

2013年4月19日 全8頁

米国経済見通し 財政政策の迷走が下押し

2014年の中間選挙まで財政政策の不透明感が続く可能性

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]

- 2013年度（2012年10月～2013年9月）の暫定予算が成立したが、緊縮財政であることは変わらない。財政問題に関して、短期的には5月に到来する連邦債務の上限問題が課題であり、7月にかけて話題となろう。
- 2014年度（2013年10月～2014年9月）予算は、上院、下院、オバマ大統領の予算教書でアイデアが大きく異なり、合意に向けた交渉は難航が予想される。2014年の中間選挙まで財政政策の不透明感が続く可能性も出てきた。
- 金融政策は、QE3（量的緩和第3弾）縮小に向けた議論が進展している模様だが、労働市場の改善ペースの鈍化やディスインフレ傾向、そして財政緊縮が当面続く可能性を踏まえると、短期的にはQE3縮小には踏み切れないだろう。
- 3月の雇用統計と個人消費が軟化したことは懸念されるべき材料。消費者と企業のマインドが低迷し、企業活動も足踏みの可能性がある。住宅市場の改善傾向は米国経済を下支えするものの、住宅供給のボトルネックが改善ペースの加速を阻害している。

景気循環と構造的なリスク要因

3月の雇用統計と個人消費が軟化したことは、一過性の問題かもしれないが懸念されるべき材料だ。消費を中心に考えると、経済へのプラス要因は、緩やかながら雇用拡大（民間部門）が続いていること、自動車ローンなどの資金調達環境の改善、そして株価と住宅価格上昇という資産効果がある。逆にマイナス要因は、給与税減税廃止による可処分所得減少、歳出の強制削減による消費者と企業のマインド低迷、強制的な政府支出の削減と公的部門を中心とした雇用減少圧力などが指摘できる。住宅市場の改善傾向は米国経済を下支えするものの、住宅供給のボトルネックが改善ペースの加速を阻害している。結果、ネガティブな要素は、財政政策に由来する要因が大部分を占めていると言えよう。

2013年度（2012年10月～2013年9月）の残りの期間にわたる暫定予算が成立したことで、当面は政府機関の閉鎖などの事態は避けられたが、緊縮財政であることは変わらない。2014年度（2013年10月～2014年9月）予算は、上院、下院、オバマ大統領の予算教書が出そろったもののアイディアが大きく異なり、合意に向けた交渉は難航が予想される。当面の予算を必要最低限の暫定予算でつなぎ、2014年に予定される中間選挙まで財政政策の不透明感が続く可能性も出てきた。なおも中長期的な財政再建に向けた道筋は曖昧なままである。財政問題に関して、短期的には5月に到来する連邦債務の上限問題が課題であり、7月にかけて話題となろう。

金融政策は、QE3（量的緩和第3弾）縮小に向けた議論が進展している模様だが、労働市場の改善ペースの鈍化やデフレーション傾向、そして財政緊縮が当面続く可能性を踏まえると、短期的にはQE3縮小には踏み切れないだろう。市場参加者への地均しという側面はある。

2014年度予算と対立する財政再建への道程

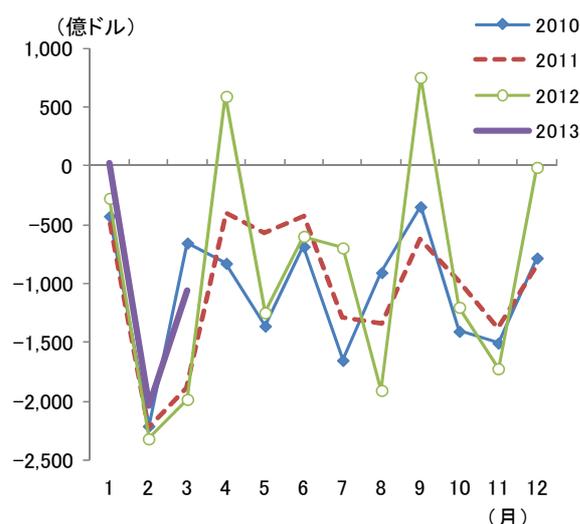
3月末にかけて2013年度の暫定予算が成立し、当面は政府機関の閉鎖などという非常事態は避けられることになった。3月から始まった歳出の強制削減を前提としたことから、少なくとも9月までは財政緊縮が続くことになる。

月次の財政収支は、年始に決まった給与税減税廃止、3月から始まった歳出の強制削減などによって、赤字幅が縮小している（図表1）。毎年1月から3月の合計を、金融危機で財政支出が膨らんだ2009年以降で比べると、2013年の財政赤字額、歳出額は最も小さくなり、歳入額は最も大きくなった。財政収支の赤字幅圧縮で、財政が再建方向に向かっているとも言えるが、同時に短期的な経済の下押し要因でもある。中長期的な財政の持続性の担保がないままでは、財政緊縮が経済に与える悪影響は緩和されにくいだろう。

4月になって、ようやくオバマ大統領の2014年度予算教書が示され、予算案と向こう10年間の財政見通しが、CBO（議会予算局）、下院、上院に加えて出そろった（図表2）。これから与野

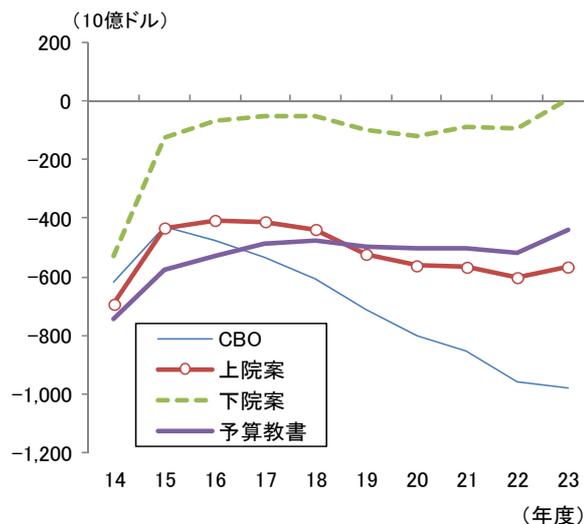
党間で中長期的な財政再建策を含む、包括的な協議が本格化することになる。現行法制を前提としたベースライン・シナリオと言える CBO の見通しと比べると、上下両院案と予算教書（以下オバマ案）はいずれも財政赤字の縮小を見込んでいる。10 年先を見ると、オバマ案は上院案と下院案の間に位置するが、下院案は 10 年後には財政均衡を達成させる、極めて積極的な案となっている。

図表 1 月次財政収支



(出所) 財務省、Haver Analytics より大和総研作成

図表 2 財政収支見通し



(出所) ホワイトハウス、CBO、上院、下院より大和総研作成

財政収支の改善ペースに加えて、その手法にも大きな隔たりがある。歳入見通しでは（図表 3 左）、下院案は CBO の見通しと同じであり、歳入の増加を見込んでいない。上院案とオバマ案では CBO の見通しよりも歳入の増加を見込んでおり、見通し期間の後半では、オバマ案は上院以上の歳入増を見込んでいる。一方、歳出見通しでは（図表 3 右）、下院案が最も低い歳出額を見込み、財政再建を歳出削減のみによって達成する姿が描かれ、2014 年度から 2015 年度にかけての大幅な歳出削減が目立つ。

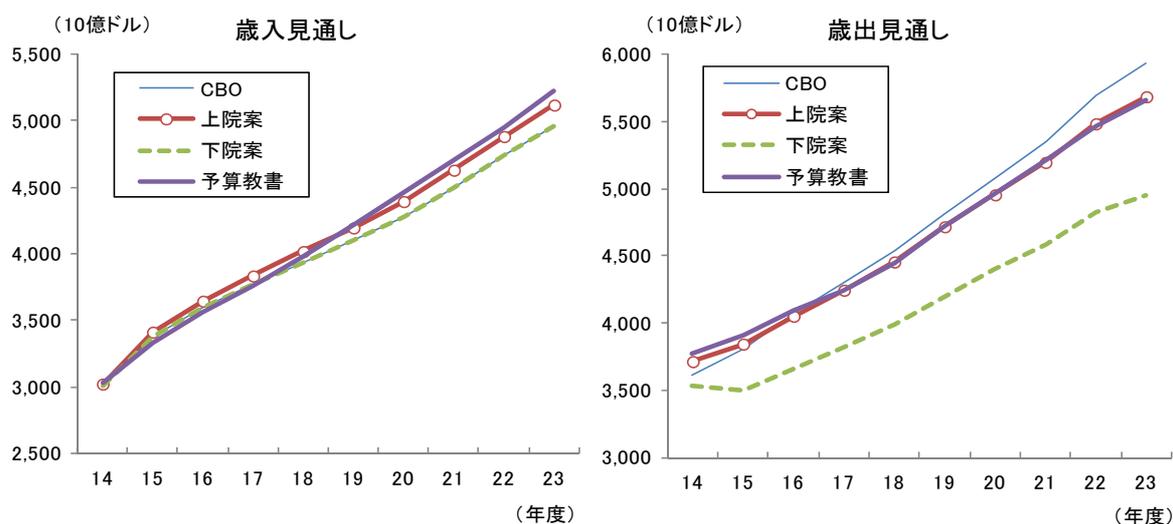
オバマ案では 10 年間でおよそ 1.8 兆ドルの財政再建を目指し、うち 3 割程度はおよそ 6,000 億ドルの歳入増で賄い、6 割程度は主に社会保障関係の歳出抑制で賄う方針になっている（500 億ドルのインフラ投資など財政赤字を増やす項目もある）。歳入増を見込むことは共和党が反発し、歳出削減は民主党の反対を受けるなど、オバマ案は折衷的でありながら、同意を得にくい案となっていると言えよう。

民主党が多数派の上院とオバマ大統領の予算教書が似通い、共和党が多数を占める下院と対を成している。だが、今後の歳入と歳出のバランスがあまりに異なり、予算作成を促す立場のオバマ大統領に対しても、同じ民主党からですら歳出削減に反対意見が出るなど、2014 年度予算が合意できるか疑わしい。2014 年度予算も暫定予算が組まれる可能性が高いだろう。

さらに、2014 年の中間選挙を経てもねじれ議会が継続するのであれば、財政政策は必要最小

限の支出に留まり、オバマ大統領が目指す個別の政策が打ち出せないことも考えられる。この間は歳出の強制削減が続くことから、歳出削減の内訳を別にすれば、共和党主導の下院案に近い。個別の政策を実行するためには、民主党・上院がどこまで下院案に歩み寄れるかに依るのではないだろうか。

図表3 10年間の歳入と歳出の見通し



(注) CBO と下院の歳入見通し額は同じ。

(出所) ホワイトハウス、CBO、上院、下院より大和総研作成

連邦債務上限問題

財政関連の目先の課題は、5月19日まで棚上げされている連邦債務の上限問題である。ルー財務長官も債務上限問題に言及し、税制改正などの影響で国庫のやり繰りがいつまで可能か目途が立たないとして、議会に早急な上限額引き上げを求めた。経験上、2~3ヵ月程度のやり繰りが可能だとすれば、7月頃までは米国債がデフォルトするような事態は避けられるだろう。

だが、上限額を審議する議会のスケジュールにも注意を払う必要がある。7月第1週と、8月第2週から9月第1週にかけて休会が予定されている。上下両院のそれぞれの多数党によるスケジュールであって、変更の余地はあるが、審議時間は限られている点は留意しなければならない。2014年度予算が容易には成立しないと見込まれることから、債務上限額の引き上げも難航すると予想される。早期の解決を見ない場合、7月にかけて債務上限問題が大きな話題となろう。

資産買い入れ規模の縮小・停止への議論が進展

金融政策は、前回のFOMC（3月19日、20日に開催）において変更点はなかった。政策金利を「異例なほど低水準」とする事実上のゼロ金利政策と、いわゆる「QE3（量的緩和策第3弾）」が継続された。また、ゼロ金利政策は引き続き、インフレ率が2.5%を上回らないかぎり、失業率が6.5%に低下するまで継続することになる。資産買い入れに関しても、月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）と450億ドルの長期国債と、内訳にも変更はない。

ただし、後日公表された当該FOMCの議事録では、資産買い入れ規模の縮小・停止に向けてより進んだ議論が行われたとみられる。民間調査機関Blue Chipの調査（4月3日、4日に調査実施）では、資産買い入れ規模の縮小のタイミングを2013年後半とする予想が全体の32.7%に留まり、2014年以降と予想する者は67.3%だった（最も予想者が多かったのは2014年前半で44.2%）。一方で、議事録によるとFedメンバーの資産買い入れ縮小・停止のタイミングは民間エコノミストの想定より早い可能性がある。

しかし、後述のように3月の雇用統計では雇用環境改善ペースの鈍化が示唆された。さらに、給与税減税の廃止や、歳出の強制削減による不透明感など財政問題が景気下押しのリスクになると考えられる。実際、3月の小売売上高はガソリン価格の下落などを除いても減少に転じている。また、3月の消費者物価指数が前月比で下落したことなどもあり、セントルイス連銀のブラード総裁は物価が継続的に下落した場合には、資産買い入れ規模の拡大が必要になる可能性を指摘している。また、これまで金融緩和に反対を表明し続けていたリッチモンド連銀のラッカー総裁も、資産買い入れ規模を縮小させるべきだとしながらも、物価がさらに下落した場合には追加的な緩和策を検討すると発言している。デフレ懸念を意識するには時期尚早だが、今後の金融政策を見通すうえで、雇用関連だけでなく物価、個人消費などの動向にも注意が必要だろう。

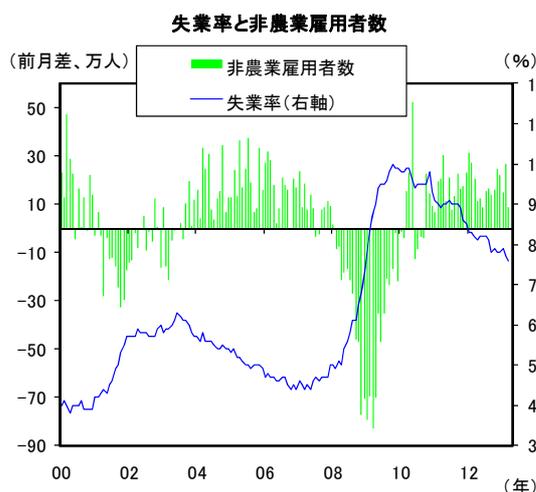
雇用環境の改善ペースが鈍化

3月の雇用統計の内容を確認すると、非農業雇用者数は前月差8.8万人増、9ヵ月ぶりに10万人台の増加幅を下回り、市場予想（Bloomberg調査：中央値19.0万人増）も大幅に下回った。政府部門の雇用者数が再び減少に転じた。3月から始まった歳出の強制削減が、今後は緩やかに政府部門の雇用者数を下押しするとみられる。また、民間部門も雇用者数の増加ペースが大幅に鈍化した。小売業での雇用者数が減少に転じたことなどが影響した。

失業率は前月から0.1%ポイント低下し、7.6%になった（図表5）。ただし、労働参加率が0.2%ポイント低下し63.3%になっており、この要因を除くと失業率は上昇していたことになる。失業者数が引き続き減少した点はポジティブだが、就職を諦めた者（非労働力人口）が増加したことにより労働参加率が低下した点、就業者数が減少した点はネガティブに捉えている。雇用

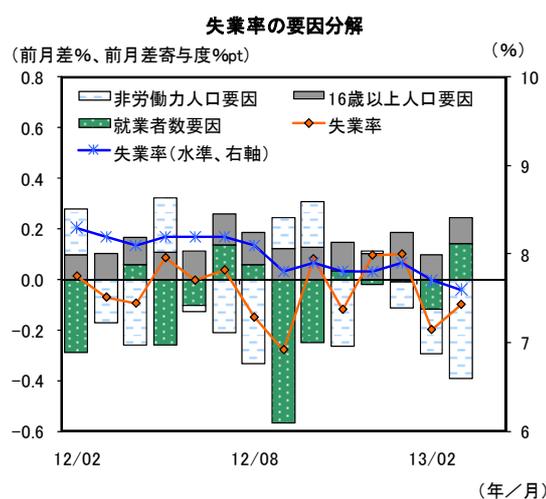
者数の増加ペースが鈍化したこと、失業率の低下要因は主に労働参加率の低下であったことなどから雇用環境の改善ペースは鈍化した可能性がある。鈍化が一時的なのかどうかの判断は時期尚早のため、引き続きヘッドラインの数値だけでなく労働参加率などの指標の推移をみていく必要があるだろう。

図表4 非農業雇用者数の増加幅縮小



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

図表5 非労働力人口の増加



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費も足踏み状態の可能性

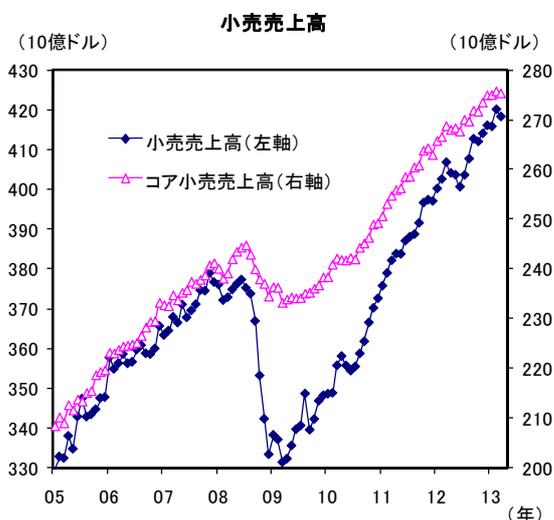
こうした雇用環境の改善ペースが鈍化したことなどにより、個人消費も足踏み状態とみられる。3月の小売売上高は前月比0.4%減と再び減少に転じた。自動車やガソリンスタンド、建材・園芸などを除く基調的な小売売上高も同0.2%減と5ヵ月ぶりに減少した。自動車やガソリンスタンドだけでなく、住宅市場の足踏みなどにより家具・家庭用品店の売上げが減少、デパートを含む一般小売店など幅広い業種で売上げの減少がみられた。これまで堅調を維持していたオンライン販売などの無店舗販売も増加幅が大きく縮小した。

雇用環境の改善ペース鈍化に加え、給与税減税の廃止や3月からの歳出の強制削減による不透明感などが個人消費を下押ししたとみられる。実際、消費者マインドをみると、3月の消費者信頼感指数は2月から低下しており、特に先行き判断は大幅に低下した。質問内容に雇用環境が入っていないロイター／ミシガン大調査の消費者センチメントは2月から横ばいに近かった。このため、雇用環境の改善ペースが鈍化したことが消費者信頼感指数を低下させた主要因だと考えられる。しかし、消費者センチメントも横ばいとどまり、財政問題など雇用環境以外の要因もマインドの改善を下押しした可能性がある。4月の消費者センチメントは3月から大幅に低下しており、雇用環境以外の要因がさらに顕在化しつつあるとみられる。

4月の地区連銀景況報告 (Beige Book) でも、いくつかの地区で給与税減税の廃止などの影響

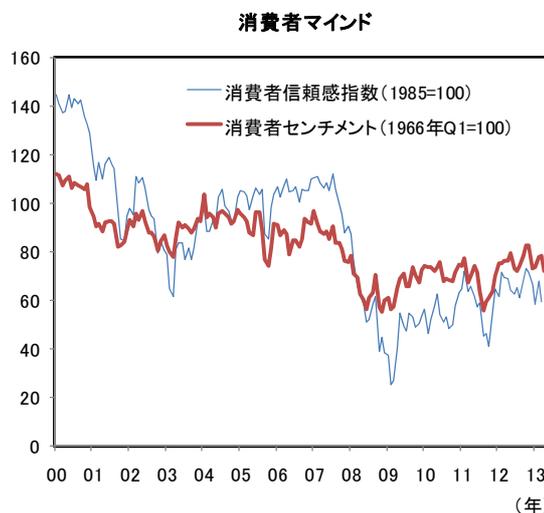
が消費を下押ししていると報告されている。今後は歳出の強制削減による個人消費への影響¹がどの程度顕在化してくるのかに注目したい。

図表6 小売売上高は減少に転じた



(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・園芸除く小売売上高。
(出所) Census, Haver Analytics より大和総研作成

図表7 消費者マインドが低下



(出所) ロイター／ミシガン大, Conference Board, Haver Analytics より大和総研作成

雇用の源泉である企業活動も小休止？

個人消費の足踏みを招いた雇用環境の改善ペース鈍化の背景には企業活動がある。3月の鉱工業生産指数は前月比0.4%増と2ヵ月連続で増加したものの、特殊要因による押し上げがあった。3月は例年に比べて寒冷であったため暖房需要が高まり、公益事業が前月比5.3%増と大幅な増加となった。一方で、製造業は同0.1%減と減少に転じた。自動車関連は引き続き増加し、その他の幅広い業種で生産の減少がみられた。

3月の自動車販売台数が前月比0.8%減と減少に転じたものの、年率換算1,500万台を5ヵ月連続で維持している。そのため生産においても自動車関連は引き続き堅調さを維持したとみられる。また、設備投資の先行指標と考えられる2月のコア資本財受注(航空機・国防除く)は前月比3.2%減と1月の同6.7%増から減少に転じた。1月の伸びが高かったため反動の可能性もあるが、生産の鈍化とあわせてみれば、企業活動の足踏みの可能性を示唆している。マインド面では、4月のニューヨーク連銀製造業景況感指数は3月に続いて低下、新規受注や出荷が全体を押し下げた。短期的には引き続き企業活動が低迷する可能性がある。

¹ 大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原滝平「『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

供給側のボトルネック緩和で住宅市場はさらなる改善へ

こうした経済の足踏みの可能性がある状況のなか、これまで堅調な改善が続いていた住宅市場はどうだろうか。足下で、新築・中古住宅販売などで時折軟調さがみられ、必ずしも一本調子の回復とはいえない²。改善ペースが鈍化した可能性があるものの雇用環境の緩やかな改善は続いており、住宅ローン金利も低い水準を維持している。住宅購入需要は高まっているとみられる。一方で、銀行の住宅ローン貸出態度は軟化しておらず、また建設業者も建設可能な用地の確保や熟練労働者の雇用が十分に行えておらず、供給側にボトルネックが複数存在する状況だ。需要の増加に対して供給が十分に追いついていないことも、住宅価格上昇の一因となっているかもしれない。

一方で、世帯数の増加ペースは加速しており、また、ピーク時に比べると住宅販売、着工ともに低水準なままであることから、潜在需要は引き続き強いものとみられる。供給側のボトルネックが緩和することで、住宅市場の改善はより盤石なものへと変化するだろう。

ただし、金融政策が引き締めにつながるなどファンディングが厳しくなる場合が不安要因として挙げられる。住宅ローンの融資拡大に寄与しているとみられるFRBによるMBS買い入れは、今後縮小する可能性がある。さらに、住宅価格の上昇が速まり、投機的な需要増が要因だと判断されれば、金融政策の引き締め開始時期が早くなる可能性も指摘できよう。住宅市場の改善そのものが、住宅市場の先行き不安要因になるかもしれない。

図表8 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	0.4	2.9	1.5	1.8	2.1	2.3	2.5	2.7	2.8	1.8	2.2	1.9	2.3
<前年同期比>	2.4	2.1	2.6	1.7	1.9	2.0	1.7	2.1	1.9	2.2	2.4	2.6				
個人消費	2.4	1.5	1.6	1.8	3.0	1.9	2.4	2.5	2.6	2.9	3.0	3.0	2.5	1.9	2.2	2.7
設備投資	7.5	3.6	-1.8	13.2	9.3	4.1	5.5	4.6	5.4	5.5	5.3	6.3	8.6	8.0	6.4	5.2
住宅投資	20.5	8.5	13.5	17.6	11.8	10.9	10.5	10.1	9.4	9.1	8.8	8.6	-1.4	12.1	12.4	9.6
政府支出	-3.0	-0.7	3.9	-7.0	-2.3	-4.9	-5.4	-4.6	-4.2	-4.1	-4.3	-3.6	-3.1	-1.7	-3.4	-4.4
輸出	4.4	5.3	1.9	-2.8	2.2	3.4	4.1	4.4	4.6	4.8	5.1	5.4	6.7	3.4	2.0	4.6
輸入	3.1	2.8	-0.6	-4.2	4.5	1.7	3.3	3.3	3.5	3.6	3.8	3.8	4.8	2.4	1.3	3.4
鉱工業生産	5.4	2.9	0.3	2.3	5.0	3.5	3.7	3.9	4.2	4.4	4.5	4.7	3.3	3.6	3.3	4.1
消費者物価指数	2.3	1.0	2.1	2.2	1.4	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	3.1	2.1	1.8	2.1
失業率(%)	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	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	-131	-130	-129	-129	-129	-129	-128	-127	-560	-540	-520	-513
経常収支(10億ドル)	-134	-118	-112	-110	-114	-112	-111	-110	-110	-109	-107	-106	-466	-475	-447	-431
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	1.5	3.0	1.2	1.6	1.8	2.0	2.2	2.3	2.5	1.8	2.0	1.9	2.0
民間需要	3.4	1.9	1.7	3.3	4.1	2.5	3.1	3.1	3.3	3.5	3.5	3.7	3.0	2.8	3.0	3.3

(注) 網掛けは予想値。2013年4月18日時点。

(出所) 大和総研

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「米住宅市場に変調か」(2013年4月18日)を参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130418_007061.html