

Weekly エコノミスト・ レター

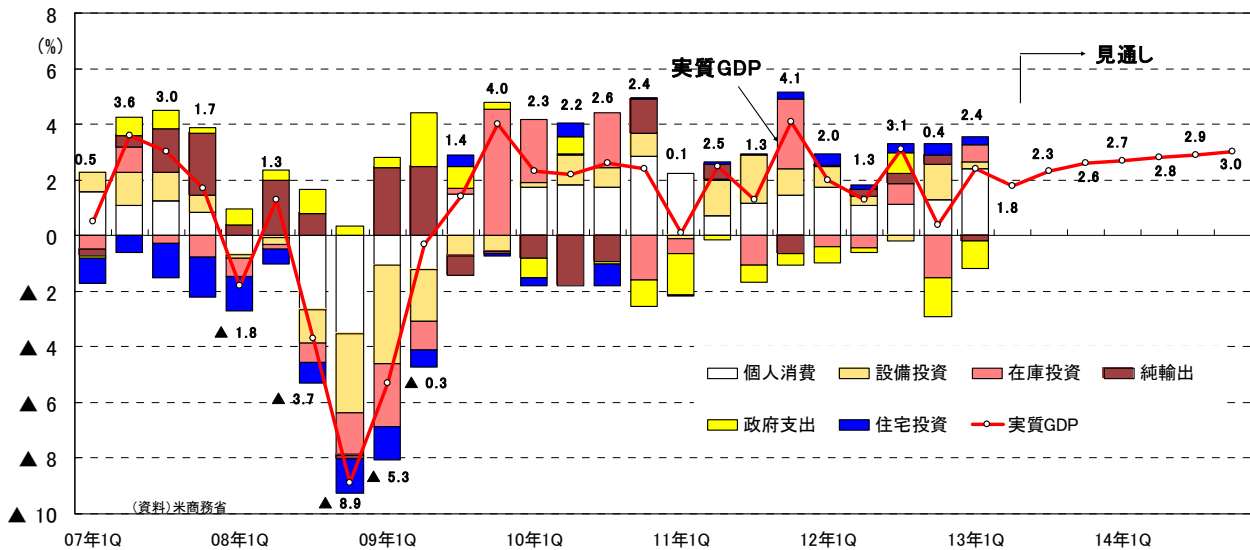
米国経済見通し ～緩やかながらも持続的に拡大

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

<米国経済の見通し>

1. 米経済では、「財政の崖」合意に伴う増税（給与税減税と高所得層の所得減税の失効）、強制歳出削減が重石となる中、FRBの異例の緩和策が自律的な回復を下支えしている。
2. 雇用や住宅市場が回復の動きを強め、住宅価格の上昇も持続的なものとなっている。以前は個人消費に抑制的に作用していた雇用と住宅が、雇用者増による所得効果や住宅価格上昇に伴う資産効果等で、消費を強める方向へと転じている。
3. FRBは現在の失業率を高止まりしていると判断、景気加速を狙った異例の金融緩和策を取っており、当面は現行緩和策を維持する見込みである。ただ、今後の雇用の改善次第では、資産購入ペース減速の可能性が出ており、市場は警戒を強めている。
4. 今後の米経済では持続的な拡大が見込まれ、2014年以降も次第に成長率を高めていくものと思われる。2013年の成長率は1.9%、2014年は2.6%、2015年は3.1%と見込まれる。

(図表1) 米国の実質GDP・寄与度の推移と見通し(商務省、前期比年率)



1、米国経済見通しの概要

米経済は改善の動きが続いている。現下では「財政の崖」合意（給与税減税と高所得層の所得減税の失効、予算管理法の発動等）に伴う影響が重石となっているなかで、異例の金融緩和策が下支えとなり、景気は緩やかながらも持続的な拡大を見せている。雇用は回復の動きを続け、住宅価格の上昇も持続的かつ全米へと広がりを見せつつあり、株価上昇による資産効果と相まって消費にプラスの効果を生み出している。今後、減税失効等の抑制効果が次第に薄れていく中、米景気は持続的に成長を高めていくと思われる。

(1) 景気の回復基調は不変～底堅い消費関連指標

米国経済には、年初の「財政の崖」合意に伴う実質的な増税（給与税減税の失効、高所得層の所得税率引き上げ）や3月より開始された強制歳出削減（シーケスター）等による影響が大きい。また、こうした要因は個人消費に抑制的に作用するため、その動向が注目されたが、1-3月期の実質個人消費は自動車や住居支出が増加、前期比年率3.4%と9四半期ぶりの高い伸びを見せた。12月に「財政の崖」後の増税に備えた駆け込みボーナスや配当金支払いが急増し、個人所得の突出を招いたことも影響したと思われる（詳細後述）。

ただ、増税・歳出削減の影響は続いており、経済指標でも3月の雇用統計が落ち込み、小売売上高が減少するなど弱めの指標が目立つようになっていたが、4月の雇用統計が16.5万人と発表、3月も上方修正され、4月小売売上高が前月比0.1%と予想外の増加を見せると、失速への懸念は急速に薄らいだ。このように、増税・歳出削減等の影響を受けながらも景気が底堅さを見せている背景には、①FRBの異例の金融緩和策の持続、②株式・住宅価格等の資産価格の上昇、③それらを受けた持続的な雇用の回復、④その他、ガソリン価格の下落や自動車のペントアップデマンド、等が挙げられよう。こうした景気の下支えもあって、5月自動車販売台数が年率1531万台（4月は6ヵ月ぶりに1500万台を割り込んだ）、5月ミシガン大学消費者マインド83.7（4月は76.4と低下）など、増税の影響が大きい個人消費関連指標でも持ち直しの動きが窺える。

(2) 改善続く住宅関連指標

一方、住宅市場は堅調な回復を続けており、1-3月期の実質住宅投資は前期比年率12.1%と3四半期連続で二桁の高い伸びとなった。3月住宅着工件数は年率102.1万户（前月比5.4%）と増加し、2008年6月（104.6万户）以来約5年ぶりの100万户台を回復、4月は反動もあって同85.3万户に減少したが、先行指標となる住宅許可件数では同101.7万户と約5年ぶりの急増を見せた。

住宅販売も好調だ。4月の米住宅販売は、前月比では新築一戸建て・中古販売がともに増加、前年比でも、それぞれ29.0%、9.7%の高い伸びとなるなど回復推移が続いた。また、販売価格が新築で前月比7.6%、中古で同4.8%となるなど価格上昇が急である。月間販売比でみた在庫月数は、新築販売で4.1ヵ月分、中古販売で5.2ヵ月分と中古販売在庫での上昇が大きいものの、中古販売市場では、中・低価格帯を中心に在庫の逼迫が販売を抑制する状況が続いている。

住宅価格指数の伸びも持続的だ。3月ケース・シラー20都市指数は、季節調整後で前月比1.1%

と12ヵ月連続で上昇、前年比では10.9%と7年ぶりの高い伸びとなった。最近の堅調な住宅関連指標を背景に価格上昇が加速し、全米的な広がりを見せている。住宅需要期入りに伴い、今後も住宅価格は強めの上昇傾向を維持していくと思われる。

(3) 金融緩和策は当面持続～目先は資産購入停止の時期に注目

結局、米経済は緩やかな回復の道を辿るとした従来からのコンセンサスが維持されそうだ。増税・歳出削減にもかかわらず、景気失速は回避され、税収増で債務上限問題も先送りされつつある。もっとも、予想を上回る景気の改善の進行はFRBの金融緩和策に影響を与える可能性が出てくる。市場の注目は、FRBが昨年来続けている資産購入規模の縮小時期に注がれている。

FRBは失業率6.5%を割り込むまではゼロ金利政策を維持するとし、その時期を2015年半ばと見ている。利上げ前には流動性の吸収が必要であり、それ以前には流動性の拡大を停止する。その第一歩として、毎月850億ドルの資産購入ペースを縮小することとなる。ただ、市場の警戒感を高めると金利の上昇を招き、景気回復を傷つけかねない。物価面では、エネルギー価格の低下で時間的な余裕が生じている。雇用状況次第であるが、政策変更は段階的に時間をかけて行い、市場のサプライズを回避したものとなろう(詳細後述)。

6月18-19日開催のFOMCでは、現行政策の維持を決定する一方、何らかの出口戦略の手がかりが窺えるのかが注目点となる。当見通しでは、年末に資産購入のペースダウンを決定、ゼロ金利政策の解除は2015年半ば以降の想定としている。

(GDPの見通し)

(4) 1-3月期GDPは2.4%～個人消費が持ち直し

米経済の成長率は、昨年7-9月期に前期比年率(以下同様)3.1%へと上ぶれを見せた後、10-12月期は同0.4%と急低下、今年1-3月期は2.4%に持ち直した。ただ、最近の変動は、在庫(7-9月期以降の寄与度は0.73%、▲1.52%、0.63%)や政府支出(同0.75%、▲1.41%、▲0.97%)等の振れによるところが大きい。このため、内需の強さを測る国内最終需要を見ると、同期

(図表2) 1-3月期実質GDP(改定値)の内容(%)

(前期比年率)	伸び率(%)				寄与度(%)			
	12/10-12月期 実績	2013/1-3月期			12/10-12月期 実績	2013/1-3月期		
		速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)		速報値(a)	改定値(b)	差(b-a)
<実質>								
GDP	0.4	2.5	2.4	▲0.1	0.4	2.5	2.4	▲0.10
個人消費	1.8	3.2	3.4	0.2	1.28	2.24	2.40	0.16
設備投資	13.2	2.1	2.2	0.1	1.28	0.22	0.23	0.01
住宅投資	17.6	12.6	12.1	▲0.5	0.41	0.31	0.30	▲0.01
在庫投資	-	-	-	-	▲1.52	1.03	0.63	▲0.40
純輸出	-	-	-	-	0.33	▲0.50	▲0.21	0.29
輸出	▲2.8	2.9	0.8	▲2.1	▲0.40	0.40	0.11	▲0.29
輸入	▲4.2	5.4	1.9	▲3.5	0.73	▲0.90	▲0.32	0.58
政府支出	▲7.0	▲4.1	▲4.9	▲0.8	▲1.41	▲0.80	▲0.97	▲0.17
国内最終需要	1.5	1.9	1.9	0.0	-	-	-	-
名目GDP	1.3	3.7	3.6	▲0.1	-	-	-	-

(資料) 米商務省

間の前期比年率で、1.9%、1.5%、1.9%と低位ながらも安定的に推移しており、GDPの振れにかかわらず、内需は緩やかな拡大を辿っていたこととなる。なお、1-3月期については、前述の通り、増税・歳出削減の影響が大きいとされる個人消費が3.4%と2年ぶりの高い伸び率となった。これは10-12月期の所得急増(実質可処分所得は前期比年率8.9%と2002年1-3月期11.2%以来11年ぶりの高い伸び)、自動車購入の伸びと寒冷な気候による光熱費の上昇、等の要因によるもので、

1-3月期の実質可処分所得が10-12月期の反動もあって前期比年率▲8.4%とリーマン・ショック時の2008年7-9月期(▲8.8%)以来の大幅な落ち込みを見せるなど、1-3月期の個人消費の高い伸びは持続的なものとは言えない。

●下半期以降の成長率は次第に加速へ

米経済の現状は、GDPではリセッション前の水準を回復したものの、雇用では漸く失われた雇用の3/4程度を回復した所である。雇用回復の遅れは個人所得の伸びを抑制する。加えて「財政の崖」の結果による増税・歳出削減の影響が続くため、個人消費の伸びは抑制されたものとなろう。GDPの7割を占める個人消費にこうした抑制効果が作用する間は景気の本格回復は望めない。

半面、改善が進む住宅投資では、1-3月期同12.1%と3四半期連続で二桁の伸びを見せた。住宅販売市場では、中低価格物件を中心に在庫不足による住宅価格の上昇が続いており、住宅建設の回復を促している。住宅価格はボトムから2割程度の回復、住宅着工ではピークの4割弱の回復に過ぎないが、その分、回復の余地が大きく、持続的な回復が期待できる。また、住宅価格の回復は資産効果や住宅ローンを抱えた家計のバランスシート調整を進め、個人消費を促進するなど、様々な抑制作用が懸念される個人消費にも貢献が大きい。

過去三年に渡り春先以降の米経済に打撃を与えた欧州債務問題は、煙りを見せてはいるものの大きなリスク要因としては浮上していない。「欧州問題」では、主要な課題がギリシャからスペイン・イタリア等の“大国”へと移行、短期的に解決できる問題ではないものの、ユーロ圏全体としての取り組みが進行、米経済にとって下振れリスクとなる状況は次第に改善されつつある。

一方、成長の加速を目指して、異例の金融緩和策を続けているFRBについては、緩和策を巡る出口戦略が注目を集めているが、バーナンキ議長は資産購入の縮小は時期尚早とし、年末のFOMCまで持ち越されよう。以上の状況により、米経済は金融緩和策に下支えされながらも徐々に成長率を高めていくと思われ、成長率は2013年1.9%、2014年2.6%、2015年3.1%を見込んだ。

(図表3) 米国経済の見通し

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年	2013年				2014年				2015年				
		(実績・予測)	(実)	(予)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
							(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	1.9	2.6	3.1	2.4	1.8	2.3	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.0	
個人消費	〃、%	1.9	2.2	2.2	2.5	3.4	1.6	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7	
設備投資	〃、%	8.0	4.7	6.0	6.8	2.2	3.8	5.7	5.9	7.3	4.6	6.5	6.9	7.3	4.6	6.5	6.9	
住宅投資	〃、%	12.1	12.7	13.9	14.0	12.1	11.0	10.4	14.2	14.0	15.4	15.1	14.6	13.6	13.4	13.5	12.6	
在庫投資	寄与度	0.1	0.0	▲0.0	0.0	0.6	0.2	▲0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.0	▲0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	
純輸出	寄与度	0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	2.1	1.4	1.7	2.0	1.4	0.1	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	
失業率	平均、%	8.1	7.5	7.1	6.5	7.7	7.5	7.4	7.3	7.3	7.2	7.1	6.9	6.7	6.5	6.4	6.2	
FFレト誘導目標	期末上限金利、%	0.25	0.25	0.25	1.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75	1.25	
国債10年金利	平均、%	1.8	2.1	2.7	3.3	1.9	1.9	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6	

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

2、見通しの主なポイント～金融緩和が雇用と住宅市場の回復を促し、消費を下支え

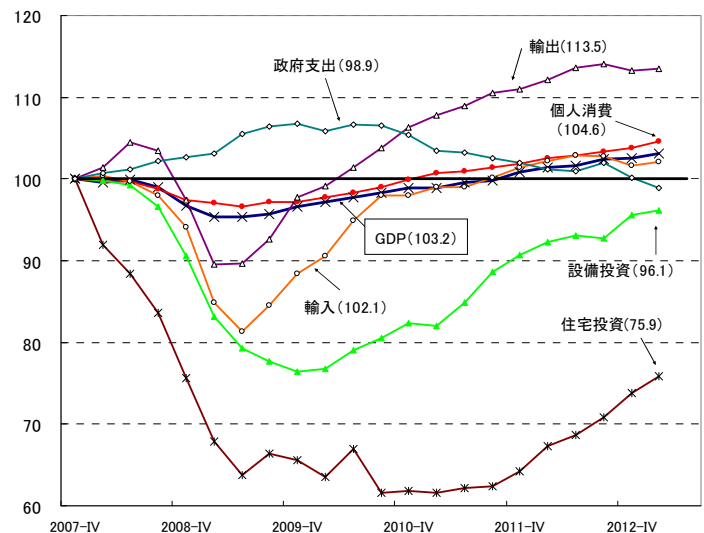
(需要項目別の回復度)

(1) GDP牽引役は、政府支出→輸出→住宅投資へと変化

金融危機後の米成長率は、2008年10-12月期に▲8.9%（前期比年率：以下も同じ）と大幅な下落を記録した後、2009年6月にリセッションを脱出、その後はプラスの成長を維持している（表紙、図表1参照）。

(図表4)は、実質GDPと主要な需要項目のリセッション入り時（2007年10-12月期）を100としてその後の推移を見たもので、GDPは2011年10-12月期にはリセッション前の水準を回復、現在は103.2となっている。この間、リセッション時には大型の景気対策で政府支出が成長を支え、2010年以降はドル安による輸出の牽引が目立つ。直近期は個人消費が輸出に次いで高く、半面、落ち込みが大きいのが住宅投資である。ただ、住宅投資の回復は急速であり、今後の牽引役としての期待は大きい。

(図表4) リセッション後の実質GDPと項目別推移



(資料) 商務省, (注);()は2007/4Q=100とした時の2013/1Q値

(2) 主要な需要項目別の見通し

リセッション脱出(2009年6月)後も、「雇用」と「住宅」の回復の遅れが景気回復の妨げとなってきた。いずれも、**個人消費**に影響が大きかったが、今後は「雇用」と「住宅」の回復が個人消費に好影響を及ぼすこととなろう。しばらくは、高所得層の減税停止と給与税の失効・歳出削減等の影響が続くものの、その後は、雇用・住宅の改善で個人消費にプラスの効果が期待できる。また、株価や住宅価格の回復による資産効果や、ペントアップデマンドを背景に自動車支出の下支えも期待でき、個人消費は減税停止の影響の薄れに従い次第に回復傾向を強めていくと思われる。2013年は2.2%、2014年は2.2%、2015年は2.5%の伸びを見込んだ。

企業部門では、企業のセンチメントを示す5月ISM製造業指数（PMI）が49.0と下落した。同指数では50が業況の拡大・縮小の分かれ目とされており、リセッション脱出時の2009年6月以来の低水準に落ち込んだ。**設備投資**は、10-12月期に13.2%と上昇した後、1-3月期は2.2%に低下したが、景況感の悪化もあってしばらくは低めの伸びとなりそうだ。その後は景気を持ち直しに従い徐々に伸び率を回復すると思われる。2013年の設備投資は4.7%、2014年は6.0%、2015年は6.8%の伸びを見込んだ。

住宅投資は回復を強めつつある。後述の通り、一戸建て住宅着工の先行指標とされる住宅市場指数は、12月に47と2006年4月以来の水準に回復、その後も40台での推移を見せている。4月の新築

一戸建て・中古販売は前年比で29.0%、9.7%の高い伸びとなり、3月ケース・シラー20都市住宅価格指数は12ヵ月連続の上昇を記録した。これまでの住宅価格下落と金利の低下で購入余裕度が高水準にある中、様子見していた買い手の出動で在庫が逼迫している。住宅市場の回復は、個人消費や雇用市場にも好影響を及ぼしつつあり、景気回復の牽引役としての期待は高い。今後の住宅投資は、2013年以降も二桁の伸びを続けよう。

純輸出に関しては、米国景気回復が、主要な輸出先である欧州をはじめ、海外経済に先行して回復しており、マイナスの寄与度が続く見込みである。将来的には、シェールガス・オイル等の開発進行に伴う石油・ガス関連の収支改善が期待される。なお、政府支出は、財政赤字削減策が最大の課題であり、予算管理法の発動もあって縮小傾向が続くと思われる。

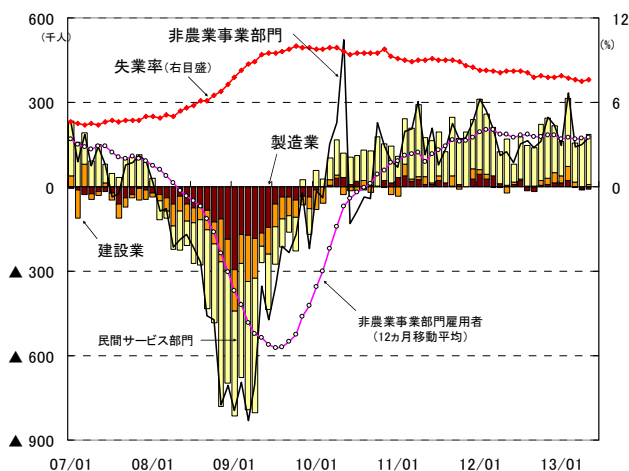
(3) 企業の景況感悪化で雇用増の急回復は望み薄

●4-6月期の月平均雇用者増は3四半期ぶりに20万人割れか

昨年10-12月期の雇用者増は月平均で20.9万人、1-3月期は同20.7万人と2四半期連続で20万人超の堅調な増加を見せてきた雇用増であるが、4月14.9万人、5月17.5万人と4-6月期は20万人を下回りそうだ。「財政の崖」以降の増税・歳出減の影響を受けていると思われるが、12月に景気・雇用の加速を狙って資産購入額を倍増させた効果は、今の所、雇用者の増加ペースを加速するものとはなっていない(図表5)。

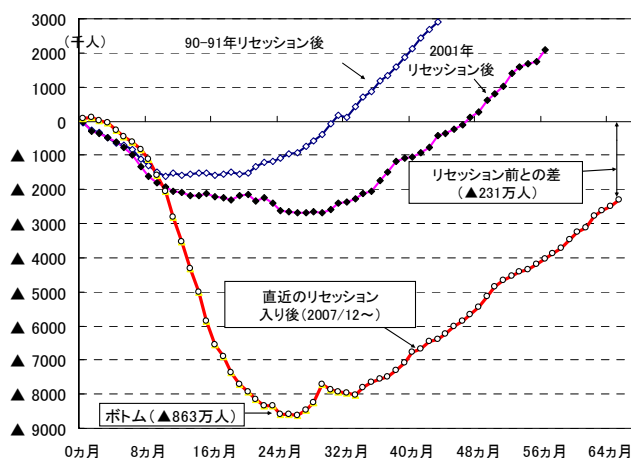
なお、企業センチメントは5月ISM製造業指数では49.0とリセッション脱出時の2009年6月以来4年ぶりの低水準に下落、同指数の構成指数である雇用指数は50.1と辛うじて50台を維持した。非製造業指数では53.7と上昇したものの雇用指数は50.1と製造業と同値に低下した。その他、4月の鉱工業生産指数は前月比▲0.5%、稼働率は77.8%と低下、製造業の受注は3月▲4.7%と落ち込んだ後、4月1.0%と回復は鈍い。企業関連の指標は不冴えなものが多く、FRBの出口戦略の議論が活発化する中、企業の雇用増への意欲は盛り上がり欠けた状況が続くそうだ。

(図表5) 雇用者増減の推移(前月比、千人)



(資料)米労働省

(図表6) リセッション入り後の累積雇用者増減



(資料)米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

なお、リセッション入り後の雇用減少数は最大 860 万人超と、過去のリセッション以上に雇用へのダメージが大きかったが、最近の回復で残す所 231 万人減と持ち直している。ただし、現状の雇用者増のペースではなお 1 年余を要するなど回復には時間がかかる。また、失業率も 5 月 7.6% と前月 (7.5%) から上昇するなど、リセッション突入時 (2007 年 12 月 5.0%) を依然大きく上回る。F R B では失業率 6.5% を下回るまでゼロ金利政策を維持するとしており、当面、金融緩和策が続きそうだ (図表 6)。

(個人消費の動向)

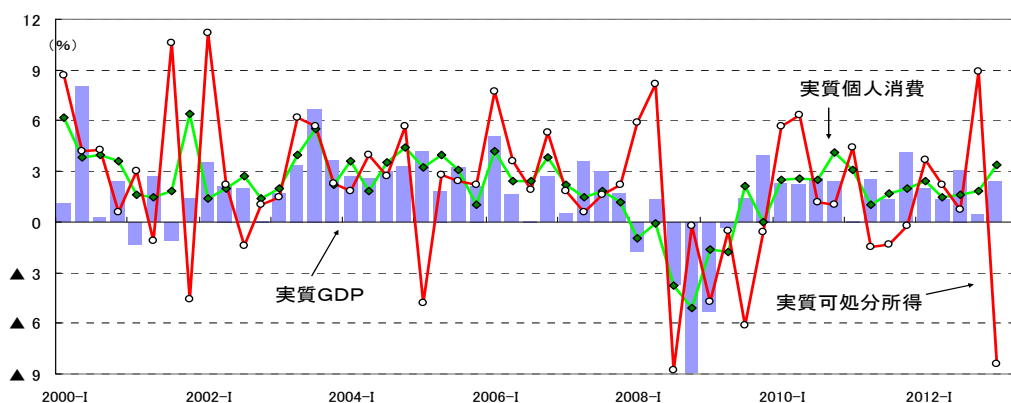
(4) 個人消費には増税等の影響残るも、徐々に雇用・住宅改善の効果が表面化

① 1-3 月期実質可処分所得は▲8.4%と、リーマン・ショック時以来の落ち込み

個人所得に関しては、年末・年始を跨ぎ様々な特殊要因が生じた。商務省では 1 月は多くの特殊要因があったとし、「政府への社会保険料支払いの増加、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」等を挙げている。このため、四半期で見た実質可処分所得も、昨年 10-12 月期に前期比年率 8.9% と 2002 年 1-3 月期 11.2% 以来 11 年ぶりの高い伸びとなった半面、1-3 月期の実質可処分所得は前期の反動もあって前期比年率▲8.4% とリーマン・ショック時の 2008 年 7-9 月期 (▲8.8%) 以来となる異例の落ち込みを見せた(図表 7)。

1-3 月期の実質個人消費は前期比年率 3.4% と 2 年ぶりの高成長を見せたが、前期の可処分所得の高い伸びの影響に加え、支出面では、自動車購入の増加と寒冷な気候による光熱費の上昇、等の要因によるもので、自動車を別にすれば持続的なものとは言えない。当面、「財政の崖」による増税・歳出削減や、1-3 月期の可処分所得の大幅減、等の影響により、個人消費の伸びは抑制されたものとなりそうだ。

(図表 7) 個人消費と可処分所得の推移 (実質、前期比年率、四半期別)



(資料) 米国商務省

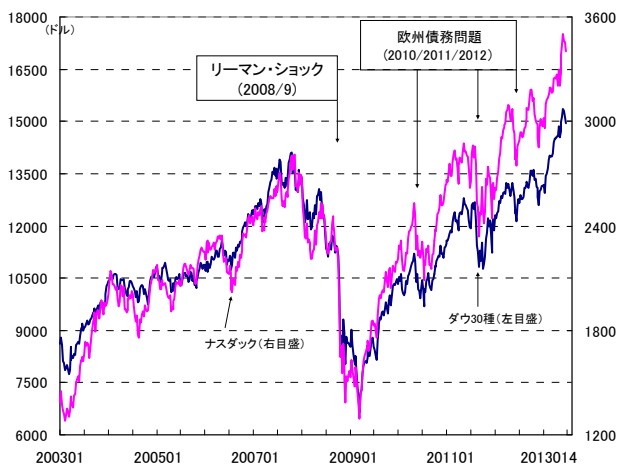
② 株価・住宅価格が上昇→資産効果と消費者マインド上昇に影響

株価と住宅価格の上昇は、個人消費にプラスの材料となる。いずれも今年に入ってから上昇の動きを加速しており、前年比で、株価は 2 割強、住宅価格は 1 割程度の上昇となる。特に、株価は企業利益の回復、異例の金融緩和策等を背景に、リセッション前を回復した後も上昇を続け、一時

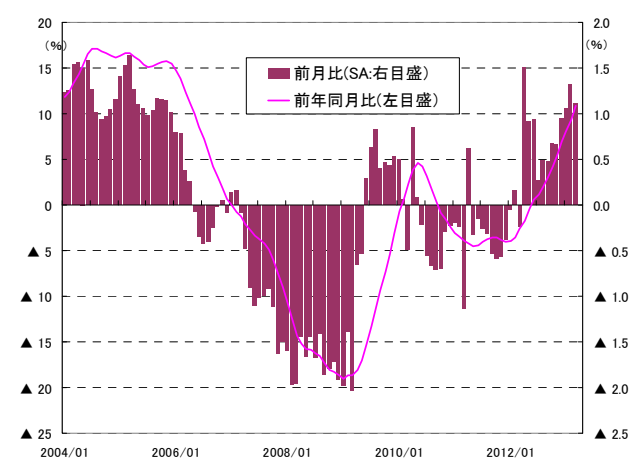
15,387 ドル(5/21、NYダウ)となるなど史上最高値水準にある(図表8)。

また、3月のケース・シラー20都市住宅価格指数は、季節調整後で前月比1.1%と12ヵ月連続で上昇、前年比では10.9%と7年ぶりに二桁の伸びとなった。最近の住宅市場の回復を背景に、価格上昇が加速し、全米的な広がりを見せている。住宅需要期に入り、住宅価格は今後も強めの上昇傾向を維持すると思われる。なお、2006年央の住宅価格ピーク時から3月までの下落率は20都市指数で▲28.0%とボトムの2012年3月の下落率(▲35.1%)から縮小、また、3月20都市指数の水準は住宅ブーム以前との比較では2003年10月と同程度となる。

(図表8) 米株価の推移 (週別)



(図表9) ケースシラー20都市指数の推移 (月別)



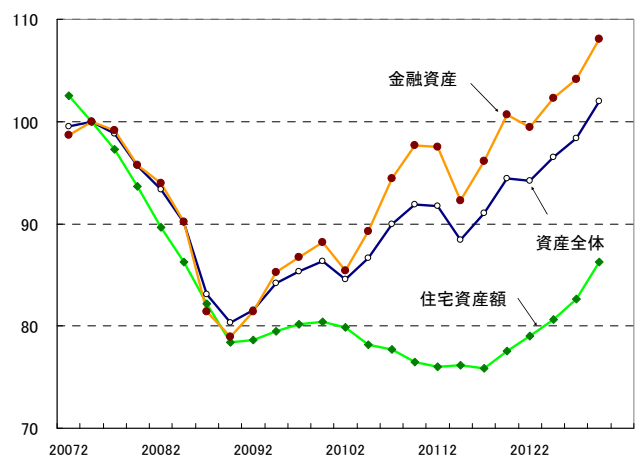
(資料) S & P 社

③家計資産がリセッション前のピークを回復

資産価格の上昇は消費に刺激的に作用することが知られており、高所得層の減税失効には株価の上昇が、給与減税の影響の大きい中所得層には住宅価格上昇が、それぞれマイナスの影響を軽減していると推測される。

F R Bのデータで、本年1Q末までの家計資産の推移を見ると、資産のピークだった2007年3Qからボトムの2009年1Qまでに約20%減少し、中でも株式のピークからの下落率は54%減と大きかった。しかし、その後は金融資産の戻りが大きく、2013年1Qの金融資産はピーク比で8.1%増のプラスに拡大、家計資産全体でもピーク比で2.0%増となり、リセッション後では初めてのプラスに転じた。半面、住宅資産はボトムが2011年4Qと遅く、ピークからの落ち込みも28.5%減と金融資産全体よりも大きかったため、2013年1Qでもピークから18.7%の落ち込みとなっている。

(図表10) 家計資産の変化 (2007/3Q=100)



(資料) FRB、四半期別

(図表 10) では 2007/3Q を 100 としその後の推移を見たが、本年 1 Q 末の金融資産が 108.1 とリセッション前の水準を上回っているのに対し、住宅は 86.2 と出遅れが顕著である。ただし、金融資産の構成比が 7 割弱であるのに対し、住宅資産は 2 割強に留まるため、資産全体では 102 と、既に失われた資産を回復している。

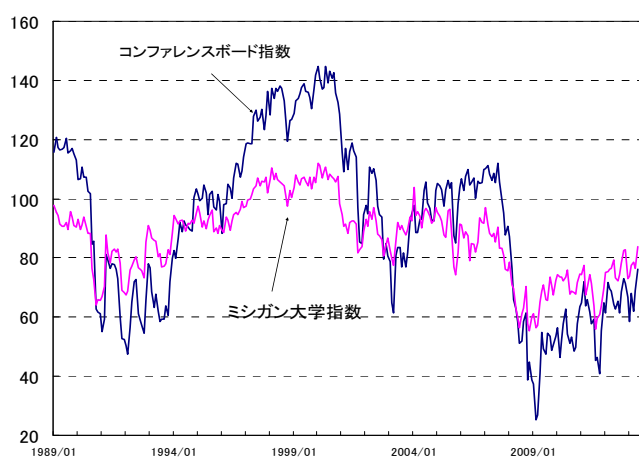
リセッション前の水準を上回ったことにより、家計資産全体としても資産効果が生じるレベルに浮上している。実際の資産効果は、保有資産の中で株式等の構成比の高い高所得層が大きい。ただ、住宅に関しては、現状のケース・シラー指数が 2003 年 10 月レベルにあることから、それ以前に取得した住宅に関しては資産効果が生じる水準に回復したと見ることもできよう。

④消費者マインド指数が一転上昇へ

消費者信頼感指数でみた消費者の購買意欲は「財政の崖」を懸念して下落、年末年初に最近のボトムを付けた（コンファレンスボード指数では 1 月（58.4）、ミシガン大学指数では昨年 12 月（72.9））。

その後、「財政の崖」合意により一層の混乱が回避された安心感と増税による重荷が交錯し、両指数とも一進一退の動きを見せていたが、5 月は最近の経済指標の持ち直しを受けて急上昇を見せ、コンファレンスボード指数は 76.2（4 月 69）と 2008 年 2 月（76.4）以来、ミシガン大学指数では 83.7（4 月 76.4）と 2007 年 7 月（90.4）以来となる水準を回復した。特に、ミシガン大学指数はリセッション前の水準を回復するなど、消費者マインドが「財政の崖」後の増税にもかかわらず改善していることを示唆している。両指数とも、上記に記載した雇用や所得状況、株価等の資産価格、等との関連性が強く、最近の回復を好感したと言えよう（図表 11）。

(図表 11) 消費者信頼感指数の推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

(住宅市場の動向)

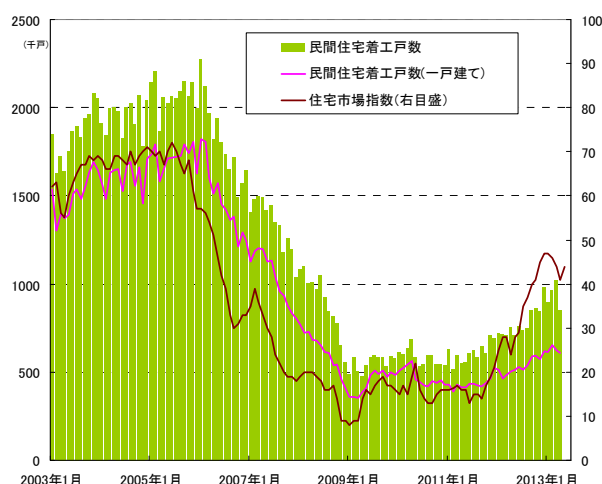
(5) 回復期待大きい住宅投資

住宅価格上昇の背景には、住宅市場が回復への動きを強めていることが挙げられよう。1-3 月期の実質住宅投資は 12.1% と 3 四半期連続で二桁の伸びを見せ、8 四半期連続の増加となった。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いたが、住宅価格回復が持続的となってきたことから買い手の増加で在庫が逼迫、販売のネックとなっている。また、住宅バブル崩壊後、長期に渡り住宅建設が停滞していたため、特に中・低価格帯の住宅が不足している。このため住宅建設増への期待は強く、今後の有力な景気の押し上げ要因としても注目される。実際、一戸建て住宅着工の先行指標となる住宅市場指数が 2006 年以来となる水準を回復し、3 月住宅着工件数は 102.1 万戸と 2008 年 6 月（104.6 万戸）以来の 100 万戸台を回復した。

また、住宅販売の回復から在庫調整が進展、販売価格も上昇を見せている。ただ、現状の住宅市場の回復水準は過去の平均的水準を大きく下回るなど、未だに回復の遅れは顕著と言える。住宅市場が本格的な回復に向かえば建設需要などの需要増に加え、資産効果や住宅関連消費等を通じて、個人消費を促進するなど、景気や雇用面への影響は大きい。

[\(住宅販売の詳細は5月24付、住宅価格は5月29日付の「経済・金融フラッシュ」を参照下さい\)](#)

(図表 12) 住宅市場指数と着工件数の推移(月別)



(資料) 商務省、NAHB

(金融政策の見通し)

(6) FRB は出口戦略を模索～年内にも資産購入額縮小の可能性

① 6月FOMCでは出口戦略の示唆に注目

6月18-19日にはFOMC(連邦公開市場委員会)が開催される。米国では、「財政の崖」後の増税・歳出削減にもかかわらず、底堅い景気回復が続いている。ただ、FRBには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おり、インフレ安定下の現状では、景気を加速して失業率を低下させることに重点が置かれる。

現在実施中の緩和策は、ゼロ金利政策と資産購入策となるが、ゼロ金利政策は、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」と変更した。FRBではその時期を2015年半ばと見ており、実質的な期間の変更を意味するものではないと説明している。

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4月末開催のFOMCでも、これらの緩和策の維持が決定され現在に至る。ただ、12月以降に開催されたFOMCの議事録(要旨)では、毎回、出口戦略が議論されており、今後、景気や雇用の回復が安定軌道に乗ったと判断されれば、資産購入のペースダウンの可能性が高まろう。

そうした中で発表された5月雇用者増は予想をやや上回る一方、失業率は上昇した。予想に近い雇用統計は、早ければ9月、多くは12月とする資産購入縮小の開始時期の見方を変えるほど強くも弱くもなかった。年内縮小論が根強いのは、後述の議長証言を根拠にその後もFRB首脳陣の同様の発言が続いたのに加え、「財政の崖」合意後の増税・強制歳出削減下でも底堅さを見せている景気が、今後も持続的に拡大して行くとの見方が強まっているためである。

市場は資産購入縮小を警戒し、FRBはそうした市場の過剰反応を警戒している。このため、6月FOMCでは、現行政策の維持を決定するなかで、声明文あるいは記者会見等で、過剰反応回避に向けた将来の政策変更に関するウォーニングを示唆する可能性が出ている。特段の変更がなければ

早期（9月）縮小の可能性は薄まろうが、いずれにしても、FRBが段階的かつ緩やかな出口戦略実施の方策を探っているのは間違いのない所だ。

②バーナンキ議長は、雇用次第で資産購入縮小の可能性に言及

出口戦略に関しては5月22日のバーナンキ議長の議会証言が注目を集めた。議長は、現状については「雇用はまだ弱く、物価は低めに抑制されている。景気は緩やかに回復しているが、財政政策が著しく制限され逆風となっている。このため、大幅な金融緩和策が必要とされている」との認識を示し、米景気の回復が鈍い理由として、①金融危機の余波、②欧州の動向、③住宅市場の問題、④緊縮財政、等をあげ、上記の中では欧州や住宅問題等の逆風が改善していると指摘した。

また、資産購入策については、「物価安定の下、雇用が十分に改善するまで続ける方針である。前回のFOMCでは雇用や物価の状況に照らし、購入ペースを増減させる準備が出来ていることを表明した」としている。米経済は、1-3月期GDPが2.4%、4月失業率が7.5%と改善したが、未だ不十分との見解であり、こうした状況では緩和の手綱を締めるわけにはいかないとしたわけで、当分は、現行緩和策が維持される見通しである。

また、関連質問に答えて「資産購入ペースは、経済状況、とりわけ労働市場の見通しが改善すれば購入ペースを縮小していくが、その前に景気の勢いを示す一段の裏付けが必要だ。だが、状況の改善が持続すると確信すれば、今後数回のFOMC後に縮小することも可能である。なお、買い入れペースの変更は機械的ではなく、状況次第では拡大もあり得る」と説明、市場では「今後、雇用の改善が加速すれば、早ければ9月にも購入ペースの縮小があり得る」と受け止めている。この点、議長は、以前より「金融政策の変更で金利上昇や株価の急落を招いては景気にダメージを与えかねず、時間を掛けて緩やかな政策変更を考えている」としており、縮小ペースは、段階的かつ緩やかなものとなろう。

また、「資産購入が終了し、米経済が強まった後もしばらくの間、極めて緩和的な政策を取るのが適切と考えている。これまで、金融緩和策はデフレを予防し、物価が目標を大きく下回ることを防いだ。早まった引き締め策は、金利を一時的に上昇させて景気にダメージを与え、物価をさらに低下させかねない。中長期的に金利を上げていく最良の方策は、雇用の最大化と物価の安定に向け必要な緩和策を取ることだ」と証言。ゼロ金利政策の転換は従来どおり、2015年半ばと思われる、時間的に余裕を持たせたものとなろう。

その他、質疑応答で、「MBSについては、保有分の多くが妥当な時期に償還を迎えるため、売却しなくても可と個人的に考えている。資産価格の上昇はファンダメンタルに沿ったものと考えているが、反転したときに金融安定性に問題が無いか監視を強化している」との考えを示した。

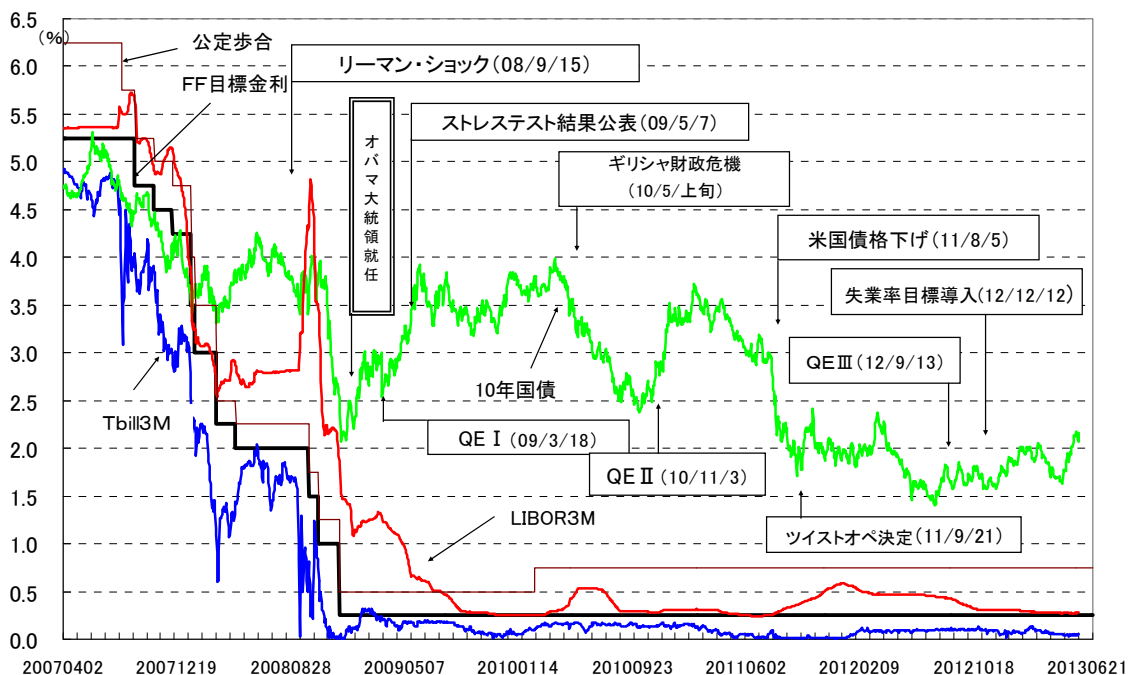
以上、今回の証言に於ける主要ポイントは、

- 1、資産購入額のペースダウンには一段の景気・雇用の改善が必要。
- 2、雇用市場の持続的改善を確信すれば、今後数回のFOMC後に購入額の縮小が可能。
- 3、ただし、購入額を縮小しても、経済動向次第では再拡大の可能性もある。

となる。証言後は、当面、FRBの証券購入を通じた資金供給が持続するとして、株式市場が上昇したが、債券市場は購入額の縮小の可能性を懸念して金利が上昇した。

本稿では、年末には資産購入のペースダウンを決定、ゼロ金利政策の解除は従来どおり 2015 年半ばの見通しとしている。

(図表 13) F R B 政策金利と長短期金利の推移 (日別)



(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もありません。