

Weekly
エコノミスト・
レター

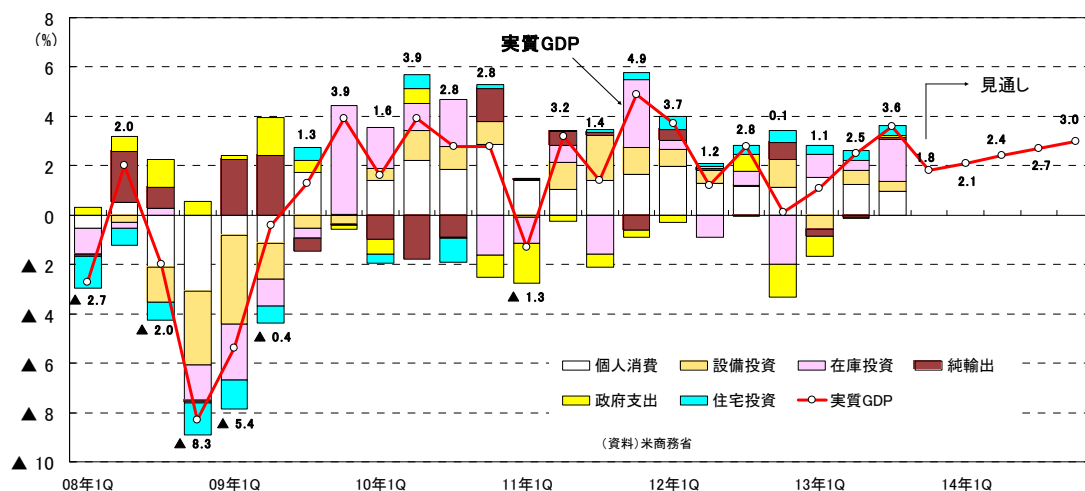
米国経済の見通し～異例の金融緩和策で成長を後押しする構図が持続

経済研究部 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～本格回復に向け急がれる雇用と住宅市場のキャッチアップ>

- 7-9 月期 GDP は年率 3.6% と急上昇したが、在庫増による所が大きく、先行きの GDP の伸びを抑制する可能性がある。住宅投資を除くと、個人消費、設備投資等の主要項目の伸びが低く、景気が加速したとは言い難いが、夏場の長期金利上昇も影響したと思われる。
- 10-12 月期は、雇用や住宅関連の統計等を中心に堅調な経済指標が多く見られた。しかし、雇用や住宅市場は、リセッション時の落ち込みが特に大きく、リセッション前の水準の回復が急がれる状況にある。雇用や住宅の回復が低水準にあることは、クリスマスセールの出だしの不調など、GDP の 7 割を占める個人消費伸び悩みが続く要因とも言えよう。
- F R B は、異例の金融緩和策を維持することにより、景気の加速を図っている。金融市場では、雇用統計発表後、早期のテーパリング（資産購入縮小）観測が再浮上しているが、イエレン副議長は一層の雇用回復が必要として慎重姿勢を見せている。
- テーパリング終了後も、F R B はかなりの期間ゼロ金利政策を維持、景気を下支えする意向である。こうした緩和策に支えられ、米景気は緩やかな回復を続けよう。米経済の成長率は、2014 年は 2.4%、2015 年は 3.0% と次第に伸びを高めていくと見込まれる。

(図表1) 7-9 月期 GDP 急上昇は在庫の上振れが原因(実質前期比年率、%、棒グラフは寄与度内訳)



1. 米国経済の見通し（概況）

●リセッション前の水準を下回る住宅と雇用

最近の米経済では好調な経済指標の発表が続き、米経済の強さが増したとの見方を強めている。堅調な米経済を牽引しているのは、雇用や住宅市場、自動車の回復等であり、最近発表された強めの指標としては、住宅価格(11/26)、ISM製造業指数(12/2)、自動車販売(12/3)、新築住宅販売(12/4)、GDP(12/5)、雇用統計(12/6)等が挙げられよう。

ただ、最近の景気を主導している雇用、住宅、自動車等は、金融危機時に落ち込みの大きかった部門である。リセッション前と比較すると、GDPが既にリセッション前の水準を回復しているのに対し、11月自動車販売がリセッション前の水準を回復したのを除くと、住宅、雇用等は未だにそうした水準を大きく下回っている。

●推進力に欠ける個人消費

一方、弱めの指標では、消費者信頼感指数(11/27)、ISM非製造業指数(12/4)等が挙げられるが、全般的に、弱めの指標には消費関連の指標が多く見受けられる。自動車販売が好調なため、小売売上高や個人消費が押し上げられた側面があるが、自動車を除くと個人消費はそれほど強くはない。小売売上高(11/20)は前月比0.4%と予想外の伸びを見せたが、自動車販売除きでは同0.2%に留まる。また、ブラックフライデー(11/29)の到来で本格的に開幕したクリスマスセールでは、出だしの週末の売上げが前年割れとなるなど、個人消費が不冴えな状況は否定できない。米経済の7割を占める個人消費の回復が弱い中では本格的な景気の回復は望めないだろう。

2009年半ばにリセッションを脱し、すでに4年半を経過しながら緩やかな成長に甘んじている要因としては、住宅市場と雇用の回復の遅れによる所が大きいと思われる。

●金融政策～テーパリング開始時には緩和持続強調のため追加緩和策も

F R Bはこうした状況に対して、次々と手を打ってきた。現在実施中の政策は、ゼロ金利政策とそのフォワード・ガイダンスと資産購入策(Q E 3と言われる量的緩和策)である。F R Bは物価の安定と雇用の最大化を義務付けられており、雇用が十分な回復を見せるまで資産購入を続けるとしている。ただ、市場では、過去4ヵ月の月平均雇用者増が20.4万人と堅調の目安とされる20万人を上回っていることから、毎月850億ドルに昇る長期債の購入額を、早期に縮小させる(いわゆるテーパリング)のではないかと警戒を強めている。

この点については、バーナンキ議長やイエレン副議長が、10月雇用統計発表後に雇用回復は十分とは言えないとの見解を表明しており、11月の堅調後に急に判断が変わるわけではない。また、年明けには合意が先送りされた格好の財政問題が控えており、3月まで混乱が続く可能性もある。ただ、現状のように物価が安定している間はF R Bが緩和縮小を急ぐ理由は大きくない。また、100億ドル程度の小幅で段階的にテーパリングを開始する場合、アナウンスメント効果を別にすれば、時期が多少前後することにそれほど効果の相違があるわけではない。

ただ、テーパリングを開始したとしても、その後、失業率が6.5%を割るまで、かなりの期間、F R Bは異例の金融緩和策を続ける意向である。このためテーパリング開始の際は、引き締めの開

始と受け取られることの無いように、失業率目標の1%程度の引き下げ等、緩和的政策を併用する可能性もある。

●財政問題の混乱は来年に持ち越し

財政問題は、新年に入っても依然、警戒材料となろう。1/15には暫定予算の期限が到来する。期限に向けた合意の動きも出ているが、不調に終われば再び政府閉鎖に追い込まれる。2/7は債務上限停止の期限であり、その後の国債純増は出来なくなる。政府の資金は1~2ヵ月はやり繰り可能であるが、その後はデフォルトが警戒される。今年の10月初には予算の期限到来にもかかわらず新年度の予算が策定できず、半月に渡る政府閉鎖に追い込まれた。今後も「期限が到来するギリギリのタイミングで事態を先送りする」と言ったこれまで同様の混乱が繰り返され、来年11月の中間選挙まで続く可能性がある。

このため、本来なら金融政策とともに景気回復を担うはずの財政政策は、今年初の「財政の崖」合意以降、「強制歳出削減、給与税減税の停止、富裕層の減税停止」などが実施されて景気を抑制しており、その分、金融政策への負担を重くしている。ただ、FRBは「雇用が十分に回復した」と判断されるまで異例の緩和策を持続する意向であり、こうした金融緩和策の持続が金利動向の影響を受け易い住宅市場の回復を促し、株価や住宅価格の持ち直しが資産効果を高め、米経済は次第に回復歩調を強めていくと思われる。特に、住宅市場は、低金利に加えて長期にわたる不況期に蓄積されたpent-up demandの存在もあって、景気の牽引役が期待されている。

以上により、2014年の成長率は2.4%、2015年は3.0%への回復が見込まれる。

(図表2) 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)	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)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.8	1.8	2.4	3.0	1.1	2.5	3.6	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.1	3.2	3.3	3.1
個人消費	〃、%	2.2	1.8	2.1	2.5	2.3	1.8	1.4	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7
設備投資	〃、%	7.3	2.5	5.1	6.1	▲4.6	4.7	3.5	5.0	5.3	5.6	5.7	5.9	6.2	6.2	6.4	6.5
住宅投資	〃、%	12.9	14.0	13.4	11.6	12.5	14.2	13.0	12.3	13.3	13.8	14.6	13.1	11.3	10.2	9.4	9.1
在庫投資	寄与度	0.2	0.1	▲0.1	0.0	0.9	0.4	1.7	▲0.6	▲0.5	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
純輸出	寄与度	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.0
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	2.1	1.5	1.5	1.9	1.4	▲0.0	2.6	0.8	1.5	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
失業率	平均、%	8.1	7.5	7.0	6.5	7.7	7.6	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	6.8	6.7	6.5	6.4	6.2
FFレート誘導目標	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	2.3	3.1	3.6	1.9	2.0	2.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7	3.8

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

2. 見通しのポイント～堅調続く米経済指標

(1) 7-9 月期 GDP は 3.6% と急伸も、在庫増が今後の伸びを圧迫か

最近の経済指標には堅調な動きを見せるものが多い。7-9 月期 GDP はその代表格でもあるが、内訳等を見ると必ずしもそうとは言えない。

7-9 月期実質 GDP (改定値) は 3.6% (前期比年率: 以下も同じ) と速報値 2.8% や前 4-6 月期の 2.5% から急上昇した。伸び率としては 2012 年 1-3 月期 (3.7%) 以来 6 四半期ぶりの伸びとなる。ただ、**在庫投資**の上方修正 (寄与度では速報値 0.83% → 1.68%) が大きく、GDP 上方修正の殆どを占める。在庫投資額は 1165 億ドル増と 1998 年 1-3 月期 (1279 億ドル増) 以来、実に 15 年ぶりの増加額であり、こうした大幅な在庫積み増しは今後の数四半期に渡って調整され、GDP を押し下げる可能性が高い。一方、**個人消費**の伸び率は 1.4% と速報値の 1.5% や前期の 1.8% から低下、**設備投資**は 3.5% と速報値の 1.6% と上方修正されたが前期 4.7% からは低下した。

住宅投資は 13.0% と速報値の 14.6% から上方修正され、前期 14.2% に続き高い伸びを保った。ただ、構成比が小さいため寄与度では 0.38% に留まる。また、**輸入**の伸びが 2.7% と速報値の 1.9% から増加、**純輸出**の寄与度を 0.07% と速報値の 0.31% から低下させた。

政府支出は 0.4% と 1 年ぶりにプラスに転じた。**連邦政府**の伸びが ▲1.4% と 4 四半期連続でマイナスが続いたにも係わらず、**州・地方政府**の伸びが 1.7% と持ち直したことによる。

個人消費の内訳では、好調な自動車や住宅投資の回復を受けた家具等を含む**耐久財消費**が前期比年率 7.7% (前期は 6.2%) と高い伸びを維持、**非耐久財消費**も 2.4% (前期は 1.6%) と前期から伸びを高めたが、**サービス消費**が 0.0% と前期の 1.2% から落ち込み、米経済がリセッション下にあった 2009 年 4-6 月期 (同 ▲1.2%) 以来 3 年ぶりの低い伸びとなった。個人消費の 2/3 を占めるサービス消費が低迷していることが、個人消費伸び悩みの主要因となっている。

GDP から在庫・純輸出を除いた**国内最終需要**は 1.8% と速報値 (1.7%) から上方修正されたが前期 (2.1%) からは低下した。一方、所得面では、**実質可処分所得**が前期比年率 2.9% (前期 4.1%) と低下したが、個人消費が伸び悩み、**貯蓄率**(名目)は 5.0% (前期 4.7%) へと上昇している。

(2) 回復水準低い住宅投資

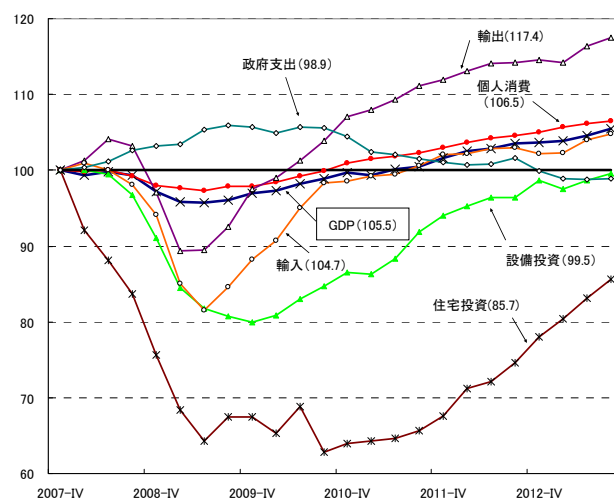
住宅投資は 7-9 月期も 13.0% と堅調な動きを見せ、5 四半期連続で二桁の伸びを記録した。しかし、回復水準は依然低い。

米国経済は 2007 年 12 月にリセッションに入り、翌 2008 年 9 月にリーマン・ショックを契機に金融危機を招いた後、2009 年 6 月に景気のボトムを形成しリセッションから脱出、既に 4 年半が経過している。(図表 3) は、実質 GDP とその需要項目について、リセッション入り時 (2007 年 10-12 月期) を 100 とし、その後の推移を見たものであるが、GDP は 2011 年 4-6 月期に 100 を回復、直近の 2013 年 7-9 月期には 105.5 まで回復している。需要項目別では、金融危機直後に緊急経済対策等により政府支出が拡大、その後は輸出の回復が GDP を牽引し、個人消費も GDP に先行して 100 を回復、設備投資も 99.5 まで回復した。

半面、回復の遅れが顕著なのが住宅投資であり、7-9 月期の前期比の伸びとは逆の順となる。

住宅投資は2005年7-9月期をピークに減少が始まり、2009年4-6月期まで4年間連続の減少となり、ボトムを付けたのは1年後の2010年7-9月期である。その後はプラス成長を維持、現在までに5四半期に渡り二桁成長（前期比年率）を見せたが、リセッション開始を100とした現状の水準は85.7と他の主要項目に大きく遅れる。さらに、ピークを付けた2005年7-9月期を100とすれば、現状は56.9に過ぎない。最近の急回復では景気を牽引しているが、回復水準の低さが、住宅市場の影響が大きい個人消費の回復の弱さにも繋がっている。今後、住宅市場の回復が進行し、かつての水準を回復すれば、資産効果や住宅関連消費等を通じ個人消費の回復を促進することが期待出来るだろう。

(図表3) GDP・需要項目別回復度(2007/4Q=100)



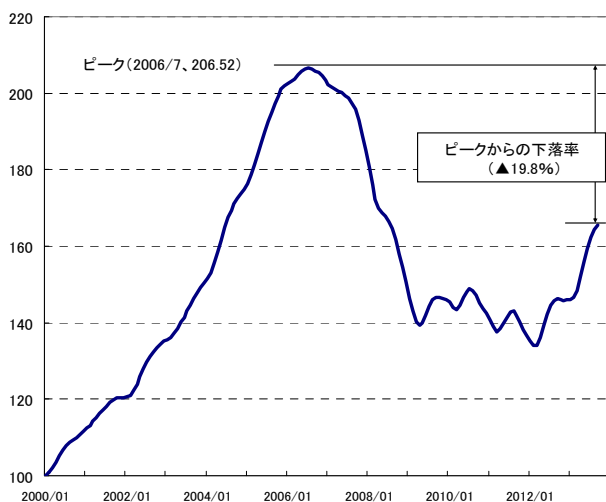
(資料) 商務省、(注) 実質、カッコ内は2013/3Qの値

●住宅価格の回復は四合目～住宅資産の目減りは、依然個人消費に影響

GDPの需要項目としての住宅投資の回復の遅れは上記の通りであるが、その他の住宅関連指標でもピーク比で見ると、新築一戸建て住宅販売は3割弱、住宅着工戸数は4割弱、中古住宅販売でも7割強に過ぎない。また、住宅価格でボトム（ピークから35%下落）後の回復を見ると、現在（同20%下落）までに4割程度を回復したに留まる(図表4)。

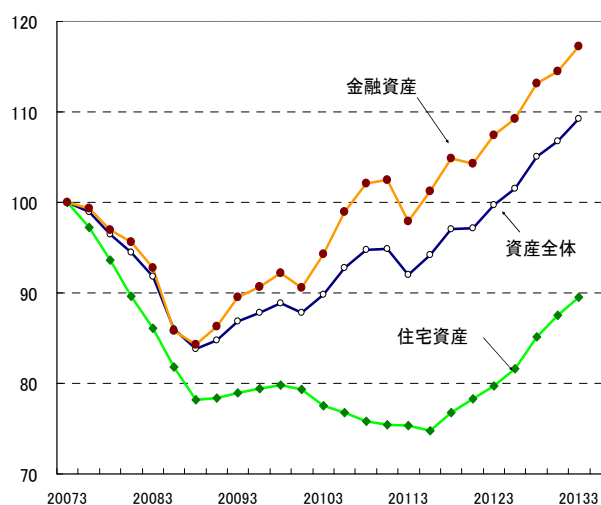
半面、今後の回復余地も大きく残されている。人口増が続く米国では、バブルと言われた住宅価格を別にすれば、人口の増加と共に住宅市場の拡大は続く。リセッション後の住宅市場収縮の中で、積み上げられた需要（ペントアップデマンド）が顕在化しつつあることが、現在の住宅投資の

(図表4) 住宅価格の推移(2000/1=100)



(資料) S&P社、ケースシラー20都市指数

(図表5) 家計資産の変化



(資料) FRB、注: 四半期別、2007/3Q=100

好調（5四半期連続で前期比年率二桁増）の背景と言えるだろう。

ただし、こうした住宅価格の回復の遅れは資産効果を通じて消費に影響を及ぼす。家計資産全体の増減を見ると、ピークの2007年3Qからボトムの2009年1Qまでに16%減少したが、これには株式の下落が52%減と大きかったことが影響した。しかし、その後は株式を含めた金融資産の戻りが大きく、金融資産は2011年1Qにピーク比で2%増とリセッションによる下落分を回復している。ただ、住宅価格の下落が続いたため、家計資産全体が下落分を回復したのは2012年4Qになってからである。現在（2013年3Q）でも、家計資産全体がピーク（2007年3Q）を9%上回る中、金融資産は同17%増、住宅資産は同11%減と金融資産主導の回復が続いている。株式は富裕層の所有比率が大きく、住宅ローンを抱えた多くの世帯では多額の金融資産を保有しているわけではない。家計資産全体ではリセッション前を回復しても、住宅資産の落ち込みが大きい間は、資産効果がマイナスに作用している世帯は多いと思われる（図表5）。

（3）堅調続く雇用でも、回復水準は不十分

●11月雇用者増は連月の20万人越え、失業率は7.0%に下落

夏場に落ち込んだ雇用はその後、堅調な増加を見せている。11月非農業事業部門の雇用者増は前月比20.3万人と前月（同20.0万人）と同規模の増加幅を維持、市場予想（同18.5万人）を上回った。10月は同20.4万人増から20.0万人増へ、9月は同16.3万人増から17.5万人増へと計0.8万人の上方修正が行われ、過去4ヵ月の月平均は20.4万人増となった（図表6）。

11月民間雇用者は、前月比19.6万人増となり、前月（21.4万人）を下回るが市場予想（18.0万人）は上回った。一方、政府部門は0.7万人と前月（▲1.4万人）から持ち直した。業種別では、製造業（2.7万人）や建設（1.7万人）等の生産部門で4.4万人の増加となったほか、サービス業でも専門・事業サービス（3.5万人）、運輸・倉庫（3.1万人）、ヘルスケア（2.8万人）、小売業（2.2万人）、飲食店（1.8万人）等と幅広い業種で増加を見せた。

家計調査による11月の失業率は7.0%と前月（7.3%）から急低下、市場予想（7.2%）を下回った。家計調査では、雇用者が前月比82万人の増加となる一方、失業者は▲37万人減少、労働人口は46万人増加し、労働参加率は63.0%（前月62.8%）と連月の上昇となった。家計調査では事業所統計と取り扱いが異なり、10月調査の対象期間10/6-10/12を通してレイオフ中の政府職員は賃金の支払い有無にかかわらず失業者に、途中からの復帰者はパートタイマーにカウントされており、11月はそうした政府職員が増加に転じている。

なお、失業率は、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、緩やかに低下し、今11月7.0%はオバマ大統領就任直前の2008年11月（6.8%）以来の低水準となる。ただ、リセッション前との比較では大幅な高水準にある。

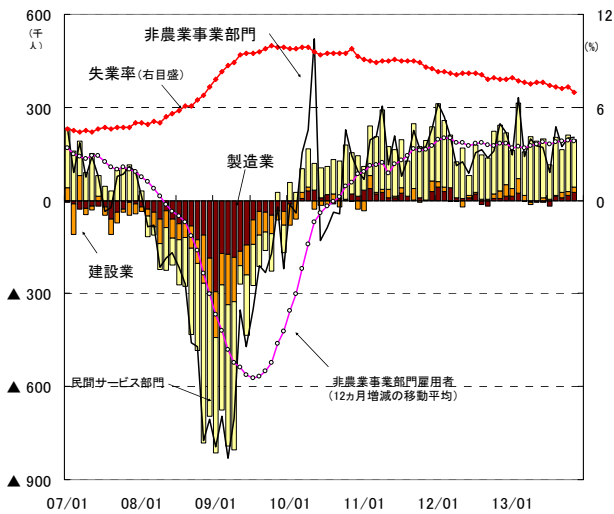
失業者数はリセッション入り後に急増、一時1500万人を超えたが今回発表では1091万人に減少した。しかし、失業者の4割弱の407万人が6ヵ月以上失業状態にあり、平均失業期間も36.1週と長く、就業者比率（employment-population ratio）も58.6%と低水準にあるなど厳しい状況が続いている。また、パートタイマー計2745万人のうち3割弱に当たる772万人が経済的理由による。一方、就職希望者のうち、就職活動が今回の雇用統計の対象期間に入らない人は210万人（う

ち 76 万人は就職をあきらめ活動を停止) と前年比 21.7 万人減となった。こうした求職者を加味した広義の失業率 (U-6) は 13.2% と前月 13.8% から低下したが、約 7 人に 1 人近くが該当する。

一方、11 月民間平均労働時間は 34.5 時間/週と前月 (34.4 時間/週) から増加した。時間当たり平均賃金は 24.15 ドルと前月 (24.11 ドル) から上昇、前年は 23.67 ドルだった。個人消費に影響が大きい雇用者賃金所得 (商務省の個人所得統計) の伸びは、3 月に前年比 2.7% とボトムをつけたあと回復傾向にあったが、10 月は 3.2% と連月で低下している (図表 7)。

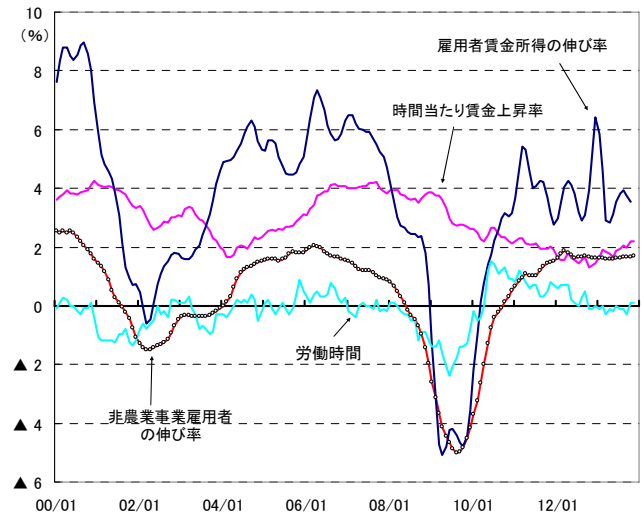
11 月雇用統計では、雇用者、失業率とも改善、業種別でも回復が進み、労働参加率、就業者比率等全般的に改善を見せるなど、予想以上に堅調な動きとなっている。

(図表 6) 雇用者増減の内訳と失業率 (前月比,%)



(資料)米労働省

(図表 7) 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

●堅調推移続くも、不十分な雇用の回復～可処分所得伸び悩みの一因に

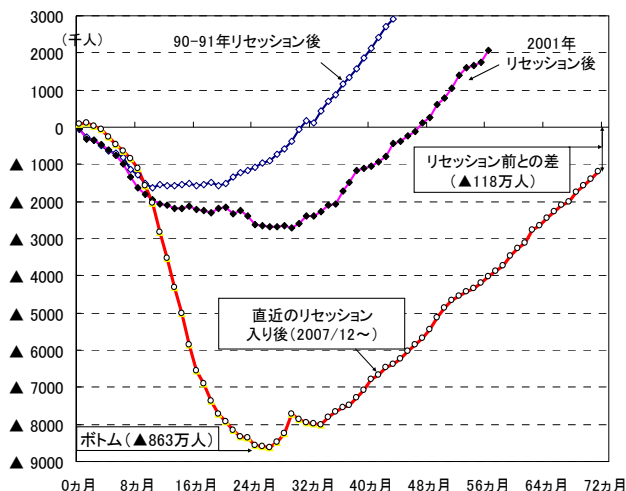
堅調な雇用は景気全般の回復を示唆すると共に金融政策への影響も大きい。ただし、過去 4 カ月の雇用増が月平均で 20.4 万人と堅調の目安とされる 20 万人超が続く雇用であるが、金融危機時の落ち込みが大きいため、依然、リセッション前の水準を回復できず、この点では住宅市場と同じような状況にある。リセッション後の毎月の雇用者増減を累積したグラフでは、ボトム (863 万人減) に対しその後の回復 (745 万人増) は 86% に留まる。リセッション前の水準回復にはあと 120 万人程度を残しており、月 20 万人程度の堅調な雇用増が続いたとしても、さらに半年を要する。過去二回のリセッション時と較べても、今回のリセッションの雇用減の大きさと回復にかかる時間の長さは比較にならないほど大きい (図表 8)。

米国では移民の受け入れを含め 1% 弱の人口増が続いている。労働対象者の 6 割強が雇用市場に参入するのであれば、毎月 13 万人程度の雇用増が必要となる。今後、リセッション前の雇用水準を回復しても、こうした新規の参入を考慮すると、雇用が十分回復したとは言い難い。失業率で比較すると、リセッション直前の 4.7% (2007 年 11 月) に対し、現在でも 7.0% と遥かに高水準にあり、物価の安定と雇用の最大化を目標とする F R B の異例の緩和策持続の根拠ともなっている。

こうした雇用回復の遅れは、個人所得の伸びを弱め、個人消費には抑制的に作用する。さらに、

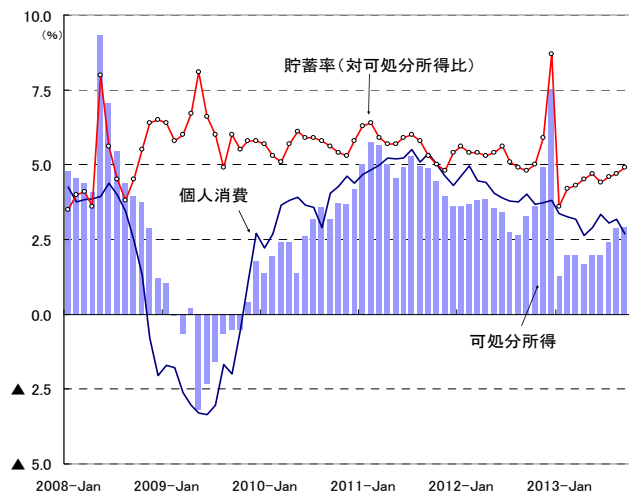
年初の「財政の崖」後は、富裕層の減税や給与税減税が停止され、可処分所得の伸びが個人消費の伸びを下回る状態が続いた。個人消費の伸びが低下傾向を続ける大きな要因と言えよう(図表9)。

(図表8) リセッション入り後の累積雇用者増減



(資料)米労働省、横軸は各リセッション入り月後の経過月数

(図表9) 個人所得・消費の推移(前年同月比、%)



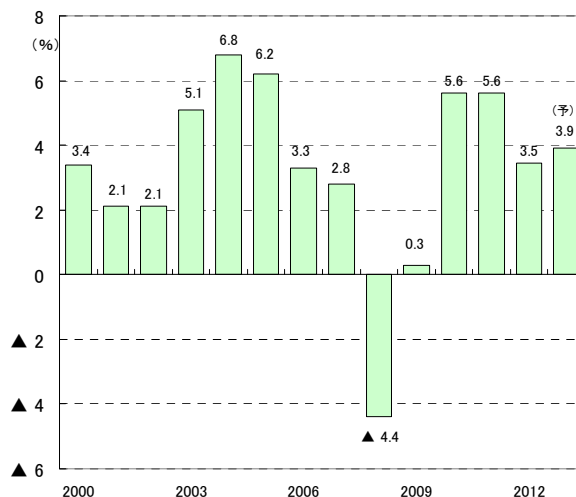
(資料)米商務省、(注)名目、貯蓄率は可処分所得比

(4) 個人消費を株価上昇と自動車販売が下支え

●不発に終わったブラックフライデー週末～2006年以來初の前年比減少に

感謝祭の翌日(11/29日)にはクリスマスセールが開幕、以後クリスマスまで全米で一斉にセール期間に入る。今年のセール期間中の売り上げ予想は前年比3.9%(6021億ドル、NRF:全米小売連盟の11～12月合算見通し)と高くは無いが、昨年の実績(3.5%)や過去10年の平均伸び率3.3%を上回る。今年は10月に政府閉鎖があったが、NRFではその影響は織り込んでいないとしている。ただ、昨年のクリスマスセールでは、年末・年始に「財政の崖」を控えており、仮に「財政の崖」が全て実施されると、今年上半期のリセッション入りが予測(GDPで▲2.9%:議会予算局試算)されるなど、景気の先行きへの警戒を強めていた状況と比べれば、今年環境はそれほど悪いわけではない。

(図表10)クリスマスセールの暦年推移と予想



(資料)全米小売連盟

今年は感謝祭(11月第4木曜日)が遅いこともあり、早めの商戦が活発化したほか、メーシーズやウォールマート、ターゲット等では、感謝祭当日の夜からセールの開始を行い、大手への追随も多く見られた。翌日の金曜日は、黒字化の意味を込めてブラックフライデーと呼ばれる小売売上げの特異日であり、その後の週末の盛り上がりはセール前半の山場となる。

だが、NRF発表(12/1)の感謝祭から週末までの4日間の売上げ(実店舗+ネット販売)は、

574 億ドル（前年比▲2.9%）と同統計で遡れる 2006 年以来初めて減少に転じた。店舗・ウェブサイトでの買い物客は 1.41 億人（前年比 1.4%、+200 万人）、買い物客平均支出額は 407.02 ドル（前年比▲3.9%）と減少したが、感謝祭前の売上げの低調を見て当初からディスカウント幅が大きくなっていったことも、平均支出額の減少に影響している。大幅ディスカウントにもかかわらず出だしで躓き、今後はディスカウント競争が一層激しくなり、利益を圧迫することが懸念される。

● ネットに流れたクリスマスセール～サイバーマンデーは売上げが急増

感謝祭後の週末明けの月曜日はオンラインセールが盛り上がりを見せるため「サイバーマンデー」として知られる。今年は売上高が 20 億ドルを超え、前年比で 19%の伸び(IBM デジタル社)となるなど、調査開始以来の最高を塗り替えたと見られている。同社では、感謝祭から週末までの 4 日間の売上げ（11/28—12/1）までのネット販売は前年比 14.5%増としている。

今年のサイバーマンデーの特徴は携帯機器（スマートフォン、タブレット端末等）からのアクセスが全体の 30%を占め、昨年比では 58%増加するなど、オンライン売上げの 16%（昨年は 13%）を占めた。売上の好調なものは電子機器で、ウォールマートやターゲット等のウェブサイトでは、「プレイステーション」「Xbox」等が品切れとなっている。

NRF では年末商戦のネット販売が最大 15%増、820 億ドルと、小売売上高全体の 3 倍強の伸びと予想している。これには、ネット中心のアマゾン等に対抗するため、ウォールマート、トイザラス、メーシーズ等の小売大手がネット販売の特別セールを強化したことも影響している。

● 好調な自動車販売が消費の伸びを下支え

10 月の小売売上高は前月比 0.4%（9 月同 0.0%）と 4 ヶ月ぶりの高い伸びとなり、市場予想（同 0.1%）を上回った。自動車販売が同 1.3%（9 月同▲1.2%）と回復したことが大きく、自動車販売を除いた小売売上高は同 0.2%に留まる。ただ、業種別では、自動車以外にも、スポーツ・趣味（同 1.6%）、電気器具（同 1.4%）、衣料品（同 1.4%）等、堅調な伸びを見せるものが多く、政府閉鎖の影響は警戒されたほど大きくなかった。なお、建設資材（同▲1.9%）、ガソリン（同▲0.6%）、等では前月から減少を見せている。

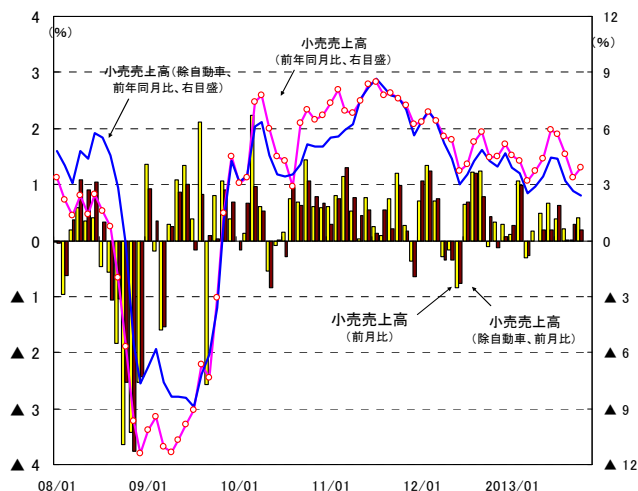
10 月小売売上高の前年同月比は 3.9%（9 月同 3.4%）、自動車除きでは 2.4%（9 月同 2.6%）だった。業種別では、自動車（同 10.6%）が特に高く、通信販売等（同 8.2%）、家具（同 7.7%）と続く。自動車販売は 2010 年 9 月以降前年比の伸びが 5%を下回ったことはなく、小売売上高を押し上げてきたが、その分、自動車除きの伸びの低迷が目立っている(図表 11)。

一方、11 月の自動車販売を台数ベースで見ると、1641 万台（オートデータ社、年率換算、以下同じ）と前月（同 1523 万台）から急増、2007 年 2 月（1656 万台）以来 6 年半ぶりの高水準を回復、8 月（1609 万台）以来の 1600 万台乗せとなった(図表 12)。

自動車販売は、金融危機時には年率 1000 万台を割り込む急減を見せ、その後回復に時間を要したものの、最近ではやや急な回復を見せており、そうした動きは住宅投資の回復に似ている。落ち込みが激しかった時期に買い替え年数が伸びたことも最近の好調の背景となっている。なお、可処分所得の低迷で個人消費が伸び悩む中、自動車購入ではローンを利用できるため、他の消費財の

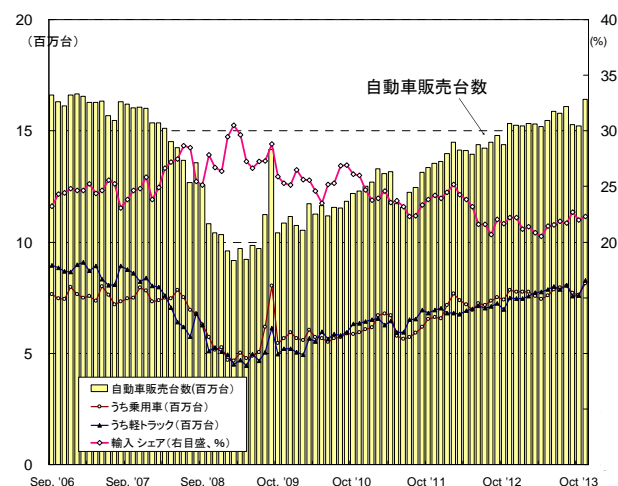
動きとはやや異なる。ただ、自動車販売の回復は消費意欲が衰えていない証左でもあり、今後、雇用回復の進展が続けば、個人消費も次第に回復に向かうと思われる。

(図表 11) 小売売上高の推移 (月別)



(資料)米国商務省

(図表 12) 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

(5) 不透明な財政協議の見通し～来年も財政問題は景気の重石に

●財政協議では合意の動きも

今年初の「財政の崖」では富裕層の減税と給与税減税が停止、強制歳出削減が発動されるなど、回復途上の米経済にブレーキを掛けることとなったが、さらに10月には債務上限問題を巡って「政府の閉鎖」が実施されるなど、景気への影響が懸念される。10月の合意では、超党派委員会を設置、抜本的な財政協議（議題は、当面の予算設定と中長期の財政運営（特に税制・社会保障制度改革））を行い12/13には結論を出すこととなっている。

ただ、民主党はバージニア州知事選勝利の余勢をかい、企業や富裕層の税制見直し、強制削減を歳入拡大策に置き換えること等を主張、共和党は政府閉鎖を招いたとの批判を受ける一方、歳入拡大策に反対し、社会保障縮小を主張するなど、これまで同様の対立を見せていた。決裂の場合は、来年1月に強制削減が実施されるため、善後策検討の動きも出ていたが、12月に入って「民主党の主張する歳入増は、航空機利用者等での受益者負担の増加措置等で賄い、共和党はその分歳出増を受け入れる」と言った形での合意を探っている。包括的なものではないが、財政協議の合意ができれば、1月期限の政府再開鎖や強制歳出削減の再発動等を回避する道が開ける。

その後、2月には再び債務上限の期限が到来するが、その取り扱いは不明である。期限到来後、政府は1～2ヵ月程度、資金面のやり繰りで賄うこととなるが、その後はデフォルトが迫る。最終的には、時間稼ぎのため債務上限の小幅拡大が繰り返されることもあり得よう。本来なら金融政策とともに景気回復を担うはずの財政政策は、年初の「財政の崖」合意では景気抑制的に作用しており、FRBに異例の金融政策を実施させるなど、金融政策への負担を重くしている。この点、共和党だけでなく、議会やオバマ大統領への批判も多い。今後もそうした懸念が残るが、11月の中間選挙が近づくほど妥協が難しくなるため、決着がつかないまま選挙を迎える可能性は強い。

＜財政問題を巡る当面のスケジュール＞

- ・ 12/13(金)財政協議の交渉期限
[下院の閉会期間は12/15(日)～1/6(月)、上院は12/21(土)～1/5(日)]
 - ・ 1/15(水)政府暫定予算の期限→再開鎖も(年内に合意できないと時間的余裕は少ない)
 - ・ 2/7(金)連邦債務上限停止の期限(期限後1-2ヵ月の間に決着しなければデフォルトも)
- 《参考》 10月政府閉鎖を巡る世論調査の結果では、下院共和党議員への不満47%に対し、下院民主党議員に不満は17%(ロイター・イプソス社)と共和党に厳しく、合意の追い風との見方も

(5) 金融政策の見通し

●今後も異例の緩和策が景気を後押しする構図が続く

F R Bは、2008年のリーマン・ショック後の金融危機を受け“非伝統的金融政策”と呼ばれる異例の金融緩和を進めている。現行緩和策は「資産購入策：いわゆる量的緩和策(Q E)」と「ゼロ金利政策及びそのフォワード・ガイダンス」であり、ゼロ金利政策では失業率目標を導入、2008年以降ゼロ金利(0-0.25%)に張り付いている政策金利は、今後も失業率が6.5%を下回るまでは据え置かれ、2015年半ば頃まで続くと思込まれる。今後も2年程度は、“異例の緩和策”が米景気を支えられることとなり、その間、健全な状態に回復したとは言い難い。

一方、Q E政策では、Q E 1～Q E 2では期限を区切った債券購入としていたが、Q E 3では期限を決めない形で毎月850億ドルの長期債購入を昨年12月に決定し、現在に至る。F O M Cは年8回開催されるが、今年開催された7回の会合では現行緩和策の継続を再決定しており、資産購入に関しては「労働市場が十分に回復するまで続ける」と声明文に明記している。ただ、6月F O M C後の会見でバーナンキ議長が「年内に資産購入の縮小(テーパリング)を開始、来年半に収束させる」との具体的なシナリオを提示した後は、テーパリングの開始時期を巡って長期金利が大幅に上昇するなど、下半期の金融市場に大きな影響を及ぼしている。

(F O M Cの見通し)

●雇用回復でテーパリングの早期開始観測が再浮上

F R Bは、10月F O M Cでは労働市場の回復を十分とは見ておらず、10月の政府閉鎖の影響も警戒されたため緩和策縮小には踏み切らなかった。その後発表された10・11月雇用統計では20万人を上回る雇用増が続き、再び早期の資産購入縮小(テーパリング)開始の観測が浮上している。

だが、予想外の増加を見せた10月雇用統計発表後の議会公聴会で、イエレン副議長は「雇用の回復は不十分」との判断を表明した。イエレン副議長の判断は、単月の雇用統計の数値だけでなく、失業率水準が高い上に、その背後にいる一時的に求職を諦めた人やパートタイマー職しか見つからなかった人等を含む広義の失業率(11月は13.2%)に触れるなど厳しい雇用情勢を指摘しており、単月の雇用統計発表で覆るものではない。今後も雇用回復が不十分との見方を変えることなく、雇用加速に向けた緩和策の維持を主張するだろう。

もっとも、バーナンキ議長の指摘するようにコストと効果を考慮すれば、いつまでも資産購入を続けられるわけではなく、テーパリングの開始を主張する地区連銀総裁は増えつつある。市場でのテーパリング開始の予測は集計機関によって異なるが、12月・1月開始がそれぞれ2～3割と増加した一方、3月開始は5割弱と依然高い。また、当初の縮小額の予想は100億程度と小さく、そ

うであれば時期の多少のずれによる実質的な意味合いは大きなものではない。なお、バーナンキ議長は6月 FOMC 後の記者会見で「年内に資産購入の縮小を開始、来年上半期に段階的に縮小していく」と表明したが、最近の講演で「資産購入の縮小で決定されたことは無い」と前言に縛られないことを強調した。ただ、12月 17-18 開催の FOMC 後の会見では、新たなシナリオに言及する可能性もあり、FOMC への注目度は高い。

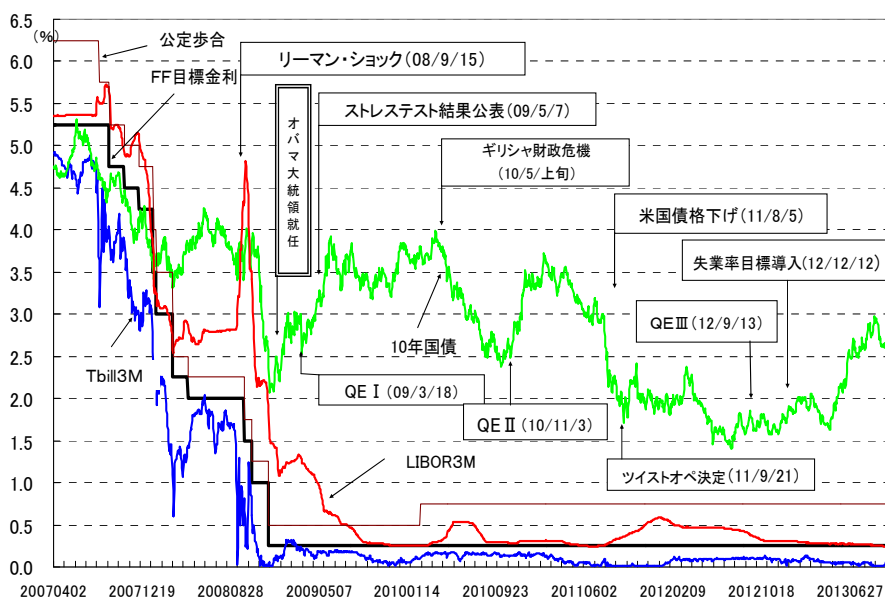
また、雇用以外にも、来年初以降、財政問題が待ち構える。1 月半ばの政府閉鎖については年内にも合意の動きが見られるものの、2月の債務上限問題の取り扱い是不透明である。財政への懸念が薄らぐのは3月以降と見られ、状況が許せば3月までテーパリングを待ちたい所だろう。

●失業率目標の引き下げも～テーパリング開始後の緩和持続を強調

市場の注目はテーパリングに集まっているものの、失業率目標の引き下げに関する議論も注目される。イエレン副議長は上記の公聴会で「回復への道のりは長い」としており、資産購入を収束した後も、かなりの期間ゼロ金利政策を続ける意向だ。現在、失業率が 6.5%を下回るまではゼロ金利政策を続けるとしているが、労働参加率の低下等も勘案し、さらに1%程度引き下げることも検討されている。11月失業率が7.0%に低下しており、12月 FOMC でも議論されよう。また、テーパリング開始の際は、緩和策持続の意思表示として同時に発表されるケースもあり得よう。

今後1月の FOMC は28-29日に開催、バーナンキ議長の最後の FOMC となる。テーパリング実施に際しては、先行きのスケジュールを提示する必要がある、二日後に退任するバーナンキ議長が説明するのも具合が良いわけではない。ただ、イエレン副議長の就任が決まれば、現行政策スタンスが引き継がれ、その後の政策面での継続性に支障はない。イエレン新議長の初会合となる3月 FOMC は18・19日の開催となる。

(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。