

2014年5月21日 全9頁

米国経済見通し 悪天候からの回復に格差

2015年以降の不透明な政策要因が見通せるには時間がかかる

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]

- 足下の経済指標は、住宅着工や耐久財受注など悪天候の反動で押し上げられたものもあれば、小売売上高や鉱工業生産のように反動増が一服したのものもあった。他にも、引き続き軟調な住宅販売など、経済指標の回復は一様ではない。
- しかし、雇用の量的改善は続いており、個人消費も増加傾向にある。軟調な住宅市場にも緩やかな改善に向けた動きが見られ、企業活動も先行き見通しの明るさがある。悪天候の影響が和らいで見てきた米国経済の姿は決して弱いものではないだろう。
- 4月29日から30日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、個人消費の拡大などを背景に経済の現状判断が上方修正され、「QE3（量的緩和第3弾）」の資産買い入れ規模を、さらに月あたり100億ドル減額することが決定された。
- 労働市場の質的改善の遅れは、雇用のミスマッチから生じている面があり、財政政策の対応が求められる。だが、すでに選挙モードで当面の重要な政策決定は期待し難く、2015年の財政政策とその影響を受ける金融政策は、共に見通すことが困難である。

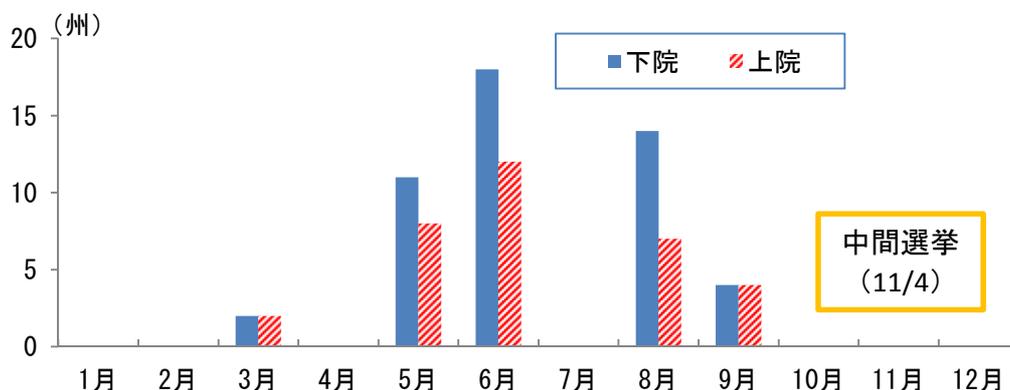
景気循環と構造要因

4月29日から30日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、FOMCにおける経済の現状判断は、悪天候の影響が和らいで個人消費が拡大したことなどから、上方修正された。いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」の資産買い入れ規模を、さらに縮小することが決定された¹。MBS（住宅ローン担保証券）と長期国債の毎月の買い入れ額はそれぞれ月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。4会合連続での買い入れ規模縮小で、規模縮小開始前の月850億ドルから450億ドルへ減額が進むことになった。事実上のゼロ金利政策も継続し、物価の安定を前提として、資産購入終了後も相当な期間継続するとした文言に変更はない。2014年は資産買い入れ規模の縮小が続き、QE3は年内に終了するだろう。

多くの経済指標が悪天候による落ち込みからの回復を示唆し、雇用者数の増加ペースなどで反動増が見られ、すでに反動増が一服した指標もある。もっとも、住宅市場の回復は期待されるものの確認できないなど、悪天候からの回復は必ずしも一様ではない。

雇用の質的側面など経済の構造的な要因に基づく回復の足かせは、金融政策での解決は困難な課題だと考えられる。財政政策の対応が求められるものの、11月に行われる中間選挙に向けた動きが本格化しつつあり、選挙を終えるまでは重要な政策決定は期待し難い。上院では共和党が議席を伸ばせるかが焦点となるが、5月に行われた予備選では、共和党の本選に向けた候補者は、保守派運動であるティーパーティー（茶会党）系の候補ではなく、主流派から選出される傾向が見受けられた。本選で広範な支持を得られる可能性が高い候補が選出されつつあると考えられよう。6月は予備選が最も多く行われる月で、民主・共和両党の候補者が決まり、対決の構図が固まっていくことになる。政策を決定する議員が決まるまでは、2015年の財政政策と、財政政策の影響を受ける金融政策は、まだ共に見通すことが困難である。

図表1 2014年中間選挙に向けた州別の予備選実施月



(注) 予定を含む50州のみ。2014年4月15日時点。

(出所) 連邦選挙委員会より大和総研作成

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：資産買い入れ規模の縮小継続と論点」（2014年5月1日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140501_008491.html

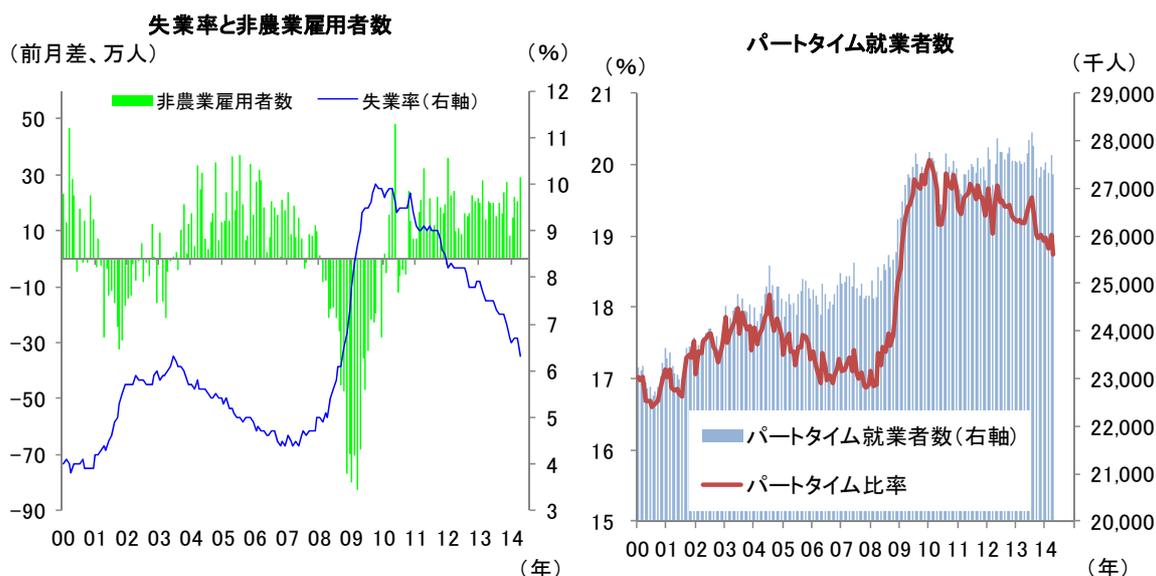
雇用環境の量的改善が続くが、雇用のミスマッチによる質的改善の遅れも

2014年4月の非農業部門雇用者数は前月差28.8万人増と、前月から増加幅が拡大し、市場予想（Bloomberg調査：中央値21.8万人増）も上回った。過去分の修正では、2月が同19.7万人増から同22.2万人増へ、3月が同19.2万人増から同20.3万人増へと修正されており、合計では3.6万人分の上方修正であった。4月分が上振れし、過去分がそろって上方修正されたことから、非農業部門雇用者数の前月からの増加は6ヵ月平均で20.3万人増と2013年11月以来の20万人台の増加ペースに復した。悪天候などで年末年始に鈍化した雇用環境の量的な改善ペースは再び加速していることが示された。

失業率（季節調整済み）は6.3%と前月（6.7%）から大幅に低下したが、中身を見ると、労働参加率が62.8%と前月（63.2%）から低下し、就職を諦めた者など（非労働力人口）が大幅に増加したことが失業率の低下要因となった。特に、比較的若年の労働参加率が低下していることは、高齢者などがリタイアしているのみならず、現役世代が就職を諦める動きと捉えられ、依然として雇用環境の質的改善の進展が鈍いと判断できよう。

質的改善の進展の鈍さは、FRB（連邦準備制度理事会）のイエレン議長らが労働市場の「たるみ」の一つとして注目しているパートタイム就業者数の高止まりや賃金上昇率の抑制などにも表れている。パートタイム就業者数の高止まりには、景気循環による要因のほか、産業構造の変化に伴って企業が働き手に求めるスキルの変化や、長期失業によるスキルの喪失など、構造的な要因も含まれるとみられる。FRBのページブック（地区連銀景況報告）でも一部に熟練労働者不足が指摘されており、雇用のミスマッチの可能性が指摘できる。

図表2 雇用者数の増加ペースは加速したが、パートタイム就業者数は高止まり



(注) パートタイム比率は就業者に占めるパートタイム就業者の割合。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

フィラデルフィア連銀の調査によれば、半数近くの企業（製造業）がスキルのミスマッチが

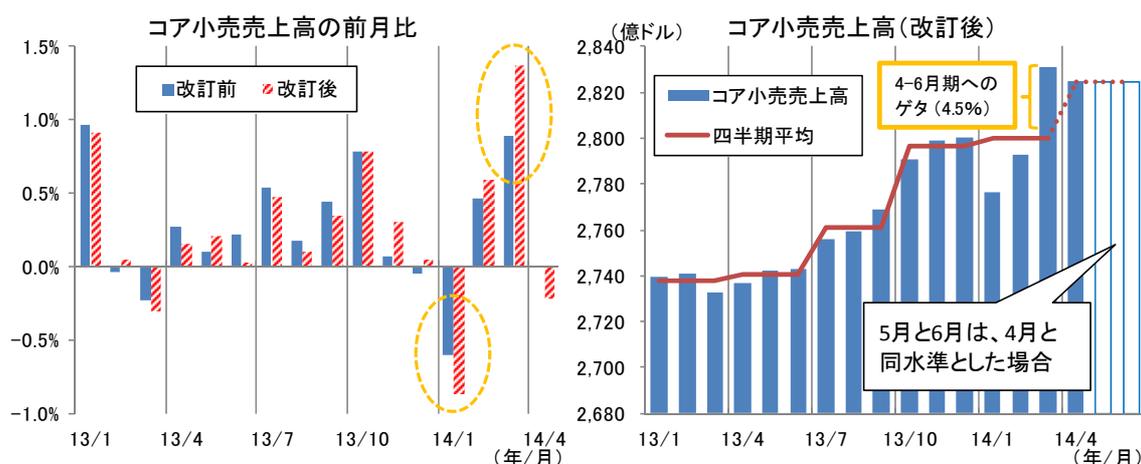
生じていると回答している²。また同調査では、半数以上の企業（製造業）が労働者のスキル不足を解消するため既存の労働者に教育を行っていると回答した。経済の拡大に伴って雇用者数の増加が続けば、循環的要因によってパートタイムで働く就業者は減少するだろうが、構造的な要因である雇用のミスマッチの解消には時間がかかる可能性がある。雇用環境の質的改善は緩やかで、賃金上昇圧力も暫く抑制されるだろう。

個人消費は反動増の一服

4月の小売売上高は前月比0.1%増と3ヵ月連続で増加したものの、増加幅は前月から縮小した。全体では悪天候の反動があった業種となかった業種が入り混じる内容であった。悪天候の反動があったとみられる業種は自動車ディーラーや衣料品店、デパートを含む一般小売店などが挙げられ、全体を押し上げた。一方で家具・家庭用品店や家電量販店、飲食店などはすでに悪天候の反動が一巡したとみられ、4月は減少に転じた。このほかの悪天候からの反動としては、暖房需要などが剥落した面もある。鉱工業生産指数における電力・ガス業は、4月に指数も稼働率も大幅に低下した。反動増の一服と捉えられ、4月の小売売上高がおおむね横ばいだったことで、個人消費の改善基調に変調を来したと見るのは早計だろう。

むしろ、小売売上高の年次改訂で、1月分は下方修正、3月分が上方修正された結果、1月から3月にかけての反動増がより強く表れていたことになった。自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸を除くコア小売売上高は、1-3月期に前期比年率0.5%増にとどまったが、4-6月期にかけて大幅な「ゲタ」を履いたことになる。4月のコア小売売上高は、前月比0.2%減だが水準は高く、仮に5月と6月が4月と同水準でも、4-6月期の小売売上高は前期比年率3.6%と大幅に増加することになる。4-6月期の個人消費動向の解釈は注意しなければならない。

図表3 改訂された小売売上高は3月に悪天候からの大幅反動増



(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, Haver Analytics より大和総研作成

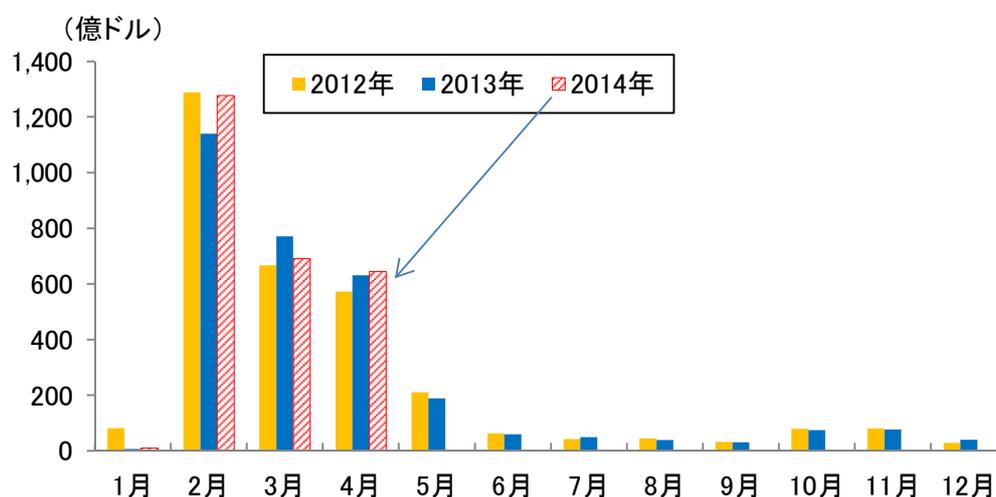
² フィラデルフィア連銀 “Business Outlook Survey” (2014年5月調査)

<http://www.philadelphiafed.org/research-and-data/regional-economy/business-outlook-survey/2014/bos0514.cfm>

ロイター／ミシガン大調査の5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前月から低下した。株価の上昇ペースも鈍化しつつあり、消費者マインドや資産効果による個人消費のさらなる後押しは期待しづらい。今後は雇用環境の改善に沿った緩やかな個人消費の拡大ペースとなることが見込まれる。やや長期的には、パートタイム就業者数の高止まり傾向の解消が、所得の増加だけでなく雇用不安の解消などの面からも個人消費の後押しとなるだろう。

前年との比較での注意点としては、2014年の個人所得税の還付金額が、還付が集中する2月から4月の合計で約2,614億ドルとなり、2013年の同時期を2.8%上回ったことがある。家計が使える余資が増えて、個人消費や住宅投資の拡大に貢献することが期待される。ただし、所得の格差が拡大している可能性が高く、還付金額の格差も拡大しているとみられる。

図表4 個人所得税の還付動向



(出所) 財務省, Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場は緩やか成長ペースへ

FRBのイエレン議長などが、住宅市場の減速傾向を懸念しているように、2014年の米国経済のリスクの一つに住宅市場の腰折れが挙げられる。これまでには住宅の需要に対して供給が追い付かず、住宅の価格が目立って上昇してきた。最近、冬場の悪天候に加えて、急速かつ大幅な価格上昇が住宅の値ごろ感を損ない、需要が減退している可能性がある。

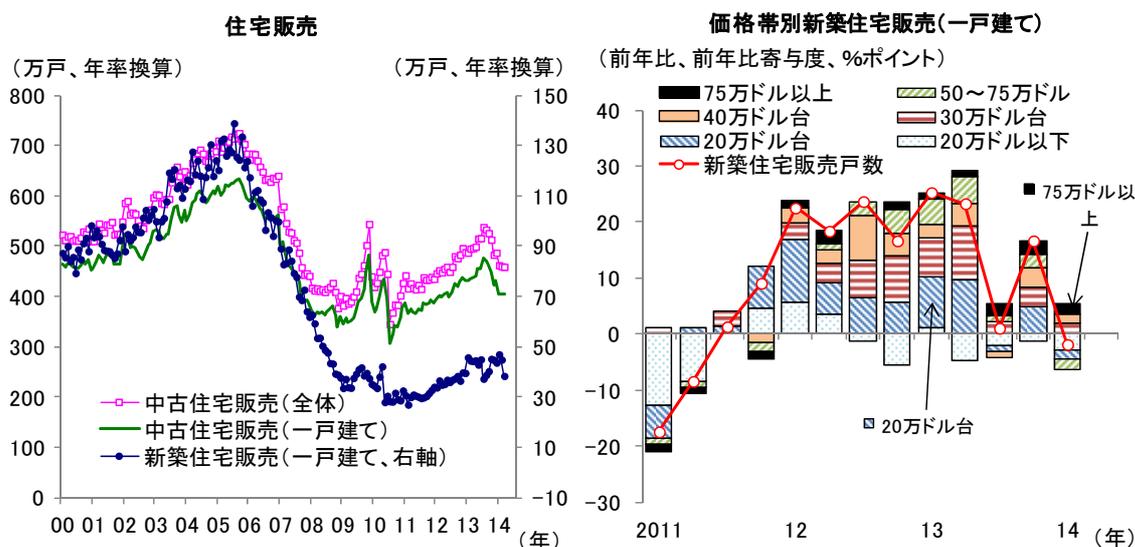
3月の住宅販売は、新築住宅（一戸建て）が前月比14.5%減で年率換算38.4万戸、中古住宅（一戸建て）が前月から横ばいで年率換算404万戸となり、悪天候の影響が和らぎ改善が見られる指標もある中、引き続き軟調であった。住宅販売の回復鈍化を悪天候だけに求めることは難しく、在庫不足や、在庫不足による住宅価格の高騰などが背景にあると考えられる。

価格帯別に新築住宅販売を見てみると、住宅市場が回復し始めた2012年ごろから回復ペースが鈍化する前の2013年4-6月期までの期間において、販売をけん引したのは中心価格帯である

20 万ドル台、30 万ドル台の物件であった（図表 5・右）。そして、住宅販売が鈍化し始めた 2013 年後半からは、これらの価格帯の物件の販売が軟調となっている。一方で、75 万ドル以上の高額物件の販売は足下にかけても一定のプラス寄与が続いており、価格帯によって販売に格差が生じている可能性が指摘できよう。需給ひっ迫による価格上昇や、信用力が劣る借り手向けの住宅ローンに関する規制が強化されたことなどが要因として考えられるが、ボリュームゾーンである価格帯の販売が回復しなければ、住宅市場の回復が再加速することは容易でない。

しかし、4 月の新築住宅着工は前月比 13.2%増と 3 ヶ月連続で増加し、年率換算で 4 ヶ月ぶりの 100 万戸台となった。住宅建設は悪天候の影響が和らぐ中で着実に改善しており、3 月のデータだが新築住宅（一戸建て）の在庫月数（在庫戸数／販売戸数）も 6.0 ヶ月と 2011 年 10 月以来の水準まで回復している。中古住宅（一戸建て）の在庫月数も 5.2 ヶ月と 2013 年末（4.6 ヶ月）をボトムに緩慢ながら上昇傾向にある。どの価格帯の物件かは把握できないが、少なくとも在庫不足は解消に向かいつつあり、S&P/ケース・シラー住宅価格指数（20 都市）などの住宅価格の前年比伸び率は僅かながら鈍化している。2012 年のような高成長を予想することは困難だが、緩やかな成長ペースに回帰することに期待したい。

図表 5 新築販売は価格帯で格差が生じている



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

住宅ローンを借りられるか

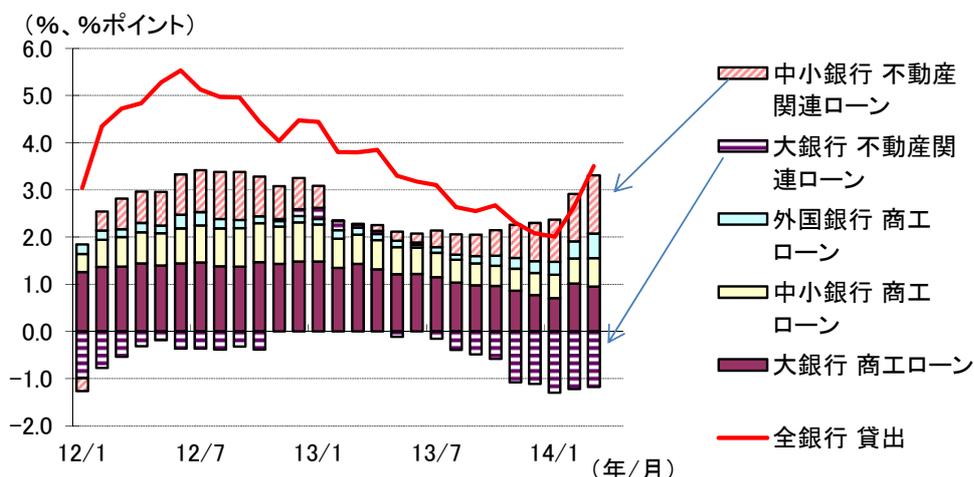
実際に住宅を購入するためには、必要に応じて住宅ローンを利用できなければならない。ところが、FRB の調査によれば、銀行の住宅ローン向け融資の審査基準は厳格化される方向にある（4 月調査）。サンプル数が少ないことから幅を持って見る必要があるが、信用力が高い借り手であるプライム向け融資の審査基準は大きな変化はなく、ノントラディショナル、サブプライム向けは、顕著に厳格化された。

これに対し、政府系住宅金融機関のファニーメイとフレディマックを監督する FHFA（連邦住

宅金融局) のワット局長が、利用できる住宅ローンの上限額引き下げを見送り、政府系住宅金融機関の役割を拡大させる方針を示した。新たに住宅を取得する借り手を中心に、相対的に信用力が低い借り手も住宅ローンを借りられる可能性が高まることになる。民間では、住宅ローンの借り換えは一巡したとみられるが、すでに中小銀行の不動産関連ローンは拡大傾向にある(図表 6)。中小銀行では、住宅ローンの融資基準の緩和に動いて、信用度の低い借り手を対象としたり、頭金の額を引き下げたりして、新規に住宅を取得する住宅ローンの借り手を取り合っているとされる。

与信を拡大する方向性は、短期的には住宅市場の腰折れ懸念を後退させ、市場の回復期待につながるが、長期的には、かつてのサブプライムローン問題の再発を懸念させることになる。今のところ大銀行の不動産関連ローンは引き続き減少しており、マクロ的には信用拡大を懸念するには至らないとしても、留意すべきだろう。

図表 6 米国における銀行貸出 (主要項目の前年比寄与度分解)



(注) 消費者ローンなどの寄与度は表示していない。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

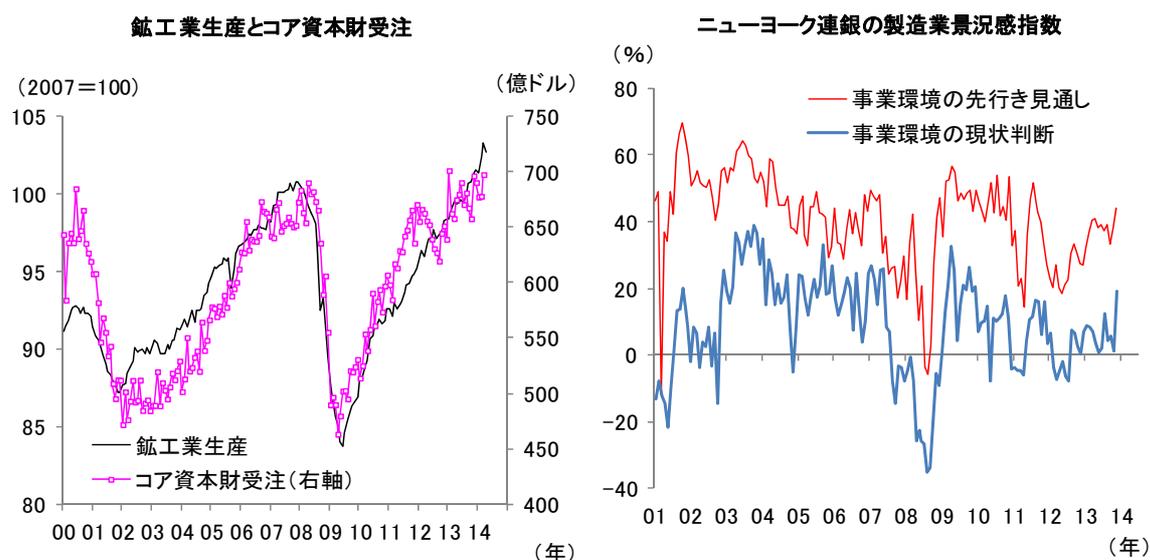
企業マインドの改善が続く

4月の鉱工業生産指数は前月比0.6%減と3ヵ月ぶりの減少に転じた。業種別内訳では、3月に比べて4月は比較的暖かかったため暖房需要が減少し、電力・ガスなどの公益が同5.3%減と大幅に減少した。また、製造業では機械や石油化学などの業種が減少し、全体では同0.4%減と3ヵ月ぶりの減少となった。鉱工業生産は2月と3月に前月比1%増程度の高い伸びであったため、その反動とも取れる。4月のISM製造業指数は54.9%と前月から1.2%ポイント上昇しており、内訳の生産活動の判断も前月からの落ち込みは0.2%ポイントにすぎず、55.7%と引き続き拡大を示している。マインド面から企業活動の縮小懸念は見られない。

また、3月の耐久財受注は前月比2.5%増と2ヵ月連続で増加、設備投資の先行指標であるコア資本財受注(国防・民間航空機除く)も同2.9%増と増加が続いた。悪天候による抑制が軽減

され、米国経済の成長ペースが腰折れしていない可能性が高まったこと、生産活動はすでに過去最高の水準に達していることなどから企業は設備投資に前向きになり始めているとみられる。5月のニューヨーク連銀の製造業景況感指数における先行き見通し（6ヵ月先）は、3月から2ヵ月連続で上昇し、2012年2月以来の高水準となっており、企業の先行き見通しが明るくなっていることがわかる。当面は財政問題などの目立ったリスクも見当たらないことから、設備投資は内需の拡大に沿って緩やかな増加が続くことが見込まれるだろう。

図表7 企業の先行き見通しは明るい



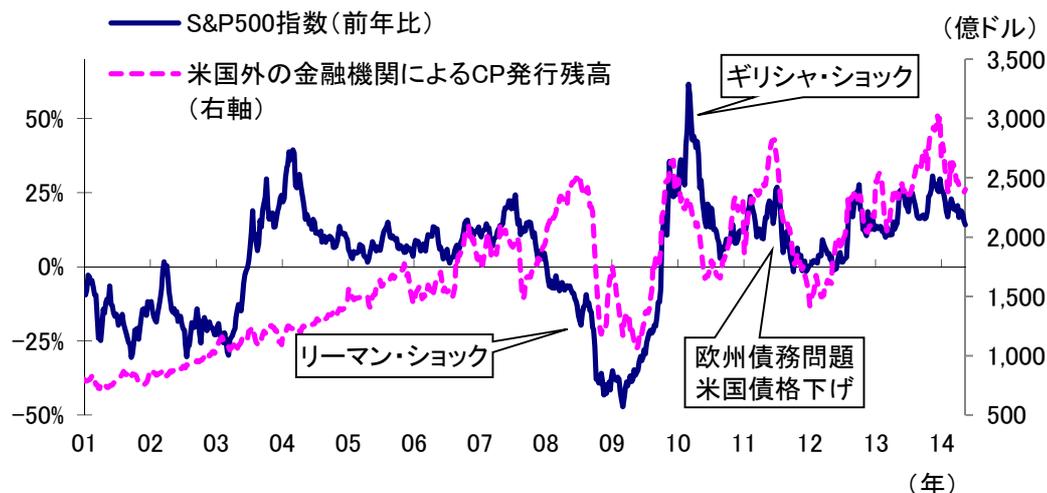
(出所) FRB, Census, NYFed, Haver Analytics より大和総研作成

イエレン議長らが警戒する資産バブルの素地

FRBのイエレン議長が、5月7日の議会証言で、経済の見通しと金融政策に並べて、金融市場の安定性について言及するなど、最近、FRBの高官から金融市場の安定化に向けた発言が増えている。金融機関の短期の資金調達が増えているものの、相対的に安全な投資先が少ないため、リスク資産投資が増えている可能性がある。

米国以外の金融機関によるCPでの資金調達残高と株価の前年比を比較すると、リーマン・ショック前後から、それ以前にはなかった高い連動性があり（図表8）、株価に代えてクレジット・スプレッドなどを用いても似たような傾向がある。例えば、欧州債務問題などの懸念が高まると大幅に調達残高が減少し株価が下落したように、株式市場などのリスク資産の価格変動を大きなものとしているとみられる。すなわち、金融緩和で市場に潤沢に供給された資金が、リスク資産市場に向かっていることを示唆する。低金利政策の長期化による運用難から、短期資金を調達し、信用リスクを取って高いリターンを求める投資行動は、資産バブルを創り出すメカニズムの一つと考えられよう。FRBにとって、雇用環境の改善と物価の安定に加えて、安定的な金融システムが金融緩和策を維持する前提の一つだと考えられる。

図表8 米国以外の金融機関が米国で発行した CP の残高と株価



(注) 米国外の金融機関が米国で発行した CP の残高。S&P500 指数は週平均の前年比。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 0.1% 増とほぼ横ばいであった。設備投資や住宅投資の減少などで、一部に悪天候による下押し圧力があつたとみられる。同様に個人消費も財消費の増加幅が縮小したが、暖房需要やオバマケアの施行に伴う医療支出の増加などサービス消費が堅調であったことから意外にも高成長を維持した。前述のように 4-6 月期の財消費は「ゲタ」によって上振れする可能性が高いが、暖房需要の反動減が生じる見込みで個人消費は引き続きかく乱されるだろう。1 年のスタート台となる 1-3 月期の成長率が予想を下回ったことなどから、2014 年、15 年の成長率を下方修正した。

図表9 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				
国内総生産	前期比年率(%)												前年比(%)			
< 前年同期比 >	1.1	2.5	4.1	2.6	0.1	3.1	2.5	2.9	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	1.9	2.3	3.0
個人消費	1.3	1.6	2.0	2.6	2.3	2.5	2.1	2.2	2.9	2.9	3.0	3.0	2.2	2.0	2.8	2.9
設備投資	2.3	1.8	2.0	3.3	3.0	3.2	2.6	2.9	3.1	2.9	2.8	2.7	7.3	2.7	3.1	5.8
住宅投資	-4.6	4.7	4.8	5.7	-2.1	4.8	4.0	5.4	6.3	6.1	6.5	6.7	7.3	2.7	3.1	5.8
政府支出	12.5	14.2	10.3	-7.9	-5.7	2.6	4.4	5.3	5.9	5.7	5.8	5.9	12.9	12.2	0.4	5.3
輸出	-4.2	-0.4	0.4	-5.2	-0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.4	-1.0	-2.2	-1.0	0.0
輸入	-1.3	8.0	3.9	9.5	-7.6	3.7	4.1	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	3.5	2.7	2.1	4.6
経工業生産	0.6	6.9	2.4	1.5	-1.4	3.6	3.4	3.6	4.1	3.8	3.7	3.5	2.2	1.4	2.0	3.7
消費者物価指数	4.2	1.9	2.5	4.9	4.5	3.2	2.8	2.9	3.2	3.5	3.5	3.6	3.8	2.9	3.6	3.2
失業率(%)	1.2	0.4	2.2	1.1	1.9	1.6	1.7	1.8	1.8	2.0	2.1	2.3	2.1	1.5	1.6	1.9
貿易収支(10億ドル)	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	8.1	7.4	6.2	5.8
経常収支(10億ドル)	-122	-117	-122	-114	-122	-122	-122	-121	-120	-118	-116	-113	-535	-475	-487	-467
FFレートの期末、%	-105	-97	-96	-81	-91	-92	-91	-89	-87	-84	-80	-75	-440	-379	-363	-327
2年債利回り(期中平均、%)	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
10年債利回り(期中平均、%)	0.27	0.27	0.37	0.33	0.37	0.41	0.65	0.83	0.95	1.19	1.43	1.71	0.28	0.31	0.57	1.32
国内最終需要	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	2.66	2.89	3.06	3.17	3.40	3.63	3.87	1.80	2.35	2.84	3.52
民間需要	0.5	2.1	2.3	1.6	1.5	2.9	2.4	2.8	3.1	2.9	2.8	2.8	2.4	1.6	2.1	2.8
	1.6	2.7	2.9	3.3	1.9	3.4	2.8	3.4	3.7	3.5	3.5	3.4	3.3	2.4	2.8	3.4

(注) 網掛けは予想値。2014 年 5 月 20 日時点。

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