

2014年12月19日 全10頁

2015年の米国経済見通し

政策不透明感復活も民間部門は底堅く、金融政策は慎重に正常化へ

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]

- 2014年の米国経済は、中間選挙を控えた政治休戦のもとで、外部要因に左右されつつも民間部門が堅調で、金融政策が正常化に向けた出口を探る1年だったと言えよう。
- 12月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、事実上のゼロ金利政策について据え置き、注目された声明文については、金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」なれる、という表現に変更した。利上げ開始は近づいているが、低インフレで急ぐ必要性は低い。
- 労働市場の改善傾向が強まり、エネルギー価格の低下という追い風もあって個人消費は堅調である。住宅市場は緩やかな回復を続けているが、今後は上振れ余地があると考えられる。企業もより楽観的な姿勢になりつつあるが、慎重さを崩していないとみられる。
- 予算などを巡る政策不透明感が復活することになるが、選挙のない年であり、実績を残せる分野では進展が期待できよう。民間部門は総じて底堅く、金融政策は政治動向が経済指標に及ぼす影響を含めて慎重に判断し、政策の正常化へ踏み出すだろう。
- 2015年は個人消費を中心とする内需が底堅さを保つシナリオに変更はない。下振れ要因は、今後の政治情勢や利上げ開始時期のほか、海外経済の動向で、上振れ要因は、設備投資と住宅投資の活発化によって、前向きな循環が強まることと想定する。

2014年の米国経済

2014年の米国経済は、中間選挙を控えた政治休戦のもとで、外部要因に左右されつつも民間部門が堅調で、金融政策が正常化に向けた出口を探る1年だった、とまとめられるだろうか。

2014年は、GDP成長率をマイナスに至らしめる大寒波など、歴史的な悪天候で始まった。財政関連の問題の多くは中間選挙を控えて先送りされ、2013年までのように米国経済の足を引っ張ることはなかった。それでも1-3月期は、悪天候による米国経済の悪化懸念に加えて新興国への不安が高まり、株価が一時大きく下落するなど、先行きが危ぶまれた。さらに、ウクライナなどでの地政学的リスクや、エボラ熱などの新たなリスク要因が懸念されたが、4-6月期は悪天候要因からの反動で米国経済は高成長となり、7-9月期も高い成長率となった。

悪天候にさらされた1-3月期を除き、共通するのは安定的な国内民需の回復であろう。とりわけ雇用者数が安定的に増加し、失業の問題が小さくなってきたことで、個人消費が底堅く推移した。賃金は伸び悩み、雇用の増加は業種の偏りがあって賃金の格差も広がった可能性があるが、雇用者数の増加ペースが加速しつつあるなど、労働市場は改善方向にあると言えよう。ただし、住宅市場の回復は緩慢なままで、企業部門でも楽観的ながら慎重姿勢は崩していないとみられる。

金融政策については、いわゆるQE3（量的緩和第3弾）の資産買い入れ規模を2014年1月から縮小し始め、2014年10月に買い入れを終了した。毎回のFOMC（連邦公開市場委員会）で淡々と縮小し続けたことから不透明感は低下し、市場の波乱要因とはなりにくかったものの、あくまで緩和ペースの縮小という面もあった。次のステップである利上げは金融引き締めであり、足下は、その開始時期を巡ってさまざまな思惑が台頭している最中ということになる。

こうした2014年を踏まえると、2015年を見通すにあたり最も注目すべきポイントは、金融政策において開始時期を含む利上げサイクルがどうなるかとなるだろう。さらに、選挙のない年に政治がやや緩慢な住宅部門や企業部門の後押しをするか、あるいは2013年以前のように経済の足を引っ張るかどうかといった政策要因である。

2014年最後のFOMC¹

2014年12月16日-17日に開催されたFOMCでは、事実上のゼロ金利政策について据え置き、保有する資産規模の維持を決定した。注目された声明文については、金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」なれる、という表現に変更したが、過去の声明文を引用する形で「相当な期間継続する」との文言も残した。金利の急上昇や株価急落など、市場の混乱を避けるため慎重を期したと考えられる。

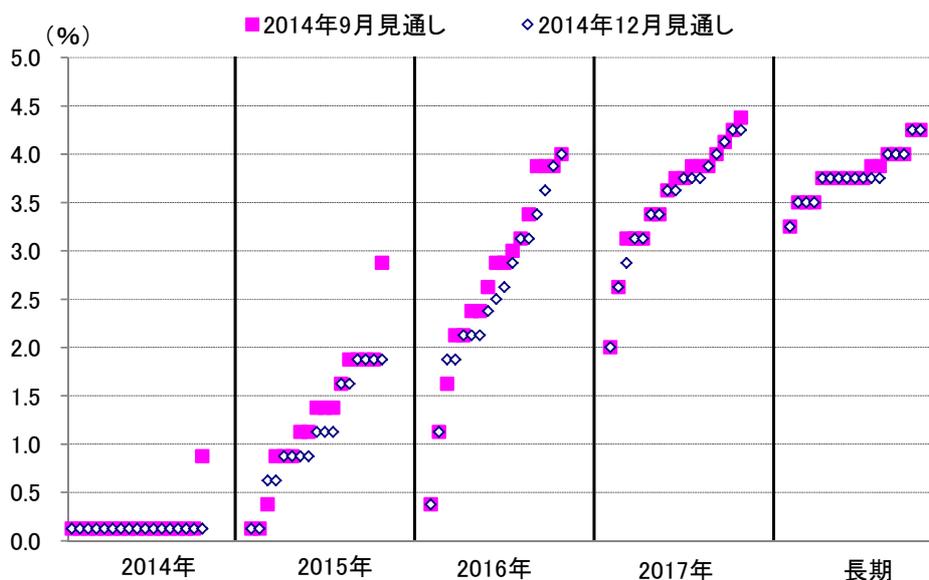
声明文における経済の現状認識に大きな変化はない。労働市場の評価を上方修正し、インフ

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「FOMC 慎重に声明文を変更」（2014年12月18日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20141218_009273.html

レ動向は下方修正した。インフレ率の下振れはエネルギー価格低下などが一時的要因であるとして、過度に懸念されていない。

17人のFOMC参加者のうち、15人が2015年中の政策変更を見通していることから、2015年中の利上げ開始の可能性は高い。だが、低インフレで利上げを急ぐ必要性は低く、内外の経済指標や市場動向、政治動向を注視する時間的余裕がある。まだFOMC参加者が利上げ開始時期を特定する必要はないと言える。また、FOMC参加者の政策金利見通しは、利上げ開始が近いことと同時に、現時点の評価で、2回目以降の利上げサイクルがそれほど急激ではないことを示唆している。今回の声明文の変更は慎重に行われたが、市場が利上げを織り込んで、長期金利がある程度上昇すれば、利上げを行わなくても引き締め効果もたらされる。市場にネガティブサプライズを与えて長期金利が急上昇するリスクを冒すよりも効果的であり、最初の利上げのみならず、2回目以降の利上げをどうするかも、主要テーマになりつつあるのだろう。

図表1 FOMC参加者の政策金利見通し



(出所) FRB より大和総研作成

雇用者数が大幅に増えて緩やかながら賃金も伸びる²

2014年11月の非農業部門雇用者数は前月差32.1万人増と、市場予想(Bloomberg調査:中央値23.0万人増)を大きく上回った。過去分が上方修正され、雇用者数の増加ペースは加速している様子である。部門別では、政府部門、民間部門ともに雇用が増加し、民間部門の業種別では、主に企業向けサービスと小売で雇用が増えた。詳細に見ると雇用が減少している業種もあるが、海外経済の減速などの懸念材料が反映されているようには見受けられない。

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「米雇用者数は大幅に増加」(2014年12月8日)参照。
http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20141208_009233.html

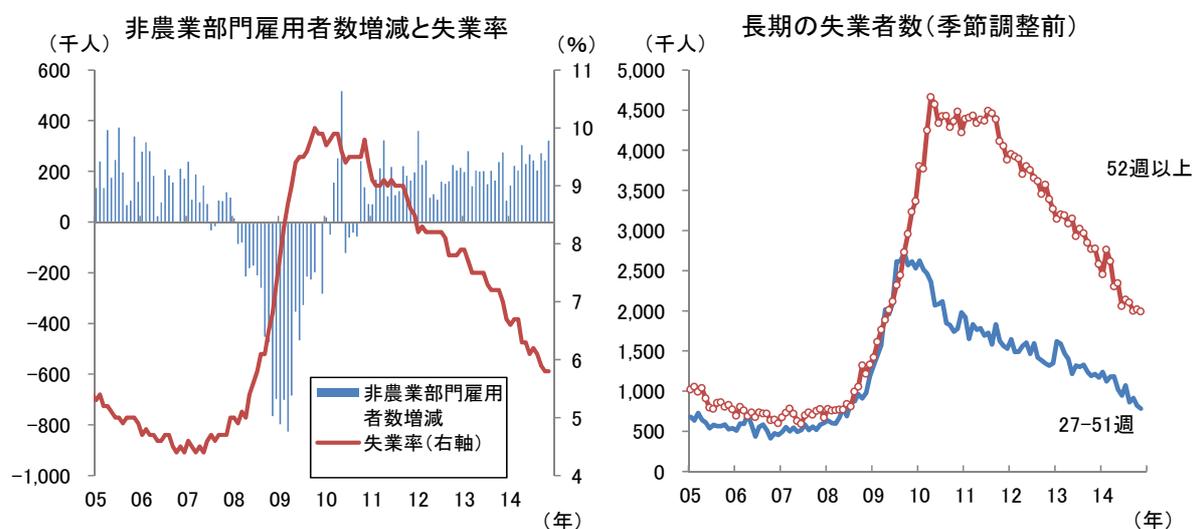
失業率は 5.8%と前月から変わらず、市場予想と一致した。労働参加率は 62.8%で、これも前月と同じだった。失業者数は 11.5 万人増加し、失業期間の平均値は 32.7 週から 33.0 週に延びた。季節調整前のデータでは、失業期間が 27-51 週の失業者数はピーク時から 7 割以上減少して金融危機前の 2 倍程度の水準だが、52 週以上の失業者数はピーク時から 6 割弱の減少で危機前の 3 倍以上の水準である。失業の問題は改善方向に向かっているが、一部に失業期間が長期に及ぶ深刻な失業の問題が残っている可能性が示唆される。

経済的理由でパートタイム就業者となっている人の数は、緩やかながら 5 ヶ月連続で減少している。職探しを諦めた人や、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、前月の 11.5%から 11.4%に低下した。

民間部門で雇用されている人々の週平均労働時間は 34.6 時間と、金融危機後では最も長期化した。平均時給は前月から 9 セント増えて 24.66 ドルとなった。時給が前月から 9 セント増えたのは 2013 年 6 月以来で、比較的大きな改善幅だが、前年比の伸び率は 2.1%上昇にとどまる。12 月 3 日に公表されたページブック (地区連銀景況報告) では、一部の地区連銀が、非熟練労働者でも賃金が高まる気配があることや、最低賃金の引き上げで労働コストが上昇したことが報告されている。中長期的な観点からは、労働者のスキルの向上や生産性の引き上げの結果として、賃金上昇がもたらされることが望ましいだろう。労働時間が長期化して賃金の伸びが高まる気配はあるが一部にとどまり、11 月の雇用統計からはインフレ率が大きく上昇する可能性は低い。

10 月の求人件数は 9 月よりも増えて、8 月と同程度の高い水準となった。また、新規雇用者数と、前向きな退職者が含まれていると考えられる自主退職者数は、9 月よりも減少したが共に高水準で、労働移動が活発化し始めている可能性がある。労働市場は徐々に力強さを増し、回復のすそ野が広がってきていると言えよう。

図表 2 雇用環境の概要



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

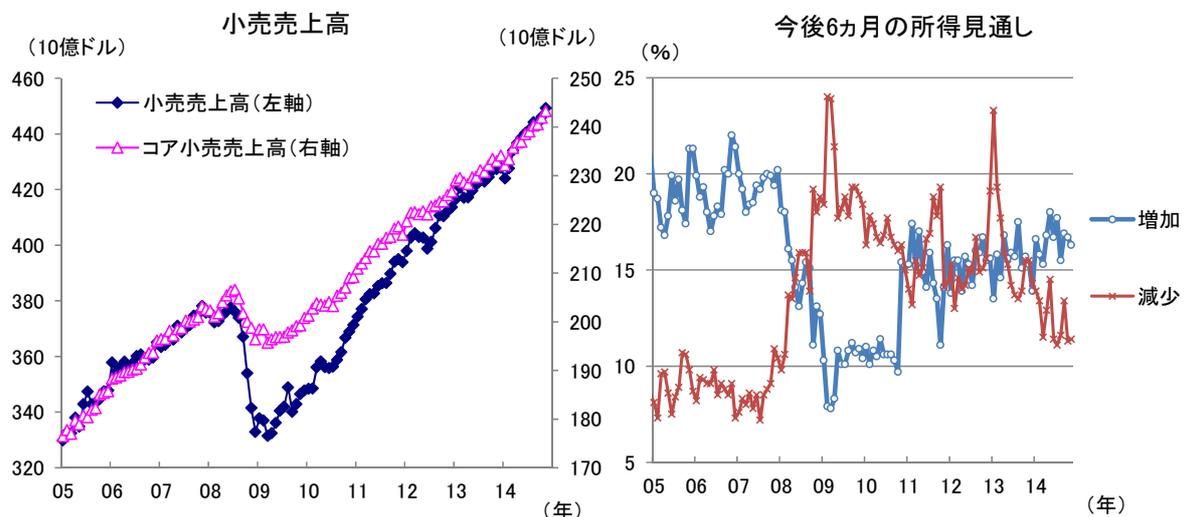
堅調な個人消費

11月の飲食サービスを含む小売売上高は、前月から0.7%増加した。悪天候で抑制されていた消費が顕在化した2014年3月の同1.5%増以来の伸び率となる。主だった業種別では、自動車・同部品が同1.7%増と大きく伸び、建材・園芸や衣料品、無店舗販売、電子・家電など、幅広い業種で売上が増えた。ガソリン価格の下落を映じて、ガソリンスタンドの販売が同0.8%減少し、4ヵ月連続で前月比マイナスとなった。11月の自動車販売台数は、年換算で8月以来となる1,720万台となり、2014年は2007年以来となる1,600万台超えとなる見込みである。

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は、同0.6%増と6月以来の伸びとなった。前年比では、飲食サービスを含む小売売上高は5.1%増、コア小売売上高は4.4%増と、年末商戦は堅調に始まったと言えよう。

ロイター／ミシガン大調査の12月の消費者センチメント（速報値）は93.8と、11月の確報値から5.0ポイント上昇し、2007年1月以来の水準になった。雇用・所得環境の改善に加えて、ガソリンなどのエネルギー価格の値下がり分がマインドを改善させ、エネルギー以外の商品の購買に向かったと考えられる。Conference Boardの調査では、今後の所得見通しについて、増加予想は漸増傾向にあり、減少予想は大幅に低下しつつある。労働市場の改善に伴う所得の拡大はそれなりに期待でき、所得の下振れへの警戒感が低下することで、個人消費は底堅く推移すると想定される。

図表3 小売売上高



(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, Conference Board, Haver Analytics より大和総研作成

懸念材料としては、株価などが乱高下している点であろう。FRBのFlow of Funds Accounts (資金循環勘定)によると、9月末に家計が保有する株式と投信の価値は下落し、前期差では2012年6月末以来の減少となった。商務省の調査によれば、世帯を所得階層別に5分位に分けた場合、2013年に株式をより多く保有する高所得世帯の1世帯あたり年間消費支出額(9.9万ドル)

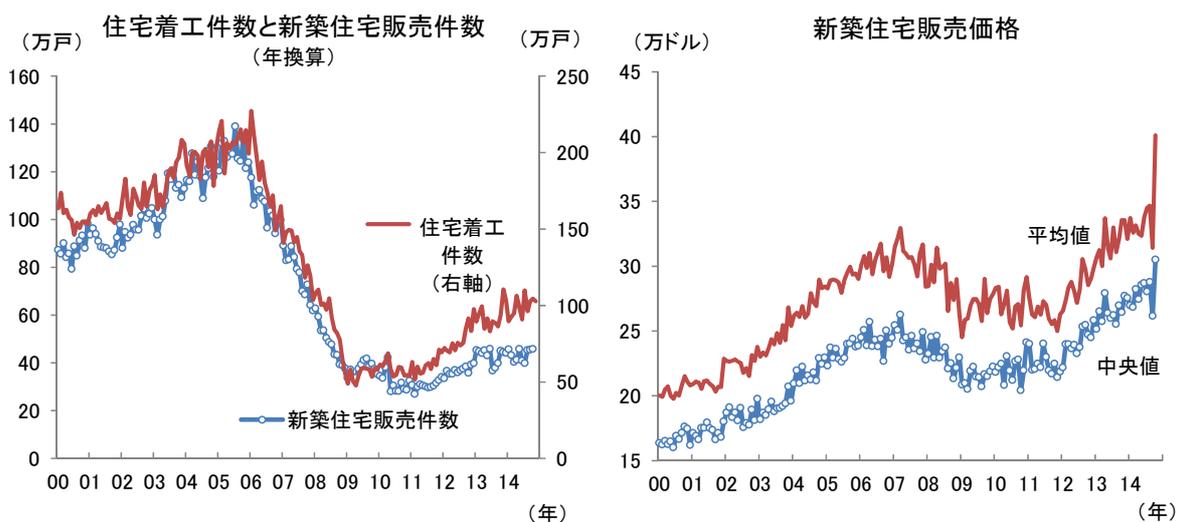
は、最も低所得な世帯の支出額（2.2万ドル）の4倍以上である。市場動向に影響を及ぼす政策次第で、所得拡大などのプラス要因を打ち消しかねないリスクがあると言えよう。

緩やかな回復を続ける住宅市場には上振れ余地

11月の住宅着工件数は、前月比1.6%減の102.8万戸（年換算、以下同）と減少した。集合住宅が2ヵ月ぶりに前月比プラスに転じたが、一戸建てが3ヵ月ぶりに前月比マイナスとなり全体を押し下げた。10月分の着工件数は100.9万戸から104.5万戸に上方修正された。また、着工件数の先行指標となる許可件数も、3ヵ月ぶりにマイナスとなった。前月比で見ると、一戸建ての着工件数や許可件数の減少幅は大きい。10月が上振れしたことに伴って減少幅は大きくなっているため、金融危機後としては高い水準と言える。NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の12月の景況感指数は、57へ1ポイント低下したが、こちらも高水準で横ばいと言えるだろう。

10月の新築住宅（一戸建て）の販売動向は、前月比0.7%増の45.8万戸（年換算）と3ヵ月連続で増加した。9月分が下方修正され、過去1年の販売戸数は40-45万戸前後で推移している。同月の販売価格は平均値が40万ドルを超えて1975年1月以降の最高額となり、中央値は30万ドル超で1963年1月以降の最高額となった。高額物件の販売が増えれば平均値は上昇するが、中央値も引き上げられるほど高額物件の販売が堅調であることが示唆され、新築住宅の購入者の資金力は偏っていた可能性がある。

図表4 住宅着工件数と新築住宅販売（一戸建て）の動向



(出所) Census, Haver Analytics より大和総研作成

家賃が高騰していることから、歴史的に低金利のもとで住宅購入の需要は高まっているとみられるが、住宅市場の回復ペースは緩やかなままである。12月のページブックでは、一部の地区で、住宅を初めて購入しようとする人たちが引き続きローンの審査の困難さに直面している

ことが報告され、12月のFOMC後のイエレン議長の記者会見でも同様の趣旨の発言があった。現在の住宅購入は、住宅ローンを必要としないか、ローンの審査に通りやすい場合に偏っている可能性があり、住宅市場の回復が加速するためには、所得の増加と住宅ローンの利用のしやすさの一層の改善が必要な条件であろう。銀行から住宅ローンを買収する政府系金融機関が、適切なローンの指針を策定し、新たに住宅ローンを増加させるプログラムを検討中と伝えられていること、地域銀行への銀行規制は一部緩和すべきとのFRB高官発言があることなどから、住宅市場の回復に必要なこれらの条件は徐々に揃っていく可能性がある。住宅市場は緩やかな改善を続けると予想され、サブプライムローン問題の再来には警戒すべきだが、上振れ余地があると考えられる。

企業はより楽観的に

11月の鉱工業生産指数は前月比1.3%上昇した。3ヵ月連続の上昇で、2010年5月以来の大きな上昇幅となった。同1.1%上昇した製造業の業種別では、自動車・同部品が同5.1%上昇し、一般機械や一次金属など、幅広い業種で上昇した。また、例年よりも寒冷的な気候であったことから暖房需要が高まり、電力・ガスが同5.1%上昇と大きく伸びて全体を押し上げた。一方、鉱業は同0.1%低下した。設備稼働率は80.1%に上昇し、長期平均(1972-2013年平均)に並んだ。製造業の稼働率は上昇し、鉱業の稼働率は低下した。

10月の耐久財受注は前月比0.3%増加した。国防関連の航空機の受注が急増しており、航空機以外の多くの業種で受注は前月よりも減少した。輸送用機器を除くと同1.1%減となる。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、前月比1.6%減と、2ヵ月連続で減少した。コア資本財出荷は同0.7%減と、6ヵ月ぶりに前月を下回った。

マインド面では、11月のISM製造業景況感指数が58.7%と前月から0.3%ポイント低下した。構成指数の変動は小さく、高水準のまま横ばいに近い。ISMの非製造業景況感指数は前月から2.2%ポイント上昇して59.3%となり、3ヵ月ぶりに上昇した。構成指数では、2014年4月以降、上昇を続けてきた雇用指数が低下し、雇用指数以外の指数は上昇した。12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きく低下した。振れが大きい統計だが、大雪という地域的な影響も含まれるとみられる。

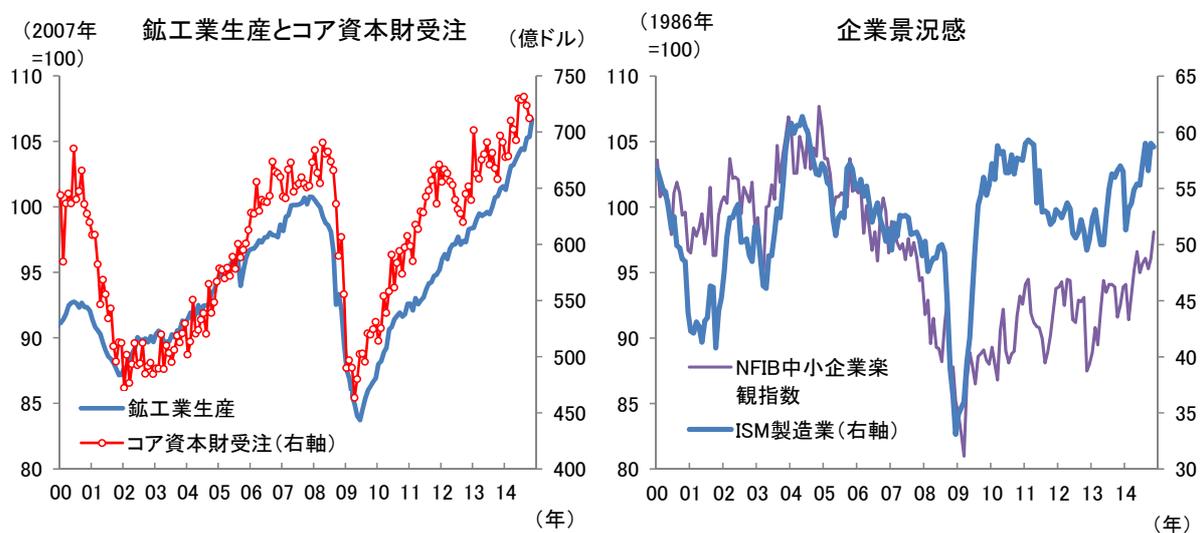
中小企業の景況感を表すNFIB(National Federation of Independent Business)による11月の中小企業楽観指数(Small Business Optimism Index)は、2.0ポイント上昇して98.1となり、2007年2月以来の水準に達した。景況感や売上の見通しのDIが改善していることが上昇の背景だが、雇用関連や設備投資のDIはほぼ変わらず、楽観的になりつつも慎重さを崩していないと言えるだろう。

企業部門では景況感の改善が実際の投資行動に結びついていないと言えるが、設備稼働率が長期平均にまで上昇してきたことから、起伏を伴いつつも設備投資や雇用拡大につながる期待ができよう。また、エネルギー価格低下の影響として、需要が拡大している可能性と鉱業部門

での減速の可能性が指摘できる。

2015年は、ISMの半期調査によると、製造業の増収率は2014年の3.6%増から2015年の5.6%増へと拡大を見込み、非製造業では同5.1%増から同10%増へとさらに強気である。設備投資については、製造業が2014年の14.7%増から2015年の3.7%増へと慎重な一方で、非製造業は同3.3%増から同3.8%増へと、製造業よりは楽観的である。2015年の雇用拡大も製造業の1.5%増に対して非製造業の1.7%増となっており、いずれも非製造業において楽観的で製造業が控えめな見通しとなっている。非製造業の回答の89%が2015年は2014年と同じかそれ以上に明るくなる(positive)としている。

図表5 企業活動と景況感



(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, NFB, Haver Analytics より大和総研作成

2015年の主なスケジュールと経済見通し

1月は中間選挙の結果を反映した新たな議会が始まり、政治的な駆け引きが本格化することになる。すでに移民政策を巡りオバマ大統領と議会共和党の間で対立が深まる懸念があるが、1月の一般教書と2月の予算教書を踏まえ、2015年度の暫定予算で唯一、2月までしか手当てされていない国土安全保障省関連の予算をどうするか議論しなければならない。3月15日まで連邦政府の債務上限額を一時撤廃している債務上限問題は、期限を過ぎてもしばらくは財務省によってやり繰りできるとされるが、対応が決まるまでは不透明感が増すことになる。

その他にも期限のある課題が存在し、年後半には10月から始まる2016年度の予算論議も行わなければならない。予算手当てができていないことは、議会の最低限の義務にすぎない。直接的な政府支出のみならず、不透明感が増すことは市場に波乱をもたらす、消費の回復を妨げる要因になり得るだろう。

また、2016年の大統領選をにらんで、特に立候補を表明した人物や立候補を検討している人物の発言が活発化するだろう。選挙を意識して自らの支持層に訴えかける偏った発言が増える可能性はあるが、2015年は選挙がない年であり、民主・共和両党間で妥協して実績を残せる分野での進展が期待できよう。エネルギー関連や通商政策、法人税制の改革の一部などで、歩み寄りが見られる可能性がある。楽観的だが慎重な姿勢の企業の背中を押すことになると、設備投資や雇用拡大を通じて、経済の上振れ余地が広がることになるだろう。

政治休戦となった2014年から、2015年は再び政治情勢と財政関連が話題に上る可能性が高まるだろう。注目される2015年の金融政策について、利上げは経済指標次第だとされるが、経済指標には政治情勢が影響を及ぼす可能性があることになる。

金融政策については引き続き出口を模索する必要があるが、低インフレで利上げを急ぐ必要性は低く、こうした事情を勘案すると不透明感が減じるまでは利上げが始まる可能性は低いのではないかと。緩和ペースを緩めるQE3縮小開始を示唆しただけで市場に波乱をもたらした経験を踏まえると、引き締め転換については、極めて慎重な判断で政策正常化に踏み出すと想定する。実際の利上げ時のショックを小さくするため、あるいは一定の引き締めを必要とする場合には、FOMC参加者から、これまでよりもややタカ派的な、いわば口先介入が増えるのではないだろうか。

図表6 2015年の主なイベント

1月中	一般教書演説
1月28日	FOMC結果公表
2月中	予算教書、大統領経済報告
2月末	国土安全保障省関連の予算切れ
3月15日	連邦債務上限適用停止期限
3月18日	FOMC結果公表(議長の記者会見あり)
3月31日	Doc-Fix(メディケア診療報酬削減緩和措置)期限
4月29日	FOMC結果公表
6月17日	FOMC結果公表(議長の記者会見あり)
7月29日	FOMC結果公表
9月17日	FOMC結果公表(議長の記者会見あり)
10月1日	2016会計年度スタート
10月28日	FOMC結果公表
12月16日	FOMC結果公表(議長の記者会見あり)

(出所) FRB, 各種報道等より大和総研作成

2次推計値(改定値)における7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率3.5%増から同3.9%増に上方修正された。需要項目別では、個人消費、設備投資、住宅投資が上方修正され、在庫投資のマイナス寄与度も縮小した。純輸出と政府支出は下方修正された。国内の民間需要(個人消費、設備投資、住宅投資の合計)は、より堅調さを増したことになる。

7-9月期のGDP成長率が上方修正され、原油価格が低下したことで、2015暦年の成長率見通しを上方修正したが、見通しのシナリオに変更はなく、個人消費を中心とする内需は、総じて

底堅さを保つことを想定する。リスクに転化し得る不透明要因は、中間選挙の結果を踏まえた今後の政治情勢や利上げ開始時期のほか、海外経済の動向となるが、設備投資と住宅投資に上振れ余地があり、これらの投資活動が活発化すれば、労働市場の質的・量的改善から消費の増加へと前向きな循環が強まり、GDP 成長率も上振れする可能性があるだろう。

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	3.9	2.7	2.9	2.8	2.6	2.6	2.3	2.2	2.3	3.0
<前年同期比>	1.7	1.8	2.3	3.1	1.9	2.6	2.4	2.2	3.5	3.1	2.8	2.8	1.8	2.4	2.3	2.6
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	2.2	2.6	2.7	2.7	2.9	2.7	7.2	3.0	6.2	6.6
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	9.7	7.1	6.3	6.2	6.3	5.9	7.2	13.5	11.9	1.7	6.5
住宅投資	7.8	19.0	11.2	-8.5	-5.3	8.8	2.7	6.2	7.3	7.8	6.2	6.6	-1.4	-2.0	-0.1	0.5
政府支出	-3.9	0.2	0.2	-3.8	-0.8	1.7	4.2	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	3.3	3.0	3.4	6.3
輸出	-0.8	6.3	5.1	10.0	-9.2	11.1	4.9	6.0	5.6	6.4	6.9	7.4	2.3	1.1	3.7	5.5
輸入	-0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.3	-0.7	6.1	4.7	6.5	6.8	7.7	2.1	1.5	1.7	1.5
鉱工業生産	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.7	4.0	5.7	4.1	3.6	3.4	3.2	3.8	2.9	4.3	4.2
消費者物価指数	1.2	0.4	2.2	1.1	1.9	3.0	1.1	-0.4	2.5	1.8	1.8	1.6	2.1	1.5	1.7	1.5
失業率(%)	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	6.1	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	8.1	7.4	6.2	5.6
貿易収支(10億ドル)	-121	-122	-121	-112	-125	-131	-124	-123	-121	-118	-112	-108	-538	-476	-503	-459
経常収支(10億ドル)	-105	-106	-101	-87	-102	-98	-100	-97	-93	-87	-79	-72	-461	-400	-398	-332
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	0.53	0.72	0.95	1.13	1.38	0.28	0.31	0.46	1.05
10年債利回り(期中平均、%)	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	2.62	2.50	2.28	2.45	2.67	2.84	3.08	1.80	2.35	2.54	2.76
国内最終需要	2.0	1.9	2.3	2.7	0.7	3.4	3.2	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.1	1.9	2.3	2.9
民間需要	3.5	2.3	3.0	4.2	0.9	4.0	3.0	3.5	3.4	3.4	3.5	3.5	2.9	2.8	2.9	3.4

(注) 網掛けは予想値。2014年12月18日時点。

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