

2013年9月19日 全9頁

# 米国経済見通し 財政政策の話題再び

底堅いが QE3 の規模を維持させた金利上昇と財政問題は懸念材料

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]

- 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。シリア情勢など議会で議論すべき課題は多いにもかかわらず、ねじれ議会の下では、課題は山積したままである。
- 金利上昇と財政問題の不透明感などを背景に、9月は金融政策に変更はなかった。資産買い入れ規模は年内に縮小されるとみられ、焦点は実質ゼロ金利を継続する期間に移りつつある。2014年の政策を決定する次期FRB議長らの人事が話題となろう。
- 量的には雇用環境の改善が緩やかに続いているものの、賃金が伸び悩むなど質的改善を伴っているわけではない。自動車販売が好調さを保ち個人消費は底堅いが、マインド低下など一抹の不安を抱える。金利上昇は懸念材料ながら住宅市場は引き続き堅調である。
- 企業マインドの改善が続き、鋳工業生産も幅広い業種で増加した。投資減税が年末に期限を迎えることや、金利の先高感から年末にかけて設備投資が増加する可能性がある。企業部門の本格回復を唱えるのは時期尚早ながら、雇用拡大につながる期待があろう。
- 4-6月期の実質GDP改定値は上方修正され、財政問題の逆風の割に国内の民間需要は堅調だったことが確認できた。財政問題の一巡後、米国経済は緩やかな回復経路を辿ると想定する。

## 景気循環と構造的なリスク要因

4-6月期の実質GDP成長率が改定され、前期比年率1.7%増から2.5%増へ上方修正された。力強い改善ではないものの、2012年末から改善ペースは速まっている。上方修正の主因は外需であり、個人消費などはほとんど改定されなかった。増税や歳出の強制削減といった財政問題の逆風の割には、個人消費や住宅投資などの国内民需は堅調であったと言えよう。雇用・所得環境は緩慢ながら改善しており、堅調な自動車販売を筆頭に、個人消費の緩やかな増加が続いている。住宅市場は住宅ローン金利の上昇懸念があるものの、引き続き堅調であった。

企業部門に関しては、8月の鉱工業生産指数で幅広い業種が増加するなど、これまで弱含んでいた企業活動に回復の兆しが見られる。本格回復と判断するには時期尚早だが、企業マインドは引き続き改善している。金利の先高感や年末に期限を迎える投資減税を睨み、設備投資の増加の可能性もある。企業活動に対する風向きが変わりつつある可能性を指摘したい。

国内の民間需要は底堅いものの、新年度予算の成立、連邦政府の債務上限額の引き上げが早急に行われなければ、財政政策が経済の下押し材料となるだろう。政府機関の閉鎖やデフォルトに陥る可能性は低いと考えられるが、不確実性の高まりが経済に悪影響を及ぼす可能性もある。こうした財政政策の不透明感などを背景に、9月17日から18日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、QE3（量的緩和第3弾）に伴う資産買い入れ規模は変更されなかった。FOMC参加者は経済指標と経済見通しに従ってQE3の縮小開始時期を決めることが再確認できたと言えよう。今年中には買い入れ規模の縮小が決定されるとみられ、金融政策の注目点はその先の利上げに移っていくだろう。2014年1月はFRB議長の任期満了に加えて、FOMC参加者が入れ替わることから、利上げについての議論は新体制になってから深まるものとみられる。当面はFRBにまつわる人事が話題となろう。

## 近づく財政問題の期限

10月1日からの2014会計年度が始まるまでに、新年度予算（若しくは暫定予算）が成立しなければ、政府閉鎖という事態を迎えるリスクがある。過去に政府閉鎖が生じたのは1995年～96年のクリントン政権時であった。連邦政府機関の閉鎖や職員の一時帰休などによって当時の政府支出は大幅な削減を余儀なくされた。政府閉鎖を迎えると社会的な混乱が生じることになるだろう。OMB（行政管理予算局）は9月17日に、連邦政府の機関に対して、政府閉鎖の可能性に備えるよう指示を出した<sup>1</sup>。

行政府が歳出権限を得たとしても、歳出に充てる資金を調達しなければならない。ルー財務長官によると、連邦政府の債務上限額を引き上げなければ、早くも10月中旬頃には連邦政府の資金が底を突く見通しである。2013年はここ数年に比べて税収が多いため、資金が底を突く時

<sup>1</sup> <http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/omb/memoranda/2013/m-13-22.pdf>

期は不透明であり、もう少し先送りできるかもしれないが、直前での駆け引きはリスクを伴うことになる。さらに、3月に始まった歳出の強制削減では、空港の管制官が一時帰休したことで、空港での混乱が起きたが、特別法で支出を認める対応がなされた。こうした特別法の期限も9月までであり、10月からは新たな対応が求められる。

しかし、現在の議会は民主党が上院の、共和党が下院の多数派を占めるねじれ議会となっており、これまでも混乱が生じてきた。今回の予算案に際しても、いわゆるオバマケア（医療保険改革）の中止や先延ばしなどを巡って両党が対立している。オバマケアに反対する共和党内でも、その対応に統一感がなく、いまだに複数のシナリオを検討している段階だ。議会はシリア情勢に対応するために夏休みを短縮したものの、シリア情勢への対応も結論に至っておらず、財政問題を含めて協議すべき課題が山積している。

歳出の強制削減や給与税減税の廃止などによって、2012年10月から始まった現在の会計年度の財政赤字額は、8月までで7,500億ドル余りと昨年の同時期より35%ほど少ない。9月17日にCBO（議会予算局）が発表した長期の財政見通し<sup>2</sup>によると、今後も、当面の財政赤字縮小が見込まれている。しかし、長期的には医療費や年金など社会保障費の増加によって、財政赤字が再び拡大する見込みである。今回、さしあたっての財政問題を暫定予算で回避したとしても、場当たり的な暫定予算を繰り返すだけでは長期的な財政の安定性を高めることはできないだろう。

## FOMC で政策変更はなく、焦点は QE3 後へ

9月17日～18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、いわゆるQE3の毎月の買い入れ規模の継続が決まった。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。QE3に伴う資産買い入れ規模の縮小が始まるという多くの市場参加者の予想に反した結果となった。最近の金利上昇を懸念し、QE3の先行きについては、経済の回復動向をもう少し確認することになる。バーナンキ議長の記者会見によると、財政政策の不透明感も考慮されたようだ。年内、10月29日～30日、または12月17日～18日に開催されるFOMCで資産買い入れ規模の縮小が決定されるとみられる。

QE3による資産買い入れが終了すると、実質ゼロに据え置かれている政策金利の引き上げが次の論点となろう。政策金利の見通しを示すフォワードガイダンス政策は、現在、インフレ率が2.5%を上回らないことを前提として、失業率が6.5%に至るまでは、実質ゼロ金利政策を維持する内容である。バーナンキ議長は、QE3後の利上げ時期について、フォワードガイダンスによる時期の明確化を議論したことを記者会見で述べている。例えば、失業率が6.5%という基準に達した後、現在は前提条件であるインフレ率を基準として用いることが可能であるとした。インフレ率が一定水準以下の場合には実質ゼロ金利を維持する、などという条件追加による修正方

<sup>2</sup> <http://www.cbo.gov/publication/44521>

法などが考えられよう。

ただし、こうしたフォワードガイダンスは言葉での約束である以上、頻繁な変更は好ましいわけではなく、変更には慎重だとみられる。2014年のFOMC参加者が相当数入れ替わることを踏まえると、フォワードガイダンスの変更は次期FRB議長らに委ねられる可能性もある。

さらに、利上げが視野に入る時期になると、どのようなペースで利上げされるかがポイントとなる。今回のFOMCから、2016年までの経済見通しが公表された。FOMC参加者の大勢見通しでは、2016年は実質GDP成長率、失業率、インフレ率は長期の見通しに近い水準が予想されている(図表1)。一方、利上げ開始時期は2015年が大勢であることは変わらないが、政策金利であるFF(Federal Fund)レートは、2016年においても2%程度を予想する意見が多く、長期見通しの4%前後を大きく下回っている。2016年は2015年よりも経済の回復ペースがやや鈍化する見通しではあるものの、長期見通しに近い経済動向と、長期見通しを下回るFFレートの予想が併存している。すなわち、利上げ開始後に急激な利上げは想定されていないことになる。ただし、FOMC参加者が変わることで、こうした見通しもまた変わってくる可能性がある。

図表1 FOMC参加者の経済見通し

		(%)				
		2013	2014	2015	2016	長期
実質GDP	今回	2.0-2.3	2.9-3.1	3.0-3.5	2.5-3.3	2.2-2.5
	6月	2.3-2.6	3.0-3.5	2.9-3.6	-	2.3-2.5
失業率	今回	7.1-7.3	6.4-6.8	5.9-6.2	5.4-5.9	5.2-5.8
	6月	7.2-7.3	6.5-6.8	5.8-6.2	-	5.2-6.0
PCE価格指数	今回	1.1-1.2	1.3-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	2.0
	6月	0.8-1.2	1.4-2.0	1.6-2.0	-	2.0
コアPCE価格指数	今回	1.2-1.3	1.5-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	-
	6月	1.2-1.3	1.5-1.8	1.7-2.0	-	-

(注1) 上位3名、下位3名を除いた数値。

(注2) 失業率は10-12月期平均、その他は10-12月期の前年同期比。

(出所) FRBより大和総研作成

報道等では、2014年1月に任期を迎えるバーナンキ議長は退任し、後任はイエレン副議長らの名前が挙がっている。有力な後任候補とされていたサマーズ元財務長官は、議会での承認が難航する可能性などを踏まえ、オバマ大統領に後任議長の選考対象から外すよう辞退を申し入れた。後任候補として有力視されるイエレン副議長が議長に就任する場合には、現行の金融政策からの大幅な路線修正の可能性は低いだろう。

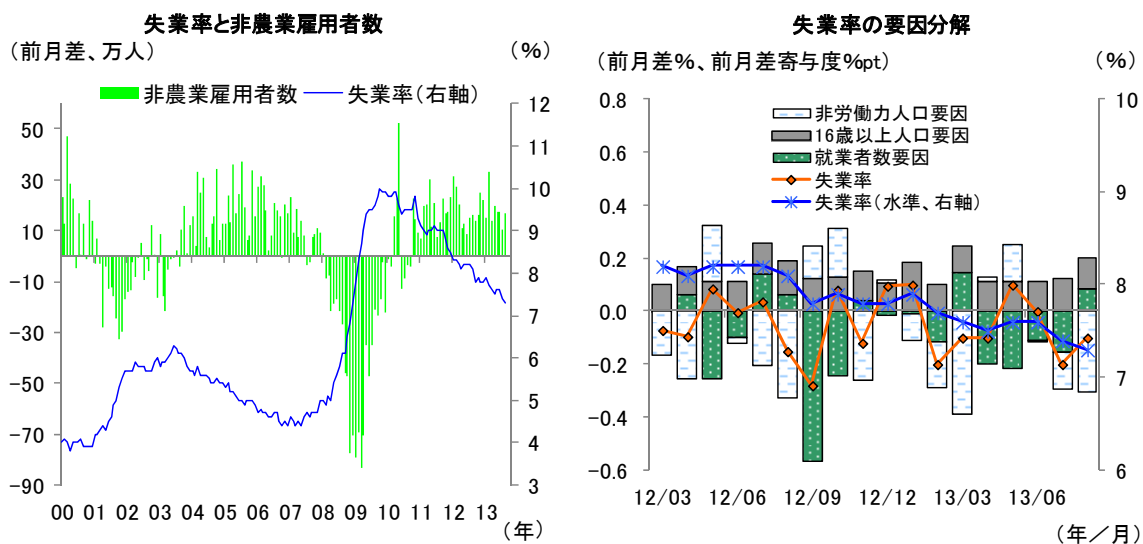
理事では、後任が決まっていないことで職務を継続していたデューク理事が8月末で退任。また、ラスキン理事が財務副長官候補に指名されて、議会の同意が得られれば10月初めには退任し、理事の空席が2つになる見込みとなった。さらに、2014年1月にパウエル理事が任期を迎え、任期は残しているもののスタイン理事の退任の可能性も取り沙汰されている。イエレン副議長が議長となる場合には、後任の副議長も必要となる。オバマ大統領がいつ議長や理事の後任候補を指名するか不明な上、承認する議会側では、シリア情勢や財政問題など喫緊の課題が多く、公聴会の開催、承認に至る時期は不透明である。

## 量的には緩やかな改善が続く雇用環境<sup>3</sup>

雇用統計の量的改善が続いているが、そのペースは鈍化しつつあるようだ。8月の非農業雇用者数は前月差16.9万人増と7月から増加幅が拡大したが、過去2ヵ月分が大幅な下方修正となり、雇用環境の見え方が若干変わった。これまで前月差20万人程度で推移してきた6ヵ月平均値は、8月の結果を含めると同16万人程度となった<sup>4</sup>。業種別に見ると、雇用者数の増加を牽引してきた民間・サービス部門が引き続き全体を押し上げた。小売業や教育・医療、レジャーなどで雇用の増加が見られた。しかし、8月にかけてサービス部門の増加ペースは鈍化しつつあり、非農業雇用者数の増加幅縮小に寄与している。製造業に関しては、販売が堅調な自動車部門を除けば前月差でマイナスが続いており、雇用の吸収力は弱いままだとみられる。

また、失業率は7.3%と7月から0.1%ポイント低下したものの、その要因は決して良いものではなかった。就職を諦めた者の増加が失業率の押し下げ要因となっただけで、就業者数は5ヵ月ぶりに減少した。背景には労働参加率の低下があり、それ以外にも会社都合の失業者の増加や失業期間が延びるなど労働市場の質的改善が進んでいない様相を呈している。もっとも、労働時間や時間当たり賃金の増加、経済的理由によるパートタイム労働者の減少など前向きに捉えられる側面もあり、雇用環境は強弱が入り混じっている。引き続き量的改善のみならず、質的改善が示されるかに注目したい。

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

## 個人消費は底堅いが先行きへの不安も

<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「雇用の量的改善は鈍化傾向か」(2013年9月9日)を参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130909\\_007665.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130909_007665.html)

<sup>4</sup> 前月差33.2万人増と大幅に増加した2013年2月が6ヵ月平均から抜けた要因が大きいですが、この影響を除いても2013年春ごろと比べて雇用の増加ペースは鈍化傾向にある。

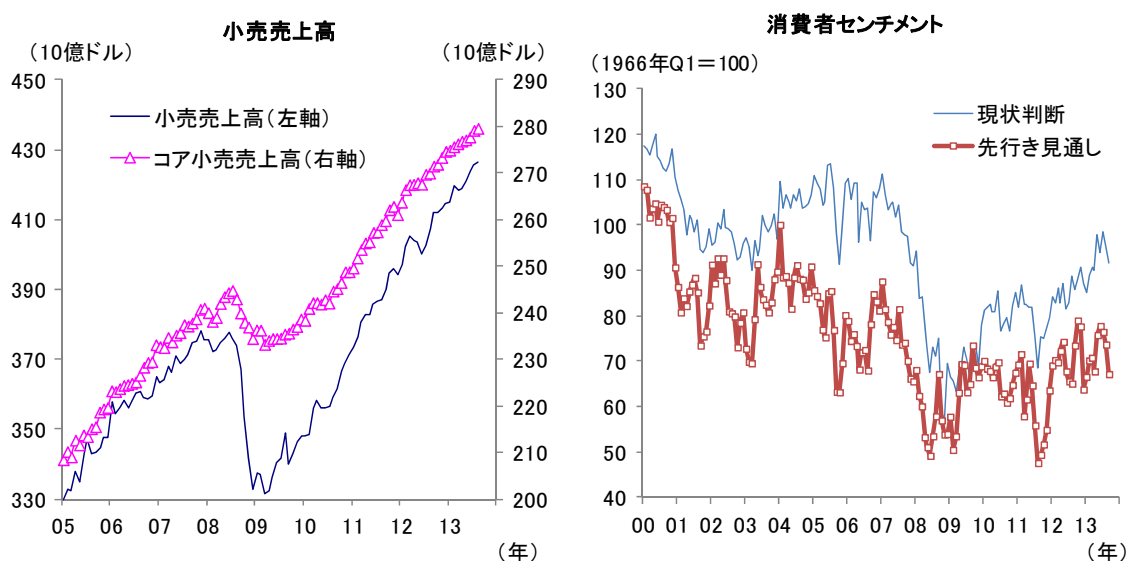
8月の小売売上高は前月比0.2%増と5ヵ月連続で増加した。自動車関連が全体を大きく押し上げた格好。他には家具・家庭用品店、飲食店、ヘルスケア関連などが押し上げに寄与した。また、自動車、ガソリンスタンド、建材・園芸を除くコア小売売上高は同0.2%増と引き続き増加した。ただし、小売売上高、コア小売売上高はともに7月から増加幅が縮小しており、個人消費の行方を懸念させる内容であった。

消費者マインドに目を転じると、8月のカンファレンスボードによる消費者信頼感指数が僅かに改善、ロイター／ミシガン大調査による消費者センチメントは低下した。どちらも現状認識での低下が目立つ。QE3縮小開始時期を巡って金融市場の変動が大きくなったことなどが影響したのかもしれない。さらに、9月のロイター／ミシガン大調査の消費者センチメントが引き続き低下した。金利上昇などに加えて、シリアへの軍事介入の可能性が高まったことなども消費者マインドを冷え込ませたとみられる。

9月のベージュブックによると、消費者は価格に敏感になっており、一般小売店よりアウトレットなどの売上が多いところもあると報告された。消費者は、所得が伸び悩む中で、これまで以上の消費拡大には慎重になっている可能性がある。9月からの学校の新学期に備えたバックトゥースクール商戦では、いくつかの地域で個人消費の拡大に寄与したと報告されたに留まり、個人消費全体を押し上げるほどの影響はなかったとみられる。

今後は、2014会計年度の予算協議や連邦政府の債務上限問題など政治的イベントを迎えるため、議会の混乱が生じれば消費者マインドのさらなる押し下げ圧力にもなるだろう。雇用・所得環境の改善ペースは緩慢なため、消費者マインド面での下押し、市場の混乱などが生じれば、年末にかけて個人消費は弱含むかもしれない。

図表3 小売売上高と消費者センチメント



(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

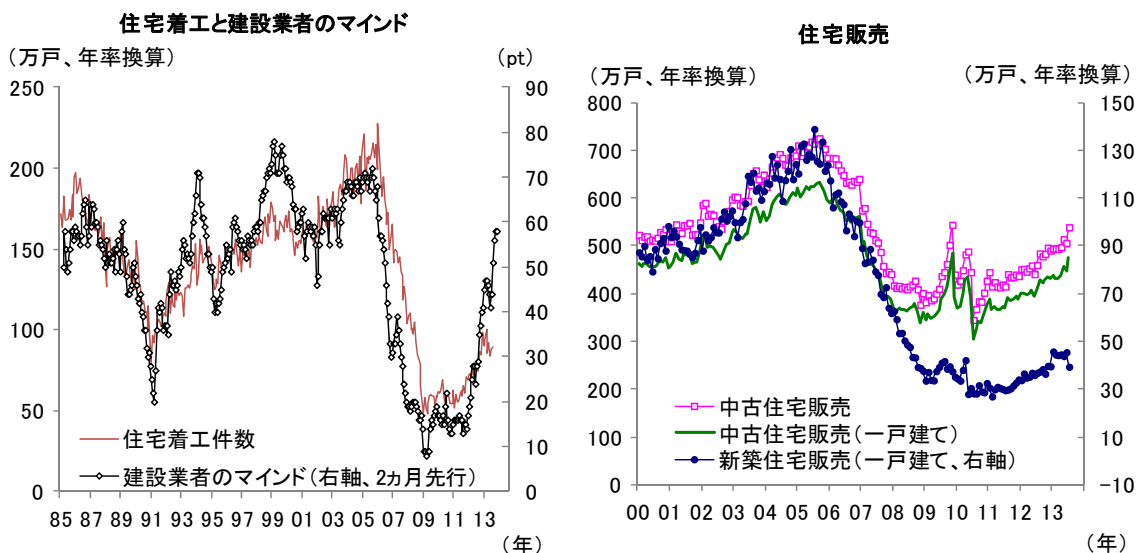
## 金利上昇懸念があるも住宅市場は引き続き堅調

7月の中古住宅販売戸数は前月比6.5%増となり、年率換算539万戸であった。一方で、7月の新築住宅販売戸数（戸建て）は同13.4%減で年率換算39.4万戸となった。9月のページブックでは、住宅価格や住宅ローン金利の上昇による駆け込み需要が住宅市場を押し上げていると報告された。また、一部の地域では、新築住宅の完成を待って住宅ローン金利のさらなる上昇のリスクを取るより、現在の金利水準で購入できる中古住宅を好む者もいると報告された。

8月の住宅着工は前月比0.9%増で年率換算89.1万戸となった。内訳を見ると、7月に大幅増となった集合住宅が減少に転じたが、戸建て住宅が増加したため、全体の着工件数が引き続き増加した。一方で、着工許可件数は同3.8%減と減少に転じた。9月のページブックで一部の地域に建設労働者や建設資材の不足が指摘されている。着工や許可件数が販売に出遅れているのは供給側のボトルネックが続いていることも要因のひとつに挙げられるだろう。

9月の建設業者のマインドが高水準だった8月から横ばいであったことから、短期的には住宅市場の改善が続くものとみられる。ただし、住宅ローン金利の上昇を懸念する声も上がっている。現在の販売動向は8月から横ばいだが、金利の先高感からか、6ヵ月先の販売見通しは8月から低下した。金利のさらなる上昇が住宅市場を下押しするかもしれない。もっとも、緩慢ながら所得は増加しており、住宅価格の上昇が買い替えを後押ししている。住宅市場の改善ペースが幾分鈍化したとしても、改善自体が腰折れする可能性は低いだろう。

図表4 堅調な住宅市場



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

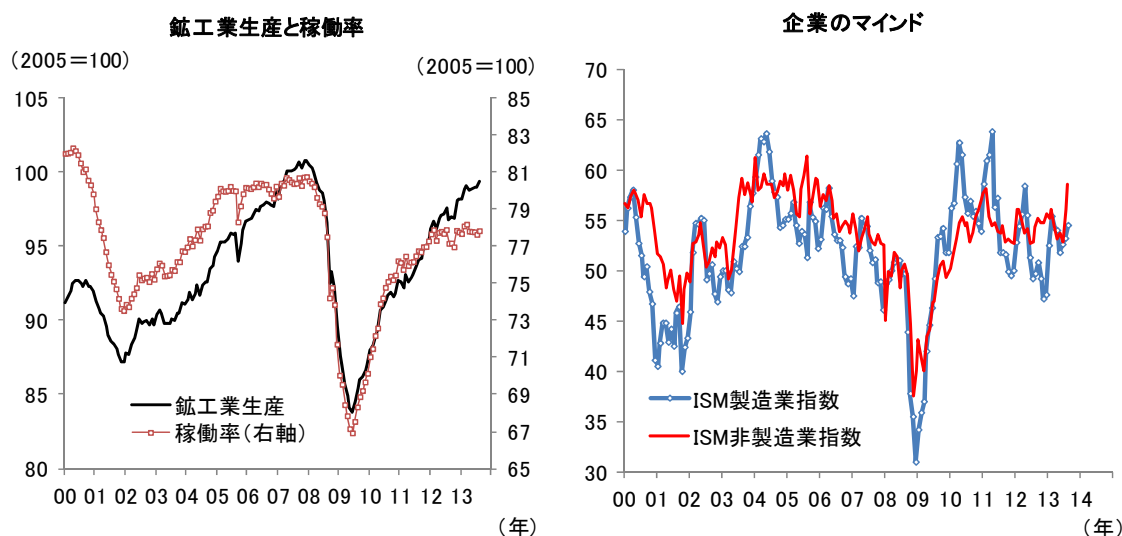
## 設備投資などは年末にかけて加速する可能性

8月の鉱工業生産は前月比0.4%増と、横ばいであった7月から増加した。鉱業が5ヵ月連続で増加したことに加えて、製造業が2ヵ月ぶりの増加に転じた。製造業を業種別に分けると、販売が好調な自動車関連の生産が大きく増加した。それ以外でもコンピューター関連など製造業の幅広い業種で増加が見られた。稼働率も7月から上昇しており、企業の生産活動は拡大したと判断できる。設備投資については、その先行指標とされる7月の国防・航空機を除くコア資本財受注は同4.0%減と減少に転じたが、4ヵ月連続で増加した後のマイナスのため、過度に悲観的に捉える必要はないだろう。

ISM指数に見る企業のマインドは、8月の製造業指数が55.7と3ヵ月連続で改善した。生産と雇用判断が悪化したが、新規受注の大幅な改善によってプラスを維持した。製造業に関して見れば、これまで改善が続いていた企業マインドのようなソフトデータに、鉱工業生産に代表されるハードデータが追いつきつつある。ハードデータの改善が続けば、雇用の吸収力が幅広い業種にもたらされるかもしれない。9月のニューヨーク連銀製造業指数は、現状判断が8月から僅かに低下したが、改善を示している。先行き見通しは8月から改善し、さらなる改善に期待が持てる。企業マインドに加え、金利の先高感や年末に失効する可能性がある投資減税を睨み、設備投資などが加速することを見込んでいる。

また、ISMの非製造業指数も2ヵ月連続で改善し、58.6と2005年12月以来の高水準になった。サービス部門の雇用者数の増加ペースが鈍化しつつあることが懸念材料であるが、企業のマインドの雇用判断は改善した。製造業と同様に企業マインドに雇用など実体が追いつくのだろうか。前述のように、雇用・所得環境の改善ペースは緩慢で、財政問題などの下振れリスクもある。個人消費を取り巻く環境は年末にかけて不透明感が高いことには留意が必要だろう。

図表5 生産と企業のマインド



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



## 経済見通し

4-6 月期の実質 GDP 成長率が改定され、改定前の前期比年率 1.7%増から 2.5%増へ上方修正された。力強い改善ではないものの、2012 年末から改善ペースは速まっている。上方修正の主因は外需であり、輸出の上方修正と輸入の下方修正によって、実質 GDP を 0.8%ポイント程度下押ししていた外需のマイナス寄与がなくなった。個人消費などはほとんど改定されず、国内経済の見方を変更する必要はないだろう。増税や歳出の強制削減といった財政問題の逆風の割には個人消費や住宅投資などの国内民需は堅調であったと言える。

見通しにおける 2013 年の成長率は、先月よりも上方修正されているが、主に 4-6 月期の GDP 統計改定に因るものであって、先行きのシナリオには変更はない。今秋の財政問題が一巡した後は、底堅い個人消費と住宅投資などを背景に、米国経済は緩やかな回復シナリオを辿ると想定する。

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	2.5	2.2	2.6	2.6	2.8	2.8	3.0	1.8	2.8	1.6	2.6
<前年同期比>	3.3	2.8	3.1	2.0	1.3	1.6	1.5	2.1	2.5	2.6	2.7	2.8				
個人消費	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	2.1	2.6	2.8	2.7	2.9	3.0	2.5	2.2	2.0	2.6
設備投資	5.8	4.5	0.3	9.8	-4.6	4.4	5.5	7.8	4.5	6.5	6.1	7.1	7.6	7.3	2.9	6.0
住宅投資	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	12.9	13.0	13.9	13.7	12.3	11.5	11.2	0.5	12.9	13.8	12.9
政府支出	-1.4	0.3	3.5	-6.5	-4.2	-0.9	-1.1	-2.1	-1.7	-1.5	-1.2	-1.3	-3.2	-1.0	-2.3	-1.5
輸出	4.2	3.8	0.4	1.1	-1.3	8.6	4.6	3.4	3.6	3.8	4.1	4.8	7.1	3.5	2.5	4.2
輸入	0.7	2.5	0.5	-3.1	0.6	7.0	3.3	3.6	3.4	3.6	3.8	4.1	4.9	2.2	1.7	3.8
鉱工業生産	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	0.7	1.7	3.8	2.4	2.6	2.7	3.0	3.3	3.6	2.3	2.6
消費者物価指数	2.3	1.0	2.1	2.2	1.4	0.0	1.9	1.6	1.8	2.0	1.9	2.1	3.1	2.1	1.4	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	-123	-118	-118	-118	-117	-117	-116	-116	-557	-535	-476	-465
経常収支(10億ドル)	-121	-111	-107	-102	-106	-99	-99	-99	-97	-97	-96	-96	-458	-440	-403	-386
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	0.37	0.40	0.46	0.58	0.68	0.78	0.45	0.28	0.33	0.63
10年債利回り(期中平均、%)	2.04	1.82	1.64	1.71	1.95	2.00	2.71	2.79	2.87	3.01	3.14	3.28	2.79	1.80	2.36	3.08
国内最終需要	2.9	2.0	2.2	1.4	0.5	1.9	2.2	2.7	2.6	2.8	2.8	3.1	1.8	2.4	1.6	2.6
民間需要	4.0	2.3	1.9	3.2	1.6	2.6	2.9	3.8	3.5	3.7	3.7	4.0	3.1	3.3	2.5	3.5

(注) 網掛けは予想値。2013 年 9 月 18 日時点。

(出所) 大和総研