

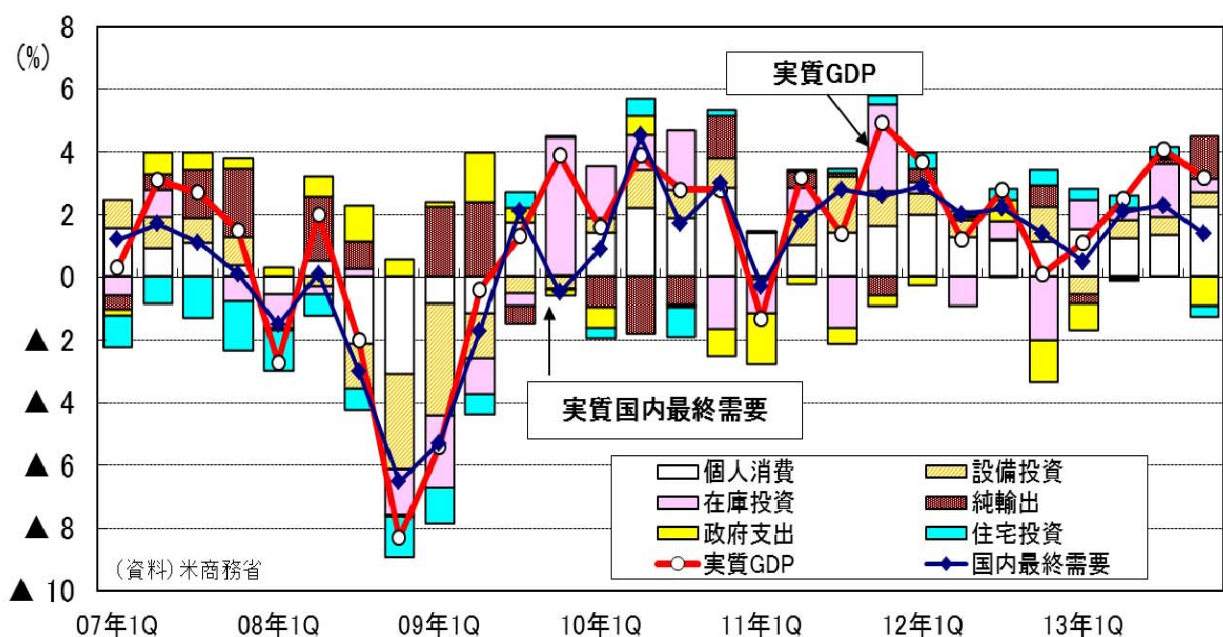
Weekly
エコノミスト・
レター寒波の影響色濃い米経済
～金融政策はガイダンス変更注目

経済研究部 主任研究員 土肥原 晋
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

＜米国経済の概況＞

- ・10-12月期実質GDP（速報値）は3.2%（前期比年率：以下も同じ）と前7-9月期4.1%に続き堅調な伸びを保った。3%以上の伸びが2四半期続いたのはほぼ2年ぶりとなる。
- ・1-3月期は寒波の影響で弱めの経済指標が続く。寒波の影響を受けやすい住宅指標を始め、小売り、生産等、その影響は広範で成長率も抑制されよう。ただし、急転決着の財政問題が先行きの景気不透明感を改善させている点はプラス要因である。
- ・金融政策では、昨年12月に決定したテーパリングが進行中。新興市場では波乱の動きも見られるが、米経済にかなりの下振れ圧力がかからない限り、今後も段階的に実施されよう。なお、失業率の低下がFRBの目標に接近、フォワード・ガイダンスの変更が注目される。
- ・議会予算局（CBO）では向う10年間の予算見通しを発表。財政赤字のGDP比は2013年度4.1%から2015年度の2.6%へと低下後増加に転じ、2022年度には4.2%となる。見通し後半では、利払い負担が重圧を増していく。

(図表1) 米国の実質GDPと寄与度の内訳推移（四半期、前期比年率、%）



1、米国経済の概況（要旨）

●10-12 月期 GDP 堅調も、年明け後は寒波の影響色濃く軟調な展開

10-12 月期実質 GDP（速報値）は 3.2%（前期比年率：以下も同じ）と前 7-9 月期 4.1%に続き、堅調な伸びを保った。3%以上の伸びが 2 四半期続いたのはほぼ 2 年ぶりとなる。特徴的な動きとしては、**個人消費**が 3.3%と 3 年ぶりの高い伸びを見せた半面、**住宅投資**は▲9.8%と過去 5 四半期に渡る二桁の伸びからマイナスに転じたことが挙げられよう。ただ、**個人消費**の高い伸びには、**個人消費価格指数**の低下(前期の 1.9%→0.7%)が大きく、特に**耐久財**は▲2.5%、**非耐久財**は▲1.4%と低下、名目の伸びが実質値を下回り、高い伸びが実感できるものとはなっていない。また、GDP から在庫・純輸出を除いた**国内最終需要**は 1.4%と GDP の伸び率の半分に満たない。GDP の高い伸びは一定の評価が出来るものの、やや割り引いてみる必要がある。

1-3 月期に入ってから経済指標では、寒波の影響で弱めの指標が続いている。寒波の影響を受け易い住宅指標を始め、小売り等の消費部門や、生産等の製造業、雇用統計に至るまで、その影響は幅広い。1-3 月期成長率には抑制的に作用しそうである。

●異例の金融緩和策が景気を後押しする構図は維持

金融政策では、FRB が昨年 12 月に決定したテーパリングが進行中。元々、量的緩和策の拡大は、2013 年初の「財政の崖」に伴う増税や強制歳出削減等を警戒して取られたが、「財政の崖」から 1 年を経過し、景気下振れを乗り越え、緩やかに収束へと動きを開始している。

テーパリングの影響で、新興国へ流入していた資金の巻き戻しが生じ、アルゼンチンやトルコ等新興国の為替が売られ、先進諸国でもリスク回避の動きが強まり、一時は世界的に株価が下落するなど、金融市場の波乱も生じている。ただ、新興国市場を巡る混乱で米国株の下落が見られる中、1 月 FOMC では追加の減額に踏み切った。この点、米経済にかなりの下振れ圧力がかからない限りは、今後も段階的に小幅の縮小が行われていくと思われる。

ただし、テーパリングは緩和策の縮小であり、出口戦略の始まりではなく、FRB のバランスシートは今後も拡大を続けることとなる。一方、もう一つの緩和策であるフォワード・ガイダンスは今後も維持される。ただし、失業率が目標値の 6.5%に接近、ガイダンスの変更が検討されており、イエレン新議長の初采配となる次回 3 月 FOMC では、こうした点に注目が集まろう。

●急転決着の財政問題が景気不透明感を改善

共和党の戦術変更により財政問題は大きく転換している。クリスマス直前には財政合意により 1 月半ばの政府再開鎖が回避され、12 月の FRB のテーパリング開始決定を促した。年が明けると 9 月までの予算が議決され、2 月には債務上限の延長が決定するなど、財政問題への懸念は急速に薄らいでいる。特に債務上限問題では、ルー財務長官が「税還付の時期に当たり、財政上の遣り繰りにも係わらず 2 月末にはデフォルトに陥る」と警告 (2/3)、財務省は「デフォルト回避に向け臨時措置を開始する」と発表 (2/4) していただけに金融市場は安堵している。こうした共和党の戦術変更の背景には、昨年 10 月の政府閉鎖で支持率が急低下したため、今年 11 月の中間選挙を控えて経済や金融市場への混乱回避を優先したことが挙げられよう。なお、共和党のベイナー下院議長は、「デフォルト回避に取り組む一方で、上限引き上げの条件として赤字削減措置を求める (2/4)」

と表明、中間選挙に向けての戦術を模索しているが、オバマケアの改変を争点とすることに変わりはなく、オバマ政権との基本的な対立軸には変化がないと見られる。

一方、1月下旬のオバマ大統領の一般教書演説では、これまで同様、中間層重視としたものであるが、上記の状況を踏まえてか、対決色を前面に出すわけではなく、より現実的な提案が中心となっている。

●CBOが財政見通しを発表～2015年度に向け赤字縮小もオバマケアの雇用圧縮が論議

予算教書は3/4の発表を予定しており、一般教書で提案された施策を反映したものとなる。ただし、本来、前年度末(2013/9)に成立するはずの2014年度予算は、先月、漸く成立した所であり、近年では予算教書が期日どおりに提出され、それに基づいて予算が策定される形とはなっていない。なお、財政合意では強制削減措置が今後2年間で630億ドル程度緩和される。

別途、議会予算局(CBO)では向う10年間の予算見通しを発表した。当見通しでは、労働参加率の低下等から歳入の伸びが弱く、GDP比で2013年度の16.7%から2015年度は18.2%まで増加した後、2023年度までこの水準以下で推移する。半面、ベビーブーマーのリタイアで社会保障費が増加、歳出のGDP比は2014年度の20.5%から2024年度の22.4%までほぼ毎年増加を辿る。結果として、財政赤字のGDP比は2013年度4.1%から2015年度の2.6%へと低下後は増加に転じ、2022年度に4.2%へと上昇する。

なお、当見通しでは、オバマケアによる医療保険の資格を失わないように低所得層で労働時間を短縮する動きが出てくるため、2017年で200万人、2024年度には250万人のフルタイム雇用者に相当する労働力が失われる、との指摘をしており、オバマ政権とオバマケアに否定的な共和党との間で議論が生じている。

2. 主要指標の動き～1-3月期の指標には寒波の影響大きく

(1) 10-12月期実質GDPは3.2%と高成長持続

10-12月期実質GDP(速報値)は3.2%(前期比年率:以下も同じ)と前7-9月期4.1%に続き、堅調な伸びを保った。個人消費の伸びは3.3%と3年ぶりの高い伸びとなった半面、住宅投資は▲9.8%と過去5四半期に渡る二桁の伸びからマイナスに転じた。住宅投資のマイナスは2010年7-9月期(▲30.7%)以来3年ぶりのこととなるが、構成比が小さいく寄与度では▲0.32%に留まる。

また、輸出の伸びが11.4%と伸長、2010年10-12月期(12.4%)以来3年ぶりの高い伸びとなった。半面、輸入は0.9%と伸び悩み、純輸出の寄与度は1.33%とリセッション時の2009年4-6月期(2.4%)以来4年半ぶりの高い伸びとなった。

在庫投資の寄与度(0.42%)は前期(1.67%)から大きく縮小したものの4四半期連続でプラスに寄与した。ただ、在庫投資額は1272億ドル増と現行ベース(2009年価格)で遡れる1999年以來の最大に膨れており、今後のGDPを押し下げる可能性が高い。今回に次ぐ大きさの2010年7-9月期の在庫増(1162億ドル増)は、その後2四半期に渡りGDPの伸びを1%以上減じた。

このほか、設備投資は3.8%と前期の4.8%から低下、構築物が前期の13.4%から▲1.2%とマイナスに転じたことが大きく、設備機器は6.9%と前期の0.2%から持ち直した。

政府支出は▲4.9%と1年ぶりのプラスとなった前期(0.4%)から再びマイナスに転じた。連邦政府の伸びが▲12.6%と5四半期連続で減少、一方、州・地方政府の伸びは0.5%と低率ながら3四半期連続でプラスとなった。

なお、GDP から在庫・純輸出を除いた国内最終需要は1.4%と前期(2.3%)から低下、GDPの伸びの半分に満たない。2四半期連続の高い成長は一定の評価が出来るものの、やや割り引いてみる必要がある。一方、所得面では、実質可処分所得が0.8%と前期3.0%から大きく低下、貯蓄率(名目)も4.3%(前期は4.9%)へと低下している。

もっとも、下半期の高成長は次年度の成長を高める。GDPの発射台の上昇により2014年は2%台後半の緩やかな成長を維持できれば年間3%台を達成できる。その場合、2005年(3.4%)以来9年ぶりの成長となるなど、異例の金融緩和策の必要性は次第に薄れて行こう。ただ、異例の金融緩和策の下では高めの成長率を達成しても自律的な回復とは言えず、依然、外部からのダメージに弱いなど脆弱さを抱えている点は肝に銘じておくべきだろう。

●実質個人消費の伸びは価格指数の低下も一因～広がり見せるデシインフレ

10-12月期の特徴とも言える個人消費の高い伸びの背景には、個人消費価格指数の低下(前期の1.9%→0.7%)がある。特に、耐久財消費価格指数では前期の▲2.3%→▲2.5%、非耐久財でも前期の4.5%→▲1.4%といずれもマイナスとなり、両者では名目成長率が実質値を下回る(耐久財:名目値3.3%→実質値5.9%、非耐久財:名目値2.9%→実質値4.4%)。今回のサービス消費の改善(前期0.7%→2.5%)は評価できる半面、消費財では実質値の高い伸びほどには回復が実感できない。こうした消費財のデフレ的要素とサービス消費の人件費上昇を映じたインフレ要素が対峙し、全体的にはデシインフレの状況を呈している。さらにGDPの7割を占める消費の価格指数低下はGDPデフレータを低下させ(前期の2.0%→1.3%)、高成長率の一因ともなっている。

なお、個人消費の価格指数の詳細を見ると、家具類とリクレーション用品等のマイナスが続き、耐久財全体でも長らくマイナスが持続しているが、最近では、衣料品とガソリンがマイナスとなるなど非耐久財でもマイナスの期が散見される状況となっている。

(雇用・小売の動向)

(2) 主要指標に寒波の影響～雇用・小売等の指標悪化で1-3月期成長率は鈍化も

米国では、12月以降再三に渡り寒波が襲来しており、2月13日には大雪のためワシントンの政府機関が“閉鎖”に追い込まれた。既に寒波の影響が経済指標にも影響しており、10-12月期は堅調だったGDPには、早くも1-3月期の減速観測が生じている。

不調続きの雇用統計にも寒波の影響が窺える。1月雇用統計では非農業事業部門の雇用者は前月比11.3万人増(12月は7.5万人増)と市場予想(18万人増)を大きく下回り、12月に続いて不冴えだった。雇用者増は昨年1月以降11月までの月平均が20.4万人増と堅調だったのと比較すると、12月以降連月の不振が際立ち、イエレン新議長も「驚いた」とコメントしている。業種ごとの動きでは、寒波の影響を受け易い建設業で12月に落ち込み(▲2.2万人)後、1月は増加(4.8万人)に転じた。一方、クリスマスセールの影響が大きかった小売業では12月増加(6.3万人)後、

1月は減少（▲1.3万人）した。総じて民間サービス部門の不振(11月 20.4万人増→12月 10.2万人増→1月 6.6万人増)が大きかった。

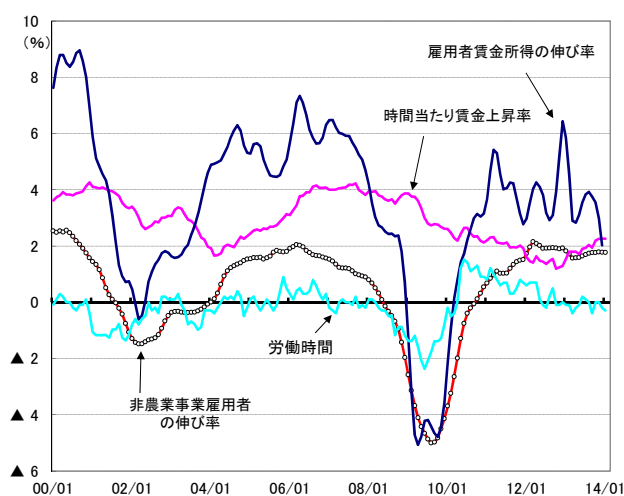
半面、家計統計では、1月失業率が6.6%と前月・市場予想（ともに6.7%）を下回り、労働参加率も63.0%と前月（62.8%）から上昇するなどの改善を見せた。失業率は2008年10月（6.5%）以来約6年ぶりの低水準となる。

また、1月民間平均労働時間は34.4時間/週と前月（34.4時間）、前年（34.4時間）から変わらず、時間当たり平均賃金は24.21ドルで前月比0.2%、前年比1.9%となった。前年比の雇用者賃金所得は、昨年8月の4.0%を昨年のピークに、12月には前年比0.6%まで伸びを縮めた。

こうした雇用所得の低下は、寒波と共に消費には抑制的に作用している。1月の小売売上高は前月比▲0.4%の減少と連月の減少を見せたが、これは2012年6月以来となる。自動車除きでも同▲0.01%の減少となった。減少が大きい業種は、自動車(同▲2.1%)、百貨店(同▲1.5%)、スポーツ・趣味(同▲1.4%)等で、増加は建築資材(同1.4%)、ガソリン(同1.1%)等だった。

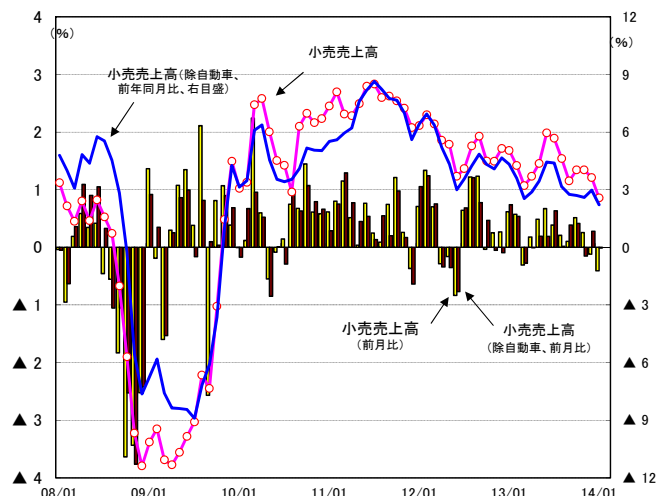
小売売上高で注目すべきは、前年比の伸びが低下傾向を続けていることだ。1月は2.6%、自動車除きでは2.2%となり、12月(其々3.6%、3.0%)から伸びを縮めた。こうした低い伸びはリセッション直後の2009年11月(其々1.5%、1.0%)以来約4年ぶりである。売り上げが低迷している中では利益は伸びない。消費の不振は景気全般にも影響が大きい。

(図表2) 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、

(図表3) 小売売上高の推移



(資料) 米商務省

(製造業の動向)

(3) 製造業にも寒波の影響

企業のセンチメントを示す1月ISM(米供給管理協会)製造業指数(PMI)は51.3と前月(56.5)から急速な落ち込みを見せた。市場予想は56.0だった。PMIは、昨年8月に56.3と2年ぶりの高水準を回復した後、12月まで56~57の堅調水準で安定的に推移していた。PMIの構成5指数(新規受注、生産、雇用、入荷遅延、在庫)では、入荷遅延を除く4指数が下落、中でも新規受注が51.2と▲13.2ポイントの急落、生産指数も54.8と▲6.9ポイントの下落を見せた。ただ、

在庫（44.0）を除き、いずれも 50 を上回っている（図表 4）。

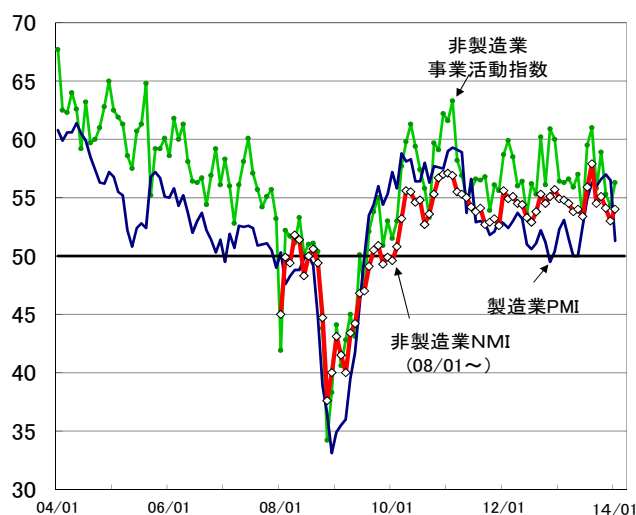
過去を振り返ると、金融危機時の 2008 年 12 月に 33.1 とボトムを記録、その後、2009 年 8 月に業況の分かれ目となる 50 を回復、39 ヶ月連続で 50 台を保ったが 2012 年 11 月に 49.5 に下落、その後は 50 台での推移を見せている。

発表元の ISM では、過去のデータから見た PMI が示す経済全体の分かれ目（GDP のゼロ成長）は 43.2 であり、1 月水準（51.3）は実質 GDP の年率 2.7% に対応する水準としている。一方、1 月非製造業指数（NMI）は 54.0 と 12 月（53.0）から上昇した。こちらは、構成 4 指数（事業活動、新規受注、雇用、入荷遅延）がいずれも上昇、全般的に堅調な推移を見せている。

生産面では 12 月の**鉱工業生産指数**が前月比 0.3% と 5 ヶ月連続の増加を見せるなど比較的堅調な推移を見せていたものの、1 月は同▲0.3% と半年振りのマイナスに転じた。市場予想は 0.1% の増加だった。業種別の動きを見ると、寒波の影響で電力・ガス等の公益部門が前月比 4.1% と増加したほかは、製造業（同▲0.8%）、鉱業（同▲0.9%）等では部門全体としてもマイナスとなり、幅広い業種で減少した。中でも落ち込みが大きかったのは自動車部門で、同▲5.0% と業種別では最大の落ち込みを見せた。

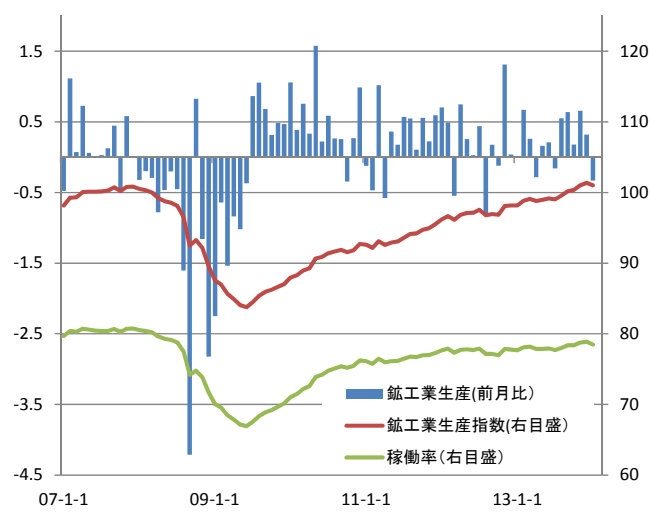
1 月の**稼働率**も 78.5% と 12 月（78.9%）から低下、12 月は 2008 年 6 月以来の高水準に回復していたが、半年ぶりに低下した。長期的な平均稼働率 80.1%（1972-2013 年）は依然下回っている。生産指数の落ち込みが大きかった自動車では、稼働率も 12 月 78.4% から 1 月 74.3% と落ち込みが大きく、半面、公益部門では 83.3%（前月 80.1%）と急速な回復を見せた（図表 5）。

（図表 4） ISM 指数の推移



（資料）ISM 指数

（図表 5） 生産・稼働率の推移



（資料）FRB

（住宅投資・住宅市場の動向）

（4）寒波の影響大きい住宅市場～昨年は、金利上昇の影響で頭打ちの様相

長らく緩慢な成長回復下にある米経済を牽引してきた**住宅投資**に、頭打ちの様相が窺える。その代表が先ごろ発表された GDP 統計である。10-12 月期実質 GDP（速報値）が 3.2%（前期比年率）と堅調な伸びを保つ中で、過去 5 四半期に渡って二桁の伸びを続けてきた**住宅投資**は▲9.8%

と減少に転じた。住宅投資のマイナスは2010年7-9月期（▲30.7%）以来3年ぶりとなる。

もっとも、“住宅市場”が頭打ち傾向を見せたのは、昨年5月にバーナンキ議長がテーパリングを示唆して長期金利が急上昇し、住宅市場に冷や水をかけてからである。長期金利上昇の影響は住宅市場だけでなく金融市場や景気全般に及び、10月には財政協議の対立から政府が閉鎖されたことも影響した。その後12月にテーパリングの小幅かつ段階的な実施が決まり、財政協議でも合意すると、景気の先行き不透明感が薄らぎ、金融市場も落ち着きを見せた。

ただ、寒波の影響を最も受け易いのは住宅部門だ。住宅着工は11月になって年率110.1万戸と5年半ぶりの高水準を回復したが、12月は104.8万戸と減少、1月は88万戸に落ち込み、昨年のボトムとなった6月以来の低水準となった。全米4地域の中で特に落ち込みが激しかったのが中西部で、前月比▲67.7%と前月の1/3以下に減少、西部（▲17.4%）や南部（▲12.5%）も減少した。半面、北東部は61.9%の急増を見せており、地域別の違いの大きさも寒波の影響を示唆している。なお、住宅着工許可件数も93.7万戸へと減少、3ヵ月連続での減少となった。

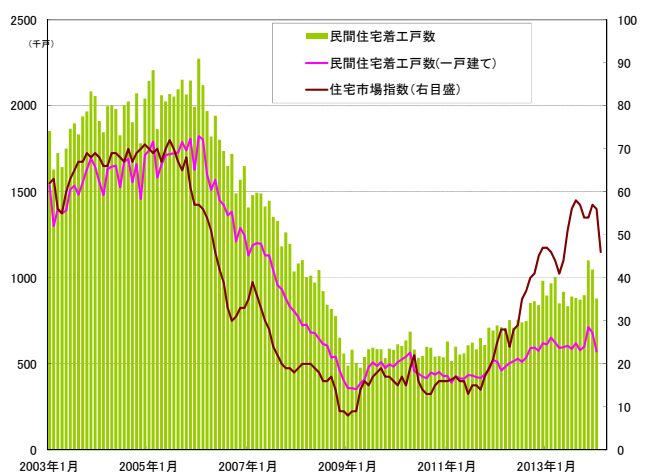
また、一戸建て住宅着工に半年程度先行するとされる住宅市場指数（Housing Market Index）では、12月には57となり、8年ぶりの高水準となった8月（58）に接近、本年1月も56と一進一退の動きを見せたが、2/18発表の2月指数は46と急落、昨年5月以来の低水準となった。同指数は住宅建設業者の信頼感指数であり、発表元のNAHB（全米住宅建設協会）によると、全米的な厳しい天候に加え、販売区画や労働力不足への懸念が背景となっている（図表6）。

住宅価格では25日に12月ケース・シラー20都市価格指数が発表される。11月は前月比0.9%（季節調整済）と22ヵ月連続の上昇を見せ、前年比では13.7%と2006年2月以来の上昇率となった。また、都市別の前月比、前年比とも20都市全てが上昇し、前年比の上位3都市の上昇率は20%を超えた。天候要因が大きいのが住宅指標であり、今後、12月以降の寒波の影響がどの程度となるかが注目されよう。

なお、住宅着工の現状水準は、2006年のピーク時（同227.3万戸）の4割弱に留まるなど回復水準は低く、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割強の回復に過ぎない。住宅価格もボトム（ピークから35%下落）後、現在（同20%下落）までに4割程度を回復したに留まる。住宅市場全体としては、これまでのピークに比して出遅れが大きく、その分回復余地を残しているとも言え、今後の回復に期するところは大きい。

また、新年に入ってから財政問題の不透明感が薄らぎ、FRBもゼロ金利政策を当面続ける意向を表明するなど金融市場は落ち着きを取り戻している。住宅市場は、歴史的には依然低い長期金利を背景に、人口増が続く米国では長期の住宅不況期に蓄積された需要（ペントアップデマンド）を抱えている。寒波の影響が通過後は、回復トレンドへの復帰が期待されよう。

（図表6）住宅市場指数と住宅着工の推移



（資料）米国商務省、NAHB、月別

3. 金融政策の動向～異例の緩和策が景気を後押しする構図は維持

(1) 希薄化するフォワード・ガイダンスへの対応に注目

F R Bは、金融危機を受けた“非伝統的金融政策”と呼ばれる異例の金融緩和策を実施しているが、現行実施中の緩和策は「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」となる。

2008年以降ゼロ金利(0-0.25%)に張り付いている政策金利は、「今後も失業率目標となる6.5%を下回るまでは据え置かれ、インフレ見通しがF R Bの目標である2%を0.5%以上上回らなければ、その後もかなりの期間据え置く」との意向を表明している。参加委員の見通しでは、2015年のインフレは1.7%~2.0%(中心レンジ)と見ており、おそらく2015年までは“異例の緩和策”が米景気を支えると思われる。

半面、インフレ見通しが2%の長期目標を下回って推移している点も気がかりとしており、この点12月F O M C以降「インフレ見通しが2%を下回っている間は失業率目標が6.5%を下回ってもかなりの期間ゼロ金利政策を維持することが適切となる可能性が強い」との文言を声明文に加えた。なお、ここでの「インフレ見通し」とは1~2年後のインフレを指し、これによって価格変動の大きいエネルギーや食品等の影響を回避できる。

しかし、既に6.6%に低下した失業率が6.5%を下回ると、金利据え置きの主条件が外れることとなり、フォワード・ガイダンスの意味が希薄化する恐れが出てくる。このため、失業率目標の引き下げは現実味があると思われたが、12月F O M Cでは、一度出したフォワード・ガイダンスの変更はF R Bの信頼性を損なうとの意見が出て据え置きとなった。1月F O M C議事録要旨を見ると、引き続き議論されたが数値基準の単純な変更には支持が集まらず、「失業率が目標値を下回った場合後の情報提供についてはガイダンスの変更が近いうちに適切となる、との見方で合意した」とされている。いずれにしても、変更の可能性は高まっている。

なお、インフレ見通しのF R Bの目標である2%への接近が注目されることとなる場合、実際の消費価格指数ではなくF R Bの価格見通しが対象となるだけに、失業率よりも目標としての不透明感が増すことは否めない。市場との対話を重視するイエレン議長の舵取りが注目されるが、初の采配となる次回F O M Cは3月18-19日に開催される。

(2) 簡単には止められないテーパリング

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を行っていたが、Q E 3では期限を決めずに毎月850億ドルの長期債購入を2012年12月に決定、その後、2013年を通して当該政策が維持されることとなった。

なお、声明文には「労働市場が十分に回復するまで続ける」と明記する一方、昨年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」との具体的な縮小シナリオを提示していた。その後、10月には政府閉鎖等の景気への影響等が警戒されたが、結局、昨年12月のF O M Cで、1月以降の債券購入額の100億ドル減額を決定、さらに1月F O M Cでも、2月以降の更なる100億ドルの減額を決定した。

F R Bでは今後のテーパリングはその時の経済情勢次第であらかじめ決められているわけで

はない、としているが、12月のFOMC後の記者会見でバーナンキ議長が、状況の改善が見通し通りに進行すれば、FOMC毎に小幅の減額が行われ、年内には収束するとの見方を示した。一方、雇用の改善については不十分とし、さらに12月の雇用増が縮小、また、新興国市場の混乱で米国株に変動が見られる中で開催された1月FOMCでも小幅減額の継続を決定したことからすると、米経済の回復見通しに変化を与えるなど、相当程度の下振れ圧力がかからない限り、今後も段階的な縮小が行われていくこととなりそうである。

(3) 助走に過ぎない市場の波乱～警戒すべきは流動性の巻き戻し

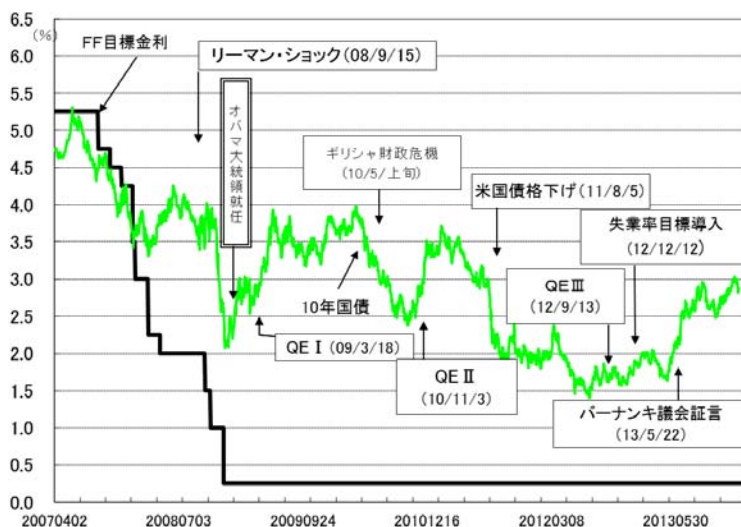
米経済が成長ステージを高めるに従い、金融政策も転機を迎える。上記のように、FRBは12月・1月のFOMCで長期債購入額を100億ドルずつ縮小（テーパリング）、今後もその時の経済状況次第としているものの、景気が概ね予想通りの回復を見ればFOMC毎に小幅縮小を決定、年内にも収束することが予想される。

一方、内外の金融市場はテーパリングを警戒し、1月FOMC前後には、アルゼンチンとトルコの通貨安を契機に先進国の金融市場に波及、一時は世界的な株安の様相も見せた。ただ、テーパリング自体は緩和策の縮小に過ぎず、FRBの長期債購入に伴う巨額な資金供給は持続、そうであれば新興国からの資金引き上げに緊急性はなく、かなり先を見越したリスク回避の動きと言えそうだ。

一方、足元では、米経済に寒波の影響で弱めの経済指標が続いたのに加え、昨年下半期に積み上げた在庫の調整等で景気が一服することが想定される。また、上記のリスク回避の動きも重なり10年国債金利は一時2%台半ばへと低下した。FRBは株安の動きを気にするものの、金利の低下自体はテーパリングを続け易くするだろう。

もっとも、金融政策変更の影響が大きいのは、緩和から引き締めへ転じる時だ。以前、FRBは出口戦略の第一歩は巨額の流動性の回収からとしていた。今後、失業率目標が6.5%を下回り、インフレ見通しが2%に乗せるといよいよ利上げが接近する。1月のFOMC議事録要旨では、少数ながらも「FF目標金利を比較的早期に引き上げることが適切となるかもしれない」との意見が注目を集めた。2015年は米経済が本格成長を取り戻す年となる可能性が強く、そうなれば金融政策も引き締めへ転じる可能性を強める。こうした引き締めへの警戒感に比べたら、小幅で段階的なテーパリングの影響は大きいわけではない。2014年は金融緩和策に支えられながら成長ステージを高める橋渡しの年と位置づけられそうだ。

(図表7) FRB政策金利と長期債金利の推移



4、オバマ大統領が一般教書演説

●低・中所得層の重視強めた一般教書

オバマ大統領は、1/28日夜、再選後二度目の一般教書演説を行った。従来からの主張である法人税改革、省エネルギー政策、貿易協定、アフガニスタン、等の経済・外交政策に言及したものの多くは内政問題が中心である。オバマ大統領が再選後に提案した多くが成案を見ず、また、大統領の支持率低下を踏まえ、内容的にはより現実的にしているが、その分小粒とも受け取れる。具体的には、新たな退職金制度の創設、移民制度改革、最低賃金の引き上げ、等を提案している。

同日、ホワイトハウスが発表した「一般教書に関するファクトシート」による要旨は以下の通り。主要なテーマを「すべての人に機会を！」とし、最重要課題が低・中間層の雇用・家計の安心の確保にあることに変わりはない。格差の是正と景気回復の加速に尽力し、主要な提案を以下の三つに絞った。これまでも取り上げられたものも多いが、新たに注目されるのは、大統領令による最低賃金の引上げ、退職に備えた貯蓄勘定の創設、等となる。なお、その後も「すべての人に機会を！」のテーマの元、一般教書で言及した諸提案のファクトシートの発表が続いている。

<一般教書に関するファクトシート：1/28>

「すべての人に機会を！」

第一は、中間層の雇用の確保

- ・フルタイム雇用者の世帯が困窮してはならないとして、最低賃金を現行の7.25ドルから10.1ドルへ引き上げる。まずは、大統領命令で連邦職員に適用する。
- ・退職に備え、貯蓄債券のような利息を免税する新たな貯蓄勘定“myRA”を創設する。

第二は、雇用と経済面での機会に関するもの

- ・10年来で初めて雇用が増加している製造業向けに四制度を新設。
- ・職業訓練プログラムの大幅な改定。
- ・多くのCEOと連携した長期失業者の救済。
- ・天然ガスの導入等で中・大型トラック燃料の効率化、地方政府と連携したエネルギーの効率化。

第三は、教育・学校の機会に関するもの

- ・15000校、2000万人の生徒に次世代ブロードバンドへの5年以内の接続を提供。
- ・実業界で必要とされるスキル習得へ高校を改変。
- ・高等教育への機会均等を促進。

5. CBO(議会予算局)が財政見通しを発表

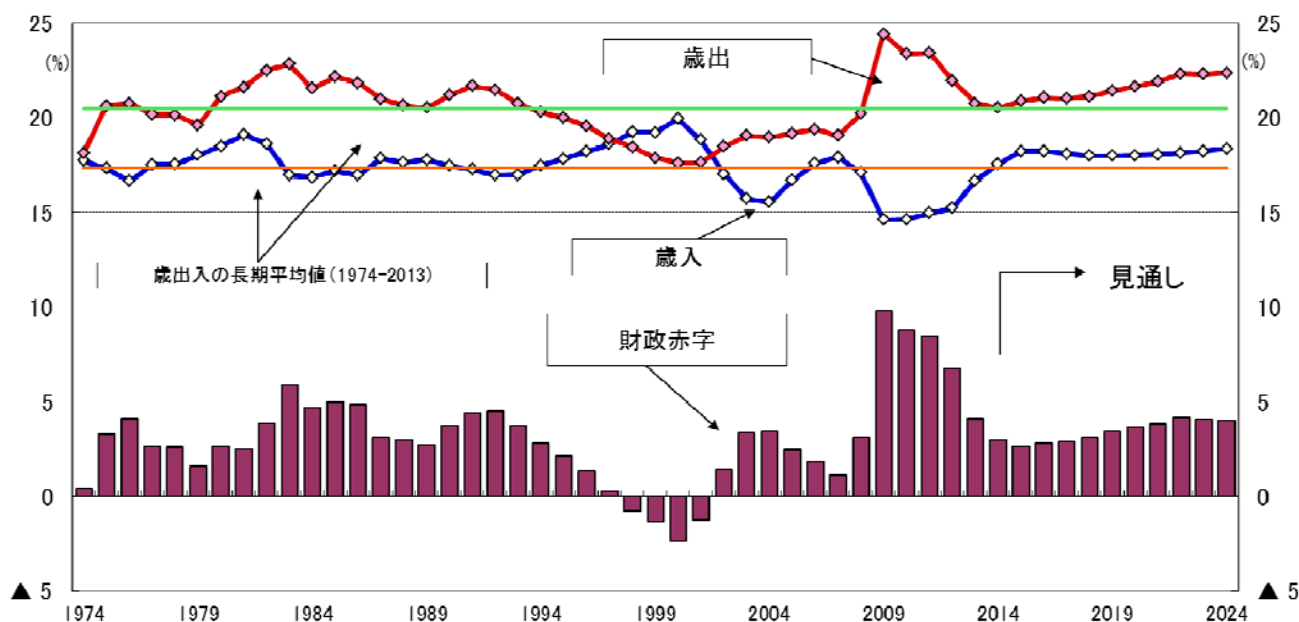
(1) 財政赤字見通しは、2014年度5140億ドル、2015年度4780億ドルと縮小

行政予算管理局(OMB)は2015年度の予算教書を3月4日に議会に提出すると発表した。14年度の予算成立が年明けずれ込んだことによる。通常なら2月上旬に提出されるが、昨年の「財政の崖」を巡る混乱のように、オバマ政権誕生後は、提出が後ずれするのが定例ともなっている。なお、2013年度(2012/10~)の予算教書が議会に提出されたのは2/13、2014年度(2013/10~)は4/10にずれ込んでいる。

予算教書の発表が遅れる中、CBO(議会予算局)は、2/4、向こう10年間の財政見通しを発表した。CBOの見通しは、政権の主張を織り込んだ予算教書と異なり、現行法を前提に作成される。オバマ政権の財政関連法案がそのまま議決されることが稀であることを考慮すれば、CBOの予算見通しの方が実態に近いとも言えそうだ。

CBOの財政見通しによると、2014年度の財政赤字は5140億ドルと前年度の6800億ドルから縮小、失業率の低下等経済環境の改善とフレディマック・ファニーメイ等からの返済金が寄与する。2015年度の歳入は前年度比9.1%、歳出は同6.8%を見込み、この結果、財政赤字額は4780億ドルへと縮小を見せるが、その後は緩やかに増加を続け、2022年度には1兆310億ドルと再び1兆ドルに乗せる(図表8)。

(図表8) 歳出入と財政赤字の見通し(対名目GDP比、%)



(出所) CBO

GDP比の財政赤字は2009年度に9.8%に達したが、2013年度4.1%、2014年度3.0%、2015年度2.6%へと縮小する。ただ、向こう10年間の見通しでは、歳入がGDP比で1%増加する一方、歳出は2%の増加を見せるなど歳出が歳入を上回る状況が続き、財政赤字は増加傾向を辿る。対名目GDP比の財政赤字は、2015年度をボトムに上昇、2022年度には4.2%に達する見込みである。

歳出増の背景には、ベビーブーマーのリタイアの進行による社会保障等の拡大が挙げられる。また、累積財政赤字の増加に伴い民間保有債務が拡大、対GDP比では2014年の73.6%から2019

年の73.3%までは安定的な推移を見せた後、2024年は79.2%に達する。なお、赤字の累積と長期金利の5%への上昇により、歳出中の利払い費の構成比は14.7%(2024年度)へと上昇する。このため利払い費は、2014年度の対GDP比1.3%から2024年度には同3.3%と2.5倍に拡大する。一方、利払い費を除いた財政赤字は2014年度2810億ドルに縮小後、2024年度までこれを上回ることはない(図表9)。

(図表9) CBOの財政見通し(10億ドル、%)

(年度)	2013 (実績)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2015-2019 (計)	2015-2024 (計)	
歳入	2,774	3,029	3,305	3,481	3,631	3,770	3,932	4,104	4,288	4,490	4,702	4,926	18,120	40,630	
歳出	3,454	3,543	3,783	4,020	4,212	4,425	4,684	4,939	5,200	5,522	5,749	6,000	21,124	48,534	
財政赤字	-680	-514	-478	-539	-581	-655	-752	-836	-912	-1,031	-1,047	-1,074	-3,005	-7,904	
うち純利払い費	221	233	268	326	404	493	569	635	694	755	819	880	2,059	5,842	
Primary Deficit ^a	-459	-281	-210	-213	-177	-161	-184	-201	-218	-276	-228	-194	-945	-2,061	
≪名目GDP比での歳入・歳出の内訳等≫													(平均)	(平均)	
歳入															
所得税	7.9	8.0	8.5	8.6	8.7	8.8	8.9	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	8.7	9.0	
社会保障税	5.7	6.0	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	
法人税	1.6	2.0	2.2	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	2.2	2.0	
その他	1.4	1.5	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
合計	16.7	17.5	18.2	18.2	18.1	18.0	18.0	18.0	18.1	18.1	18.2	18.4	18.1	18.1	
歳出															
義務的歳出	12.2	12.3	12.8	13.1	13.0	13.0	13.2	13.3	13.5	13.9	13.9	13.9	13.0	13.4	
裁量的歳出	7.2	6.9	6.6	6.2	6.0	5.8	5.7	5.6	5.4	5.4	5.3	5.2	6.0	5.6	
純利払い費	1.3	1.3	1.5	1.7	2.0	2.4	2.6	2.8	2.9	3.1	3.2	3.3	2.1	2.6	
合計	20.8	20.5	20.9	21.1	21.0	21.1	21.4	21.7	21.9	22.3	22.3	22.4	21.1	21.7	
財政赤字	-4.1	-3.0	-2.6	-2.8	-2.9	-3.1	-3.4	-3.7	-3.8	-4.2	-4.1	-4.0	-3.0	-3.5	
Primary Deficit ^a	-2.8	-1.6	-1.2	-1.1	-0.9	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-1.1	-0.9	-0.7	-0.9	-0.9	
民間保有債務	72.1	73.6	73.2	72.6	72.3	72.6	73.3	74.2	75.3	76.8	78.0	79.2	n.a.	n.a.	

(出所) CBO

(2) 経済見通しでは、2015~16年の成長率ピークと長期的な物価安定を想定

CBOの財政見通しの前提となる経済見通しでは、2014年(以下暦年)の実質GDPを3.1%とし、その後2015年~2016年をそれぞれ3.4%の成長と想定、その後は2021年の2.1%まで緩やかな成長率の低下が続くと見込んでいる(図表10)。昨年のGDP見通しでは2015年4.1%、2016年4.4%と今年よりも高く設定しており、CBOでは実質GDPの下方修正が向こう10年間で1.4兆ドルの歳入減(昨年5月修正見通し比)に繋がったとしている。

この間の消費者物価は1%台の推移が続き、2018年に漸くFRBの長期目標である2.0%へと上昇、その後も2024年まで横ばいとし安定的な推移を見込む。一方、失業率は2015年にFRBの目標とされる6.5%となり、2016年は年平均6.1%へと低下する。なお、10年国債金利(平均)は緩やかに上昇を続けて2018年に5.0%に達し、その後横ばいに推移する。見通し全般では、実質GDPを始め、昨年以上に緩やかな推移を見込んでいる。

財政面との関連では、成長率が高め推移すれば税収増となるなど歳入面に影響が大きく、また、

失業率低下の遅れや CPI の上昇は社会保障費の増加に、金利上昇は利払い費の増加に繋がる。全般的に緩やかな成長回復、持続的な物価安定と失業率の低下を想定しているが、予想外の事態が生じた場合は、財政赤字の上振れもあり得よう。

(図表 10) CBO の経済見通し (暦年、%)

		2012 (実績)	2013 (見込)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
実質GDP	前年比	2.0	2.1	3.1	3.4	3.4	2.7	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
個人消費価格指数	前年比	1.7	0.9	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
同、コア指数	前年比	1.7	1.1	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
失業率	年平均	8.1	7.4	6.8	6.5	6.1	5.9	5.8	5.7	5.7	5.6	5.6	5.5	5.5
10年国債金利	年平均	1.8	2.4	3.1	3.7	4.3	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0

(出所)CBO、GDP・価格指数は4Qの前年比

(3) 議論呼ぶ“オバマケアの労働市場への影響”

CBOの財政見通しでは、オバマケア（医療保険制度改革法）の雇用市場への影響に一章を割り、その内容が注目されている。オバマケアの影響は多岐に渡るが、中でも健康保険給付金を受け取る人が、追加の雇用所得を得た場合に給付金が減じられるケースでは、雇用所得に“暗黙の追加の税金”が課せられたと受け取られる。また、雇い主は、新コスト抑制に向け今後数年間の新規雇用を抑えかねないとし、CBOはこうした観点から雇用に与える影響を分析している。

それによると、最大の影響はオバマケアがフルに実施され、景気も拡大を見せる2016年以降に生じる。この時期（2017～2024年）はオバマケアの影響により、総労働時間が1.5%から2.0%減じられるが、主に低所得層の雇用が減じられるため、雇用所得全体では約1%の減少と見積もっている。こうした状況は予測期間の2024年を過ぎても続いていくとしている。

また、これらの労働時間の減少分をフルタイム雇用者数で換算すると、2017年で約200万人、2024年では約250万人となる。この分析では、雇用時間を減じる人と退職する人を区分できないとしながらも、オバマケアによる雇用減は、企業サイドの需要減や求職者が職を見つけられないなど様々な理由以上に労働参加率低下の主要な理由となり得る、との可能性を指摘している。

結局、オバマケアでは、低所得層に健康保険という高額出費を補助し、相当数の加入を促すこととなる一方、所得増への付加的な税率の引き上げが労働意欲を減じる。ただし、こうした仕組みを取らなければ、給付金のために使われる税金はさらに拡大するとしている。議会の非党派機関であるCBOの分析結果は、オバマケアを争点に中間選挙の勝利を目指す共和党を含め、議論を引き起こしている。

(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。