

2014年3月19日 全9頁

米国経済見通し 悪天候要因を越えて

春が来て明るくなってきた次は金融政策ではなく財政政策か

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]

- イエレン議長をしても悪天候の影響は「よく分からない」とされたが、すでに改善を示す指標が出始めた。金融政策は、既定路線となっている資産買い入れ規模の縮小ペースを維持し、利上げ時期を巡り、労働市場の動向をどう把握するかに焦点は移ってきている。
- 世帯数の増加ペースの鈍化は、住宅購入や耐久財消費の拡大ペースを鈍らせることになる。背景と考えられる若年層などの雇用環境改善の遅れに対し、金融政策では限界があることから、財政政策で対応できるかが、焦点として浮上しつつある。
- 経済指標は悪天候の影響を引きずるが、明るい兆しが散見される。特に、企業は明るい先行き見通しを持っており、今後の企業活動拡大を見込んでいることから、雇用・所得環境の改善や個人消費の増加につながるだろう。
- 2013年10-12月期の実質GDP成長率が下方修正され、悪天候によって2014年1-3月期成長率には下押し圧力があるだろう。だが、天候要因を越えてすでに明るい兆しがあることから、先行きの見通しを大きく修正する必要はないと想定する。

悪天候の影響は「よく分からない」

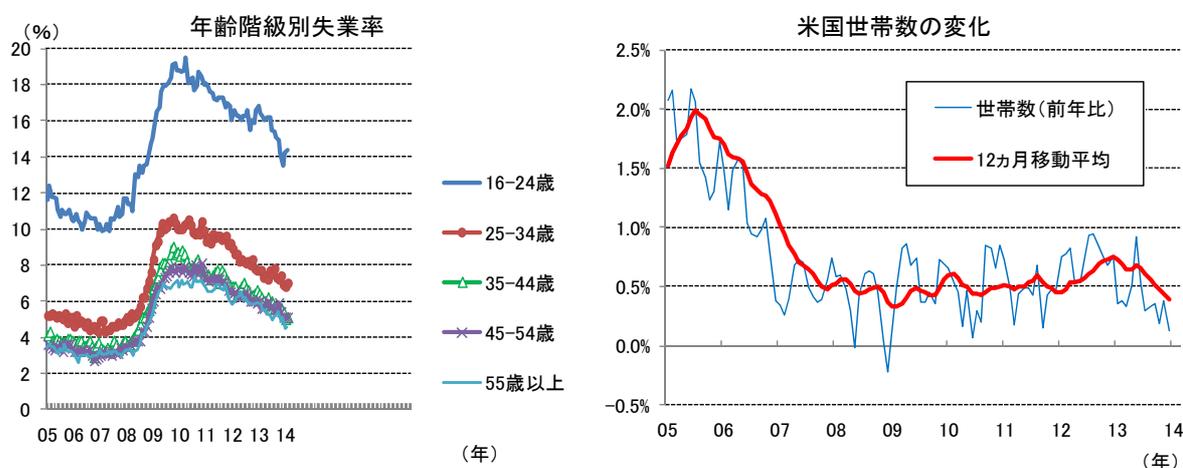
2013 年末以降、米国を襲った悪天候で軟調な経済指標が相次いだ。2 月に行われたイエレン議長にとって初の議会証言では、悪天候が軟調な経済指標をどの程度説明できるかは「よく分からない」とした。3 月 5 日に FRB が公表したページブック（地区連銀景況報告）でも、経済の回復の勢いが鈍ったことを指摘し、いくつかの地区連銀は、小売販売や製造業の活動などで、悪天候の影響があったことに言及している。

1 月 28 日～29 日に開催された 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、前回会合に引き続き、MBS は月 300 億ドルに、長期国債は月 350 億ドルにそれぞれ 50 億ドルずつ減額されて、合わせて月 100 億ドルの縮小が決まった。資産買い入れ規模の縮小が既定路線となり、今後は利上げ時期の指針であるフォワードガイダンスがどうなるか、労働市場の動向をどう把握して評価するかが注目される。失業率だけではなく、賃金動向や、高水準のままのパートタイマー比率などを合わせて考慮しなければならないだろう。

世帯形成ペースの鈍化と住宅購入、個人消費

雇用者数の着実な増加など、量的には改善してきた労働市場だが、若年層は他の年齢層と比べて、失業率の低下幅と失業者数の減少幅が小さい。例えば、ピーク時の失業率を 100 とすると、全体は 67 に低下し、35-44 歳の年齢層では 57 まで低下したのに対し、16-24 歳の層は 74、25-34 歳の層は 66 と改善幅が小さい。若年層は相対的に雇用環境の改善の恩恵を受けていない（図表 1 左）。若年層などの雇用・所得環境の改善が遅れていることで、独立できず、世帯形成ペースの鈍化につながっている可能性が指摘できる（図表 1 右）。

図表 1 若年層の失業率改善は見劣りし、世帯形成ペースは鈍化



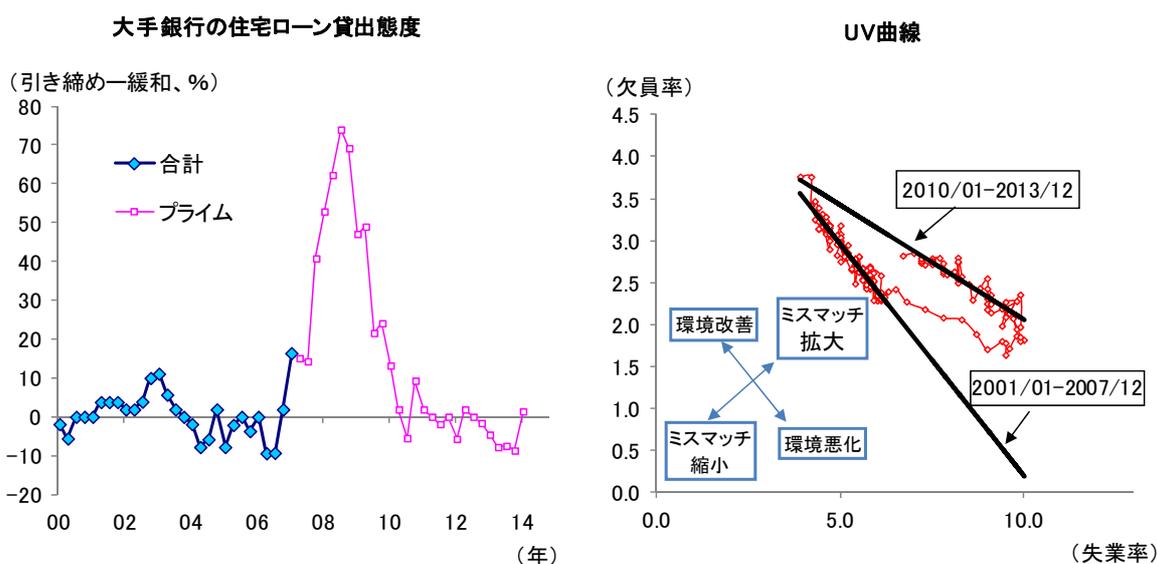
(出所) BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

世帯形成ペースは金融危機以降、鈍化したままだが、住宅価格が急速に上昇すると、特に住宅を初めて買う場合は、ますます買いにくくなってしまふ。2011年頃から労働市場は改善し始めたが、住宅価格の本格的な上昇は2012年からであった。2012年に世帯形成ペースがやや加速したのは、労働市場の改善が今後も継続し、住宅価格が緩やかに上昇するという安心感のもとで、潜在需要が顕在化する形で住宅取得が進んだ面があるのではないかと考えられる。2013年に住宅価格の上昇ペースが加速し、QE3（量的緩和第3弾）終了が示唆されて金利が上昇すると、住宅が取得しにくくなり、再び世帯形成ペースが鈍化方向に向かったと考えられる。

さらに、住宅ローンなどを借りるための信用力が足りないことも、独立を困難にしているとみられる。QE3によるMBSの買い取り開始は、MBSの基となる住宅ローンの組成を促し、銀行は住宅ローン向け貸出態度を軟化させた。だが、2014年1月から信用力が劣る借り手向けの住宅ローンに関する規制（適格住宅ローン規制）が強化されたこともあり、銀行の住宅ローン向け貸出態度は2014年初に厳格化方向に転じた（図表2左）。NAR（全米不動産協会）が、最近の中古住宅販売が低調な理由として、在庫不足や金利上昇などの他に、信用力の問題を指摘していることは、初めて住宅を購入する若年層などの信用力不足を指しているのだろう。

独立して世帯を構えにくいことは、住宅需要が増えにくいことでもあるが、さらに、その他の自動車やさまざまな耐久消費財の需要拡大も妨げる一因になる。すなわち、若年層の雇用・所得環境改善の遅れと世帯形成ペースの鈍化、住宅、自動車その他の小売販売の伸び悩みなどは、ある程度連動していると考えられる。悪天候以外で、米国経済の回復ペースを緩やかなものとしている要因の一つと言えよう。換言すれば、こうした独立して世帯を構えたい若年層、低所得者層の雇用・所得環境の改善は、米国経済の持続的成長をサポートする材料と言える。

図表2 住宅ローンの貸出態度は厳格化しているが労働市場の構造的改善は道半ば



（注）2007年第2四半期からプライム、サブプライム、ノントラディショナルに分けられた。

（出所）FRB、BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

若年層などの雇用・所得環境改善への政策対応

政策対応として、金融政策ではマクロ的な労働需給が引き締まることをサポートして、若年層の失業率をさらに引き下げることが期待できるが、労働市場のピンポイントを狙った対応は難しい。緩和的な金融政策は非金融部門の資金需要があれば、例えば QE3 での MBS 買い取り開始が、潜在的な住宅需要の顕在化に寄与したと考えられるように、実体経済の投資活動の活発化に貢献する。だが、産業間の経済資源のシフトは狙ってできるものではない。失業者が求める職と、企業が求める人材が一致しない、いわゆる雇用のミスマッチは解消方向にあるが道半ばである（前掲図表 2 右）。雇用のミスマッチを解消するような対策を講じるとすれば、財政政策に求められるべきであろう。

オバマ大統領が 3 月 4 日に議会に提出した予算教書では、雇用や教育、職業訓練プログラムなど、若年層への配慮が示された。11 月の中間選挙に向けた選挙キャンペーンの一環だと揶揄する向きもあるが、1 月の一般教書で提示した範囲に加えて、子供のいない勤労者や若年勤労者に所得の税額控除を拡大する施策が盛り込まれた点は、上述した若年層が独立して世帯を構え、住宅購入、耐久財消費などの拡大につながる論点と言えよう。

非金融部門の資金需要がなければ、金融緩和の継続によって資産市場に資金が流入して資産価格が上昇し、資産効果を通じた金融緩和の波及はあっても、同時に資産バブルの懸念も生じることになる。議会証言でイエレン議長が農地価格の上昇を警戒すべきであるとし、タルーロ FRB 理事が高利回り社債への資金流入をリスクの高まりとして注意している旨の発言があった。金融政策が引き締め方向に向かうのはまだ先だとしても、危機対応として始まった金融緩和政策は潮目を迎えつつあり、金融規制の強化は金融緩和継続の必要条件になりつつある可能性も踏まえておくべきだろう。

機動性では金融政策に劣る財政政策で、産業構造の変化を促し、若年層などの雇用・所得環境の改善に向けた対応を実現できるかどうか、米国経済の持続的拡大の焦点として浮上しつつあるのかもしれない。11 月の中間選挙に向けた民主・共和両党の論戦はこれからが本番だが、合意できることは合意する、現実的な対応が求められるだろう。

悪天候にも負けず雇用環境は改善

2014 年 2 月の非農業部門雇用者数は前月差 17.5 万人増と、前月から増加幅が拡大し、市場予想（Bloomberg 調査：中央値 14.9 万人増）も上回った。過去分の修正では、2013 年 12 月が同 7.5 万人増から同 8.4 万人増へ、2014 年 1 月が同 11.3 万人増から同 12.9 万人増へと修正されており、合計では 2.5 万人の上方修正であった。6 ヶ月平均は同 17.7 万人増であり、2 月の結果はここ 6 ヶ月の雇用の増加トレンドと同程度であった。

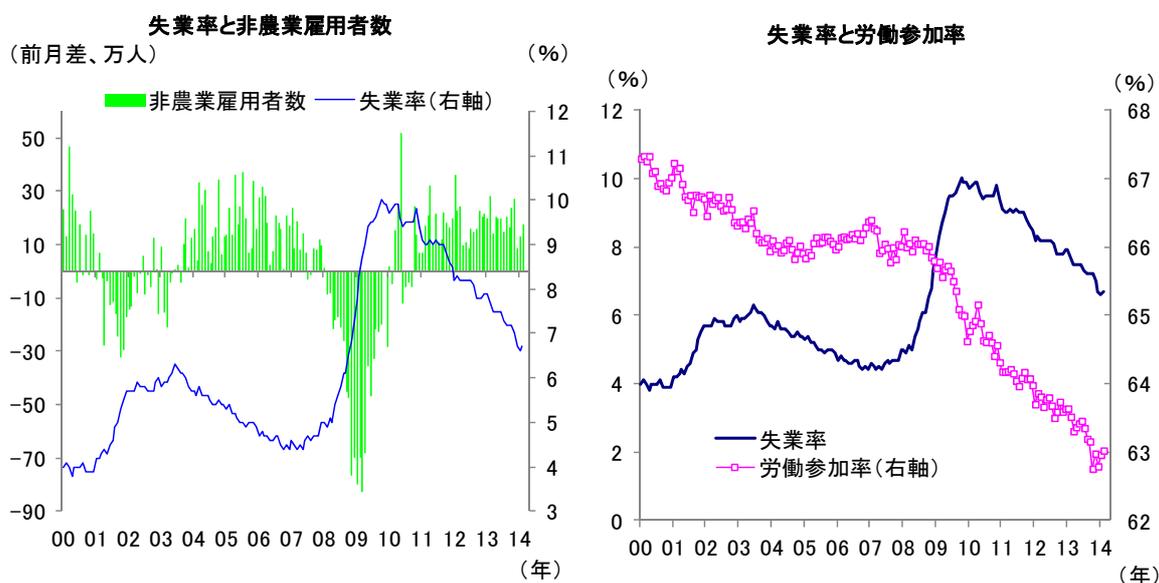
12 月、1 月と同様に寒波に見舞われた 2 月は、家計調査によれば悪天候によって 60.1 万人の

就業者が働きに出られなかった。この数字は、2月としては1977年以来3番目の高さであった。労働時間も短くなっていることから、2月も悪天候の影響を受けたとみられる。それにもかかわらず、2月の雇用者数の増加ペースは過去2ヵ月に比べれば速かったことから、悪天候の状況下でも雇用が改善していると言えるだろう。

失業率（季節調整済み）は8ヵ月ぶりに前月から上昇して6.7%となった。中身を見ると、労働参加率が63.0%と前月から横ばいで、就職を諦めた者（非労働力人口）が前月差9.4万人減と僅かに減少した。就業者数が同4.2万人増となったが、失業者数が同22.3万人増と増加したため失業率が上昇した。

しかし、必ずしも失業者の増加を悲観的に受け止める必要はないだろう。失業者を理由別に分けて見ると、会社都合の失業者数が増えているが、自己都合の失業者数も僅かながら増えている。また、新たに職探しを始めて労働市場に参入した者や再び職探しを始めた者の増加が目立った。雇用環境が良くなり始めたことを認識し、職探しを始めて失業者とカウントされた可能性が指摘できる。企業活動が拡大し始めたこともあり、雇用環境の改善は続くことが想定されるだろう。

図表3 雇用統計の概要



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

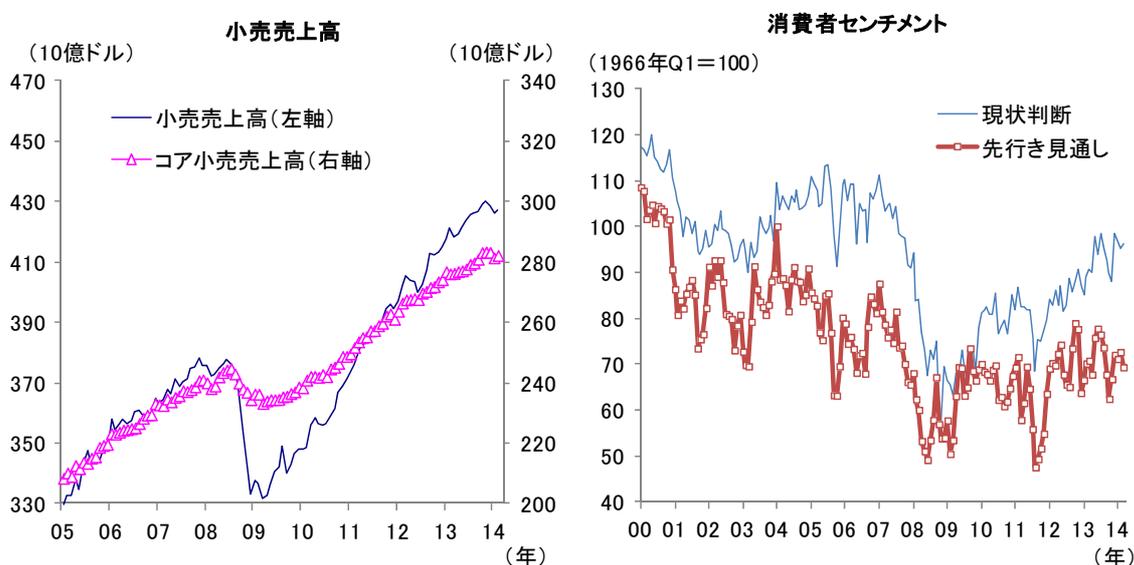
小売売上高は増加に転じた

2月の小売売上高は前月比0.3%増と3ヵ月ぶりの増加に転じた。悪天候により販売が低調となっていた自動車関連の消費がプラスになったことが主な要因として挙げられる。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0.3%増と基調的な小売売上高も増加した。飲食店やデパート、衣料品店など幅広い業種で前月から売上が増加しており、天候による

個人消費抑制圧力が徐々に弱くなっていることを示す内容であった。

2月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数、ロイター／ミシガン大調査による消費者センチメントは、どちらも前月からおおむね横ばいの推移となった。連邦政府機関の一部閉鎖などが生じた2013年秋頃の水準は上回っており、悪天候による消費者マインドへの影響は限定的だったとみられる。その後の、3月の消費者センチメントの速報値では現状判断が上昇し、先行き見通しは低下したが、引き続き比較的高水準で横ばいに近い。こうした消費者のマインドを踏まえると、悪天候によって抑制された財の消費が遅れて顕在化する可能性はあるだろう。所得面では、雇用環境が改善しており、賃金も僅かながら増加している。引き続き個人消費は緩やかなペースで増加することが見込まれる。

図表4 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。
(出所) Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場の改善ペースは緩やかに

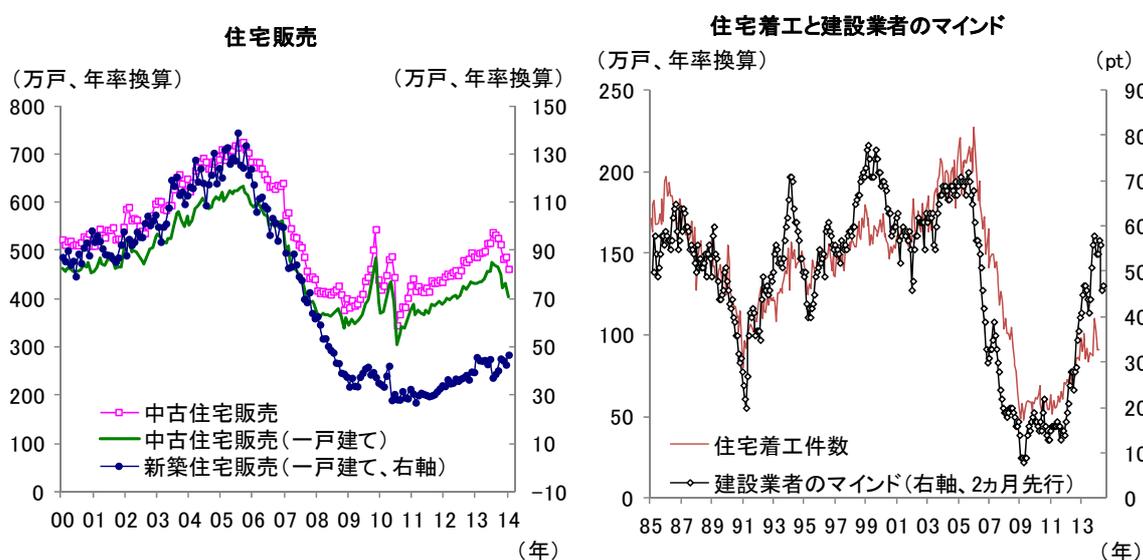
1月の住宅販売は、新築住宅（一戸建て）が前月比9.6%増で年率換算46.8万戸、中古住宅（一戸建て）が同5.8%減で年率換算405万戸となり、引き続きまちまちな状況となった。これまでは在庫不足に加えて悪天候による販売抑制が生じたとみられるが、足下で住宅市場に改善の兆しが見られる。

2月の新築住宅着工は前月比0.2%減と僅かに減少したものの、過去2ヵ月の大幅な落ち込みは収まりつつあることが示された。さらに、着工件数の先行指標とされる着工許可件数は、同7.7%増で年率換算101.8万戸と3ヵ月ぶりに100万戸台に回復した。着工件数の増加が続けば緩慢ながら住宅市場の在庫不足解消に働くとみられ、販売の増加や住宅価格上昇ペースの鈍化

につながるだろう。個人消費と同様、雇用・所得環境の改善が続いていることから、住宅需要の拡大も続くと思われる。

ただし、NAHB（全米住宅建設業協会）による3月の建設業者の景況感は引き続き天候要因と、建設用地や熟練労働者の確保、住宅在庫不足などによって、前月とほぼ変わらない水準で、ほとんど改善していない。建設業者は春からの住宅購入シーズンに懸念を抱いているようだ。住宅価格や住宅ローン金利も上昇が続いており、住宅市場の改善は続くものの、そのペースは徐々に鈍化することが見込まれる。

図表5 住宅の販売、着工動向



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

企業の先行き見通しは明るい

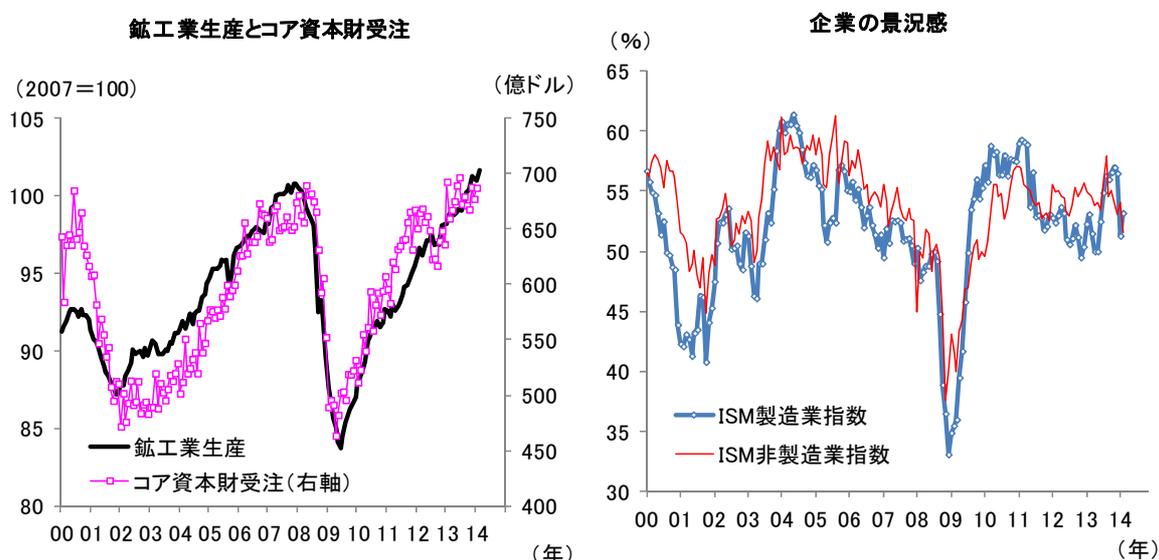
2月の鉱工業生産は前月比0.6%増と3ヵ月ぶりに増加した。このうち、製造業は同0.8%増と全体と同様に増加に転じた。FRBによれば、1月は悪天候によって生産活動が抑制されたと言われており、2月の増加はその反動が出たとみられる。業種別内訳を見ると、前月大きく落ち込んだ自動車生産が増加に転じたことが目立った。他にも、化学や食料品の生産が回復したことも全体を押し上げた。1月に低下した全体の稼働率も2013年12月の水準に戻ったことから、天候による生産活動への影響は和らいだと言えるだろう。

悪天候の影響が和らいだことは、製造業の景況感の改善にもつながっている。2月のISM製造業指数は配送時間や新規受注の上昇によって53.2%と前月から上昇した。ベージュブックによれば、生産活動の停滞は天候によって生産計画が遅れただけでなく、輸送や需要側にも影響を与えたと指摘された。製品の供給体制が回復しつつあることが製造業の景況感回復の一助になったとみられる。

1月の耐久財受注は前月比1.0%減と2ヵ月連続で減少したが、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1.5%増と増加に転じた。足下で特殊要因による企業活動の下押し圧力が軽減されつつあることや、ページブックでは、製造業は楽観的な先行き見通しを持っており、今後の生産活動の拡大に期待していることが報告されている。そのため、企業の設備投資は増加が続くと見込まれる。

ただし、2月のISM非製造業指数は雇用判断の大幅低下が見られた。現在の雇用者数の増加の大部分をサービス部門が占めており、非製造業の活動が停滞し、雇用の増加ペースが鈍化すれば、米国経済の根幹である個人消費を下振れさせる懸念につながりかねない。基本的には企業活動は活発化していくことを見込むが、非製造業の動向には注意が必要だろう。

図表6 企業活動と景況感



(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10-12月期の実質GDP成長率が改定され、前期比年率2.4%増と、改定前(同3.2%増)から0.8%ポイント下方修正された。設備投資、住宅投資は上方修正され、個人消費や純輸出、在庫投資、政府支出が下方修正された。中でも個人消費の下方修正幅が大きく、実質GDP成長率が下方修正された主因となった。

10-12月期の改定に加えて、足下は悪天候の影響を受けたとみられることから、主に2014年1-3月期の見通しを修正した。だが、天候要因を越えて明るい兆しがあることから、2015年までの見方に大きな変化はない。米国経済は民間部門の自律的回復によって緩やかな成長を遂げることを見込んでいる。

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	1.9	2.8	2.7	3.1	3.3	3.0	3.1	3.2	2.8	1.9	2.7	3.1
<前年同期比>	1.3	1.6	2.0	2.5	2.7	2.8	2.5	2.6	3.0	3.0	3.1	3.2				
個人消費	2.3	1.8	2.0	2.6	1.4	2.7	2.8	2.8	3.0	2.7	2.8	2.7	2.2	2.0	2.2	2.8
設備投資	-4.6	4.7	4.8	7.3	4.6	5.7	4.8	6.9	7.4	6.8	7.5	8.4	7.3	2.8	5.5	6.8
住宅投資	12.5	14.2	10.3	-8.7	4.3	9.8	9.5	9.3	8.8	7.9	7.0	6.2	12.9	12.1	5.0	8.5
政府支出	-4.2	-0.4	0.4	-5.6	0.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	-1.0	-2.3	-0.9	0.3
輸出	-1.3	8.0	3.9	9.4	3.2	3.5	4.1	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	3.5	2.7	5.0	4.6
輸入	0.6	6.9	2.4	1.5	1.4	3.6	3.8	3.9	4.1	3.8	3.9	3.7	2.2	1.4	2.7	3.9
鉱工業生産	4.1	1.2	2.5	5.5	1.5	2.9	2.6	3.0	3.3	3.6	3.5	3.6	3.6	2.6	2.8	3.2
消費者物価指数	1.2	0.4	2.2	1.1	2.3	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3	2.2	2.1	1.5	1.7	2.0
失業率(%)	7.7	7.5	7.2	7.0	6.6	6.5	6.3	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	8.1	7.4	6.4	5.9
貿易収支(10億ドル)	-122	-117	-122	-114	-114	-113	-112	-112	-111	-110	-108	-106	-535	-475	-450	-435
経常収支(10億ドル)	-105	-97	-95	-86	-85	-84	-82	-81	-79	-77	-75	-71	-440	-382	-332	-302
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	0.36	0.49	0.64	0.77	0.88	1.12	1.35	1.61	0.28	0.31	0.57	1.24
10年債利回り(期中平均、%)	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	2.96	3.15	3.31	3.48	3.70	3.92	4.14	1.80	2.35	3.05	3.81
国内最終需要	0.5	2.1	2.3	1.2	1.7	2.9	2.8	3.1	3.3	3.0	3.1	3.2	2.4	1.5	2.2	3.1
民間需要	1.6	2.7	2.9	2.9	2.1	3.4	3.4	3.7	3.9	3.6	3.7	3.8	3.3	2.4	2.9	3.7

(注) 網掛けは予想値。2014年3月18日時点。

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