

# Weekly エコノミスト・ レター

## 米経済指標悪化で先行き不透明感 ～増税・歳出削減の影響を警戒

経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋  
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

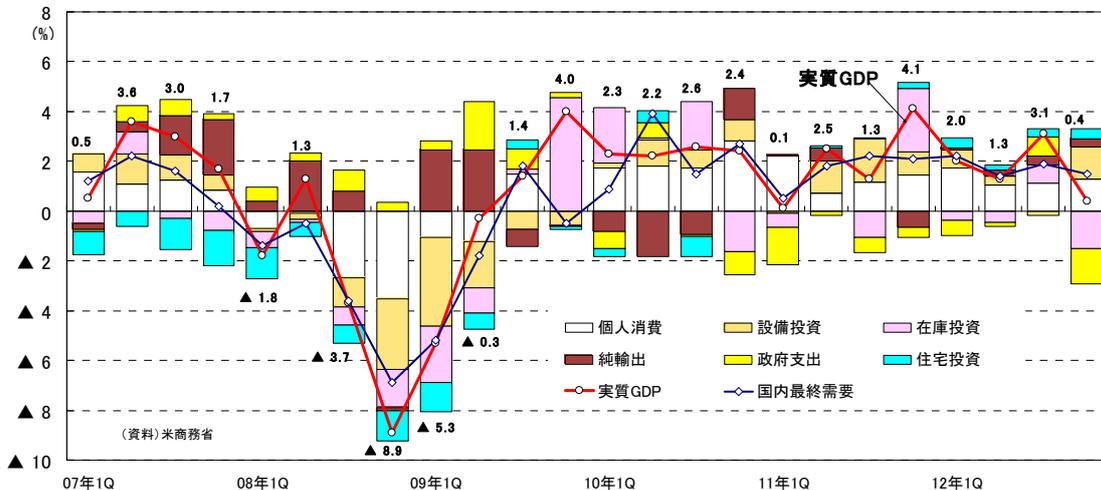
### ＜米国経済の概況：3月以降の経済指標悪化が先行きの不透明感を強める＞

- ・ 1-3月期GDP速報値の市場予想は、前期の年率0.4%から2%台への上昇が見込まれる。ただし、多くは在庫変動に伴うものであり、GDPの伸び率も在庫変動幅に左右されよう。
- ・ 一方、3月雇用統計の悪化後、小売売上高等その他の主要な経済指標でも減速が相次ぎ、俄かに景気減速の見方が浮上してきた。「財政の崖」の合意に伴う増税や歳出削減の影響に伴うものとも見られ、市場の関心は再び景気の動向に集まりつつある。
- ・ FRBも、3月FOMCまでは堅調な雇用回復等を背景に資産購入の早期縮小が議論されていたが、当面は景気の動向を注視することとなりそうだ。

### ＜財政政策の動向：赤字削減策を巡る対立を警戒＞

- ・ 2ヵ月遅れで提出された予算教書では、向こう10年間で1.8兆ドルの赤字削減を狙う。これに伴い10年後の赤字額は、GDPで1%台に縮小する。
- ・ ただし、赤字削減方法を巡る共和党との対立には改善が見られない。当面の財政イベントとしては5月の債務上限到達が注目されるが、前回2011年には激しい対立により、金融市場の大混乱や米国債の格下げを招いており、今後の対応が注目されよう。

(図表1) 実質GDPと寄与度の推移(四半期別、前期比年率、棒グラフは寄与度内訳)  
～昨年10-12月期の在庫下振れが、1-3月期のGDP押し上げ要因に



# 1、米経済は本格回復への道を歩んでいるのか

(経済の概況)

## (1) 最近の経済動向～3月以降の経済指標が減速

緩やかな回復を続ける米経済では、景気回復を材料に株価が史上最高値を更新、住宅価格も1月までに12ヵ月連続で上昇するなど、これまでマイナスに作用していた資産効果も次第にプラスに転じる可能性も高まりつつあり、4月末に開催のFOMCの資料となるベージュブックでは、住宅・商業用不動産市場が著しく回復していると指摘した。緩やかながらも回復が続くと見られた米経済であるが、4月に入って発表された3月の経済指標には景気の減速を示すものが相次いでおり、にわかに景気の先行きに陰りが差している。

特に、3月の雇用統計では、雇用者増が8.8万人と2月(26.8万人)から急減し、3月小売売上高は前月比▲0.4%の減少と昨年6月以来の減少幅となった。また、ISM指数では製造業・非製造業指数ともに予想以上の低下を見せ、鉱工業生産指数では製造業が減少(前月比▲0.1%)に転落した。一方、住宅着工件数が2008年以来となる年率104万戸を回復するなど堅調な回復が指摘される住宅市場でも、住宅着工の先行指標となる住宅市場指数が3ヵ月連続で下落、好調持続の見方に影を差している。

こうした状況により、年初に懸念された「財政の崖」の合意による高所得層の増税と給与税減税の廃止が個人消費を通じて景気に影響し始めたとする見方を強めている。個人所得統計によれば、あらかじめ予想されていた高所得層の減税失効を見込み、12月のボーナス支払いや配当金が膨れ上がるなど、前倒し的な支給が行われたことが明らかとなっており、また、高所得層が多くを保有する株価上昇等も重なってこれまでの消費を下支えしていたと思われる。半面、給与税廃止の打撃が大きい中低所得層にはそうした恩恵が少なく、12月までの所得増の効果が息切れしているのかもしれない。ただ、今後も住宅価格の上昇が続くのであれば、自家保有の中間層にとっては、これまでの住宅価格下落による負の資産効果が薄れ、住宅ローン金利の大幅低下によるリファイナンスのメリットも大きい(オバマ大統領は1世帯あたり年間2千ドルと試算していた)。

このため、当面は経済指標に注目する局面が続くこととなりそうだ。これまで2010年から2012年に至るまでの3年間は、年央近くになると決まったようにユーロ危機への懸念が持ち上がり米景気回復の動きを停滞させた。今年もイタリアやキプロス問題などユーロの問題は燻りを続けている。また、後述のように、米国の財政赤字を巡る対立は、2011年の債務上限問題で金融市場に混乱を招いた状況から殆ど進展を見せていない。ただ、米経済は2009年のリセッション後、本格回復への途上にあり、FRBは一貫して大幅な金融緩和状態を続ける意向を表明している。上半期に「財政の崖」の影響が強まることは想定されていたことでもある。米景気は、多少の停滞局面を見せながらも、強力な金融緩和に下支えされ、回復への軌道を大きく外れる可能性は低いと思われる。

## (GDPの動向)

### (2) 1-3 月期GDPは2%台に上昇か

米国経済は緩やかな回復途上にあるが、最近のGDPは在庫変動に伴う振れが大きくなっており、実質GDPは昨年7-9月期に前期比年率3.1%と上振れした後、10-12月期には0.4%と急低下した。ただ、GDPから在庫と純輸出を除いた内需の強さを示す国内最終需要は1.5%とGDPほどの落ち込みを見せておらず、比較的安定した推移を見せている。

7-9月期のGDP上振れには在庫投資（寄与度0.73%）と国防費を中心に政府支出の寄与（同0.75%）が大きかった。半面、個人消費の伸びは前期比年率1.6%の低水準、設備投資は▲1.8%の減少と3年ぶりの下落幅を見せ、国内最終需要も1.9%に留まった。

一方、10-12月期の成長率低下は前期の在庫と政府支出増の反動減によるもので、政府支出が同▲7.0%と落ち込み、在庫投資も大幅な寄与度減少（▲1.52%）となった。しかし、自動車の伸びが個人消費（前期比年率1.8%）を下支えし、設備投資は同13.2%と急伸、住宅投資は高い伸び（17.6%）となり、いずれも7-9月期を上回る伸びを見せ、景気自体が鈍化したわけではなかった。

さて、1-3月期のGDPは来週（4/26）発表されるが、前記の経済状況から「財政の崖」の合意による増税負担（高所得層の所得増税と給与減税の失効）が大きく、特に3月以降は、雇用の鈍化、小売売上高の減少等、主要指標での減速が続いた。ただ、自動車販売や住宅価格は堅調を維持、消費を下支えし、緩やかな回復基調が続いたと思われる。そうした中、在庫投資は、10-12月期の下振れの反動増が予想され、当初はGDPを3%台に押し上げるとの見方が強かったが、2月の企業在庫が予想を大きく下回り、GDPも2%台に留まると見られている。ただ、振れの大きい在庫投資の変動幅がGDPの伸びを左右する状況に変わりはない。一方、4-6月期は、在庫増の反動減と3月以降の経済指標の悪化で、再び成長率の鈍化が見込まれよう。当面、足元で強まりつつある景気の先行き不透明感が一時的に留まるのか、今後の経済指標が注視される局面となっている。

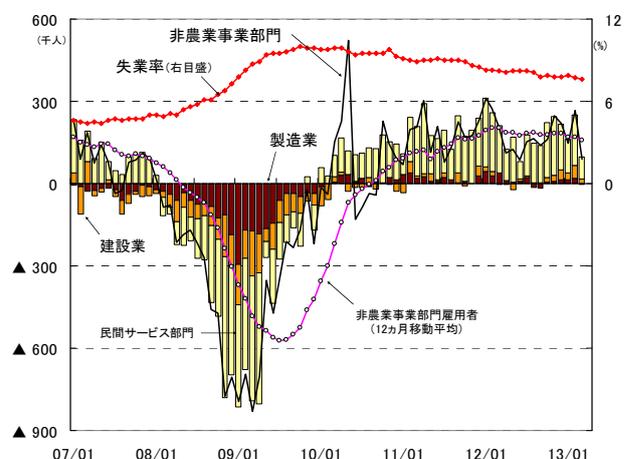
## (主要経済指標の動向)

### (3) 3月雇用統計では、雇用者が8.8万人増と前月の1/3に

米労働省が発表した3月非農業事業部門の雇用者増は前月比8.8万人と前月（同26.8万人）から増加幅を大きく縮小、市場予想（同19万人）を下回った（図表2）。ただ、1月、2月分をそれぞれ2.9万人、3.2万人、計6.1万人の上方修正を行ったことにより1-3月期の月平均は16.8万人となった。昨年10-12月期（同20.9万人増）には及ばないものの、7-9月期（同15.2万人増）は上回っており、一進一退の動きを見せながらも回復傾向は維持していると思われる。

3月の民間雇用者増も前月比9.5万人と2月（25.4万人）を大きく下回り、政府部門は▲0.7万人減と前月（1.4万人増）から減少に転じた。

(図表2) 雇用者増減の内訳と失業率(前月比,%)



(資料)米労働省

民間部門の内訳を見ると、財生産部門は前月比 1.6 万人(前月 7.3 万人)、うち建設業では前月比 1.8 人(前月 4.9 万人)と縮小しながらも増加分の大半を占めた。一方、製造業は、自動車産業が 0.8 万人(前月 1.3 万人)と増加したが、全体では同▲0.3 万人(前月 1.9 万人)と減少した。民間サービス部門では前月比 7.9 万人(前月 18.1 万人)の増加、業種別では、専門・事業サービスが 5.1 万人(前月 8.0 万人)と増加、同部門に含まれる人材派遣(Temporary help services)は同 2.0 万人(前月 2.3 万人)、教育・ヘルスケア等が 4.4 万人(前月 3.1 万人)、レジャー等が 1.7 万人(前月 2.6 万人)、等の増加が大きかった。半面、小売が▲2.4 万人(前月 1.5 万人)と減少に転じている。

政府部門の内訳では郵政部門を中心に連邦政府が▲1.4 万人と減少、州政府は 0.9 万人増、その他の地方政府が▲0.2 万人と減少した。今後は、歳出削減による影響が懸念される。

### ●失業率は 7.6%に、広義の失業率も 13.8%に低下

家計調査による 3 月の失業率は 7.6%と前月(7.7%)から低下、市場予想は 7.7%だった。ただ、家計調査では、雇用者(前月比▲20.6 万人)、失業者(前月比▲29.0 万人)とも減少、雇用市場からの撤退が 49.6 万人に昇ったことが失業率低下の主要因となっており、労働参加率は 63.3%(前月 63.5%)と 1979 年以來の水準に低下、前年同月は 63.8%だった。

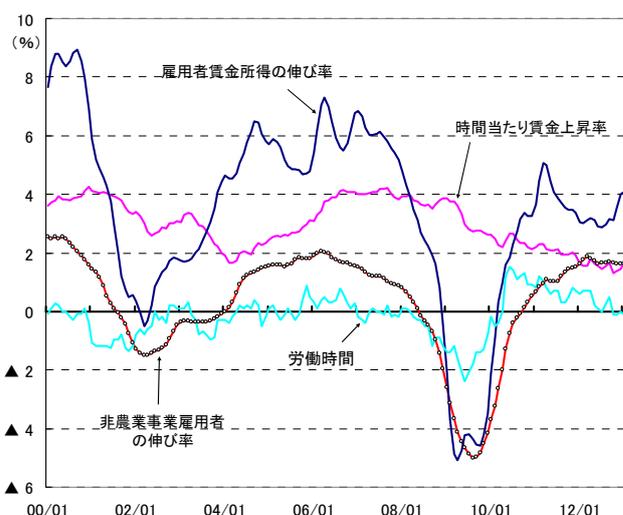
失業率の推移を振り返ると、リセッション入り直前の 2007 年 11 月は 4.7%、金融危機時(2008 年 9 月)は 6.1%だったが、2009 年 10 月には 10.0%と 1983 年 6 月(10.1%)以来 26 年ぶりの高水準に上昇、その後は緩やかに低下し、昨年 12 月には、オバマ大統領就任時の 2009 年 1 月(7.8%)と同水準となっていた。3 月は低下を見せたが、上記リセッション前との比較では依然大幅な高水準に留まる。

また、パートタイム雇用者計 2744 万人のうち 3 割弱に当たる 764 万人が経済的理由によるが、前月(799 万人)から比較的大き目の減少となった。一方、就職活動が今回の雇用統計の対象期間に入らなかった就職希望者は 233 万人(うち 80 万人は就職をあきらめて活動を停止)となり、前年比▲2.6 万人と高止まりした。こうした求職者を加味した広義の失業率(U-6)は 13.8%と 2 月(14.3%)から低下したが、それでもなお、7 人に 1 人近くが該当する。

一方、3 月民間平均労働時間は 34.6 時間/週と前月(34.5 時間)から増加した。時間当たり平均賃金は 23.82 ドル(前月 23.81 ドル)で前年比では 1.8%増となった。

商務省の個人所得統計による前年比の雇用者賃金所得は前年比 2.7%(2 月)と低水準にある。過去の推移では、2011 年 2 月に 5.4%へと上昇後、2012 年初に 2.7%と半減、その後も昨年 12 月(同 4.9%)の突出高を除けば低位に留まる。雇用増は雇用所得を押し上げるにはなお力不足と言えよう(図表 3)。

(図表 3) 雇用所得と雇用状況の推移 (%)



(資料)米労働省、商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均、

## (個人所得・消費の動向)

### (4) 可処分所得の伸びが鈍く、個人消費の伸び(前年比)を下回る

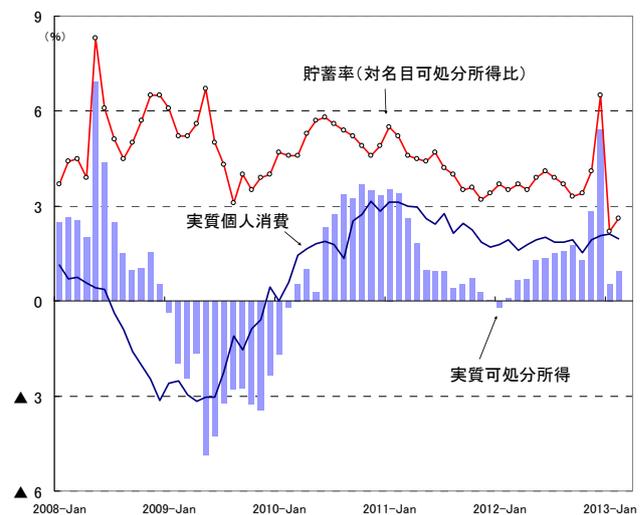
2月の個人所得は、前月比1.1%(1月は同▲3.7%)となり、可処分所得も同1.1%の増加となった。12月の上振れの反動で、前月に同▲4.0%と20年ぶりの大幅な減少(注)となった状況から回復、特に前月にマイナスとなった賃金所得が同0.6%(1月は同▲0.6%)、配当所得が同11.9%(1月は同▲34.6%)とプラスに転じたことが大きい。一方、個人消費は0.7%(1月は同0.4%)と伸びを高めた。中でも耐久財消費の伸びが同1.9%(1月は同0.2%)と大きかった。貯蓄率(名目可処分所得比)は2.6%と1月2.2%から上昇したが、急低下前の12月(6.5%)やその前の11月(4.1%)に比し、一段低い水準に留まっている。

(注)商務省では、1月の特殊要因として、①政府への社会保険料支払いの増加、②高所得層への減税停止前の12月にボーナス支払いと配当支払い額が膨れた反動減、等を挙げており、「これらの特殊要因を除いたベースでは1月の可処分所得は前月比0.3%と12月(同0.3%)と同率となる」としていた。

前年比での個人所得は2.6%(1月は2.2%)、12月は7.0%)、可処分所得は2.3%(1月は1.8%、12月は7.0%)と1月の落ち込み後の回復は鈍い。個人消費は3.3%(1月は3.4%)と可処分所得を上回った。また、前年比の実質ベースでも、可処分所得は0.9%(1月は0.6%)と低迷、個人消費が2.0%(1月は2.1%)と所得の伸びを上回る状況が復活している。

なお、2月の個人消費のエネルギー価格は前月比5.8%と急上昇して3ヵ月連続の減少から反転、これに伴い、FRBの注目する個人消費の価格指数(PCE)は前月比0.4%(1月は同0.0%)と伸び率が大きかったが、コア指数では同0.1%(1月は同0.2%)と低位での安定した推移が続いた。

(図表4) 実質所得・消費の推移(前年同月比、%)



(資料) 米国商務省、(注)貯蓄率は名目可処分所得比の当月分

## (小売売上高・自動車販売の動向)

### ● 3月小売売上高は前月比減少、前年比では2009年以來の低い伸び

3月小売売上高は前月比▲0.4%(2月同1.0%)と減少、横ばいとしていた市場予想を下回った。自動車販売が同▲0.6%(2月同1.3%)と減少、自動車販売を除いた小売売上高も同▲0.4%(2月同1.0%)と市場予想(横ばい)を下回った。業種別で前月比の伸びが高かったのは、家具(0.9%)、その他小売(同0.8%)、飲食店(同0.7%)等で、半面、減少したのは、ガソリン(同▲2.2%)、電気器具(同▲1.6%)、一般小売(同▲1.2%)等となる。

前年比の3月小売売上高は2.8%(2月同4.4%)と低下、自動車除きでも2.0%(2月同3.6%)と低下した。いずれもリセッション直後の2009年11月以來の低い伸び率となる。業種別で前年比の伸びが高かったのは、通信販売等(同13.5%)、ガソリン(同7.6%)、自動車販売(同6.5%)

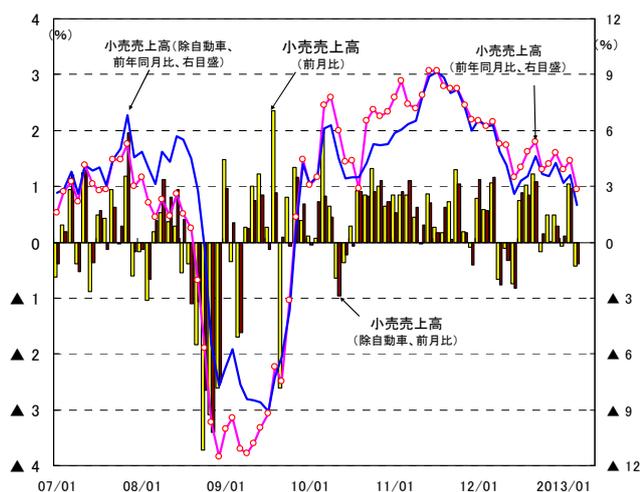
等で、減少したのは、百貨店（同▲7.6%）、電気器具（同▲3.2%）等だった（図表5）。

3月に入ってからには小売に急ブレーキが掛けられた状況となっており、その他の主要指標（雇用、ISM指数等）の減速もあって、先行きの景気への懸念を増幅している。

一方、自動車販売について台数ベースで見ると、3月は1527万台（オートデータ社、年率換算、以下同じ）と前月（同1538万台）を下回ったものの、5ヵ月連続で1500万台の高水準を維持した。このため、前月比では▲0.7%の減少となるが、前年比では8.0%の増加となった。前月比の内訳では乗用車の前月比▲4.0%に対し、軽トラック(含むSUV)は同2.6%の増加。特に、輸入乗用車が同▲6.1%と減少が大きく、輸入車全体でも同▲3.6%と減少し、輸入車シェアは20.8%と前月(21.5%)から低下した。輸入車の販売台数は昨年2月に365万台（シェア25.2%）まで回復した後、全体の販売台数が回復する中でも減少しシェアを低下させている。最近の株価上昇やガソリン価格の安定でやや高額なSUVの売れ行きが回復を見せており、3月の軽トラック部門の売り上げ構成比は48%と全体の過半に迫る一方、輸入車では36%に留まり、車種構成の違いが売り上げに影響している。半面、軽トラックの構成比率の高い米メーカー（GM61%、フォード64%、クライスラー64%）等では好調な売り上げを維持している（図表6）。

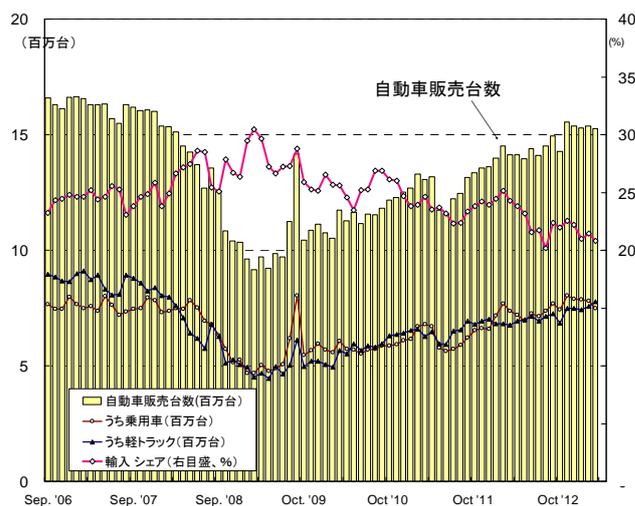
なお、本年の販売台数は1550万台と目されている。リセッション前には年率1600万台での推移を見せ、そうした水準には及ばないものの、生産面では稼働率が78.5%(2月)に上昇、同業界の長期的な平均稼働率75.0%(1972-2012年)を上回るなど、2009年に一時34.7%に落ち込んだ状況からは様変わりしている。また、製造業全体の稼働率(78.3%)を上回る回復を見せており、最近の製造業回復の牽引役ともなっている。

（図表5）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表6）月間自動車販売台数の推移



（資料）オートデータ社、季節調整済み年率

## (住宅市場の動向)

### (5) 住宅着工は年率 100 万戸の大台回復も、先行指標の下落で警戒感

住宅市場は、ページブックでの指摘に見られるように強めの回復が続いている。GDPベースでの10-12月期住宅投資は17.6%と連続で二桁の伸びを見せ、7四半期連続の増加と回復傾向を強めた。住宅市場では、厳しい借り入れ基準が販売を抑制する一方、ローン金利低下や住宅価格の下落で購入環境が改善しており、今後の景気押し上げ要因としても期待が強い。

商務省発表の3月住宅着工戸数は年率103.6万戸(前月比7.0%)に増加、2008年6月(104.6万戸)以来となる約5年ぶりの100万戸台を回復、前年比では46.7%の急増となった。内訳では、一戸建て住宅が前月比▲4.8%と減少したのに対し、集合住宅が26.9%と急増した。前年比の内訳でも一戸建ての28.7%に対し集合住宅は82.3%と、集合住宅の増加が全体を牽引している。住宅着工件数は2009年4月に年率47.8万戸と記録的な低水準をつけ、昨年に入ってから増加傾向を強めているが、リセッション前の2006年ピーク時(同227.3万戸)との比較では、なお半分に満たないこともあって今後の回復への期待は大きい。

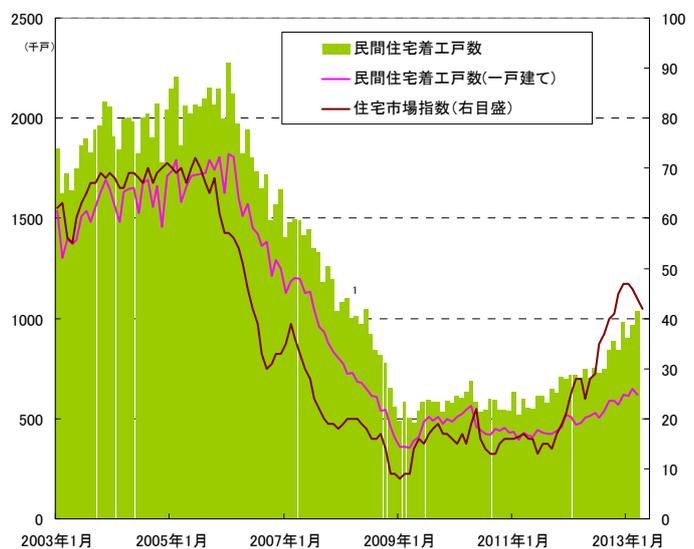
こうした中、一戸建て住宅着工に半年程度先行するとされる**住宅市場指数**(HMI/WF、Housing Market Index)が、4月は42と予想外の低下を見せ、警戒感を高めている。同指数はNAHB(全米ホームビルダー協会)が一戸建て住宅販売業者に「現況」「6ヵ月後」「引き合い状況」等を調査の上発表しているもので、12月には47と8ヵ月連続で上昇、2006年4月以来の水準を回復するなど、住宅市場の先行き回復の見方を先導していた。しかし、12月をピークに2月以降3ヵ月連月の下落を見せ、4月は42と昨年10月以来の低水準に下落、ここまで順調な回復を見せてきただけに先行きの動向が注視される。

なお、同指数は一戸建て住宅着工の先行指標とされ、3月住宅着工の増加が集合住宅に偏っていた点も気懸かりである。なお、HMIは、住宅販売コンディションの良し悪しの分かれ目とされる50が回復の目安となるが、2006年5月以降6年以上に渡り同水準を割り込んでいる。

こうした住宅市場指数の下落を除けば、最近の住宅関連指標は、住宅着工戸数を始め、住宅販売の回復で在庫調整が進み、住宅価格の上昇も持続的である。ただ、これまでの落ち込みが大きかっただけに、現状水準は過去の平均的水準を大きく下回っているものが多い。半面、回復の遅れが顕著な住宅市場が本格回復に向かえば、その分、景気や雇用面への影響も大きく注目度も高いと言えよう。

(なお、住宅価格については3/27付、住宅販売は3/28付の「経済・金融フラッシュ」を参照ください)

(図表7) 住宅市場指数と着工件数の推移(月別)



(資料) 商務省、NAHB

(金融政策の動向)

## 2、当面は現行の金融緩和策を持続

3月のFOMCでは現行緩和策の据え置きを決定、これに伴い現行緩和策の中核を成す「資産購入策」と「ゼロ金利政策及びそのフォワードガイダンス」が維持されることとなった。また、「労働市場が十分に回復するまで資産購入を続ける」とした声明文の文言も維持された。バーナンキ議長は記者会見で、資産購入のコストについて様々な意見があり、「金融緩和の効果とコストの見方が変われば、資産購入のペース変更は可能」としながらも、今回FOMCでは「購入ペース変更の必要はないと判断した」としている。

なお、その後発表された3月FOMCの議事録(要旨)では、資産購入の早期縮小が議論されたことが明らかとなり、金融市場での警戒感を強めたが、3月の雇用統計や小売売上高等、主要な経済指標の減速発表後は、再び、現行緩和策維持の見方が優勢となり現在に至っている。次回FOMCは4/30~5/1に開催される。

(3月FOMCの概要)

### (1) 3月FOMCでは、現行緩和策の維持を再決定

3月19・20日に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)では、現行緩和策を据え置き、月額850億ドルの資産購入の継続を決定、その他の政策にも変更は無く、1月FOMCに続いて現行政策が維持されることとなった。

米国では緩慢な景気回復下で失業率高止まりが持続、「物価の安定と雇用の最大化」が政策目標として定められているFRBは、インフレ安定下の現状で、景気を加速して失業率を低下させることに重点を置いている。その主要な現行の緩和策は、「ゼロ金利政策及びそのフォワードガイダンス」と「資産購入策」となるが、ゼロ金利政策では、昨年12月FOMCで、それまで2015年半ばまで維持するとしていたものを、「インフレ見通しが2.5%内に収まることを条件に、失業率が6.5%を下回るまで維持する」と変更、今回も同政策を維持した。なお、ガイダンス変更後も、FRBでは据え置きの時期を2015年半ばと見ており、実質的な期間の変更ではないとしている。

一方、資産購入策では、昨年9月FOMCで決定した毎月400億ドルのMBS(住宅ローン担保証券)の購入(いわゆるQE3)に加え、12月FOMCでは、年末に期限を迎えたツイストオペレーションに代わり、長期国債を毎月450億ドル購入することを決定した。前回1月FOMCに続き、今回のFOMCでもこれらの緩和策の維持を決定、市場の予想通りとなった。ただ、1月FOMC議事録(要旨)では、12月FOMCに続き出口戦略が議論され、「多くの意見」が、雇用市場の十分な回復が確認できる前に、購入を縮小ないし終了する可能性を指摘した」との点が市場の警戒を高めた。議事録で警戒された資産購入の早期の縮小・停止論は、その後のバーナンキ議長の証言で払拭されたかに見えたが、予想外の雇用改善が発表されると再び注目を集める状況となっていた。この点、声明文の「雇用市場が十分に改善するまで、資産購入を持続する」との文言修正が注目されていたが今回も変更はなく、また、「購入額や購入ペース、買入れ資産の構成比、等の決定に際しては、**経済目標への進捗度同様に、効率性とコストについても適切な配慮を行う**」とし、下線部分が付け加えられたに留まった。

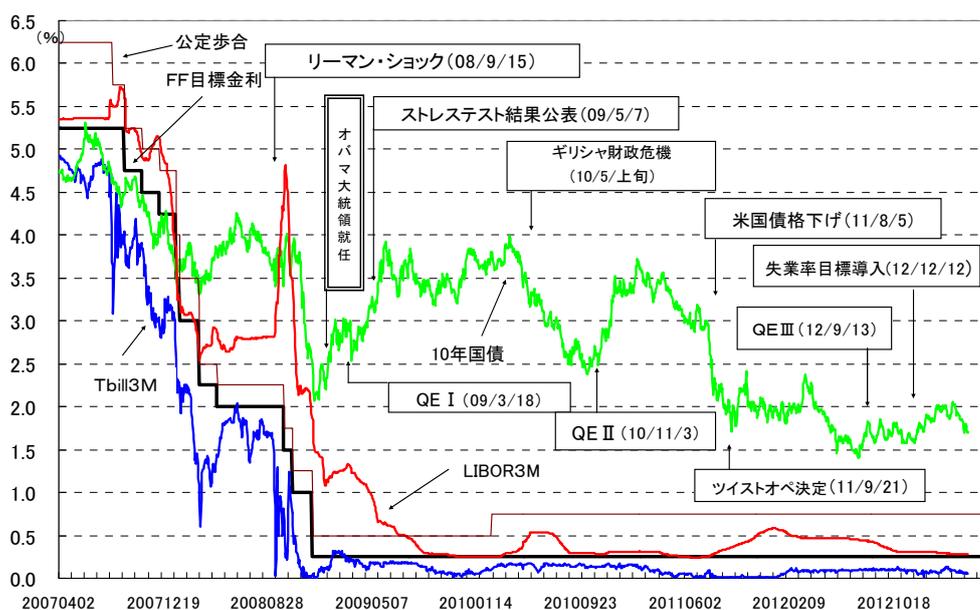
そのほか、声明文に於ける景気認識等にもほとんど変更は無く、バーナンキ議長の記者会見も、資産購入と金融政策のガイダンスを中心とした現行政策の解説を中心に、これまでの説明と大きな変化はなかった。市場は、3月FOMCおよびバーナンキ議長の会見を通じて、現行緩和策が当面維持されるとの見方を強め、直後の長期金利は低下、株価は上昇を見せた。

## (2) 議事録では資産購入の早期縮小論が多数も、雇用の鈍化で様子見

その後発表された3月FOMCの議事録(要旨)では、一部の参加者が年内の資産買い入れ終了の意見を表明していたことが明らかとなったが、前回FOMC同様、資産購入を巡る期間や規模の縮小では議論が様々に分かれており、その点ではこれまでと大きな変化はない。今回注目されたのは、「購入持続のリスクを注視する人を含めた多くの参加者 (many participants) が、雇用状況の堅調な改善持続が見込まれることから、今後、数回のFOMCを経た後に購入ペースを縮小することが適切となる」と主張していた一方、「経済状況が、少なくとも年末までは現状規模の資産購入を持続することを正当化する、との意見が少数 (a few participants) に留まった」と言う部分である。結果的には「購入ペースの縮小は、雇用状況全体の改善とその改善が持続的なものであるとの確信を反映して決定されるべき、と言う点では多くの意見が一致した」として現行緩和策の持続が決定されている。

もっとも、その後発表された雇用統計が予想以上の減速を見せたことから、こうした議論にも影響を与える可能性が強まっている。また、雇用統計のみならず、ISM指数、小売売上高や住宅市場指数などの重要な経済指標が軒並み減速の動きを見せているため、目先はむしろソフトパッチを警戒すべきとの見方も出来る。議事録では「FRBの目標遂行が芳しくなければ、購入ペースの増額が適切とされる」との意見も出されていた。次回FOMCは4/30-5/1に開催されるため、4月雇用統計の発表直前となるが、経済状況の分析に焦点を当てたものとなりそうだ。

(図表8) 政策金利と長短期金利の推移 (日別)



### 3、対立続く財政赤字問題

#### (1) 赤字削減方針の対立が持続～当面は債務上限問題を注視

米国では昨年末に注目を集めた「財政の崖」の合意後も様々な財政イベントが続く。合意により2ヵ月延期された予算管理法による強制歳出削減（シーケスターと言われる）は、オバマ大統領の発動再延長の要請にも拘らず、3/1に発動された。発動に伴う2013年度の歳出削減額は1090億ドル（オーソリティベース）、延期に伴う2ヵ月分（240億ドル）の中で裁量的支出分は歳出の延期で相殺、残り半分をIRA勘定の移転分による税収等で相殺した。残り850億ドルの内、歳出ベースでの支出削減額は440億ドル程度（CBO推定）となり、その分、政府支出が抑制される。なお、年間フルのシーケスター実施の場合はGDPを0.6%低下すると試算されている（CBO推定）。

もう一つの懸念事項であった3/27到来の補正予算の期限については、対応がなければ政府のシャットダウンに繋がることもあって、3/21までに上下両院の調整を経た暫定予算の延長法案が両院で可決、3/26にオバマ大統領が署名の上成立した。当法案では、上記の強制削減額（850億ドル）を反映する一方、一律のカットではなく各省庁に予算執行の裁量権を与えており、これにより2013年度（9月末まで）の予算が確保された。

目先の懸案事項の決着で、財政協議は向こう10年間を睨んだ赤字削減策に焦点が移っている。既に、下院では共和党が中心となった10年間での赤字解消を目指す2014年度の予算決議案を可決（3/21）、上院でも民主党を中心に決議案が可決（3/23）されており、今後、両院間での調整が開始される。ただ、下院案はオバマ大統領が主導する医療保険関連の削減額が大きく、上院案は向こう10年間で1兆ドル近い増税を盛り込むなど、協議の難航が想定されている。

一方、2/4が期限の予算教書は4/10に議会に提出された。上記の予算決議後の予算教書提出は異例となるが、内容的には、上院の予算決議案に同調したものであり、向こう10年間で1兆ドル近い増税を盛り込んでいる。ただし、両党の主張の隔たりは大きく合意には困難が伴おう。民主党の主張は、財政支出と同額の税収増（増税）を主張、共和党では増税のない大幅な削減（特にメディケア）を主張して譲らない点でも、これまでの対立とほとんど変化は見られない。

今後、注目される財政イベントは、短期的に延長されている政府債務の上限問題となる。16.4兆ドルの国債のデットシーリングは5/18までに限度到達が見込まれ、その後は会計的なやりくりにより2ヵ月程度収支を維持することとなる。最終的には政府シャットダウンの打撃を回避するために上限を上げようが、2011年の引上げ時には市場に大きな混乱をもたらした。米国債の格下げを招いた。共和党は上限引上げに際しては、引上げ額に見合いの歳出削減案を持ち出すと見られるが、オバマ大統領は「債務上限に際して交渉するつもりはない」と表明している。

オバマ大統領は、大統領選挙後にこうした事態を避けるよう財政協議の包括的な合意を目指していたが、年明け後の新議会でも対立構造に変化は見られない。今後も、財政協議の対立とその合意が出来ない政治状況が、景気にとって大きな警戒材料となる点には変わりはないと思われる。

なお、財政問題に伴う景気への影響としては、上限問題は景気下ぶれの警戒材料に留まるため、既に実施されている「財政の崖」合意に伴う増税とシーケスターによる歳出削減が中心となる。特に、上半期の米経済には一定の重石となると見られ、最近の経済指標の減速はその一面との見方も出ている。当面は増税による個人消費等への影響を注視したい。

一方、シーケスターの影響は徐々に強まる予定。産業別では、軍需産業、インフラ関係を中心に、また、雇用面では上記業種に加えて、政府職員が削減されよう。現状では、企業収益拡大を背景とした株価の上昇、住宅市場の持続的拡大、等の景気回復が軌道に乗りつつあることから、景気の下ぶれ懸念はそれほど大きくはないものの、その分、金融政策に負担がかかることとなる。

(図表 9) 上半期の財政イベント

- ①「財政の崖」合意→特に、上半期の景気に影響
  - ・ 年収 45 万ドル超の高所得世帯の減税失効
  - ・ 給与税減税の失効
  - ・ 予算管理法による強制歳出削減(シーケスター)は2ヵ月の延長後、3/1に発動
- ②強制歳出削減を織り込んだ補正予算の成立(3月下旬)
  - ・ シーケスター実施を前提に9月末までを予算化⇒政府のシャットダウンを回避
- ③予算教書提出(4/10、当初の期限は2/4)
- ④政府債務上限問題(5/中旬以降に上限到達)
  - ・ 7/下旬位まで歳出面のやりくりで調整は可能
  - ・ その間、共和党は財政削減(増税なし)案の受け入れを迫る戦略

## (2) 2014 年度予算教書～赤字削減額は向こう 10 年間で 1.8 兆ドル

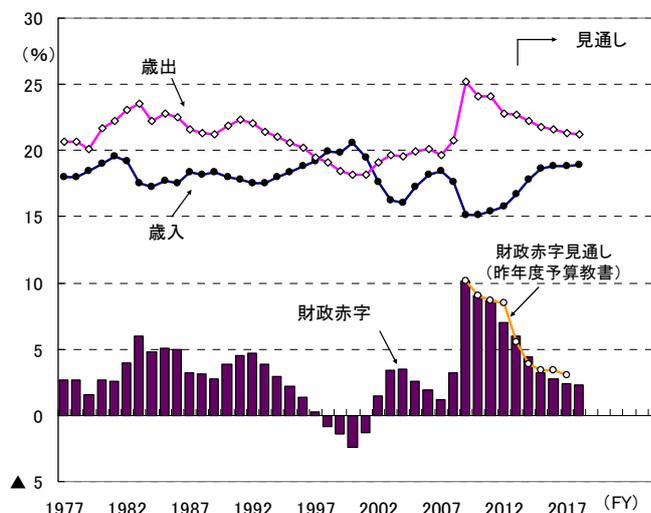
オバマ大統領は 4/10、2014 年度(2013/10～)の予算教書を議会に提出した。「財政の崖」や予算管理法による強制歳出削減、2013 年度の補正予算等、年初から続いた財政イベントにより規定より2ヵ月遅れの提出となった。大統領は「予算の狙いは財政赤字削減と将来的な成長確保の両方を実現することにある。予算案では歳出や税に関して政府の優先事項を詳細に示した」とし、議会共和党との財政赤字削減交渉に備えている。

(図表 10) 予算教書の財政赤字削減策

(10億ドル)	2014	2014 ～2018	2014 ～2023
◆「財政の崖」合意分		▲ 428	▲ 1760
裁量的歳出削減		▲ 16	▲ 202
義務的歳出削減(含むヘルスケア)		▲ 176	▲ 602
歳入増計画		▲ 228	▲ 583
インフラ整備費		45	50
連鎖式CPI採用による効果		▲ 44	▲ 230
金利低下効果等		▲ 12	▲ 202
◆政策提案		▲ 5	▲ 2
陸上輸送改善策		31	104
雇用創出策		55	62
←上記対策費として海外軍事行動削減		▲ 126	▲ 167
就学前児童教育費		19	77
←上記対策費としてタバコ税		▲ 44	▲ 78
義務的経費改善		57	▲ 3
◆その他		▲ 125	▲ 741
上記対策費以外の海外軍事行動削減額		▲ 111	▲ 508
税制延長に伴う歳入増		▲ 18	▲ 149
その他		▲ 4	▲ 76
◆予算案による赤字削減額		▲ 558	▲ 2503
※参考			
財政赤字額見通し(ベースライン)		2837	6678
(対名目GDP比、%)		3.0	3.1
強制削減額(ベースラインに織り込み済み)		532	1096
上記赤字削減提案額(強制削減を置き換え)		▲ 558	▲ 2503
2014年予算教書赤字額		2811	5271

(出所) 2014 年度予算教書

(図表 11) 財政赤字の見通し(対名目 GDP 比、%)



(出所) 2014 年度予算教書

2013年度の財政赤字額は9729億ドルと5年ぶりに1兆ドルを下回り、2014年度は7440億ドルを見込む。財政赤字見通しでは、富裕層の増税、社会保障の抑制等を柱に10年間で1.8兆ドルを削減、2023年度にはGDP比で1.7%に抑制する。これまでの取組みによる削減分(2.5兆ドル)と合わせて4兆ドルを超える削減になると試算している。

共和党の反対が強い増税については、年収100万ドル超の富裕層を対象に最低30%の所得税を負担するバフェット・ルールの実施や各種控除の縮小等により、向こう10年間で5800億ドルの増税を狙い、こうした財政赤字削減策により3月発動の強制削減は撤廃を目指す。なお、上院民主党案では1兆ドルの増税を提案したが、予算教書では増税額を縮小、共和党との妥協を狙う。半面、民主党では年金等の削減に反対が強いため、オバマ政権は民主党への説得も必要となる。

その他の提案としては、海外展開の軍事費削減分をインフラ投資に振り向け、また、タバコ税の引き上げ(一パック当たり1.01ドル→1.95ドル)による増収分を就学前児童の教育費に当てる。

企業向けでは、海外利益に対する課税強化、エネルギー関連の優遇税制撤廃、社用ジェット機に対する税額控除廃止、等を提案、半面、法人税率の引き下げ(35%→28%)、研究開発投資への控除延長、新興中小企業への税控除拡大、等を盛り込んだ。

(図表 12) 予算教書の歳出入の伸び率と財政収支(前年度比、%)

		(財政年度)										
対前年度比伸び率(%)	(見込) 2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
<b>歳出合計</b>	4.1	2.5	3.4	4.7	3.8	4.8	6.2	5.1	4.9	5.0	3.5	
裁量的支出	▲2.1	▲1.3	▲0.8	▲1.1	0.1	0.4	1.0	1.8	1.3	▲0.3	0.6	
安全保障費	▲3.0	▲5.1	▲2.3	▲3.8	0.0	0.3	1.0	2.0	1.8	1.6	1.4	
義務的支出	8.4	4.8	4.6	6.2	3.2	4.1	6.5	5.3	5.6	6.5	3.9	
社会保障費	5.9	5.8	5.9	5.9	5.8	5.8	5.7	5.8	5.5	5.6	5.7	
メディケア	8.2	4.0	2.5	7.6	1.6	3.4	9.6	6.6	6.9	10.4	3.6	
メディケイド他	6.4	13.9	7.9	7.0	5.7	5.4	5.9	5.8	6.2	6.0	6.1	
利払い費	1.4	0.0	13.9	18.1	24.3	23.6	17.8	12.2	8.9	7.8	6.7	
<b>歳入合計</b>	10.7	11.9	9.8	6.9	5.6	5.7	6.3	5.6	5.5	5.1	5.4	
所得税	9.0	12.1	12.2	9.5	8.5	7.2	6.5	6.5	6.2	5.8	6.6	
法人税	19.0	15.6	12.9	6.6	7.2	4.7	4.4	2.3	2.7	3.4	3.9	
社会保障・年金	18.1	9.8	5.3	6.2	5.2	5.5	5.2	4.5	5.5	4.8	4.2	
<b>財政収支(10億ドル)</b>	▲973	▲744	▲576	▲528	▲487	▲475	▲498	▲503	▲501	▲519	▲441	
対GDP比(%)	6.0	4.4	3.2	2.8	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	1.7	
財政収支(利払い除き)	▲751	▲521	▲321	▲228	▲114	▲14	46	106	162	196	322	
<b>期末総債務(前年度比)</b>	7.6	5.8	4.9	4.6	4.2	3.9	3.5	3.4	3.2	3.0	2.6	
民間保有分(前年度比)	10.2	7.2	5.5	4.9	4.3	4.0	3.9	3.8	3.6	3.6	3.0	
対GDP比(民間分%)	76.6	78.2	78.2	77.7	76.8	75.9	75.3	74.9	74.4	73.9	73.0	

(出所)2014年度予算教書

● 2014年度予算案の概要～経済見通しでは2014年～2018年の3%台の成長率を想定

2014年度予算教書では、これまでと同様向こう10年間の予算案が提示された。2014年度の歳出は前年度比2.5%に留め、裁量的支出では安全保障費(▲5.1%)等を中心に▲1.3%の減少を見込む。一方、義務的支出ではメディケア(4.0%)、メディケイド(13.9%)等が増加するものの、

その他の支出を押さえ 4.8%の増加に留める(図表 12)。

一方、増加が著しいのは利払い費で、2015年度以降、向こう6年間二桁増が続く。特に2017～2018年度は20%台の伸びが続き、2018年度は歳出の10.4%、2023年度は13.5%を占める。また、プライマリーバランスが均衡する2019年度以降は、利払い額が財政赤字を上回ることとなる。

歳入面では、2014年度に前年度比11.9%の増加を見込む。特に法人税は15.6%と急増、所得税も12.1%を見込む。「財政の崖」合意による増税に、高所得層へのバフェット・ルール適用を見込み、景気回復の進行もあって、歳入は2023年度まで前年度比5%以上の増加を続ける。

予算策定の前提となる**経済見通し**では、2013年(以下暦年)の実質GDPを2.3%、2014年を3.2%、その後2018年までの5年間は3%を越える成長が続くとし、例年同様に強気の見通しとしている。なお、CBO(議会予算局)の見通しでは、3%台超の成長率を2015年～2017年の3年間とより短期間に留めている(図表 13)。

こうした成長見通しにより、予算教書の失業率の見通しは低下推移を続け、年平均ベースでFRBがゼロ金利解除可能とする6.5%を下回るのは、CBOと同様、2016年以降と見込んでいる。また、CPIは2014年以降2.2%の横ばいを見込む。一方、10年国債金利は緩やかに上昇を続け、2021年には5.0%に達しその後は安定的に推移する。この点、CBOでは2017年には5.0%に達する早目の上昇を見込み、その後5.2%まで上昇し横ばいに転じる。

成長率を高めれば税収増となるなど歳入面に影響が大きく、また、CPIや失業率の低下は社会保障費の抑制に、金利見通しは利払い費への影響が大きい。全体としては高成長への回復の一方、物価安定という好ましい想定としているため、予想外の展開となれば、財政赤字が上振れることもあり得よう。今回の予算教書では、2019年度にプライマリーバランスの均衡が達成されるものの、その時点に於ける財政赤字は4980億ドルと巨額であり、利払いを含めた全体の財政均衡は放棄された形となっている。今後、9月まで議会で審議されるが、赤字削減策を巡る共和党との対立が続いており、予算成立への道は容易ではない。

(図表 13) 予算教書の経済見通し (%)

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
実質GDP	前年比	2.3	2.3	3.2	3.5	3.6	3.5	3.1	2.6	2.4	2.4	2.3	2.3
	同 CBO	前年比	2.3	1.4	2.6	4.1	4.4	3.8	2.6	2.4	2.3	2.2	2.2
名目GDP	前年比	4.2	4.3	5.2	5.5	5.6	5.5	5.1	4.6	4.4	4.3	4.3	4.3
	同 CBO	前年比	4.1	2.9	4.4	6.2	6.6	6.0	4.7	4.5	4.4	4.3	4.3
消費者物価	前年比	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
	同 CBO	前年比	2.1	1.6	1.9	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
失業率	年平均	8.1	7.7	7.2	6.7	6.2	5.7	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
	同 CBO	年平均	8.1	7.9	7.8	7.1	6.3	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	5.3
10年国債金利	年平均	1.8	2.0	2.6	3.1	3.7	4.1	4.4	4.6	4.8	5.0	5.0	5.0
	同 CBO	年平均	1.8	2.1	2.7	3.5	4.3	5.0	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2

(出所)2014年度予算教書、CBO、(注)予算教書の見通しは2012/11中旬、CBO見通しは2013/1に作成

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)