

2015年2月20日 全9頁

# 米国経済見通し 議会動向と国際情勢に注目

## 金融政策の変更時期にも影響を及ぼす

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]

- オバマ大統領の一般教書演説と予算教書は、格差の是正を目指し、原資として富裕層や大企業への増税を行うなどとした。全般にリベラルな内容で、多くは共和党が賛成するとは考えにくいだが、共和党は2016年の選挙をにらんだ政権担当能力を示す必要がある。
- 2月末で国土安全保障省関連の予算が切れることに対応しなければならない。3月15日には連邦政府の債務上限を一時撤廃していた期限を迎え、財務省によるやり繰りは9月か10月まで可能だとされるが、10月から始まる新年度の予算措置が必要となる。
- 金融政策については、2015年の1月のFOMC（連邦公開市場委員会）で実質上のゼロ金利政策を維持し、政策の維持に「忍耐強くなれる」とした。6月に利上げ開始であれば、3月のFOMCで「忍耐強く」という文言の修正が想定される。
- 雇用者数の増加基調が強まり、賃金が上昇して雇用環境の改善が進んでいる。賃金上昇は企業が求めるスキルを持つ労働者が中心であっても続くとみられ、悪天候などで回復に一服感が見られた消費や住宅市場の回復トレンドは続くだろう。
- 1月のFOMCで声明文に「国際情勢」が追記されたように、ドル高、世界経済の減速などは、緩やかな回復トレンドにある企業活動を鈍らせる可能性がある。外部環境の動向にかかわらず労働市場の堅調な改善が持続し、インフレ率を押し上げるかが論点となる。

## 予算論議と金融政策

オバマ大統領は2015年1月20日に一般教書演説を行い、2月2日に予算教書を議会に提出した。経済関係では、低・中間所得者層を支援して格差を是正し、原資として富裕層や大企業への増税を行うとした。格差是正策として、短期大学（2年制大学）の授業料無償化、職業訓練制度の拡充、育児のための税額控除引き上げ、最低賃金の引き上げ、労働者への有給病気休暇の付与などがある。また、インフラ投資の拡大や、FTA（自由貿易協定）推進のために大統領に貿易促進権限を付与することを議会に求めた。キャピタルゲインの税率引き上げや、死亡時の資産譲渡にかかる課税、海外に蓄積された企業利益への課税を原資とする。財政赤字はGDP比で縮小を見込んでいるが、高齢化に伴う社会保障負担の増大への対応は示されていない。

予算教書の提出を経て、予算論議が本格的に始まることになる。大統領の提案は全般にリベラルな内容で、多くは共和党が賛成するとは考えにくい。だが、共和党は多数派として議会運営を主導し、2016年の選挙をにらんだ政権担当能力を示す必要があり、反対ばかりとはいかないだろう。法人税改革は両者が歩み寄れる内容とされるが、所得税改革にも波及することから具体策は意見が分かれるところであり、政策協調できるかどうかの試金石となる。

当面は、2月末で国土安全保障省関連の予算が切れることに対応しなければならない。また、3月15日には連邦政府の債務上限を一時撤廃していた期限を迎える。議会予算局は、財務省によるやり繰りは9月か10月まで可能とするが、10月からは2016年度（2015年10月～2016年9月）が始まり、新年度の予算措置が必要となる。予算作成に合わせて期限切れとなる強制歳出削減の一部緩和措置も議論の対象となる。

金融政策は、2015年1月のFOMC（連邦公開市場委員会）で実質上のゼロ金利政策を維持し、政策の維持に「忍耐強くなれる」とした<sup>1</sup>。次回のFOMCは3月で、イエレン議長の記者会見が予定されている。さらにその先の記者会見があるFOMCは6月であり、6月に利上げ開始であれば、3月のFOMCで「忍耐強く」という文言の修正が想定される。9月のFOMCで利上げを始めるのであれば、前述した予算論議の帰趨を見極める必要が出てくる。QE3に伴う資産購入の縮小開始は、当初2013年9月の決定が見込まれていたが、同年10月の連邦政府機関の一部閉鎖につながった予算論議の物別れで、開始決定時期が12月に先送りされたとみられる。同様に、今後の予算論議や経済動向次第であるが、9月の利上げ開始の可能性は低いだろう。

米国経済の動向は、雇用者数の増加基調が強まり、賃金が上昇して雇用環境の改善が進んでいることが示された。賃金上昇は企業が求めるスキルを持つ労働者が中心であっても続くとみられ、悪天候などで回復に一服感がみられた消費や住宅市場の回復トレンドは続くだろう。エネルギー価格の低下は、好悪両面の影響をもたらすが、1月のFOMCで声明文に「国際情勢」が追記されたように、ドル高、世界経済の減速などは、緩やかな回復トレンドにある企業活動を鈍らせる可能性がある。外需の減速によって雇用環境の改善ペースが鈍る可能性に留意しな

<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 「FOMC 政策変更を急ぐ必要はない」(2015年1月29日) 参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150129\\_009385.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150129_009385.html)

ればならないだろう。外部環境の動向にかかわらず労働市場の堅調な改善が持続し、インフレ率を押し上げるかが論点となろう。

## 雇用者数の増加基調強まる<sup>2</sup>

2015年1月の非農業部門雇用者数は前月から25.7万人増加し、市場予想（Bloomberg調査：22.8万人増）を上回った。2014年11月と12月は、2ヵ月合計で14.7万人分の上方修正となった。雇用者数の増加基調は強まっているとみられる。

民間部門で増加した26.7万人の雇用のうち、サービス業が20.9万人を占めた。生産部門の雇用者数は、建設業で3.9万人増えたことなどを背景に5.8万人増加した。サービス業では、主に小売、教育・医療、金融などで雇用が増えた。4.6万人の雇用が増えた小売のうち、スポーツ・趣味・本・音楽の販売、自動車・同部品販売、無店舗販売での雇用の増加が半分程度を占めた。教育・医療はヘルスケアを中心に4.6万人増、娯楽・レジャーは3.7万人増となった。2014年の年後半以降、不要不急のサービス消費やヘルスケア関連消費が増えてきており、雇用が増えている業種にも似た傾向がみられる。

失業率は5.7%と前月から0.1%ポイント上昇した。労働参加率は62.9%で前月から0.2%ポイント上昇しており、失業率の上昇は主に職探しを再開した人が増えたことに因る。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2.0万人増えて681.0万人で、7ヵ月ぶりに増加した。企業の業容縮小のために経済的理由のパートタイム労働に従事している人は減っており、循環的要因での増加ではないと考えられる。

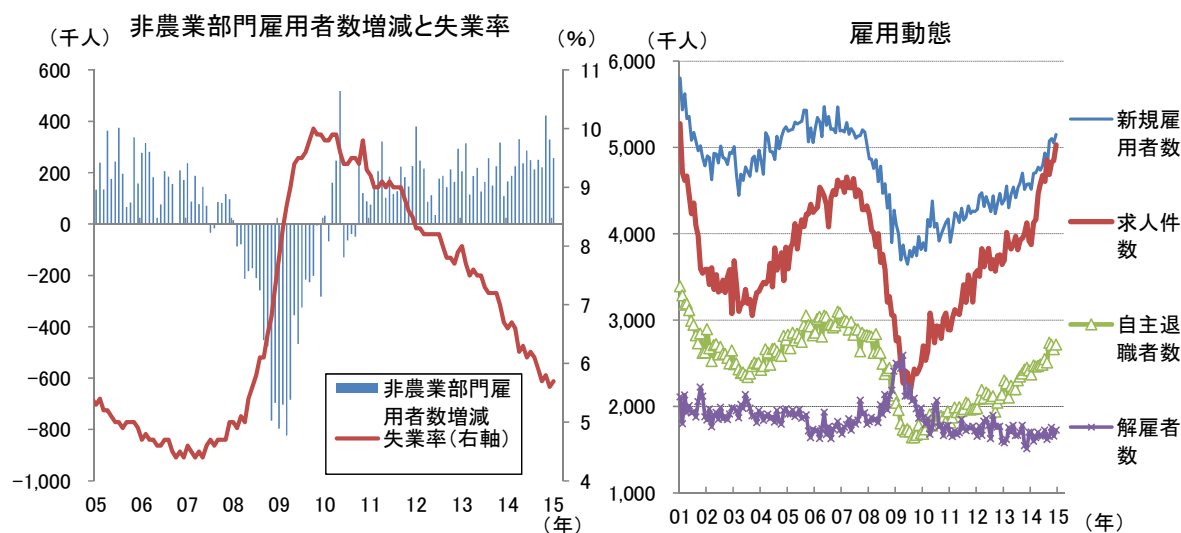
民間部門で雇用されている人々の週平均労働時間は、金融危機後では最も長期化した前月の34.6時間と変わらなかった。平均時給は24.75ドルと前月から12セント増え、前年比伸び率は2.2%増で市場予想（Bloomberg調査：1.9%増）を上回った。管理職を除くと時給の伸びは同2.0%増で、管理職を含めた時給の伸びの方が高い。業種別の時給の前年比伸び率は、娯楽・レジャーや小売などで高く、週平均労働時間は娯楽・レジャーや公益などで伸びた。娯楽・レジャーなどの一部業種では、労働需給が引き締まってきていると言えよう。一方、製造業の時給の前年比伸び率は1.2%増にとどまり、海外経済の軟調さやドル高に伴う輸出の鈍化が反映されている可能性がある。また、鉱業・林業の平均時給は3ヵ月連続で低下した上に、1月は雇用者数と週平均労働時間も減少に転じて、エネルギー価格低下の影響が顕在化しているとみられるなど、改善は一様ではない。

1月の雇用統計は、雇用者数の増加基調が強まり、賃金が上昇して雇用環境の改善が進んでいることが示された。注目される金融政策の変更に向けて、労働参加率が上昇しても賃金が持続的に上昇するか確認する必要があるだろう。

<sup>2</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「米雇用者数の増加基調強まる」（2015年2月9日）参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150209\\_009428.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150209_009428.html)

2014年12月の求人件数は502.8万件で、2001年1月以来の水準に上昇した。新規雇用者数も2007年11月以来の水準に増加し、求人が採用に結びついている様子が見えてくる。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も増加し、労働移動が活発化し始めた可能性が高まっている。

図表1 雇用環境の概要と雇用動態



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

## 個人消費の回復一服は一時的か

2015年1月の飲食サービスを含む小売売上高は、前月から0.8%減少し、2ヵ月連続で前の月を下回った。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9.3%減少し、自動車・同部品も同0.5%減少した。この他、建材・園芸が同0.6%増となるなど、一部で売上が増えたが、家具、衣料・装身具、スポーツ・娯楽などは売上が前月から落ち込んだ。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0.1%増と2ヵ月ぶりに増加に転じたが、増加幅は限定的だった。

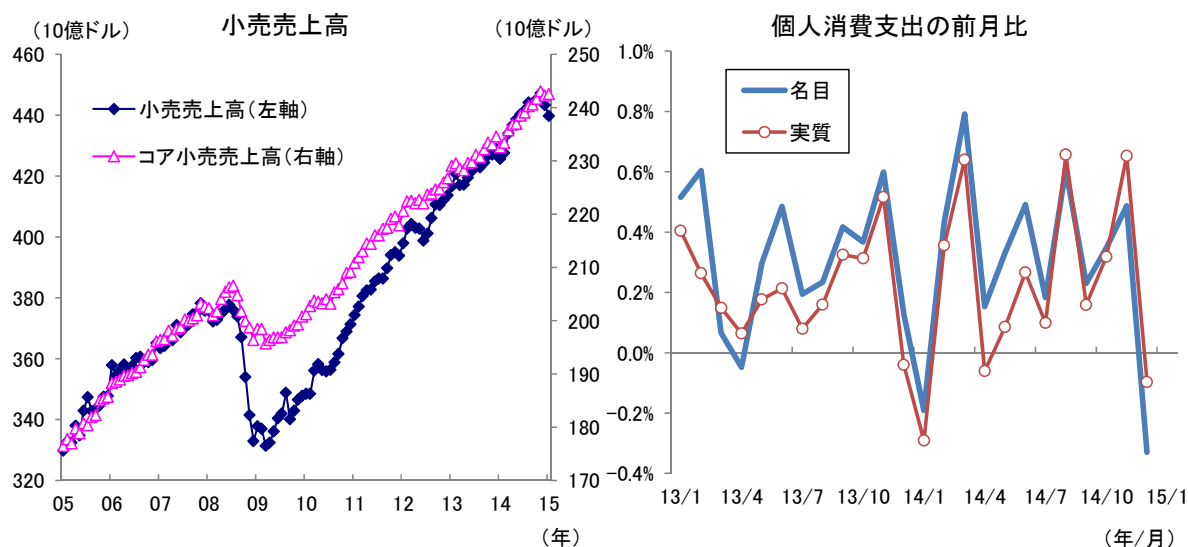
ロイター／ミシガン大調査の2月の消費者センチメント（速報値）は、1月の確報値から4.5ポイント低下の93.6と大幅に低下した。水準は高いままであり、大きく上昇していた反動もあるだろうが、小売売上高の減少と合わせると先行きが懸念される。

雇用・所得環境の改善に加えて、ガソリン価格の低下による家計負担が軽減されていることは、消費回復の足踏みと相容れない。1月は中西部と東部は歴史的に低温で、1月末には北東部で大雪が降ったように、地域ごとの天候要因で消費が抑制された面があるだろう。

この他にいくつかの要因が考えられる。まず、小売売上高の統計上の特性がある。小売売上高は、物価変動を調整していない名目値であるが、物価の伸びが鈍化していることで、名目値は増えにくくなる。実際、個人所得・支出統計の2014年12月の消費支出は、前月比で名目値

は0.3%減少したが、実質値では0.1%の減少にとどまっていた。また、財消費が中心の統計であることから、サービス消費が十分にカバーされておらず、消費支出の先として、サービス消費の伸びをとらえ切れていない可能性がある。

図表2 小売売上高と前月比でみた個人消費の名目・実質の違い



(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、飲食サービスを除く。  
(出所) Census, BEA, Haver Analytics より大和総研作成

ではガソリン価格低下で増えた余力はどうなったのだろうか。2014年12月の貯蓄率は4.9%と前月から0.6%ポイント上昇した。消費されなかった分は貯蓄となることから、節約できた資金の使途がまだ定まっていないか、債務の返済に充てられた可能性がある。

ニューヨーク連銀によると、家計は2014年10-12月期に借入れを増やした。規模が大きい住宅ローンのほか、学生ローンが残高対比で大きく伸びるなど、様々な債務が増加した。自動車ローンの増加など、消費への積極姿勢が反映されているとみられるが、同時に滞納が増えている。残高に占める90日以上の延滞は、すでに滞納が増えていた学生ローンでは、7-9月期の11.1%から10-12月期の11.3%に上昇し、自動車ローンも同様の傾向が表れてきた。延滞している比率は同3.1%から同3.5%への小幅な上昇だが、ローン残高の増加に伴って新規の滞納額は大幅に増加している。信用の質が劣化するリスクに対し、ローンの需要が増えているにもかかわらず銀行の貸出基準にほぼ変化はなく<sup>3</sup>、自動車などの耐久財消費の回復に一服感があることは、こうしたローンの組みやすさという資金制約の可能性も考えられる。

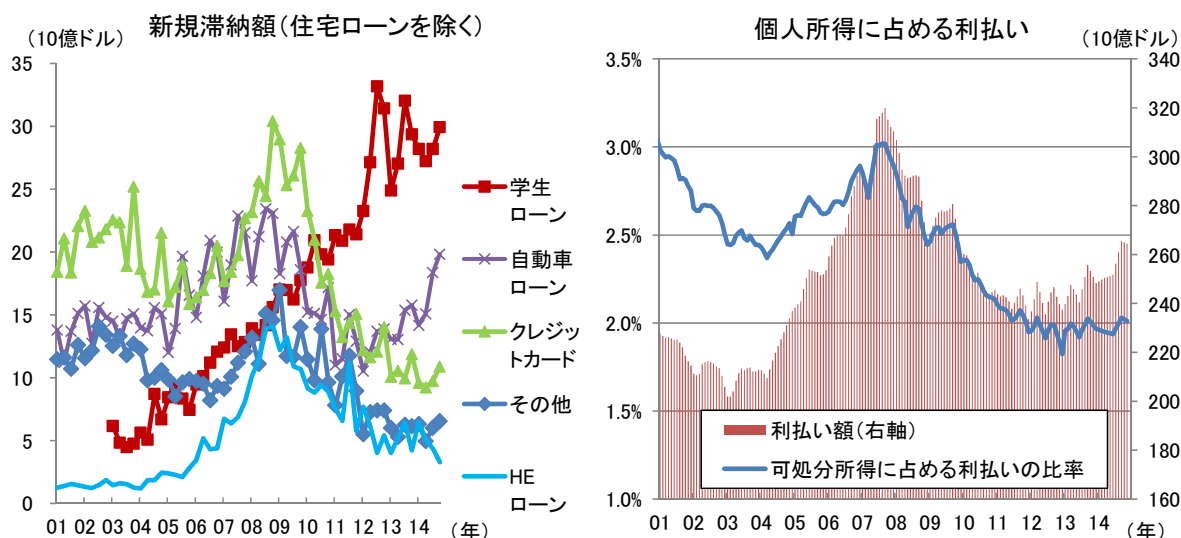
足下、家計の利払い額は増えているが、可処分所得との対比では横ばいに近く、債務返済がただちに問題になるとは考えにくい。だが、利払い額は所得以上に高い伸びを示しており、特に信用力が低いサブプライム層向けのローンが増えるのであれば、問題は大きくなる可能性が

<sup>3</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 上野 まな美 土屋 貴裕 「FRB 銀行上級貸出担当者調査 (2015年1月)」(2015年2月18日) 参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150218\\_009460.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150218_009460.html)



ある。銀行の貸出態度が大幅に緩和される可能性は低く、銀行以外の金融機関からの与信が増える可能性はあるが、自動車販売などの消費回復に弾みがつくためには、ローンのみならず所得の増加によって資金制約を緩和する必要がある。賃金上昇は企業が求めるスキルを持つ労働者が中心であっても続くとみられ、消費回復のトレンドは続くと考えられる。

図表3 家計債務の新規滞納額（住宅ローンを除く）と利払い動向



(注) 左図の「HE ローン」は、ホームエクティローン。

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

## 供給が不足する住宅市場

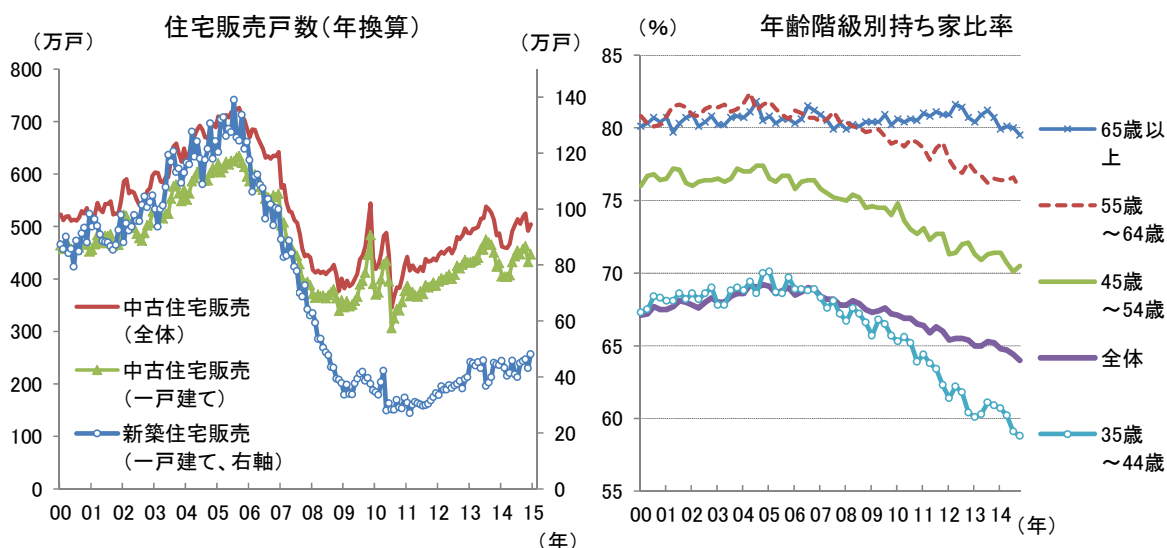
2014年12月の中古住宅販売（一戸建て）は、前月比3.5%増の447万戸（年換算）と2ヵ月ぶりに増加した。販売価格の中央値は21.0万ドルで、前年比6.3%上昇した。集合住宅を含む在庫戸数が大幅に減少し、販売に対する在庫の比率は4.4ヵ月と前月の5.1ヵ月から低下し、2013年1月と同じ水準となった。12月の中古住宅販売仮契約指数は、前月から3.7%低下し、2014年4月以来の水準に低下した。一方、2014年12月の新築住宅販売は、48.1万戸と前月から11.6%増え、2ヵ月ぶりに増加した。販売に対する在庫の比率は5.5ヵ月と前月の6.0ヵ月から低下し、販売価格の中央値は29.8万ドルに上昇した。

2015年1月の住宅着工件数は、前月比2.0%減の106.5万戸で、集合住宅は増加したが、一戸建てが前月比で大幅にマイナスとなり全体を押し下げた。着工件数の先行指標となる許可件数も一戸建ての減少で105.3万戸に減少した。東部の大雪など悪天候が影響した可能性がある。NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の2015年2月の景況感指数は55で、前月の57から低下した。先行き見通しは横ばいだったが、購買見込み客の客足が減少した。

2014年10-12月期の持ち家率は小幅低下が続き、潜在的な住宅需要は増えていると考えられる。銀行は信用度の高い借り手向けには貸出基準をやや緩和させる傾向もみられる。雇用・所

得環境の改善や住宅ローン保険の保険料引き下げなどによって、潜在的な住宅需要の顕在化が期待されるが、住宅の供給が減ると、物件の選択肢が減ってしまうほか、価格が上昇して需要を減少させる可能性が出てくる。ただ、短期的には悪天候要因が住宅供給を阻害するとみられ、住宅市場の回復が加速するのは悪天候要因が払拭されてからだろう。

図表4 住宅販売動向と年齢階級別持ち家率



(注) 右図では、34歳以下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

## 緩やかな回復トレンドにある企業活動はやや鈍化

2015年1月の鉱工業生産指数は前月比0.2%上昇した。製造業は、同0.2%上昇し、業種別では、一次金属が同1.7%上昇し、コンピューター、電子機器なども上昇したが、自動車・同部品は同0.6%低下し、2ヵ月連続の低下となった。FRB(連邦準備制度理事会)によれば、「原油・ガスの採掘と関連するサポート産業の活動が大幅に低下したこと」で鉱業が同1.0%低下した。設備稼働率は79.4%と前月から変わらず、長期平均をわずかに下回る水準のままとなった。業種別では、電力・ガスの稼働率が大きく上昇し、製造業は前月と変わらなかった。製造業を中心に緩やかな回復傾向が続いていると言えよう。

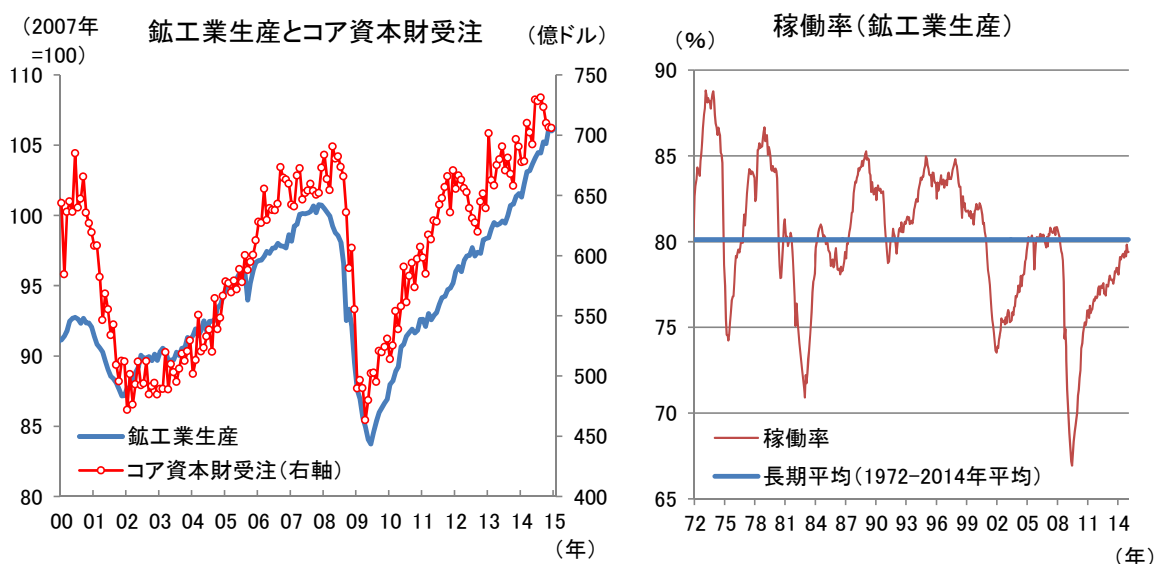
2014年12月の耐久財受注は前月比3.3%減少した。自動車・同部品の受注は増えたものの、航空機の受注が大幅に落ち込み、輸送用機器の受注が減少した。一般機械や一次金属、コンピューター・電子部品などの受注も減少し、輸送用機器を除く耐久財受注でも、同0.8%減少した。設備投資の先行指標となるコア資本財受注(国防・民間航空機を除く)は、同0.1%減と4ヵ月連続で減少した。

マインド面では、2015年1月のISM製造業景況感指数が53.5%と前月から1.6%ポイント低下した。3ヵ月連続での低下となり、構成指数の多くが低下した。ISMによると、西海岸の港湾

作業の遅れによる輸出入への影響も指摘されている。ISM の非製造業景況感指数は前月から 0.2%ポイント上昇して 56.7%となった。1 月は中小企業のマインドも低下し、2 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やフィラデルフィア連銀による製造業の景況感も低下した。

エネルギー価格の低下は関連業界の活動を減速させるが、幅広い業種でのコスト低下になることで、好悪両面の影響をもたらす。一方、西海岸の港湾での労使交渉の難航やドル高、世界経済の減速は企業活動を鈍らせる可能性がある。堅調な内需に支えられて企業活動は緩やかな回復トレンドを辿るとしても、ISM 指数では製造業、非製造業ともに雇用指数が低下しており、外需の減速によって雇用環境の改善ペースが鈍る可能性に留意しなければならないだろう。

図表 5 企業活動と稼働率



(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, Haver Analytics より大和総研作成

## 経済見通し

2014 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.6%増と、市場予想 (Bloomberg 調査: 同 3.0%増) を下回り、1-3 月期の同 4.6%増、7-9 月期の同 5.0%増から大きく減速した<sup>4</sup>。サービス消費の増勢に支持されて、個人消費は高い伸びとなったが、純輸出と政府支出が落ち込んで GDP の伸びが鈍化した。それでも 10-12 月期の GDP は、2014 暦年平均を 1.4%ポイント上回った。第 4 四半期が暦年平均を上回る程度はここ数年では最も高く、2015 暦年の成長率は相対的に高くなりやすい。

<sup>4</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「個人消費が支える米国の GDP」(2015 年 2 月 2 日) 参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150202\\_009403.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150202_009403.html)



需要項目別では、個人消費、設備投資、住宅投資、在庫投資が GDP の押し上げに寄与した。一方で、輸出の伸びが鈍化し、輸入が増加したことで純輸出がマイナス寄与となり、また国防関連の政府支出がマイナスに転じて、政府支出は GDP を押し下げた。

純輸出の減速を主要因として、2015 暦年の成長率見通しを下方修正したが、見通しのシナリオに変更はない。設備投資の減速が一時的かどうかを確認する必要はあるが、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。対外的な不透明要因は、海外経済の減速や地政学的リスクであり、米国内の不透明要因としては、予算論議や FRB の利上げを巡って金利が急騰することなどが挙げられる。

図表 6 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016
	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	-2.1	4.6	5.0	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.7	2.6	2.8	2.6	2.2	2.4	3.0	2.7
＜前年同期比＞	1.9	2.6	2.7	2.5	3.7	3.2	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7				
個人消費	1.2	2.5	3.2	4.3	3.4	2.9	2.9	2.8	2.6	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5	3.3	2.7
設備投資	1.6	9.7	8.9	1.9	5.8	6.1	5.3	6.5	6.1	5.3	5.2	5.1	3.0	6.1	5.7	5.8
住宅投資	-5.3	8.8	3.2	4.1	7.0	7.7	6.0	6.3	5.8	6.5	5.5	6.0	11.9	1.6	6.1	6.2
政府支出	-0.8	1.7	4.4	-2.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0	-2.0	-0.2	0.3	0.0
輸出	-9.2	11.1	4.5	2.8	3.2	4.0	4.3	4.8	4.6	5.1	4.6	4.4	3.0	3.1	4.1	4.6
輸入	2.2	11.3	-0.9	8.9	3.6	4.3	4.4	5.4	4.6	4.6	3.0	3.8	1.1	3.9	4.8	4.4
鉱工業生産	3.9	5.7	4.1	4.3	3.4	3.3	3.3	3.1	2.8	2.4	3.0	3.0	2.9	4.2	3.7	2.9
消費者物価指数	1.9	3.0	1.1	-1.2	-1.6	1.9	2.1	1.8	2.8	1.7	1.4	1.2	1.5	1.6	0.4	2.0
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1	7.4	6.2	5.5	5.2
貿易収支(10億ドル)	-123	-130	-123	-128	-112	-119	-127	-135	-139	-140	-137	-133	-476	-505	-493	-550
経常収支(10億ドル)	-102	-98	-100	-105	-87	-94	-100	-107	-110	-110	-105	-99	-400	-406	-388	-424
FFレート(期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	0.25	0.25	0.50	1.50
2年債利回り(期中平均、%)	0.37	0.42	0.52	0.54	0.62	0.87	1.05	1.31	1.51	1.64	1.76	1.89	0.31	0.46	0.96	1.70
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	2.09	2.33	2.51	2.71	2.93	3.09	3.26	3.43	2.35	2.54	2.41	3.18
国内最終需要	0.7	3.4	4.1	2.8	3.3	3.0	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	1.9	2.4	3.2	2.8
民間需要	0.9	4.0	4.1	3.9	4.0	3.6	3.4	3.5	3.3	3.3	3.2	3.1	2.8	3.0	3.8	3.3

(注) 網掛けは予想値。2015年2月19日時点。

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