

2014年1月21日 全10頁

# 米国経済見通し 一本調子ではない安定成長

政策不透明感は後退し、成長率上振れの期待もトップの発言に注目

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

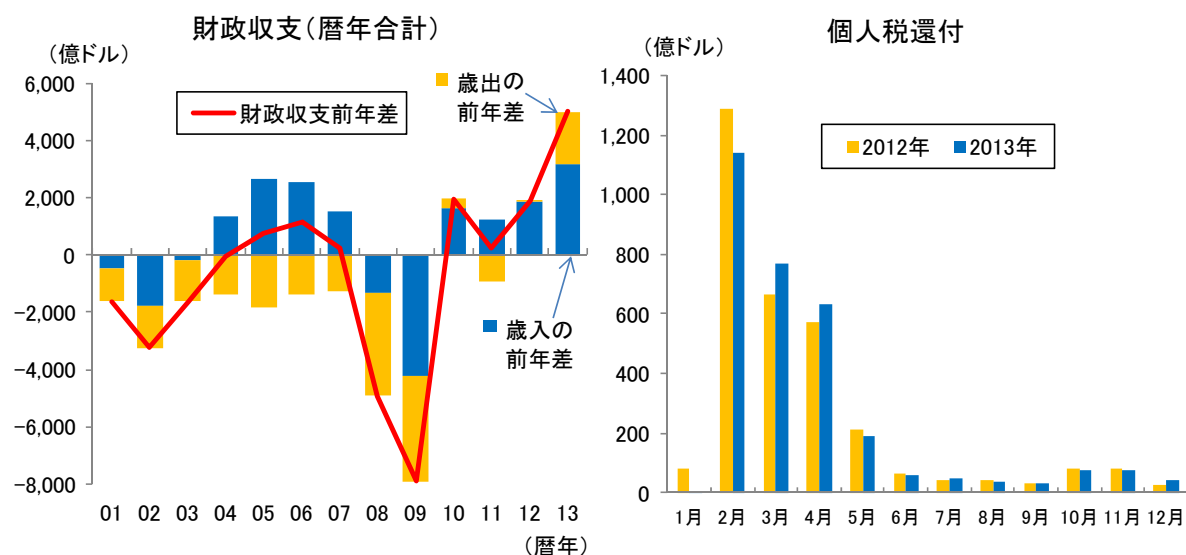
## [要約]

- 債務上限問題は残っているが、2014年度予算が成立し、財政問題は米国経済の下振れ要因としては、限定的な存在になりつつある。11月の中間選挙に向けて、オバマ大統領の一般教書演説などを通して政策方針を見極める季節になってきた。
- QE3における資産買い入れ規模が縮小され始めた。今後のQE3縮小ペースと利上げ時期、そして政策変更につながる判断基準は、イエレン次期FRB議長のほか、新たに投票権を持つ地区連銀総裁や、副議長、理事に指名された新たなメンバーの意見を確認したい。
- 悪天候によってかく乱されたものの、総じて実体経済の回復が続いたことが確認された。年末商戦は前年並みの伸び率が維持され、個人消費は引き続き堅調である。また、企業部門は生産活動の拡大に加えて設備投資動向にも改善の兆しがある。
- 2013年10-12月期の実質GDP成長率は上振れする可能性がある。上振れの背景となるシェール革命の恩恵は、今後も期待されよう。また、2014年は民間部門の自律回復が続く一方、QE3縮小過程において金融市場が過剰反応することがリスクとして挙げられる。

## 政策の方針を見極める季節へ

2014年度（2014年9月まで）の包括的な予算が成立し、緊縮財政にもかかわらず民間部門の底堅い動きが歳入の増加となって（図表1左）、長期的な財政赤字圧縮のための論議は切迫感が薄れている。残る財政関連の話題では、2月7日まで先送りされている連邦政府の債務上限問題が手当てされなければならない。過去、連邦政府の債務が上限に達した後、数ヶ月のやり繰りができていたが、例年、2月頃から税還付が集中する時期であるため（図表1右）、2月から3月初めにかけて、やり繰りの限界が来るとされる。債務上限問題をクリアすれば、当面の財政問題の不透明感は大幅に後退することになる。

図表1 歳入の増加とこれまでの個人向け税還付



(出所) U. S. Treasury, Haver Analytics より大和総研作成

財政問題が小さくなり、今後は11月の中間選挙に向けて、実績作りに向けた民主・共和両党の動きが活発化していくと予想されよう。

2期目の1年を終えたオバマ大統領に目立った実績はなく、本格的にスタートしたオバマケア（医療保険制度改革）の成功は、中間選挙に向けた実績作りとして必達目標と言えるだろう。2013年10月から12月にかけて、保険取引所を経由して215万人が新たに保険に加入したことが中間報告として発表された<sup>1</sup>。オバマ政権は、2014年3月末までに、保険取引所を通じて700万人が保険加入者となる目標を立てていたが、今のところ、この目標は大きく下回っている。また、加入者のうち、若年層の比率が想定よりも低く、若年層の比率が高まらなければ保険の採算が取れず、保険料が上昇して制度自体の安定性が揺らぐことにもなりかねない。もっとも、ウェブサイトの技術上の問題が改善された12月は加入者数が大幅に増加し、医療保険に未加入のままだと罰金を取られることから、3月までに加入者は大きく増加すると期待されている。

この他の政策については、1月28日にオバマ大統領による一般教書演説が行われる予定であ

<sup>1</sup> <http://www.hhs.gov/news/press/2014pres/01/20140113a.html>

り、今後の政策とその順位付けが注目される。移民法改正、法人税率の引き下げを含む税制改革、TPP (Trans-Pacific Partnership) を含む FTA (Free Trade Agreement) の推進、教育問題などが考えられるが、最近のオバマ大統領の発言からは、貧富の格差問題あるいは中間層の復活を強調する可能性がある。過去の大統領選などで、現職の実績の判断材料として雇用環境が重視されていたことを踏まえると、多くの政策は中間層の雇用創出を念頭に置いたものとなるだろう。民間部門の自律的な回復が勢いを増すような、政策の後押しが期待されよう。

ただし、オバマケアが成立した 2010 年の中間選挙では民主党が敗北した。仮にオバマケアの技術上の問題が解決したとしても、およそ 4,900 万人とされる無保険者が保険に加入するためには、低所得者向けのメディケイドの拡大と保険加入のための補助金は、政府からの支出で賄われる。こうした恩恵を受けない中間層では、医療費や保険料の上昇を通じて負担が増える可能性は高く、オバマケアそのものへの反対が減るとは限らない。それゆえに中間層の所得が増えるかどうかが焦点となる。

## 金融政策の先行きは新たなメンバーの意見を確認したい

必ずしも所得の伸びが十分とは言えない中で、消費が底堅く推移してきた理由として、緩やかな雇用者数の増加という労働市場の量的拡大と、資産価格の上昇が挙げられる。資産価格の上昇は家計のバランスシート調整を進めた。その背景の一つは、いわゆる QE3 (量的緩和第 3 弾) を実施した金融政策だろう。

2013 年 12 月の FOMC (連邦公開市場委員会) では、MBS (住宅ローン担保証券) と長期国債の資産買い入れ規模について、それぞれ月 50 億ドルずつ減額し、MBS は月 350 億ドルに、長期国債は月 400 億ドルに減額して、合わせて月 100 億ドルの規模縮小が決まった。1 月 29 日~30 日に開催される予定の FOMC では、資産買い入れ規模をさらに縮小するのか、縮小するのであればどの程度の規模の縮小となるかが注目される。

後述するように米国経済は緩やかな回復ペースを維持し、FRB が公表した 1 月のベージュブック (地区連銀景況報告) では、経済全般の評価がやや上方修正されている。天候要因などもあって一本調子の回復ではないが、成長率は上振れする可能性があり、1 月の FOMC では、前回会合に引き続き資産買い入れ規模は 100 億ドル縮小されるだろう。2014 年中の資産買い入れの終了を念頭に置くのであれば、FOMC メンバーの経済見通しが大きく変わることがない限り、同程度の規模縮小を続けるだろう。留保条件が付いても、政策の先行きがある程度予想されることから、金融市場が織り込みやすく、金利急騰などを避けることにもつながると考えられる。ただし、1 月の FOMC は輪番で 2014 年に投票権を得た地区連銀総裁らの発言も注目されることになるだろう。

緊急失業保険給付が失効したことから、後述するように失業率が急低下し、利上げ時期を巡る 6.5% という失業率に関する基準が達成されてしまう可能性がある。12 月 FOMC の声明文で、「インフレ率が 2% を下回る予想の下では、失業率が 6.5% を下回ってしばらくの間は FF レート

誘導目標を現在のレンジ（実質ゼロ）で据え置く」旨が明記された。1月分の雇用統計で失業率が大幅に低下したとしても、「しばらくの間」という文言の追加によって、利上げ観測は台頭しにくい。

それでも、早ければ3月のFOMCで、何らかの変更あるいは変更の方針を迫られる可能性がある。3月のFOMCはイエレン次期FRB議長にとって、議長として最初のFOMCである。副議長には、スタンレー・フィッシャー前イスラエル銀行（中央銀行）総裁が、空席の理事ポストにはブレインード前財務次官が指名された（1月末で任期を迎えるパウエル理事は再指名）。3月の会合開催までに上院での承認が間に合うかどうかかわからないが、新メンバーでの議論が行われる見込みである。前回FOMCの議事録では、インフレ率がFOMC参加者の目標を下回り続けていることへの懸念や、定性的な指針を提供するべきであるとの意見が述べられていたが、2014年は参加者も投票権者も変わっていることを踏まえると、金融政策を見通すためには、新しいFOMCメンバーの新たな情報が求められる。

1月のFOMCで新たに投票権を得た地区連銀総裁らの意見を確認した上で、資産買い入れ規模の縮小ペースに目安ができることになろう。3月のFOMCはまだ先であるが、新たなFOMCメンバーが間に合えば、増えたメンバーの意見を確認した上で、利上げに向けた方向性が見えてくることになるだろう。人事に基づく一時的な不透明感が払拭され、政策の先行きがより明確に展望できると想定される。

## 雇用環境は悪天候により改善ペースが鈍化

2013年12月の非農業部門雇用者数は前月差7.4万人増と、前月まで2ヵ月連続の20万人台であった増加ペースから大幅に鈍化し、市場予想（Bloomberg調査：中央値19.7万人増）を下回った。過去分は、10月が同20.0万人増と変わらず、11月が同20.3万人増から同24.1万人増へと修正されており、合計では3.8万人の上方修正であった。過去分の上方修正があり、吹雪など悪天候の影響があったとは言え、雇用の増加ペースが鈍化したことに変わりはないだろう。

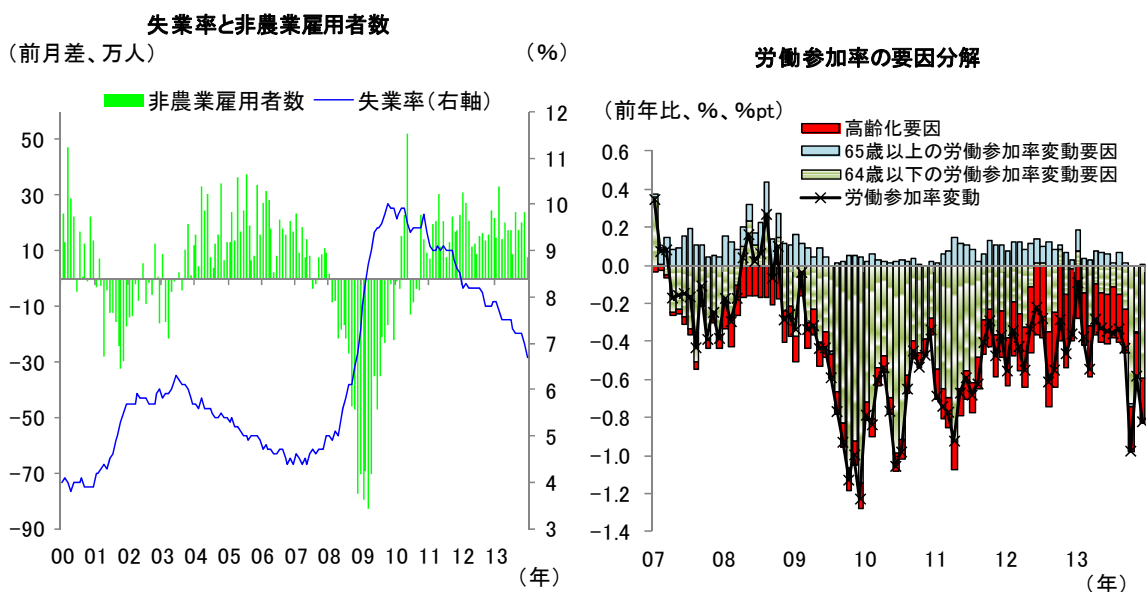
失業率（季節調整済み）は11月から0.3%ポイント低下して6.7%となった。労働参加率が62.8%と11月から低下し、就職を諦めた者（非労働力人口）が前月差52.5万人増と失業率の押し下げ要因となった。就業者数は同14.3万人増と増加したことから、前向きに評価できる部分もあるが、失業率の低下を割り引いて見る必要があるだろう。

労働参加率の低下は雇用環境の悪化により職探しを諦める者の増加のほかに、高齢化の影響も考えられる。雇用環境の悪化を理由とする労働参加率の低下は、雇用環境の改善が続けば上昇に転じる可能性があるが、高齢化は構造的に労働参加率の低下要因となるだろう。労働参加率の変動要因を64歳以下の労働参加率変動と65歳以上の労働参加率変動、高齢化の3つに分けて見てみると、2012年頃から高齢化要因による労働参加率の押し下げが目立つようになった。やはり高齢化は足下の労働参加率の低下に影響しているとみられる。しかし、64歳以下の労働

参加率も低下していることから、雇用環境の改善は十分ではないと捉えることもできるだろう。

12月末で緊急失業保険給付が失効したことを受け、2014年1月の失業率がかく乱される可能性がある。失業保険を得ていた者が職探しを辞めると、雇用統計の分類では失業者から非労働力人口に移るため、失業率の低下要因となる。現在、議会では失業保険給付の延長を巡って議論されており、依然としてどうなるかはわからないため、必ずしも職探しを辞めるとも限らない。仮に、CEA（大統領経済諮問委員会）が発表した約130万人の緊急失業保険受給者が全員就職を諦めるとすると、失業率は0.8%ポイント程度低下する可能性がある。また、1月にも大寒波が訪れており、1月分の雇用統計はこうしたノイズが入るとみられる。

図表2 労働参加率低下による失業率の大幅低下



(注) 高齢化要因は、16歳以上人口に占める65歳以上の割合の変化分。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

## 年末商戦はまずまずの結果

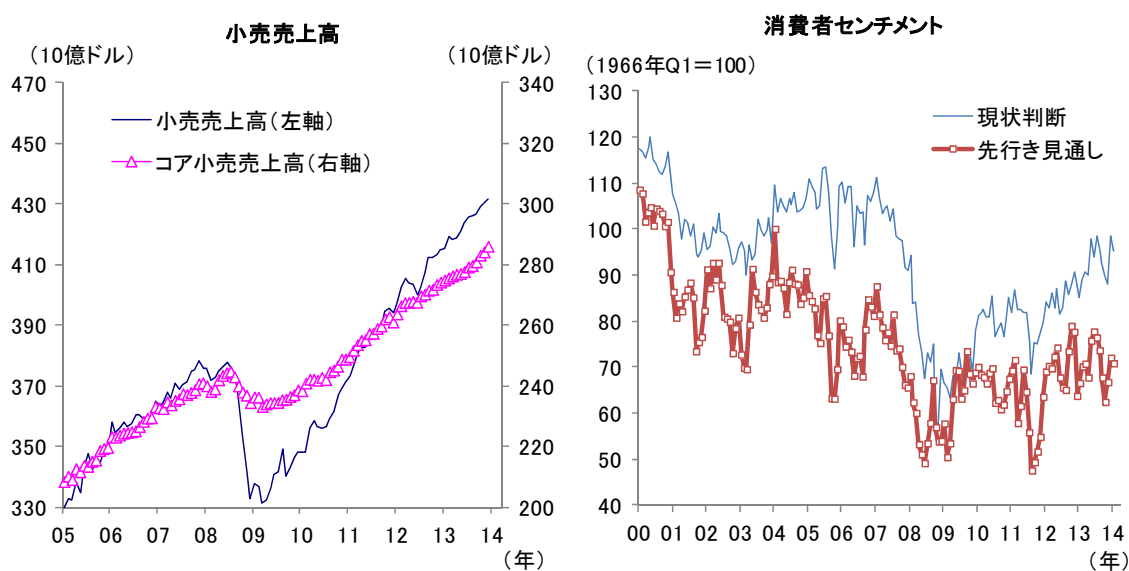
12月の小売売上高は前月比0.2%増と9ヵ月連続で増加した。自動車販売台数が年率換算1,540万台と11月の同1,641万台から大幅に減少したことから自動車関連の売上高が大幅に落ち込み、全体では11月(同0.4%増)から伸び率が低下した。自動車やガソリンスタンド、建材・園芸を除くコア小売売上高は同0.7%増と、11月(同0.4%増)から伸び率が加速しており、消費の基調は改善が続いている。12月は年末商戦の時期にあたり、影響があるとみられる業種では、スポーツ用品店やデパートで売上高が減少したものの、衣料品店やオンライン販売を含む無店舗小売では売上高が増加した。

NRF(全米小売業協会)によれば、自動車、ガソリンスタンド、飲食店を除く小売売上高は前年比4.6%増で、年末商戦期間である11月と12月は同3.8%増と2012年の同3.5%増を上回った。特に、オンライン販売を含む無店舗小売は同9.3%増と他の業種に比べても高い伸びを示し

た。年末商戦はまずまずの結果であったとみられる。

消費の改善が続く背景には、株価や住宅価格など資産価格の上昇による資産効果、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月の現状と先行き見通しに関する消費者センチメントは82.5と11月(75.1)から大幅に改善した。1月は寒波による影響が消費者マインドを下押しした可能性があり、80.4と12月から低下したが、依然として高水準である。小売売上高には表れないが、ページブックによれば、レジャーなどは悪天候の影響により下押しされたところもあるが、一部に観光需要の高まりが報告された。消費者マインドの改善が消費に結びついているとみられる。

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やガソリンスタンド、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

## 住宅市場は一時的に弱含むも持続可能な拡大ペースへ

住宅市場は、11月の新築住宅販売(一戸建て)が前月比2.1%減と、大幅に増加した10月から再び減少に転じた。また、中古住宅販売(一戸建て)は同3.8%減と4ヵ月連続の減少となった。緩やかながら雇用・所得環境の改善は続いており、住宅価格はピーク時に比べて20%ほど低く、住宅ローン金利も依然として歴史的には低水準にある。それにもかかわらず販売が不調な要因として、在庫不足が考えられる。

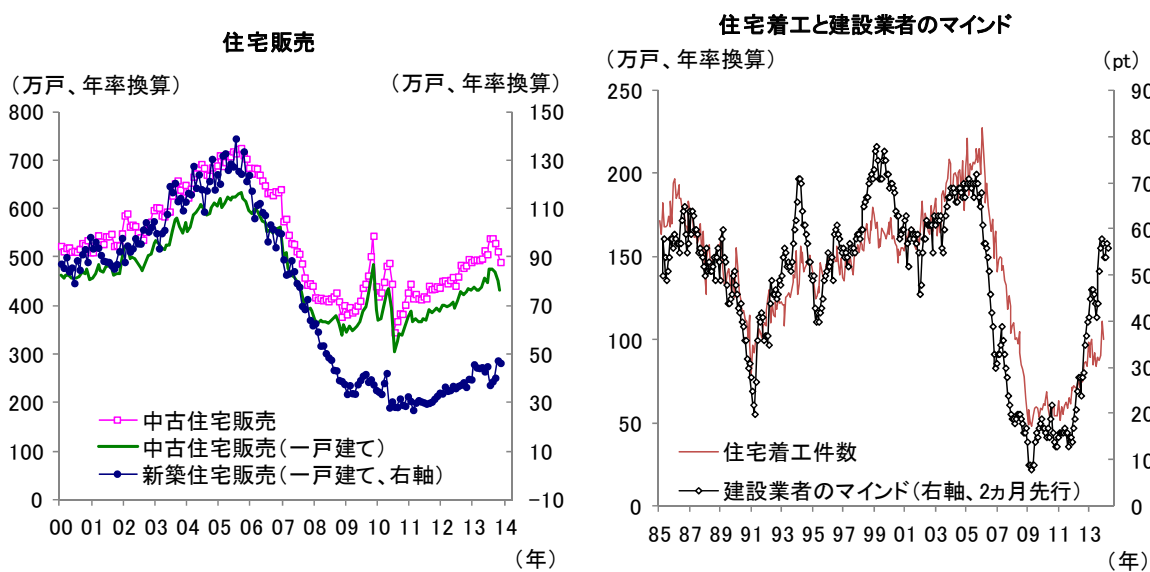
新築、中古ともに在庫月数は低水準にあり、供給が追い付いていない可能性が指摘できるだろう。しかし、新築住宅に関しては12月の新築着工件数が同9.8%減と、大幅に増加した11月からの反動で減少したが、年率換算100万戸程度と10月までと比べて高い水準にある。減少の要因には、寒波により建設作業が進まなかった可能性も挙げられる。また、NAHB(全米住宅建

設業協会)による2014年1月の建設業者の景況感は前月からわずかに低下したものの、高水準を維持している。新築住宅の供給は今後増える見込みである。

中古住宅に関しては、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、12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。

しかし、住宅価格は早いペースで上昇しており、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、QE3縮小が始まった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。これまで住宅需要を喚起してきた価格や金利の水準が高くなれば、住宅市場の需給は緩和され、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 住宅販売は弱含むも新築着工は増加傾向



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

## 企業活動は拡大が続き、先行き見通しも明るくなり始めたか

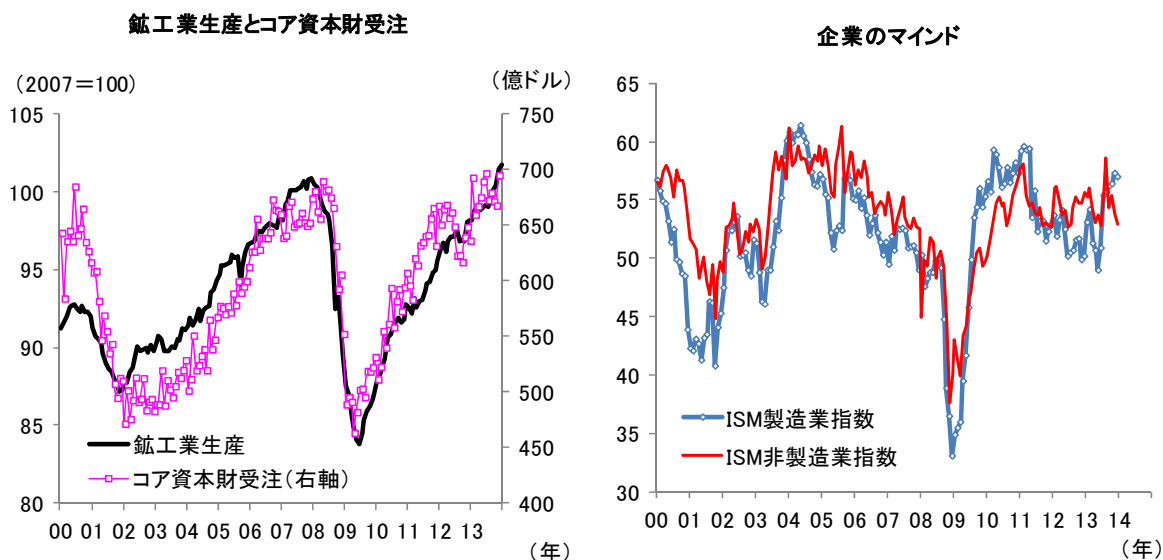
12月の鉱工業生産は前月比0.3%増と、5ヵ月連続で増加した。そのうち、製造業は同0.4%増と、全体と同様に5ヵ月連続で増加した。内訳を見ると、食料品や自動車、化学製品などの業種が全体を押し上げた。実際の企業活動は拡大傾向にあるが、企業の景況感を測るISM製造業指数は前月からわずかに低下し、7ヵ月ぶりの下落に転じた。しかし、低下の要因は在庫判断の低下であり、新規受注や雇用判断は上昇した。さらに2014年1月のニューヨーク連銀の製造業景況感指数では在庫判断が前月から大幅に改善し、業況判断の改善が見られた。他にもフィ

ラデルフィア連銀の景況感調査も改善するなど、2014年1月にかけて景況感の改善基調に変化はないと考えられる。

11月の耐久財受注は前月比3.4%増、設備投資の先行指標であるコア資本財受注（国防・民間航空機を除く）は同4.1%増とそれぞれ増加に転じた。2013年後半にかけては、財政問題による先行き不透明感から企業の投資意欲が抑えられてきたが、2013年末に投資減税が失効することを見込んで、駆け込み需要が生まれた可能性が指摘できるだろう。

2014年前半は、駆け込み需要の反動から設備投資の増加ペースは鈍る可能性があるものの、短期的な財政問題は収束しつつあり、QE3の縮小が始まったことで金融政策の不透明感も一部拭かれた。2014年11月には中間選挙があるが、2013年10月の政府閉鎖のような状況にはならないと考えられる。ベージュブックによれば、大部分の地区で、製造業の売上増加と明るい見通しが報告された。実際の企業活動の拡大が続いており、先行き不透明感が低減しつつあることから、設備投資は緩やかな増加が続くと見込んでいる。

図表5 企業活動は拡大傾向



(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

## 経済見通し

2013年7-9月期の実質GDP成長率の確報値は、前期比年率4.1%増と、改定値の同3.6%増から0.5%ポイント上方修正された。中身を見ると、住宅投資や輸入が下方修正されたが、個人消費や設備投資、輸出などが上方修正された。

10-12月期のGDP成長率は、政府閉鎖など財政問題の影響を受けるとみられており、Blue Chip (2014年1月号) では前期比年率2.4%成長がコンセンサス予想となっている。だが、貿易赤字

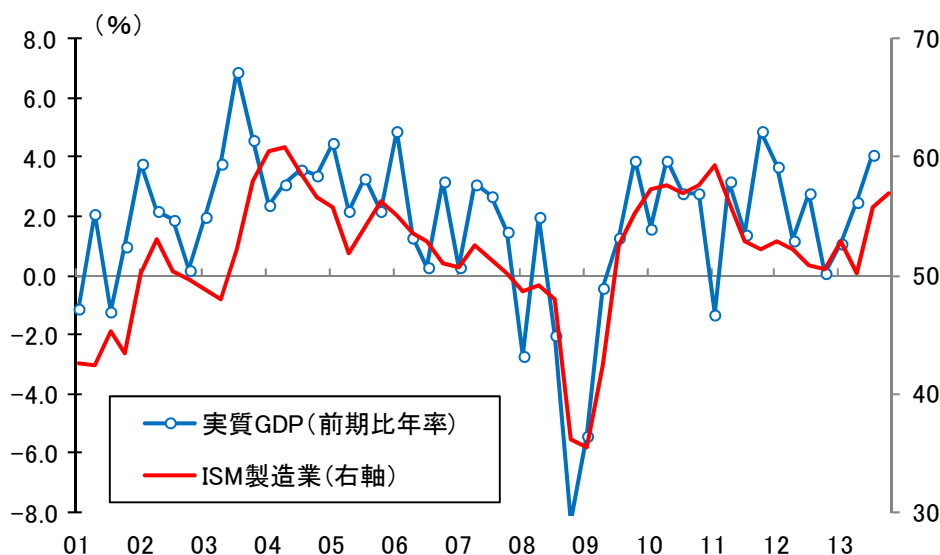


の縮小を要因として、さらに上振れする可能性がある<sup>2</sup>。実質ベースでの財の貿易収支は、2013年10月と11月でそれぞれ前月から赤字幅が縮小した。10-12月期の純輸出は実質GDP成長率の押し上げ要因となる可能性がある。

背景にはいわゆる「シェール革命」があり、貿易収支赤字の大きな要因であるエネルギー関連の赤字が縮小傾向にある。これまで純輸出はGDPの押し下げ要因であることが多かったが、エネルギー生産の拡大とエネルギー輸入の減少に伴い、今後はGDPを抑える可能性は小さく、むしろ押し上げ要因になることが予想される。

また、実質GDPと連動性が高いことで知られ、注目されるISM製造業指数は高水準で推移している。振れが大きく目安に過ぎないが、両者の関係からは、2013年10-12月期の実質GDPは前期比年率で3%台であってもおかしくないことになる。最近のGDP統計において変動が激しい在庫の寄与分を除いたGDP成長率との関係では、2.8%程度の成長が見込まれる。

図表6 ISM製造業指数と実質GDP前期比年率



(注) ISM製造業指数は四半期平均。

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

2013年7-9月期の実質GDP成長率が0.5%ポイント上方修正されたことから、米国経済見通しを上方修正した。ただし、2014年度予算の成立に伴い、政府部門が米国経済の足を引っ張ることはほぼなくなると期待されるが、すでにマイナス寄与は小さくなっていたことから、メインシナリオは修正していない。サブシナリオにおいて、財政問題が米国経済を混乱させる可能性が大きく低下し、民間需要が上振れする可能性が高まったと言えよう。

2014年の米国経済のリスクの一つは、QE3縮小過程において金融市場が過剰反応することだと考えられる。金融政策の先行きには、雇用環境、インフレ動向が重視されているとしても、

<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、土屋貴裕「これからは純輸出もGDPの押し上げ要因に」(2014年1月16日) [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140116\\_008106.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140116_008106.html)

高い経済成長が QE3 縮小ペースを加速させる可能性がある。新たな FOMC 参加者の考えを聞きたいところである。もっとも、高い経済成長が期待されると、金融市場が経済成長を抑制する反応を示し、自然と緩やかで無理のない経済成長が達成されるのではないだろうか。

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	4.1	2.4	2.4	2.8	3.1	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	2.8	1.9	2.8	3.1
<前年同期比>	1.3	1.6	2.0	2.5	2.9	2.9	2.7	2.8	3.0	3.1	3.1	3.2				
個人消費	2.3	1.8	2.0	2.5	2.4	2.6	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.2	1.9	2.4	2.8
設備投資	-4.6	4.7	4.8	7.3	4.2	6.7	6.3	7.6	7.4	7.8	8.1	8.3	7.3	2.8	5.8	7.5
住宅投資	12.5	14.2	10.3	11.7	11.8	10.6	9.3	9.1	8.8	7.9	7.0	6.2	12.9	13.6	11.0	8.5
政府支出	-4.2	-0.4	0.4	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	-1.0	-1.9	0.0	0.3
輸出	-1.3	8.0	3.9	7.2	3.2	3.5	4.1	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	3.5	2.6	4.6	4.6
輸入	0.6	6.9	2.4	4.1	3.5	3.6	3.8	4.2	4.1	3.8	3.9	3.7	2.2	1.6	3.8	3.9
鉱工業生産	4.1	1.2	2.4	6.8	1.8	2.4	2.5	2.9	3.2	3.6	3.8	3.9	3.6	2.6	3.0	3.2
消費者物価指数	1.4	0.0	2.6	0.9	1.8	1.6	1.8	1.9	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1	1.5	1.6	1.9
失業率(%)	7.7	7.5	7.2	7.0	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	8.1	7.4	6.3	5.9
貿易収支(10億ドル)	-123	-118	-121	-113	-111	-110	-109	-109	-108	-107	-105	-103	-535	-474	-439	-422
経常収支(10億ドル)	-105	-97	-95	-84	-81	-80	-78	-77	-75	-73	-71	-67	-440	-380	-317	-286
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	0.44	0.54	0.65	0.74	0.80	0.84	0.98	1.19	0.28	0.31	0.59	0.95
10年債利回り(期中平均、%)	1.95	2.00	2.71	2.75	2.98	3.19	3.35	3.52	3.71	3.91	4.15	4.36	1.80	2.35	3.26	4.03
国内最終需要	0.5	2.1	2.3	2.7	2.5	2.9	3.0	3.1	3.2	3.1	3.1	3.2	2.4	1.6	2.7	3.1
民間需要	1.6	2.7	2.9	3.5	3.1	3.5	3.6	3.7	3.8	3.7	3.7	3.8	3.3	2.4	3.3	3.7

(注) 網掛けは予想値。2014年1月17日時点。

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