

2013年8月20日 全9頁

# 米国経済見通し 政策の逆風が強まるか

## 近づく財政問題論議、QE3 縮小開始、FRB の人事

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]

- 4-6 月期の実質 GDP 速報値は、財政問題の逆風の割に国内の民間需要は堅調だった。当面は緩やかな自律回復の継続が想定されるが、財政問題や、金融政策の今後、FRB の議長や理事人事などは、多くが 9 月以降に結果が出る予定である。
- 議会の夏休みは 9 月第 2 週に明けると見られ、財政問題では、10 月以降の新たな会計年度の予算、歳出の強制削減への対応、債務上限問題などの議論が行われなければならない。ねじれ議会では強制削減の継続が予想されるが、個別の政策対応は必要となる。
- 7 月の FOMC では金融政策に変更はなかった。いわゆる QE3 の資産買い入れ規模縮小は 12 月開始を見込んでいるが、フォワードガイダンスの効力が十分であるかは確認できていない。市場との対話を行う次期 FRB 議長らの人事が話題となろう。
- 個人消費は雇用・所得環境の改善や資産価格の上昇によって引き続き底堅さを保ち、住宅市場の堅調さにも変わりはない。企業部門ではマインド面で改善が続き、出遅れていた製造業での回復期待が強まっている。雇用の質の改善がまだまだであるほか、先高感が強い金利動向が経済の各部門にどう影響するか、資産価格や資金調達環境を通じた経路を含め、いくつかの留意点がある。
- 財政の逆風が想定より弱いこと、住宅投資が堅調であることなどから、2014 年の GDP 成長率の見通しを引き上げた。財政支出が成長の足かせとなり、個人消費と住宅投資が経済全体を下支えするメインシナリオに変更はない。

## 景気循環と構造的なリスク要因

4-6 月期の実質 GDP 速報値は、季節調整済み前期比年率で 1.7% 増となった。増税や歳出の強制削減といった財政問題の逆風の割に個人消費や住宅投資は底堅かった。また、輸出が持ち直し、設備投資が 1-3 月期のマイナス成長からプラスに転じた。政府支出はマイナス寄与ではあるが、州・地方政府の支出がプラスに転じ、1-3 月期に比べてマイナス幅は縮小した。ただし、過去分の遡及改訂が行われた結果、2012 年の数字が上方修正されたため、2013 年の数字は小さくなりやすい点に留意が必要だ。推計方法の見直しもあって、やや幅を持ってみる必要があるが、事前の市場予想を上回ったとみられる。

今後も、個人消費は雇用・所得環境の改善や資産価格の上昇によって引き続き底堅さを保ち、堅調な住宅投資と合わせ、緩やかな自律回復の継続が想定されよう。また、企業部門ではマインド面で改善が続き、出遅れていた製造業での回復期待が強まっている。雇用の質の改善がまだまだであるほか、歴史的には低金利ながら、先高感が強い金利動向が経済の各部門にどう影響するか、資産価格や資金調達環境を通じた経路を含め、いくつかの留意点がある。

さらに、9 月以降は、政治や政策が話題になる時期となろう。財政政策では、連邦議会の夏休みが明けると 9 月第 2 週以降、10 月から始まる 2014 会計年度の予算や、連邦政府の債務上限問題などが議論されなければならない。金融政策では、いわゆる QE3（量的緩和第 3 弾）の資産買入れ規模縮小は年内開始と目され、9 月の FOMC（連邦公開市場委員会）が 17 日、18 日に開催される。さらに、今秋にはオバマ大統領がバーナンキ議長の後任議長を指名し、上院で承認に向けた公聴会などの手続きに入る見込みとなっている。

## 緊張感に欠ける財政問題

2012 会計年度まで、年間 1 兆ドル以上の財政赤字を計上してきたが、9 月までの 2013 会計年度は、増税と景気回復に伴う歳入増、歳出の強制削減によって、赤字幅が縮小する見込みである。7 月までの年度の累積財政赤字額は前年同時期よりも 4 割程度縮小しており、CBO（議会予算局）によれば、2013 会計年度の財政赤字額は 6,420 億ドルと、1 兆 870 億ドルであった 2012 会計年度から大幅に縮小することが見込まれている。大幅な財政緊縮が生じているのである。これまでは、財政の逆風にもかかわらず、緩やかであっても個人消費を中心とした自律的な回復が続いていることで、財政問題を論じる緊張感に欠け、議論が盛り上がっていないのだろう。

だが、10 月から始まる 2014 会計年度の予算や、連邦政府の債務上限問題、歳出の強制削減の影響を受ける個別政策への対応などが迫っており、時間は限られている。9 月の連邦議会は第 2 週から再開予定で、議論のために残された日数は、多数党の予定ではカレンダー上の日数より少ない。その間にこれらの対応を行わなければ、再び財政問題が市場の混乱を招き、経済への逆風が強まることになりかねない。上・下両院で多数党が異なるねじれ議会では、歳出の強制削減は継続が予想されるが、例えば、空港の管制官の一時帰休を回避する個別対応は必要となる。全体での変更がなくとも、個別政策の対応がなければ、財政の逆風は強まる可能性がある。

やや時期尚早ながら、FRBのバランスシート規模がどうなるか、という論点もある。その時の経済環境で国債の発行規模と、国債への投資需要がどうなっているか次第ではあるが、政府の資金調達（国債発行）が、企業の資金調達（借入れや社債発行）を阻害してしまうクラウディング・アウトにつながるか否かという懸念である。量的緩和政策を通じて、大規模な国債の買い手となってきたFRBが資産買い入れを停止させた後、バランスシート縮小の必要性が高まる場合に備えて、適切な財政健全化策が探られるべきである。

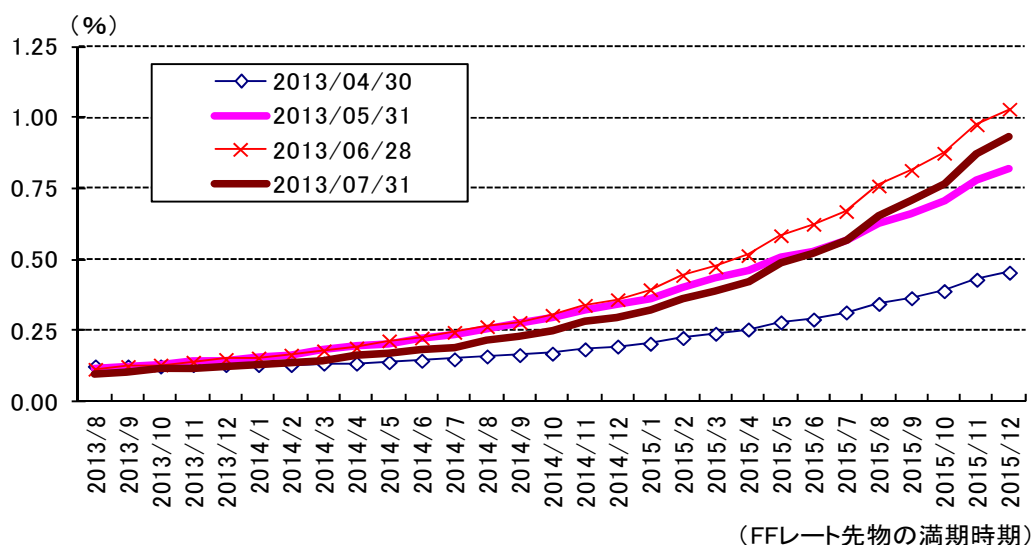
## FRBによる資産買い入れ規模縮小とその先

7月30日～31日に開催されたFOMCでは、事実上のゼロ金利政策と、MBS（住宅ローン担保証券）と米国債を買い入れるQE3の、毎月の買い入れ規模の継続が決まった<sup>1</sup>。事実上のゼロ金利政策を維持する期間と、QE3を継続する条件などにも変更はない。

バーナンキ議長は、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。この発言を受け、2013年後半からのQE3縮小開始はほぼ既定路線となった感がある。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、大和総研では12月FOMCでのQE3縮小決定を見込んでいる。

さらに、先々の利上げ時期はどうか。FF（Federal Fund）レート先物市場で、FFレートが0.25%での取引を見込む時期は、5月末、6月末時点では2014年半ばと、4月末時点の2015年前半より大幅に前倒しされていたが、7月末時点では2014年後半とやや時期が先になっている。0.50%への利上げという観点では、概ね2015年半ばが見込まれている（図表1）。

図表1 FFレート先物市場の期間構造



（出所）Bloomberg より大和総研作成

<sup>1</sup> 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 「FOMC:QE3 早期縮小観測を牽制、次の展開へ」（2013年8月1日）を参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130801\\_007498.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130801_007498.html)

問題は、QE3 縮小観測に左右されていた 5 月以降の金利上昇時期において、FF レート先物の動きは利上げ時期の見通しではなく、QE3 縮小開始時期の見通しに左右されていた感がある点だ。量的緩和 (QE) と並ぶもう一つの非伝統的政策である時間軸効果 (フォワードガイダンス) が機能しているか、という視点では、今のところフォワードガイダンスの効力もやや曖昧だと考えられるだろう。ゼロ金利政策を維持する期間は、「インフレ率 2.5%を上回らない限り、失業率が 6.5%に低下するまで」とされるものの、それらの見通しがどうか、それらの基準が利上げに踏み切るトリガーなのか、利上げの検討を始める時期なのかは、FOMC 参加者間で少し差があるとみられる。7月のバーナンキ議長による議会証言ではトリガーではないとしたが、7月のFOMC 声明文では、QE3 終了がただちに利上げに至るのではないとの言及を強めたに留まった。5 月以降の市場金利の上昇は、バーナンキ議長らの発言によって生じた面があり、QE3 終了後をにらんだ市場との対話は始まったばかりと言えるだろう。

また、今後の見通しを考える上では、バーナンキ議長の後任人事の行方も気になるところだ。報道等では、2014 年 1 月に任期が切れるバーナンキ議長は続投せず、後任はイエレン副議長とサマーズ元財務長官が最有力で、この他にコーン前 FRB 副議長らの名前が挙がっている。理事では、すでに任期が切れ、後任が決まっていないことで職務を継続していたデューク理事が 8 月末での退任を表明した。また、ラスキン理事が財務副長官候補に指名されて 10 月初めには退任し、理事の空席が 2 つになる見込みとなった。さらに、2014 年 1 月にパウエル理事が任期を迎える。当面、FRB にまつわる人事が話題となるだろう。

オバマ政権側としては 2014 年の中間選挙のため、民主党としてはさらに次期大統領選をにらみ、人選によって金融政策を通じた経済動向に影響を及ぼせる機会となっている。金融政策が政治動向に左右される余地もありそうだ。後任議長らは QE からの複雑な出口戦略、非伝統的な金融政策からの正常化に向けて、困難なかじ取りを迫られることになるだろう。

前回、7 月 30 日～31 日開催の FOMC 議事録は 8 月 21 日公表予定、また年内の FOMC の開催スケジュールは、9 月 17 日～18 日、10 月 29 日～30 日、12 月 17 日～18 日となっている。

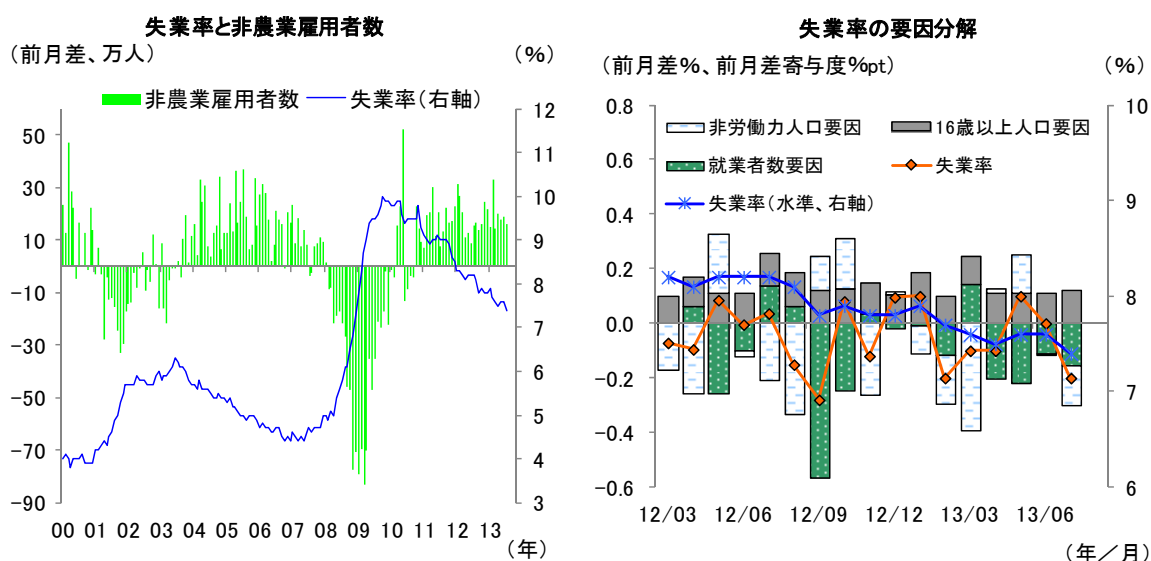
## 雇用環境は改善が続くも、質的改善は緒に就いたばかり

7 月の非農業雇用者数は前月差 16.2 万人増と増加が続いており、これまでどおり雇用環境が緩やかに改善しているという見方を変える必要はないだろう<sup>2</sup>。非農業雇用者数の前月からの増加幅が 6 月に比べて縮小、過去分も下方修正となった。しかし、6 ヶ月平均を見れば引き続き前月差 20 万人増程度となっている。財政問題による下押し圧力も限定的だとみられる。また、失業率が 6 月から 0.2%ポイント低下し、7.4%になった。労働参加率が僅かに低下したが、就業者数が引き続き増加したため、数字ほどではないにしろ失業率の低下を前向きに評価できるだろう。理由別失業者数や失業期間は、労働市場の質的改善を示唆する内容であった。

<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「失業率の低下を前向きに評価」(2013 年 8 月 5 日) を参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130805\\_007509.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130805_007509.html)

ただし、現状は労働市場の質的改善が緒に就い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、労働参加率も水準は低い。失業率の低下の割に賃金が抑制されていることから、労働市場の需給はまだ十分に引き締まったとは言えないだろう。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。緩やかな改善を見込んでいるものの、質的改善の進捗には引き続き気を配る必要があるだろう。

図表2 雇用環境の概要



(注) 失業率の要因分解の2013年1月以降は、以前とデータが連続していない。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

## 個人消費の基調は強い

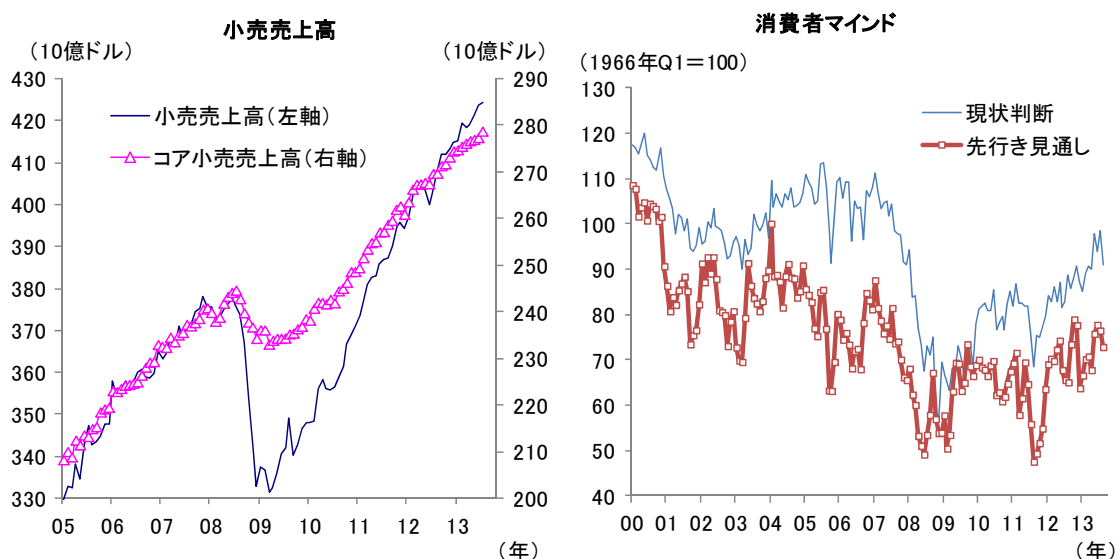
7月の小売売上高は前月比0.2%増と4ヵ月連続で増加した。食料品店やガソリンスタンド、レストランなどが押し上げに寄与した。一方で、前月の反動から自動車関連が全体を下押しし、小売売上高は6月に比べて増加幅が縮小した。また、家具・家庭用品店も住宅販売改善の一服から4ヵ月ぶりの減少に転じた。ただし、自動車やガソリンスタンド、建材・園芸を除くコア小売売上高は同0.5%増と6月(同0.1%増)から増加幅が拡大した。消費の基調は強いと判断できよう。

7月の個人消費もこれまでと同様に雇用・所得環境の改善が後押ししたとみられる。また、消費者マインドが高水準な点も個人消費を下支えしているだろう。ロイター／ミシガン大調査にみる7月の消費者マインドは、現状判断の押し上げによって2007年7月以来の高水準となった。一方で、先行き判断は6月から僅かに低下した。金融政策の資産買い入れ規模縮小をにらんだ金利上昇が先行き不透明感を増幅させているのかもしれない。

実際、同調査の8月分の速報値は、現状判断、先行き判断ともに低下した。所得の増加ペー

スの伸び悩みに加えて、金利上昇の影響が出ているのかもしれない。また、7月は株価が上昇したが、8月に入ってから低基調にあることも消費者マインドを下押ししている可能性がある。個人消費は今後も雇用・所得環境の改善によって緩やかに拡大していく見込みであるが、こうした金利、株価などの変動が懸念材料となるだろう。

図表3 小売売上高と消費者マインド



(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・園芸を除く小売売上高。

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

## 住宅市場には追い風が続く

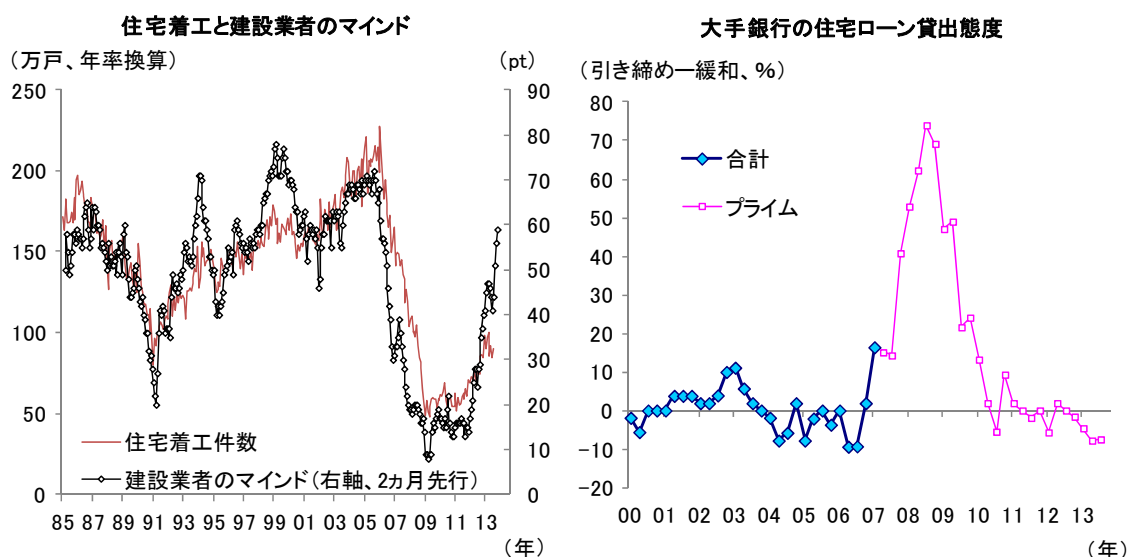
7月の住宅着工は前月比5.9%増で年率換算89.6万戸となった。一戸建ては僅かに減少したが、アパートなどの集合住宅の増加が全体を押し上げた。賃貸物件の空室率が低下していることや、一部にベビーブーマー世代が都心に移り住む動きがあるとみられ、そうしたトレンドが集合住宅の増加を後押ししているかもしれない。住宅着工許可件数も前月比2.7%増と3ヵ月ぶりの増加に転じた。販売動向に目を転じると、6月の新築住宅販売（一戸建て）は同8.3%増と3ヵ月連続で増加したものの、6月の中古住宅販売は同1.2%減と3ヵ月ぶりの減少に転じた。また、住宅価格は上昇が続いており、総じて住宅市場は改善していると判断できよう。

今後に関しても、雇用・所得環境の改善を主因に住宅市場の改善が続く見込みだ。2013年に入ってから住宅着工の減少が見られたが、これは供給側のボトルネックによる影響だろう。建設資材の価格高騰や熟練労働者の確保などの課題があったようだ。依然としてこうしたボトルネックは存在するとみられるものの、建設資材の価格上昇は落ち着きつつあり、建設業の雇用者数も増加している。加えて需要が強いことなどから住宅着工に先行するとみられる建設業者のマインドは改善が続いている。需要側に関しても、7月の大手銀行の住宅ローン貸出態度は軟化傾向にあり、資金面での目詰まりも解消に向かうとみられる。さらに、ニューヨーク連銀による6月末時点の家計債務残高は引き続き減少しており、バランスシート調整の進展が見ら

れる。また、4-6月期に新規の住宅ローンは増加傾向、住宅ローンの返済遅延率の低下が続いている。住宅市場を取り巻く環境は正常に戻りつつある。

ただし、金利上昇は懸念材料にもなるだろう。金融政策の緩和強化の可能性が低いことから、市場金利は低下よりも上昇する余地の方が大きいだろう。金利上昇を見込むのであれば、必要な資金は早期に調達した方が得策となる。金利先高感には住宅ローンなどの借入れを後押しし、住宅投資のさらなる改善につながる可能性がある。もっとも、それは借入れができる場合である。金利の上昇と金利先高感によって、銀行が返済原資となる所得との比較で与信をためらう場合もあるだろう。貸出態度が前向きになってきているとは言え、新たなローン実行の可否は、金利と賃金のそれぞれの上昇ペースの相対的な関係によって異なるかもしれない。

図表4 堅調な住宅市場



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

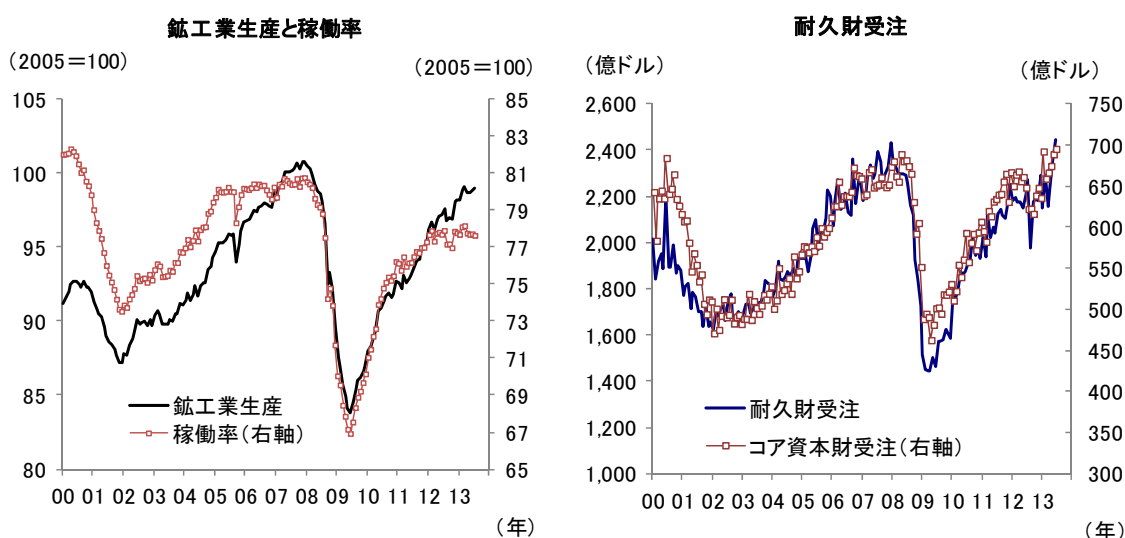
## 改善が期待される企業活動

7月の鉱工業生産は、製造業の自動車関連の生産が3ヵ月ぶりの減少に転じたことなどから前月比横ばいであった。7月の自動車販売台数が、6月から減少した影響があるかもしれない。自動車関連を除く製造業を見ても、まちまちの状況であり、依然として軟調な様相を呈している。稼働率も自動車関連が下押し、6月から低下した。個人消費や住宅投資などに比べ、製造業は出遅れている印象を受ける。海外経済の改善ペースが鈍いことが影響しているかもしれない。ただし、シェール革命で沸く鉱業は前月比2.1%増と4ヵ月連続で増加した。

一方で、設備投資の先行指標とみられる6月のコア資本財受注は前月比0.9%増と4ヵ月連続の増加となった。また、企業のマインドに目を転じると、7月のISM製造業景況感指数は6月から改善し、55.4と2ヵ月連続で企業活動の拡大・縮小の分岐点である50を上回った。設備投資の先行指標に加えて企業のマインドが続けて改善したことから、生産の拡大にも期待が持てよ

う。中身を見ると、生産や新規受注、雇用の判断などの改善がプラスに寄与した。同様に、ISM非製造業指数も6月から改善し56.0となった。雇用判断の悪化が気になりだが、事業活動や新規受注の判断は改善している。海外経済や財政問題などの懸念材料によって企業活動は決して力強さが保証されるものではない。しかし、個人消費や住宅投資など内需の拡大によって企業部門は緩やかな改善が続く見通しである。留意点としては、個人消費や住宅投資と同様に、金利上昇が設備投資をはじめ、企業活動を鈍らせる可能性が挙げられるだろう。

図表5 引き続き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

2013年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率1.7%増となり、2011年4-6月期から続くプラス成長を維持した。直前の市場予想(Bloomberg調査・中央値)の同1.0%増を上回った格好。4-6月期の実質GDP押し上げの主な要因は、個人消費、設備投資、在庫投資、住宅投資など幅広い民間部門の需要増加であった。雇用環境の改善や住宅価格の上昇などによって個人消費、住宅投資は引き続き堅調に推移した。また、企業部門は、設備投資が再び増加に転じ、在庫投資の増加が続いた。こうしたことから、4-6月期の民間部門の需要は引き続き堅調な推移であったと判断できる。個人消費、設備投資、住宅投資を足し上げた民間需要を試算すると、同2.5%増と1-3月期(同1.6%増)から伸び幅が拡大した。政府支出や純輸出は全体を押し下げたものの、民需の緩やかな自律回復が確認された。

今回の統計発表では、1999年以来となる測定基準の大幅な改定が行われた。例えば、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た<sup>3</sup>。そのた

<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「アメリカ GDP:逆風のわりには民需が堅調」(2013年8月1日)を参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130801\\_007497.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130801_007497.html)



めこれまで見てきた GDP 統計とは姿が異なり、例えば 2012 年の名目 GDP の規模が従来の GDP より 3.6%大きくなるなど大幅な変化が生じた。

また、水準だけでなく前期比年率など変化率も遡及して変更されている。直近 2 年程度に限れば、四半期の実質 GDP 成長率は 2011 年 4-6 月期から 2012 年 1-3 月期までが上方修正、2012 年 4-6 月期から 2013 年 1-3 月期までが下方修正された。ただし、2011 年 1-3 月期が下方修正されてマイナス成長となったため、暦年で見ると 2011 年は前年比 1.8%増と変わらず、2012 年が同 2.8%増と 0.6%ポイント程度上方修正された。従って、2013 年は四半期毎の成長率が同じであっても、2012 年対比での伸び率はこれまでよりも小さくなる。

4-6 月期の GDP 統計の発表と足下までの経済状況を受け、大和総研では米国経済見通しを引き上げた。財政支出が成長の足かせとなり、個人消費と住宅投資が経済全体を下支えするシナリオに変更はないが、主に政府支出と住宅投資の上方修正を行った。政府支出は 3 月からの歳出の強制削減などで経済への下押しを想定していたが、足下までの政府支出や政府部門の雇用者数の削減ペースは小幅なものに留まっている。また、住宅投資は雇用の回復ペースが想定より速いことや、金利先高感による需要促進が期待できることが上方修正の背景である。

2013 年の見通しに関しては、改定により 1-3 月期が下方修正されたことなどから前回の見通しに比べて数字が小さくなっているが（前回の弊社見通しは前年比 1.7%増）、見方は上方修正している。2014 年に関しても前回（同 2.4%増）から同 2.6%増へ引き上げた。

図表 6 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	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	1.7	2.5	2.8	2.6	2.8	2.8	3.1	1.8	2.8	1.5	2.6
< 前年同期比 >	3.3	2.8	3.1	2.0	1.3	1.4	1.4	2.0	2.4	2.6	2.7	2.8				
個人消費	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	2.6	2.7	2.8	2.7	2.9	3.0	2.5	2.2	2.0	2.7
設備投資	5.8	4.5	0.3	9.8	-4.6	4.6	5.6	8.1	4.7	6.6	6.1	7.6	7.6	7.3	3.0	6.2
住宅投資	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	13.4	13.6	13.9	13.7	12.3	11.5	10.8	0.5	12.9	14.0	13.0
政府支出	-1.4	0.3	3.5	-6.5	-4.2	-0.4	-2.1	-1.8	-1.7	-1.5	-1.2	-1.3	-3.2	-1.0	-2.3	-1.6
輸出	4.2	3.8	0.4	1.1	-1.3	5.4	2.7	2.8	3.2	3.2	3.5	3.6	7.1	3.5	1.7	3.3
輸入	0.7	2.5	0.5	-3.1	0.6	9.5	2.5	3.5	3.1	3.3	3.5	3.7	4.9	2.2	2.0	3.6
鉱工業生産	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	0.3	2.1	3.8	2.4	2.6	2.7	3.0	3.3	3.6	2.2	2.6
消費者物価指数	2.3	1.0	2.1	2.2	1.4	0.0	1.3	1.6	1.8	2.0	1.9	2.1	3.1	2.1	1.3	1.7
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	-118	-120	-122	-124	-126	-129	-131	-557	-535	-485	-510
経常収支(10億ドル)	-121	-111	-107	-102	-106	-100	-102	-104	-106	-109	-111	-113	-458	-440	-412	-439
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	0.45	0.57	0.67	0.77	0.45	0.28	0.32	0.62
10年債利回り(期中平均、%)	2.04	1.82	1.64	1.71	1.95	2.00	2.68	2.76	2.84	2.98	3.09	3.20	2.79	1.80	2.35	3.03
国内最終需要	2.9	2.0	2.2	1.4	0.5	2.0	2.4	2.8	2.6	2.7	2.8	3.1	1.8	2.4	1.6	2.7
民間需要	4.0	2.3	1.9	3.2	1.6	2.5	3.4	3.9	3.5	3.7	3.7	4.1	3.1	3.3	2.5	3.6

(注) 網掛けは予想値。2013 年 8 月 19 日時点。

(出所) 大和総研