

2013年7月19日 全8頁

米国経済見通し QE3 縮小とイベントの関係

金利上昇後の経済動向の確認と財政論議の必要性

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]

- FRBの金融政策の先行きが注目されるが、金利上昇後の米国経済がどうなるかの動向確認のほか、財政問題などの政策イベントが控える。10月以降の新たな会計年度の予算、歳出強制削減への対応、債務上限問題などの議論が行われなければならない。
- 雇用者数の過去分が上方修正され、量的な拡大ペースは速かったことが確認された。さらに、失業の理由や期間別動向からは、質的な改善が始まったとみられる。
- 財政問題の逆風にもかかわらず、雇用・所得環境の改善が続き、個人消費は緩やかながら堅調と言える。住宅市場と合わせ、今後も底堅い推移を見込むが、金利上昇の影響などに注意したい。
- 鈍化していた企業活動は、生産活動に底打ちの気配があり、先んじて企業マインドや設備投資の先行指標が改善しているため、海外経済の鈍化は懸念されるものの、底堅い内需を背景に、年後半にかけて復調の兆しがある。
- 経済見通しのメインシナリオには変更ないが、2013年1-3月期のGDP確定値が下方修正されたことで、2013年のGDP成長率の見通しを引き下げ、2014年を上方修正した。GDP統計の推計方法が変更される予定であり、経済の見え方が変わる可能性がある。

景気循環と構造的なリスク要因

1-3 月期の実質 GDP 確定値は、季節調整済み前期比年率で 1.8%増と改定値から 0.6%ポイント下方修正された（速報値と比べると 0.7%ポイントの下方修正）。改定値と比べて個人消費の改善基調が弱くなり、設備投資の鈍化傾向が明らかになった。4-6 月期の GDP 成長率は、増税や歳出の強制削減といった財政問題を背景に成長鈍化が見込まれるものの、推計方法が 10 数年ぶりに大幅に見直されることから、過去分を含めて見通しにくい。米国経済の見え方が大きく変わる可能性もあり、様々な予測機関の見通しも変わってくるかもしれない。今後は、金利上昇の影響が新たな留意点となるが、財政緊縮の逆風にもかかわらず底堅い個人消費や住宅市場の堅調さからは、米国経済の当面の見通しを変更する必要はなさそうである。

バーナンキ FRB 議長によると、いわゆる QE3（量的緩和第 3 弾）の資産買い入れ規模縮小は、年内開始が濃厚だが、9 月は FOMC（連邦公開市場委員会）のほかに、いくつかのイベントが発生する。特に、バーナンキ議長を含めて米国経済の足かせとして指摘され続ける財政問題である。議会の夏休みが明ける 9 月以降、予算や債務上限問題などが議論されなければならない。金融政策の先行きは、経済状況次第ではあることは当然で、早期の QE3 縮小開始の可能性もあるが、大和総研では財政問題等を背景に 12 月 FOMC での QE3 縮小決定を見込む。財政論議は、金融政策の先行きと、財政政策を通じた今後の米国経済の成長に影響することになるだろう。

FRB による資産買い入れ規模縮小開始の論点

バーナンキ議長は、5 月の議会証言で QE3 による資産買い入れ規模縮小の可能性に言及し、6 月 FOMC 後の記者会見で、FRB の経済見通しに沿って米国経済が推移することを条件に、2013 年後半からの QE3 縮小の可能性を明らかにした。その後の金利上昇などの市場の混乱を背景に、5 月に QE3 縮小開始に言及したサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁は、政策の様子見を求める発言を行い、バーナンキ議長も 7 月の講演や議会証言では、緩和政策の継続を強調するなど、まだ市場との対話の過程にあるとみられる。

今後の金融政策は決まっておらず、経済状況次第ということは当然である。6 月の FOMC 議事録によれば、FOMC 参加者内でもいつ縮小開始すべきかの意見が分かれ、まだ決まっているわけではないだろう。今後の経済状況を考えるにあたり、そのポイントとして大和総研では以下の 5 点を見ている。1. 景気回復、2. 失業率の低下、3. ディスインフレ傾向、4. 財政問題、5. 海外経済。

1. 景気回復が続くか

財政緊縮の影響がどうか、さらに、最近の金利上昇が住宅市場や企業活動、個人消費にどう反映されるかといった点である。特に自動車ローンの増加が好調な自動車販売の一助になってきたとみられるが、金利上昇はこうした資金調達主体を通じた消費行動に影を落とす可能性が

ある。やや楽観的な FRB の見通しに沿うためには、米国経済は市場コンセンサスを上回るペースでの成長が求められる。テクニカルな要因ながら、GDP の推計方法の見直しが経済成長ペースの見え方を変えてしまう可能性も注意したい。

2. 失業率が低下するか（労働参加率）

失業率の低下は労働市場の改善を過大評価している可能性が高く、必ずしも質的改善を反映しているとは限らない。FRB は失業率だけで労働市場を判断しないとしているが、労働市場に参加する人が増えて働きたい人が働けるか、どうしても注目されるだろう。雇用者数が増加するとしても、これまで職探しを行ってこなかった人が職探しを始めると（労働参加率の上昇）、すぐに職が見つからない限り、新たな失業者として数えられることになり、失業率は低下しないか、上昇する可能性すらある。仮に雇用者数が毎月 20 万人増加するとしてラフな試算を行うと（後述）、労働参加率が現在から横ばいであれば、失業率が 7%前後に達するのは 2014 年の 6 月頃と、FOMC で議論される 2014 年半ばでの QE3 縮小完了の目安に沿う。ところが、労働参加率が上昇した場合は、当面の失業率はほぼ横ばいになってしまう。

3. ディスインフレ傾向が止まるか

FRB の 2 つの目標は雇用の最大化ともう一つは物価の安定である。FRB が物価安定の長期目標として掲げるのは、PCE（個人消費支出）価格指数が前年比 2%となることだが、5 月は前年比 1.0%であった。セントルイス連銀のブラード総裁は 6 月の FOMC において、ディスインフレ傾向を理由に現行の金融政策に反対票を投じた。FRB は物価の低迷を「一時的とみられるいくつかの要因を反映」としている。一つには、新車販売の好調さを受けて需給が緩んだとみられる中古車価格の下落が考えられる。FRB はデフレへの警戒も残し、ディスインフレ傾向が反転するか否かはまだ確認できていない。

4. 財政問題の論議に迫られる時期

10 月から始まる新会計年度の予算を暫定予算であっても可決しなければ、政府機関が閉鎖されてしまう。投資減税などを延長するか否かなど、個別の政策への対応も必要となる。3 月以降、歳出の強制削減措置が続いており、例えば、空港の管制官が一時帰休せずに済むための予算は、9 月までの年度内は手当てされているものの、10 月以降をどうするかは決まっていない。また、債務上限問題¹は、増税と歳出の強制削減によって 9 月か 10 月頃までは新たに債務を積み増す必要性はないとみられているが、いつまでも可能ではないことも明らかである。米国の議会は 9 月第 1 週まで夏休みの予定であり、第 2 週以降はこうした財政問題について少なくとも目先の対応が必要となる。ただし、2014 年の中間選挙をにらみ、夏休み中に地元に戻った議員らの意見が先鋭化する可能性もあるだろう。共和党議員の態度が軟化しなければ、中長期的な論議の

¹ 連邦政府の債務額には議会で定める上限額があるが、すでにその金額に達していることから、連邦政府が新たな資金調達をできなくなっている問題。

みならず、短期的な財政の課題においても、合意成立のリスクが残ることになる。

5. 海外経済の鈍化

IMF が 7 月 9 日公表の “World Economic Outlook Update” で、新興国やユーロ圏の減速を主な理由として、世界経済の見通しを引き下げた。米国の金融緩和縮小が資本フローの反転につながり、世界経済をさらに減速させる可能性があることも指摘している。世界経済をけん引するような米国の輸入の増加が生じればよいが、金利上昇後の米個人消費動向はまだ十分に確認できない。海外経済の動向は金融政策変更の主な理由とはならないだろうが、9 月 5 日からロシアで開催される G20 サミットでの各国の意見にも注意したい。

FRB による資産買い入れ規模縮小開始は 12 月か

年内の FOMC の開催スケジュールは、7 月 30 日～31 日、9 月 17 日～18 日、10 月 29 日～30 日、12 月 17 日～18 日となっている。7 月 FOMC の結果発表は、推計方法が変更される 4-6 月期の GDP 公表日と同じである。まだ確認すべき経済指標の公表が十分ではなく、GDP 統計で描かれる米国経済の姿が変わる可能性も踏まえると、7 月 FOMC での政策変更の可能性は小さいだろう。

上述したように、金利上昇後の経済動向を確認する必要性に加えて、9 月以降にイベントが控えていることから、12 月 FOMC での QE3 縮小決定を見込む。特に FOMC の参加者は民需の重石となってきた財政問題の帰趨を確認したいのではないだろうか。だが、QE3 の効果を認める FOMC 参加者であっても、QE3 縮小に伴うコストには警戒しているとみられる。すでに市場参加者は QE3 縮小をある程度織り込んでいる可能性があり²、実際に買い入れ額を減らした場合の金利急騰リスクという難点が小さくなっていると言えるだろう。景気が順調に改善し、債券市場も安定するようであれば、9 月または 10 月の FOMC で QE3 縮小を決め、その後の FOMC で連続して買い入れ規模の縮小を行わない、緩やかな減額ペースとする可能性もあるだろう。

雇用環境の改善ペースは速かった？

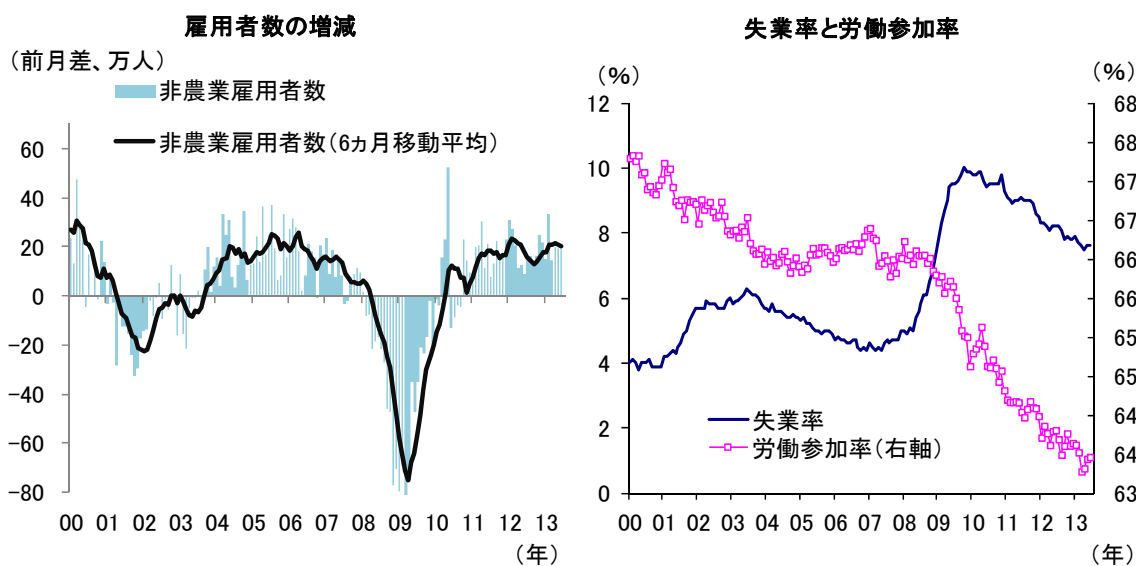
6 月の雇用統計は、雇用環境の改善ペースがこれまでの想定より速い可能性を示す内容であった。事業所調査では、非農業雇用者数の前月からの増加幅が 5 月に続いて 20 万人に迫っており（前月差 19.5 万人増）、市場予想（同 16.5 万人増）を上回った。4 月と 5 月分の上方修正もあり、2013 年に入ってからは前月差の増加幅が平均で 20.2 万人増となった。また、家計調査では、失業率が横ばいであったものの、就業者数は引き続き増加し、労働参加率も小幅ながら上昇が続

² ニューヨーク連銀のプライマリー・ディーラー調査（6 月）では、中央値では 12 月の FOMC からの QE3 縮小を、上位 25% の回答では 9 月 FOMC からの QE3 縮小を見込んでいる。また、“Blue Chip”（7 月号）によれば、民間エコノミストの 8 割が年内の QE3 縮小を見込み、その半分、すなわち全体の 4 割が 9 月 FOMC での QE3 縮小を予想している。

いた。失業者は増加したが、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³。

ただし、現状は労働市場の質的改善が始まったばかりと考えられる。経済的理由などによりパートタイム労働者数は高止まり、広義の失業率は依然として高い。労働参加率にも改善の兆しが見られるが水準は低い。こうした理由から、非農業雇用者数や失業率などのヘッドラインの数字だけで労働市場の改善と判断することはできないだろう。また、労働参加率の上昇が続けば、失業率の上昇要因となるため、短期的には失業率が低下しづらい状況が続くかもしれない。例えば、労働参加率がこれまでの低下トレンドから同程度の上昇トレンドに転じた場合、雇用者数が前月差 20 万人ずつ増え、生産年齢人口などが今般の雇用回復期の平均で推移すると仮定すると、失業率は 2013 年末で 7.5%程度、2014 年末でも 7.4%程度と足下の水準からほぼ変わらない可能性がある。労働参加率は高齢化など、低下トレンドを形成する要因があるため上昇が続くことは想定しづらいが、労働市場の質的改善に伴って上昇圧力が生じることが考えられる。ヘッドラインの数字と合わせて、質的な面にも目を配り、引き続き労働市場の本質を見極めたい。

図表 1 雇用環境の概要



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

消費・住宅市場は引き続き改善

6月の小売売上高は前月比0.4%増と3ヵ月連続で増加した。自動車関連が同1.8%増と5月からさらに増加幅が拡大したことから、自動車の需要が引き続き堅調であることが示された。また、ガソリン価格の上昇からガソリンスタンドの売上も増加した。一方で、住宅市場と関連

³ 大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平「雇用者数の改善ペースは速かった」(2013年7月8日) 参照 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130708_007400.html

が強いとみられる建材・園芸は減少した。これらの要因を除くコア小売売上高は同 0.1%増と 5 月から増加幅が縮小したものの増加が続いた。雇用・所得環境の改善によって個人消費は引き続き緩やかな改善が続いているとみられる。

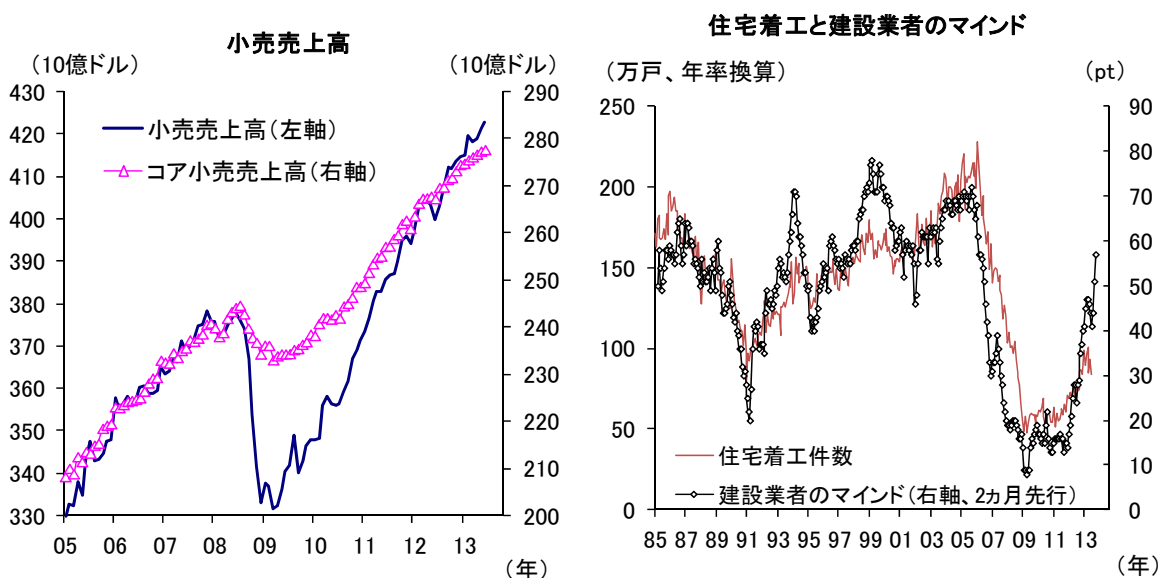
さらに、住宅価格など資産価格の上昇が消費者マインドを下支えし、個人消費の増加に寄与した可能性がある。6月のロイター／ミシガン大調査の消費者センチメントに見る消費者マインドは、5月からわずかに低下したものの、リーマン・ショック以降では高い水準を維持した。5月までの貯蓄率は3%程度と低く抑えられており、6月もこの水準が続く見込みだ。7月の消費者センチメントも高い水準を維持しており、引き続き個人消費を下支えする可能性がある。

4-6月期の個人消費を総じて見れば、緩やかな改善に留まるが、増税などの財政問題の逆風を踏まえると、雇用・所得環境の改善やバランスシート調整の進展、資産効果に支えられて堅調だったと言えるだろう。今後も底堅い推移を見込むが、金利上昇などの影響には注意したい。

住宅市場は、6月の住宅着工戸数が減少するなど一部に懸念材料が見られるものの、全体として改善が続いていると考えている。6月の住宅着工戸数は年率換算 83.6 万戸と5月の同 92.8 万戸から大幅に減少した。中身を見ると、一戸建てはわずかな減少に留まったが、集合住宅の落ち込みが全体を押し下げた。また、着工許可件数が減少した点もネガティブだ。

しかし、住宅販売は、5月まで新築、中古ともに堅調であり、住宅価格も上昇が続いている。住宅着工の下振れは供給体制が整わないことが背景で、住宅需要の鈍化に伴うものではないだろう。住宅在庫が少ないことや、資材価格の上昇が軟化しつつあるなど供給側のボトルネックが解消に向かっていることから、7月の建設業者マインドは引き続き改善した。

図表 2 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

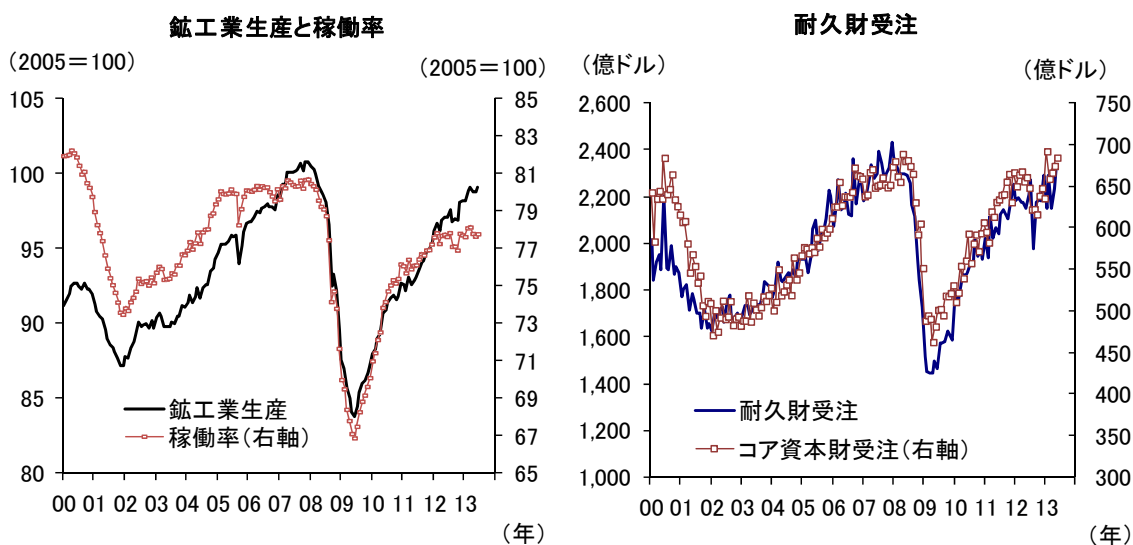
企業活動は年後半にかけて復調の兆し

企業の生産活動は足踏みが続いていたが、6月の鉱工業生産は前月比0.3%増とわずかに増加した。うち製造業も同0.3%増と増加が続いた。販売が好調な自動車関連で生産の増加が顕著であった。また、鉱業も3ヵ月連続で増加した。ただし、業種によるばらつきが見られ、全体で見ても力強い改善とは言えない。足下の企業活動は引き続き軟調と考えられる。

一方で、設備投資の先行指標と考えられる5月のコア資本財受注（航空機・国防除く）は同1.5%増と3ヵ月連続で増加した。企業は先行きの生産拡大を見越している可能性がある。また、7月17日に発表されたFRBの地区連銀景況報告（Beige Book）では製造業の活動は拡大傾向にあると判断された。これは生産の動きだけでなく、受注や出荷の増加を反映したものとみられる。企業のマインド面に目を向けると、6月のISM製造業指数が改善し、再び分岐点となる50を超えた。さらに、7月のニューヨーク連銀製造業景況感指数は9.46%ポイントと2ヵ月連続で改善し、新規受注や出荷、雇用など幅広い項目で改善がみられた。

企業の生産活動は足踏みが続き、海外経済の鈍化は懸念されるものの、内需の堅調さを背景に、年後半にかけては復調の兆しがあると言えよう。

図表3 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

経済見通しと GDP 統計の推計方法の変更

冒頭に述べたように、1-3 月期の GDP 成長率は下方修正された。2013 年最初の四半期の値が低くなったことで、2013 年の暦年の GDP の伸びを 0.1%ポイント程度下押しすることになる。大和総研では、2013 年の GDP 成長率見通しを 0.1%ポイント下方修正し、2014 年の GDP 成長率見通しを 0.1%ポイント上方修正したが、個人消費と住宅投資を中心とした民間需要の底堅さに

支えられ、緩やかな経済成長が続くというメインシナリオに変更はない。

7月31日に4-6月期GDPが公表される予定で、そのタイミングで過去分に遡って1999年以来となる大幅な改定が行われる。今回の改定では、これまで中間消費とされてきた研究開発費が設備投資に算入されるなどの変更が加えられる。BEA (Bureau of Economic Analysis: 商務省経済分析局) による事前の予想では、2007年のGDPの規模が3%程度上方修正される見込みとなっている。このうち、研究開発投資を設備投資とする影響がGDPを2%強押し上げ、実現すれば今回の改定の大部分を占める見込みである。今後は設備投資の動きが、GDP成長率へ与える影響が拡大することが想定される。GDPの水準が変更となることから、債務残高などGDP比を用いる指標は見え方が違ってくる可能性がある。前期比などの変化率がどうなるかは分からないが、「実は高(低)成長だった」となる可能性もあり、様々な予測機関の見通しも変わってくるかもしれない。

図表4 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	0.4	1.8	1.5	2.5	2.6	2.3	2.5	2.7	2.8	前年比(%)			
<前年同期比>	2.4	2.1	2.6	1.7	1.6	1.7	1.6	2.1	2.2	2.5	2.5	2.6	1.8	2.2	1.7	2.4
個人消費	2.4	1.5	1.6	1.8	2.6	1.4	3.1	2.6	2.8	2.7	2.9	3.0	2.5	1.9	2.1	2.7
設備投資	7.5	3.6	-1.8	13.2	0.4	3.6	5.6	9.0	4.5	6.4	6.2	6.1	8.6	8.0	4.4	6.1
住宅投資	20.5	8.5	13.5	17.6	14.0	11.4	12.5	12.1	10.3	9.2	8.9	8.8	-1.4	12.1	13.4	10.5
政府支出	-3.0	-0.7	3.9	-7.0	-4.8	-4.1	-3.8	-3.6	-3.5	-3.1	-2.9	-2.5	-3.1	-1.7	-3.6	-3.4
輸出	4.4	5.3	1.9	-2.8	-1.1	4.1	2.7	2.8	3.8	4.6	4.8	5.0	6.7	3.4	1.0	3.8
輸入	3.1	2.8	-0.6	-4.2	-0.4	4.3	2.5	2.9	3.2	3.3	3.4	3.5	4.8	2.4	0.5	3.2
鉱工業生産	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	0.6	2.6	3.7	4.2	4.4	4.5	4.7	3.3	3.6	2.4	3.8
消費者物価指数	2.3	1.0	2.1	2.2	1.4	0.0	1.5	1.8	2.0	2.1	2.0	2.2	3.1	2.1	1.4	1.8
失業率(%)	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	7.6	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	-458	-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	0.36	0.39	0.41	0.44	0.49	0.55	0.45	0.28	0.32	0.47
10年債利回り(期中平均、%)	2.04	1.82	1.64	1.71	1.95	2.00	2.58	2.74	2.81	2.85	2.91	2.98	2.79	1.80	2.32	2.89
国内最終需要	2.2	1.4	1.9	1.5	1.3	1.3	2.5	2.5	2.2	2.3	2.5	2.7	1.8	2.0	1.6	2.3
民間需要	3.4	1.9	1.7	3.3	2.4	2.5	3.8	3.8	3.3	3.4	3.5	3.6	3.0	2.8	2.7	3.5

(注) 網掛けは予想値。2013年7月18日時点。

(出所) 大和総研