

2013年6月20日 全10頁

# 米国経済見通し 消費と住宅が支える年後半

政策論議は秋以降に本格化も不透明感払拭は困難か

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]

- 6月開催のFOMCでは現行の金融政策は維持されたが、バーナンキ議長によって、いわゆるQE3による資産買い入れ規模の縮小が2013年後半から始まる可能性が指摘された。やや楽観的な見通しに基づいており、経済環境次第では再考を迫られる可能性もある。
- 雇用環境は緩やかな改善が続き、財政緊縮の逆風にもかかわらず個人消費も底堅い。マクロ的には、家計のバランスシート調整は概ね終盤にあると考えられる。住宅市場の改善を含めて、個人部門における所得と消費の自律的な好循環が生じつつある。
- 輸出の伸びが鈍っていた企業部門では在庫復元の動きが一服し、マインドや生産活動などが鈍化している。政策不透明感や軟調な海外経済によって、当面の復調は期待しにくい。もっとも内需は底堅く、中長期的にはそれほど悲観的ではない可能性がある。
- 2013年後半の米国経済は、底堅い個人消費や堅調な住宅投資に支えられ、緩やかな経済成長を続けると想定する。秋頃から年末にかけて、財政関係やQE3縮小観測といった政策論議が話題となるが、不透明感払拭には至らないだろう。投資減税の期限切れもあり、駆け込み需要が予想される設備投資には上振れ余地があろう。

## 景気循環と構造的なリスク要因

6月18日～19日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、金融政策は現状維持が決まった。バーナンキ議長の記者会見によると、いわゆるQE3（量的緩和第3弾）の資産買い入れ縮小が2013年内にも始まる可能性が高まった。

1-3月期の実質GDPは季節調整済み年率で2.4%増と速報値から0.1%ポイント下方修正された。個人消費が上方修正される一方で、輸出や政府支出が下方修正された。住宅投資も下方修正ながら、高い伸びであることに変わりはない。4月以降の個人消費の底堅さと住宅市場の堅調さからは、米国経済の当面の見直しを変更する必要はなさそうである。年後半の経済状況次第では、年末あたりから資産買い入れ規模の縮小が始まるだろう。

FRBで経済成長の阻害要因として指摘される財政緊縮について、歳出の強制削減は続いているものの、足下の財政収支の改善から議論を先送りすることが可能になった。下火になっている財政論議は、議会の夏休みが明ける9月以降の再開となろう。金融政策の先行きを含め、政策の不透明感はしばらく続くだろう。中長期的には必ずしも悲観的ではない企業部門においても、こうした不確実性が高い間は、活動が活発化するとは考えにくい。家計のバランスシート調整が進み、米国経済の構造変化の話題は秋から年末にかけて持ち越されたことになる。

## やや楽観的な見通しのFRB

### FRBによる資産買い入れ規模縮小開始は年内か

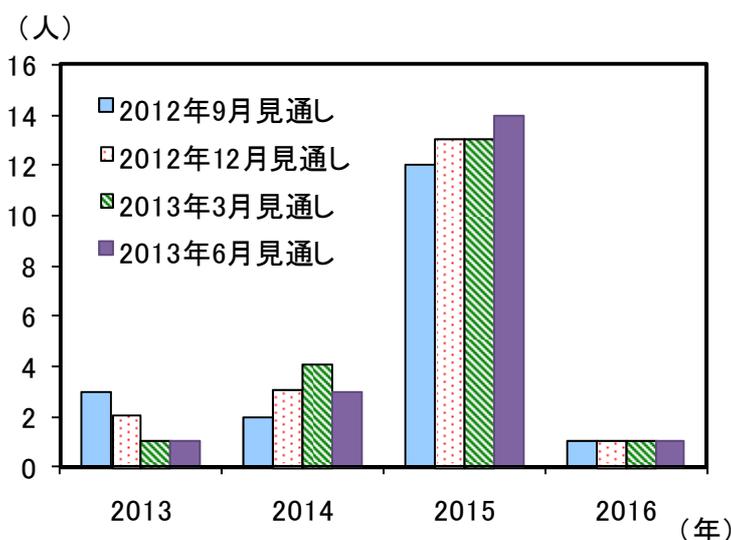
6月18日～19日の日程でFOMCが開催された。金融政策に変更はなく、事実上のゼロ金利政策を維持する条件や、QE3における、月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）と450億ドルの米国債の買い入れ規模も同じだった。カンザスシティ連銀のジョージ総裁が前回に引き続き現在の金融緩和に反対票を投じたほか、セントルイス連銀のブラード総裁は、最近の低インフレを踏まえてさらなる緩和が必要だとして、今年初めて反対票を投じた。

今回の会合では、FOMCメンバーによる経済見直し（SEP: Summary of Economic Projections）も公表された。上下3人ずつの予想を除いた大勢見直しを3月時点と比較すると、実質GDPでは、2013年第4四半期の前年比の上限が下方修正となり、インフレ見直しも下方修正された。失業率は3月時点の見直しよりも小幅改善が見込まれている。2014年第4四半期のGDP見直しは上方修正され、FOMCメンバーによる利上げ開始時期は2015年に収束してきた（図表1）。

経済の下振れリスクが低減してきたとされ、バーナンキ議長は、記者会見において米国経済の回復と雇用改善ペースが今回公表された経済見直しに従うのであれば、今年後半から資産買い入れの規模縮小に着手するとした。だが、FOMCにおいて公表されたFRBの経済見直しは、後述する市場コンセンサスなどと比べてやや楽観的である。例えば足下でデフインフレ傾向が鮮明になったように、経済情勢は常に変動することから、FRBは米国経済が自らの見直しに沿っ

た推移となっているかを確認しなければ、資産買い入れ縮小に着手しにくいだろう。このため、FRBが経済見通しを公表するタイミングで、資産買い入れ規模を縮小するのではないか。FRBの経済見通しの公表は次回が9月会合、その次は12月会合において予定されている。また、米国経済の推移がFRBの見通しに沿っているかを確認するためには、ある程度の経済指標の公表を待つ必要がある。誰しもが納得できるような高成長でない限り、2013年12月開催のFOMC（12月17日～18日）での資産買い入れ規模縮小決定を見込む。

図表1 FOMCメンバーによる金利引き上げ時期の見通し



(出所) FRB より大和総研作成

### 各予測機関の経済見通しの下方修正

OECDが2013年米国経済見通しを引き下げ(2.0→1.9%)、市場コンセンサス(Blue Chip)などを含め、2013年の米国経済見通しは概ね2.0%前後に収れんしてきた。2014年の米国経済見通しでは、IMFが3.0%成長から2.7%成長に下方修正した。これらとの比較では、FOMCメンバーの見通しはやや楽観的であると言えよう。

市場コンセンサスでは、2014年見通しが下方修正されている(図表2)。ここ数年の市場コンセンサスは、年後半に翌年の見通しを下方修正する傾向がある。現在で言えば、2014年の見通しを2013年半ば以降に下方修正する動きとなる。2013年第2四半期(4-6月期)は、歳出の強制一律削減が始まった政府支出の減少などを背景に2%を下回る成長が見込まれており、先行き見通しに関する目線がさらに低下する可能性があるだろう。

資産買い入れの縮小が市場参加者の間で織り込まれていないのであれば、金利上昇を通じて住宅市場の改善などに水をさす可能性がある。市場参加者の同意を得る必要はないが、急速かつ大幅な金利上昇は望ましくないことは衆目の一致するところであろう。FOMCメンバーの見通しを下回る経済の動きになれば、資産買い入れの縮小時期は再考される必要に迫られるだろう。

なおもバーナンキ議長以下、FOMC メンバーの発言に注目したい。7月17日、18日には、バーナンキ議長による議会証言が行われ、次回FOMCは7月30日～31日の予定である。

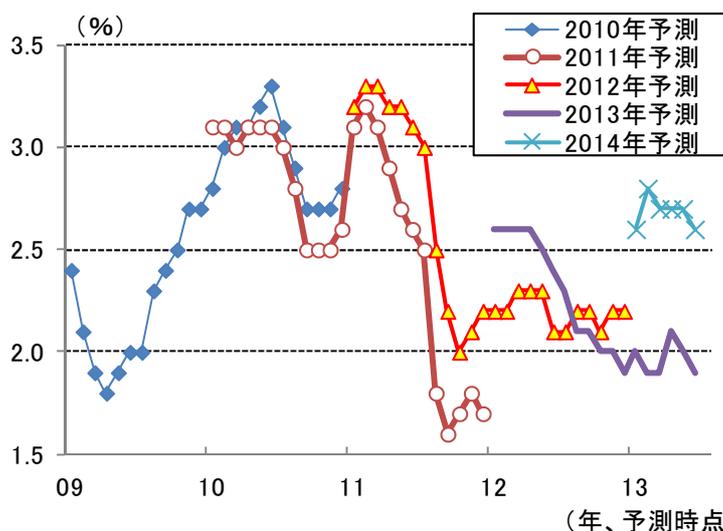
図表2 各機関の米国経済見通し（実質 GDP 成長率）

	2013年 暦年	2014年 暦年	13年Q4 前年比	14年Q4 前年比	予測時期
コンセンサス	1.9	2.6	2.3	2.8	13年6月
IMF	1.9	2.7			13年6月
OECD	1.9	2.8			13年5月
世銀	2.0	2.8			13年6月
CBO	1.4	2.6	1.4	3.4	13年2月
OMB	2.3	3.2	2.6	3.6	13年4月
FRB			2.3-2.6	3.0-3.5	13年6月

(注) コンセンサスは“Blue Chip”2013年6月号。CBOは議会予算局。OMBは行政管理予算局。FRBは大勢見通し。

(出所) 各種資料より大和総研作成

図表3 米実質 GDP 成長率のコンセンサス予想



(注) 値は予測時点のままであり、統計の改定などは考慮されていない。

(出所) Blue Chip より大和総研

## FRB 議長交代の可能性が強まる

バーナンキ議長のFRB議長としての任期は2014年1月までとなっている。議長は続投するかどうかを明言していないが、報道等によれば、オバマ大統領がテレビ出演に際して、バーナンキ議長の在任期間が本人の希望以上に長期に及んでいることを指摘し、FRB議長の後任を探していることを示唆した。後任議長には、イエレン現FRB副議長が最有力候補とされ、このほか、ガイトナー前財務長官、サマーズ元財務長官、ファーガソン元FRB副議長、コーン元FRB副議長などの名前が挙がっている。上院の承認を得るために、9月または10月頃には新たな議長候補が提示される可能性があるだろう。

議長が交代する場合、QE3 縮小の過程において一方的な買い入れ縮小が繰り返されるのであれば、2014 年以降は後任議長の判断が入る余地がなくなる。このため、早期に資産買い入れの縮小を開始し、連続した FOMC で資産買い入れ規模を縮小させない選択をする、例えば 9 月の FOMC で資産買い入れ縮小を決定し、10 月の FOMC では減額した資産買い入れ規模を維持するなどの方法も考えられるだろう。QE3 縮小がただちに利上げや FRB のバランスシート縮小につながるわけではないと市場参加者に認識してもらうためにも一考の余地があるのではないか。

また、FRB 理事の人選も必要となる。理事でもあるバーナンキ議長のほか、パウエル理事も 2014 年 1 月までの任期であり、デューク理事はすでに任期が切れ、後任が決まるまで理事を務めている。理事の数が減少すれば、金融政策決定に際して、輪番制で投票権を持つ地区連銀総裁の影響が増すことになる。常時投票権を有するニューヨーク連銀総裁の以外で、2014 年に FOMC で投票権を得る地区連銀総裁は、クリーブランド連銀のピアナルト総裁、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁、ダラス連銀のフィッシャー総裁、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁である。コチャラコタ総裁以外はタカ派寄りの発言をしていることから、投票権者の変化だけで見れば、2014 年には QE3 が終了する可能性が高いとも考えられよう。

## 強弱入り混じるも雇用環境は引き続き緩やかに改善

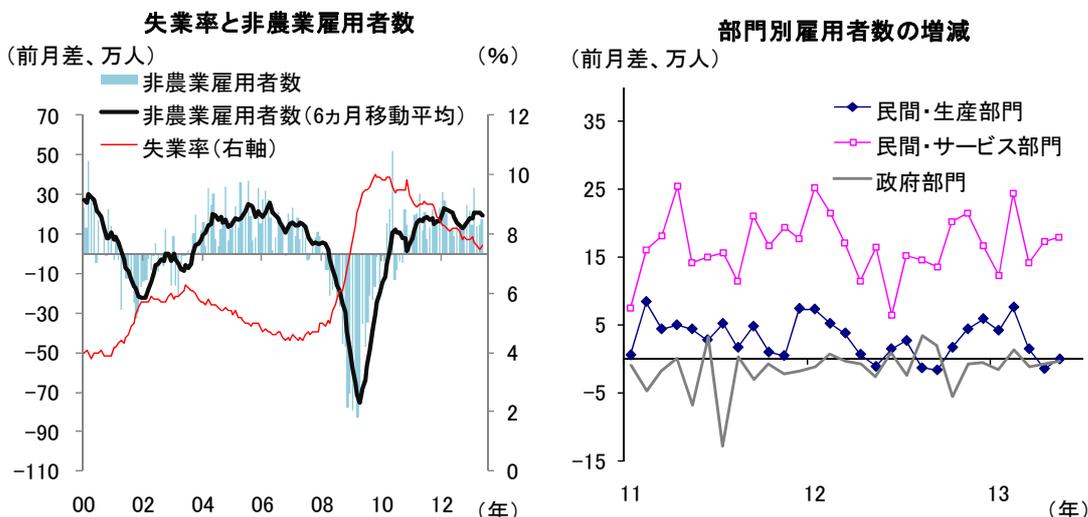
5 月の雇用統計は、雇用環境の緩やかな改善が続いていることを示す内容であった。非農業雇用者数は前月差 17.5 万人増と、4 月から増加幅が拡大、市場予想 (Bloomberg 調査: 中央値 16.3 万人増) を上回った。過去分は、3 月が 13.8 万人増から 14.2 万人増、4 月が 16.5 万人増から 14.9 万人増へと修正されており、合計では 1.2 万人分下方修正された。

内容を見ると、政府部門では歳出の強制削減などにより連邦政府の雇用が引き続き減少した。州・地方政府では歳入の増加などから雇用の減少に歯止めがかかっているとみられる。民間・生産部門では、住宅市場の改善に伴い建設業で雇用者数が増加、また自動車の買い替え需要などによって自動車関連でも雇用の増加が見られた。しかし、自動車関連を除く製造業の幅広い業種で雇用者数が減少しており、全体では 3 ヶ月連続でマイナスとなった。ISM 製造業指数が 3 ヶ月連続で低下したことや、欧州や中国など海外経済の成長鈍化など、製造業を取り巻く環境は不透明感が高まっている。一方で、足下の雇用改善のドライバーである民間・サービス部門は、専門・企業向けサービスや小売などの雇用者数増加によって引き続き改善。製造業など一部に不透明感が高まっているが、全体の雇用者数は増加しており、悪い内容ではない。

失業率は前月から 0.1%ポイント上昇し、7.6%になった。就業者数が増加したものの、失業者数が増加したことや、就職を諦めた者 (非労働力人口) が減少したことから失業率は上昇した。その要因は就職を諦めた者の減少による労働参加率の上昇などであって、失業率の上昇は必ずしも悲観すべき内容ではない。増加した失業者についても、失業理由別や期間別に見た場合には、労働市場の質的改善が示唆される内容であった。

労働市場の緩やかな改善を見込んでおり、職探しを始める者の増加（労働参加率の上昇）によって一時的に失業率は下がりにくくなる可能性があるが、年後半にかけて緩やかに失業率が低下することを想定している。

図表4 雇用環境の概要



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

## 底堅い個人消費・住宅市場では循環的な自律成長の兆し

こうした雇用環境の背景には、想定されていたより堅調であった個人消費の存在が挙げられる。5月の小売売上高は前月比0.6%増と2ヵ月連続で増加した。内訳を見ると、自動車ディーラーや園芸・建材、飲食店などの売上高が全体を押し上げた。また、GDPの推計に用いられるコア小売売上高（自動車ディーラー、園芸・建材、ガソリンスタンドを除く）も増加が続き、前月の増加幅を僅かに上回った。

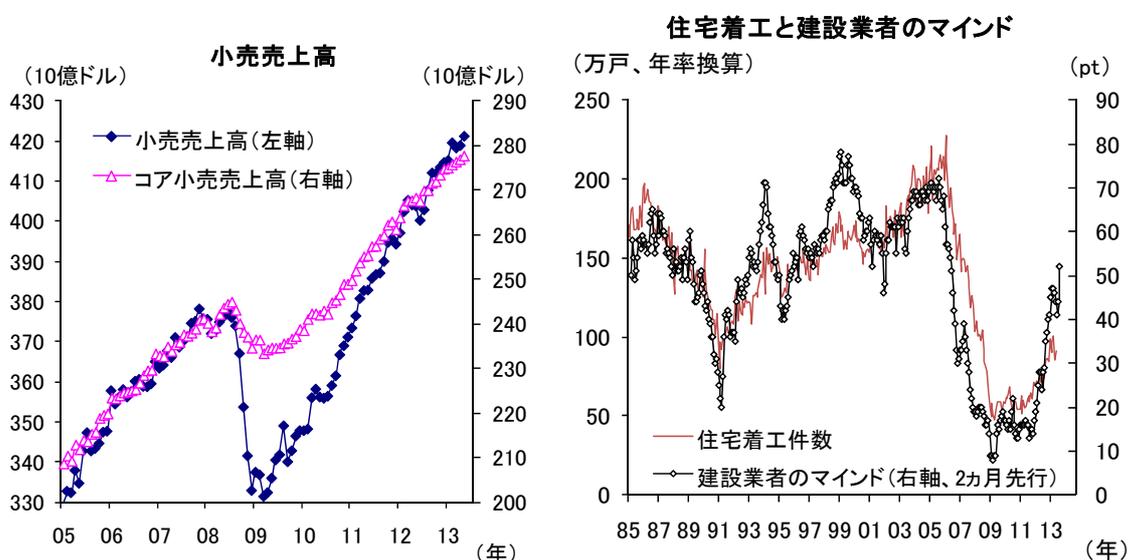
1月からの給与税減税の廃止や3月からの歳出の強制削減など財政問題による消費の押し下げが懸念されてきたが、5月に入っても個人消費の増加は続いており、これらの懸念は払拭されつつある。雇用環境の改善は所得の増加を通じて個人消費を増加させ、堅調な個人消費が雇用環境の改善となっている可能性がある。足下で自律的な好循環が生み出されつつあることは、米国経済の見通しを考える上で、緩やかながら上向きトレンドを見込む最大の要因となっている。

また、5月の消費者信頼感指数などを見ると、年始から伸び悩んでいた消費者マインドが再び上昇傾向にある。5月時点では、株価や住宅価格の上昇が依然として続いており、資産効果が消費者マインドの改善に寄与しているのだろう。

消費の下支え要因となっている住宅市場は引き続き改善が続いている。足下で僅かに住宅ローン金利が上昇しているが、それでも歴史的な低金利であることに変わりはない。銀行による住宅ローン貸出態度も前向きになっているため、住宅を購入しやすい環境が整いつつある。さ

らに、住宅在庫の不足に伴う需給逼迫から住宅価格は上昇を続け、先高感もある。住宅保有者は、現在の価格が過去の購入価格を上回ったことによって売却しやすくなり、転居のための住宅購入の機会を得、投資の側面を持ち合わせた住宅購入の動きが生じていると考えられる。もっとも、住宅価格の先高観により売却時期を遅らせていることも考えられ、需給の逼迫感は建設業者のマインドにも表れている。6月のNAHB（全米住宅建設業者協会）の建設業者マインドでは、2006年4月以来の50超え（景況感の拡大・縮小の境界線）を達成した。住宅市場は引き続き改善する見込みで、住宅市場の改善は建設業の求人数増や、建材の販売増加などの波及効果をもたらしている。金利の急激かつ大幅な上昇はリスク要因だが、住宅市場の改善傾向は、当面の個人消費の下支え材料たり得るだろう。

図表5 底堅い個人消費と堅調な住宅市場



(注) コア小売売上高は園芸・建材、自動車ディーラー、ガソリンスタンドを除く小売売上高。

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

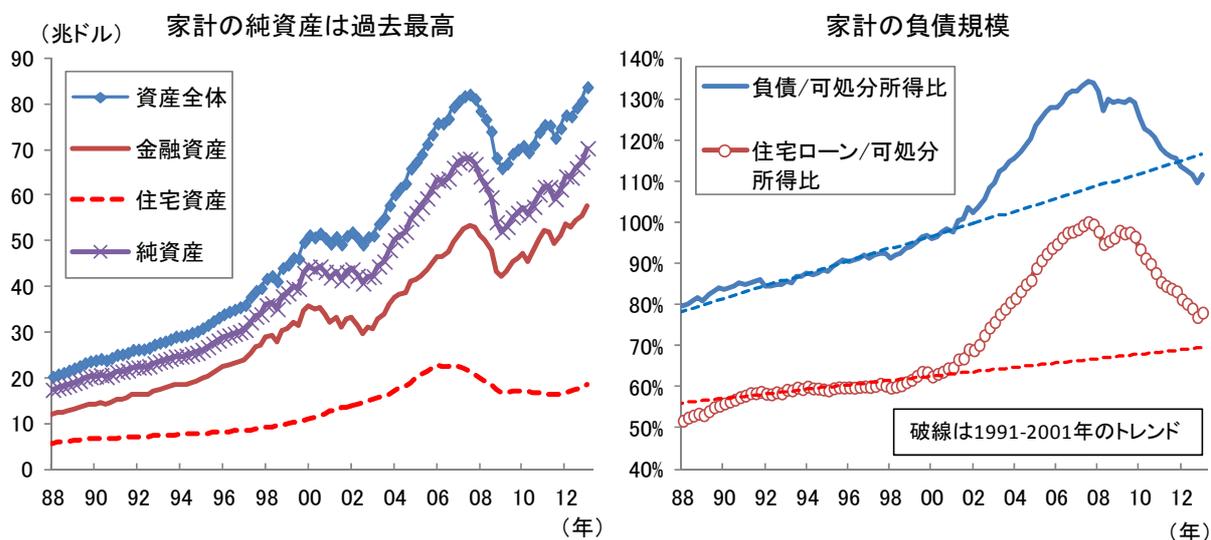
## 家計のバランスシート調整が終盤に

資産価格の上昇は、家計のバランスシート調整の進展にも寄与した。FRBの資金循環統計によると、2013年3月末時点の米国家計の総資産は83.7兆ドルとなり、2012年12月末から2.9兆ドル増加した。うち2.1兆ドルが金融資産の増加であり、さらにその半分の1.1兆ドルは株式資産の増加に因る。不動産（住宅）資産も0.8兆ドル増加した。この結果、家計の純資産は金融危機前の68.1兆ドル（2007年9月末）を上回り、過去最高となる70.3兆ドルに達した（図表6左）。

また、住宅ローンなどの負債規模を可処分所得対比で見ると、可処分所得が減少したため、比率は小幅上昇したが（図表6右）、負債額そのものは再び減少に転じた。住宅価格の上昇が続いていることから、家計全体の住宅資産残高も増加が続くと考えられる。個別の家計ではなお多額の負債を抱える例もあろうが、資産価格の上昇に支えられ、マクロ的には家計のバランス

シート調整は概ね終盤にあると考えられる。家計の支出行動が負債規模に縛られる側面は限定的となり、今後はより雇用・所得環境に左右されることになる。

図表6 マクロ的には家計のバランスシート調整は終盤へ



(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

## 伸び悩みの企業活動、自律的成長に期待か

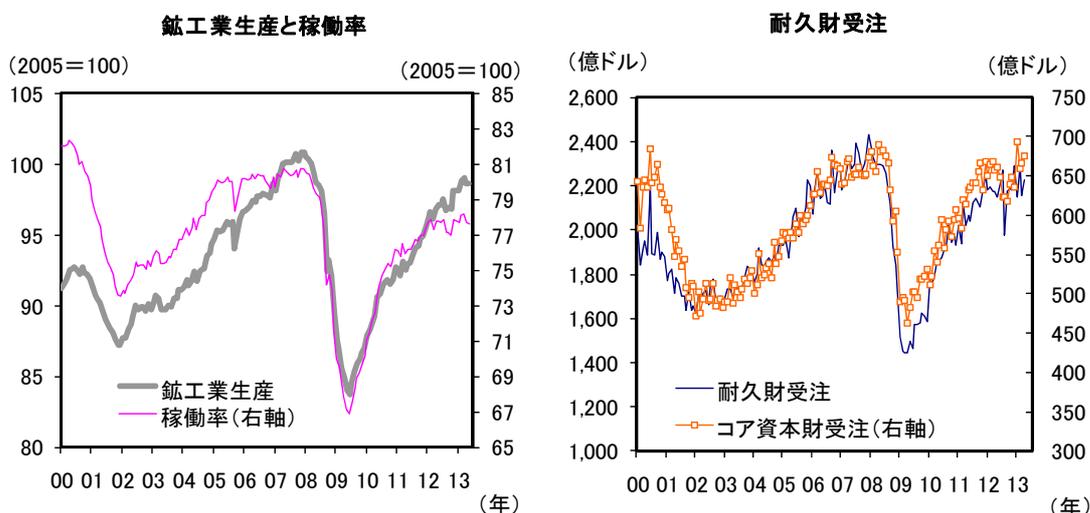
ただし、雇用の創出元である企業部門の改善ペースは引き続き軟調である。5月の鉱工業生産指数は前月から横ばいだった。うち製造業は前月比0.1%増と辛うじてプラスであったものの、3月と4月はマイナスの伸びであった。さらに、稼働率も低下傾向にあり、引き続き製造業の活動は伸び悩んでいると判断できよう(図表7左)。2012年末にかけて「財政の崖」を懸念して大幅に在庫の積み増しペースを鈍らせていた反動で、2013年は年始から在庫復元の動きが見られたが、そうした動きが一服したためだと考えられる。マインド面でも、5月のISM製造業指数は、新規受注や生産、輸出受注など幅広い項目で悪化が見られ、6ヵ月ぶりに景況感の境界線である50を下回った。6月前半の状況を含むニューヨーク連銀製造業景況感指数は、業況判断こそ改善したものの、個別項目は総じて悪化した。非製造業は、ISM指数が境目となる50を上回って推移し製造業と比べて良好だが、雇用指数が低下しつつあるなど好調とは言い難い。

一方で、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)は3月に続き4月も増加した。減速が懸念された個人消費は引き続き増加しており、住宅市場も堅調である。個人消費の拡大期待は、企業にとっても前向きに捉えられるだろう。足下では海外経済の鈍化による輸出の減少懸念や、財政問題による国内経済の下押し懸念など不透明感があるが、企業は中長期的にはそれほど悲観的ではない可能性がある。当面の不確実性と将来期待のかい離が、軟調な生産と増加が続く資本財受注に表れているかもしれない。

収益の伸びが再び高まる見通しが得られるまで、企業は短期的に設備投資や雇用を大きく増

やすことがないだろう。だが、企業に対する銀行の貸出態度はもとより前向きで、金融面での問題は小さいとみられる。不確実性が後退し、米国経済が本格的な消費主導の自律回復を描くようになれば、設備投資や雇用を含めた企業活動は拡大傾向に復するだろう。

図表7 受注が増えるも生産は伸び悩む



(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

## 2013 年後半以降の経済見通し

家計では、バランスシート調整が終了しつつあり、2013 年の後半にかけて住宅価格上昇による資産効果も期待できよう。緩やかな雇用・所得環境の改善も続いており、個人消費と在庫不足が続く住宅投資は堅調さを維持し、成長のドライバーと目される。

一方、歳出削減の影響は年後半にかけて、前期比でのマイナス幅が緩和されることになるが、2014 会計年度予算がどうなるか、中長期的な財政再建をどうするのか、先行きの財政政策は不透明なままである。秋には債務上限問題などと合わせて財政にまつわる議論が盛り上がる可能性はあるが、上・下両院で多数党が異なる「ねじれ議会」のままでは、歳出の強制削減は継続する可能性が高い。

税制に関しては、2012 年末の「財政の崖」問題の一部を構成していた設備投資減税が 1 年延長され、2013 年末に再び期限を迎える予定になっている。年末にかけて駆け込み設備投資が増加する可能性が指摘できる。ただし、海外経済の持ち直しペースが鈍く、ドル実効レートの上昇で輸出の伸びが期待しにくい。設備投資が早期に本格的な拡大に至るかどうかは、やや幅を持って見る必要があるだろう。換言すれば、設備投資の拡大に GDP 上振れ余地があるとも言える。

同じく財政関連では、法人税率の引き下げ論議が停滞したままである。2012 年の大統領選においては、オバマ大統領も共和党のロムニー候補も税率の引き下げ方向では一致していた。長期的な財政の姿を描けていないことが、企業活動の妨げになっていると考えられよう。一部の

駆け込み投資を含む内需拡大を背景とした設備投資を除けば、物価の伸び鈍化による実質金利の上昇で、目的的には企業活動の拡大ペースはやや停滞する可能性が高いと想定される。

金融政策は、2013年12月開催のFOMC（12月17日～18日）での資産買い入れ規模縮小決定を見込むが、金融市場の波乱が住宅投資、企業活動などの足かせとなる場合や、財政問題がさらにこじれるようであれば、先送りの可能性もあるだろう。

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	前年比(%)			
	前期比年率(%)												前年比(%)			
国内総生産	2.0	1.3	3.1	0.4	2.4	1.8	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	2.3	2.6
個人消費	2.4	1.5	1.6	1.8	3.4	1.9	2.3	2.4	2.6	2.8	2.9	3.0	2.5	1.9	2.3	2.6
設備投資	7.5	3.6	-1.8	13.2	2.2	3.6	5.1	6.5	5.7	6.4	6.2	6.1	8.6	8.0	4.6	5.9
住宅投資	20.5	8.5	13.5	17.6	12.1	12.3	12.5	12.1	10.3	9.2	8.9	8.8	-1.4	12.1	13.1	10.5
政府支出	-3.0	-0.7	3.9	-7.0	-4.9	-4.5	-4.2	-4.7	-4.4	-4.1	-3.9	-3.6	-3.1	-1.7	-3.8	-4.3
輸出	4.4	5.3	1.9	-2.8	0.8	1.7	3.1	3.7	4.6	4.8	5.1	5.4	6.7	3.4	1.2	4.2
輸入	3.1	2.8	-0.6	-4.2	1.9	1.5	2.5	2.9	3.2	3.3	3.4	3.5	4.8	2.4	0.5	3.0
鉱工業生産	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	1.8	2.9	3.7	4.2	4.4	4.5	4.7	3.3	3.6	2.7	3.9
消費者物価指数	2.3	1.0	2.1	2.2	1.4	0.8	1.5	1.8	2.0	2.1	2.0	2.2	3.1	2.1	1.5	1.9
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	8.9	8.1	7.5	7.1
貿易収支(10億ドル)	-143	-135	-129	-127	-124	-124	-124	-123	-122	-122	-121	-120	-557	-535	-494	-486
経常収支(10億ドル)	-121	-111	-107	-102	-106	-106	-106	-105	-104	-103	-102	-100	-466	-440	-423	-409
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	0.27	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	1.96	2.21	2.42	2.48	2.65	2.89	2.92	2.79	1.80	2.14	2.74
国内最終需要	2.2	1.4	1.9	1.5	1.9	1.6	1.8	1.9	2.0	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	3.3	3.0	3.0	3.3	3.3	3.5	3.6	3.6	3.0	2.8	2.9	3.3

(注) 網掛けは予想値。2013年6月20日時点。

(出所) 大和総研