

2014年10月21日 全9頁

米国経済見通し 近づく政策変更の節目

悪天候後の回復過程の裏と金融市場の動揺が実態を見えにくく

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]

- 雇用者数が順調に増加しているが、労働市場の質的側面の改善は遅々としている。個人消費に減速懸念はあるが底堅く、住宅市場もまた底堅い。内需に支えられた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。
- 金融市場の変動が大きく、地政学的リスクなど予想が困難な問題が起きたことで、経済指標も高下した面がある。今後も経済指標の変動が引き続き大きくなる可能性があるだろう。
- 10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終了が決定される見込みである。ゼロ金利政策を維持する期間を示すフォワードガイダンスの文言がどうなるかが焦点となる。
- 中間選挙を経ると、財政問題の先行きがどうなるかを見通せる可能性が高まる。金融政策の先行きについても、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るだろう。
- 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。雇用・所得環境の改善が個人消費を底堅く推移させるだろう。中間選挙を経て、利上げ開始時期を巡る思惑、地政学的リスク、エボラ出血熱の今後の展開などが不透明要因として挙げられる。

経済政策を変更する節目が近づく

労働市場では、雇用者数が順調に増加している。労働需給が引き締まる方向で、賃金や長期失業者など質的側面にも改善が進む兆候があるが、改善は遅々としている。個人消費に減速懸念はあるが底堅く、住宅市場もまた底堅い。内需に支えられた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。悪天候からの回復過程で大きく増加したその反動減が起きたり、金融市場の変動が大きく、地政学的リスクやエボラ出血熱など、予想が困難な問題が起きたことで、経済指標も高下した面がある。これらは今後も留意が必要で、経済指標の変動が引き続き大きくなる可能性があるだろう。

労働市場やインフレ動向に問題がなければ、10月28日から29日にかけて開催されるFOMC(連邦公開市場委員会)で残る150億ドルの減額を決定し、いわゆるQE3(量的緩和第3弾)による資産買い入れの終了が9月のFOMCの声明文に明示された。公表される経済指標に極端な変動はなく、10月のFOMCの結果は、おそらくQE3の終了となろう。10月のFOMCの焦点は、事実上のゼロ金利政策を資産買い入れ終了後も「相当な期間(*considerable time*)継続する」とした、声明文のフォワードガイダンスの文言が変更されるかどうかとなる。もっとも、インフレ率が低迷している点やドル高の問題について言及されるなど、多くのFOMC参加者がさまざまな発言をしており、混乱を避けて記者会見で丁寧な説明を行うために、イエレンFRB(連邦準備制度理事会)議長の記者会見が予定される12月のFOMCまで本格的な文言変更を先送りし、10月の会合では変更されない可能性も残る。

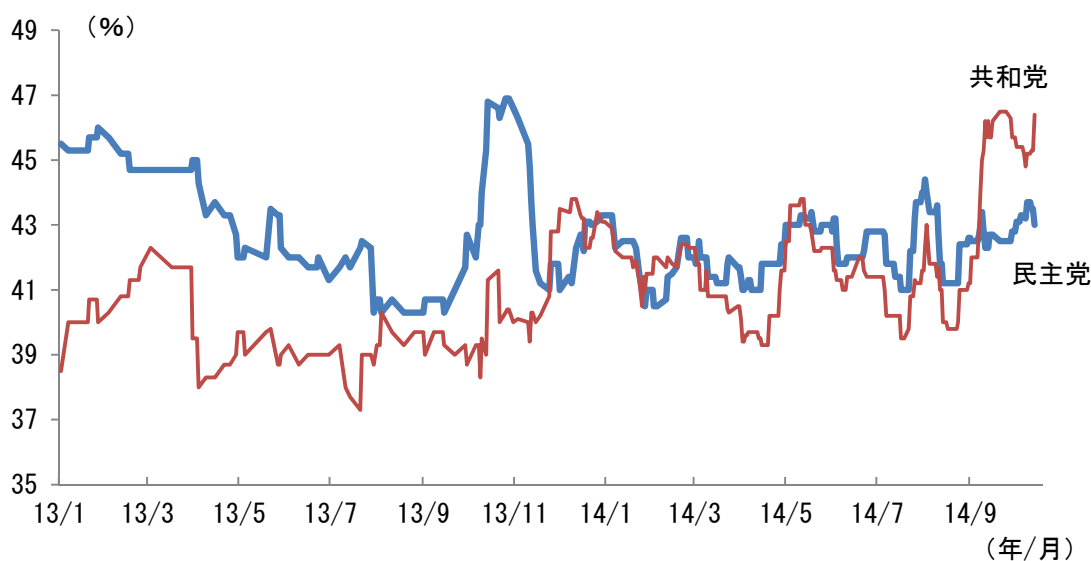
10月のFOMCの後は、11月4日に行われる中間選挙が、QE3後の米国経済を展望するために重要な要素となってくる。共和党優勢が伝えられているが、共和党は現在多数派である下院でどこまで議席を増やすかというよりも、現在民主党が多数派の上院でどちらが多数派を握るかがポイントとなる。独立系議員を民主党とした場合、上院の議席数予想は、10月20日時点のウォール・ストリート・ジャーナル紙では、共和党42議席、民主党38議席、20議席はToss up(五分五分)または低い確率での当選予想とされている。同じくワシントン・ポスト紙では、共和党52議席、民主党48議席と予想している。2013年秋までは民主党が優勢だったが、いわゆるオバマケアのためのウェブページのトラブルが批判を招いた同年末以降は、両党の支持は拮抗するようになり、2014年9月半ば頃からは、共和党支持の優勢が明確になってきた。共和党は上院で議席を伸ばすとしても安定多数の60議席には届かないと予想されており、オバマケアを廃止に追い込むまではできないとみられる。結果として、中間選挙の争点があいまいなところに、地政学的リスクの高まりやエボラ出血熱の問題へのオバマ大統領の対応が不十分との評価がなされ、共和党への支持が高まった面があると考えられる。すなわち、エボラ出血熱の問題がさらに展開したり、地政学的リスクにオバマ大統領がさらなる措置を講じたりすることで、直前まで選挙結果が左右される要素が残っているとと言えるだろう。

中間選挙で議会の構成が固まると、2015年度(2014年10月~2015年9月)の予算が審議される。9月に10月から12月11日までの暫定予算が成立しているが、その先の予算措置を講じなければならない。2015年度予算は民主・共和両党間に大枠の合意があることから、問題には

なりにくいだろうが、一部の接戦州では、選挙の結果が確定するまで時間がかかる可能性があり、中間選挙の投票日を過ぎれば不透明感が払拭されるとは限らない。

また、財政に関しては、2015年は3月に債務上限問題を控え、2015年10月から始まる2016年度予算は、両党間の合意がないことから、ゼロから議論を進める必要があり、2016年の大統領選をにらんだ駆け引きが活発化すると予想される。支出総額もポイントとなるが、必要な政策を実行できるメリハリのある予算の作成が求められよう。

図表1 2014年中間選挙で投票する先は？



(出所) RealClearPolitics より大和総研作成

所得格差の拡大

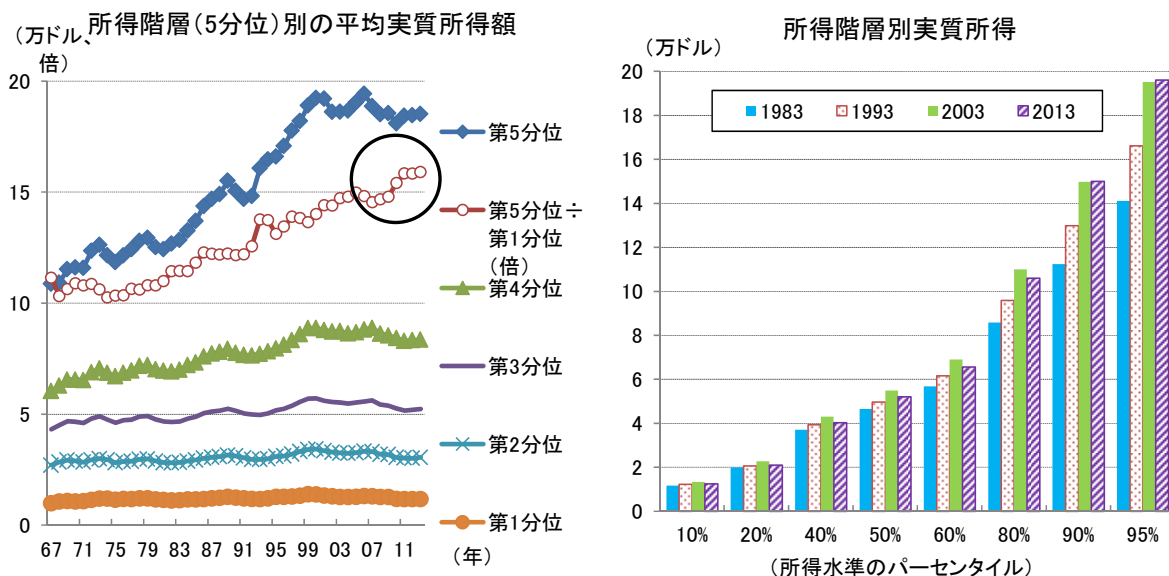
商務省によれば、2013年の家計の実質所得額は、平均値で前年比0.5%増、中央値で同0.3%増と共にわずかに増加した。中央値での増加は2007年以来だが、ほぼ横ばいである。平均値は3年連続で増加しており、この差は、高所得者層の所得が増える一方で、低所得者層の所得が伸び悩んでいることが背景となっている。金融危機直後は、高所得者層の資産が失われたことで、格差は一時的に縮小したが、再び拡大傾向にあることになる。多くの家計で所得が伸びないことで、中間選挙ではその不満がオバマ大統領と民主党に向かう可能性が指摘される。

10%刻みで家計の実質所得を低い順に並べて、2013年と2003年を比較すると、所得が増えているのは上位10%の高所得者層だけであり、さらに遡って比較すると、低所得者層の所得はほぼ横ばいで、低い方から40-80%の所得階層での所得低下は中間層が苦しくなってきたことを示し、中長期的に所得が高いほどさらに所得が増加してきたことがわかる。イエレン議長は10月17日の講演で格差拡大について指摘し、教育機会の充実や新規の企業設立を増やす必要性など、機会の平等について言及した。格差そのものの是非は別にして、格差が固定化していることは問題と言えるが、金融政策では対応できない課題であり、政府・議会サイドに問題提起した格

好となった。

格差が拡大しているということは、消費や住宅購入などに占める高所得者層の存在感が高まっていることになる。金融市場の混乱に伴って、保有資産が増えている高所得者層の支出が手控えられ、経済指標の変動も大きくなる可能性がある。

図表2 所得階層別の実質所得額



(注) 左図は5分位の平均所得額、右図は各パーセンタイルの閾値の所得額。いずれも2013年のCPIで実質化。
(出所) Censusより大和総研作成

雇用者数は増加したが賃金は伸び悩み

2014年9月の非農業部門雇用者数は前月差24.8万人増と、市場予想(Bloomberg調査:中央値21.5万人増)を上回った¹。業種別では、主に企業向けサービスと小売業、教育・医療で雇用が増えた。小売業では、8月にスーパーマーケット・チェーンで生じた経営を巡るトラブルで雇用者数が減少していたが、9月は増加に転じ、8月の伸びの鈍化が一時的であったことが確認できた。失業率は5.9%と8月から0.2%ポイント低下し、2008年7月以来の水準になった。就業者の増加と同時に、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。失業者数は32.9万人減少したが、27週以上の長期失業者は相対的に小幅な減少に留まって、失業者に占める長期失業者の比率は31.9%と小幅上昇した。

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710万人と高水準のままで、傾向としては緩やかに減少しつつあるが、9月はほとんど変わらなかった。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、11.8%

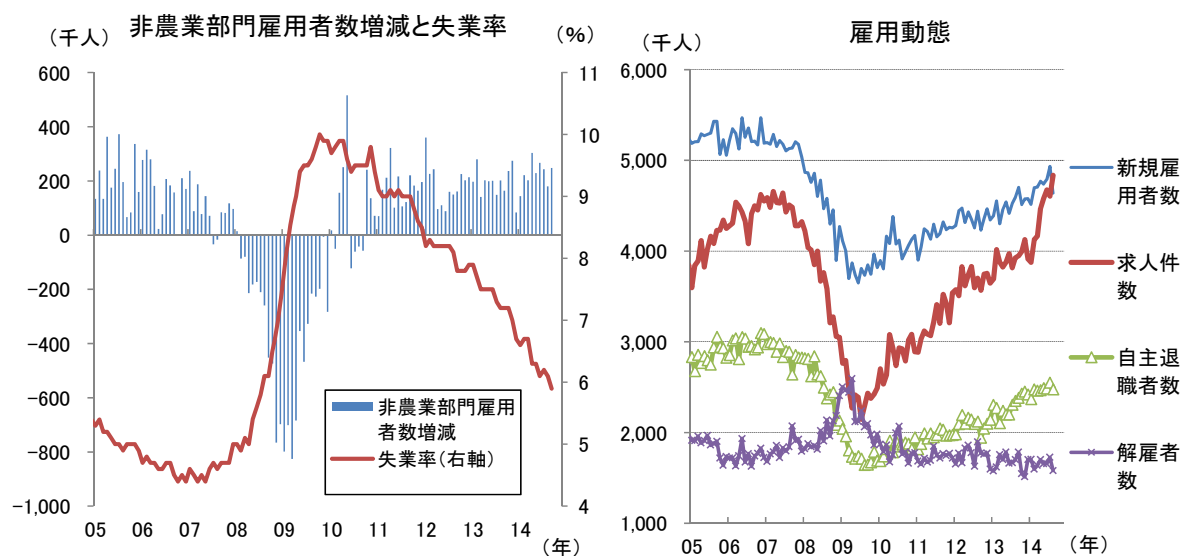
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「米雇用者数は増加したが賃金は伸び悩み」(2014年10月6日)参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20141006_009014.html

に小幅低下し、2008年10月以来の水準となった。民間部門の週平均労働時間は34.6時間と7ヵ月ぶりに前月から0.1時間長期化した。平均時給は前月から0.01ドル減って24.53ドルとなった。平均時給は前年比2.0%の上昇となり、市場予想（Bloomberg調査：2.2%増）を下回った。前年比では製造業の時給の伸びが減速した。

9月の雇用者数の増加幅は底堅く、8月の伸びの鈍化が一時的であったことが確認できたが、長期失業者の減少ペースは鈍く、賃金の増え方はまちまちで質的な改善は限定的だったと言えよう。8月の求人件数は、現行統計開始（2000年12月）以来、最高となったが、新規雇用者数は、2014年1月以来の水準に減少した。解雇者数や自主退職者数も増えず、労働移動が活発化していないことで、雇用の質の改善が鈍くなっている可能性がある。

短期的には、後述する年末商戦活発化への期待で、大手宅配業者は昨年よりも臨時雇用を増やす方針とされ、雇用の増加ペースが加速する可能性があるだろう。年末商戦が好調であればその後の正社員化が進み、不調であれば、労働市場にも反動が出る可能性に留意したい。

図表3 雇用環境の概要



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費は減速も一時的か

9月の飲食サービスを含む小売売上高は前月から0.3%減少し、8ヵ月ぶりの減少となった。9月の新車販売は、年換算で1,643万台となり、前月から大幅に減少した。小売売上高でも自動車・同部品が前月比0.8%減と前月の同1.9%増から大きく減少した。この他の小売統計での主だった業種は建材・園芸が同1.1%減、無店舗販売が同1.1%減になるなど、総じて冴えない結果となった。自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除くコア小売売上高も、前月比0.2%増と8ヵ月ぶりに減少に転じた。

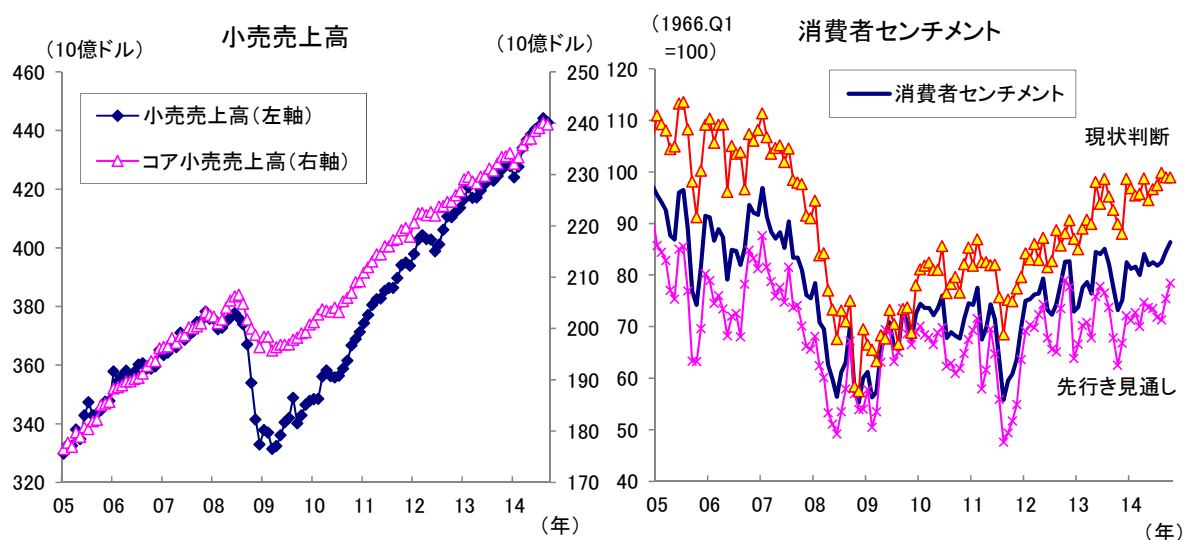
電気製品は前月比3.4%増と大幅に増加しており、新しいスマートフォンの発売が寄与したと

みられる。自動車販売については、モデルチェンジのタイミングで販売台数が落ち込んだメーカーの存在も指摘され、10月に反動で増加する可能性もある。また、ガソリンスタンドの販売の減少はガソリン価格の下落を映じている面があるとみられ、他の消費に回せる余地が増えることから前向きに捉えられよう。ガソリン価格の下落は10月も続いており、原油価格の低下を踏まえるとさらなる下落も見込まれよう。

ロイター／ミシガン大調査の10月の消費者センチメント（速報値）は86.4と、9月の確報値から上昇し、2007年7月以来の水準になった。現状指数は前月から横ばいで、期待指数は前月からさらに上昇した。NY連銀の消費者調査でも、1年先の所得の増加率予想は、昨年6月以来で最も高くなっている。ただし、10月の株価の大幅な変動が十分に踏まえた結果とは限らず、やや割り引いて見る必要がある。

雇用・所得環境と消費者マインドの改善傾向を踏まえれば、小売統計の軟調さは懸念するほどではなく、今後も個人消費の底堅い増加が期待できよう。NRF（全米小売業協会）によれば、2014年の年末商戦による小売売上高は前年比4.1%増と、消費の拡大が予想されている（自動車、ガソリン、外食を除く）。このうち、オンライン販売は同8-11%の増加を見込んでおり、配送する荷物の増加が予想されることから、大手宅配業者は遅配が生じた昨年よりも臨時雇用を増やす計画を打ち出している。臨時雇用はその後の正社員としての採用につながることもあり、雇用拡大から消費拡大という好循環への期待を高めることになる。

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、飲食サービスを除く。

(出所) Census, ロイター／ミシガン大, Haver Analytics より大和総研作成

住宅の供給が進む

8月の住宅販売は、新築住宅（一戸建て）が前月比18.0%増の50.4万戸（年換算）と、販売戸数は2008年5月（50.4万戸）以来の水準に達し、伸び悩んでいた新築住宅の販売戸数は大幅

に増加した。中古住宅（一戸建て）の販売戸数は同 1.8%減で年換算 446 万戸となった。2 月以来となる前月比マイナスだが、8 月の販売戸数の水準はここ 1 年ほどの間では相対的に高い。NAR によれば投資目的の購入減少が販売戸数を減少させたとされる。8 月の仮契約指数が前月比 1.0%低下したことから、緩やかな改善傾向だとしても一方的な改善ではないことを示している。

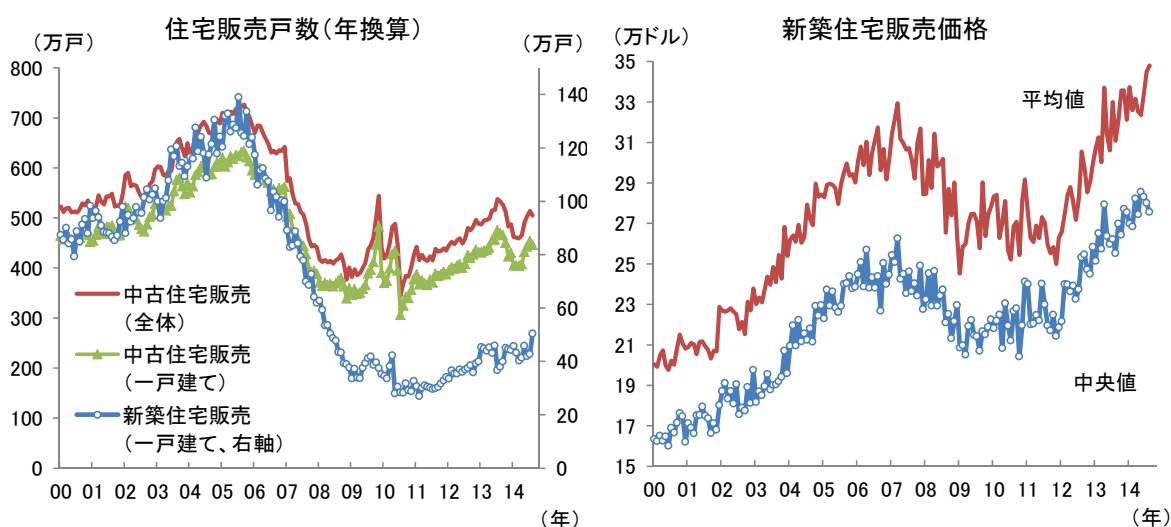
新築住宅の販売価格は、平均値が中央値を上回って上昇している。8 月の販売価格は平均値が前月比 0.8%上昇、中央値が 1.6%下落し、平均値は 3 ヶ月連続の上昇、中央値は 3 ヶ月連続で下落し、高額物件の販売が増えて販売価格の平均値を引き上げていることを示唆している。株価の大幅な変動が高所得者層の住宅購入を阻害する可能性があり、新築住宅の販売ペースが今後ボラタイルに変動する可能性があるだろう。

一方、住宅販売の 9 割を占める中古住宅は、在庫が増加しており、販売の回復基調が続いていることや住宅価格上昇に一服感が出てきたことで、潜在在庫が市場に現れてきた可能性がある。また、9 月の住宅着工件数は、前月比 6.3%増の 101.7 万戸（年換算）と 8 月から持ち直し、主力の一戸建ての着工件数は緩やかな増加ペースが続いている。着工件数の先行指標となる許可件数も、前月比 1.5%増の 101.8 万戸（年換算）と増加に転じている。

住宅市場は緩やかな回復トレンドを維持するとしても、今後公表される指標は、金融市場の変動の影響を受けたものとなる可能性がある。4 ヶ月連続で改善していた NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の景況感指数は、10 月に 54 に低下した。金融市場のボラティリティーの高まりによって、高額物件の売れ行きや、投資用物件としての側面がある集合住宅を中心に、住宅の販売や着工件数の変動が大きくなる可能性があるだろう。

住宅供給は緩やかに増えており、賃金の上昇によって住宅を取得しやすくなることが望ましいが、賃金上昇率は緩慢な伸びのみである。購入者が過度な負債を抱えることなく、住宅ローンが利用しやすくなるかがポイントとなろう。

図表 5 住宅販売動向と新築住宅の販売価格



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

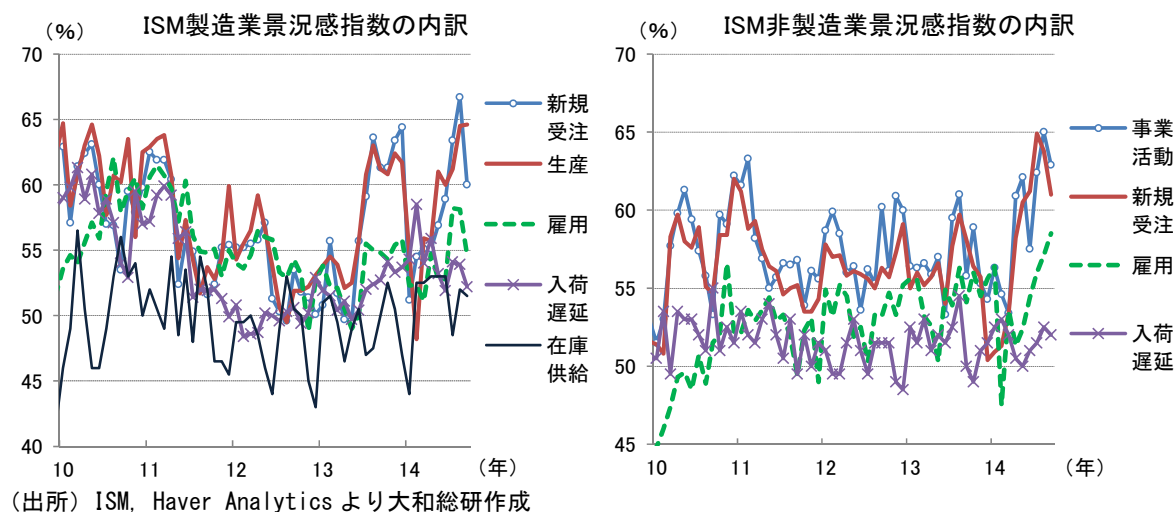
高下はあるが企業活動は緩やかな回復続く

9月の鉱工業生産指数は前月比1.0%上昇し、2ヵ月ぶりに上昇した。うち製造業が同0.5%上昇し、鉱業と電力・ガスはそれぞれ同1.8%、同3.9%上昇した。FRBは、9月の気温の変動が大きかったことからエアコン需要が高まり、電力・ガスの生産が伸びたとしている。製造業の業種別では、自動車・同部品は2ヵ月連続で低下したが、家具や航空などのその他輸送用機器、衣料品などの多くの業種で上昇した。産業全体の設備稼働率は前月から0.6%ポイント上昇して79.3%と、2008年6月以来の水準になった。7-9月期の鉱工業生産は前期比年率で3.2%上昇し、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。

設備稼働率の上昇によって、設備投資の増加が期待される場所である。8月の耐久財受注は前月比18.4%減となり、7月の民間航空機の大規模な受注が全体を押し上げた反動で、輸送用機器が同42.2%減となって全体を押し下げた。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0.4%増と2ヵ月ぶりに増加した。大幅な反動減が出た民間航空機以外では、自動車関連や一次金属が減少した。電機製品や一般機械、コンピューター・電子機器などの業種では受注が増えた。コア資本財受注の7-8月の平均は4-6月期から年率で12.8%増加しており、コア資本財出荷も同11.3%増と比較的高い伸びを継続している。

企業のマインド面では、9月のISM製造業景況感指数が、56.6%と前月から2.4%ポイント低下した。生産指数を除く構成指数も低下しており、製造業の活動がやや鈍ったことになるが水準は高く、拡大ペースの鈍化と言える。ISMの非製造業景況感指数も前月から1.0%ポイント低下して58.6%となり、構成指数では雇用指数を除いて低下した。非製造業の雇用指数は、2005年8月以来の水準に上昇し、サービス業の雇用は民間部門の約8割を占めることから、雇用拡大が期待できる面もある。

図表6 ISM景況感指数の内訳



さらに、金融市場が混乱した10月前半の動向を含む、ニューヨーク連銀による製造業の景況感は、大幅に低下した。2009年10月以来の水準に上昇した9月分の反動に加えて、金融市場の

混乱も指数押し下げに寄与した可能性がある。うち、雇用指数が3ヵ月ぶりに上昇したことは明るい要素である。

企業部門では、FRBのページブック（地区連銀景況感報告）で指摘される必要な人材確保の困難さや、世界経済の減速懸念、地政学的リスクの高まりが懸念材料となる。これらを踏まえた、生産活動の活発化や設備稼働率の上昇、企業サーベイの雇用関連指数の上昇など、企業活動の上振れを期待させる内容は、緩やかな企業活動の回復を示すものとなる。やや高下はあるものの、底堅い内需に支えられて、総じて企業活動の回復は続いていると言えよう。

経済見通し

4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率4.6%増と、3次推計値（確報値）で2次推計値（改訂値）から0.4%ポイント上方修正された。主に設備投資、純輸出が上方修正に寄与し、住宅投資も上方修正された。1次推計値（速報値）との比較では0.6%ポイントの上方修正となり、1-3月期からの反動増がさらに明確になった。

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。雇用・所得環境の改善を背景にした底堅い個人消費が、経済成長の中核となる。内需の底堅さから設備投資に上振れ期待があり、成長ペースは加速する可能性があると考え。中間選挙の結果を踏まえた財政面の混乱のほか、利上げ開始時期を巡る思惑、地政学的リスク、エボラ出血熱の今後の展開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				
前期比年率(%)												前年比(%)				
国内総生産	2.7	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	2.7	3.0	2.9	2.7	2.9	2.6	2.3	2.2	2.2	2.9
<前年同期比>	1.7	1.8	2.3	3.1	1.9	2.6	2.2	2.0	3.3	2.8	2.9	2.8				
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	1.7	2.5	2.8	2.8	2.9	2.7	1.8	2.4	2.2	2.6
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	9.7	7.5	7.0	6.8	5.9	6.7	7.2	7.2	3.0	6.3	6.9
住宅投資	7.8	19.0	11.2	-8.5	-5.3	8.8	7.2	7.8	8.6	7.9	7.0	6.1	13.5	11.9	2.3	7.8
政府支出	-3.9	0.2	0.2	-3.8	-0.8	1.7	0.1	-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	11.1	6.4	6.6	5.1	5.0	5.2	5.4	3.3	3.0	3.6	5.9
輸入	-0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.3	2.0	4.4	6.3	5.9	5.2	6.0	2.3	1.1	4.0	5.5
鉱工業生産	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.5	3.2	3.5	3.3	3.2	3.1	3.4	3.8	2.9	4.0	3.4
消費者物価指数	1.2	0.4	2.2	1.1	1.9	3.0	1.7	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.1	1.5	1.9	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	6.2	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	0.52	0.54	0.70	0.93	1.09	1.37	0.28	0.31	0.46	1.02
10年債利回り(期中平均、%)	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	2.62	2.50	2.52	2.61	2.83	2.98	3.15	1.80	2.35	2.60	2.89
国内最終需要	2.0	1.9	2.3	2.7	0.7	3.4	2.4	2.8	2.9	2.9	3.0	2.8	2.1	1.9	2.2	2.9
民間需要	3.5	2.3	3.0	4.2	0.9	4.0	2.9	3.4	3.6	3.5	3.7	3.5	2.9	2.8	2.9	3.5

(注) 網掛けは予想値。2014年10月20日時点。

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