

2014年4月18日 全9頁

米国経済見通し やはり 2014 年は平穏でも

悪天候要因の剥落で安定成長に回帰するが 2015 年の財政問題は懸念

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]

- 経済指標は雇用環境や個人消費、企業部門など幅広い分野で改善した。経済成長の鈍化懸念は天候の回復とともに和らいだとみられる。ただし、反動増にすぎないという懸念のほか、一部の雇用環境や住宅市場など引き続き軟調な状況が散見される。
- 外国人の短期就労ビザの申請は活発で、企業がハイスキルの人材を求めている傾向がうかがわれる。労働力や生産設備などの経営資源の稼働率が上昇しており、先々の設備投資の拡大が期待される。
- 金融政策では、資産買い入れ規模がさらなる縮小が決まり、事実上のゼロ金利政策を維持する期間の指針である「フォワードガイダンス」で数値基準が撤廃され、総合評価に変更された。ゼロ金利政策を解除して利上げを開始する時期が次の論点となる。
- 2015 年の利上げ開始が有力だが、2015 年には財政問題が再び台頭する可能性がある。財政赤字の拡大が見込まれ、予算の作成や債務上限などの課題を解決しなければならぬ。中間選挙の結果次第では、利上げ開始時期の見通しは修正される余地があるだろう。

景気循環と構造要因

引き続き悪天候要因などを背景にした軟調な経済指標が散見され、質的側面を含めると労働市場の改善がまちまちであること、落ち込んだ住宅販売の回復が不十分であることなど、十分な復調とは言い難い指標もある。個人消費や企業の生産活動などの改善は、厳しい天候から脱したことによる反動増にすぎないという懸念も残り、もう少し、各種データを確認する必要がある。だが、雇用環境の量的改善は進み、消費者マインドの水準も高く、企業がハイスキルの人材を求める傾向も続いているようだ。労働時間の伸びや製造業の設備稼働率の上昇に、企業のマインド面の改善を加味すると、先々の設備投資の拡大の期待につながる。

政策面では、金融政策において、いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」の資産買い入れ規模のさらなる縮小が決定され、「フォワードガイダンス」が変更された。利上げはいつか、という次なるステップについては、FOMC（連邦公開市場委員会）参加者が見通す利上げ開始時期の2015年に財政の問題が生じる可能性があり、議論する当事者である連邦議員を選出する中間選挙の結果次第では、利上げ開始時期の見通しは修正される余地があるだろう。2015年の金融政策はFOMC参加者を含めて、まだ見通し難い。

フォワードガイダンスの変更と先行き

3月18日から19日にかけて開催されたFOMCではQE3の資産買い入れ規模のさらなる縮小が決定された。3回連続での買い入れ規模縮小となり、規模縮小開始前の月850億ドルから550億ドルへ減額が進むことになった。また、「フォワードガイダンス」が変更された。インフレ見通しが2.5%を上回らない限り、少なくとも失業率が6.5%を下回るまで、としたこれまでの数値目標を撤廃した。今後は雇用の最大化とインフレ率2%を目標に、労働市場や物価など幅広い情報によって金融政策の舵取りを行うことになる。また、「FOMC参加者は、特にインフレ見通しが長期目標である2%を下回り続け、かつ期待インフレ率が安定していれば、QE3が終了してから、かなりの長期にわたって事実上のゼロ金利政策を継続するべきだと予想している」、とした。

変更されたフォワードガイダンスを決定したFOMCの参加者が入れ替わる点は注意しなければならないが¹、3月FOMCの議事録によれば、FOMC参加者は労働市場の需給が依然として緩んでいることを指摘している。労働市場の需給の緩みを示す指標は失業率だけでなく、長期失業者数や経済的理由のパートタイム就業者数が依然として高水準で、また賃金上昇率も低位であることなどが挙げられる。イエレン議長によれば、労働市場の需給の緩みが循環的要因に基づくのであれば、金融緩和による後押しが期待できるが、構造的要因であれば影響は小さいとしてい

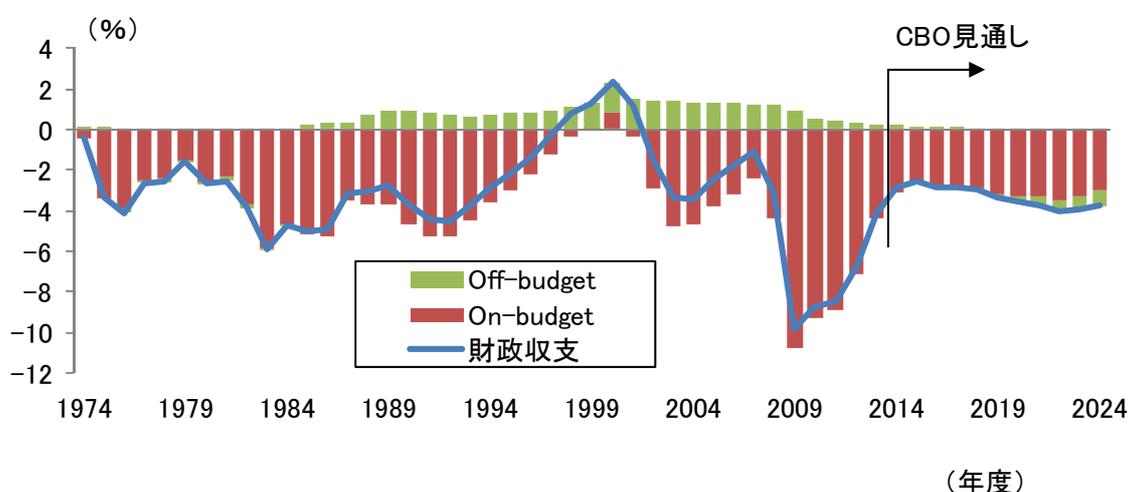
¹ スタイン理事が5月28日に退任することになり、FRBの理事は、イエレン議長、タルーロ理事、パウエル理事の3人となる。地区連銀総裁では、クリーブランド連銀のピアナルト総裁が退任し、メスター氏に交代する。オバマ大統領に指名された副議長候補のフィッシャー氏、理事候補のブレイナー氏の上院における承認手続きが待たれる。

る。労働市場の緩みの要因を明確に分解することは容易ではないが、労働市場の需給の緩みに対し、金融政策が及ぼせる影響が限定的であれば、利上げ時期を巡ってはインフレ率も無視し得ない。事実、雇用環境の改善が鮮明になっていることから、最近ではFOMC参加者によるインフレ率への言及も増えている。また、2015年の利上げを見通す参加者が多数を占めるものの、次節に述べる財政の問題も無視できない。

財政収支の見通しと 2015 年

CBO（議会予算局）が、財政状況の見通しをアップデートした。当期である 2014 年度（2013 年 10 月～2014 年 9 月）の財政赤字額は 4,916 億ドル（GDP 比 2.8%）と予測され、2 月時点の予測よりも縮小する見通しとなった。中長期的な注目点として、GDP 比で見た財政赤字は、2016 年度（2015 年 10 月～2016 年 9 月）には、再び財政赤字が拡大方向に向かうことと、主に年金（Social Security）支払いで構成される Off-budget 部分が 2018 年度から赤字に転じるという 2 点であろう。高齢化に伴う社会保障負担²や利払い費の増加など、義務的な経費の増大を背景としている。

図表 1 米国財政収支（GDP 比）の実績と CBO 見通し



(出所) CBO（2014年4月）より大和総研作成

財政赤字の縮小が見込まれている 2015 年度の予算は、民主・共和両党によって予算の大枠が合意されていることと、足下の財政赤字が縮小していることから争点にはなりにくいだろう。だが、2016 年度予算を審議する議員は、上院の非改選議員を除くと、今年（2014 年）秋の中間選挙で選出された議員であり、財政赤字に対してどのようなアプローチで臨むかは、選挙結果を待たなければならない。予算審議の前には、2015 年 3 月まで先送りされている連邦政府の債

² 大和総研ニューヨークリサーチセンター 土屋貴裕 上野まな美「米国の公的年金、ソーシャルセキュリティ」（2013 年 8 月 30 日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130830_007627.html

務上限をどうするか、という問題もあり、予算教書が提出される時期と重なり、再び財政問題が台頭するリスクがある。債務上限問題を先送りし、暫定予算を組むなど、一時的に財政問題を棚上げする選択肢もあるが、再び拡大が予想される財政赤字には、高齢化に伴う社会保障負担の増加などが要因とされる以上、中長期的観点が必要なはずである。中長期的な米国経済動向を左右する可能性があるにもかかわらず、短期的な視点での議論が進むことは単なる問題の先送りとは言えず、中長期的な米国財政のリスク要因と言えるだろう。

このように財政問題が話題となる可能性が高い2015年に、FOMC参加者は利上げを見通していることになる。2013年は財政問題が米国経済の成長を抑制し、QE3による資産買い入れ規模の縮小開始時期も左右された面があった。財政政策の議論は政治的な要因ながら、経済動向に少なからず影響を及ぼす以上、現在の利上げ時期の見通しは修正される余地が大きいだろう。2014年は年内のQE3に伴う資産買い入れの終了が既定路線であるが、中間選挙後の動向がわからない以上、2015年の金融政策はFOMC参加者を含めて、まだ見通し難いと言えよう。

雇用環境の改善はまだら模様

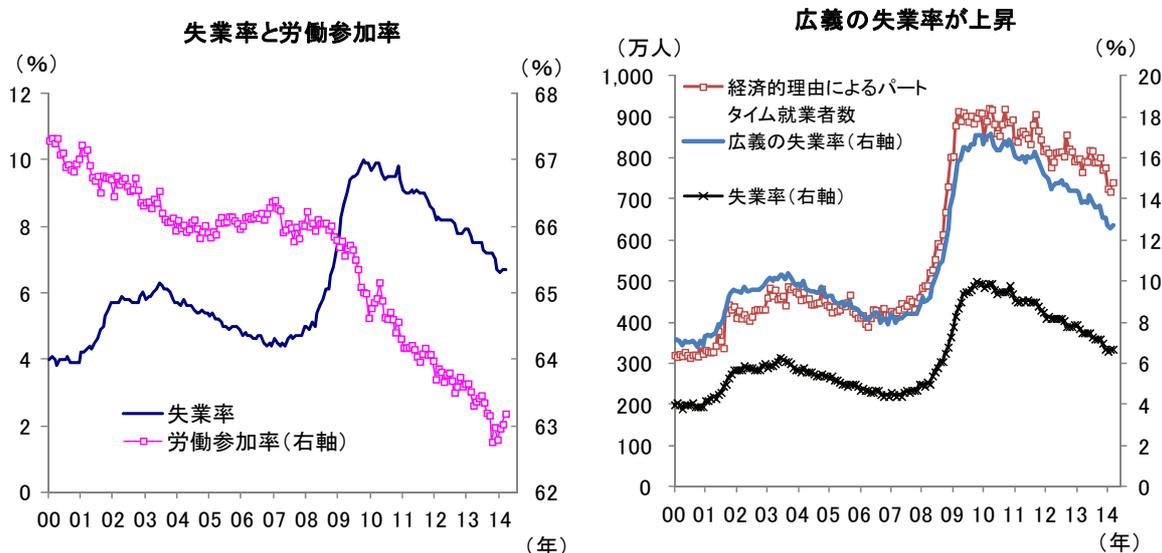
3月の非農業部門雇用者数は前月差19.2万人増と、前月から増加幅がわずかに縮小し、市場予想(Bloomberg調査:中央値20.0万人増)も下回った。しかし、過去分の修正では、1月が同12.9万人増から同14.4万人増へ、2月が同17.5万人増から同19.7万人増へと修正されており、合計では3.7万人の上方修正であった。過去分の上方修正を考慮すれば、期待を上回る雇用者数の増加と言え、雇用者数の増加トレンドは再び上向き始めた可能性が高い。業種別では、引き続き民間サービス部門が雇用者数増加のけん引役であった。生産部門は前月から雇用者数の増加幅が縮小したが、製造業の週平均労働時間は2006年3月の調査開始以来で最長となっている。製造業の生産活動の拡大が続けば、これ以上は労働時間の延長で生産量を増やすことが難しくなってくる可能性がある。今後は労働時間の延長だけでなく、雇用者の増加による労働力の確保が必要になると考えられる。

失業率(季節調整済み)は6.7%と前月と変わらなかった。中身を見ると、労働参加率が63.2%と前月から上昇し、就職を諦めた者(非労働力人口)が前月差33.1万人減と大幅に減少して失業率の上昇要因となった。しかし、就業者数が同47.6万人増で失業率の低下要因となったことから、全体の失業率は前月と変わらなかった。足下で失業率が下がりづらい状況となっているが、非労働力人口が減少傾向にあることは職探しを始めた人の増加を意味するため、前向きに捉えられる内容であろう。

しかし、雇用環境が依然として厳しいことを示すデータもある。景気悪化など経済的理由からパートタイムの職に就いた者が増えて広義の失業率(U-6)が上昇したこと、長期失業者数やパートタイム就業者数は依然として高水準であることなどが挙げられる。そのため、賃金の上昇圧力も限定的であり、3月の名目賃金は前月からほぼ横ばいで、実質賃金は前月比0.3%減で

あった。代表的な指標である非農業部門雇用者数や失業率の内訳の改善が見られるものの、雇用環境の改善はまだら模様である。

図表2 労働参加率に上昇の兆し



(注) 広義の失業率はU-6。

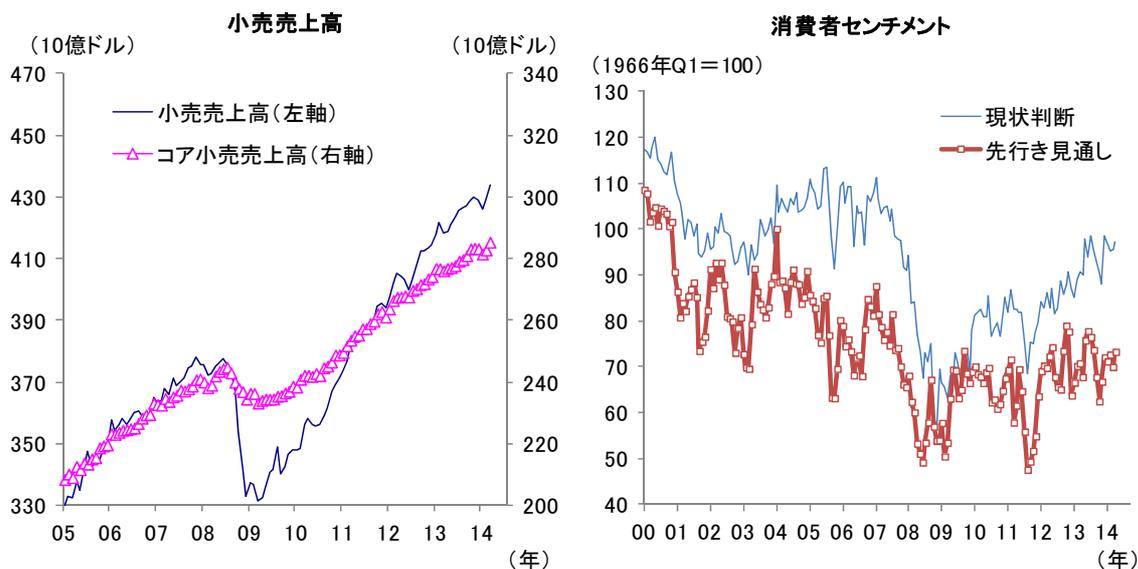
(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費は大幅改善

3月の小売売上高は前月比1.1%増と2ヵ月連続で増加した。業種別では、自動車ディーラーや家具・家庭用品店など耐久消費財の販売が好調であったとみられ、悪天候によって抑えられた消費の反動が出た可能性が指摘できる。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0.9%増であった。耐久消費財関連に加えて、飲食店やデパートを含む一般小売店など幅広い業種で売上高が増加しており、悪天候の反動増にとどまらない個人消費の拡大とみられる。

3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／ミシガン大調査の消費者センチメントはどちらも比較的高い水準を維持した。消費者信頼感指数を地域別に見ると、寒波で降雪の影響があったニューイングランド地方（マサチューセッツ州やコネチカット州を含む）は大きく落ち込んだ2月（50.7）から3月は81.2まで急上昇した。悪天候が消費者マインドを抑制していたことを示唆する結果と言えよう。さらに、4月の消費者センチメント（速報値）は現状認識、先行き見通しともに改善し、消費者マインドの改善は個人消費の押し上げ材料になると期待される。ただし、株価の上昇ペースが鈍化しつつあり、これまで個人消費を支えてきた資産効果が低減しつつあることになる。今後の個人消費は雇用・所得環境の改善に求められることになると思われる。雇用環境の改善ペースに沿った緩やかな拡大を見込む。

図表3 小売売上高は天候の回復で反動増



(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

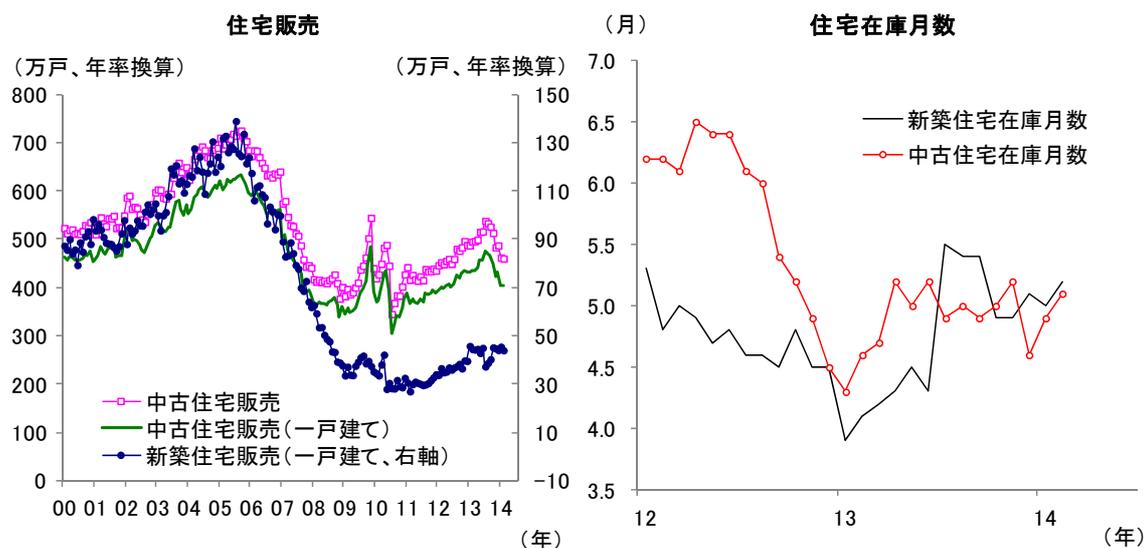
住宅市場は緩やかな成長ペースへ

2月の住宅販売は、新築住宅（一戸建て）が前月比3.3%減で年率換算44.0万戸、中古住宅（一戸建て）が同0.2%減で年率換算404万戸となり、引き続き軟調である。2月にも寒波があった北東部の中古住宅販売（一戸建て）は前月比13.5%減と大幅に減少したことからも、悪天候が住宅販売を抑制した可能性が高い。NAR（全米不動産協会）は、2月は前月に続いて悪天候の影響などを受けており、手続きの遅れが生じているとして、住宅販売は今後緩やかな改善傾向に復することを見込んでいる。すでに住宅市場の回復に向けた兆しがあり、3月の新築住宅着工は前月比2.8%増と2ヵ月連続で増加した。

また、中古住宅市場では、2013年夏から減少傾向にあった在庫戸数が水準は低いものの増加している。販売が落ち込んだことが在庫増加の要因として挙げられるが、販売の落ち込みの理由の一つに住宅価格の上昇ペースがあるだろう。S&P／ケース・シラー住宅価格指数（20都市）は前年比10%を超える上昇ペースが続いており、住宅の購入が難しくなっている。新築住宅の着工や中古住宅の在庫が増えて需給が緩和され、住宅価格の上昇ペースが鈍ると、価格面からは住宅を購入しやすくなる期待につながる。

ただし、住宅建設のための建設用地や労働力の不足という住宅供給を妨げる要因は依然として変わらないとされ、信用力が劣る借り手向けの住宅ローンに関する規制強化によって、住宅ローンの貸出態度は厳しくなりつつある。住宅市場は、2013年までの高い成長率からは改善ペースが鈍化し、雇用・所得環境に沿った緩やかな成長が続くことを見込んでいる。

図表4 住宅在庫月数は底打ちか



(注1) 在庫月数＝在庫戸数／販売戸数

(注2) 新築・中古住宅在庫月数は一戸建ての住宅。

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

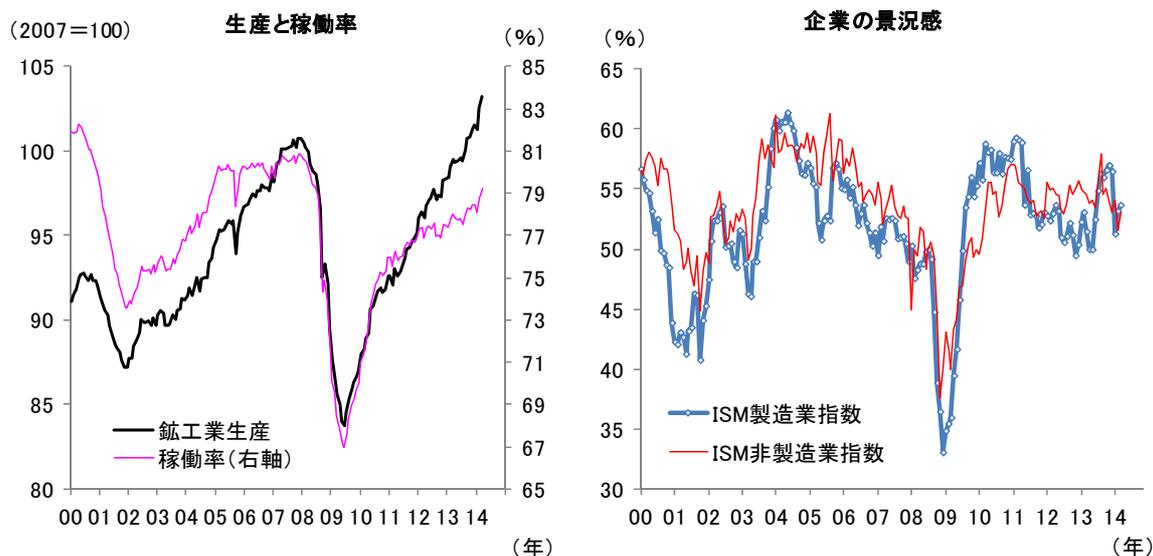
企業活動と企業の景況感はともに改善

3月の鉱工業生産は前月比0.7%増と2ヵ月連続で増加した。このうち、製造業は同0.5%増、鉱業は同1.5%増、電気・ガスなどの公益は同1.0%増であった。製造業では、石油製造業や電子機器製造業が全体を押し上げ、前月に大幅な増加となっていた自動車などが押し下げに寄与した。個人消費など悪天候の影響が和らぎ内需は拡大しているため、企業の生産活動も改善しつつあるとみられる。

生産活動の拡大とともに、企業の景況感の改善も続いている。3月のISM製造業指数は生産活動判断の上昇が寄与し、53.7%と前月からわずかに上昇した。ISM非製造業指数も雇用や新規受注判断が上昇し、全体では53.1%と2ヵ月ぶりの上昇に転じた。

2月の耐久財受注は前月比2.2%増と3ヵ月ぶりの増加に転じたが、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1.4%減と減少に転じた。他の指標と同様に悪天候が受注を抑制したとみられ、前月比の6ヵ月平均は同0.1%増と横ばい圏の推移である。設備投資を積極的に行っている状況ではないことがうかがえる。しかし、生産活動は拡大傾向にあり、設備の稼働率も緩慢ながら上昇が続き、景気後退期前のピークに近づいている。前述したように、製造業の労働時間は調査開始以来最長になっていることから、今後も生産活動の拡大が続けば生産能力拡大のために、設備投資や雇用の拡大が求められるだろう。企業は「慎重ながらも楽観」しているとされるが、ニューヨーク連銀の製造業景況感指数では、先行きの設備投資判断が4月にかけて上昇が続いた。生産能力増強の必要性の高まりとマインド面の改善が相まって、企業の設備投資は生産活動の拡大に伴って緩やかに増加することが見込まれる。

図表5 稼働率は緩やかに上昇



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

就労ビザの申請状況

H1-B ビザは、外国人が米国で働くための一般的な短期ビザの一つであり、更新して6年まで米国で就労できる。そのH1-B ビザについて、2014年10月から始まる2015年度分の申請の受付が4月1日から始まった。米移民局によると、申請件数は4月7日に上限に達し、5営業日で上限に達したのは昨年(2013年)と同じペースである。

H1-B ビザは、企業(雇用主)が保証人となり、専門的なスキル(一般には職務に見合う大卒以上の学位)を持つ外国人労働者に向けて発給される。2008年も5営業日で上限に達したが、2012年は2ヵ月強、2009～2011年は半年以上も上限に達することがなかったことを踏まえると、専門的なハイスキルの人材に対する企業の需要が強いことを映じていると言えるだろう。

IT関連企業などは、専門的な知識を持つ労働者の不足から、H1-B 上限件数の引き上げを含む2013年に上院を通過した改正移民法案の早期成立を求めている。既存企業の業務や業容拡大に必要なだけでなく、起業につながる例もあり、米国経済の成長要因の一つと言えよう。一方で、相対的に低賃金の外国人労働者が、同一スキルを持つ米国人の雇用を奪っているという批判もある。不法移民の合法化の可否が注目されがちではあるが、改正移民法の議論には、企業が求める外国人労働者が就労する環境整備を問う側面がある。改正移民法の成立は、オバマ大統領の重点政策の一つでもあることから、中間選挙に向けた争点の一つとなる可能性がある。

移民問題は、こうした労働力という面に加えて、移民が相対的に若年であることから、少なくとも当面は社会保障を負担する納税者であるという、上述した長期的な財政の問題に係る観点も含まれる。

経済見通し

2013年10-12月期の実質GDP成長率の確報値は、個人消費が大幅に上方修正されたことなどから、改定値の2.4%から0.2%ポイント上方修正されて2.6%成長となった。個人消費のほかで上方修正されたのは、住宅投資と輸出、政府支出。設備投資は下方修正された。

10-12月期のGDP統計の改定を受けて主に2014年1-3月期の見通しを修正した。3月のデータからは悪天候の反動増が見られ、年始からの成長ペース鈍化懸念が和らいだことから、今後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と見込むが、2015年に財政問題が台頭する可能性は留意しなければならないだろう。

図表6 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	2.6	1.8	2.8	2.7	3.0	3.2	3.1	3.1	3.2	2.8	1.9	2.7	3.1
<前年同期比>	1.3	1.6	2.0	2.6	2.8	2.8	2.5	2.6	2.9	3.0	3.1	3.2				
個人消費	2.3	1.8	2.0	3.3	1.5	2.8	2.7	2.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.2	2.0	2.4	2.8
設備投資	-4.6	4.7	4.8	5.7	3.6	5.9	4.9	6.9	7.4	6.8	7.5	8.4	7.3	2.7	5.0	6.9
住宅投資	12.5	14.2	10.3	-7.9	3.9	6.8	6.9	8.1	7.8	8.5	7.4	7.2	12.9	12.2	4.1	7.7
政府支出	-4.2	-0.4	0.4	-5.2	0.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	-1.0	-2.2	-0.9	0.3
輸出	-1.3	8.0	3.9	9.5	-0.4	3.5	4.1	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	3.5	2.7	4.0	4.6
輸入	0.6	6.9	2.4	1.5	0.2	3.6	3.4	3.9	4.1	3.8	3.9	3.7	2.2	1.4	2.4	3.8
鉱工業生産	4.1	1.2	2.5	4.8	4.4	3.4	2.9	3.0	3.3	3.6	3.5	3.6	3.8	2.9	3.6	3.3
消費者物価指数	1.2	0.4	2.2	1.1	1.9	1.5	1.7	1.8	1.8	2.0	2.1	2.3	2.1	1.5	1.6	1.9
失業率(%)	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	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	-122	-123	-122	-122	-121	-119	-117	-113	-535	-475	-490	-470
経常収支(10億ドル)	-105	-97	-96	-81	-92	-93	-91	-90	-88	-85	-81	-76	-440	-379	-367	-331
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	0.37	0.49	0.67	0.83	0.95	1.19	1.43	1.69	0.28	0.31	0.59	1.32
10年債利回り(期中平均、%)	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	2.81	2.92	3.08	3.19	3.43	3.65	3.90	1.80	2.35	2.89	3.54
国内最終需要	0.5	2.1	2.3	1.6	1.6	2.9	2.7	3.1	3.3	3.0	3.1	3.2	2.4	1.6	2.2	3.1
民間需要	1.6	2.7	2.9	3.3	2.0	3.4	3.2	3.7	3.9	3.6	3.7	3.8	3.3	2.4	2.9	3.6

(注) 網掛けは予想値。2014年4月17日時点。

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