

2016年9月20日 全10頁

米国経済見通し 高まる財政への期待

循環的な景気拡大は続くが、長期停滞への対応が課題に

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 橋本 政彦
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

[要約]

- 米国経済の状況は、労働市場は底堅い改善が続いているものの、足下でやや改善に足踏みが見られ、4-6月期の成長率を押し上げた個人消費に関しても8月は冴えない結果となった。企業部門に関しても、これまで好調だった非製造業も含めて景況感は大きく悪化し、実態面でも鉱工業生産が前月から悪化するなど総じて振るわない。
- しかし、現時点では景気後退に陥るほどの弱さがあるわけではなく、あくまで減速に留まっている。FRB（連邦準備制度理事会）による利上げ継続スタンスが変更される可能性は低く、年内利上げの可能性は十分に残されていると考えられる。
- 足下までの経済統計を踏まえると、7-9月期の実質GDPは比較的高めの成長が期待できる。個人消費は8月に減速が見られたものの、それでも前期比年率+3%台の成長が見込まれる。これまで停滞してきた設備投資に関しても、前期から増加に転じる公算が大きい。10-12月期以降の経済見通しに関して、労働市場と個人消費の好循環による改善が続き、内需主導の緩やかな景気拡大が続くという見方に変更はない。
- 一方で、いわゆる長期停滞に対する議論が米国内において以前にも増して高まっている。ジャクソンホールでのイエレン議長の講演では、中立金利が低下する中でも、従来通りの金融政策で十分緩和的な環境を作りだせるという楽観的な結論を示されたのに加えて、短期的な景気刺激策の有用性や、構造改革の必要性が言及された。
- 今後の財政政策運営に関して、民主・共和両党の大統領候補は、いずれも大型インフラ投資による景気浮揚、雇用の拡大をはじめ、拡張的な財政政策を主張している。しかし、CBO（議会予算局）が8月に公表した財政見通しによれば、これまで縮小傾向が続いてきた財政赤字は長期的に拡大していく見通しとなっており、具体的な財源や財政規律に対する配慮が、政策の実現性を占う上で重要な要素となる。

長期停滞論が拡張財政を後押しする要因に

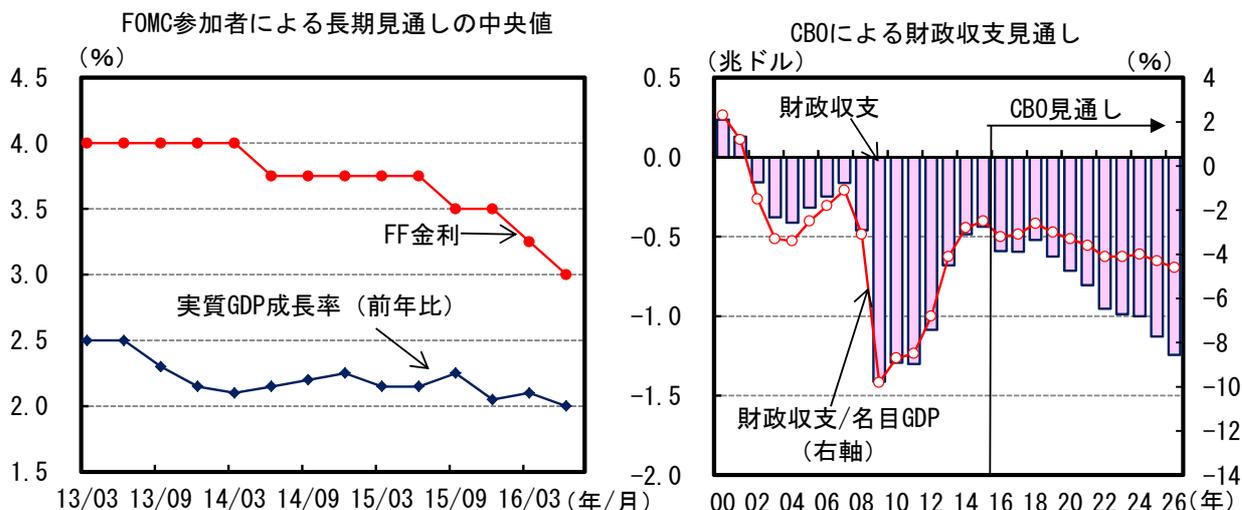
米国経済の状況は、労働市場は底堅い改善が続いているものの、足下でやや改善に足踏みが見られ、4-6月期の成長率を押し上げた個人消費に関しても8月は冴えない結果となった。企業部門に関しても、これまで好調だった非製造業も含めて景況感は大きく悪化し、実態面でも鉱工業生産が前月から悪化するなど総じて振るわない。物価が安定的に目標を下回っている現状を踏まえれば、利上げを急ぐ理由にも乏しいと考えられ、9月のFOMC（連邦公開市場委員会）においては様子見となる可能性が高いだろう。しかし、現時点では景気後退に陥るほどの弱さがあるわけではなく、あくまで減速に留まっている。FRB（連邦準備制度理事会）による利上げ継続スタンスが変更される可能性は低く、年内利上げの可能性は十分に残されていると考えられる。

短期的な景気循環においては、米国は依然緩やかな成長軌道にあると考えられるが、その一方で、いわゆる長期停滞に対する議論が米国内において以前にも増して高まっている。潜在成長率の低下は中立金利の低下と同義であり、利上げサイクルのゴールや利上げペースにも影響を及ぼすことになると考えられるため、短期的な政策運営を見通す上でも注目されている。FOMC参加者によるGDP成長率や、FF金利の長期見通しはこれまでも下方修正が続いてきた。

8月25日～27日にジャクソンホールで行われたシンポジウムのテーマは「将来に向けた弾力的金融政策の枠組みの設計」であり、昨年は不参加だったイエレンFRB議長は「FRBの金融政策ツールキット」というタイトルの講演を行った。イエレン議長の講演における市場の最大の注目点は、次回の利上げに向けたメッセージの有無であったが、長期的な政策運営という観点からは、財政政策の重要性が強調されたという点が特筆すべき内容であったと言える。イエレン議長は、中立金利の低下を前提としても、量的緩和やフォワードガイダンスという従来通りの金融政策によって、十分緩和的な環境を作りだせるという楽観的な結論を示したのに加えて、短期的な景気刺激策の有用性や、生産性を引き上げるための構造改革の必要性に言及した。

今後の財政政策運営に関して、民主・共和両党の大統領候補は、いずれも大型インフラ投資による景気浮揚、雇用の拡大をはじめ、拡張的な財政政策を主張している。長期停滞論が高まる中においては、こうした拡張財政に対する期待感が今後一層高まる可能性があるだろう。しかし、CBO（議会予算局）が8月に公表した財政見通しによれば、2016年度（2015年10月～2016年9月）の財政収支は社会保障費の増加などを主因に、5年ぶりに赤字が拡大する見通しとなった。財政赤字の縮小傾向が続いてきたことで、これまで財政赤字は話題となりづらかったが、今後の政策議論においては財政赤字が大きな問題となる可能性が高まっている。長期的にみても、社会保障費を中心とする義務的経費の増加によって財政赤字は拡大していく見通しとなっており、具体的な財源や財政規律に対する配慮が、政策の実現性を占う上で重要な要素となる。また、財政が話題になるとすれば、新大統領の政策に加えて、議会構成がどうなるかによっても、2017年以降の米国経済、金融政策は短期・長期に影響を受けることになる。11月の選挙結果はFRBにとっても重要な意味を持つと言えよう。

図表1 FOMC参加者による長期見通しの中央値、CBOによる財政収支見通し



(出所) FRB, CBO, Haver Analytics より大和総研作成。

労働市場の改善は足踏み¹

8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月差+15.1万人となり、3ヵ月ぶりに好不調の目安と言われる同+20万人を下回った。しかし、完全雇用が近づく中では、毎月の雇用者数の増加ペースが+10万人程度まで低下する可能性が指摘されており、単月の結果としても景気減速を懸念するほど悪い結果ではない。3ヵ月移動平均値を見ても、大きく落ち込んだ5月の影響がなくなったことで同+23.2万人まで加速しており、雇用者数の増加ペースは底堅い。

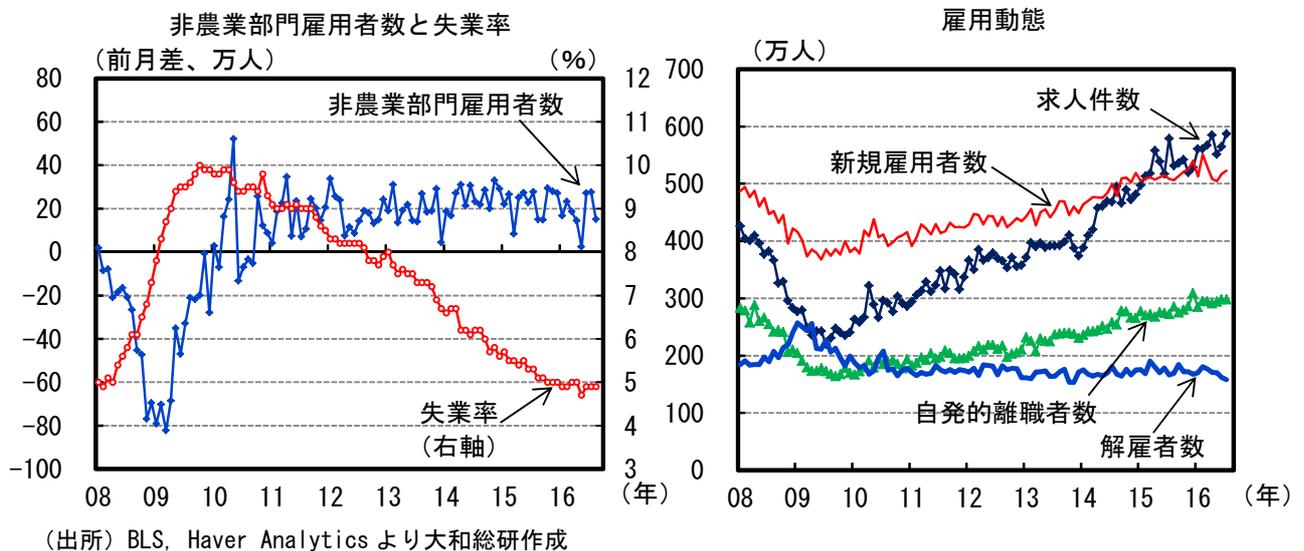
一方、失業率に関しては前月から横ばいの4.9%となった。失業者数は2ヵ月ぶりに増加したが、就業者数が増加したことに加え、非労働力人口が3ヵ月ぶりの増加に転じたことが、失業率の上昇を抑制する要因となった。労働参加率、就業率はともに前月から横ばいとなっており、総じて改善が足踏みした格好である。また、失業期間が27週以上の長期失業者の減少など、一部に好材料も見られたが、経済的理由によるパートタイム労働者は2ヵ月連続で増加し、民間部門の平均時給は前年比+2.4%と前月の同+2.7%から減速するなど、労働市場の質の改善は一服する形となった。雇用者数、時給の伸びが鈍化したことに加えて、民間部門の週平均労働時間は前月から0.1時間減少したことで、民間部門の総賃金(雇用者数×週平均労働時間×時給)は前月比▲0.1%と6ヵ月ぶりに減少した。

8月の雇用統計では労働市場の改善に足踏みが見られたが、先行きは改善基調が続くという見通しに変更はない。企業の求人は増加基調が続き、労働需要は旺盛な状態にある。7月の求人数は、サービス業の増加を主因に前月比+4.0%の587.1万人となり、2000年12月の統計公表以降の最高を更新した。スキルのミスマッチや労働供給制約によって、労働需要が増加する中で

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「雇用、賃金の減速で9月利上げの可能性低下」(2016年9月5日) 参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20160905_011219.html

も雇用者数の伸びが鈍化し、失業率も低下しづらくなると考えられるが、労働需給のひっ迫感が強まることで、賃金をはじめとする労働市場の質の改善は続く公算が大きい。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、雇用動態



好調だった個人消費は、8月は不振な結果

7月の実質個人消費支出は前月比+0.3%と4ヵ月連続の増加となった。7月の実質可処分所得は同+0.4%となり、概ね所得の増加に見合う形で個人消費も増加したことになる。しかし、4-6月期から好調が続いてきた個人消費は8月に入って減速が見られている。

8月の小売売上高（飲食サービス含む）は前月比▲0.3%と5ヵ月ぶりに減少した。新車販売台数の減少によって自動車ディーラー（同▲1.0%）の売上が減少したほか、価格低下によってガソリンスタンド（同▲0.8%）が2ヵ月連続の減少となった。また、建設資材・園芸（同▲1.4%）も前月から減少しており、月々の振れが大きい業種の減少が特に全体を押し下げた。ただし、振れの大きい業種を除いたコア小売売上高も同▲0.1%と2ヵ月連続で減少しており、振れを除いても軟調な結果であった。これまで増加トレンドが続いてきた無店舗販売の売上高が同▲0.3%と2015年1月以来の減少となったことや、スポーツ・娯楽用品（同▲1.4%）の減少が響いた。

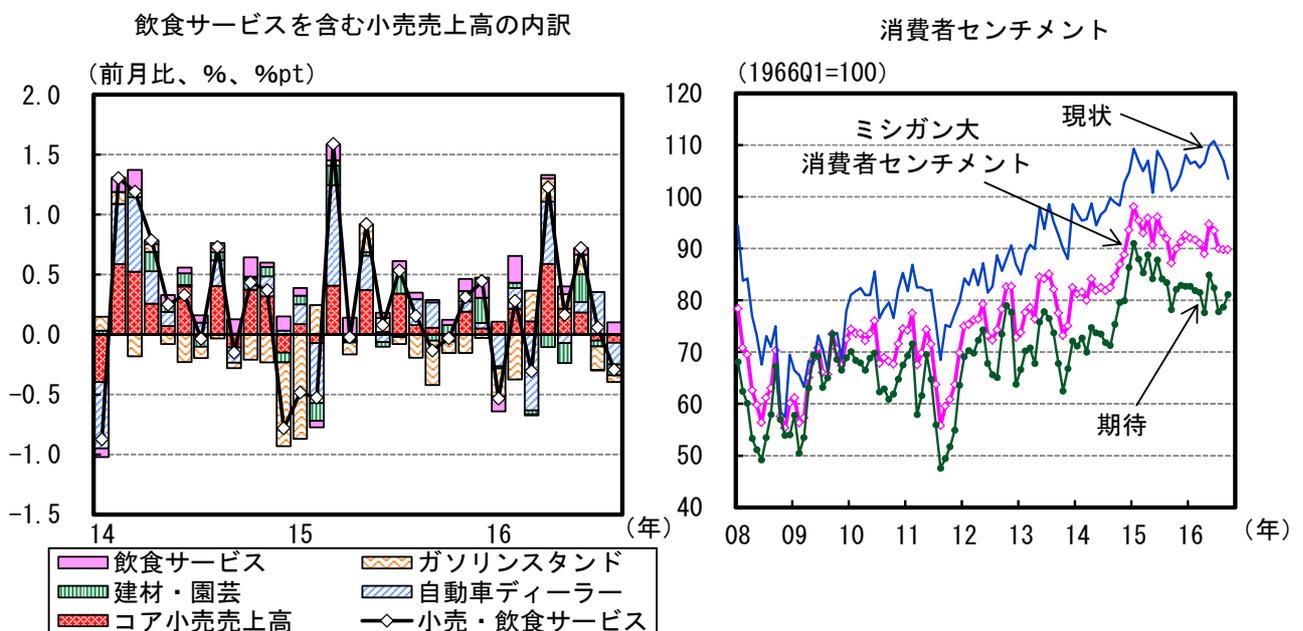
8月の小売売上高の減少に関しては、8月としては観測史上2番目に降水量が多かったという天候要因が影響した可能性がある。また、8月は学生の新学期に備えるバック・トゥ・スクール、バック・トゥ・カレッジ商戦の時期にあたるが、NRF（全米小売業協会）によれば家計は例年よりも価格に対して敏感になっており、多くの小売店がセールを行うレイバーデー（2016年は9月5日）まで買い控えをしている可能性を指摘している。9月7日に公表されたFRBによるベージュブック（地区連銀景況報告）でも、個人消費がほぼ横ばいとしつつ、一部地域ではレイバーデーに向けた加速を見込んでおり、9月には個人消費が持ち直すことが

期待される。

消費者マインドの動向を見ると、9月のロイター/ミシガン大消費者センチメントは前月から横ばいの89.8%となった。消費者センチメントはこのところ横ばい圏で推移しているものの、水準は決して低くなく、先行きについても個人消費の増加をサポートする要因になると考えられる。所得環境は減速しつつも改善が続く見通しであり、個人消費は所得増加に見合う形で先行きも改善が続くというのが基本シナリオである。

先行きの留意点としては、自動車販売の伸び悩みが挙げられる。ページブックでは、販売インセンティブの減少が要因として挙げられており、これまで個人消費増加のけん引役の一つであった自動車販売は今後も伸び悩む可能性がある。

図表3 小売売上高の内訳、消費者センチメント



(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

家計の負債は健全なペースで増加傾向

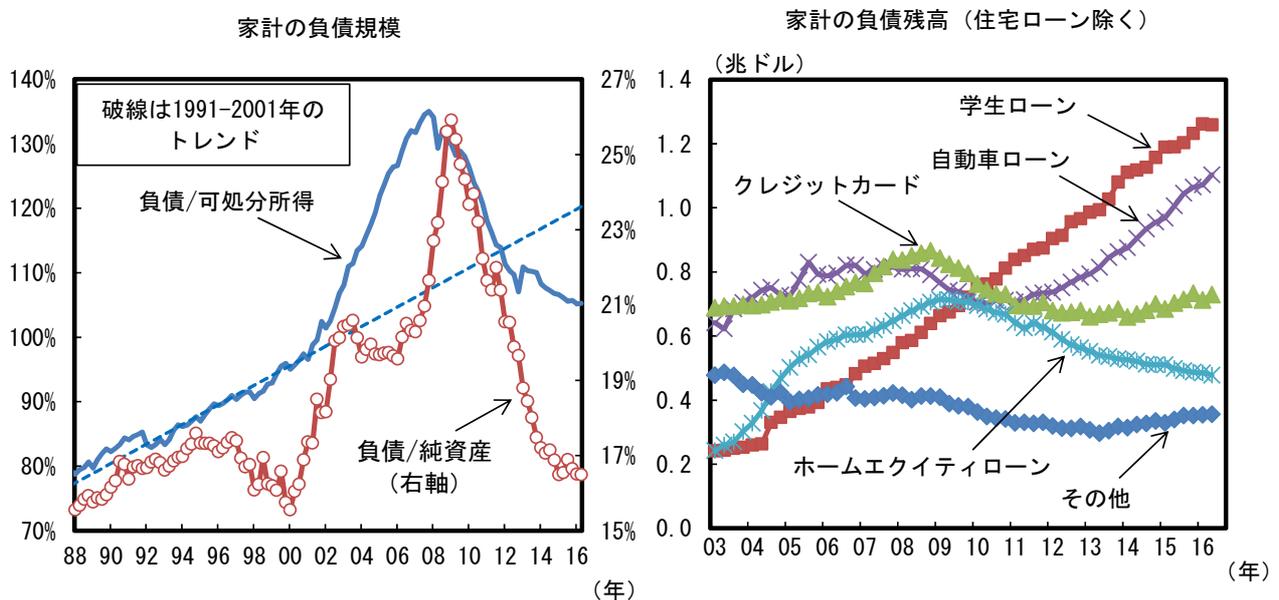
FRBが公表した資金循環統計によると、NPOを含む米国家計の負債残高は、6月末に14.7兆ドルとなり、前年比+2.7%増加した。前年比では14四半期連続の増加となる。うち、住宅ローンは9.6兆ドルで同+1.5%、消費者信用は3.6兆ドルで同+6.1%と増加した。純資産残高は89.1兆ドルで同+3.1%と負債の伸びを上回るペースで増加して、過去最高を更新している。年率換算した可処分所得対比では、純資産は638%と高水準で、負債は105%と低下傾向にある。家計の負債の残高は増加が続いているが、資産対比でも所得対比でも健全な状態と言えよう。

家計の債務のうち、ニューヨーク連銀の推計では、学生ローンや自動車ローンは増加ペースが速く、90日以上の滞納比率も高い。学生ローンの滞納比率は、金融危機以前から増加が続い

ており、景気循環のみならず社会制度上の問題があると考えられる。一方、自動車ローンの滞納比率は金融危機で上昇後、ある程度低下したが、近年は金融危機以前の上回る水準で横ばい推移となっている。自動車販売が高水準であることから、自動車ローンの増加も当然ではあるが、新規滞納額も増加傾向で、借り手の信用力に見合っていない自動車ローンが実行されている可能性がある。ただし、住宅ローンと比べれば1件あたりの金額が小さく、自動車ローンの問題が大きくなったとしても、ただちにマクロ的な問題となることは考えにくい。

むしろ、家計全体でみればバランスシート上に負債を積み増す余地があると言え、所得面では貯蓄率を低下させる余地があると言えよう。

図表4 家計の負債規模、家計の負債残高（住宅ローン除く）



(出所) FRB, NY 連銀, Haver Analytics より大和総研作成

住宅需要は堅調、供給不足が住宅市場のボトルネックに

7月の中古住宅販売は前月比▲3.2%と5ヵ月ぶりに減少し、年率換算539万戸となった。しかし、これまでの増加を踏まえれば7月の減少は小幅に留まっており、中古住宅販売は増加基調を維持している。統計公表元のNAR（全米リアルター協会）によれば、供給不足による価格上昇によって、手ごろな値段の物件が不足していることが販売を抑制する要因になったとされており、住宅需要自体は底堅いと言える。実際、7月の中古住宅の在庫率は4.7ヵ月と前月から上昇したが、引き続き低水準にある結果、販売価格の中央値は前年比+5.3%と前月から上昇幅が拡大した。

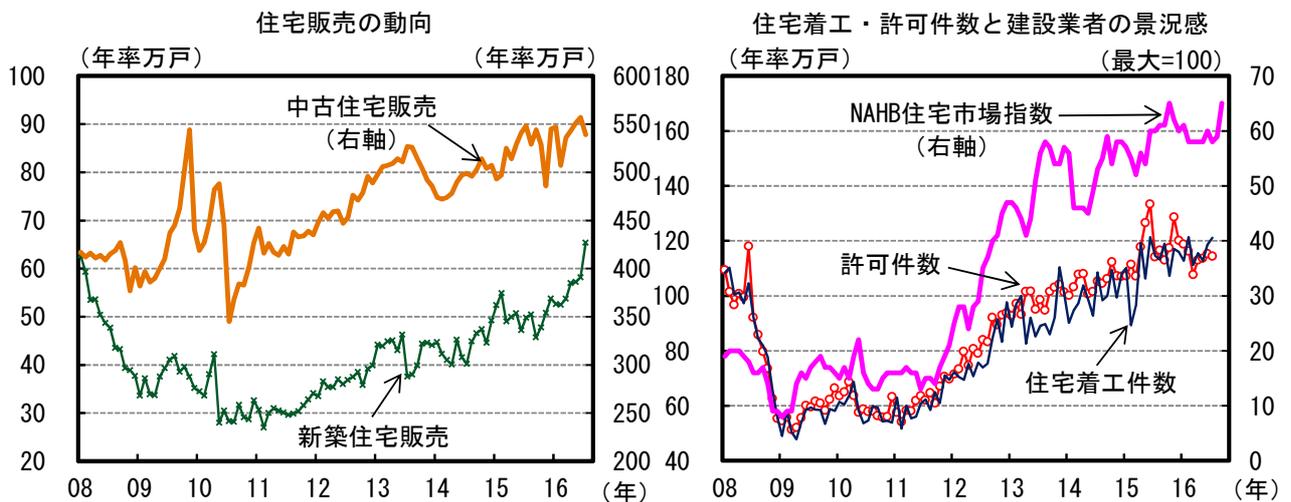
新築住宅に関しても販売は好調である。7月の新築住宅販売は前月比+12.4%と大幅に増加し、年率換算65.4万戸と金融危機以降の最高を更新した。全体に占める割合が大きい南部での増加が全体を押し上げた。在庫率は4.3ヵ月と2013年6月以来の水準まで低下しており、新築住宅

の需給もひっ迫した状況が続いている。

住宅建設業者の景況感からも、住宅販売の好調さや、先行きに対して楽観的な姿勢が見て取れる。9月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は前月から+6pt改善し、2015年10月以来の高水準となった。NAHBによれば、「中古住宅、新築住宅ともに在庫がひっ迫しており、建設が増えればその分だけ販売することが可能である」という強気の見通しが示されている。

こうした住宅需要の堅調さに鑑みれば、供給面でのボトルネック解消が住宅市場の更なる改善のための課題となろう。好調な住宅販売の増加にもかかわらず、建設労働者や用地の不足によって住宅着工はこのところ頭打ちとなっている。雇用環境の改善が続くことで住宅需要は先行きも増加が期待されるが、住宅需給がひっ迫し価格上昇が続く中での更なる加速は見込み難い。

図表5 住宅販売の動向、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

企業の景況感は大悪化

8月のISM製造業景況感指数は前月から▲3.2%pt悪化の49.4%となった。2014年1月以来の大幅な悪化によって、基準となる50%を6ヵ月ぶりに下回り、製造業活動の停滞を示す結果となった。指数の内訳を見ても、5系列全てが前月から悪化、特に景気に先行すると言われる新規受注が前月差▲7.8%ptと大幅に落ち込んだことが悪化の主因となった。このところ持ち直し傾向にあった生産も同▲5.8%ptと大きく低下、2012年8月以来の低水準まで落ち込んでいる。

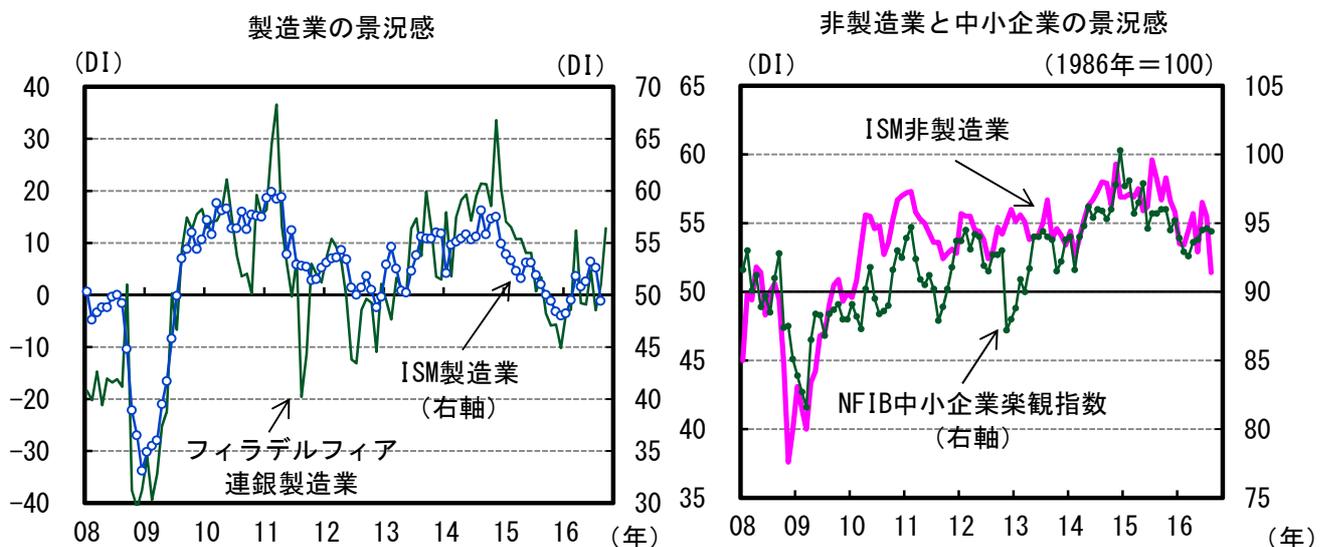
また、8月のISM非製造業景況感指数は前月差▲4.1%ptの低下、リーマン・ショック後の2008年11月以来の低下幅を記録した。指数水準は51.4%となり、基準となる50%を上回っているものの、2010年2月以来の低さとなり、製造業同様に非製造業の景況感も急激に落ち込む結果となった。指数の内訳では入荷遅延が前月から増加する一方、事業活動および新規受注が大幅

に落ち込み、全体を押し下げた。

しかし、ISM 景況感指数は製造業、非製造業ともに前月から大きく悪化したにもかかわらず、回答企業による極端にネガティブなコメントは、エネルギー関連を除けば多くない。総じて、売上や受注は拡大しているものの減速している、若しくは前月から横ばいという意見が多く、悪化というよりはあくまで減速の範疇にある。

また、他の統計の動きに照らすと、ISM 景況感指数の悪化は非常に大きく、一時的な要因によって下振れした可能性が示唆される。例えば、中小企業に対する調査である NFIB（全米独立事業者協会）中小企業楽観指数は、その回答企業の8割以上が非製造業であるため、ISM 非製造業景況感指数との連動性が高いが、8月は前月差▲0.2pt と小幅な悪化に留まっている。製造業に関しても、9月上旬までの動向を含む地区連銀による製造業景況感指数を見ると、ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀による指数はいずれも前月から改善し、特にフィラデルフィア連銀による指数は2015年2月以来の高水準となった。これら地区連銀による景況感指数は月々の振れが大きいいため割り引いて見る必要があるが、8月に落ち込んだ企業景況感の持ち直しが期待できる結果であったと言えよう。

図表6 製造業の景況感、非製造業と中小企業の景況感



(出所) ISM, フィラデルフィア連銀, NFIB, Haver Analytics より大和総研作成

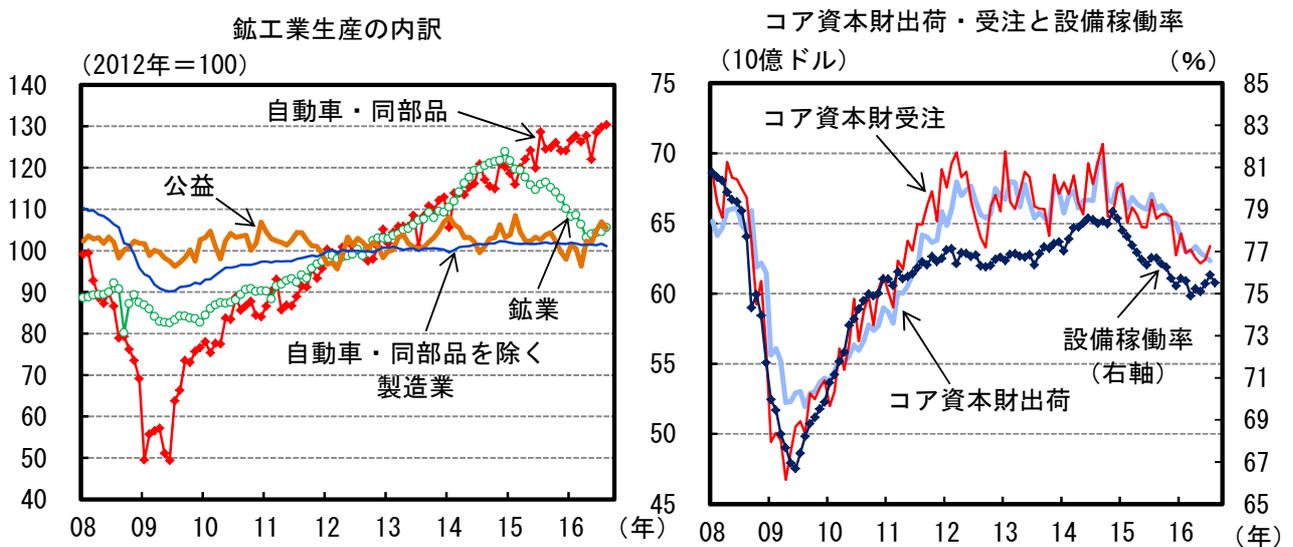
鉱工業生産は振るわない結果

企業活動の実態面に関しても、8月は冴えない結果となった。8月の鉱工業生産指数は前月比▲0.4%となり、3ヵ月ぶりの低下に転じた。平年に比べて気温が高かったことによる冷房需要で6、7月が好調だった公益部門が同▲1.4%と低下したことに加えて、製造業の低下(同▲0.4%)が下押し要因となった。一方で、鉱業に関しては同+1.0%と4ヵ月連続で増加し、持ち直し傾向を強める結果となっている。

鉱工業生産の8割を占める製造業に関して、内訳を業種別に見ると、前月から生産が増加したのは、コンピューター（前月比+1.0%）、自動車・同部品（同+0.5%）など一部の業種に限られ、耐久財、非耐久財関連を問わず幅広い業種で生産が減少した。特に、ここ数ヵ月生産が持ち直しつつあった機械（同▲1.9%）や、ウエイトが大きい化学（同▲0.4%）の減少が全体の低下に大きく寄与した。財別の動向を見ても、消費財、資本財、生産財がいずれも前月から減少し、全般的に振るわない。

生産が減少に転じたことで、8月の設備稼働率は前月差▲0.4%ptの75.5%となった。3ヵ月ぶりの低下となり、このところの持ち直しの動きが足踏みする形となった。しかし、これまで設備投資の足を引っ張ってきた鉱業の稼働率は8月も上昇しているため、設備投資の下振れリスクは軽減していると言える。設備投資動向に関して、機械投資の一致指標である7月のコア資本財出荷を見ると、前月比▲0.5%と3ヵ月連続で減少しており、依然減少傾向が続いているが、先行指標となるコア資本財受注は同+1.5%と2ヵ月連続で増加した。まだ減少トレンドが明確に反転したと言える状況ではないが、コア資本財受注が2ヵ月連続で増加したのは2015年10月以来であり、持ち直しが期待される。

図表7 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

4-6月期のGDP2次速報では、実質GDP成長率は前期比年率+1.1%となり、1次速報(同+1.2%)からわずかに下方修正された。しかし、需要項目ごとの改定状況を見ると、住宅投資、在庫投資、輸出、政府支出が下方修正となる一方で、個人消費と設備投資に関しては上方修正されていることから、内容は悪くない。

足下までの経済統計を踏まえると、7-9月期の実質GDPは比較的高めの成長が期待できそうで

ある。個人消費は8月に減速が見られたものの、それでも前期比年率+3%台の高い成長が見込まれる。また、これまで停滞してきた設備投資に関しても、鉱業による下押し圧力が軽減することで、前期から増加に転じる公算が大きい。

10-12月期以降の経済見通しに関して、労働市場と個人消費の好循環による改善が続き、内需主導の緩やかな景気拡大が続くという見方に変更はない。設備投資についても、堅調な内需関連産業を中心に持ち直し、徐々に増加基調を強めていくと見込む。他方で、海外経済の減速によって、輸出については先行きも緩慢な伸びが続く見通しである。世界的に保護貿易主義が高まることによって輸出が一層下振れするリスクには留意する必要があると考えられるが、外需の伸び悩みが米国の内需を腰折れさせるとは考え難い。

図表 8 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.1	2.9	2.1	2.3	2.3	2.2	2.3				
〈前年同期比、%〉	3.3	3.0	2.2	1.9	1.6	1.2	1.4	1.7	2.1	2.4	2.2	2.2	2.4	2.6	1.5	2.2
個人消費	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.4	3.1	2.8	2.7	2.6	2.5	2.3	2.9	3.2	2.7	2.8
設備投資	1.3	1.6	3.9	-3.3	-3.4	-0.9	2.6	2.0	2.5	3.1	3.7	4.5	6.0	2.1	-0.7	2.6
住宅投資	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	-7.7	0.2	5.1	4.6	4.2	3.6	2.9	3.5	11.7	5.2	3.0
輸出	-5.8	2.9	-2.8	-2.7	-0.7	1.2	3.3	2.0	2.4	2.7	3.0	3.4	4.3	0.1	-0.1	2.6
輸入	5.6	2.9	1.1	0.7	-0.6	0.3	2.9	2.8	2.5	2.5	2.7	3.0	4.4	4.6	0.9	2.5
政府支出	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	-1.5	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.9	1.8	0.7	0.0
国内最終需要	2.7	3.2	3.0	1.7	1.2	2.2	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.6	3.1	2.0	2.3
民間最終需要	2.7	3.2	3.3	1.8	1.1	3.0	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	3.4	3.3	2.3	2.8
鉱工業生産	-1.9	-2.7	1.5	-3.3	-1.7	-0.6	2.7	1.6	1.8	2.0	2.0	2.2	2.9	0.3	-0.7	1.8
消費者物価指数	-2.9	2.4	1.4	0.8	-0.3	2.5	1.5	2.2	2.1	2.7	2.8	2.6	1.6	0.1	1.2	2.3
失業率 (%)	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	6.2	5.3	4.9	4.8
貿易収支 (10億ドル)	-127	-124	-126	-124	-125	-125	-127	-129	-129	-131	-132	-134	-490	-500	-507	-525
経常収支 (10億ドル)	-115	-112	-123	-113	-132	-120	-124	-126	-125	-124	-124	-125	-392	-463	-501	-499
FFレート (%)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	0.25	0.50	0.75	1.25
2年債利回り (%)	0.60	0.61	0.69	0.83	0.84	0.77	0.73	0.93	1.07	1.15	1.32	1.38	0.46	0.69	0.82	1.23
10年債利回り (%)	1.97	2.17	2.22	2.19	1.92	1.75	1.58	1.88	1.99	2.06	2.21	2.26	2.54	2.14	1.78	2.13

(注1) 網掛けは予想値。2016年9月19日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

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