

2013年5月21日 全8頁

# 米国経済見通し 底堅い消費と企業活動鈍化

緊縮財政の影響が顕在化し始めたが財政問題は先送り

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]

- 1-3月期の米GDPは底堅い民間部門に対し、政府支出が足を引っ張る構図が確認された。3月から始まった連邦政府の歳出強制削減のネガティブ・インパクトが、民間部門の随所に顕在化してきているとみられる。
- 財政緊縮は、防衛関連支出の減少などにつながり、政策不透明感は、企業活動の動きを鈍らせている可能性がある。歳入の増加と政府系住宅金融機関からの配当によって、連邦政府債務の上限問題は当面の先送りが可能になり、財政問題の不透明感は継続しよう。
- 雇用者数の増加や資産効果などを背景に個人消費は底堅い。外需や政府部門の支出減少を受けて、企業活動の鈍化傾向が明らかになっている。相対的に低賃金の雇用が増加している可能性を含め、先行きは予断を許さない。
- 金融政策は現状維持が続いている。労働市場の改善の一方で、デysinフレ懸念も台頭し、FOMC参加者の発言は多様化してきた感がある。ただちにQE3（量的緩和第3弾）縮小が始まるとは思えないが、議事録などで発言を確認する必要性が高い。

## 景気循環と構造的なリスク要因

歳出の強制削減などの財政問題が、民間の経済活動に影響を及ぼし始めた可能性がある。1-3月期の GDP 統計速報では、底堅い個人消費と住宅投資が牽引し、政府支出が足を引っ張る構図が確認された<sup>1</sup>。GDP 成長率は事前の予想を下回り、住宅投資の成長ペースは鈍化し、設備投資も連邦政府の財政政策をめぐる先行き不透明感などの影響を受けたとみられる。財政支出の削減が、他部門へ悪影響をもたらしている可能性が強く示唆される。

その後も、財政緊縮の影響は実体経済の民間部門にも及んでいる様子が垣間見られるようになり、国防関連などの企業活動が鈍っている。従って、今後の米国経済は財政政策の行方と、財政緊縮に対し民間部門がどこまで堅調さを維持できるかに因るだろう。住宅投資は堅調で、資産効果やガソリン価格の下落などから個人消費は底堅さをみせてみるものの、消費押し上げにはいくつかの特殊要因があったことなどを踏まえると、先行きは予断を許さない。それは、雇用の拡大ペースは相応のペースを保っているものの、賃金は伸び悩み相対的に低賃金の雇用が増えている可能性と、企業活動に明らかな減速感が見え始めたためである。政府部門の雇用者数の減少も続いている。

海外経済要因を除けば、米国経済への循環的な下押し圧力は財政問題中心となるが、財政問題が先送り可能になったことで、引き続き長期的な展望を描きにくい。金融政策では、QE3 の規模をどうすべきか議論が活発化しており、ディスインフレ傾向という論点もあるが、労働市場の改善傾向を背景に QE3 縮小の気運が高まってきているとみられる。

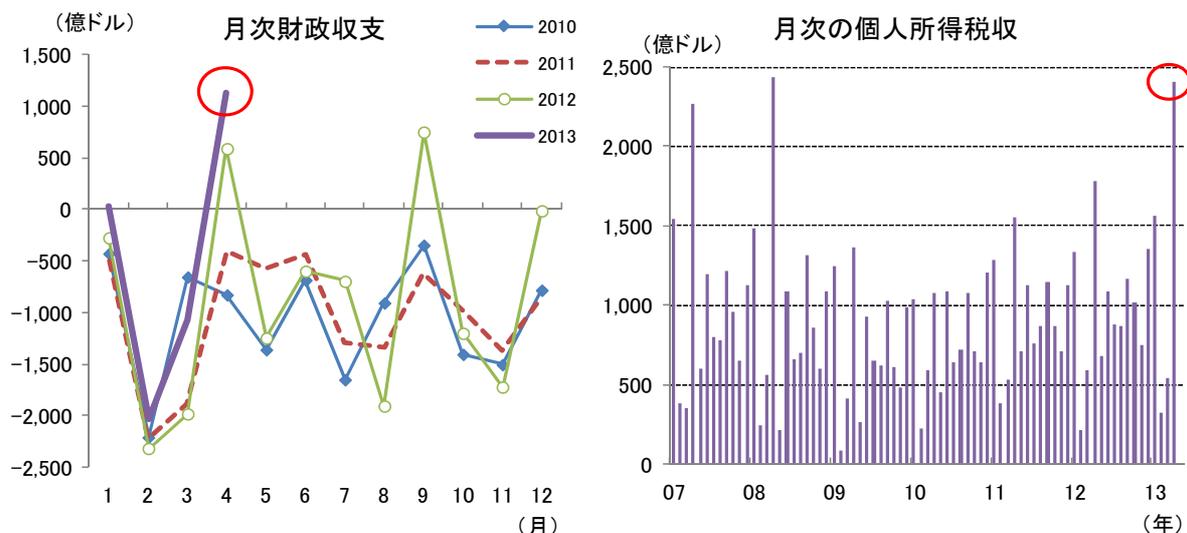
## 財政問題の先送り

3月に始まった歳出の強制削減によって、4月の半ば以降、管制官を含む職員の無給休暇取得の必要が生じ、主要空港で発着に遅れが出始めたと伝えられた。これを受けた連邦議会では、連邦航空局に対し今年度内（9月）までの予算執行を認める法案をスピード可決した。上下両院の可決と、オバマ大統領の署名まで、素早い対応であった。議会は幅広く問題が及ぶ場合には対応すること、問題が生じることがわかっている切羽詰まる事態に至るまでは対応しない（できない）、という評価ができるだろう。

だが、財政問題は直ちに切羽詰まる事態にはならなさそうである。2013年4月の歳入は個人所得税の税収増が寄与し、大きく増加した（図表1）。例年4月は所得税収が増加するが、2013年は2,402億ドルと、単月としては2008年4月以来の水準まで増えた。年始からの増税と経済の回復が寄与したとみられる。また、実質的な政府管理下に置かれているGSE（政府支援企業）で、政府関連の住宅金融機関であるファニーメイとフレディマックからの配当収入が歳入を増加させることになった。住宅市場改善の波及効果の一つとも言えるだろう。

<sup>1</sup> 大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平「米国成長率は堅調な民間需要により2.5%増」（2013年4月30日）参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130430\\_007104.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130430_007104.html)

図表1 月次の財政収支動向



(出所) U. S. Treasury, Haver Analytics より大和総研作成

これらの歳入増加と歳出の強制削減を受け、ルー財務長官は、連邦政府債務のやり繰りについて、9月上旬まで可能である見通しを示した。債務上限問題が5月19日まで棚上げされていたが、法的な手当てがなされなくとも、当面の国庫のやり繰りで問題を先送りできるということである。CBO（議会予算局）は、2013会計年度（2012年10月-13年9月）の予算見通しを公表し、債務上限問題は10月か11月まで先送り可能との見通しを示している。

財政問題はこの他に、歳出の強制削減による財政緊縮があり、その背景となっているのは財政再建をどうするかという長期的な方針が決まっていないことにある。CBOによる今年度の財政赤字見通しは、2008年度以来となる6,420億ドルへの縮小である。2015年度までは財政赤字が縮小していくと見込んでいるものの、2016年度からは再び赤字が拡大する見通しになっている。CBOの見通しは現行法制に基づき、当面の財政赤字縮小が妥当なペースであるか、その先の財政赤字拡大は容認できるのか、といった判断は含まれない。議会におけるこれらの議論は手つかずのままであり、債務上限問題が先送りされ、短期的に政治的決断を迫られる必要な時期が先送りされたことで、長期的な観点での決断も先送り可能となった。財政にまつわる議論が低調になり、10月から始まる2014年度予算の成立も容易ではなさそうである。

## 雇用環境は改善するも力強さはない

4月の雇用統計は、雇用環境の緩やかな改善を示す内容であった<sup>2</sup>。事業所調査では、非農業雇用者数の増加幅が、過去分の修正を含めて拡大した。政府部門は歳出の強制削減などにより引き続き減少したものの、民間部門が増加の牽引役となった。自動車関連や住宅関連など堅調

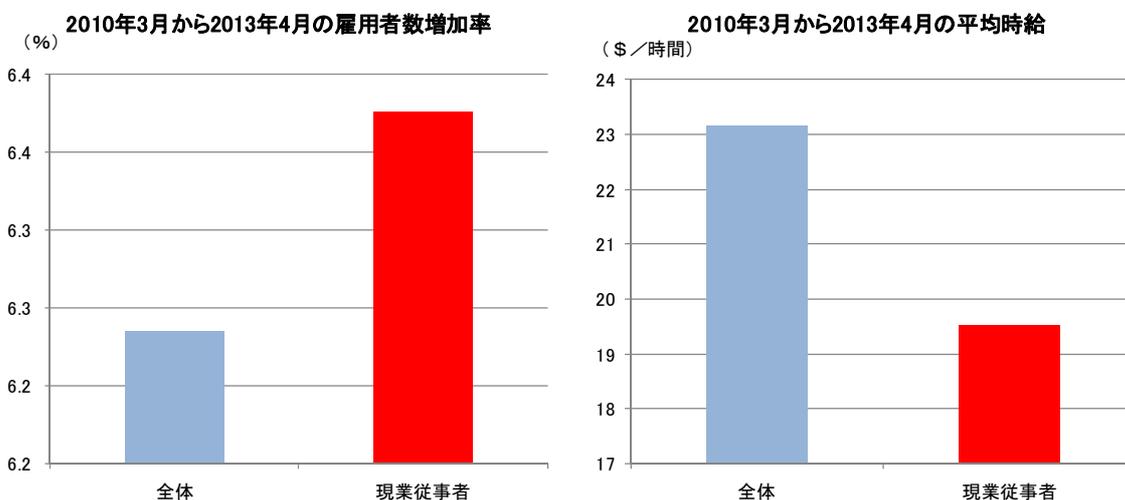
<sup>2</sup> 大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平「改善する雇用統計に力強さはない」（2013年5月7日）参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130507\\_007128.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130507_007128.html)

と見られる市場では、引き続き雇用者数の増加がみられた。また家計調査では、失業率が7.5%と0.1%ポイント低下した。ここ数ヶ月と異なり、労働参加率の僅かな上昇を伴う低下であったため、前向きに捉えられる内容だろう。3月の雇用統計が発表されたときは、雇用の改善ペースが鈍化した可能性が指摘されたものの、4月の改善によって改善ペースの大幅な鈍化は避けられたと考えられる。

ただし、雇用者数や失業率などヘッドラインの数字は良かったものの、力強い改善ではなさそうだ。パートタイム労働者の増加などによって平均労働時間が短縮したことや、広義の失業率が上昇したこと、賃金上昇率の抑制など懸念材料が残っている。特に、賃金上昇率の抑制に関しては金融危機以降において失われた雇用者数は260万人程度回復できておらず、依然として労働市場の需給は緩んだままという状況が考えられる。また、相対的に低賃金の労働者が増加していることも挙げられるだろう。鉱業・製造業・建設業の現業従事者とサービス部門の非管理職（まとめて現業従事者）は、雇用の回復局面において雇用者数の増加率が高く、現業従事者に管理職を加えた全体の伸び率を上回った。現業従事者の時給は20ドル程度であるのに対し、管理職を含めた全体は23ドル程度となっている（図表2）。

相対的に低賃金である現業従事者の雇用増加が今回の雇用拡大を牽引しているとするれば、全体の賃金上昇率が低く抑えられることが納得できるだろう。雇用者数は緩やかに増加しているものの、所得の増加がなければ個人消費の改善につながりにくいと考えられる。

図表2 低賃金労働者の増加



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

## 個人消費は引き続き改善

こうした雇用環境の中、4月の小売売上高は前月比0.1%増と僅かだが増加した。ただし、4月はガソリン価格の下落などによってガソリンスタンドの売上減少が全体を押し下げており、ガソリンスタンドを除くと同0.7%増となる。中身を見ると、自動車ディーラーが増加に転じた

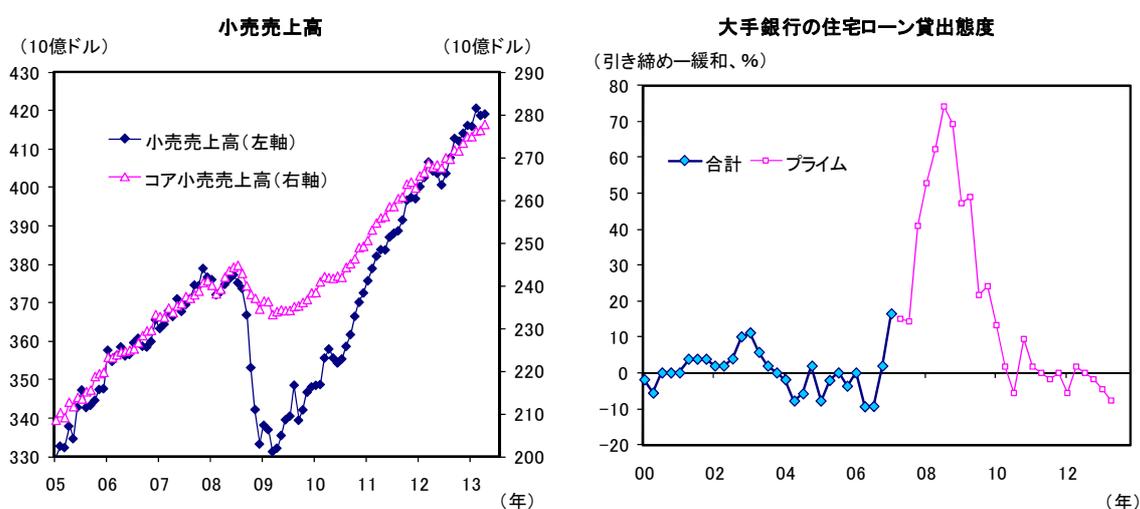
ほか、住宅市場の改善に伴って家具・家庭用品店などの売上が増加した。また、デパートを含む一般小売店やスポーツ用品店など幅広い業種で売上の拡大が確認された。労働時間の削減などがあったものの、雇用者数の増加や、株価や住宅価格など資産価格の上昇が寄与したとみられる。

また、個人所得税の税還付は、2-4月の合計で2,541億ドルとなり、これは2012年2-4月の2,528億ドルとほぼ同額である。月別の前年比では、2月は11.6%減、3月は15.7%増、4月は10.3%増と還付タイミングが少し遅かったことになる。還付時期の後ずれが4月の個人消費を押し上げた可能性がある。「財政の崖」に伴い計算すべき税率などが決まらず、官庁側や計算を行う会計事務所での作業が遅れたとみられる。この他、移動休日であるイースターは例年4月だが、今年は3月だったこともあって、4月の小売売上高は割り引いて見る必要があるだろう。

## 住宅市場改善の波及効果に期待

消費の下支えになっているとみられる住宅市場は足下で一進一退ながらも改善が続いている。3月の中古住宅販売や4月の住宅着工が減少に転じるなどこれまでのような一本調子の改善ではない。しかし、4月の着工許可件数は2008年6月以来の年率換算100万戸台まで回復している。また、住宅着工に先行するとみられる建設業者のマインドは、供給サイドのボトルネックがあるものの、住宅ローン金利が低いことや地域経済が改善していることなどから上昇に転じた。さらに、住宅価格が安定的に上昇していることや、銀行の融資担当者へのアンケートによる住宅ローンの貸出態度が緩やかながら引き続き軟化していることなどから、今後も住宅市場の改善が続くものとみられる。住宅市場の改善によってピックアップトラックの販売が好調になるなど経済への波及効果が出始めており、今後も消費の押し上げ要因となる可能性がある。

図表3 消費、住宅ともに改善



(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) 住宅ローンは2007年第2四半期からプライム、サブプライム、ノントラディショナルに分けられた。

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

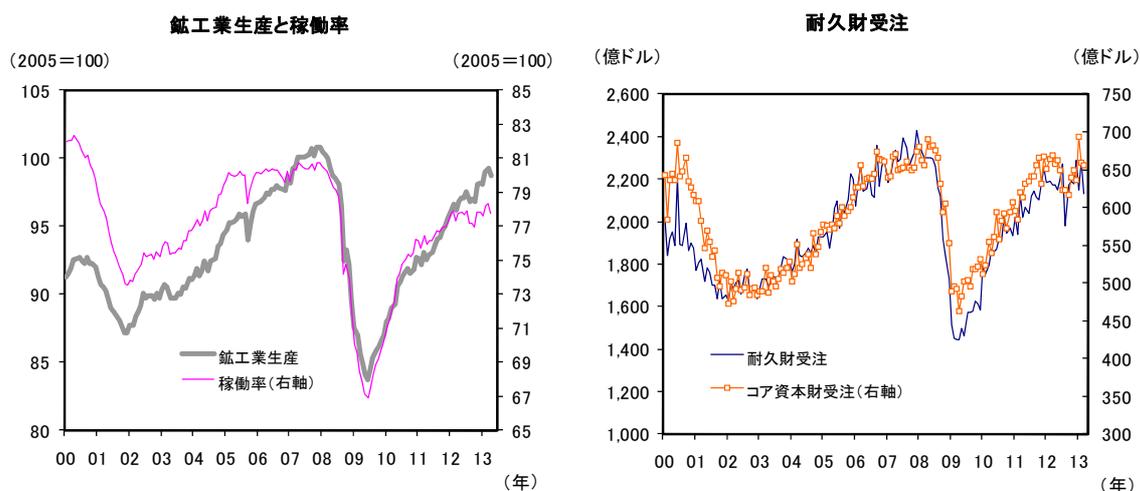
## 企業部門が目先の懸念材料に

ただし、雇用の創出元である企業部門の改善ペースは足下で軟調になっており、若干の留意が必要だろう。4月の鉱工業生産指数は前月比0.5%減と3ヵ月ぶりに減少に転じた。3月までは暖房需要が高まっていたため公益事業の増加が続いていたが、4月は気候が落ち着いたため減少に転じたことが影響したとみられる。公益事業や鉱業を除く製造業は同0.4%減と2ヵ月連続で減少した。製造業のうち幅広い業種で生産は減少し、特にこれまで堅調であった自動車関連の生産が減ったことはネガティブに捉えている。

また、4月のISM指数は製造業、非製造業ともに前月から低下しており、企業のマインド改善ペースが鈍化した印象だ。特に、製造業で雇用判断が低下したことは、先行きの雇用の見通しに不透明感を抱かせる。その後公表された地区連銀サーベイでも同様の傾向がうかがわれる。また、3月の資本財受注（国防・航空機除く）は前月比0.6%減と2月に続いて減少し、設備投資の動向も緩慢な印象を受ける。4月の鉱工業生産の稼働率指数も幅広い業種で落ち込んでおり、設備を積極的に増やす局面ではないとみられる。前述の雇用統計で労働時間の削減が行われた点とあわせて、資本、労働の稼働率が低下していることが表れている。

内需が弱くなったというより、外需や政府支出の減少が企業部門の軟調さにつながっているとみている。欧州向けの輸出は前年比で減少が続き、中国向けも15ヵ月ぶりに減少に転じた。こうした海外経済の成長鈍化に加えて、歳出の強制削減などの影響により政府部門の需要が減退している可能性がある。4月のFRBの地区連銀景況報告（Beige Book）でも、国防関連セクターに弱さがみられると報告されている。単月では判断できないものの、3月の耐久財受注における国防関連も大幅減となっており、影響が出始めている可能性がある。

図表4 企業部門は軟調な推移



(注) コア資本財受注は国防・航空機を除く。

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

## QE3 に関する議論にばらつき

2013年3回目（2013年4月30日-5月1日）のFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策変更はなく現状維持であった。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、いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」が継続された<sup>3</sup>。FOMCに先立つBeige Bookでは、住宅市場は一部に在庫不足がみられるものの、販売、新築着工ともに改善が続いたことが指摘された。また、需給の逼迫によって多くの地区で住宅価格の上昇が報告された。製造業の活動も多くの地区で拡大したようだ。特に、堅調な住宅建設や自動車に関連する業種で活発な生産が行われたと報告された。ただし、ポジティブな評価が多いものの、前述のように国防関連の製造業では活動の弱含みや先行きの不透明感が報告されるなど、財政問題が影響を及ぼしている可能性がある。

米国経済は緩やかに改善していると判断されているが、足下でPCE（個人消費支出）価格指数やCPI（消費者物価指数）の上昇率鈍化が続いており、デスインフレ傾向が強まっている。エネルギー価格下落の影響が大きいものの、基調的な物価上昇率も緩やかに低下している。FRBの使命である雇用の最大化と物価の安定において、雇用は一時期の下振れ不安が和らいだものの、デスインフレ傾向が新たな問題点として挙がってきた。ただし、雇用の回復も力強いものではなく、堅調な回復が約束されたわけではない。

一旦は資産買い入れ規模の縮小・停止の具体的な時期にまで言及した議論は、金融政策を判断する材料として雇用の判断・見通しに加えて物価の判断・見通しやQE3の物価への効果などが増えたため、FOMC参加者の発言が多様化してきた印象がある。こうした状況がFOMCの声明文に追加された、資産買い入れ規模の拡大も縮小もあり得るという文面に表れているのではないだろうか。期待インフレ率は安定していることから追加緩和の可能性は低いものの、資産買い入れ規模が流動的であることを示したかったとみられる。

足下の雇用環境や物価動向からは、資産買い入れ規模の縮小・停止がすぐに始まるとは考えにくい。しかし、これまで緩和的な発言をしてきたサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁が早ければ夏にも縮小を始める可能性があるとコメント<sup>4</sup>。また、ハト派とみられるシカゴ連銀のエバンス総裁は、雇用の改善が確信できれば、早くも秋にも買い入れ規模の縮小・停止を行う可能性があると言った。FOMC参加者の発言が多様化する中、バーナンキ議長の議会証言とFOMC議事録でどのような議論が行われていたかを確認する必要があるだろう。

以上のように、歳出の強制削減が始まったことなどから、国防関連企業の生産活動が弱含むなど政府支出の削減が直接米国経済を下押しする状況にある。間接的な影響として、先行きの政策不透明感が高まり消費者マインドを悪化させ、個人消費などを下押しする可能性がある。また、企業のマインドは政策不透明感に加え、個人消費の減速懸念により悪化が続き、生産や

<sup>3</sup> 大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平、土屋 貴裕「FOMC:デスインフレへの懸念が台頭」(2013年5月2日) 参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130502\\_007125.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130502_007125.html)

<sup>4</sup> <http://www.bloomberg.com/news/2013-05-16/u-s-stocks-extend-loss-as-fed-s-williams-discusses-qe-tapering.html>

設備投資、新規雇用を手控えるかもしれない。底堅い個人消費や住宅市場の改善により米国経済の回復トレンドが続くことを想定しているが、こうした財政問題の直接的・間接的影響により回復ペースは一時的に鈍化するかもしれない。財政問題の早期解決に向けた論議の高まりが期待されよう。

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	前年比(%)			
	前期比年率(%)												前年比(%)			
国内総生産	2.0	1.3	3.1	0.4	2.5	1.7	1.9	2.2	2.2	2.5	2.6	2.8	1.8	2.2	1.9	2.3
<前年同期比>	2.4	2.1	2.6	1.7	1.8	1.9	1.6	2.1	2.0	2.2	2.4	2.5	2.5	1.9	2.2	2.6
個人消費	2.4	1.5	1.6	1.8	3.2	1.9	2.3	2.5	2.6	2.8	2.9	3.0	8.6	8.0	4.9	6.1
設備投資	7.5	3.6	-1.8	13.2	2.1	4.8	6.2	5.8	6.1	6.4	6.5	6.3	-1.4	12.1	12.8	9.9
住宅投資	20.5	8.5	13.5	17.6	12.6	11.8	10.5	10.1	9.8	9.5	9.2	8.8	-3.1	-1.7	-3.7	-4.5
政府支出	-3.0	-0.7	3.9	-7.0	-4.1	-4.5	-5.2	-4.8	-4.4	-4.1	-4.3	-3.6	6.7	3.4	2.2	4.6
輸出	4.4	5.3	1.9	-2.8	2.9	3.6	4.1	4.4	4.6	4.8	5.1	5.4	4.8	2.4	1.4	3.0
輸入	3.1	2.8	-0.6	-4.2	5.4	1.8	2.5	2.9	3.2	3.3	3.4	3.5	3.3	3.6	3.2	4.2
鉱工業生産	5.4	2.9	0.3	2.6	4.5	3.6	3.7	4.1	4.2	4.4	4.5	4.7	3.1	2.1	1.7	2.0
消費者物価指数	2.3	1.0	2.1	2.2	1.4	1.5	1.7	2.1	2.1	2.2	2.1	2.3	8.9	8.1	7.5	7.1
失業率(%)	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	7.5	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	-560	-540	-499	-487
貿易収支(10億ドル)	-149	-138	-125	-128	-127	-125	-124	-123	-123	-122	-121	-121	-466	-475	-421	-398
経常収支(10億ドル)	-134	-118	-112	-110	-109	-105	-104	-103	-102	-101	-99	-97	0.25	0.25	0.25	0.25
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	0.45	0.28	0.32	0.55
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	2.79	1.80	2.15	2.77
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	2.1	2.3	2.4	2.5
国内最終需要	2.2	1.4	1.9	1.5	1.9	1.7	1.6	1.9	2.1	2.3	2.4	2.5	1.8	2.0	1.7	2.1
民間需要	3.4	1.9	1.7	3.3	3.1	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7	3.7	3.0	2.8	2.9	3.4

(注) 網掛けは予想値。2013年5月20日時点。

(出所) 大和総研