

米国経済情報 2013 年 5 月号

Summary

【内 容】

1. 経済見通し

- (1) 1～3 月期は潜在ペースを確保
- (2) 4～6 月期には財政の逆風が強まる
- (3) 7～9 月期から再加速へ

2. 経済動向分析

- (1) 雇用に対する過度の悲観は修正
- (2) 消費はサービスを中心に高い伸び
- (3) エネルギー価格低下が消費を下支え
- (4) 設備投資は大きく減速
- (5) 住宅投資の回復は続く
- (6) 非農業在庫投資は低位継続
- (7) 政府支出の減少が続く
- (8) 輸出は低調の一方、輸入が伸びる
- (9) ディスインフレのリスク

3. 金融政策

- (1) 景気部分でマイナス要因を強調
- (2) 資産買入の加速と減速を併記
- (3) 資産買入の行方

4. トピックス

ダイナミックに改善する財政状況

伊藤忠経済研究所

所長

三輪裕範

(03-3497-3675)

miwa-y

@itochu.co.jp

主任研究員

丸山義正

(03-3497-6284)

maruyama-yo

@itochu.co.jp

【経済見通し】

1～3 月期の米国経済は、個人消費を中心とした民間最終需要の拡大により前期比年率 2.5% 成長に加速した。1～3 月期の成長率は二次推計値において 2.7% へ上方修正される見込みである。

自動歳出削減が 3 月 1 日から開始されたこともあって、財政面からの逆風が再び強まるため、4～6 月期の米国経済は成長ペースの低下が避けられない。既に、企業部門では実体指標とマインドがともに明確に悪化している。ただ、エネルギー価格の下落が実質可処分所得を押し上げることもあり、個人消費など家計部門の減速は軽微なものにとどまると考えられる。そのため、米国経済は失速に至らず、年率 1% 半ば程度への減速にとどまる見込みである。

7～9 月期以降は財政問題による下押しが薄れることもあり、米国経済は再加速へ向かい、成長率が潜在成長ペース程度まで高まると見込まれる。年前半の低迷が響き、2013 は 1.9% 成長にとどまるが、2014 年には 2.4% へ成長率が高まると予想する。

【金融政策見通し】

Fed は、3 月の FOMC 議事要旨において示したタカ派寄りのスタンスを示したが、5 月は資産買入のペースについて加速と減速がともに選択肢となることを明記し、中立スタンスへ再修正した。雇用者数の増加幅が 5 月に再び 20 万人を上回るなど、雇用情勢が加速すれば、資産買入の縮小が早いタイミングで行われる可能性は残る。しかし、ディスインフレが期待インフレ率の低下を招き、デフレリスクが再燃する可能性が意識される点などを踏まえれば、Fed が出口に急ぐ可能性は低い。当社では、2013 年 10～12 月期から資産買入の減額が開始され、2014 年前半に資産買入は終了するとの従来シナリオを維持する。

【財政動向】

連邦政府の歳入が大幅に増加している。そうした歳入の上振れや住宅市場の回復に伴う歳出減少を受け、CBO は将来の財政収支見通しを大幅に上方修正した。新しい見通しでは、2015 年度に財政赤字が名目 GDP 比の 2.1% まで縮小する。米国の財政の先行きに関する懸念は大幅に後退している。

1. 経済見通し

(1) 1～3 月期は潜在ペースを確保

商務省が公表した 2013 年 1～3 月期の実質GDP成長率の一次推計値は前期比年率 2.5%となり、昨年 10～12 月期の 0.4%から明確に加速した。経済全体として潜在成長率と考えられる 2%台半ばの伸びを確保し、民間最終需要に限って見れば、10～12 月期 3.3%、1～3 月期 3.1%と 2 四半期連続で 3%台という高めの伸びを記録してもいる。米国経済は昨年半ばに減速した後、年末から 2013 年 1～3 月期にかけて、復調したと評価できるだろう¹。

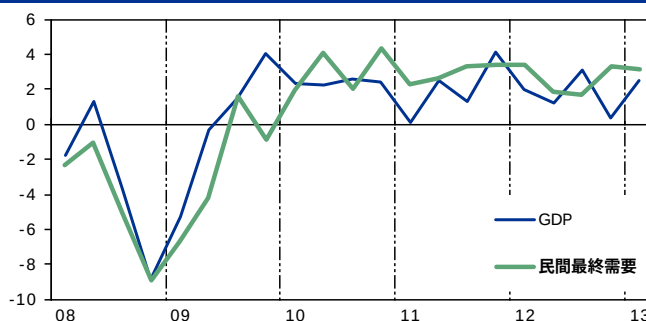
米国の成長率は一次推計値の段階では最終月のデータが未公表なものも多く、商務省が 3 月計数を仮定し試算している。また、その後修正されるデータも多いため、5 月 30 日に公表される二次推計値では改訂が避けられない。

まず、4 月小売業売上高の公表に際し、1～3 月期のコア売上高（除く自動車、建設資材、ガソリンスタンド）が前期比年率 3.1%から 4.0%へ上方改訂されている。これは 1～3 月期の個人消費の伸びを前期比年率 3.2%から 3.4%へ 0.2%Pt程度押し上げる効果を有すると考えられる。3 月貿易統計では輸出入ともにGDP1 次推計時点の商務省想定より下振れしたが、輸入の下振れが顕著なため、純輸出のGDP成長率寄与度は▲0.5%Ptから▲0.2%Ptへ上方修正が予想される。3 月建設支出に基づく、設備投資に含まれる構築物投資は前期比年率▲0.2%から▲2.6%へ下方修正されるものの、住宅投資は 12.6%から 13.1%へ上方修正される。最後に、在庫投資は流通在庫の下振れにより成長率に対する寄与度が 0.2%Pt程度低下する見込みである。以上を合算すると、主として個人消費と外需の上方修正が寄与し、1～3 月期の実質GDP成長率は 1 次推計値の前期比年率 2.5%から 0.2%Pt程度上方修正され、2.7%になると予想される²。

(2) 4～6 月期には財政の逆風が強まる

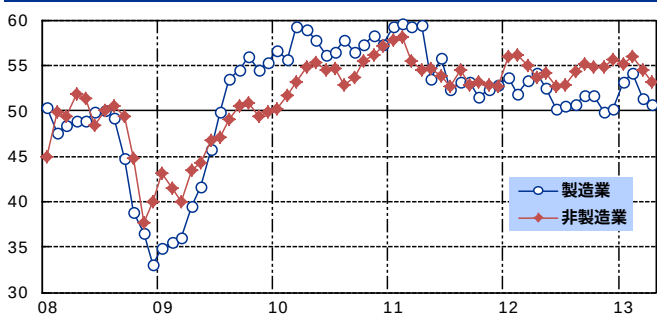
4～6 月期に、米国経済は、財政面から再び逆風に見舞われる。3 月 1 日から開始された自動歳出削減が、本格的に牙を剥くためである。その影響は、既に企業部門のデータに色濃く現れている。企業景況感を示すISM指数は製造業が3 月前月差▲2.9%Pt、4 月▲0.6%Pt、非製造業も 3 月▲1.6%Pt、4 月▲1.3%Ptと共に 2 ヶ月連続で大幅に低下した³。また、実体データを見ても、直接

実質GDP成長率の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

ISM調査の企業景況感（中立=50）



(出所) Institute for Supply Management

¹ 1～3 月期の詳細な評価については、4 月 30 日付 Economic Monitor 「米国経済は復調も、4～6 月期には財政の逆風が強まる」も参照されたい。

² 本稿通りの修正であれば、当社の一次推計値予想 2.8%と、二次推計値はほぼ一致する。

³ 地区別指数に基づく 5 月も悪化が続く可能性が高い。

影響を受けた公的建設支出が3月に前月比▲4.1%と大幅に減少したのみならず、耐久財受注や製造業生産なども3月以降に勢いを秋からに失っている。

財政支出削減を踏まえ、企業が自己防衛のために、自らも支出行動を抑制していると推察できる。雇用や小売などの家計データの減速が軽度にとどまっているため、米国経済が失速する事態には陥らないものの、一定の減速は不可避である。また、海外経済の低調推移に伴う輸出の伸び悩みも足を引っ張る。当社では、4～6月期の米国経済について前期比年率1%台半ばへの減速を予想している。

(3)7～9月期から再加速へ

7～9月期以降は、財政面からの逆風が弱まる。加えて、家計の過剰債務問題の緩和や住宅市場の回復、シェール革命等により進んでいるエネルギーコスト削減など、米国経済の足腰強化が

徐々に力を発揮することから、米国経済の成長ペースは再加速し、潜在成長ペース程度に高まると見込まれる。暦年ベースの成長率は2013年1.9%、2014年2.4%と予想している（従来から据え置き）。

需給ギャップの縮小を受けて、失業率は2012年平均8.1%が、2013年は7.5%、2014年は7.2%へ低下すると見込まれる。2013年4月時点で既に失業率は7.5%まで低下しているが、労働市場への再参入が多少なりとも進み、今後は低下ペースが鈍ると考えられる。なお、Fedが超低金利解除を検討する目安に挙げている6.5%に失業率が到達するのは2015年後半と想定している。

現在、低下基調を辿っているインフレ率は2013年半ばに下げ止まるものの、2013年中は低位での推移が継続すると考えられる。インフレ期待が安定しているため、デysinフレがデフレへ転じるリスクは限定的と判断される。2014年にはインフレ率が上昇へ向かい、FOMCがGoalに掲げる2%へ徐々に接近すると見込まれる。

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想
実質GDP	2.4	1.8	2.2	1.9	2.4
個人消費	1.8	2.5	1.9	2.2	2.3
住宅投資	▲3.7	▲1.4	12.1	13.1	9.4
設備投資	0.7	8.6	8.0	5.5	7.2
在庫投資(寄与度)	(1.5)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
政府支出	0.6	▲3.1	▲1.7	▲3.2	▲3.2
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.2)
輸出	11.1	6.7	3.4	2.6	6.3
輸入	12.5	4.8	2.4	1.9	3.9
名目GDP	3.8	4.0	4.0	3.4	3.9
失業率	9.6	8.9	8.1	7.5	7.2
(Q4)	9.5	8.7	7.8	7.4	7.0
雇用者数(月変化、千人)	85	175	183	196	228
経常収支(10億ドル)	▲442	▲466	▲475	▲431	▲385
(名目GDP比, %)	▲3.0	▲3.1	▲3.0	▲2.7	▲2.3
貯蓄率(%)	5.1	4.2	3.9	2.6	2.5
PCEデフレーター	1.9	2.4	1.8	1.3	1.7
コアPCEデフレーター	1.5	1.4	1.7	1.2	1.7
(Q4/Q4)	1.2	1.7	1.5	1.3	1.8
消費者物価	1.6	3.1	2.1	1.6	1.7
コア消費者物価	1.0	1.7	2.1	1.7	1.7

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

2. 経済動向分析

(1) 雇用に対する過度の悲観は修正

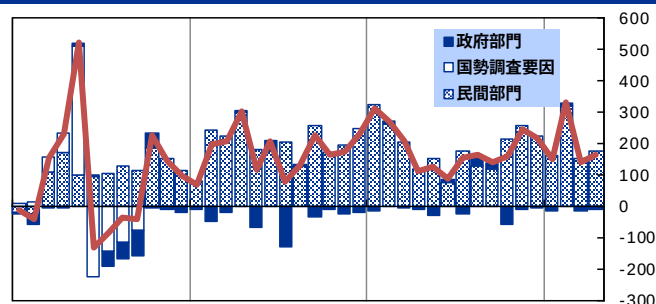
4月の非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll Employment）は前月差+16.5万人の増加だった。市場予想の15万人に概ね沿う結果である。ただ、2月が26.8万人から33.2万人へ、3月も8.8万人から13.8万人へ合計で11.4万人も上方修正されている。こうした遡及修正や最近の低調な指標（ADP調査やISM指数）により雇用統計に対しても下振れが意識されていた点を勘案すれば、ポジティブ・サプライズと言える。3月の10万人を下回る雇用統計により高まった景気減速懸念は、4月データにより緩和された。

NFPの内訳を見ると、歳出削減の観点から注目される政府部門は3月前月差▲1.6万人（▲0.7万人から下方修正）、4月▲1.1万人と2ヶ月連続で減少、2012年の月当たり▲0.4万人や2013年1～3月期の▲0.6万人から減少ペースが加速している。但し、郵便部門を除いたベースで見ると、連邦政府は3月▲0.5万人、4月▲0.5万人、地方政府は3月0.0万人、4月▲0.3万人と小幅減少にとどまる。3月1日からの自動歳出削減は、4月から一時帰休や雇用抑制として反映されているはずだが、足元のデータからは、はっきりした動きを確認できない。

寧ろ歳出削減の影響が現れているのは、民間部門である。

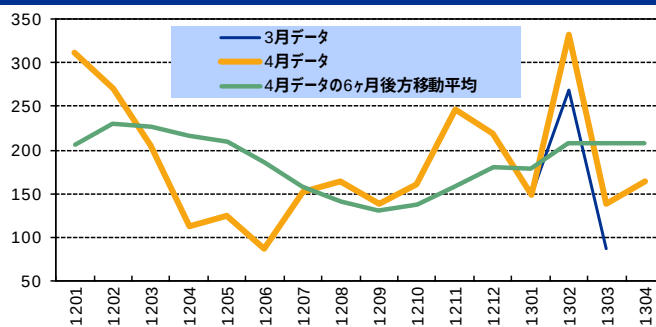
民間部門の雇用者数は2月前月差31.9万人が3月は15.4万人へ減速したが、4月は17.6万人へ再加速した。但し、財生産部門は4月に▲0.9万人（3月1.3万人）と7ヶ月ぶりの減少へ転じている。鉱業が▲0.3万人（3月0.0万人）、建設業▲0.6万人（3月1.3万人）、製造業0.0万人（3月0.2万人）と軒並み低調だった。建設業の内訳を見ると、住宅市場の回復を映じて住宅関連の雇用は寧ろ増勢が加速しているが（3月1.1万人、4月1.3万人）、非住宅建設や土木関連の雇用が落ち込んでいる。こうした建設業の雇用減少には、公共工事の削減に加え、歳出削減を踏まえての企業の投資抑制行動が影響していると考えられる。な

非農業部門雇用者数の推移（前月差、千人）



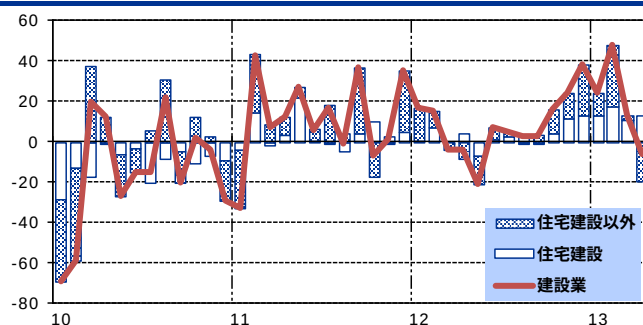
(出所) CEIC

非農業部門雇用者数の前月差（千人）



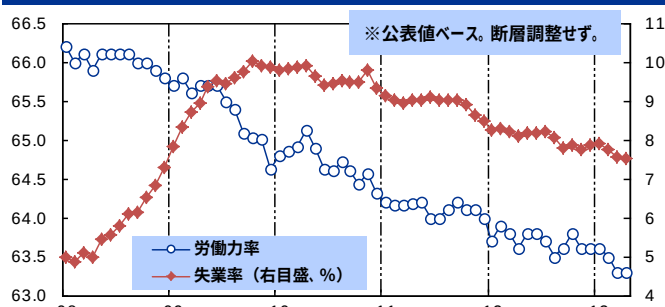
(出所) U.S. Department of Labor

建設業の雇用者数推移（前月差、千人）



(出所) CEIC

労働力率と失業率の推移（％）



(出所)CEIC

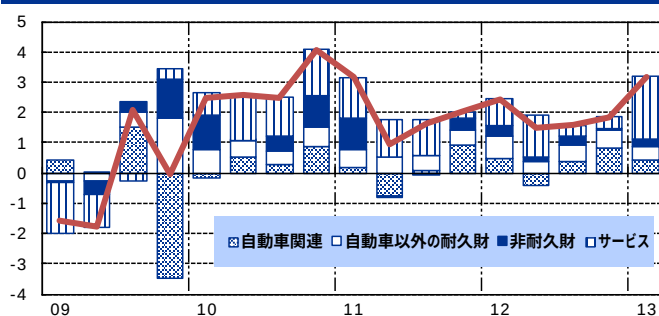
お、サービス部門の4月雇用者数は、前月差18.5万人と3月13.9万人から増勢が加速した。3月に▲0.4万人と落ち込んだ小売が2.9万人へ持ち直した影響が大きい。

4月の失業率は7.51%と3月の7.57%から僅かだが低下した。雇用者数が前月差29.3万人と労働力人口の21.0万人を上回る伸びを示し、失業者は▲8.3万人の減少となったためである。なお、4月は、NFP算出に用いられる①事業所データ、②家計データ、加えて③事業所データ概念に調整した家計データのいずれも雇用者数の増加を示した。4月に更なる労働市場からの退出が進んだわけではないため、失業率低下は素直にポジティブな動きとして評価すべきである。ただ、労働力率は63.3%と前月から横ばいにとどまり、史上最低水準にある。

(2)消費はサービスを中心に高い伸び

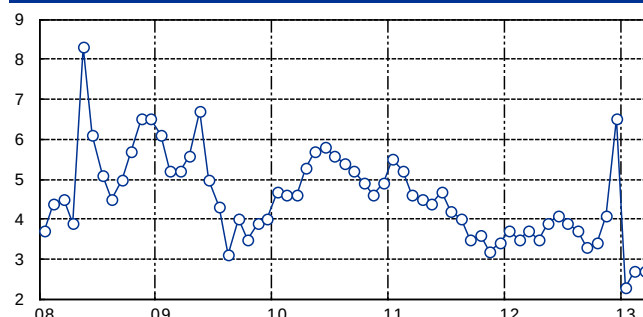
米国経済を考える上で、最も重要な需要項目である個人消費は2013年1～3月期に前期比年率3.2%（10～12月期1.8%）と極めて高い伸びを示した。これは、2010年10～12月期以来の高い伸び率である。住居・教養娯楽・金融など幅広い分野でサービス消費（10～12月期0.6%→1～3月期3.1%）が伸びたほか、衣料や食料を中心に非耐久財消費が復調（10～12月期0.1%→1～3月期1.0%）、自動車や教養娯楽関連など耐久財（10～12月期13.6%→1～3月期8.1%）も高い伸びを維持した。寒波に伴い電気・ガス代が膨らんだ影響（寄与度にして0.5Pt程度、住居サービスに含まれる）は割り引くべきだが、個人消費は底堅く推移している。

個人消費の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

家計貯蓄率の推移（%）



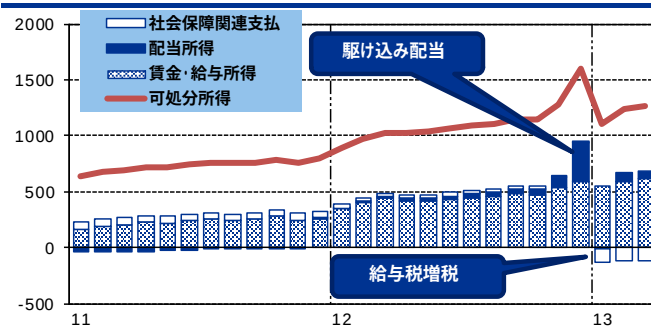
(出所) Department of Commerce

財政支出削減の影響もあり、4～6月期にかけては雇用所得環境の改善が勢いを失い、個人消費にも逆風が吹く。しかし、異なるところからの追い風により、個人消費の減速は軽微なものにとどまる可能性が高まりつつある。先に答えを言えば、追い風は、エネルギー価格動向から吹いてくるのだが、それを考える前に、家計の貯蓄率の動きを振り返る必要がある。

(3)エネルギー価格低下が消費を下支え

家計の貯蓄率は、2012年7～9月期3.6%が10～12月期に4.7%へ上昇した後、2013年1～3月期は2.6%へ低下した。一見すると、（貯蓄率の逆数である）家計の消費性向が1～3月期に強まり、消費加速に繋がったように見える。ただ、こうした貯蓄率の変動は、2013年からの増税を回避するため、10～12月期に特別配当や特別ボーナスが支払われ、1～3月期はその反動が生じた影響が大きい。

可処分所得の推移（2008年12月からの増減、10億ドル）



(出所) Department of Commerce

更に1月からの給与税増税（＝所得減少）も影響した。貯蓄率の10～12月期上昇と1～3月期の低下のほとんどは、こうした要因により説明可能である。

但し、月次で見ると、貯蓄率は1月に低下した後、2～3月も上昇していない。2月以降も給与税増税の影響は残るが、特別配当やボーナスの反動による影響が消えるため、貯蓄率がもう少し上昇してもおかしくはないはずである。2月以降の貯蓄率底這いをもたらしたのが、上述した寒波に伴う電気・ガス代の膨張である。暖房代は削れないために、支出が膨らみ、結果的に貯蓄率が低下してしまった（可処分所得－個人支出＝貯蓄）。

ここからが本題である。4～6月期には、上述の暖房代要因が消えるだけではなく、ガソリン価格の低下と言う追い風が、家計に吹いてくる。実際、4月の小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は前月比0.1%（3月▲0.5%）と微増にとどまったが、ガソリン価格下落の影響が極めて大きい。ガソリンスタンド売上高を除いたベースで見ると、4月は0.7%と大幅な増加になる。つまり、ガソリン価格が下がった分、ガソリン購入額が少なくて済み、実質可処分所得が増えたので他の支出に回したのである。こうしたガソリン価格低下による実質可処分所得押し上げ要因が、4～6月期は財政問題の悪影響を緩和する。そのため、個人消費の減速は軽微なものにとどまる可能性が高い。

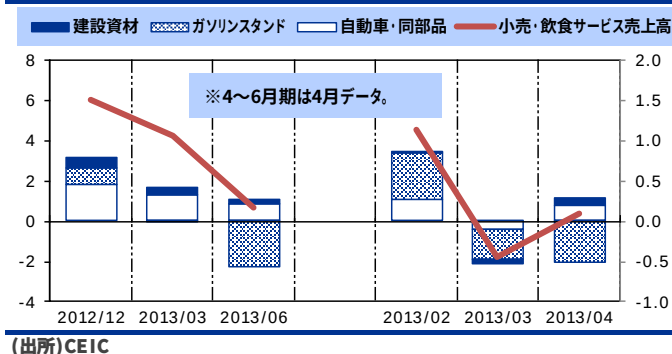
(4) 設備投資は大きく減速

1～3月期の固定資本形成では、住宅市場の回復継続を受けて住宅投資が前期比年率12.6%（10～12月期17.5%）と3四半期連続で二桁の伸びを確保したものの、設備投資は2.1%（10～12月期13.1%）へ大きく減速している。設備投資は、構築物投資が▲0.2%（10～12月期16.7%）と減少へ転じたほか、機器・ソフトウェア投資も3.0%（10～12月期11.8%）へ伸びが鈍化し、低調だった。資本財の受注動向は昨年10～12月期以降、2月まで良好だったが、3月に失速している。受注と出荷のラグなどを勘案すると、設備投資は4～6月期に幾分持ち直すものの、引き続き力強さを欠くものと見込まれる。冒頭で述べたように、財政問題のリスクを抱える下では投資先送りが企業にとって合理的な判断となっているのだろう。設備投資の加速が示されるのは7～9月期以降と考えられる。

(5) 住宅投資の回復は続く

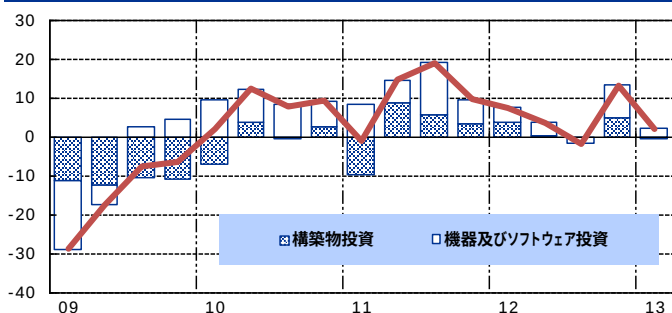
4月の住宅着工は前月比▲16.5%（3月5.4%）と急減した。大幅減少の主因は、ボラタイルな共同住宅が▲38.9%（3月25.6%）と落ち込んだため

小売・飲食サービス売上高（前期比年率、前月比、%）



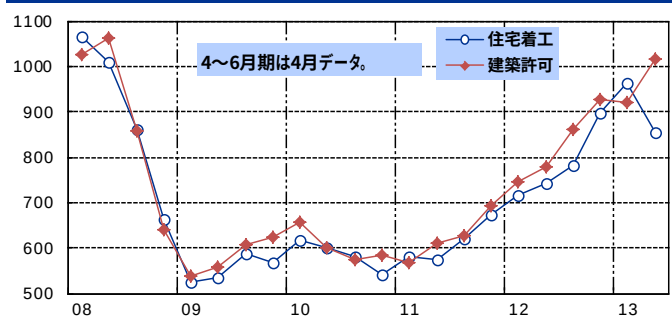
(出所)CEIC

設備投資の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

住宅着工及び建築許可（千戸、年率換算）



(出所) CEIC

だが、着工全体の基調を左右する戸建てに限っても▲2.1%（3月▲4.4%）と2ヶ月連続で減少し、4月の水準は1～3月期平均を3%程度下回る。但し、着工に先行する建築許可が4月は全体が前月比14.3%、戸建てに限っても3%増加しているため、住宅着工の増勢は途切れていないと判断される。

その上で足元の着工鈍化の理由を考えると、供給側のボトルネックが影響している可能性が高い。住宅バブル崩壊に伴う住宅市場の長期低迷により、高いスキルを有する建設業労働者が減少、また木製品など建設資材の生産能力も大きく削減された。そのため、旺盛な需要に対して、供給側が応えられていないと推測される。

(6) 非農業在庫投資は低位継続

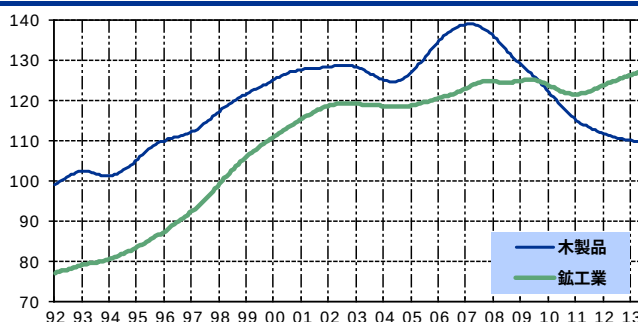
在庫投資は、1～3月期に成長率に対して前期比年率1.0%Ptのプラス寄与を示し、個人消費に次ぐ押し上げ項目となった。内訳を見ると、昨年の干ばつの影響により減少が続いてきた農業部門の在庫投資が1～3月期は増加に転じた影響が大きい。農業部門の在庫投資は昨年7～9月期に▲192億ドル、10～12月期▲152億ドルと大幅なマイナスを記録した後、輸入などによる在庫補填で1～3月期に67億ドルと小幅ながらプラスに転じた。一方、非農業部門の在庫投資は2012年平均596億ドルに対し、2013年1～3月期も426億ドル（10～12月期は348億ドル）と低位に維持されている。

以上を踏まえると、1～3月期増加の反動から4～6月期に農業部門の在庫投資が圧縮されるとは見込まれないものの、景況感が示す企業側の慎重姿勢に鑑みれば非農業部門の在庫投資は4～6月期に抑制される可能性がある。従って、4～6月期の在庫投資は1～3月期から小幅抑制され、成長率を押し下げると予想される⁴。なお、7～9月期以降は、農作物の収穫に伴う農業部門で在庫復元が生じるほか、企業景況感の改善を受けて非農業部門でも在庫積み増しが行われる可能性があるだろう。

(7) 政府支出の減少が続く

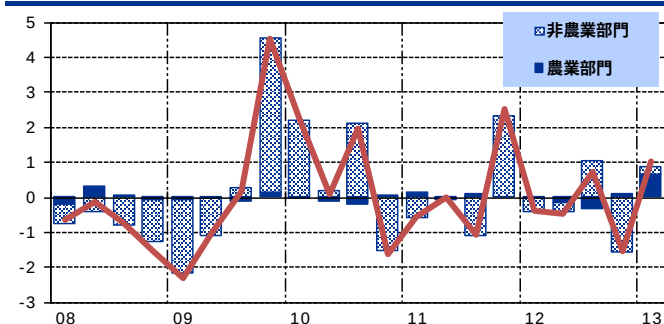
政府支出は、前期比年率▲4.1%（7～9月期▲7.0%）と、マイナス幅こそ縮小したものの2四半期連続で減少した。連邦部門については、削減方針が明確な国防支出が▲11.5%（10～12月期▲22.0%）と2四半期連続で大幅に減少したほか、非国防支出も▲2.0%（10～12月期1.7%）と3四半期ぶり

生産能力の推移（2007=100）



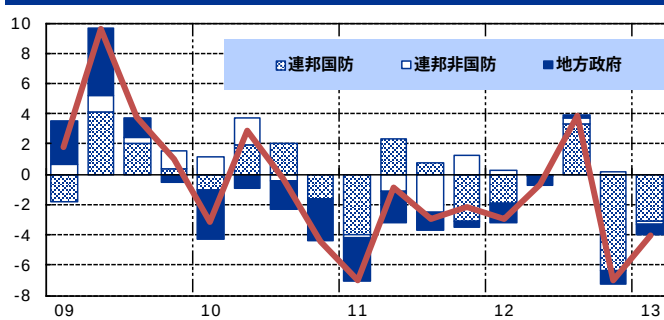
(出所) FRB

在庫投資の寄与度推移（前期比年率、%Pt）



(出所) U.S. Department of Commerce

政府支出の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

⁴ 在庫投資が前期と同じ規模であれば、成長率への寄与はゼロとなる。

の減少に転じている。また、地方政府の支出は▲1.2%（10～12 月期▲1.5%）と緩やかな削減が続いた。自動歳出削減の発動もあり、4～6 月期以降も政府支出は減少基調が続く、成長率の抑制要因となる見込みである。

(8)輸出は低調の一方、輸入が伸びる

1～3 月期に、輸出は前期比年率 2.9%（10～12 月期▲2.8%）と 2 四半期ぶりに増加した。しかし、2012 年の伸びである 3.4%には届かず、持ち直しペースは引き続き緩慢である。貿易統計を見ると、仕向け地別には、米州向けは好調だったが、欧州向けやアジア向けが低調に推移し、足を引っ張っている。一方、輸入は前期比年率 5.4%（10～12 月期▲4.2%）と輸出を大きく上回る伸びを示した。シェール革命を反映しエネルギー輸入は減少したが、在庫補填のため食料関連の生産財が伸び、また個人消費の拡大を映じて最終消費財の輸入も堅調に推移している。

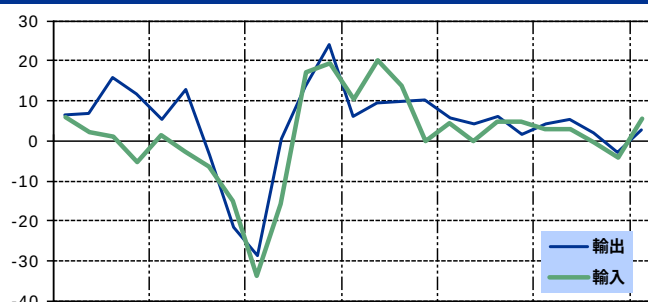
輸入が輸出を大きく上回る伸びを示したことから、純輸出（輸出－輸入）は 5 四半期ぶりに赤字が拡大し、成長率を前期比年率 0.5%Pt 押し下げた。なお、冒頭で述べたように、3 月の貿易データを加味すると、外需寄与度は上方修正が見込まれる。

(9)デフレーションのリスク

1～3 月期の GDP デフレーターは前期比年率 1.2%となり、前期の 1.0%に続き低位にとどまった。デフレーター上昇が観察されるのは、市場回復が進み、かつサプライチェーンにボトルネックが生じている住宅投資に限られる。他についてはインフレ昂進の動きは全く観察されない。Fed がインフレ動向把握のために重視する個人消費デフレーター（PCED）は、コア（除く食料及びエネルギー）が 1.2%（10～12 月期 1.0%）と 3 四半期連続で 1%近傍、ガソリン価格の伸び鈍化などにより PCED 全体は 0.9%（10～12 月期 1.6%）と 1%を割り込んでいる。

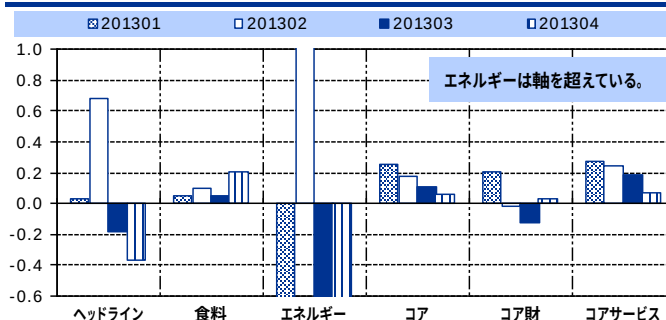
更に足元の動向について、4 月の消費者物価指数（CPI）を見ると、ヘッドライン CPI が前月比▲0.37%（3 月▲0.18%）と大幅に下落、コア CPI（除く食料及びエネルギー）も 0.05%（0.10%）と伸びが低下している。前年比で見ても、ヘッドライン CPI が 1.1%（3 月 1.5%）、コア CPI も 1.7%（1.9%）へ伸びが鈍化した。ヘッドライン CPI の下落は、1～3 月期の PCED と同様にガソリンなどエネルギー価格の下落によるものであり、懸念は不要と言える。ただ、コア CPI の低下には、デフレーションの動きが現れている。内訳を見る

輸出入の推移（前期比年率、%）



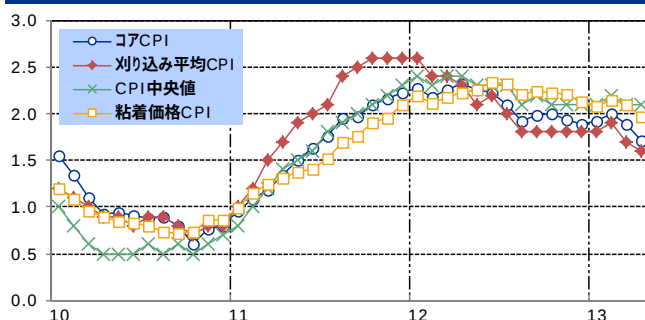
(出所) U.S. Department of Commerce

CPIの категория別推移（前月比、%）



(出所) US BLS

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）

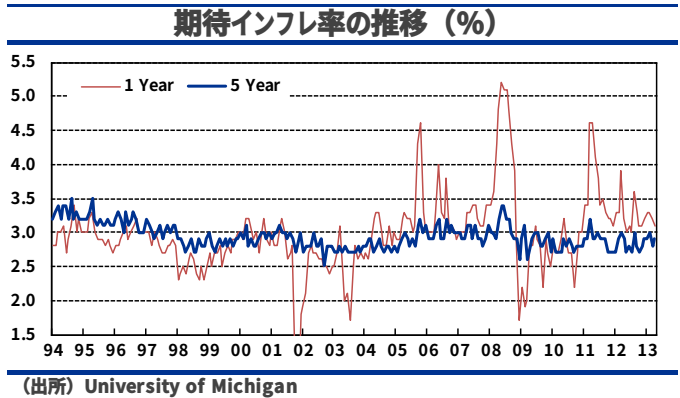


(出所) CEIC Data

と、これまで底堅く推移してきたサービス価格で鈍化が目立つ。

また、トレンド指標の前年比を見ると、刈り込み平均 CPI が 1.6%(3 月 1.7%)、CPI 中央値は 2.1%(3 月 2.1%)、粘着価格 CPI は 2.0%(3 月 2.1%)と、全てではないが幾分弱含みが窺われる。特に粘着価格 CPI は瞬間風速を示す前月比年率では 0.8%(3 月 1.8%)まで大きく鈍化した。こうした動きを踏まえると、米国経済ではデスインフレ傾向がやや強まりつつあると判断できる。

現時点では、期待インフレ率が安定推移を維持しているため、多少のデスインフレがデフレに直結するとは考えられない。しかし、低インフレが長期化すれば、期待インフレ率の低下を招き、物価安定を損なう可能性がある。



3. 金融政策

4月30日～5月1日に開催したFOMCにおいて、Fedは、市場予想通り、金融政策の据え置きを決定した。すなわち、0～0.25%のFF金利誘導目標、総額850億ドルの資産買い入れ（及び償還分のロールオーバー）、初回利上げに課した失業率6.5%、インフレ率2%+0.5%Ptの数値基準に変更はない。なお、政策決定に対して、前々回及び前回と同様、カンザスシティ連銀のジョージ総裁が「金融緩和継続による金融不均衡リスクの高まりと長期の期待インフレ率上昇」を懸念して、反対票を投じた。

FOMC後に示された公表文（Statement）の修正は僅かであり、経済情勢判断において直近の経済データを踏まえ若干慎重さを滲ませ、また金融政策に関する部分では資産買入の行方に関する記述を精緻化している。

(1) 景気部分でマイナス要因を強調

経済情勢判断に関する部分から見ると、総括判断は、時間経過に応じて表現こそ変更されたものの「経済活動は緩やかなペースで拡大（expanding at a moderate pace）」と前回から変わらない。ただ、労働市場の状況については、前回の「改善のサインを示している」から今回は「全体を考慮して見れば（on balance）、ある程度の改善（some improvement）を示した」へと修正し、改善に対する確信を強めつつも、その改善度合いについては3月雇用統計の減速を勘案し、トーンダウンした（5月FOMCの時点で4月雇用統計は未公表である）。また、財政政策の経済に及ぼす影響について、自動歳出削減の影響が顕在化しつつある現状を踏まえ、前回の「制約が幾分強まっている」を「経済成長の制約となっている」へ修正した。これは 4～6 月期に財政問題が、景気を抑制し、成長率が鈍化することを明示したものと言える。

このように、景気の現状認識については、マイナス要因に配慮するかたちで修正を加えたものの、「経済成長が緩やかなペースで進み、失業率はFOMCのデュアルマンドと整合する水準へ向けて段階的に低下する」との景気見通し部分には全く変更がなかった。また、伸び率の鈍化が進んでいるインフレについても現状認識と見通しともに全く修正はないため、FOMCが全体としてハト派側に大きく振れた訳ではないと言える。ただ、以下の金融政策部分の記述変更と合わせれば、若干のニュアンス変更が読み取れる。

(2) 資産買入の加速と減速を併記

金融政策に関する部分では、基本的なガイダンスに変更は見られない。ただ、資産買入のガイダンス部分において、従来の「物価安定の下で労働市場の見通しが著しく改善するまで、FOMCは国債とMBSの購入を継続し、その他の政策手段を適宜活用する」との内容に、今回は「雇用市場またはインフレの見通しの変化に応じ適切な政策緩和を維持するため、FOMCは買い入れのペースを加速もしくは減速させる用意がある」との記載が追加された。

追加記載の内容自体は、金融政策における当たり前の内容に過ぎず、目新しさはない。ただ、議事要旨（Minutes）が示したように3月FOMCの時点では12名の投票権者の多数が年内の資産買入縮小を支持していたことを踏まえれば、「加速」を省き「買い入れペースの減速」のみが記載されても不思議ではなかった。それが金融緩和度合いの拡大と縮小の両方に配慮した中立的な表現とされた点は、景気判断部分における微妙なトーンダウンも勘案した場合、3月Minutesで示した幾分タカ派寄りの

スタンスから、中立スタンスへの修正を FOMC が示唆したものと解釈できるだろう。3 月 Minutesにより市場に過度に織り込まれた、早期の資産買入減額観測を、景気動向も勘案するかたちで冷やす狙いが FOMC にはあったと考えられる。

新たな問題は、金融緩和すなわち「買い入れペースの加速」の可能性が、どの程度存在するかである。もちろん、労働市場が大幅に減速、例えば非農業部門雇用者数の増加幅が（均して）ゼロとなった場合、追加緩和の可能性は否定されない。ただ、多少の労働市場の鈍化や景気減速であれば、FOMC は織り込み済みであり、新たなアクションは講じないだろう。寧ろ、今後の FOMC や FOMC 関係者発言、及び経済指標においては雇用動向と並んで、インフレ動向に注意する必要がある。今回の Statement では、既に述べたように、景気認識や金融政策部分を僅かにとは言え修正する一方、インフレに関する記載は全くの不変だった。この不変こそが、重要なメッセージである。

インフレに関する記載の不変は、3 月までに進行した個人消費デフレーター（PCED）の顕著な低下（12 月前年比 1.5%、2 月 1.3%、3 月 1.0%）を、現時点においては FOMC が問題視していないことを意味する。それは、前年比の低下には昨年上昇の裏による部分が含まれる点や、瞬間風速での低下の主因がエネルギーである点、インフレ期待が安定推移している点などを、総合的に勘案した故の判断であろう。しかし、既に述べたように、低インフレの継続自体が期待インフレ率の低下を招き、物価安定を損なうリスクが存在する。

(3) 資産買入の行方

5 月 FOMC 後に公表された 4 月雇用統計の結果は、金融政策を考える上ではボーダーライン上に位置すると考えられる。雇用者数前月差の 6 ヶ月平均が 20.8 万人と、複数の FOMC 関係者が資産買入減額の判断基準と考える「安定的な雇用者数の 20 万人増加」を僅かではあるが超えているためである。大きな失望を招いた 3 月分が上方修正されたこともあり、6 ヶ月移動平均が 20 万人を超えるのはこれで 3 ヶ月連続である。5 月分の雇用者数が 20 万人強に加速すれば、4 ヶ月連続で判断基準をクリアし、次回 6 月 18～19 日（5 月雇用統計判明後）や次々回 7 月 30～31 日（6 月雇用統計判明後）の FOMC における資産買入減額検討も視野に入ってくるだろう。但し、現実には、本稿で指摘した財政問題の悪影響もあって雇用者数が 4 月実績の 16.5 万人から更に加速し 5 月に 20.0 万人へ達するのは、相当にハードルが高い。仮に、5 月が 4 月実績並みであれば、単月ベースで 3 ヶ月連続の 20 万人割れになり、基準充足とは言い難い。加えて、デシインフレが進行する下で資産買入の縮小を進めデフレリスクが高まれば、元の木阿弥である。また、財政問題の影響について時間をかけて見極めたいとの誘引が FOMC 関係者に働くとも考えられる。

以上を踏まえ、当社は金融政策に関するメインシナリオを従来通り維持する。すなわち、2013 年 10～12 月期から資産買入の減額が開始され、2014 年前半に資産買入は終了するというものである（確率 60%）。メインシナリオに対するリスクシナリオは、第一が景気強含みによる想定より早いタイミングでの資産買入減額（30%）、第二は景気及びインフレ弱含みによる金融緩和の長期化及び追加金融緩和（10%）となる。現時点でシナリオの確率分布を変更する必要はないと判断する。

4. トピックス：ダイナミックに改善する財政状況

CBO が財政収支見通しを大幅に上方修正

党派から中立な機関である議会予算局（CBO：Congressional Budget Office）が、2月に公表したばかりの財政見通しを、5月14日に修正した。修正自体は以前からアナウンスされていたものではあるが、その修正幅が極めて大きく、サプライズである。しかも、今回のCBOの修正は、欧州や日本でありがちな赤字が膨らむとの修正ではなく赤字が減少するという修正、すなわち財政収支見通しの上方修正である。

2月時点で、CBOは2012年度（2011年10月～2012年9月）に1兆894億ドル・名目GDP比7.0%に達していた財政赤字が、2013年度に8,450億ドル・GDP比5.3%、2014年度6,157億ドル・3.7%へ緩やかに縮小するとの見通しを示した。僅か3ヶ月経過しただけの5月に、その見通しが名目GDP比で2013年度4.0%、2014年度3.4%へと大幅に修正されたのである。更に、2015年度には財政赤字の名目GDP比は2.1%まで低下する。なお、成長率などの経済状況に関する想定は2月時点から変更されていない。こうした財政赤字見通しの修正は、米国財政の持続性に関する懸念の後退に繋がる。

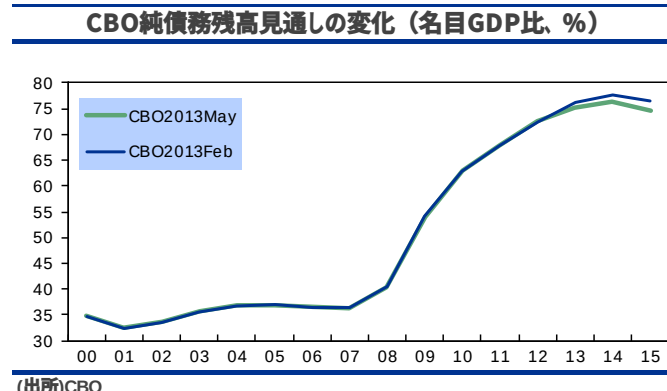
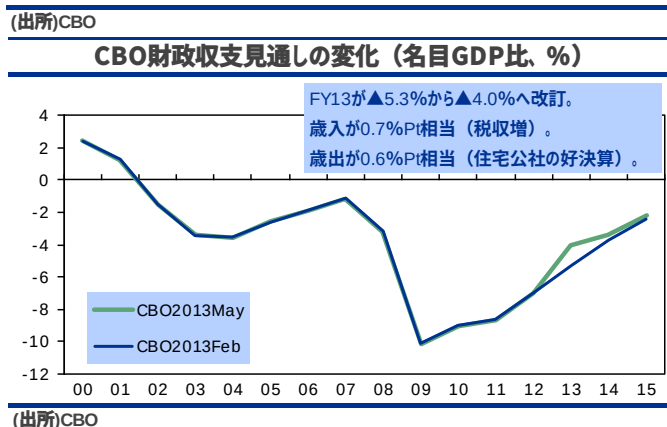
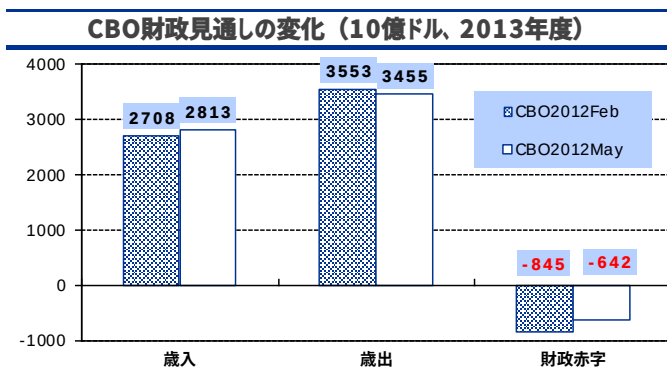
なお、政府債務残高の名目GDP比は低下に転じるタイミングこそ2015年度で2月時点から変わらないが、ピークである2014年度の比率は77.7%から76.2%へ1.5%Pt引き下げられている。

CBOの財政見通しは現行の制度のみに基づくものであり、今後の政策変化を加味していない点に特徴がある。従って、今回のCBOによる修正は、政策を講じずとも勝手に財政赤字が縮小したということの意味する。ホワイトハウスや民主党、共和党が、喧々諤々の議論により、追加的な財政赤字削減の方策を検討しているが、今回のCBO見通しの修正は、検討を開始するベースラインが上方修正されたことに概ね等しいのである。ゴールが変わらないのであれば、削減額は少なく済む。

財政収支見通し上方修正の理由

しかも、CBOの財政見通しは将来的に更なる上振れに繋がる可能性もある。

CBOが修正した理由を見ると、2013年度について歳入側が1,050億ドル、歳出側が970億ドルとほぼ半々である。歳入側についてCBOは上振れの理由を、想定を上回る税徴収による収入増加としている。月次の歳入動向を見ると確かに大きな



上振れが確認できる。ただ、CBO は税徴収増加の理由が不明のため、歳入増加の影響は一時的なものと判断して、先行きの見通しを作成している。CBO の示唆通り、一時的な動きの可能性はもちろんあるが、景気回復などに伴い何らかの構造変化が生じている可能性もある。後者であれば、歳入は将来的に上振れする。

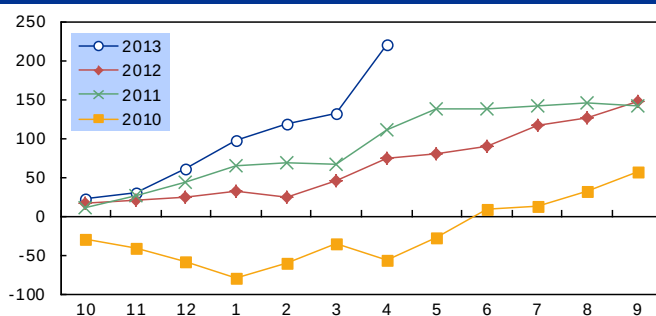
一方、歳出側については上振れの理由がはっきりしている。住宅金融機関の Fannie Mae と Freddie Mac が過去最高に近い好決算を示し、財務省に対し公的資金による支援の返済を行うためである⁵。公的資金の返済が済めば、同要因はなくなるため、持続性には乏しい⁶。ただ、好決算の背景にあるのが住宅市場の回復である点を踏まえると、明らかに景気持ち直しの影響と言える。

成長か財政かの段階は既に終わる

過去において、米国の財政は予想を上回る改善を示したことがある。先行きを決して楽観すべきではないが、今回も同様の改善を示す可能性も完全には否定できないだろう。

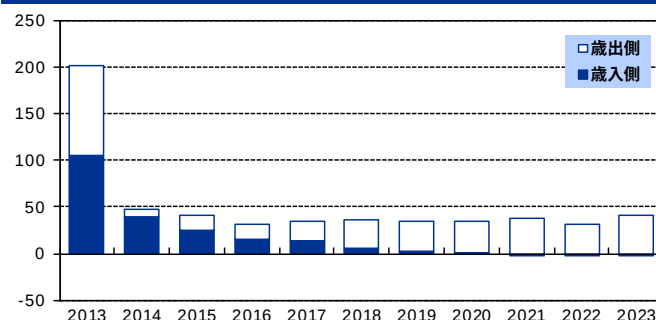
日本と同様に米国でも高齢化が進行しており、将来的に社会保障コストが膨らむため、CBO 見通しでは政府債務残高の GDP 比は 2019 年度から再び上昇へ向かう。そのため、長期的な観点から、将来的に債務残高をどの程度にすべきなのか、GDP 比で見て横ばいで良いのか、それとも低下させるべきなのか、低下させる場合にはどの水準を目指すのか、金融危機前の水準なのかなどを議論する必要がある。しかし、短期的な観点における、成長か財政かという択一問題は、米国においては既に終結したと言える。

月次財政収支前年差～歳入（会計年度累計、10億ドル）



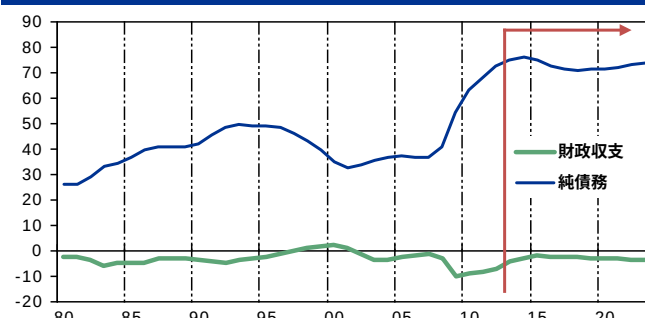
(出所) US Financial Management Service

CBO見通しの2月から5月における変化（10億ドル）



(出所) CBO

財政収支と純債務残高の長期推移（名目GDP比、%）



(出所) CBO 2012 May

⁵ 財務省に対し、Fannie Mae は 6 月までに 950 億ドル、Freddie Mac は 366 億ドルの支払いを済ませる。

⁶ 返済が CBO 想定より早く進む可能性はある。

【米国主要経済指標】

	Q2-12	Q3-12	Q4-12	Q1-13				
	注記がない限り前期比年率 (%)							
名目GDP	2.8	5.9	1.4	3.7				
実質GDP	1.3	3.1	0.4	2.5				
個人消費	1.5	1.6	1.8	3.2				
住宅投資	8.4	13.6	17.5	12.6				
設備投資	3.6	▲1.8	13.1	2.1				
政府支出	▲0.7	3.9	▲7.0	▲4.1				
輸出	5.2	1.9	▲2.8	2.9				
輸入	2.8	▲0.6	▲4.2	5.4				
経常収支(10億ドル)	▲118	▲112	▲110					
名目GDP比(%)	▲3.0	▲2.8	▲2.8					
	Q2-12	Q3-12	Q4-12	Q1-13	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13
	注記がない限り前期比年率 (%)				注記がない限り前月比 (%)			
個人可処分所得	2.9	2.3	7.9	▲4.4	▲4.0	1.1	0.2	
消費者信頼感	65.3	65.0	70.4	62.8	58.4	68.0	61.9	68.1
小売売上高	▲0.3	5.2	6.1	4.2	▲0.1	1.1	▲0.5	0.1
除く自動車、ガソリン、建設資材等	1.7	4.0	4.4	4.0	0.0	0.4	0.1	0.5
鉱工業生産	2.9	0.3	2.6	4.4	▲0.1	0.9	0.3	▲0.5
住宅着工件数(年率換算、千件)	741	781	896	963	898	969	1021	853
中古住宅販売戸数	1.2	22.0	13.9	3.3	0.8	0.2	▲0.6	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	6.4	5.4	4.5	4.7	4.3	4.6	4.7	
非国防資本財受注(除く航空機)	▲5.9	▲23.8	20.4	17.7	6.7	▲4.8	0.9	
民間非居住建設支出	3.5	▲1.1	28.7	▲12.3	▲6.7	0.8	▲1.5	
貿易収支(10億ドル)	▲138	▲125	▲128	▲127	▲44	▲44	▲39	
実質財収支(10億ドル,2005年基準)	▲141	▲142	▲142	▲140	▲48	▲48	▲44	
実質財輸出	8.3	▲1.9	▲5.7	2.9	▲1.7	0.3	▲0.9	
実質財輸入	3.0	▲0.9	▲3.3	0.1	1.3	▲0.0	▲2.8	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.3	50.9	50.6	52.9	53.1	54.2	51.3	50.7
ISM非製造業指数(四半期は平均)	53.5	54.1	55.1	55.2	55.2	56.0	54.4	53.1
失業率(%)	8.2	8.0	7.8	7.7	7.9	7.7	7.6	7.5
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	108	152	209	206	148	332	138	165
民間雇用者数(前月差、千人)	117	142	232	212	164	319	154	176
※四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	1.8	1.9
消費者物価(前年比、%)	1.9	1.7	1.9	1.7	1.6	2.0	1.5	1.1
コア消費者物価(前年比、%)	2.3	2.0	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9	1.7
PCEデフレーター(前年比、%)	1.6	1.5	1.6	1.2	1.3	1.3	1.0	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.4	1.3	1.1	
FF金利誘導目標(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
2年債利回り(%)	0.29	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27	0.26	0.23
10年債利回り(%)	1.62	1.72	1.72	1.96	1.91	1.98	1.96	1.76
名目実効為替レート(1997/1=100)	102.2	99.2	99.0	100.7	98.9	99.8	100.7	100.3
ダウ工業株30種平均	12880	13437	13104	14579	13861	14054	14579	14840
S&P500株価指数	1362	1441	1426	1569	1498	1515	1569	1598

(出所)CEIC Data (注)金融指標は末値

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。