

米国経済の見通し

～テーパリング開始後も、金融緩和策が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
doihara@nli-research.co.jp

1——米国経済の見通し（概況）

1 | リセッション前の水準を下回る住宅と雇用

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ている状況が窺える。堅調な米経済を牽引しているのは雇用や住宅市場、自動車等の回復である。だが、こうした部門は金融危機時に落ち込みが大きかったため、リセッション前との水準比較では、自動車販売が漸くその水準を回復したのを除くと、住宅、雇用等では未だに当時の水準を大きく下回っている。

そのため、住宅価格や雇用の影響が大きい個人消費では本格回復が遅れている。自動車販売が好調なため、個人消費が堅調に見える側面もあるが、自動車を除くと個人消費はそれほど強くはない。最近の小売売上高を前年比で見ると、自動車販売除きの伸びが継続的に全体の伸びを下回る推移が続いている。また、クリスマスセールでも、出だしの週末の売上げが前年割れとなり、結局、予想には届かず、個人消費が力不足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くは本格的な景気回復は望めない。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には、こうした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。

2 | 金融政策～1月よりテーパリング開始を決定

F R Bはこうした状況に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、および資産購入策（QE3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。だが、昨年12月までに発表された過去4ヵ月の月平均雇用者増が堅調の目安とされる20万人を上回ったこと等から、12月FOMCでは、毎月850億ドルの長期債購入額を1月から100億ドル縮小する（いわゆるテーパリング）ことを決定している。

この点では、昨年中に財政問題が決着、年明け後の“政府の再開鎖”が回避されたことも影響が大きかったと思われる。ただ、現状のように物価が低位で安定している間はF R Bが緩和縮小を急ぐ理由

は大きくない。12月FOMCの声明文では、今後、失業率が6.5%を割り込んでも、インフレ見通しが2%を下回る間はゼロ金利政策等の異例の金融緩和策を続ける可能性が強いと表明している。

なお、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、昨年初の「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には抑制的に作用し、その分、金融政策への負担を重くしていた。FRBは、2013年の米経済が回復基調を維持したことから、「財政の崖」対策として拡大した量的緩和策の縮小に踏み切った形である。

7-9月期実質GDP（確報値）は4.1%（前期比年率：以下も同じ）と急伸した。前4-6月期の2.5%から急上昇し、2011年10-12月期(4.9%)以来ほぼ2年ぶりの高い伸びとなる。ただ、FRBは異例の金融緩和策を持続する意向であり、今後も緩和策が住宅市場の回復を促し、株価や住宅価格の上昇が資産効果を高め、米経済が回復歩調を高めて行く構図は維持されるだろう。特に住宅市場では、金融緩和策による低金利に加え、長期にわたる不況期に蓄積されたペントアップデマンドの存在があり、今後も景気を牽引することが期待されている。なお、7-9月期GDP実績値の大幅な上方修正や、10-12月期の経済指標の改善(特に11月貿易赤字の縮小)等で、10-12月期も堅調な成長持続が見込まれる。2014年の年間成長率は2.7%、2015年は3.0%と予測されよう。

図表1 米国経済の見通し(2014年1月)

		2012年	2013年	2014年	2015年	2013年				2014年				2015年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	2.8	1.9	2.7	3.0	1.1	2.5	4.1	2.8	2.3	2.5	2.7	3.0	3.1	3.2	3.3	3.1
FFレート誘導目標	期末、上限、%	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	3.2	3.6	1.9	2.0	2.7	2.7	3.0	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

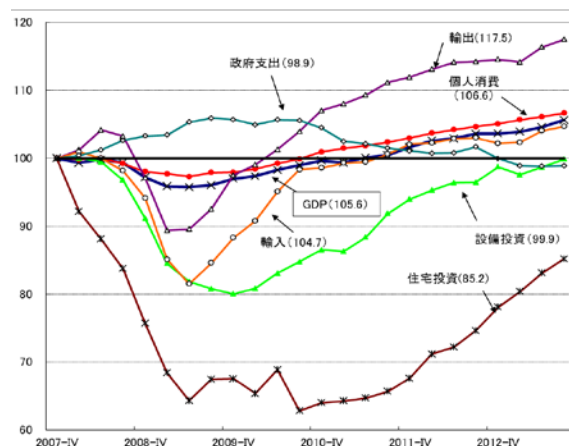
2—見通しのポイント～住宅・雇用の回復水準引き上げに注目

1 | 急回復でも回復水準低い住宅投資

7-9月期実質GDPが4.1%（前期比年率：以下も同じ）とほぼ2年ぶりの高い伸びをみせ、住宅投資は10.3%と過去5四半期に渡り二桁の伸びを保ったが、回復水準は依然低い。

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とすると、GDPは2011年4-6月期に100を回復、直近では105.6に回復した。半面、住宅投資の回復の遅れは顕著で、現状の水準は85.2と他の主要項目に大きく遅れている。最近の急回復ではGDPの伸び率引き上げに貢献しているが、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。

図表2 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

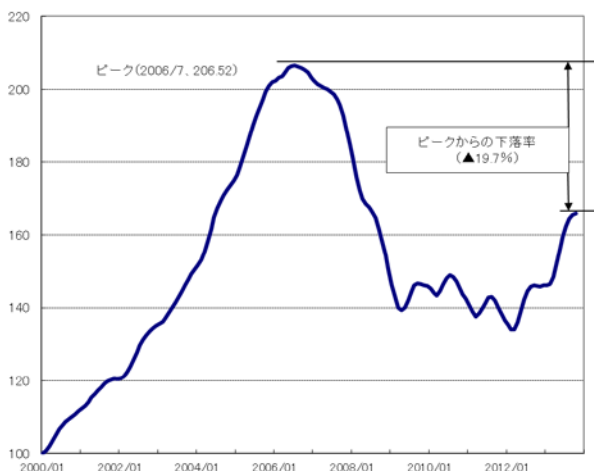
●住宅価格の回復は四合目～住宅資産の目減りは、依然個人消費に影響

回復が顕著な住宅関連指標であるが、ピーク比では、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、住宅価格はピークから35%下落後、現在は同20%と4割程度を回復したに留まる(図表3)。

その分、今後の回復余地は大きい。人口増が続く米国では、バブルとされる住宅価格は別として、住宅市場の拡大が続いている。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、現在の住宅投資の好調を支えている。

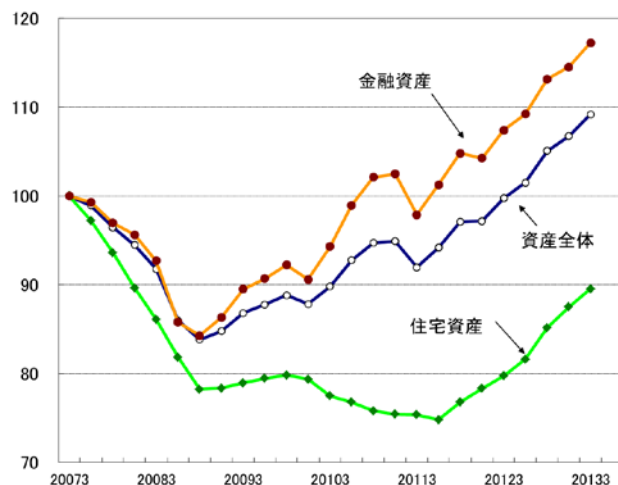
一方、住宅価格回復の遅れは資産効果を通じて消費に影響している。家計資産全体の増減を見ると、ピークの2007年3Qからボトムの2009年1Qまでに16%減少、株式の下落が52%減と大きかったことが影響した。しかし、その後は株式を含めた金融資産の戻りが大きく、金融資産は2011年1Qにピーク水準を回復した。ただ、住宅価格の下落が続いたため、家計資産全体でピーク水準を回復したのは2012年4Qになってからである。現在(2013年3Q)でも、家計資産全体がピーク(2007年3Q)を9%上回る中、金融資産は同17%増、住宅資産は同10%減と金融資産主導の回復が続く。もっとも、株式は富裕層の所有比率が大きいため、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少なくないと思われる(図表4)。

図表3 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4 家計資産の変化



(資料)FRB、注:四半期別、2007/3Q=100

2 | 堅調推移の雇用が12月に下振れ～回復水準は依然不十分

堅調な増加を見せていた雇用であるが、12月非農業事業部門の雇用者増は前月比7.4万人と前月(同24.1万人)とから大幅に縮小、市場予想(同19.7万人)を大きく下回った。ただ、11月分は24.1万人増へと3.8万人の上方修正が行われた(図表5)。

12月発表表により、2013年年間の月平均は18.2万人と前年(18.3万人)を若干下回った。2012年12月開始の量的緩和拡大策は「財政の崖」による失速を下支えする一方、雇用の加速には至らなかった。ただ、12月の雇用不振には天候要因が大きく、雇用の回復基調は続いていると思われる。

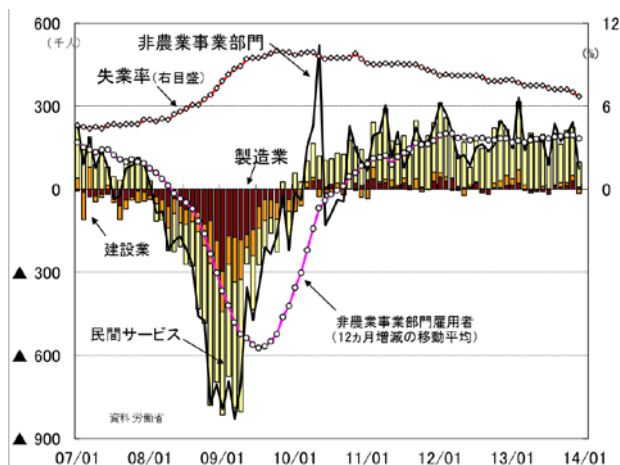
一方、失業率は6.7%に低下（11月は7.0%）、2008年10月(6.5%)以来約5年ぶりの低水準と急な改善ながら、雇用市場からの撤退者が雇用増より多く、労働参加率が低下するなど雇用回復を示すものとは言えない。ただ、FRBの失業率目標（6.5%）に接近しており、今後の対応が注目される。

●不十分な雇用の回復水準～可処分所得伸び悩みの背景

11月までの雇用増は堅調の目安とされる20万人前後で推移していたが、金融危機時の落ち込みが大きいと、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様の状況にある。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、リセッション前の水準回復には100万人超を残し、月20万人前後の雇用増が続いてもあと半年程度を要する（図表5・6）。

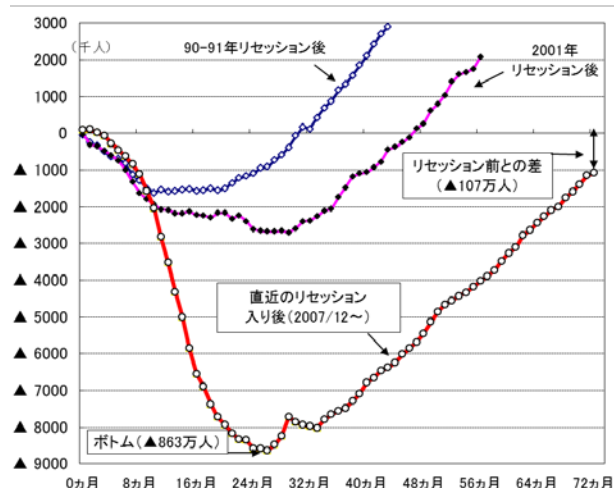
さらに、米国では移民の受け入れを含め1%弱の人口増が続いている。労働対象者の6割強が雇用市場に参入するのであれば、毎月13万人程度の雇用増が必要となる。今後、リセッション前の雇用水準を回復しても、こうした新規の参入を考慮すると、雇用回復にはほど遠い状況と言える。失業率で比較すると、リセッション直前の4.7%（2007年11月）に対し、現在6.7%は遥かに高水準にあり、物価の安定と雇用の最大化を目標とするFRBの異例の緩和策持続の根拠ともなっている。

図表5 雇用者増減の内訳と失業率（前月比、%）



（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、横軸は各リセッション入り月後の経過月数

3 | 回復力に欠ける個人消費～可処分所得の回復待ち

GDPの7割を占める個人消費は様々な要因の影響を受ける。中でも、住宅市場の回復の遅れは、住宅関連消費や資産効果を通じて消費を抑制し、雇用回復の遅れは個人所得の伸びを弱める。さらに、2013年初の「財政の崖」では、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。個人消費の伸びは依然低いものの、今後の住宅市場や雇用の回復が進展することによって次第に上昇傾向を強めていくものと思われる。

●活況とは言えないクリスマスセール

NRF（全米小売連盟）の発表した昨年のクリスマスセールの売り上げ(11～12月合算)は前年比3.8%と予想(3.9%)を若干下回ったが、年末・年始に「財政の崖」を控えていた2012年の実績(3.5%)や過去10年の平均伸び率3.3%は上回った。昨年は10月に政府閉鎖があったものの、クリスマスセールへの影響は大きくはなかったようだ。

ただ、昨年は感謝祭(11月第4木曜日)が遅かったこともあり、早めの商戦が活発化したほか、NRF発表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。こうした低調な売上げが後半の大幅なディスカウントを促し、結局、売上げを確保する一方、利益面での圧迫が懸念されている。

● 好調な自動車販売が消費の伸びを押し上げ

12月の小売売上高は前月比0.2%(11月同0.4%)と市場予想(同0.1%)を上回ったものの、連月で伸びを縮めた。ただ、自動車販売が同▲1.8%と11月の急伸(同1.9%)の反動を見せたことが大きく影響しており、自動車販売を除いた小売売上高は同0.7%(11月同0.1%)と好調だった。

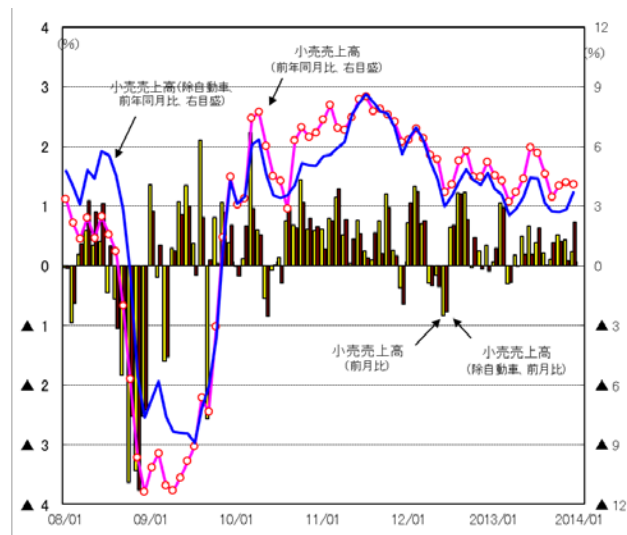
もともと、11月までは好調な自動車が小売売上高を牽引していた。12月も前年比では4.1%(11月同4.2%)、自動車除きでは3.7%(11月同2.8%)となった。自動車は前年比5.9%と前月(同10.4%)から大きく低下したが、2010年9月以降5%を下回ったことはなく、小売売上高を押し上げてきた。このため、前年比の小売売上高伸びは自動車除きの伸びを上回る状況が続いている(図表7)。

一方、自動車販売を台数ベースで見ると、12月は1540万台(オートデータ社、年率換算、以下同じ)と11月(同1641万台)の急伸後、一般の動きを見せた。11月は、2007年2月(1656万台)以来6年半ぶりの高水準だった。

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、その後時間を要したものの、最近では急な回復を見せるなど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好調持続の背景と言えよう。

また、可処分所得の低迷で個人消費が伸び悩む中、自動車購入はローン利用が多い点も他の消費財の動きとは異なる。ただ、自動車販売の回復は消費意欲回復の証左でもあり、今後、雇用の改善が続けば所得も伸び、個人消費は次第に回復傾向を強めていくと思われる。

図表7 小売売上高の推移(月別)



(資料) 米商務省

4 | 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策を実施している。現行緩和策は「資産購入策：いわゆる量的緩和策（QE）」と「ゼロ金利政策及びそのフォワード・ガイダンス」である。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、その後もかなりの期間、据え置く意向を表明している。おそらく2015年までは、“異例の緩和策”が米景気を支えることとなりそうであるが、半面、その間は健全な状態に回復したとは言えない。

QE政策では、QE 1～QE 2では期限を区切った債券購入を行う一方、QE 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月に決定した。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が、昨年6月FOMC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、結局、昨年12月のFOMCで、1月以降の債券購入額の100億ドル減額を決定した。

なお、F R Bが今年に入って公表した12月FOMC議事録要旨によると、債券購入では、「経済への効果が低下しつつあるとの認識や金融安定へのリスクが生じる恐れがある」との懸念が表明されている。またテーパリングについては、「景気回復に対する懸念は払拭されていないものの、雇用市場の回復が持続すると見て縮小に踏み切った」ことが明らかとなった。今後も、景気に特段の下振れ要因がなければ、時間をかけた小幅で段階的な縮小が見込まれよう。

そのほか、労働参加率の低下など、雇用回復への懸念が残っていることも指摘された。また、インフレ水準が低く、低下が続いていることも懸念材料に挙げられており、引き続きこの問題への注目度が高いことが示された。この点では、「労働市場とインフレ低下問題への懸念を理由に、資産買い入れを現行ペースで続けるべき」との意見も数名あり、投票結果（9対1）以上に、テーパリング開始への慎重意見が多かったことを示している。

なお、テーパリング開始に際しては、「今後の利上げに繋がるものではないこと、さらなる削減にも慎重であるべき」との意見が多く見られた。そのため、「インフレ見通しが2%を下回り続けるうちは失業率目標が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可能性が強い」との文言を声明文に織り込むこととなった。

当面の金融政策では、購入額は縮小されるものの購入自体は持続し、資産購入終了後もゼロ金利政策を維持することによって景気を支えることとなりそうである。

図表8 F R B政策金利と長期債金利の推移

