

2014年7月18日 全8頁

米国経済見通し 台頭する不透明感

明らかになった QE3 終了時期と中間選挙

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
経済調査部 エコノミスト 笠原 滝平

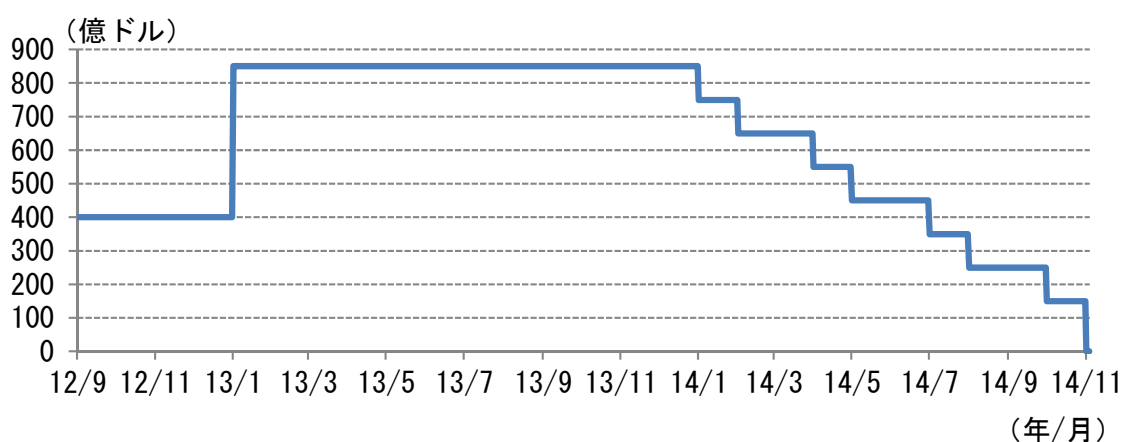
[要約]

- イエレン議長の議会証言において、QE3に伴う資産買い入れ規模の縮小は、10月のFOMCで完了し、QE3を終了させる方向性が示された。11月の中間選挙と同時期であり、2015年の財政関連リスクの見通しがたつにつれ、利上げ開始時期の議論も深化するだろう。
- 悪天候からの反動とみられる経済指標は少なくなく、労働市場や個人消費などは緩やかな回復を続けている。住宅市場などで供給面にいくつかの課題があることから、回復ペースの加速までは見込み難しく、反動増一服後は緩やかな回復ペースに留まるだろう。
- 経済の回復ペースが鈍いままで、財政関連のリスクが残るのであれば、FOMC参加者であっても利上げ開始時期は見通し難しく、先送りされる可能性もある。緩和的な金融政策の継続を背景とした過剰なリスクテイク行動をイエレン議長らは警戒せざるを得ない。
- 悪天候にさらされた1-3月期の実質GDP成長率がさらに下方修正された。今後の回復が見込めるとしても、暦年の最初の四半期の発射台が低くなったことから、2014暦年の成長率見通しを下方修正した。

政策要因の先行きと景気循環

いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」の買い入れ規模は、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）まで5回連続で縮小が続けられ、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。同じペースであれば、7月と9月のFOMCでそれぞれ100億ドルずつ減額し、買い入れ規模は150億ドルとなる。6月のFOMC議事要旨によれば、10月のFOMCで最後に残る150億ドルを一度に減額し、QE3による資産買い入れは10月に終えることで意見が一致していることが示された。今後は、保有する資産の再投資の扱いや、利上げの具体的な手法などの議論が続くこととなる。

図表1 QE3に伴う資産買い入れ規模（月当たり）



(注) 7月と9月のFOMCで100億ドルずつ減額され、10月のFOMCでゼロになるとして描画。

(出所) FRBより大和総研作成

6月のFOMCにおける経済の現状判断は、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、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。事実、悪天候からの反動を示す経済指標は少なくない。労働市場や個人消費、住宅販売は回復傾向にあるが、供給面にいくつかの課題があることから、回復ペースの加速にまでは至らないだろう。

7月15日と16日に行われたイエレン議長の議会証言では、労働市場の改善は不十分などとしながらも、天候要因は一時的なものとされて、また7月のFOMCに向けたページブック（地区連銀景況報告）では、総じて緩やかな改善傾向の継続が報告された。

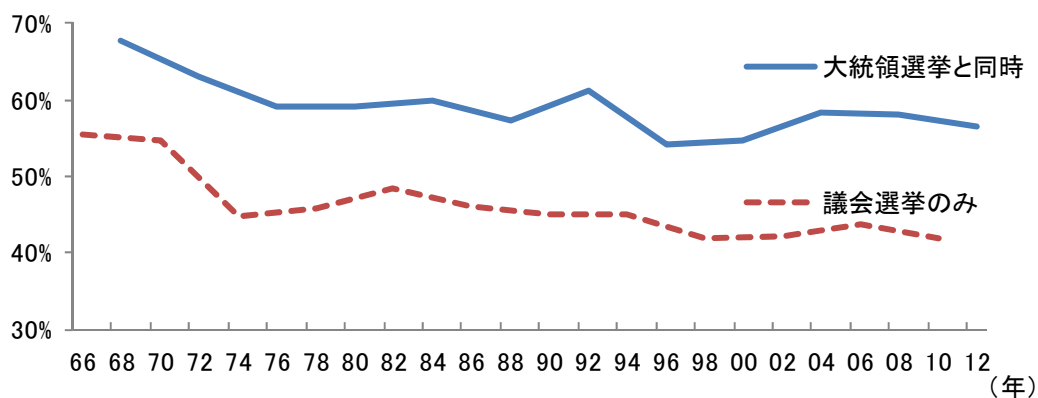
イエレン議長の証言で注目されたのは、金融のリスクに関する指摘であろう。資産バブルの存在は否定しつつも、一部の業種の株価は、バリュエーションから高値圏にあることを指摘した。中央銀行からこうした指摘があること自体が異例だが、中間選挙の結果が利上げ開始時期を大きく左右する可能性があるだけに、政策の先行き不透明性は高く、そうした不透明感が市場の不安定性につながる可能性がある。緩和的な金融政策を続ける前提として、過剰なリスクテイク行動を警戒していると考えられるだろう。金融政策で対応する課題ではないとされているが、QE3終了を決めるFOMCは10月と明言したことは、政策不透明感を多少なりとも低減させ

る意図も含まれているのかもしれない。

10月28日から29日にかけてのFOMCでQE3終了が決定されるとすれば、11月4日に行われる中間選挙と時期が近い。イエレン議長の議会証言で、利上げ時期はいつ頃になりそうか、示唆されることはなかったが、2015年に連邦政府の債務上限問題や予算作成など、財政関連の問題が繰り返されるリスクがあり、こうした事情を踏まえると見通し難いというのが実際のところではないだろうか。8月には中間選挙に向けた予備選の多くが終わり、本選挙での民主・共和両党の対決の構図が固まっていく。

中間選挙の投票率は、大統領選と同時に行われる議会選挙と比べて低い。属性別の投票率では、黒人やアジア系、ヒスパニック系などの投票率はここ20年で上昇し、ヒスパニック系以外の白人の投票率は低下しているが、それでもヒスパニック系以外の白人の投票率が最も高い。性別では女性の投票率がわずかに男性を上回っている。年齢別では、65歳以上の年齢階級において投票率が最も高く横ばいだが、65歳未満ではそれぞれの年齢階級において投票率は低下傾向で、24歳以下の階級で最も低い。中間選挙は、連邦議員の選出にあたって少数派でも相対的に強硬意見の主張が通りやすくなる可能性がある。ペイナー下院議長が改正移民法を下院で審議しないとしたことは、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敗れるなど、保守派の動きが依然として一定の影響力を保持していることを念頭においている可能性がある。

図表2 連邦議会選挙の投票率



(出所) Census より大和総研作成

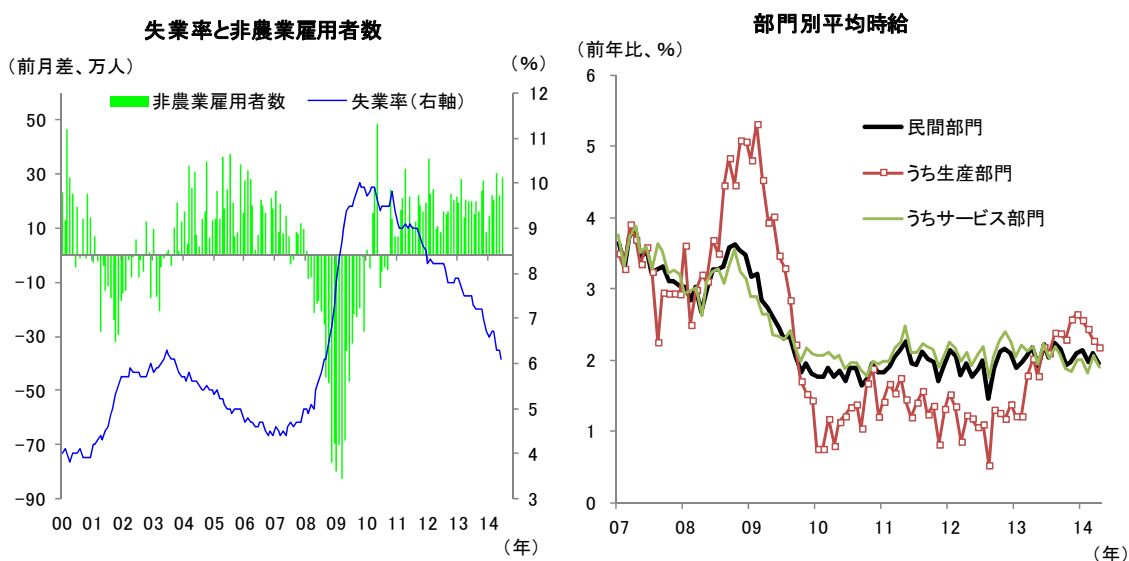
7月15日、CBO（議会予算局）は、長期の財政見通しを公表した。2014年度から2015年度にかけて財政赤字（GDP比）は縮小するが、その後は高齢化を背景に医療関連支出や公的年金の支払いや利払いが増えて、歳入を上回り、財政赤字は拡大していく見通しとなっている。また、財政赤字の残高（GDP比）が2039年度には、第2次世界大戦直後と同じ106%に達するとした。中間選挙後の連邦議会議員は、単年度の財政収支のみならず、高齢化の進展を踏まえた長期的観点からの財政健全化を検討しなければならない。短期的な財政リスクが顕在化するか否かに加えて、中長期的な観点での財政政策の議論が行われるかも注目したい。

雇用の量的改善が続くも賃金の上昇圧力は限定的

2014年6月の非農業部門雇用者数は前月差28.8万人増と、市場予想（Bloomberg調査：中央値21.5万人増）を大幅に上回った¹。過去分の修正では、4月分が同28.2万人増から同30.4万人増へ、5月分が同21.7万人増から同22.4万人増へ修正され、合計では2.9万人分の上方修正であった。前月差の6ヵ月平均は23.1万人増と2ヵ月ぶりの20万人台となった。

失業率（季節調整済み）は6.1%と前月から0.2%ポイント低下した。就業者数や就職を諦めた者など（非労働力人口）が増加し、失業者数は減少した。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、労働参加率は3ヵ月連続で62.8%となり、このところ下げ止まっている。労働参加率は高齢化などの構造的要因によっても変動するが、今後は雇用環境の改善が働く意志のある者の増加を促して、労働参加率の上昇、または低下ペースの鈍化が生じる可能性がある。6月は労働参加率がほぼ横ばいであったにもかかわらず就業者数の増加によって失業率が低下しており、就業者数の増加ペースは十分速いと言えるだろう。

図表3 雇用環境の概要



（出所）BLS, Haver Analytics より大和総研作成

ただし、就業者数の増加はパートタイム就業者数の増加によってもたらされており、特に経済的理由のパートタイム就業者のうち、パートタイムの職しか見つからなかった者の増加によるところもある。民間部門全体の週平均労働時間は34.5時間と4ヵ月連続で横ばいであった。平均時給は24.45ドルで前月比0.2%増、前年比2.0%増と引き続き緩慢な伸びとなった。相対的に低賃金であるサービス部門が雇用者数増加の大半を占めていることなどが要因として挙げられるが、それでも民間部門を生産部門とサービス部門に分けた場合、それぞれの賃金上昇率

¹ 大和総研 経済調査部 笠原 滝平、ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕「米国の労働市場は堅調な量的改善が続く」（2014年7月4日）参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140704_008727.html

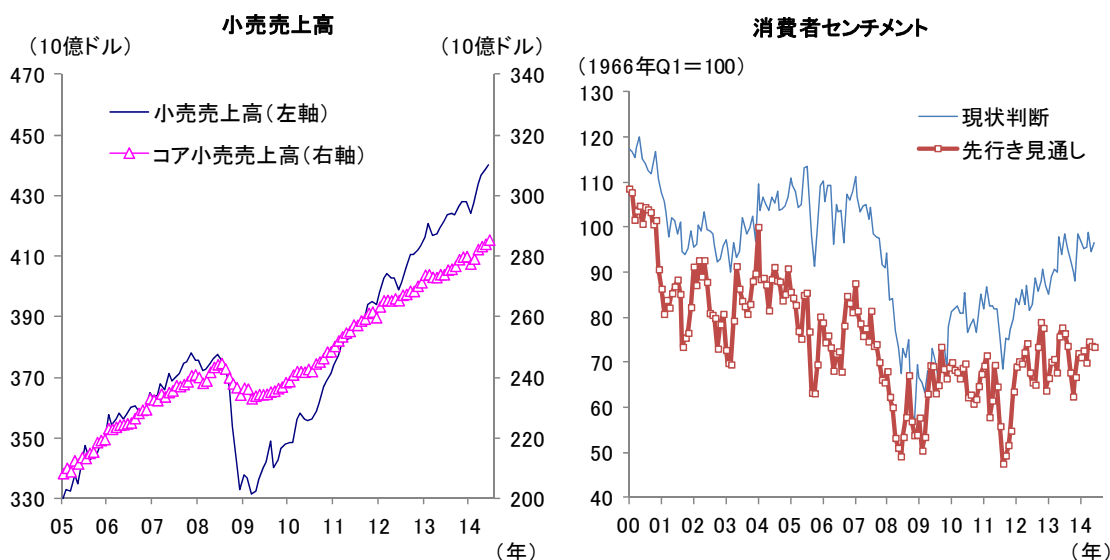
はリーマン・ショック前に比べて低い。現在の賃金上昇圧力が弱いのは産業構造の変化だけに求められず、労働市場の需給が十分に引き締まっていないことの表れと捉えられる。しかし、ニューヨーク連銀の調査によれば、賃金の見通しで上昇期待が高まっていることが示された。イエレン議長の議会証言でも指摘されたように、FRB（連邦準備制度理事会）が目指すべき労働市場の改善と安定的なインフレ率を同時に満たすためには、賃金上昇がポイントになると考えられる。

悪天候の反動を越えてなお堅調な個人消費

6月の小売売上高は前月比0.2%増と5ヵ月連続で増加した。これまでは悪天候の反動などによって自動車ディーラーなどが全体を押し上げていたが、当月は5ヵ月ぶりに自動車ディーラーの売上が減少に転じた。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0.5%増と前月から増加幅が拡大した。デパートを含む一般小売店や無店舗販売などが全体を押し上げた。個人消費の基調は増勢を強めていると判断できるだろう。

ロイター／ミシガン大調査の6月の消費者センチメント（確報値）は82.5と前月から若干上昇した。株価は緩やかながら上昇が続いており、雇用環境も速いペースで改善が続いていることなどが、消費者マインド上昇の背景にあると考えられる。今後も、個人消費は雇用環境の改善に沿って増加が続くことを見込んでいく。

図表4 小売売上高と消費者マインド



(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

もともと、リスクがないとは言えない。例えば、ガソリン価格の高止まりである。米国のガソリン価格はドライブシーズンである夏にかけて上昇し、その後はピークアウトして低下するパターンが多い。ところが、足元のガソリン価格はやや下がり始めているが、それでも、レギ

ユラーガソリンの価格（全国平均）は、過去数年の同時期と比べて高い。中東やウクライナでの政情不安定化などが背景と考えられ、これら地政学的要因に基づく問題がただちに解決に向かわないのであれば、ガソリン価格が高止まりして、個人消費回復の足かせになるリスクがあるだろう。このほか、カリフォルニアなどで干ばつが続くなど、他地域が豊作でなければ食品価格の上昇も想定され、供給面からのインフレ圧力も注意すべきだろう。

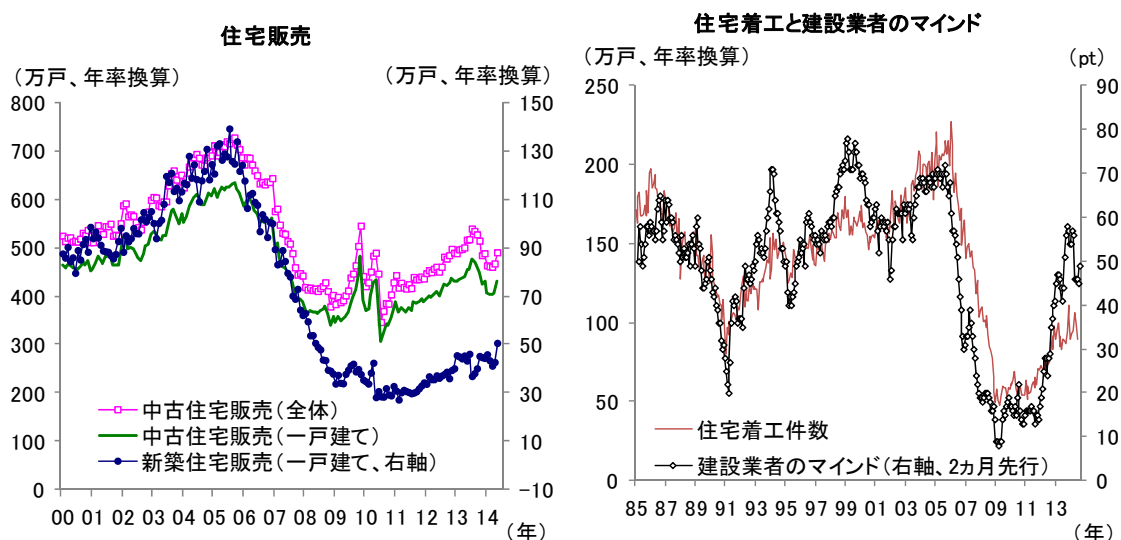
足元軟調な住宅市場だが建設業者の景況感は改善

5月の住宅販売は、新築住宅（一戸建て）が前月比18.6%増で年率換算50.4万戸、中古住宅（一戸建て）が同5.7%増で年率換算430万戸と、それぞれ増加した。5月までは、悪天候の影響を受けた年始の反動による押し上げも考えられよう。

ところが、FRBのベージュブックでは、在庫不足が住宅販売を抑制していると報告されたが、同報告は7月7日までの状況が対象期間となっており、定性的な情報からは6月以降の販売鈍化が示唆されている。6月の住宅供給の一部である新築住宅着工は、前月比9.3%減と2ヵ月連続で減少しており、年率換算では89.3万戸と2014年1月以来の90万戸割れとなった。新規の住宅供給が軟調な状況では、在庫不足解消は困難であり、住宅販売の増加にも期待しづらい。

一方的に悪化する様相ではなく、先行きには期待が持てる点もある。7月のNAHB（全米住宅建設業協会）の建設業者の景況感指数は2ヵ月連続で改善し、53と2014年1月以来の50台に回復した。建設業者は現状、先行き見通しに対して強気になっており、今後の建設活動が拡大する可能性があるだろう。住宅ローンの審査が厳しくなったことや、労働者の確保などが見通し難しく、住宅市場は足元で軟調な動きであるが、今後は緩慢ながら改善していくことを見込んでいる。

図表5 住宅の需要と供給



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

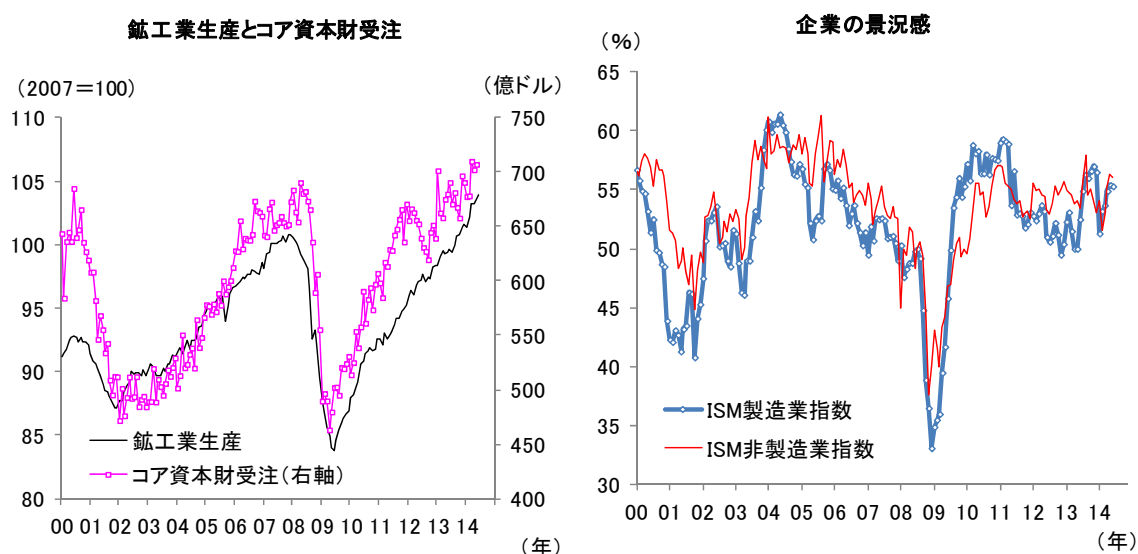
企業活動は高水準で一服

6月の鉱工業生産は前月比0.2%増と2ヵ月連続で増加した。このうち、製造業は同0.1%増、鉱業が同0.8%増であったが、電力・ガスなどの公益は同0.3%減と減少が続いた。

製造業の中では、加工金属や航空機などのその他輸送機器、一次金属などが全体を押し上げた。一方で、自動車・同部品は5ヵ月ぶりの減少に転じており、自動車販売の増加ペースが鈍化した影響を受けている可能性がある。企業の景況感改善にも一服感が見られ、6月のISM製造業指数は前月とほぼ同水準であった。

また、5月の耐久財受注は前月比0.9%減、コア資本財受注（国防・民間航空機を除く）は同0.7%増となった。鉱工業生産やコア資本財受注などの企業活動はすでにリーマン・ショック前の水準を上回っており、反動増が一服した後は急成長が続くことは見込み難い。それでも、7月前半の動向を含むニューヨーク連銀の製造業景況感指数は先行き見通しが低下したものの、現状判断は上昇しており、短期的に企業活動の拡大を示唆する内容であった。海外経済にいくつかのリスクがある一方で、内需は拡大していることから、企業活動も緩やかな拡大が続くことを想定している。

図表6 企業活動と企業の景況感



(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

1-3月期の実質GDP成長率は、個人消費と純輸出が大きく下方修正され、前期比年率2.9%減と大幅に下方修正された。下方修正の主因は、新たなデータを利用して推計を行ったサービス

消費のうち、特に医療支出に関わる部分の修正であった²。改訂後も在庫投資と純輸出のマイナス寄与が大きかったことは変わらない。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 暦年の成長率見通しを引き下げた。

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	前年比(%)			
国内総生産	1.1	2.5	4.1	2.6	-2.9	3.3	2.7	3.1	3.2	3.0	2.9	2.9	2.8	1.9	1.5	3.0
< 前年同期比 >	1.3	1.6	2.0	2.6	1.5	1.7	1.4	1.5	3.1	3.0	3.0	3.0	2.2	2.0	2.2	2.9
個人消費	2.3	1.8	2.0	3.3	1.0	2.1	2.7	3.0	3.1	2.9	2.8	2.7	2.2	2.0	2.2	2.9
設備投資	-4.6	4.7	4.8	5.7	-1.2	7.5	4.8	5.9	6.6	6.2	6.4	6.8	7.3	2.7	4.0	6.2
住宅投資	12.5	14.2	10.3	-7.9	-4.2	6.0	4.2	5.3	5.9	5.7	5.8	5.9	12.9	12.2	1.4	5.5
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	-8.9	6.0	4.1	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	3.5	2.7	2.2	4.8
輸入	0.6	6.9	2.4	1.5	1.8	6.8	3.4	3.6	4.1	3.8	3.7	3.5	2.2	1.4	3.4	3.9
鉱工業生産	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.5	2.8	2.9	3.2	3.5	3.5	3.6	3.8	2.9	3.9	3.4
消費者物価指数	1.2	0.4	2.2	1.1	1.9	2.7	1.8	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	6.2	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	-129	-129	-128	-127	-126	-123	-120	-538	-476	-513	-496
経常収支(10億ドル)	-105	-106	-101	-87	-111	-113	-112	-111	-109	-106	-103	-98	-461	-400	-447	-415
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	0.55	0.74	0.91	1.14	1.30	1.58	0.28	0.31	0.52	1.23
10年債利回り(期中平均、%)	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	2.62	2.75	2.93	3.09	3.31	3.46	3.73	1.80	2.35	2.77	3.40
国内最終需要	0.5	2.1	2.3	1.6	0.3	2.6	2.6	2.9	3.1	2.9	2.8	2.8	2.4	1.6	1.8	2.9
民間需要	1.6	2.7	2.9	3.3	0.3	3.1	3.1	3.5	3.8	3.5	3.5	3.5	3.3	2.4	2.4	3.5

(注) 網掛けは予想値。2014年7月17日時点。

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

² 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「1-3 月期の米国 GDP は大幅下方修正」(2014年6月26日) 参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140626_008692.html