当面の現状維持が見込まれる。

大統領予算教書と、2014年度（2013年10月～2014年9月）の連邦予算の予算決議、そこで描かれるべき今後10年の財政見通しが当面のポイントとなり、中長期的な視点を踏まえた財政問題の議論は本番を迎えると言えるだろう。

家計の負債が増加

FRBが公表した資金循環統計（Flow of Funds Accounts）によると、2012年12月末時点の米家計金融資産は、株価や住宅価格の上昇により純資産が過去最高額に迫り、また負債残高が増加に転じた（図表1左）。

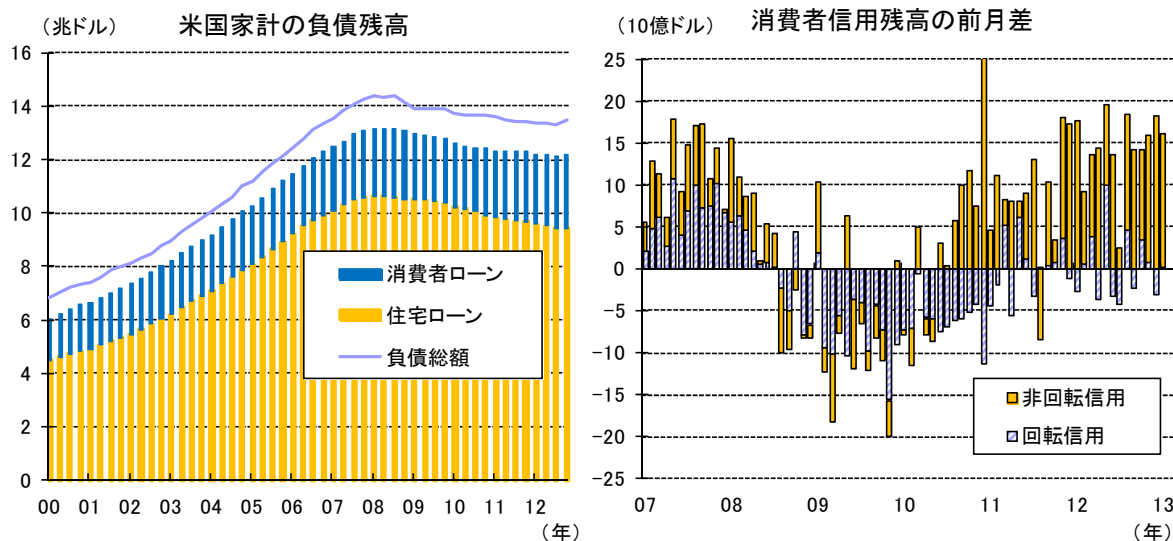
負債の内訳では住宅ローン残高は減少し、消費者ローンなどの残高増が全体の増加に寄与した。住宅ローン残高の減少は、家計のバランスシート調整の進展を裏付けるものだろう。消費者ローンの内訳は資金循環統計からは分からないが、ニューヨーク連銀の統計¹や月々の消費者信用統計からは、自動車ローンなどの残高が増加しているようだ。自動車ローンの残高増は堅調な自動車販売と対をなしていると言えよう。

金利水準の低下といった金融環境の好転のほか、家計の将来への期待の好転と同時に、金融機関の融資スタンスの積極化などが資金を借りやすくしていると考えられる。家計と金融機関

¹ “Household Debt and Credit Report” <http://www.newyorkfed.org/householdcredit/>

双方の将来期待の好転が、家計の負債増の主たる理由でなければ、こうした家計向け与信の増加は、金融機関にとって将来の不良債権の温床ということにすぎない。家計の負債の増加は、個人消費や住宅市場の改善に向けて前向きに捉えられるだろう。

図表 1 家計の負債



(注) 消費者信用残高は、2010年12月より調査方法が変更されたことによりデータが連続しない。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費は減少圧力があるものの増勢を維持

1月から始まった給与税減税の廃止や高所得者層のブッシュ減税の廃止など、家計の可処分所得に減少圧力が掛かっている。しかし、雇用者数の増加や賃金の上昇、資産価格の上昇などが消費を押し上げており、消費は緩慢ながら増加が続いたとみられる。

2月の小売売上高は前月比1.1%増と4ヶ月連続で増加した。ただし、ガソリン価格上昇の影響が大きく、基調的な小売売上高の増加はヘッドラインほど大きくない。自動車ディーラーやガソリンスタンド、建材・園芸を除くコア小売売上高は前月から0.4%増加した。衣料品店や一般小売店などが増加したものの、家具・家事用品店やスポーツ用品店などは減少、どちらも小幅な変動に留まる。

一方で、3月のロイター／ミシガン大調査によると、消費者マインドは前月から大幅に悪化した。現状判断の低下幅は小さかったものの、先行き見通しが大きく低下した。歳出の強制削減の発動期限であった3月1日までに、オバマ大統領と議会の間で妥協案が成立できなかったことが影響したとみられる。CBO（議会予算局）の推計によると、歳出の強制削減によって2013年の雇用者数が75万人以上減少する。大和総研の試算では、雇用者数の減少は2013年の実質個人消費を0.5%ポイント押し下げる可能性がある²。しかし、前述のように足下で雇用者数の

² 詳しくは大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平著『歳出の強制削減』による個人消費への影響（2013年3月18日）を参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130318_006944.html

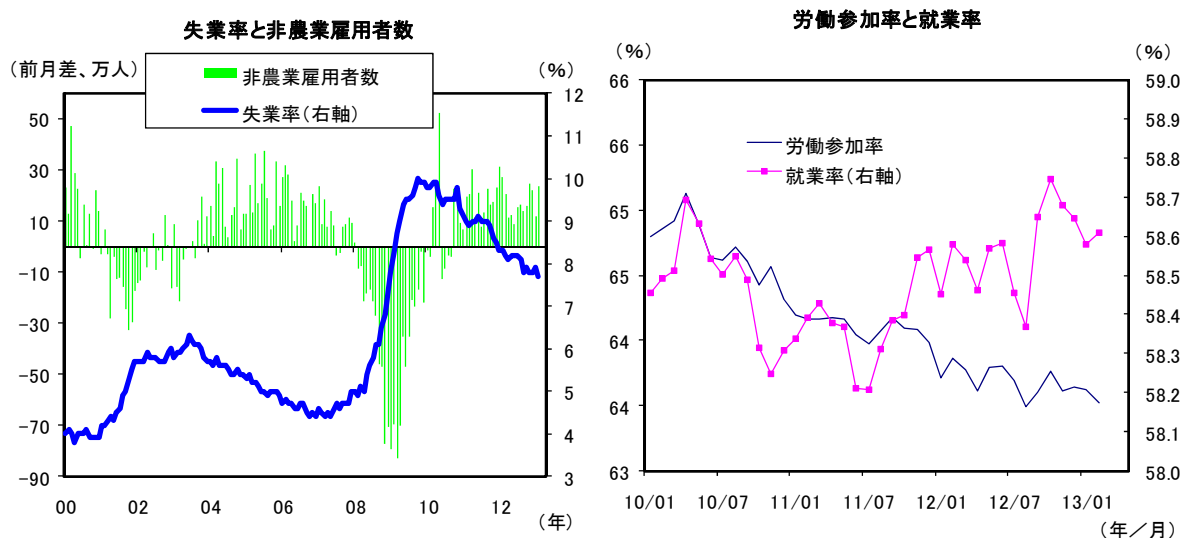
増加ペースが加速していることや、資産価格の上昇など個人消費を押し上げる要因がみられる。そのため、歳出の強制削減による個人消費への影響は試算ほどに大きくはならないと見込んでいる。

雇用環境の改善ペースが加速³

個人消費を下支えしているとみられる雇用環境を確認すると、2月の雇用統計は、雇用環境の改善ペースの加速を示す内容であった（図表2）。事業所調査では、非農業雇用者数の増加ペースが前月差23.6万人増と2ヶ月ぶりに20万人を超えた。前月差の6ヶ月平均は18.7万人増であり、2月の結果はそれを上回るペースとなっている。政府部門は引き続き減少、今後も歳出の強制削減が決まったことなどにより人員削減ペースが加速する可能性がある。ただし、民間部門は生産部門、サービス部門そろって堅調である。特に、これまで緩慢であった製造業の増加ペースが加速しつつあり、全体的に前向きな内容と総括できよう。

家計調査では、失業率が7.7%と2008年12月以来の水準にまで低下したが、労働参加率の低下が失業率の低下に寄与しており、割り引いてみる必要がある。ただし足下で就業率に改善の兆しがみられるため、今後は労働参加率の上昇を促す可能性がある。今後の雇用環境をみる上で、雇用者数、失業率などヘッドラインの数字に加え、労働参加率の変動にも注目すべきだろう。

図表2 雇用環境は緩やかな改善



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

³ 詳しくは大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平著「米雇用環境は改善ペースが加速」（2013年3月11日）を参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130311_006919.html

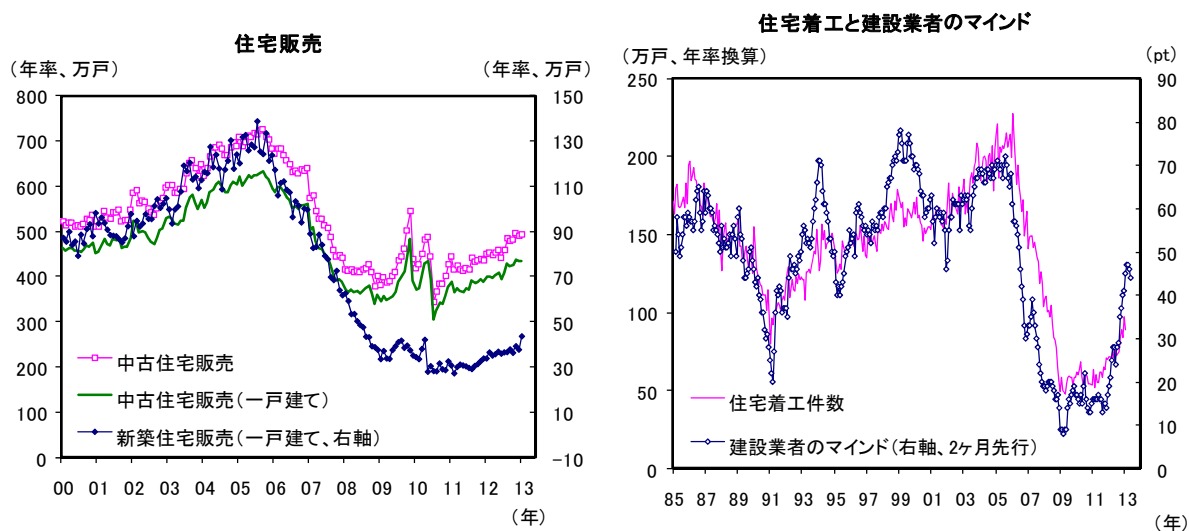
供給側のボトルネックが生じるも、住宅市場は引き続き改善

雇用環境の改善ペースは緩やかだが、やや加速した感があり、住宅市場の改善が持続することにもつながっている。住宅市場は一部の要因を除けば緩やかに改善していると判断できる。1月の住宅販売は新築、中古そろって2012年12月から増加し（図表3左）、S&P/ケース・シラー住宅価格指数にみる2012年12月の住宅価格も上昇が続いている。住宅販売の増加によって新築、中古それぞれの在庫率は低下が続いており、住宅価格上昇を後押ししているとみられる。

一方で、在庫率の低下は住宅の供給不足も示している。NAHB（全米住宅建設業者協会）の報告によれば、住宅の購入需要は高まっているものの、建設用地の確保が困難になっていること、建設資材や人件費の上昇が生じていることなどが建設業者のマインドを下押ししているとされる（図表3右）。2012年12月に急増した反動とあわせ、1月の住宅着工件数は前月比8.5%減と大幅に減少した。

さらに、銀行の貸出態度はいまだに軟化しておらず、また、住宅の売却ニーズがある主体は、住宅価格の先高感から売却のタイミングを押し量っているようだ。需要が強まっても、住宅ローンを借りられないことや、実際に購入できる価格帯の物件が少なくなっていることなどの問題点が生じているとみられる。今後は、引き続き需要が強いことを見込んでいるが、これらの供給側のボトルネックが下押し要因として残存する可能性がある。住宅市場に関する軟調な統計を、必ずしもネガティブに捉える必要はないと考えられよう。

図表3 住宅販売は引き続き堅調だが建設業者のマインドは低下



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

実際の企業活動がマインドの改善に追いつきつつある

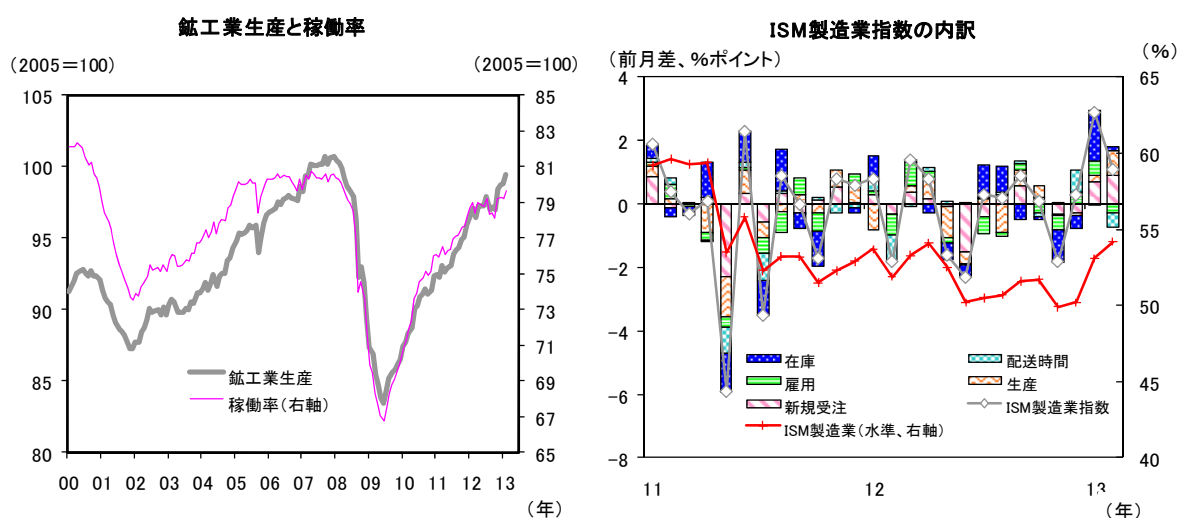
2月の鉱工業生産指数は前月から0.7%増加した(図表4左)。1月は厳冬の影響により暖房需要が高まり、公益事業の押し上げが全体に寄与したが、製造業は前月から0.3%減少した。一方で、2月は引き続き公益事業が増加した上、製造業も前月から0.8%増加し、プラスに転じた。内訳をみると、自動車関連の生産が全体の押し上げに寄与した。堅調な買い替え需要などによって2月の自動車販売台数は年換算1,532万台と、引き続き1,500万台を維持するなど好調であり、こうした需要の強さが背景にあるとみられる。

企業マインドは、2月のISM製造業指数が前月から1.1%ポイント上昇した。引き続き新規受注が上昇に寄与したことに加え、前述のように生産が拡大したことも全体を押し上げた(図表4右)。1月の耐久財受注は前月比4.9%減とマイナスに転じたものの、設備投資の先行指標とみられる資本財受注(国防・航空機除く)は同7.2%増と大幅な増加に転じた。

これまで、ISM製造業指数などにみる企業のマインドは改善傾向にあったが、実際の企業活動が追いついていなかった。しかし、直近の生産や設備投資関連の指標(ハード・データ)を確認すると、実際の企業活動がマインドの改善に追いつきつつある。今後も海外経済の復調期待や堅調な消費などに支えられて企業活動は活発になるものとみられる。

ただし、国内の財政問題などダウンサイドリスクとなりうる要因を抱えている。債務上限問題や年度予算に関する直接的な影響に加えて、先行きが不透明になることから企業や消費者のマインドが悪化する可能性もある。加えて、企業活動の後押しになるとみられる法人税の税率引き下げは、2012年の大統領選以降、民主・共和両党ともに一致しているはずが、総括的な財政問題に紛れて議論の進展が見られていない。

図表4 企業の実際の活動がマインドに追いつきつつある



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

政策対応の不透明感

財政政策議論の本番へ

やはり懸念材料は、引き続き財政問題である。開始時期が2ヶ月先送りされていた連邦の歳出の強制削減は3月1日から始まった。9月までに約850億ドルの歳出削減が見込まれ、安全保障や教育、医療現場など、連邦の支出に関係する分野に幅広く影響が及ぶとされる。連邦職員の一部の一時帰休などを通じて、経済へのネガティブな影響が現れることになろう。一時帰休は30日前の通知が必要とされ、経済への影響はゆっくりと顕在化すると見込まれる。一方、3月までの2013会計年度の暫定予算については、期限を迎えた後も最低限の政府支出を認める方向で議論が進んでおり、政府機関が閉鎖されるような事態は避けられる見通しである。ごく目先の問題は限定的と言える。

今後は、中長期的な財政運営の方針が定まっていないことから、2014会計年度（2013年10月～2014年9月）予算が話題になろう。4月15日が期限となる予算決議では、中長期的な財政の見通しが含まれることになるからだ。遅れている大統領予算教書と、上下両院の予算案が相次いで公表され、議論の俎上に載る見込みである。ところが、3月最終週と4月第1週は、上院で休会が予定されている。予算教書と上下両院の予算案を踏まえた予算決議は4月15日が期限とはいえ、議論の時間は極めて限られる。

また、議会は、2月に債務上限問題を先送りした際に、予算決議を4月15日までに行う、とこれらを連動させたことから、2014年度予算と債務上限問題が同時に議論の対象となるだろう。連邦政府は5月19日まで債務上限が棚上げされ、支出が認められたが、換言すればそれ以降は米国債の借り換えに懸念が生じることになる。予算決議が遅れる場合、今年度の歳出削減、債務上限問題と絡めた複雑な政治の駆け引きが行われるかもしれない。財政問題の議論と不透明さはこれから夏にかけて本番を迎えると言えるのではないだろうか。

議論が活発化する金融政策は現状維持見通し

現行の金融政策は、①政策金利を「異例の低水準」とする事実上のゼロ金利政策と、②QE3（資産買い入れ）の二本立てになっている。これらの低金利を維持する時間軸政策と、米国債とMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れペースのそれぞれが維持されている。

QE3の終了条件である「労働市場の見通しが著しく改善」について、ここ数ヶ月は労働市場の改善ペースが加速していることから、条件に該当しつつある可能性がある。勘案するとされている「効果とコスト」の議論が活発化するだろう。だが、労働市場は、前述のように堅調ながら緩慢なペースの改善であり、政府部門の雇用減少も続いている。歳出削減が雇用者数の減少につながる可能性も高く、財政政策の不透明感から、金融政策がただちに引き締め方向に向かう可能性は考えにくい。

以上のように、2012年10-12月期の実質GDPはマイナス成長から、かろうじてプラス成長に改定されたが、家計や企業などの国内民間需要が相対的に堅調で、財政問題が下押し要因となっている構造は変わらない。給与税の減税が廃止され、鈍化が懸念された個人消費は底堅い推移となり、住宅市場も改善傾向が持続している。マインド先行の改善だった企業部門でも、実際の企業活動がマインドについてきている。財政問題は、歳出の強制削減、債務上限問題、当面の予算など、短期的な課題は多い。中長期的な財政運営の方針が未定であることが、これらの不透明感を長引かせている背景と言える。今後は2014年度の連邦予算の予算決議、そこで描かれるべき今後10年の財政見通しが議論の対象となり、財政問題は本番を迎えることになると言えよう。

図表5 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				
前期比年率(%)												前年比(%)				
国内総生産	2.0	1.3	3.1	0.1	2.1	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5	1.8	2.2	1.8	2.3
<前年同期比>	2.4	2.1	2.6	1.6	1.7	1.8	1.6	2.1	2.1	2.3	2.4	2.4				
個人消費	2.4	1.5	1.6	2.1	1.8	2.1	2.4	2.4	2.6	2.9	3.0	3.0	2.5	1.9	2.0	2.6
設備投資	7.5	3.6	-1.8	9.7	4.3	4.1	4.8	4.7	5.4	5.6	5.1	5.2	8.6	7.7	4.5	5.1
住宅投資	20.5	8.5	13.5	17.5	11.8	10.9	9.5	8.8	8.5	8.9	8.2	7.9	-1.4	12.1	12.2	8.8
政府支出	-3.0	-0.7	3.9	-6.9	-2.3	-3.3	-3.1	-3.0	-3.0	-3.1	-3.1	-3.0	-3.1	-1.7	-2.7	-3.1
輸出	4.4	5.3	1.9	-3.9	2.3	3.4	4.1	4.4	4.1	4.3	4.5	4.8	6.7	3.3	1.8	4.2
輸入	3.1	2.8	-0.6	-4.5	1.1	2.0	3.3	3.3	3.5	3.6	3.7	4.1	4.8	2.4	0.5	3.4
鉱工業生産	6.2	2.4	0.4	3.1	4.2	3.5	3.7	3.9	4.5	4.4	4.0	4.0	4.1	3.9	3.1	4.1
消費者物価指数	2.3	1.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	3.1	2.1	2.1	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)	-149	-138	-125	-128	-128	-126	-125	-125	-125	-125	-124	-124	-560	-540	-504	-499
経常収支(10億ドル)	-134	-118	-112	-110	-110	-107	-106	-106	-105	-104	-103	-102	-466	-475	-429	-414
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	1.95	2.06	2.21	2.38	2.56	2.72	2.89	2.92	2.79	1.80	2.15	2.77
国内最終需要	2.2	1.4	1.9	1.4	1.6	1.6	1.9	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4	1.8	1.9	1.6	2.1
民間需要	3.4	1.9	1.7	3.2	2.4	2.7	3.0	2.9	3.2	3.4	3.5	3.5	3.0	2.8	2.6	3.2

(注) 網掛けは予想値。2013年3月18日現在。

(出所) 大和総研