

2014年9月18日 全8頁

米国経済見通し 均せば安定成長

金融政策の先行きはまだわからない

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

[要約]

- 9月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、いわゆるQE3（量的緩和第3弾）に伴う資産買い入れ規模が縮小され、10月の会合で買い入れ停止を決定することが明示された。利上げ開始時期は示唆されず、経済指標次第で2015年中に始まる可能性が高いことが確認されたにとどまる。
- 次回以降のFOMCで声明文の変更が行われる可能性が高く、中間選挙後の政治情勢とさらなる経済指標の情報などを加味した変更が行われることになろう。
- 労働市場では、量的に労働需給が引き締まる方向にあることから、質的にも改善が進む兆候がある。個人消費の腰折れ懸念は回避され、住宅市場も底堅くなってきている。振れは大きいものの、均せばゆっくりとした回復ペースであり、企業活動がより活発化すれば、経済の好循環が進展することが期待されよう。
- 4-6月期の実質GDP成長率が上方修正されたことに伴い、2014暦年の成長率見通しを引き上げた。緩やかな雇用・所得環境の改善が個人消費を底堅く推移させ、成長ペースは設備投資がより増加すれば加速し、住宅投資が腰折れすれば鈍化するだろう。

金融政策と景気循環

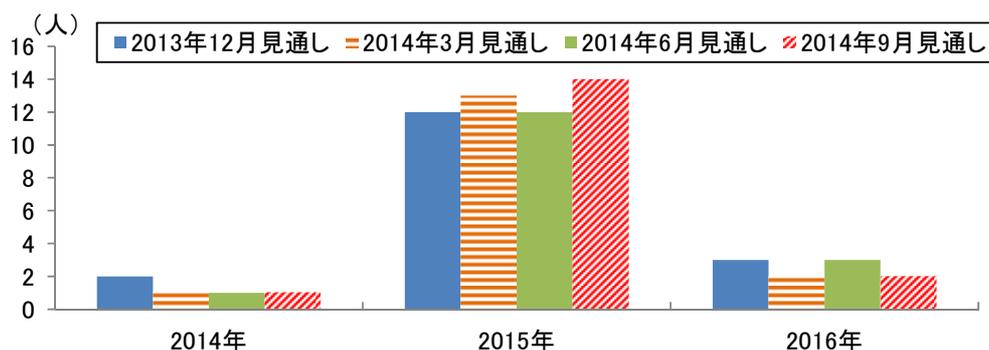
いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」の買い入れ規模は、9月16日から17日にかけて開催されたFOMCまで7会合連続で縮小が続けられ、規模縮小開始前の月850億ドルから150億ドルへ減額が進んだ。労働市場やインフレ動向に問題がなければ、10月のFOMCで残る150億ドルの減額を決定し、QE3による資産買い入れが終了することが声明文に明示された。

今回のFOMC声明文における経済の現状判断は、緩やかなペースで成長しているとして大きな変更はなかった。労働市場では、労働関連の資源の利用について「著しい活用不足が残っている」という文言を踏襲し、インフレ率は長期目標を下回っているとした。また、今回は金融政策の正常化に向けた原則と計画（出口戦略）を公表した。保有する証券の満期資金の再投資は、利上げ開始後に、経済状況に応じて段階的に縮小することや、利上げに際しては超過準備預金金利の調整などを活用することなどが明らかとなった。

FOMC参加者による経済見通しは、実質GDPは2015年分がやや下方修正され、新たに公表された2017年は長期見通しをやや上回る程度に減速する見通しとなった。政策金利見通しは全般にやや上方修正された感があるが大幅ではない。新たに公表された2017年末時点の金利見通しは、長期見通しに近く、多くのFOMC参加者は2017年末頃に利上げが完了するシナリオを描いているようだ。だが、利上げ開始時期については、会合後に行われたイエレン議長の会見でも示唆されることはなく、経済指標次第であることが繰り返し強調された。2015年中の利上げ開始予想はFOMC参加者17人中14人と大多数であることは変わらず、声明文での資産買い入れ終了後、事実上のゼロ金利政策が「相当な期間」継続するという文言も変わらない。QE3の終了が決定される次回会合以降で声明文の変更が行われる可能性が高く、中間選挙後の政治情勢とさらなる経済指標の情報、そして地政学的要因から発するリスクの推移を加味した変更が行われることになる。

足下、労働市場では、量的に順調な改善を続け、労働需給が引き締まる方向にあることから、質的にも改善が進む兆候がある。個人消費の腰折れ懸念は回避され、住宅市場もまちまちながら底堅くなってきている。振れは大きいものの、均せばゆっくりとした回復ペースの企業活動がより活発化すれば、経済の好循環が進展することが期待されよう。

図表1 FOMC参加者の利上げ見通し



(出所) FRB より大和総研作成

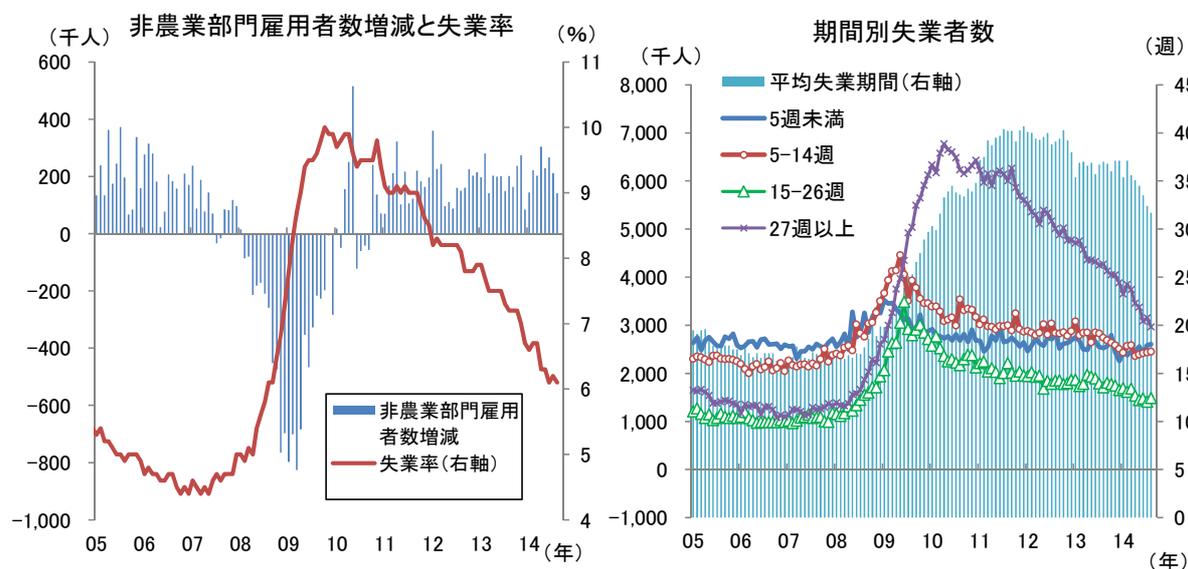
雇用の増加幅の鈍化は一時的である可能性

2014年8月の非農業部門雇用者数は前月差14.2万人増と、市場予想（Bloomberg調査：中央値23.0万人増）を下回った¹。業種別では主に企業向けサービスと教育・医療で増えた。全体の増加幅が抑制された要因として、小売業での経営を巡るトラブルなどが指摘される。雇用の増加幅の鈍化は、一時的である可能性が高い。失業率は6.1%と7月から0.1ポイント低下し、労働市場から退出する人が増えて（労働参加率が低下して）、失業率が低下した。事前の市場予想と一致した。

失業者のうち、失業期間が27週以上の長期失業者は2009年1月以来の水準まで減少してきた。失業期間の平均値は31.7週に、中央値は13.2週にそれぞれ短期化し、失業者に占める長期失業者の比率も低下した。経済的理由でパートタイム労働者となっている人の数は728万人と水準は高いが、前月から減少した。また、職探しをあきらめた人や、フルタイムの職を得られないパートタイム労働者を含めた広義の失業率（U-6）は、12.0%に小幅低下した。フルタイムの職を得たい人々を巡る環境は、わずかながら改善したと言えるだろう。

7月の新規雇用者数は、2007年12月以来の水準に達した。自主的な退職者が増えて、より良い条件の仕事を探そうとする労働者側の姿勢も積極化している様子がうかがわれる。一部の業種では労働時間が延びるにつれて時給の前年比伸び率が上昇するなど、総じて労働需給は引き締まる方向にあり、失業者が減り、賃金上昇率が高まることが期待される。

図表2 雇用環境の概要



(出所) BLS, Haver Analytics 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 「米雇用者数の増加幅の鈍化は一時的だろう」(2014年9月8日) 参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20140908_008918.html

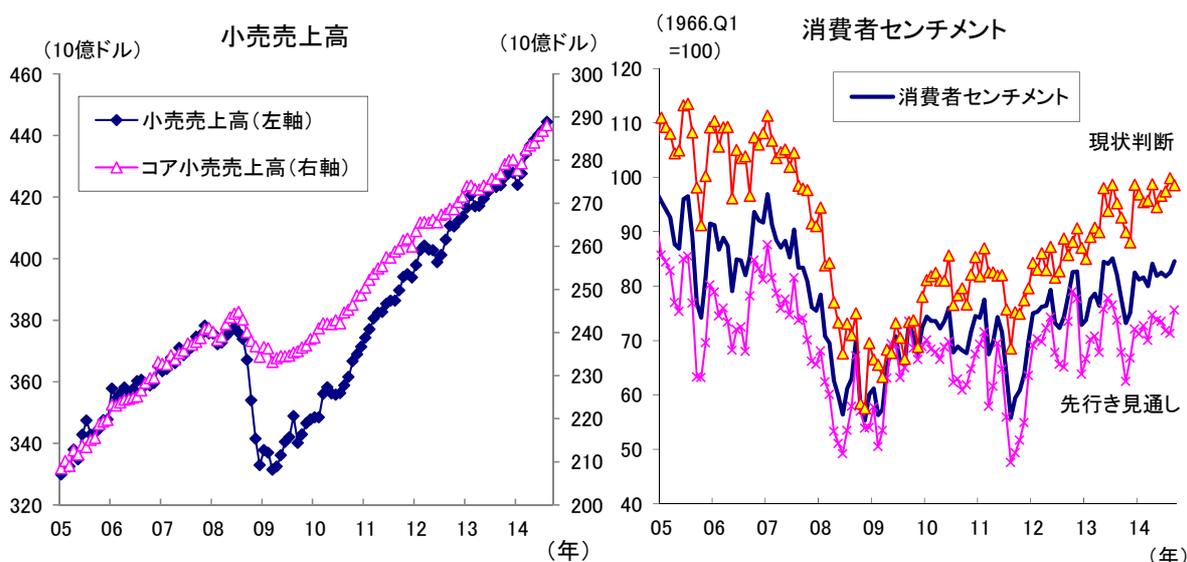
回避された個人消費の腰折れ懸念

7月の個人消費支出は、前月比0.1%減と6ヵ月ぶりに減少した。うち、耐久財は3ヵ月ぶりに、非耐久財は6ヵ月ぶりに前月を下回った。可処分所得は同0.1%増と7ヵ月連続で増加したが、伸び率は鈍化し、悪天候からの反動が一服した感があった。

8月の小売売上高は前月から0.6%増加し、7月分が同0.3%増に上方修正されたことで、前月比プラスは7ヵ月続き、個人消費回復の腰折れ懸念は回避されたことになる。8月の新車販売は、年換算で1,753万台となり、2006年1月以来の1,700万台に達した。小売売上高でも自動車・同部品が前月比1.5%増と高い伸びを示し、建材・園芸や家具、家電などの住宅関連の業態や衣料品などでも売上が増加した。新学期商戦の好調さも寄与しているとみられ、ICSC（国際ショッピングセンター協会）によれば、新学期商戦における1人当たり消費額は昨年の284ドルから325ドルに増えたとされる。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も、前月比0.4%増と増加が続いた。8月のガソリン価格は、2011年以降では8月としては最も安く、ガソリン以外の消費を増やせる余地が増えたと考えられる。

ロイター／ミシガン大調査の9月の消費者センチメント（速報値）は84.6と、8月の確報値から上昇し、2013年7月以来の水準になった。現状指数が小幅低下し、5月以降低下が続いていた期待指数が上昇した。7月と8月のコア小売売上高の平均値は、4-6月の平均値から年率4.4%増加したことになる。4-6月期の伸びほどではないが、マインドの改善傾向を踏まえれば、今後も増加が期待でき、雇用・所得環境の緩やかな改善に伴って、個人消費もまた緩やかな回復基調が続いていると言えよう。

図表3 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

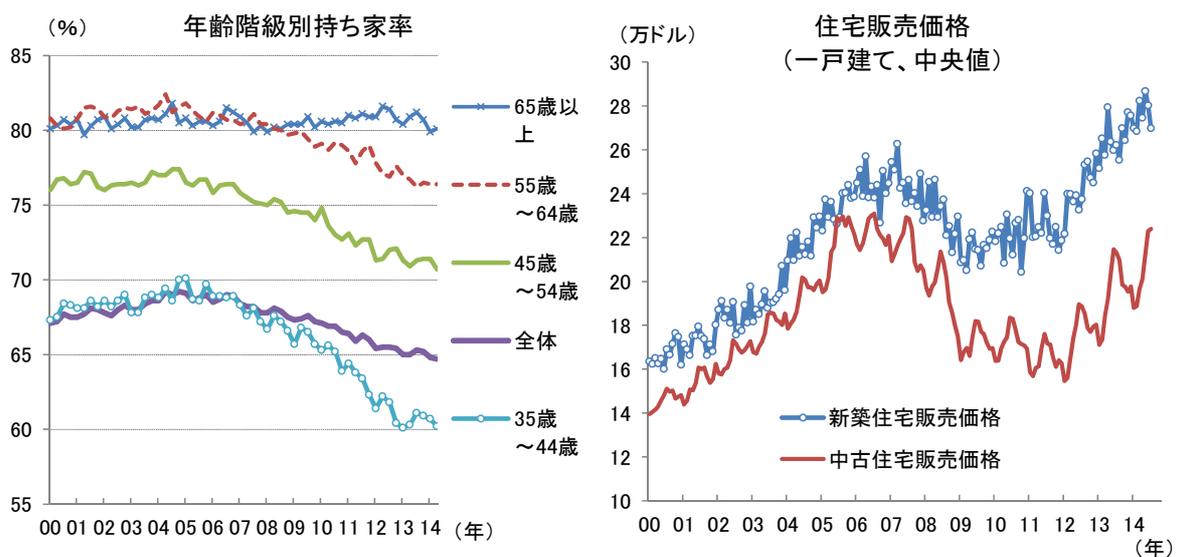
住宅市場はばらつきながらも改善方向に

7月の住宅販売は、新築住宅（一戸建て）が前月比2.4%減で年換算41.2万戸と2ヵ月連続で減少したが、6月分は40.6万戸から42.2万戸に、5月分は44.2万戸から45.4万戸にそれぞれ上方修正された。新築住宅販売は伸び悩んでいるが、金利が急上昇し販売が伸び悩んだ前年は上回ってきている。中古住宅（一戸建て）の販売戸数は同2.7%増で年換算455万戸と相対的に堅調である。中古住宅販売は、7月の仮契約指数が前月から上昇して2013年8月以来の水準となり、引き続き緩やかな改善傾向を示している。

今後は、住宅の需要サイドでは雇用・所得環境の改善と住宅ローンの利用しやすさが進むかどうか、また供給面では手頃な価格の住宅の供給が増えるかがポイントとなる。金融危機以降の持ち家率の低下は、新規の購入の困難さに加えて、差し押さえ等によって住宅を失ったことが背景だったと考えられる。すでに差し押さえ等は危機前のペースに低下し、潜在的な住宅需要は相応に積み上がっていると考えられる。足下で若年層の持ち家率は再び低下しつつあり、雇用・所得環境の改善ペースが鈍く、後述するように学生ローンを抱えたままで、世帯形成が遅れていることが背景だろう。また、新築物件は中古物件より価格が上昇し、差し押さえ物件などの供給も減って、手頃な価格の物件が不足している可能性がある。

住宅ローンの利用しやすさは改善してきたものの、イエレン議長はFOMC会合後の会見でなお厳しいとし、また雇用・所得環境の改善は緩やかである。手頃な価格の物件供給が増えるかどうか、住宅市場改善のペースを左右すると考えられよう。9月のNAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の景況感指数は4ヵ月連続で改善して59と、金融危機前の2005年11月以来の水準を回復し、建設業者の景況感改善からは、相応の物件供給の増加が期待されよう。

図表4 住宅の価格と持ち家率



(注) 34歳以下の持ち家率のデータは表示していない。
(出所) Census, NAR, Haver Analytics より大和総研作成

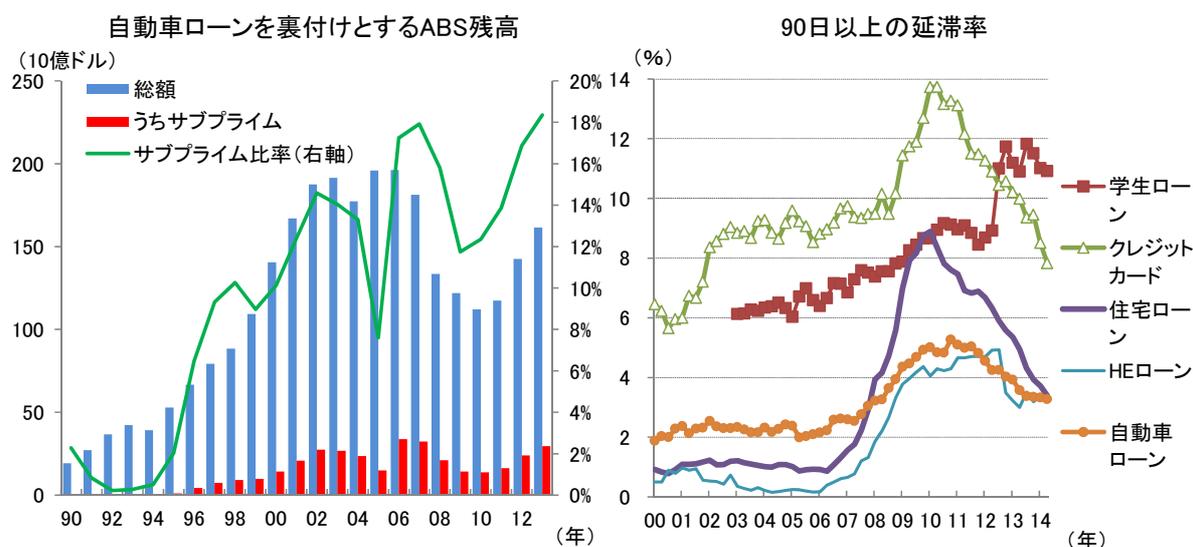
住宅ローン以外の家計の負債の増加

住宅ローン以外の家計の負債である消費者信用が増えている。クレジットカードの回転信用も残高は漸増傾向だが、主に自動車ローンや学生ローンなどの非回転信用が増加している。消費者ローンに対する銀行の貸出基準が緩和方向にあることが背景とみられ、これまで米国の家計は銀行の貸出基準の緩和に従って、借り入れを増やし消費を増やす傾向があったことから、資金制約が緩和されるに従って消費を増やしているという解釈が可能だ。

自動車ローンの残高が増えていることは、自動車販売の堅調さを踏まえれば当然であり、90日以上の延滞率も上昇していない。だが、自動車ローンを担保とするABS（資産担保証券）のうち、サブプライム先へのローンを担保とするABSの比率が上昇している。ただちに問題にはなりにくいとしても、自動車ローンは規制強化が進む銀行からではなく、銀行以外の金融機関の融資が過半を占めることから、新たなサブプライム問題のリスクを踏まえておくべきだろう。また、学生ローンについては、90日以上の延滞率が上昇している。主に若年層を取り巻く雇用環境の改善の遅れが反映されているとみられ、クレジットスコアの低下につながるリスクがある。クレジットスコアが低下すると、住宅ローンが借りにくくなり、住宅を購入しにくくなる。若年層の持ち家率がさらに低下する可能性があるだろう。この他、ホームエクイティローン（HEローン）は残高の減少が続いているが、HEローンを担保とするABSの発行が再開されている。復活と呼ぶには時期尚早だが、住宅価格が上昇し、住宅資産を利用した負債の増加となる。

負債を増やすことは消費拡大のサポート材料だとしても、持続的ではなく金利上昇時のリスクを高めることになる。今のところは、家計の利払い額は徐々に増加しているが、所得対比の利払い額は増加しておらず、懸念には及ばないだろう。もっとも、今後は所得が増えてこなければ利払い負担が消費の伸びを抑える可能性が出てくるだろう。

図表5 新たな借り入れの増加



(注) HE ローンはホームエクイティローン。

(出所) SIFMA, ニューヨーク連銀, Haver Analytics より大和総研作成

緩やかに活発化する企業活動

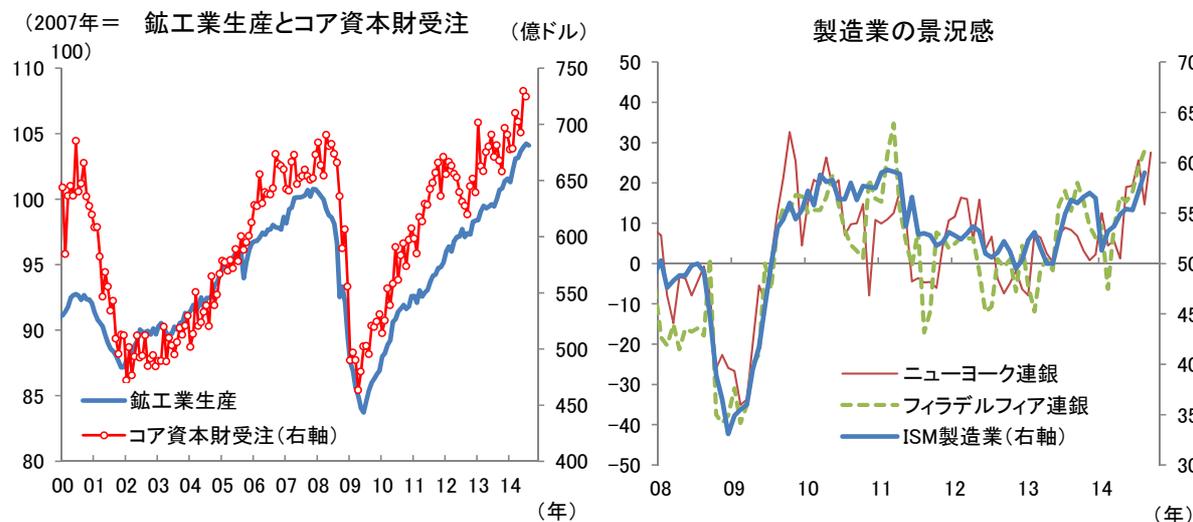
8月の鉱工業生産指数は前月比0.1%低下し、7ヵ月ぶりに前月を下回った。自動車・同部品が前月急上昇した反動で同7.6%低下し、製造業全体は同0.4%低下した。自動車・同部品は、例年モデルチェンジのため7月に操業を停止するが、自動車販売が好調なことから、今年は工場の操業停止期間が短く、反動が生じたとみられる。自動車・同部品を除く製造業は7月、8月と連続で前月比0.1%上昇しており、6月対比では製造業全体で0.4%上昇している。生産活動は緩やかなペースで拡大していると言えるだろう。2ヵ月連続で低下していた電力・ガスなどの公益は前月比1.0%の上昇に転じ、鉱業は同0.5%上昇した。産業全体の設備稼働率は前月から0.3%ポイント低下して78.8%となった。

7月の耐久財受注は前月比22.6%増となり、民間航空機の大規模な受注が全体を押し上げた。設備投資の先行指標となるコア資本財受注（国防・民間航空機を除く）は同0.7%減と2ヵ月ぶりに減少した。輸送用機器では自動車でも受注が増えたが、輸送用機器以外では、一次金属や一般機械などの主な業種で受注が減少した。前月に大きく伸びた反動とみられ、5月との比較では4.6%増加している。設備投資も緩やかな増加傾向にあると言える。

企業マインドは、8月のISM景況感指数で製造業、非製造業ともに前月から上昇し、それぞれ57.1から59.0、58.7から59.6とさらに改善した。製造業の景況感は2011年3月以来、非製造業の景況感は2005年8月以来の高水準に達した。9月のニューヨーク連銀による製造業の景況感も2009年10月以来の水準に上昇した。もともと、8月のISM製造業景況感指数のうち、雇用指数は小幅低下し、9月のニューヨーク連銀製造業景況感指数における雇用指数も低下した。

振れを伴いつつも企業活動の回復は続いているが、緩やかなペースにとどまり、雇用や消費などとの好循環を形成するには至っていないと言える。

図表6 企業活動と製造業の景況感



(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, ニューヨーク連銀, フィラデルフィア連銀, Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 4.2%増と、速報値から 0.2%ポイント上方修正された。主に、設備投資、純輸出が上方修正され、在庫投資が下方修正された。1-3 月期からの反動増がより明確になり、7-9 月期以降は在庫積み上げペース鈍化による減速リスクが低減した。

4-6 月期の GDP 成長率が上方修正されたことから、2014 暦年の成長率見通しを引き上げたが、見通しのシナリオに変更はない。緩やかな雇用・所得環境の改善が個人消費を底堅く推移させ、経済成長のドライバーとなることを見込む。設備投資がより増加すれば成長ペースは加速し、住宅投資の腰折れがあれば、成長ペースは鈍化するリスクがあると考え。利上げ開始時期を巡る思惑や中間選挙の結果のほか、地政学的リスクなどが不透明要因として挙げられる。

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	前年比(%)			
国内総生産	2.7	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.2	2.6	3.1	3.0	2.8	2.8	2.6	2.3	2.2	2.1	2.9
<前年同期比>	1.7	1.8	2.3	3.1	1.9	2.5	2.0	1.9	3.2	2.9	2.9	2.8				
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	2.0	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	1.8	2.4	2.2	2.7
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	8.4	6.3	6.1	6.7	5.8	6.8	7.3	7.2	3.0	5.8	6.5
住宅投資	7.8	19.0	11.2	-8.5	-5.3	7.2	6.4	7.8	8.6	7.9	7.0	6.1	13.5	11.9	1.9	7.6
政府支出	-3.9	0.2	0.2	-3.8	-0.8	1.4	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-1.4	-2.0	-0.6	0.0
輸出	-0.8	6.3	5.1	10.0	-9.2	10.1	6.3	6.6	5.1	5.0	5.2	5.4	3.3	3.0	3.4	5.8
輸入	-0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.0	3.2	4.3	5.9	5.7	5.1	5.9	2.3	1.1	4.1	5.4
鉱工業生産	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.5	2.0	3.8	3.4	3.3	3.1	3.5	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	3.0	1.8	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.1	1.5	1.9	2.0
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	-125	-130	-131	-130	-128	-125	-119	-115	-538	-476	-516	-487
経常収支(10億ドル)	-105	-106	-101	-87	-102	-98.5	-98	-95	-91	-86	-78	-71	-461	-400	-394	-326
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	0.51	0.67	0.83	1.06	1.22	1.50	0.28	0.31	0.49	1.15
10年債利回り(期中平均、%)	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	2.62	2.50	2.65	2.74	2.96	3.11	3.28	1.80	2.35	2.63	3.02
国内最終需要	2.0	1.9	2.3	2.7	0.7	3.1	2.4	2.8	3.0	2.9	2.9	2.8	2.1	1.9	2.2	2.9
民間需要	3.5	2.3	3.0	4.2	0.9	3.6	2.9	3.4	3.6	3.6	3.6	3.5	2.9	2.8	2.8	3.5

(注) 網掛けは予想値。2014 年 9 月 17 日時点。

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