

2014年6月20日 全8頁

# 米国経済見通し 年後半に政策転換点か

緩やかな回復の元で中間選挙と金融政策の出口を模索

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]

- 雇用の量的改善が継続し、個人消費の拡大も続いている。企業活動は拡大基調にあり、中小企業に回復の裾野が広がっている様子である。いくつかの懸念材料は指摘できるが、総じて見れば、年後半以降に向けて緩やかな回復基調にあることが示されている。
- 6月17日から18日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、資産買い入れ規模の縮小が継続され、事実上のゼロ金利政策も維持された。2011年に策定された「出口戦略」の見直しは年内完了が目標と示され、中間選挙の結果が出る時期と重なる。
- 2015年の債務上限問題や予算の策定がどうなるかは金融政策の先行きにも影響する。共和党優勢が予測される中間選挙では、保守派運動のティーパーティーの勢力が相応に維持されているとみられ、強硬意見が台頭する可能性も踏まえておくべきだろう。

## 政策要因の先行きと景気循環

6月17日から18日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、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<sup>1</sup>。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。5回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350億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。

経済の現状判断は、労働市場の改善などを背景に上方修正された。2014年の経済成長率の予想は、1-3月期の成長鈍化によって下方修正されたものの、天候要因は一時的なものとされて、経済は回復基調にあるとの判断と見通しを大きく変えることはなかったとみられる。

実際、雇用の量的改善が継続し、個人消費の拡大も続いている。住宅市場は堅調とは言えないが、一方的に悪化する様相でもない。企業活動は拡大基調にあり、中小企業に回復の裾野が広がっている様子がうかがわれる。労働市場の質的改善が途上にあることや、住宅ローンの利用が難しくなっていることなど、いくつかの懸念材料は指摘できるが、総じて見れば、年後半以降に向けて緩やかな回復基調にあることが示されている。

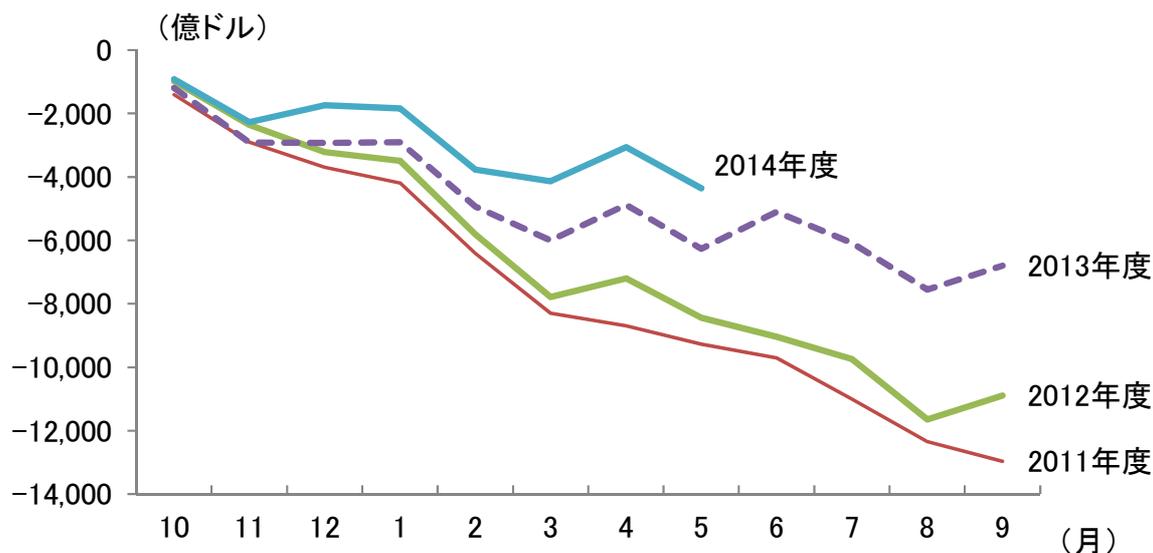
利上げの開始時期とペースを巡るFOMC参加者の見通しは、ばらつきがあり、前回3月時点の見通しよりもばらつきの度合いが拡大した感がある。イエレン議長は会合後の記者会見で、2011年に策定された「出口戦略」の見直しは年内完了が目標であると述べたが、年末にかけてQE3縮小が終了し、中間選挙の結果が出る時期と重なることになる。2015年に財政関連の問題が繰り返されるリスクがあるが、そうした先行きが見通せる可能性が高まる時期に、利上げに向けたFOMC参加者の意見も収斂が進むのではないだろうか。

財政状況では、連邦政府の財政赤字は、2013年10月から始まる2014年度の5月までの累積で、4,364億ドルとなり、前年同時期よりも約3割縮小した（図表1）。経済の底堅さを背景に、税収が増加して財政収支の改善が続いている。財政赤字縮小に向けた議論が下火となることで、当面、財政関連は話題になりにくいだろう。ところが、11月の中間選挙に向けたヴァージニア州の下院選候補を決める予備選で、下院共和党のナンバー2であるカンター院内総務が保守派運動のティーパーティー系候補に敗れた。上院の予備選では共和党主流派の優勢が見受けられるが、選挙区の規模が相対的に小さい下院の候補者選びでは、保守派の勢いは相応に維持されているとみられる。再び強硬な意見が台頭する可能性を踏まえておく必要がある。

<sup>1</sup> 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：QE3は予定通り年内終了、焦点は出口戦略へ」（2014年6月19日）参照。

[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140619\\_008660.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140619_008660.html)

図表 1 連邦財政収支（年度累積）



（注）会計年度は10月から9月。

（出所）財務省より大和総研作成

## 中間選挙は際どい議席配分との予測

今のところ、中間選挙後の議席数は、下院は共和党が過半数を維持すると予測されている（図表2）。現在は民主党が過半数を占める上院の議席数予測は、共和党が議席数を伸ばすものの、過半数を奪回できるかどうかはなおも際どい情勢である。ねじれ議会が続くのであれば、上院と下院で法案成立に向けた交渉が必要となるが、共和党が上下両院で多数派となれば、ティーパーティー系の議員の動向にもよるが、ねじれ議会よりもさまざまな法律が成立する見込みが高まることになる。

金融政策の先行きにも影響するであろう2015年前半に控える債務上限問題や、2015年度予算の策定がどのように決着するかは依然として見通し難い。

図表 2 中間選挙の議席数予測

	上院			下院		
	民主党	Toss up	共和党	民主党	Toss up	共和党
現在（6月19日時点）	55	-	45	199	-	233
ヴァージニア大学（6月17-19日時点）	48	4	48	194	9	232
議席数増減	(-7)		(+3)	(-5)		(-1)
Rothenberg Political Report(6月4-6日時点)	49	2	49	197	7	231
議席数増減	(-6)		(+4)	(-2)		(-2)

（注1）“Toss up”は、互角で勝敗の予測が際どいとされる議席数。

（注2）上院の独立系議員2人は民主党寄りとされるため、民主党に振り分けた。

（出所）連邦議会、各予測機関ウェブサイトより大和総研作成

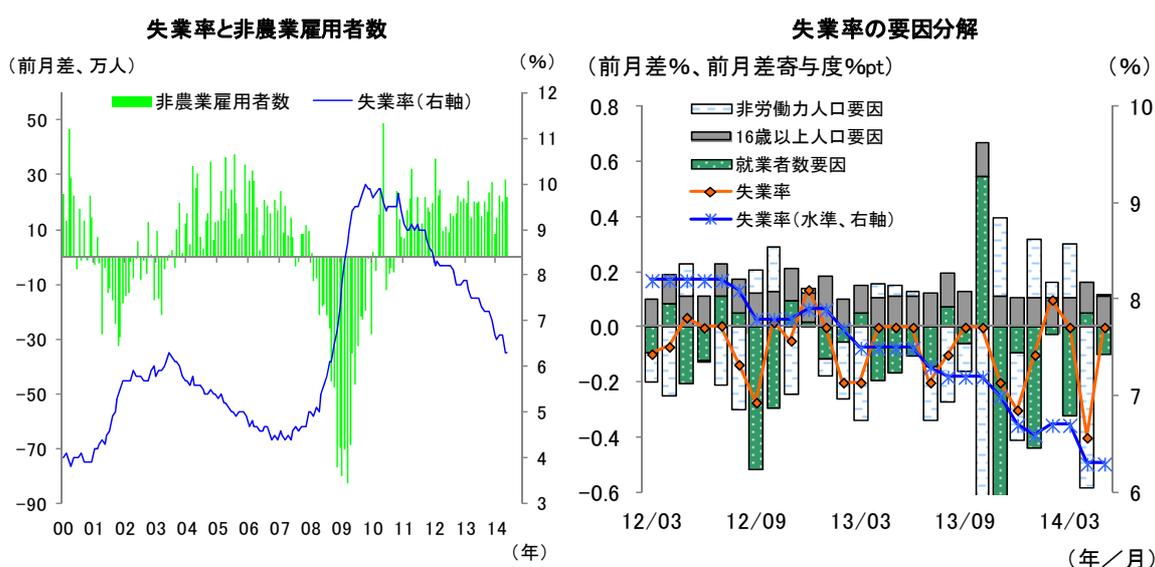
## 雇用の量的改善が続く

2014年5月の非農業部門雇用者数は前月差21.7万人増と、おおむね市場予想（Bloomberg調査：中央値21.5万人増）に沿った結果であった<sup>2</sup>。前月の同28.2万人増からは増加幅が縮小したが、4ヵ月連続で前月差20万人台の増加となり、雇用の量的改善が続いていることが示された。雇用者数の増加を部門別に分けると、引き続きサービス部門が大部分を占め、生産部門は僅かながら増加を維持した。

5月の失業率（季節調整済み）は6.3%と前月から横ばいであった。これまでは労働参加率の低下が続き、失業率が低下しやすい局面であった。しかし、当月の中身を見ると、労働参加率は前月と変わらず、非労働力人口の減少、就業者数の増加が生じており、雇用環境は改善したと判断できそうだ。すなわち、非労働力人口が僅かに減少、就業者数が増加して失業率の下押し要因となったが、16歳以上人口の増加による押し上げ寄与とほぼ相殺された（図表3・右）。

このように、5月の雇用統計では雇用環境の改善が続いていることが示された。ただし、賃金の上昇圧力の高まりは5月のデータからも確認できなかった。雇用者数の増加は、相対的に賃金が低いサービス部門に偏っていることもあるが、生産部門やサービス部門という部門別に分けて見ても賃金上昇ペースはリーマン・ショック前を下回っている。経済的理由のパートタイム就業者数や長期失業者数は高止まりしたままで、労働市場の需給が十分にタイト化したとは言えない。今後も米国経済の拡大に伴い雇用の量的改善が続き、労働市場の需給は緩やかに引き締まると見込んでいるが、目に見えて賃金が上昇するには時間がかかるだろう。

図表3 雇用環境の概要



(注) 失業率の要因分解の2013年1月以降と2014年1月以降は、それ以前とデータが連続していない。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

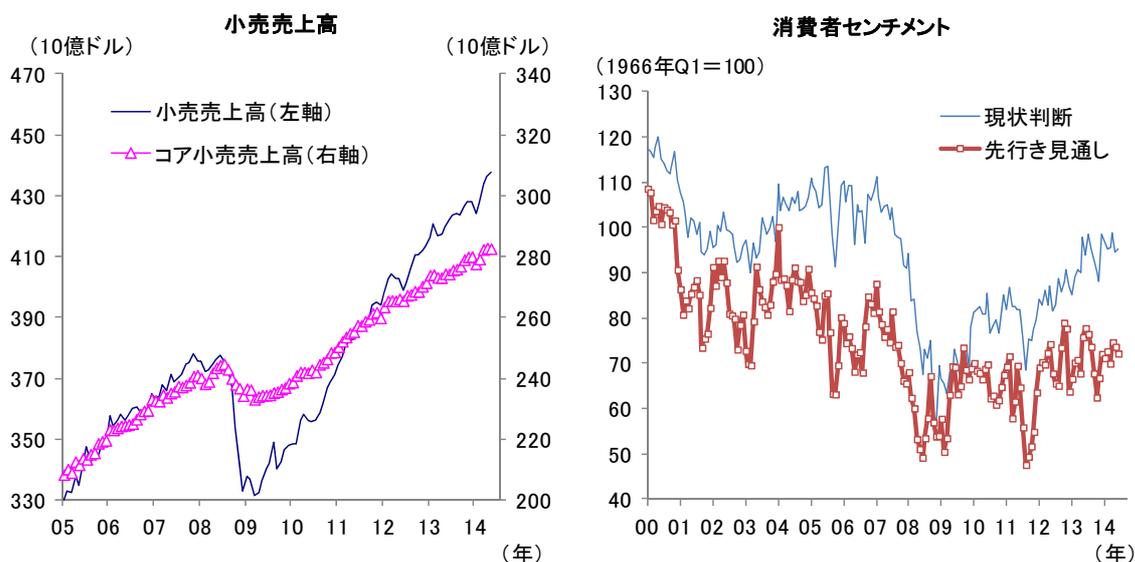
<sup>2</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 笠原滝平「景気後退前の水準に戻った米国の雇用者数」(2014年6月9日) 参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140609\\_008621.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140609_008621.html)

## 個人消費は引き続き悪天候の影響を受けるも基調は弱くない

5月の小売売上高は前月比0.3%増と4ヵ月連続で増加した(図表4・左)。悪天候からの反動などによって好調な自動車販売が全体を押し上げた格好となった。しかし、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同0.1%減と4ヵ月ぶりの減少に転じた。特に、デパートを含む一般小売店や衣料品店、飲食店の減少が大きかった。ページブック(地区連銀景況報告)で、北東部で依然として悪天候が続いて個人消費の抑制要因になっていることが報告されており、引き続き一部に天候要因が影響しているとみられる。

天候要因を除けば、消費を取り巻く環境は悪くないだろう。伸びは鈍化しつつあるが資産価格の上昇も続き、雇用・所得環境は緩やかに改善している。また、ロイター／ミシガン大調査の5月の消費者センチメント(確報値)は現状認識、先行き見通しともに低下したが、水準は高いままである(図表4・右)。6月の消費者センチメント(速報値)は先行き見通しこそ低下が続いたが、現状認識は上昇に転じており、消費者マインドが一方向に悪化する状況でもなさそうだ。今後の個人消費は、雇用・所得環境の改善ペースに沿った緩やかな増加が続くと見込まれる。

図表4 個人消費の基調は底堅い



(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

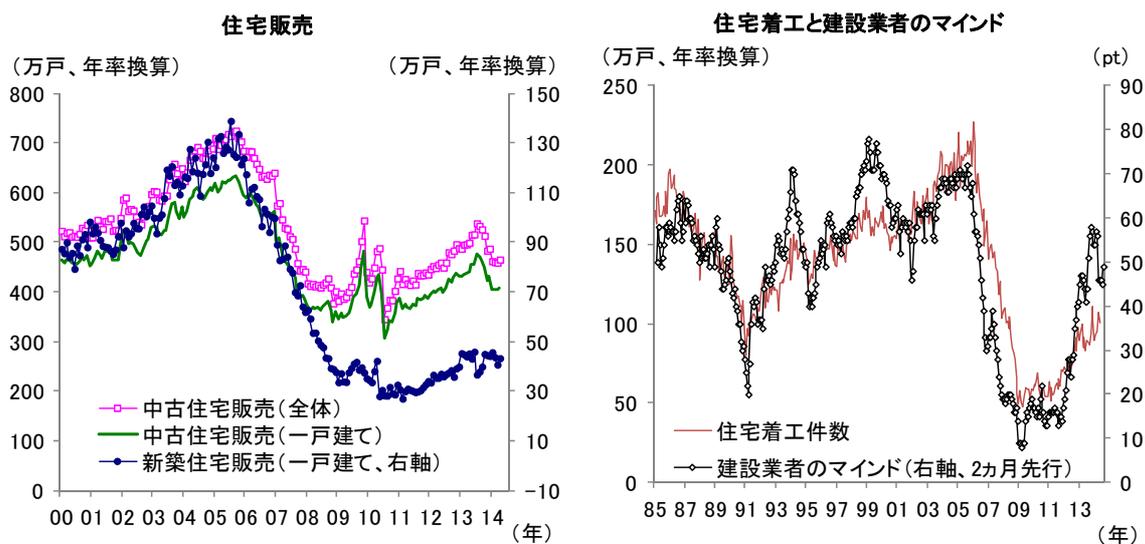
## 懸念は残るものの住宅市場は緩やかな成長ペースへ

4月の住宅販売は、新築住宅(一戸建て)が前月比6.4%増で年率換算43.3万戸、中古住宅(一戸建て)が同0.5%増で年率換算406万戸と、それぞれ増加した(図表5・左)。ようやく悪天候の影響が和らぎ、住宅市場にも改善の兆しが見えてきた。ページブックでは、引き続き住宅販売が弱い理由に、在庫不足を挙げているが、その状況も変わりつつある。

5月の新築住宅着工は前月比6.5%減と減少に転じたが、年率換算100.1万戸と100万戸台を維持した。6月のNAHB（全米住宅建設業者協会）の景況感は改善しており、慎重ながら在庫の積み増しを行っていると言われた（図表5・右）。新築や中古の在庫月数（在庫戸数／販売戸数）は緩やかながら上昇傾向にある。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引き続き二桁が続いているが、在庫が積み増し傾向にあることから、今後は価格上昇ペースが鈍化する可能性がある。

ただし、懸念材料がないわけではない。6月のFOMC後のイエレン議長の記者会見でも発言があったように、銀行は、販売した住宅ローンやMBS（住宅ローン担保証券）の買い戻しを請求されるリスク（プットバック問題など）によって、信用力の低い借り手に住宅ローンを貸しづらい状況がある。今後、住宅市場が大崩れする可能性は低いと見ているが、2012年のような高成長は期待しづらい。住宅ローンが利用しにくいという問題はありますが、手頃な価格の物件供給が増えるに従い、住宅市場の安定的な拡大が見込まれるだろう。

図表5 住宅市場に改善の兆し



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

## 企業活動は拡大傾向

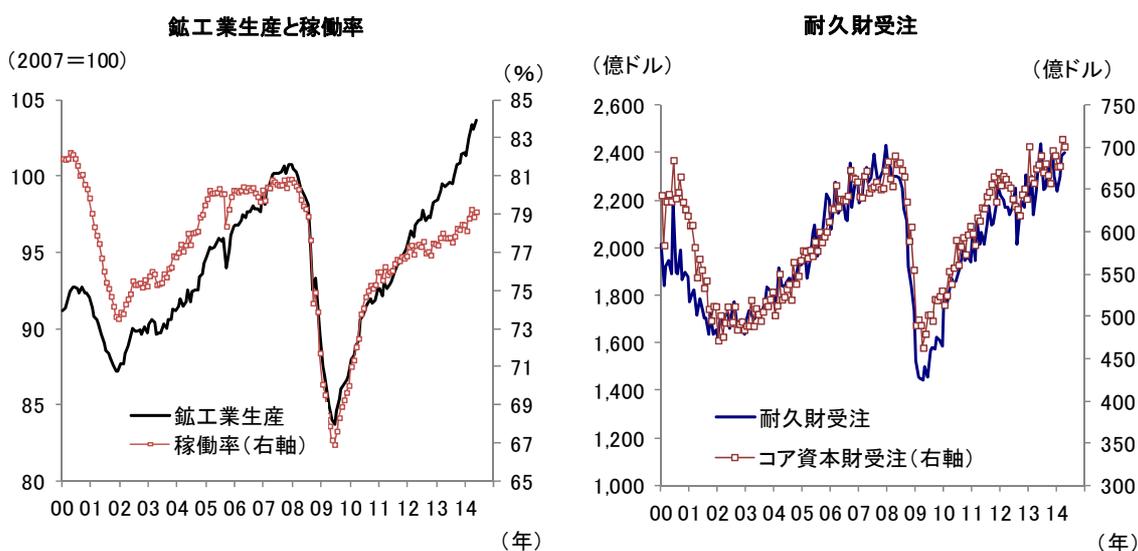
5月の鉱工業生産指数は前月比0.6%増と再び増加に転じた（図表6・左）。このうち、製造業は同0.6%増、鉱業は同1.3%増、電気・ガスなどの公益は同0.8%減であった。稼働率もリーマン・ショック以降で最も高かった3月とほぼ同じ水準まで上昇した。4月は悪天候の反動増が一服したことでマイナスになったとみられるが、5月にはそうした特殊要因による変動も落ち着いたと考えられ、なお生産活動が増加した点は、企業活動の基調は腰折れしていないことの表れと言えるだろう。

5月のISM製造業指数は生産と新規受注の判断が上昇し、回復が続いており、企業の景況感も

上昇傾向にある。4月の耐久財受注は前月比0.6%増と3ヵ月連続で増加したが、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1.2%減と減少に転じた（図表6・右）。コア資本財受注は3月に同4.7%増と大幅に増加していたため、その反動が出た可能性がある。天候要因の反動がなくなるとみられる5月分の統計を確認する必要があるだろう。

企業の景況感や実際の生産活動は改善しており、稼働率も水準が高くなってきている。企業活動の拡大が続けば、今後の設備投資は増加基調となるだろう。

図表6 稼働率の緩やかな上昇が続く



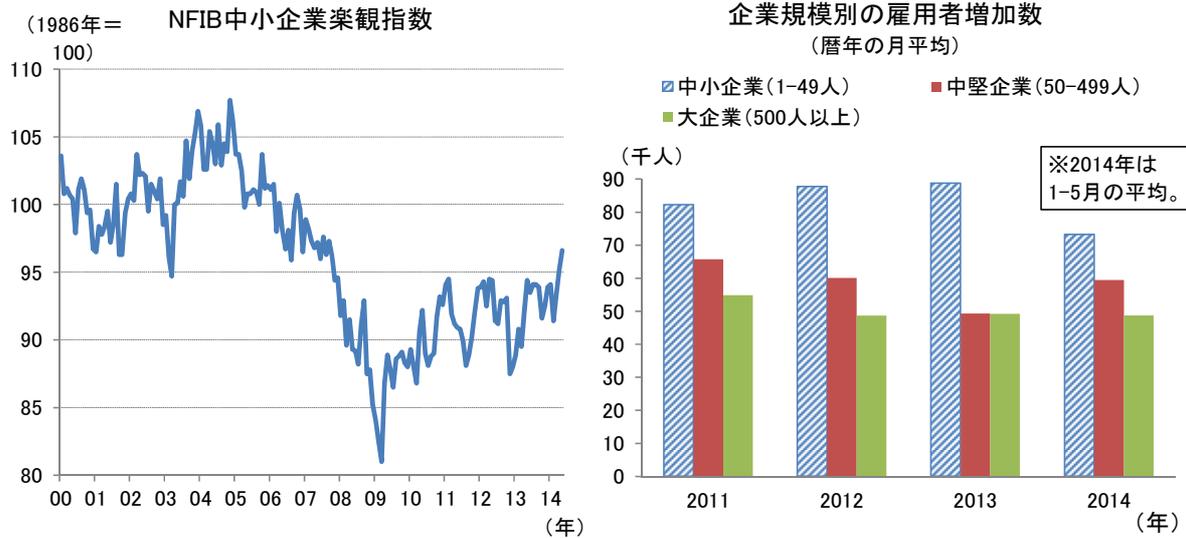
(出所) FRB, Census, Haver Analytics より大和総研作成

## 中小企業の回復も

6月のページブックでは、全ての地区において製造業の活動が拡大したと報告されており、企業活動の裾野が広がりつつある様子が示されている。中小企業の景況感を表すNFIB (National Federation of Independent Business) による5月の中小企業楽観指数 (Small Business Optimism Index) は、3ヵ月連続で改善して96.6となり、2007年9月以来の水準になった（図表7・左）。売上見通しDIの改善などが指数全体の改善の背景となっている。米国経済回復の裾野が広がっている証左の一つと言えよう。

ADP雇用統計によると、民間部門における雇用拡大における中小企業の存在感は大きい。例えば、2013年に増えた雇用者数の半分近くは従業員50人未満の企業によって創出されている（図表7・右）。NFIB中小企業楽観視数を構成する求人状況DIも金融危機前の水準に回復しており、中小企業の業況改善は、労働市場の一層の改善につながる可能性が期待できよう。

図表7 中小企業の回復



(出所) NFIB, ADP, 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1.0%減とマイナス成長に改定された。マイナス成長は2011年1-3月期以来となる。下方修正された主な要因は在庫のマイナス寄与度が拡大したこと、純輸出と政府支出も下方修正されてGDP成長率を押し下げた。もっとも、個人消費、設備投資、住宅投資は上方修正されており、国内民間最終需要ベースでの米国経済は改善を続けていることになる。4-6月期は悪天候要因の反動で上振れする可能性が高いが、1年の発射台となる1-3月期が低い成長率となったことから、2014暦年の成長率は引き下げた。

図表8 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	-1.0	4.1	2.7	2.9	3.2	3.0	2.9	2.9	2.8	1.9	2.2	3.0
<前年同期比>	1.3	1.6	2.0	2.6	2.0	2.4	2.1	2.2	3.2	2.9	3.0	3.0				
個人消費	2.3	1.8	2.0	3.3	3.1	3.6	2.6	2.9	3.1	2.9	2.8	2.7	2.2	2.0	2.9	3.0
設備投資	-4.6	4.7	4.8	5.7	-1.6	5.8	4.4	5.6	6.4	6.2	6.6	6.8	7.3	2.7	3.5	6.0
住宅投資	12.5	14.2	10.3	-7.9	-5.0	2.6	4.4	5.3	5.9	5.7	5.8	5.9	12.9	12.2	0.5	5.3
政府支出	-4.2	-0.4	0.4	-5.2	-0.8	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.4	-1.0	-2.2	-1.1	0.0
輸出	-1.3	8.0	3.9	9.5	-6.0	3.8	4.1	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	3.5	2.7	2.6	4.6
輸入	0.6	6.9	2.4	1.5	0.7	3.2	3.4	3.6	4.1	3.8	3.7	3.5	2.2	1.4	2.4	3.7
鉱工業生産	4.2	1.9	2.5	4.9	4.5	3.7	2.8	2.9	3.2	3.5	3.5	3.6	3.8	2.9	3.7	3.2
消費者物価指数	1.2	0.4	2.2	1.1	1.9	2.5	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1	2.3	2.1	1.5	1.8	1.9
失業率(%)	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.3	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	8.1	7.4	6.3	5.8
貿易収支(10億ドル)	-121	-122	-121	-112	-127	-128	-127	-127	-126	-124	-122	-118	-538	-476	-508	-490
経常収支(10億ドル)	-105	-106	-101	-87	-111	-112	-111	-109	-107	-105	-101	-96	-461	-400	-443	-409
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	0.42	0.61	0.80	0.92	1.15	1.40	1.68	0.28	0.31	0.55	1.29
10年債利回り(期中平均、%)	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	2.63	2.82	2.99	3.10	3.32	3.56	3.83	1.80	2.35	2.80	3.45
国内最終需要	0.5	2.1	2.3	1.6	1.6	3.2	2.5	2.8	3.1	2.9	2.9	2.8	2.4	1.6	2.2	2.9
民間需要	1.6	2.7	2.9	3.3	2.0	3.9	3.0	3.4	3.7	3.5	3.5	3.4	3.3	2.4	2.9	3.5

(注) 網掛けは予想値。2014年6月19日時点。

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