

2013年12月20日 全10頁

2014年の米国経済見通し

政策不透明感の後退で安定成長ながら上ぶれ余地も

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]

- 2014年の米国経済は、政策不透明感の後退に伴い、民間部門を中心とした2%台後半の安定的な成長を見込む。政策の後押しが得られれば、企業活動が活発化し、雇用、消費、住宅の各部門の自律的な回復ペースが加速して、上ぶれする余地もあるだろう。
- 2013年の米国経済は、政治対立と金融政策の不透明感に振り回されつつも、民間部門は底堅く推移した。政治対立と金融政策の行方は共に急速に不透明感が後退した。いわゆるQE3の縮小と予算を巡る民主・共和両党の合意が成立したことである。
- 企業活動とマインドとのかい離が生じ、鈍化懸念が生じたが、年後半にかけて再び増勢に復した。そのため、雇用環境の改善が続き、緩やかに賃金上昇率も高まったことで、財政の逆風にもかかわらず個人消費も底堅く増加した。一方、住宅投資は潜在需要があるものの、年央からの金利上昇や速すぎる価格上昇ペースによって、鈍化の懸念が生じた。
- リスクは再び政策不透明感が高まることであり、11月の中間選挙に向けた政治対立が先鋭化し、政策が迷走することである。金融政策では、労働市場やインフレの動向がFOMCで示された想定を外れ、金融市場の急変動につながるような場合であろう。

2013 年の米国経済

2013 年の米国経済を一言でまとめると、政治対立と金融政策の不透明感に振り回されつつも、民間部門は底堅かった、となろうか。

年初はいわゆる「財政の崖」の回避から始まり、恒久化されたブッシュ減税などの取り扱いが解決し、部分的には先送りされ、歳出の強制一律削減が始まった。その後も、暫定予算の成立が危ぶまれたり、実際に暫定予算が成立せずに連邦政府の一部機関が閉鎖されたりする事態が起きた。連邦政府の債務上限問題も先送りが繰り返されたが、デフォルト間際まで近づいた。2012 年末に懸念された「崖」からの転落は回避されたが、民主・共和両党間の政治対立の中で問題は少なからず先送りされ、オバマ政権が目立った成果を上げることはなかった。

金融政策については、2012 年に MBS（住宅ローン担保証券）を買い入れ対象として始まったいわゆる QE3（量的緩和策第 3 弾）では、2013 年初から買い入れ対象に米国債を追加した。資産の買い入れ総額と期間を定めない政策であったことから、バーナンキ議長らが資産買い入れ規模の縮小を示唆して以降、金融政策の先行き不透明感が増した。

政府閉鎖などの財政問題や金利上昇にもかかわらず、民間部門は底堅く推移した。雇用者数は増加し、住宅市場の改善ペースは加速して、自動車の買い替えなどを中心に個人消費もそれなりに堅調だったと言えよう。企業部門では、実際の活動とマインドのかい離が生じ、年央には鈍化懸念が生じたが、年後半にかけては再び増勢に復した。そのため、雇用・所得環境の改善が続くこととなり、年後半には賃金上昇率も高まった。財政の逆風を踏まえると個人消費は底堅い増加が続いたと言えるだろう。QE3 による MBS 買い入れが金融機関に住宅ローンの実行を促し、雇用の増加が消費や住宅投資につながり、さらに雇用増につながる自律的な回復傾向を描いた。ただ、住宅投資は潜在需要があるものの、年央からの金利上昇や速すぎる価格上昇ペースによって、鈍化の懸念が生じた。

2013 年に話題となった政治対立は、12 月 10 日に上下両院の予算委員長らが合意を発表し、QE3 における資産買い入れ規模は 12 月 18 日の FOMC で縮小されることが決まった。2014 年は、政策不透明感の後退が予想されることから、民間部門の自律的な回復が勢いを増すことが期待されよう。

そのためには、楽観的ながらも慎重な姿勢だった企業活動が活発化するかがポイントとなる。企業活動を活発化させる政策はすでいくつか打ち出されているが、実施は一部にとどまっている。その他の政策課題もあることから、11 月の中間選挙をにらんで、政策課題がどう順位付けされるかが注目されよう。いわゆるオバマケアが 1 月 1 日から本格施行されるため、目下の焦点となる。次いで、1 月 15 日の暫定予算切れ以降の予算の中身、1 月下旬に予定されるオバマ大統領による一般教書演説、2 月 7 日の債務上限問題がどのように回避されるかなどが注目点となる。

政策不透明感の行方

12月17日～18日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、QE3の資産買い入れ規模を、2014年1月から縮小することが決定された¹。これまで月400億ドルであったMBSの買い入れ額は月350億ドルに、月450億ドルであった長期国債は月400億ドルに、それぞれ月50億ドルずつ減額され、合わせて月100億ドルの規模縮小となる。

今後は経済動向次第であるが、利上げについてはFOMC参加者の多数が2015年以降の利上げを想定しており、2014年中に実施される可能性は低い。資産買い入れ規模の減額ペースは、バーナンキ議長の記者会見では、2014年末には月あたりの資産購入額がゼロになる見通しを示し、2014年のFOMCは8回の開催が予定されていることから、素直に考えれば、毎回の会合で資産買い入れ規模は100億ドルずつ減少していくことが予想されよう。経済環境に急変動がなければという条件付きながら、減額ペースの見通しにある程度のメドが立っていると考えられることから、不確実性を嫌う金融市場にとって、大きなリスクにはなりにくいだろう。

それでも金融緩和が縮小方向にあることで、金利が上昇し、資金調達環境を悪化させるというシナリオはあり得るだろう。だが、今回のQE3縮小にあたって金利の上昇は今のところ限定的で、今後も金利が上昇するとしてもQE3縮小を理由としたものではなく、米国経済の回復を反映したものと想定されよう。歴史的な低金利水準を脱するほどの金利上昇でなければ、資金調達環境に与える影響はあっても軽微なものとなるだろう。むしろ、やや過熱感が指摘される資産価格上昇ペースが適度に抑制されることになって、前向きに解釈される可能性すらある。また、ボルカールールが採択され、銀行等にとって将来の収益機会が減少する可能性を踏まえると、貸出は本来業務でもあり、金利上昇で利ざやが増えることで、貸出には積極的な姿勢を維持すると考えられる。

財政問題では、民主・共和両党間の財政協議で合意が得られたことから、財政問題再燃のリスクが大幅に低減したとみられる。短期的な財政による経済への悪影響を低減するため、2014、2015会計年度における歳出の強制削減を緩和した。具体的には、2013年10月から始まった2014会計年度では、国防関連予算と非国防関連予算の上限額をそれぞれ220億ドルずつ引き上げ、2015会計年度はそれぞれ90億ドルずつ引き上げるようになった。CBO（議会予算局）の試算によれば、この緩和措置により、2014から2023会計年度の間に約620億ドルの追加的な歳出増となる。一方で、中長期的な財政再建に向けては、2021会計年度までであった義務的支出の削減を2年間延長など中長期の歳出削減の強化を図り、2023会計年度までに約850億ドルの歳出削減を行う方針となった（図表1）。

歳出の減少ペースが緩やかになり、州・地方政府の支出が増えていることを合わせると、政府支出がGDPにもたらすマイナスの寄与は限定的になることが期待される。

10月の連邦政府の一部閉鎖は、いわば大がかりな社会実験となり、少なくとも暫定予算が必

¹ 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：不透明感低下した米国の金融政策」（2013年12月19日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20131219_008036.html

要であること、債務上限問題は地味ながら大きなリスクであることなどが、政治家に理解されたのだろう。その結果、政策が迷走するとしても、政府の予算がない、資金が調達できないといった財政問題が再び大きな話題となる可能性が低下することになったのではないだろうか。予算と債務上限問題が解決したわけではないが、リスク要因としては小さくなりつつあると考えられる。政府支出の逆風にもかかわらず民間部門が底堅く回復し、結果的に財政赤字が縮小してきたことも、財政赤字削減方法を巡る対立が低下してきた要因だろう。

さらに、ボルカールールが採択され、資産バブル対策の一環となる金融規制の強化が可能になり、QE3がいつ縮小されるかわからなかったことを含めて、政策関連の不透明感は大きく低下したと言えよう。

図表 1 財政協議の合意案

(億ドル)	2014	2015	2014-2023
歳出上限引き上げ	263	216	624
歳出削減等	-31	-34	-850
差し引きした歳出額	232	182	-226

(出所) CBO より大和総研作成

雇用の質的改善が続くか

11月の雇用統計は、総じて前向きに評価できる内容であった。非農業部門雇用者数は前月差20.3万人増と、2ヵ月連続の20万人台となり、市場予想(Bloomberg調査:中央値18.5万人増)を上回った。過去分は、9月が16.3万人増から17.5万人増、10月が20.4万人増から20.0万人増へとそれぞれ修正されており、合計では0.8万人の上方修正であった。

雇用者数の増加ペースは6ヵ月平均で前月差18万人程度と、同16.9万人増であった8月から増加傾向にある。2012年末以来の2ヵ月連続の20万人台になったことから、雇用の増勢が確認できよう。中身を見ると、これまで民間・サービス部門が全体をけん引する格好であったが、足下にかけて民間・生産部門の雇用増加ペースが加速しつつある。雇用増加の裾野の広がりが見られる。

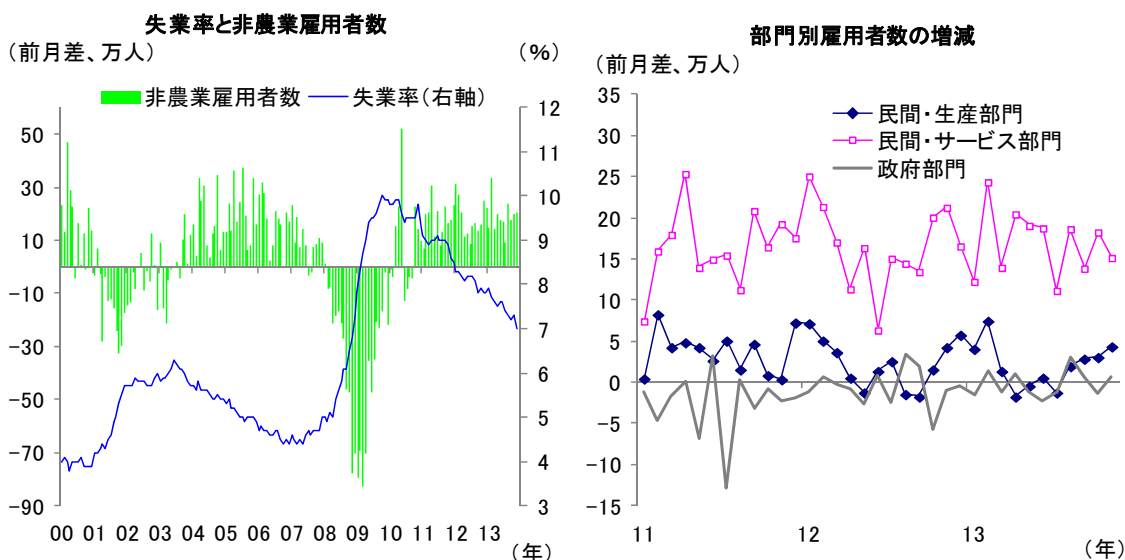
また、失業率(季節調整済み)は10月から0.3%ポイント低下して7.0%となった。10月は政府機関の一部閉鎖により統計が乱れた可能性があるため、10月との比較は参考程度にとどめたいが、失業率低下の要因はポジティブに捉えられるだろう。労働参加率は63.0%と10月の62.8%から上昇し、就職を諦めた者(非労働力人口)が同26.8万人減と失業率の押し上げ要因となった。しかし、就業者数は前月差81.8万人増と大幅に増加したため、失業率は10月から低下した。

労働時間や賃金も改善したほか、経済的理由のパートタイム労働者の減少などから広義の失業率が大幅に低下した。政府機関の一部閉鎖が生じた10月の雇用統計も、下方修正はわずかとどまったことから、財政問題の逆風を跳ね返すほど民間部門の自律的回復は力強いと指摘で

きるだろう。

2014年にかけては、底堅い個人消費などによって雇用の量的改善は続く見込みである。依然としてパートタイム労働者数や長期失業者数は高止まりしており、こうした質的改善が緩やかに続くことに期待したい。そうすれば、賃金の上昇が加速し、さらに個人消費や住宅投資など国内民需の底上げとなるだろう。

図表2 雇用環境の改善が続く



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

消費がしやすい状況に

11月の小売売上高は前月比0.7%増と8ヵ月連続で増加した。11月の自動車販売台数は季節調整済み年率換算で約1,641万台と2007年2月以来の高水準であったことから、小売売上高増加の主因は自動車販売だった。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0.6%増とこちらも増加が続いた。11月の第4木曜日とされている感謝祭(2013年は11月28日)から始まる年末商戦のスタートダッシュはまずまずと判断できよう。

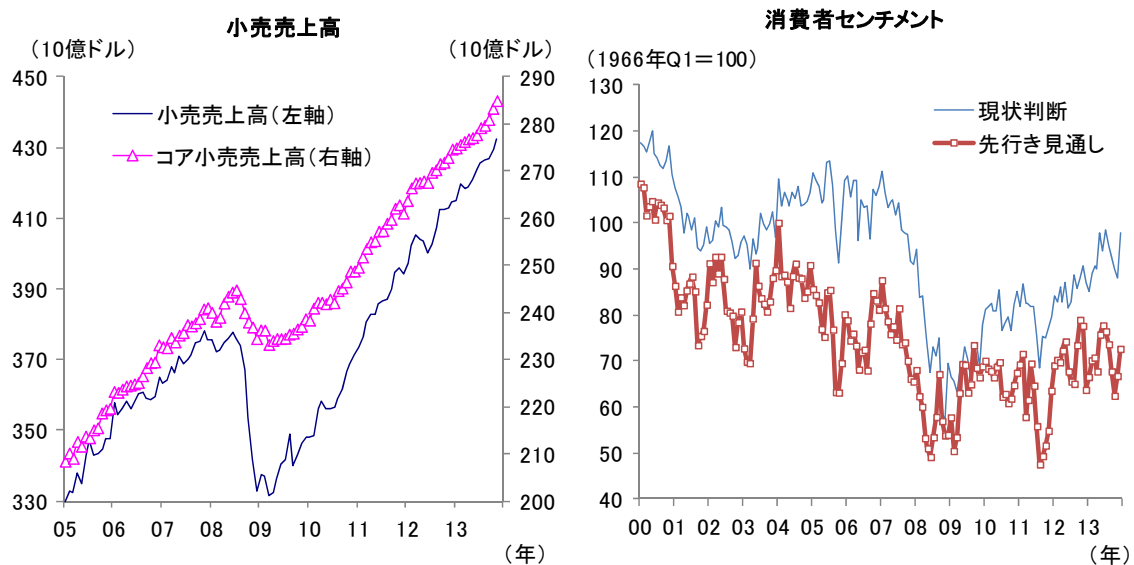
背景には、株価や住宅価格など資産価格の上昇による資産効果や、加えて財政問題が下火になってきたことによる消費者マインドの改善などが挙げられるだろう。ロイター／ミシガン大調査による12月の消費者センチメントは82.5と11月(75.1)から大幅に改善しており、12月の個人消費も底堅い可能性がある。

2014年の個人消費を占ううえで、これまで個人消費を抑制してきた家計のバランスシート調整が終盤を迎えたことは、個人消費の下支え材料たり得るだろう²。FRBの資金循環統計によると、家計の負債のおよそ7割を占める住宅ローン残高は、2013年7-9月期に小幅ながら100億

² 大和総研ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕「バランスシート調整後の米国家計」(2013年12月19日)参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20131219_008034.html

ドルあまり増加した。前期差では2008年4-6月期以降、2013年4-6月期まで残高の減少が続いていた。残高では増加したものの、可処分所得対比で見た住宅ローン残高はわずかに低下した。所得の増加を伴った負債の増加であることを示しており、1四半期分ではあるが、野放図な負債の増加ではないようだ。家計は所得の増加を理由に、個人消費や住宅投資の基となる負債を増やせる局面に差し掛かっている可能性が指摘できよう。個人消費の拡大は企業活動を通じて雇用環境の改善にもつながるため、循環的に回復が続くことが想定される。

図表3 小売売上高と消費者センチメント



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

住宅市場は持続可能なペースへ

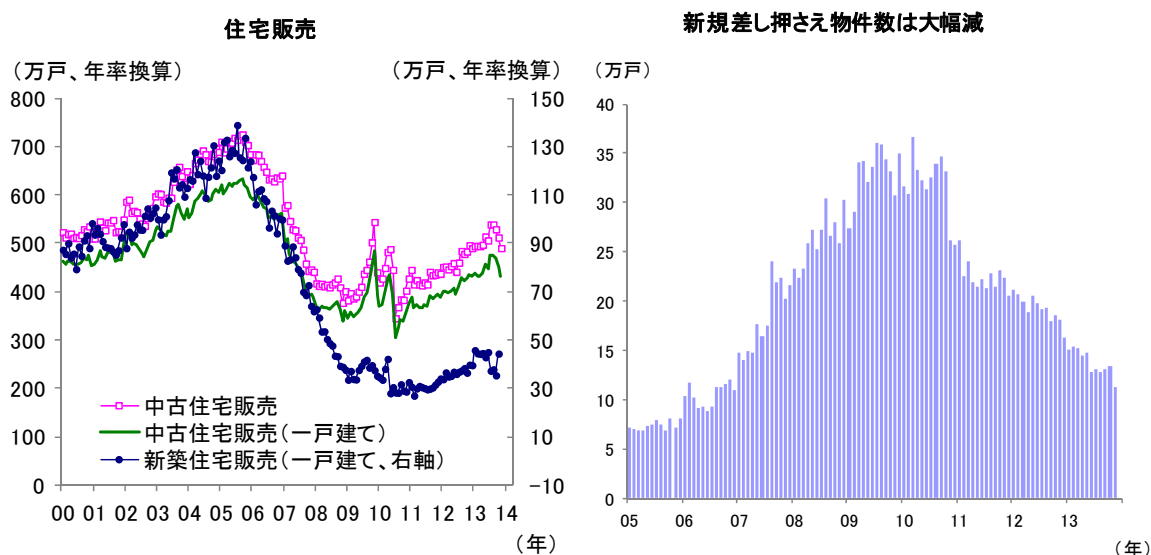
一時的に回復ペースに鈍化の懸念が生じた住宅市場は、新築住宅が回復する一方で、中古住宅は出遅れている。10月の新築住宅販売（一戸建て）は前月比25.4%増で、年率換算44.4万戸となった。新築住宅の着工は緩慢ながら増加トレンドを形成しており、新築住宅の在庫月数は水準が低いながら上昇していることから、在庫不足は解消に向かい、販売の増加につながるとみられる。

一方で、11月の中古住宅販売（一戸建て）は前月比3.8%減と4ヵ月連続で減少した。中古住宅は、これまで差し押さえ物件数の増加による強制的な住宅供給などがあったが、直近11月の新規差し押さえ物件数はサブプライムローン問題以前の水準に戻っており、追加的な住宅供給がなくなった。ほかにも、ケース・シラー住宅価格指数（20都市）は前年比で10%を超える上昇が続いているなど住宅価格の先高感から売り惜しみが生じ、供給不足を招いている可能性も指摘できよう。

現在の住宅価格はピーク時に比べて20%ほど低いが、この上昇ペースが続けば早晩価格の割安感は薄れるだろう。また、2014年からはQE3縮小が始まることや経済の拡大が続く見通しで

あることから、住宅ローン金利は上昇する見込みである。需給は緩和され、住宅価格上昇ペースが鈍化し、売り惜しみ解消へ向かうのではないだろうか。2014年の住宅市場は、過熱感が薄れる中で、持続可能な拡大ペースになることを想定している。

図表4 販売数と差し押さえ物件数



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

政策による企業活動の後押しが必要

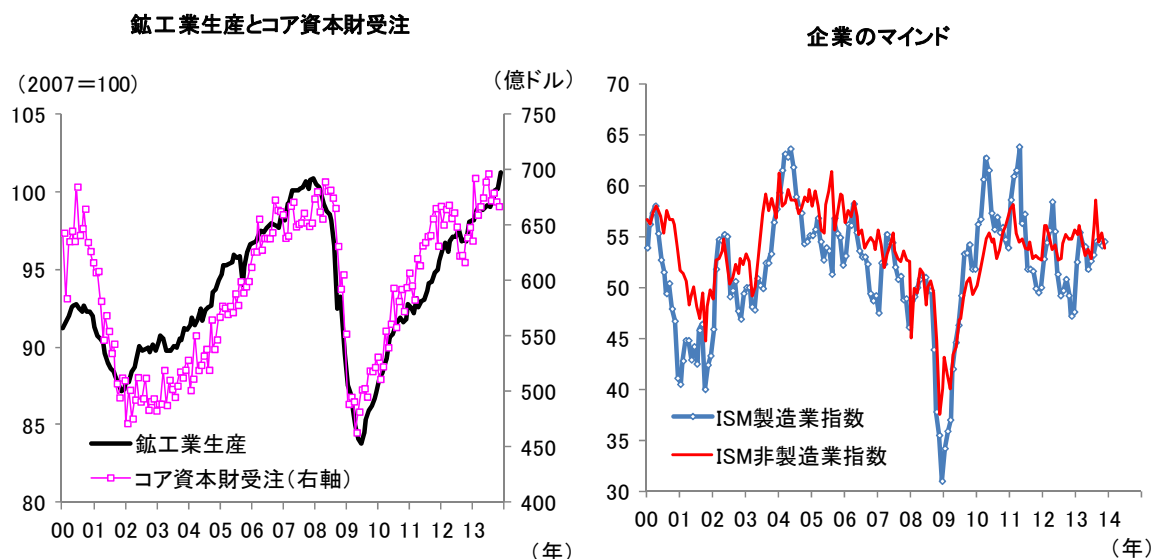
11月の鉱工業生産は前月比1.1%増と4ヵ月連続で増加して101.3となり、リーマン・ショック前のピークを上回った。11月は気温が低かったことから暖房需要が高まるなど特殊要因も含まれるが、製造業だけで見ても同0.6%増と前月から増加幅が拡大した。中でも、販売が好調な自動車関連の製造業が全体の増加に寄与した。

こうした企業活動の拡大は企業の景況感にも現れており、11月のISM製造業指数は57.3%と前月からさらに上昇した。中身を見ると、在庫判断などが低下したが、新規受注や生産活動、雇用の判断は上昇した。また、ISM製造業指数の構成系列ではない輸出判断も上昇しており、緩やかな拡大が続く内需だけでなく、海外経済の改善も米国の企業にポジティブな影響を与えている。

一方で、設備投資の先行指標である10月のコア資本財受注(国防・民間航空機を除く)は前月比0.6%減と2ヵ月連続で減少した。10月には政府閉鎖が生じるなど、財政不透明感が高まったことが、企業の投資意欲を抑制したとみられる。しかし、一時的な要因を除いても、コア資本財受注は6月をピークに減少傾向であり、潜在的な投資意欲が低下している可能性がある。10月の政府閉鎖は象徴的であったが、それ以前から「財政の崖」や歳出の強制削減、連邦政府の債務上限問題など、財政の不透明感は長らく米国経済を覆っていた。金融政策の行方がわからなかったことも影響しただろう。

今後、2013年に比べて政策不透明感は和らぐことが想定されるため、企業の投資意欲は改善へと向かうだろう。しかし、財政政策の大枠は決まったが、予算の内訳など具体的な政策はまだ決まっていない。また、ニューヨーク連銀による調査によれば、製造業は今年の初めに比べて従業員の福利厚生費に強い懸念を抱いている。端的にはオバマケアがどうなるかわからない点だとみられ、企業活動の拡大にはさらなる政策不透明感の払拭が求められよう。

図表5 企業活動は改善傾向



(注) コア資本財受注は国防・民間航空機を除く資本財受注。
(出所) FRB, Census, ISM, Haver Analytics より大和総研作成

2014年経済見通し

米国を取り巻く環境を確認すると、海外経済で決定的に問題になっている主要経済はない。財政問題に揺れた欧州経済も回復方向にあり、中東のイランやシリアにおける地学的リスクの緊張も限定的で、むしろ沈静化の方向にある。先進国の金融緩和の縮小で新興国からの資金引き揚げが警戒され、引き続き警戒を要するが、今のところは大きな問題にはなっていない。

米国内にあっては、前述のように2013年に話題となった政策不透明感は低下しつつあり、金融危機後の家計のバランスシート調整もマクロ的にはおおむね終わりつつある。内外の官民における諸々の問題が矮小化されるにつれて、中長期的にみた米国経済の優位性が際立つことが想定される。長期トレンドにおいて、人口が増加して住宅需要や耐久財消費が増え続けること、シェール革命と呼ばれる安価な天然ガスや原油生産の拡大、そして3Dプリンターに代表される先進的な製造業が存在できる環境である。

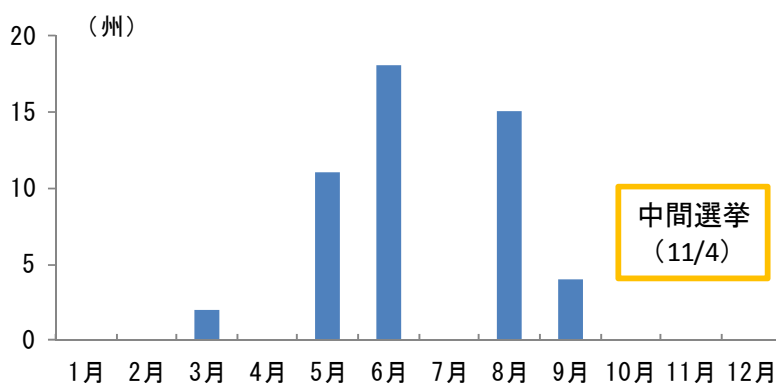
労働市場の需給が引き締まってきたことから、賃金は2013年後半にかけてようやく増加ペースが加速し、底堅い個人消費や住宅投資の原資となったとみられる。住宅投資や雇用者数は危機前の水準を回復しておらず、なお拡大の余地があると考えられる。所得の増加は個人消費や

住宅購入をさらに後押しして雇用環境を改善させ、自律的な回復ペースが加速することが期待されよう。

そのためには、設備投資、雇用の拡大、賃金の引き上げという企業活動がさらに活発化する必要がある。オバマ政権は、米国に投資を促す“SelectUSA”、TPP (Trans-Pacific Partnership) を含む FTA (Free Trade Agreement) 戦略、法人税率の引き下げなど、企業活動の活性化を図る政策を打ち出しているが、今のところ主だった成果はない。企業に積極的な姿勢が出てきた可能性をとらえた、こうした政策の実行がバランスシート調整終了後の個人消費や住宅投資の帰趨を大きく左右すると考えられる。

まずは、2014年1月1日に本格的に施行されるオバマケアがどうなるか、延期あるいは修正の可能性をはっきりさせて欲しいところだろう。さらに、11月の中間選挙をにらんだ政策の優先順位付けはどうかで、2014年の米国経済の方向性に変化が出てくることとなる。例えば、FTA戦略についてはTPA（大統領に貿易協定の議会審議を迅速に行うために与えられる貿易促進権限）がどうか、すでに上院を通過し納税者を増やすための移民法改革、法人税率引き下げを含めた税制改革などが挙げられる。まずは1月15日の暫定予算切れ以降の予算の中身であり、次いで1月下旬頃の大統領一般教書でどのような政策に注力するか注目されよう。また、時期は不明ながら、2月7日の債務上限を迎える問題がどのように回避されるか、与野党が歩み寄って譲歩するのか、共和党がなんらかの条件をつけるかどうかなどが注目点となる。現時点での予定では、3月には早くも中間選挙に向けた予備選が始まり、6月までには半分以上の州で、8月までに大部分の州で予備選が終わる。この間は、改選される議員にとって、それぞれの事情で不人気な政策は話題にしにくく、議会における論議も低調にならざるを得ない。

図表 6 2014年の下院選に向けた州別予備選実施月



(注) 予定を含む50州のみ。2013年12月6日時点。

(出所) 連邦選挙委員会より大和総研作成

底堅い米国の民間部門だが、必ずしも力強い回復を見せているわけではない。リスクになるとすれば、再び政策不透明感が高まることだろう。財政関係では、政治対立が再び先鋭化することであり、政府閉鎖とならなくとも政策の迷走として企業活動の妨げになると考えられる。金融政策では、労働市場やインフレの動向がFOMCで示された想定を外れ、金融市場の急変動につながるような場合であろう。政策効果をフォワードガイダンスという言葉で担保する以上、

想定外の事態にはフォワードガイダンスの修正が必要となり、イエレン次期議長らに委ねられることになる。

2014年の実質GDP成長率は前年比2.7%増を見込む。設備投資は投資減税終了に先立つ駆け込み需要の反動で1-3月期は増加幅が縮小するものの、内外需の拡大に伴い増勢に復するだろう。こうした企業活動を受けて、雇用・所得環境の改善により、個人消費は年後半にかけて増加ペースが加速することを見込む。住宅投資は改善が続くが、住宅建設の水準が高くなることから、増加ペースは鈍化する。政府部門は連邦政府の歳出削減が続くが、景気の拡大に伴う税収の増加によって、経済の下押し要因ではなくなるだろう。

図表7 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	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	1.1	2.5	3.6	2.4	2.2	2.8	2.7	3.0	3.1	3.2	3.2	3.3	2.8	1.8	2.7	3.1
＜前年同期比＞	1.3	1.6	1.8	2.4	2.7	2.8	2.5	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2				
個人消費	2.3	1.8	1.4	2.1	2.4	2.7	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.2	1.9	2.3	2.8
設備投資	-4.6	4.7	3.5	7.3	4.2	6.7	6.3	7.6	7.4	7.8	8.1	8.3	7.3	2.7	5.7	7.5
住宅投資	12.5	14.2	13.0	12.2	11.8	10.6	9.3	9.1	8.8	7.9	7.0	6.2	12.9	14.0	11.4	8.5
政府支出	-4.2	-0.4	0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-1.0	-1.9	-0.3	-0.2
輸出	-1.3	8.0	3.7	3.2	3.4	3.6	4.2	4.6	4.8	4.9	5.1	5.3	3.5	2.3	3.9	4.7
輸入	0.6	6.9	2.7	3.2	3.5	3.6	3.8	4.2	4.1	3.8	3.9	3.7	2.2	1.6	3.6	3.9
鉱工業生産	4.1	1.2	2.3	3.8	2.4	2.6	2.7	3.0	3.2	3.6	4.1	4.5	3.6	2.4	2.7	3.3
消費者物価指数	1.4	0.0	2.6	1.6	1.8	1.7	1.8	1.9	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1	1.5	1.7	1.9
失業率(%)	7.7	7.6	7.3	7.1	6.9	6.8	6.7	6.5	6.4	6.2	6.1	6.0	8.1	7.4	6.7	6.2
貿易収支(10億ドル)	-123	-118	-121	-121	-120	-121	-121	-121	-120	-119	-118	-116	-535	-483	-482	-474
経常収支(10億ドル)	-105	-97	-95	-95	-94	-94	-93	-93	-91	-90	-87	-84	-440	-391	-373	-352
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	0.50	0.25	0.25	0.25	0.50
2年債利回り(期中平均,%)	0.27	0.27	0.37	0.33	0.51	0.60	0.70	0.78	0.83	0.86	0.98	1.19	0.28	0.31	0.65	0.97
10年債利回り(期中平均,%)	1.95	2.00	2.71	2.75	3.03	3.19	3.35	3.52	3.71	3.91	4.15	4.36	1.80	2.35	3.27	4.03
国内最終需要	0.5	2.1	1.8	2.6	2.4	2.9	2.9	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	2.4	1.6	2.5	3.1
民間需要	1.6	2.7	2.3	3.2	3.1	3.6	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.3	2.4	3.2	3.8

(注) 網掛けは予想値。2013年12月19日時点。

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