

米国経済情報

2013 年 7 月号

Summary

【内 容】

1. トピックス

モーゲージ金利上昇の住宅市場へ及ぼす影響

2. 経済情勢サマリー

3. 経済動向分析

(1) 成長率予想の修正
(2) 雇用所得環境が改善

(3) 個人消費は低調だったが

(4) 住宅市場は回復継続

(5) 輸出には頼れない

(6) 製造業が失速

(7) 設備投資は低空飛行

(8) 財政赤字が更に縮小

(9) ディスインフレ脱却の兆しはあるが...

4. 金融政策

建設的な曖昧さと透明性向上のトレードオフ

巻末: 主要経済指標

○ モーゲージ金利上昇の影響

バーナンキ FRB 議長による年内の資産買入縮小開始の示唆を受け、長期金利が上昇、モーゲージ金利（住宅ローン金利）にも波及した。モーゲージ金利の上昇は、ローン元利払負担の増加を通じ、住宅販売を押し下げるとともに住宅価格にも悪影響を及ぼす。但し、住宅取得能力の変化を通じた分析や VAR モデルによる分析では、住宅販売が腰折れする程の悪影響は想定されない。

○ 米国経済は年後半に加速

1～3 月期成長率は二次推計の前期比年率 2.4%が、最終推計において 1.8%と、潜在成長率と目される 2%半ばを下回る水準へ大幅に下方修正された。また、7 月 31 日に公表される 4～6 月期の成長率は前期比年率 0.9%と 1%にも届かず（当社予想）、2013 年前半の米国経済の成長率は年率 1.2%と、極めて低い伸びにとどまったと見込まれる。

しかし、明るい動きも多くみられる。6 月雇用統計は 4～6 月期まで 3 四半期連続で月当たり 20 万人程度の雇用増加を確保する極めて強い内容となった。賃金情勢にも持ち直しの兆しが見られ、消費支出の裏付けとなる雇用・所得情勢は改善の動きを強めている。また、景気回復を受けた歳入増等により財政赤字の縮小が鮮明になり、更なる赤字縮小策が講じられ経済活動を圧迫する可能性が低下した。従って、増税や歳出削減の影響が薄れる 2013 年後半に、民需主導で米国経済の成長率は 2%台半ばへ高まる見込みである。年前半の低迷により 2013 年の実質 GDP 成長率は 1.7%にとどまるが、2014 年は 2.4%へ高まると予想される。

○ 資産買入縮小の開始は 9 月 FOMC に

3 四半期連続の 20 万人の雇用増とディスインフレ脱却に繋がる賃金情勢の改善の兆しにより、7 月 FOMC における資産買入縮小の開始も可能な情勢となっている。しかし、失業率や GDP に関する FOMC 見通しが未達となるリスクや、資産買入縮小を急げば将来の出口戦略も前倒しする可能性が高いと市場に認識される点などを勘案し、縮小開始は 9 月 FOMC まで待つと見込まれる。

今号より、「経済情勢サマリー」を追加しました。短時間で米国経済情勢を把握されたい場合にご活用ください。より詳細な情勢は、「経済動向分析」をお読みください。

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

1. トピックス：モーゲージ金利上昇の住宅市場へ及ぼす影響

6月FOMCにおいて、バーナンキFRB議長が2013年後半からの資産買入縮小（tapering）を示唆したため、Fedが早いタイミングで資産買入の縮小のみならず、利上げまで含む出口戦略を推し進めるとの見方が強まった¹。そうした観測を受け、米国では長期金利が上昇、モーゲージ金利（住宅ローン金利）にも波及している。年初に3.5%程度だった30年固定モーゲージ金利は、4.5%程度へ急速に上昇した。

モーゲージ金利の上昇は、家計の住宅ローン支払額の増加を通じて、住宅購入（販売）に悪影響を及ぼす。また、そうした住宅購入の減少は需給緩和を通じて住宅価格を押し下げると推測される。また金利上昇が投資対象としての住宅資産からのリターンを減じることを通じて、住宅価格を押し下げる経路も考えられる。本稿ではこうしたモーゲージ金利上昇の影響について、検討する。

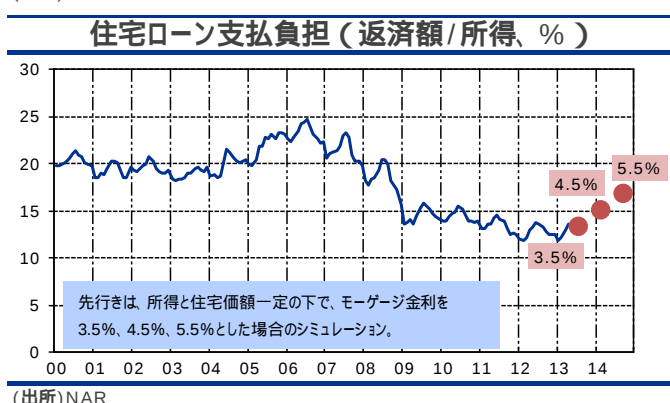
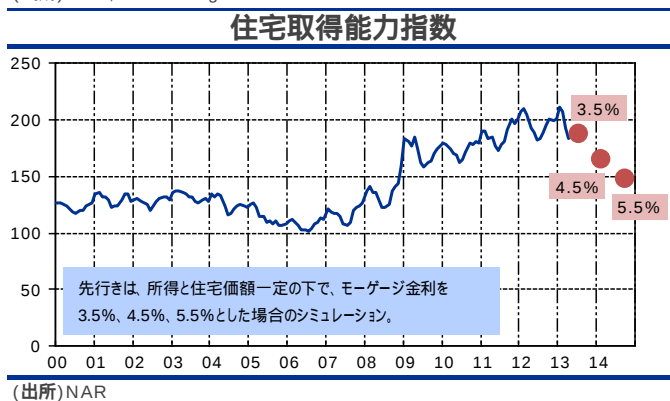
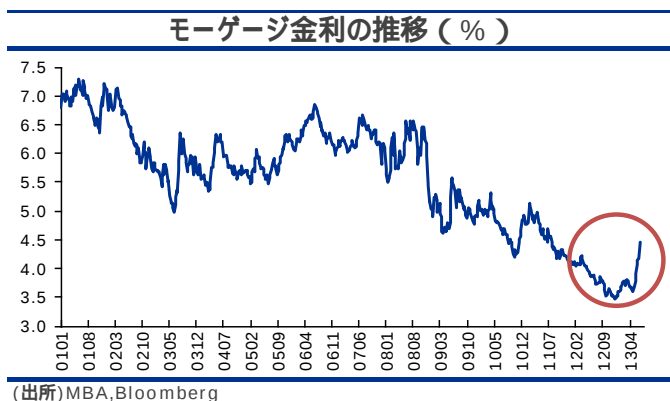
住宅取得能力の変化

最初に、住宅取得能力指数（Affordability Index）の考えを用いて、金利上昇が家計の住宅取得能力に及ぼす影響を確認する。住宅取得能力指数とは、モデルケースにおいて「住宅借入をするのに必要な最低収入額」で「実際の家計所得（中央値）」を割ったものである（家計所得 / 最低収入ライン）。モデルケースは30年固定金利、頭金20%、最低収入ラインは住宅ローン元利払金の4倍である。従って、モーゲージ金利の上昇は毎月の元利払金の増加を通じて、住宅取得能力指数を押し下げる（悪化させる）ことになる。

金利1%Ptの上昇で支払い負担は90ドル増加

本稿では、住宅金利以外の要因（家計所得と住宅価額）を一定とした場合の、モーゲージ金利の上昇が住宅取得能力指数に及ぼす影響を試算した。但し、住宅取得能力指数は直感的ではなく分かりにくいいため、毎月のローン支払額が家計所得（中央値）に占める割合の変化も同時に示す。

試算結果は右のグラフに示した通りであり、モーゲージ金利が4.5%の場合、3.5%の場合に比べ、毎月の住宅ローン支払額は約90ドル、比率にして12%増加する。住宅取得能力指数は3.5%の場合の188が166への低下である。また、家計所得（最低ラインではなく現実の中央値）に占める口



¹ 金融政策の詳細については別項を参照。

ローン元利払額の割合は 13.3%から 15.0%へ 1.7%Pt 上昇する。更にモーゲージ金利が 5.5%の場合には、住宅取得能力指数は 148、家計所得に占めるローン元利払額の割合は 16.9%になる。

モーゲージ金利上昇は無視できない変化を及ぼすが...

試算結果は無視できない変化を示しており、モーゲージ金利の上昇は住宅取得能力の低下を通じて、住宅販売の押下げに明確に影響すると考えられる。但し、元利払負担は、モーゲージ金利が 4.5%の場合で 2009 年と同程度までの上昇、5.5%の場合でさえ、住宅バブル発生前に比べ良好な水準である。例えば、モーゲージ金利が 5.5%の場合に試算されるローン元利払額が家計所得に占める比率である 16.9%は、住宅バブル発生前の平均的な負担である 20%を大きく下回る。

従って、他の条件すなわち金融機関の融資姿勢や住宅価格見通し、景気状況等に強く依存するが、モーゲージ金利の上昇だけで、住宅販売ひいては住宅市場の回復を頓挫させるインパクトがあるとは考えにくい。

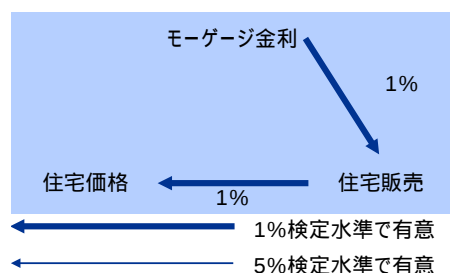
モーゲージ金利上昇の販売と価格への影響

上述のモーゲージ金利上昇の影響を定量的に把握するために、モーゲージ金利（Rate）、住宅販売（Sales）、住宅価格（Price）の 3 変数に基づく簡易な VAR（Vector Autoregression）モデルを推計した。推計は 1994 年から足元まで、四半期と月次で行っており、推計期間は四半期が 1994 年から 2013 年第 1 四半期、月次は 1994 年から 2013 年 4 月である。いずれの変数も水準では非定常、1 階差について金利と販売は 1%水準で定常と検定²され、住宅価格は 5%水準で定常と検定されたことから、全変数について一階差をとった上で VAR モデルを推計している。

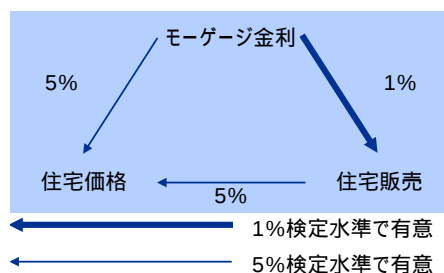
モーゲージ金利→住宅販売→住宅価格の経路

三つの変数の時間的な因果関係を把握するために、Granger の因果性テストを行った。四半期ベースでは「モーゲージ金利から住宅販売へ」と「住宅販売から住宅価格へ」について 1%検定水準で時間的な因果関係が認められる。また、月次では、四半期と同様にモーゲージ金利から住宅販売へのパスが 1%検定水準で有意、住宅販売から住宅価格へのパスは 5%水準で有意となった。更に、月次の場合には、モーゲージ金利から住宅価格へのパスも 5%検定水準で有意である。本結果は「金利上昇→住宅販売→住宅価格」との時間的な関係を示唆している。Granger の因果性テストは真の因果関係ではなく、時間的な関係を示すものに過ぎないが、冒頭で経済分析の観点から指摘した仮説と概ね整合的である。つまり、モーゲージ金利の上昇が住宅販売に影響を及ぼし、また住宅販売の減少が住宅価格に影響す

Granger の因果性テスト（四半期）



Granger の因果性テスト（月次）



(出所) 伊藤忠経済研究所

(出所) 伊藤忠経済研究所

² 詳細は末尾。なお「1%検定水準で有意」の方が「5%検定水準で有意」に比べ、分析上、確度が高く、説明力が強い。

るとの仮説を裏付けている。また、収益率変動を経由した、モーゲージ金利から住宅価格へのパスも、一応認められる。

モーゲージ金利上昇の住宅販売と住宅価格への影響

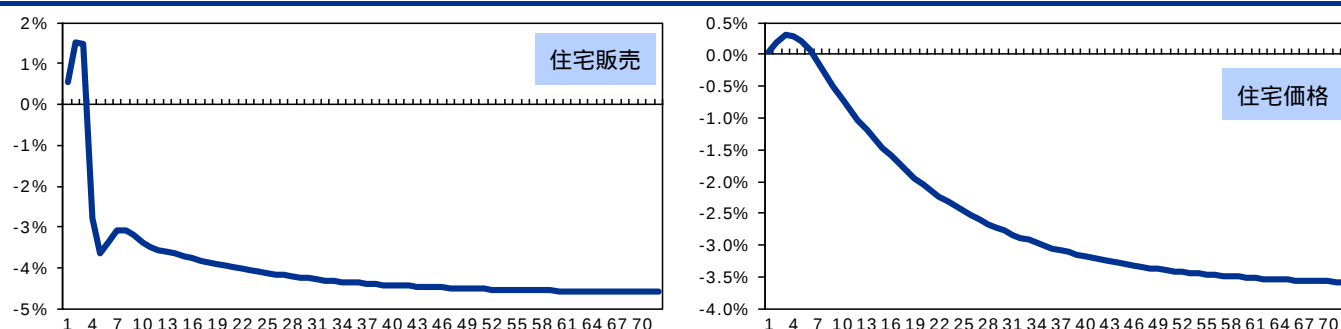
Grangerの因果性テストを踏まえ、波及について「モーゲージ金利→住宅販売→住宅価格」との順序（Ordering）を設定した上で、ある変数に衝撃を与えた場合の他変数の応答を示すインパルス応答関数（コレスキー分解³）を推計した。金利 1%Ptの上昇に対する推計結果は以下のとおりである。

四半期と月次において、住宅販売に及ぼす影響は大きく変わらない。最初の 1 四半期程度において、住宅販売は増加するが、その後は減少へ転じる。金利上昇がない場合に比べ、3 年後の住宅販売の水準は四半期モデルで 5.9%程度、月次モデルで 4.4%程度押し下げられる。住宅価格も当初上昇し、その後低下へ転じている。3 年後の住宅価格押し下げ効果は共に 3%程度で共通するが、当初上昇している期間は四半期モデルの方が 3 四半期程度長い。なお、四半期モデルでは 4 年程度、月次モデルでは 6 年程度で影響が終息し、最終的には 3%台半ばの住宅価格押し下げとなる。

以上の分析結果を定性的に解釈すると、住宅金利上昇を受けて金利先高観の強まりなどから、駆け込み購入が生じ住宅販売は当初増加する⁴。その後は住宅ローン負担の増加を通じて、住宅販売は押し下げられる。但し、2012 年の住宅販売が 1 年で 10%程度増加した点を踏まえれば、最終的に 4～6%の押し下げ幅は、無視こそできないが、際立って大きいという程ではない。

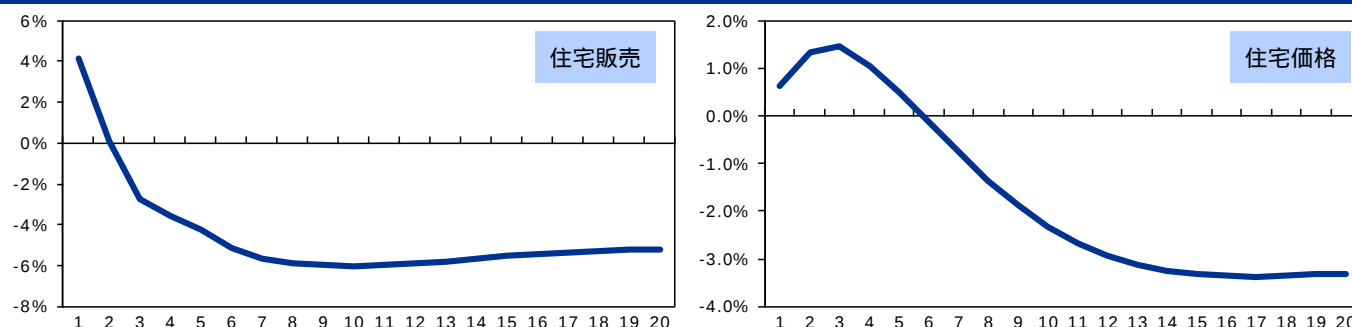
一方、住宅価格は、駆け込み購入により需給がタイト化するため、一時的に上昇するが、その後は住宅販売の減少による需給緩和を受けて下落に転じると考えられる。但し、住宅価格の上昇期間に関する

金利の1%Pt上昇に対するインパルス応答（コレスキー分解、月次、水準への影響）



(出所)伊藤忠経済研究所

金利の1%Pt上昇に対するインパルス応答（コレスキー分解、四半期、水準への影響）



(出所)伊藤忠経済研究所

³ 後述する駆け込み購入などを反映するため、また四半期ベースでの推計を頑健とするためにコレスキー分解を用いている。

⁴ こうした駆け込み需要の動きは、住宅デベロッパーの景況感を示す NAHB 指数が 7 月に急上昇した点からも示唆される。

る推計は、四半期と月次で異なる。また 3 年で 3% 程度の下落は比率として大きなものではなく、また住宅販売と異なり、影響が極めてゆっくりと顕在化する。従って、住宅価格に対するモーゲージ金利の上昇は軽微であり、寧ろ他の要因が住宅価格を左右する可能性が高いと言えるだろう。

なお、住宅価格については、既に述べたように他の変数と異なり 1%水準では定常と認められず（5%

水準で認定）、Granger の因果性テストの結果も相対的に弱い。そこで、金融危機後に構造変化が生じている可能性に鑑み、推計期間を 2005 年までにすると、四半期モデルと月次モデル共に、住宅価格とモーゲージ金利及び住宅販売について Granger の因果関係は 10%水準で認められなかった。従って、住宅価格についての推計結果は幅をもって見る必要がある。なお、因果関係が認められない点を踏まえ、2005 年までについて、モーゲージ金利と住宅販売の 2 変数 VAR モデルを推計したが、インパルス応答などの結果は、上述の 3 変数モデルと概ね変わらなかった。

モーゲージ金利上昇の影響のまとめ

以上をまとめると、金利先高観による一時的な駆け込み購入などを除けば、3.5%から 4.5%程度へ 1%Pt のモーゲージ金利の上昇はローン負担の増大を通じて住宅販売を押し下げる。こうした住宅販売への影響は無視できない大きさだが、現在生じている住宅市場の回復を頓挫させるほどのインパクトを有する可能性は高くない。一方、住宅価格に対する押し下げは、住宅販売への影響に比べ小さく、かつ時間をかけて緩やかに生じる。また関係性が不安定な部分もある。

従って、モーゲージ金利の上昇が、それ単独で住宅市場を腰折れさせるリスクは高くないだろう。寧ろ懸念されるのは、住宅ローンに対する貸出基準の緩和が進んでいない点である。企業向けなど、他の貸出については程度の差こそあれ、緩和が進んでいるが、住宅ローンについては高止まりしたままである。景気回復や住宅価格の下振れリスク後退を受けるかたちで、貸出基準の緩和が進めば、モーゲージ金利上昇の悪影響は緩和される。逆に、厳格化されれば、モーゲージ金利上昇の悪影響を増長し、本稿の試算以上のマイナス効果を及ぼす可能性があるだろう。

本稿で用いた VAR モデルについて

a) 変数（住宅販売と住宅価格は季節調整済）

モーゲージ金利(Rate)：MBA 公表の 30 年固定金利、住宅販売(Sales)：新築と中古を合算、住宅価格(Price)：S&P/CS10 都市指数

b) 単位根テスト（定常性に関する ADF 検定）

	四半期		月次	
	水準	1階差	水準	1階差
Rate	-3.1	-7.9 **	-3.6 *	-13.5 **
Sales	-1.2	-4.4 **	-1.3	-13.7 **
Price	-2.9	-2.4 *	-3.3	-2.1 *

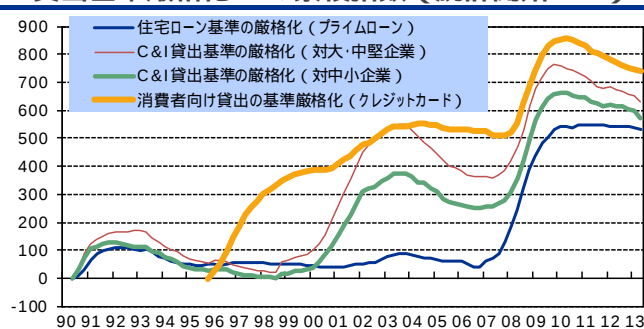
1 **は1%検定水準、*は5%検定水準で帰無仮説を棄却。
2 ラグはSICで決定。

c) VAR モデルにおけるラグ設定

情報量基準を参考にしつつ設定。四半期：2 四半期、月次：3 ヶ月。

四半期との整合性の観点から、月次についてはラグを 4 ヶ月、5 か月とした場合も試算したが、インパルス応答の結果は大きく変わらない。

貸出基準厳格化DIの累積指数（統計開始 = 0）



（出所）Federal Reserve Board

2. 経済情勢サマリー

米国経済について、1～3月期成長率の下方修正もあって2013年前半の低迷が鮮明になる一方で、年後半の再加速に向けた期待が高まっている。1～3月期成長率は二次推計の前期比年率2.4%が、最終推計において1.8%と、潜在成長率と目される2%半ばを下回る水準へ大幅に下方修正された。また、7月31日に公表される4～6月期の成長率は前期比年率0.9%と1%にも届かず（当社予想）、2013年前半の米国経済の成長率は年率1.2%と、極めて低い伸びにとどまったと見込まれる。

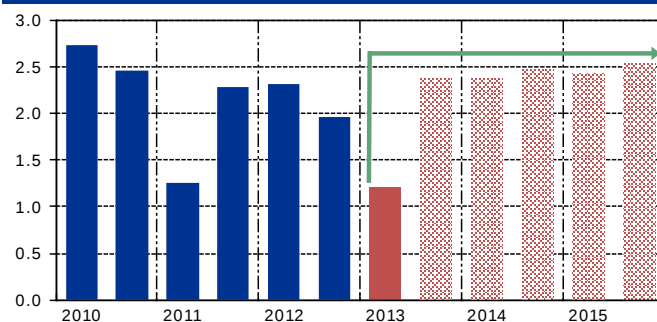
2013年前半に米国経済を押し下げたのは、財政問題の悪影響と海外需要の低迷である。財政問題については2013年1月からの社会保障税の減税終了や高所得者向け増税が家計の消費行動を圧迫したほか、3月1日から開始された強制歳出削減も、経済活動に悪影響を及ぼしている。強制歳出削減は直接的な政府支出の減少のみならず、リスク回避のための在庫圧縮や投資抑制という企業行動にも繋がった。また、中国など一部の新興国や欧州における景気回復の遅れを受けて輸出が低調に推移し、財政問題の悪影響と相俟って、米国内での製造業活動の失速ももたらしている。

しかし、同時に、明るい動きも多くみられる。6月雇用統計は、過去の大幅な上方修正もあり、4～6月期まで3四半期連続で月当たり20万人程度の雇用増加を確保する極めて強い内容だった。加えて、低い伸びが続いてきた賃金情勢にも持ち直しの兆しが見られ、消費支出の裏付けとなる雇用・所得情勢は改善の動きを強めている。回復の続く住宅市場は、住宅投資の増加のみならず、建設関連雇用の拡大や耐久消費財の販売増加という経路を通じて米国経済をサポートする。また、景気回復を受けた歳入増等により財政赤字の縮小が鮮明になっている点も見逃せない。連邦政府債務は既に法定上限へ達しており、夏場以降、議会では債務上限引き上げを巡っての交渉が本格化する。しかし、既に財政状況が大幅に改善しているため、更なる赤字縮小策が講じられ経済活動を圧迫する可能性は小さい。

以上を踏まえると、増税や歳出削減の影響が薄れる2013年後半に、民需主導で米国経済の成長率は2%台半ばへ高まると見込まれる。年前半の低迷により2013年の実質GDP成長率は1.7%にとどまるが、2014年は2.4%へ高まると予想される。

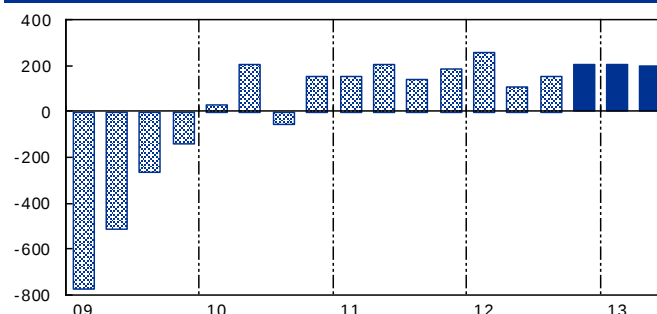
遡及修正もあり、6月雇用統計により3四半期連続での月当たり20万人超の雇用増加が示され、加えてデフインフレ脱却に繋がる賃金上昇も示唆されたため、「物価安定の下、労働市場の見通しが著しく改善するまで」との条件が充足されたとの判断に基づき、Fedは9月FOMCにおいて資産買入の縮小（Tapering）を開始する見込みである。但し、Fedは、米国経済が引き続き極めて緩和的な金融状況を必要としている点も繰り返し強調しており、利上げなど出口戦略への移行は慎重に進め、初回利上げの実施については2015年まで待つ可能性が高いだろう。

実質GDP成長率の推移と見通し（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

非農業部門雇用者数の推移（月当たり変化、千人）



（出所）U.S. Department of Labor

3. 経済動向分析

(1) 成長率予想の修正

4～6 月期は 1%成長に届かず

米国経済の 4～6 月期成長率は前期比年率 0.9%と、1～3 月期の 1.8%から更に低下し、3 四半期連続で潜在成長率と考えられる 2%台半ばを下回った見込みである。4～6 月期の低成長は、財政問題と海外需要の低迷によるところが大きい。昨年 10～12 月期と今年 1～3 月に 2 四半期連続で二桁減少を記録した国防支出が反動から一旦は下げ止まるため、政府支出は小幅減少にとどまったと考えられる。しかし、3 月 1 日から始まった強制歳出削減を巡る先行きの不透明感から、企業が在庫圧縮や投資抑制などに踏み切っており、財政問題がもたらした米国経済への悪影響は大きい。在庫投資は 4～6 月期の成長率を 0.4%Pt 押し下げ（1～3 月期は 0.6%Pt の押し上げ）、設備投資は前期比年率 1%強の低い伸びにとどまったと見込まれる（1～3 月期 0.4%）。

新興国や欧州の景気回復の遅れを受けて、輸出の持ち直しが鈍い。1～3 月期に落ち込んだ石油輸出の復元や一時的と考えられる宝飾品輸出の増加により、4～6 月期の輸出は前期比年率 5.6%と、表面的には高い伸びになる。しかし、昨年 10～12 月期 ▲2.8%、今年 1～3 月期 ▲1.1%と 2 四半期連続で減少した後としては、戻りが十分とは言えない。こうした輸出の持ち直しの鈍さが、上述した在庫投資圧縮や設備投資抑制の一因でもある。一方、輸入は 6.7%（1～3 月期 ▲0.1%）と 2011 年以降では最大の伸びを示し、輸出から輸入を控除した純輸出は成長率を 0.3%Pt 押し下げる見込みである（1～3 月期寄与度 ▲0.1%Pt）。

個人消費は、1～3 月期の前期比年率 2.6%が、4～6 月期は 1.5%へ減速したと予想する。自動車や家具を中心に耐久財消費こそ底堅く推移しているものの、非耐久財消費が振るわない。また、1～3 月期を押し上げたエネルギーサービス支出（電気代、ガス代）の増加が剥落した影響もある。

2013 年成長率予想を引き下げ

最終推計において 1～3 月期成長率が前期比年率 2.4%から 1.8%へ大幅に下方修正された点や、従来 1%台半ばと見込んでいた 4～6 月期成長率の 1%未満への下振れを踏まえ、2013 年成長率予想を従来の 1.9%から 1.7%へ下方修正した。但し、雇用所得環境が改善するなど個人消費の拡大に向けた準備は整っており、2013 年後半以降に米国経済が再加速すると見通しに変更はない。2014 年の成長率予想は 2.4%に維持する。

4～6 月期データの公表に際し、GDP 統計の基準改定が行われる。過去実績が変わり、成長率予想に影響を及ぼすほか、概念修正により GDP 実額が膨らみ、経常収支の名目 GDP 比などが大幅に変更される見込みである。

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	1.7	2.4
個人消費	1.8	2.5	1.9	2.0	2.2
住宅投資	▲3.7	▲1.4	12.1	13.6	9.4
設備投資	0.7	8.6	8.0	3.9	6.8
在庫投資（寄与度）	(1.5)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(0.1)
政府支出	0.6	▲3.1	▲1.7	▲2.7	▲3.0
純輸出（寄与度）	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
輸出	11.1	6.7	3.4	1.9	6.4
輸入	12.5	4.8	2.4	1.2	4.1
名目 GDP	3.8	4.0	4.0	2.8	3.7
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	202	229
経常収支（10億ドル）	▲449	▲458	▲440	▲432	▲416
(名目GDP比, %)	▲3.1	▲3.0	▲2.8	▲2.7	▲2.5
貯蓄率（%）	5.1	4.2	4.1	3.0	3.1
PCEデフレーター	1.9	2.4	1.8	1.0	1.6
コアPCEデフレーター	1.5	1.4	1.7	1.1	1.6
(Q4/Q4)	1.2	1.7	1.5	1.1	1.8
消費者物価	1.6	3.1	2.1	1.3	1.6
コア消費者物価	1.0	1.7	2.1	1.5	1.7

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

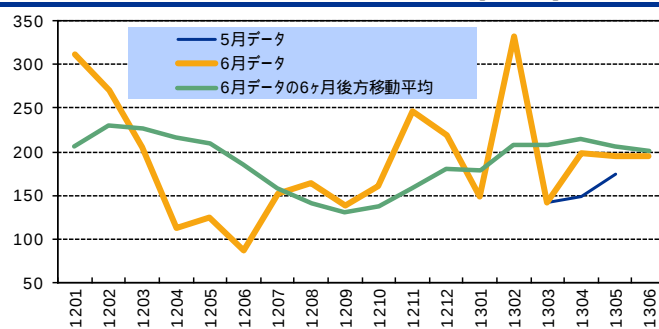
(2)雇用所得環境が改善

6月の非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll Employment）は前月差19.5万人と大幅に増加した。市場コンセンサスの16.5万人を大きく上回る。加えて、4月が14.9万人から19.9万人へ、5月は17.5万人から19.5万人へ合計7万人も上方修正されており、そうした遡及修正を含めれば、6月の雇用統計は極めて強い内容と言える。4～6月期の月当たり雇用増加は19.6万人となり、昨年10～12月期の20.9万人、今年1～3月期の20.7万人に続き、3四半期連続で20万人程度の雇用増加を確保した。こうした雇用情勢の改善は、2013年後半の成長再加速に向けて、米国経済の準備が整いつつあることを示すものと言える。

4～6月期NFPの内訳を見ると、民間が19.9万人（1～3月期21.2万人）、政府は▲0.3万人（1～3月期▲0.5万人）である。自動歳出削減の発動にも関わらず、政府部門の雇用減少がマイルドなのは、地方政府（州＋地方自治体）の貢献によるものである。6月こそ前月差▲0.2万人と4ヶ月ぶりの減少に転じたが、4～6月期では月当たり0.4万人（1～3月期0.4万人）と2四半期連続で増加した。景気回復や住宅市場の持ち直しを受けた財政収支の改善を映じた動きと考えられる。また、連邦政府に限っても、4～6月期に郵便部門の人員減少が止まった影響がある。郵便部門を除いた連邦政府の雇用者数は、4～6月期に月当たり▲0.7万人（1～3月期▲0.5万人）と減少幅が拡大し、金融危機以降で最悪を記録した（国勢調査要因を除く）。歳出削減による悪影響は、連邦政府への依存度が高い地域（たとえばワシントンD.C.）を中心に鮮明である。但し、地方政府や以下で述べる民間サービス部門の雇用増加によりカバーされている。

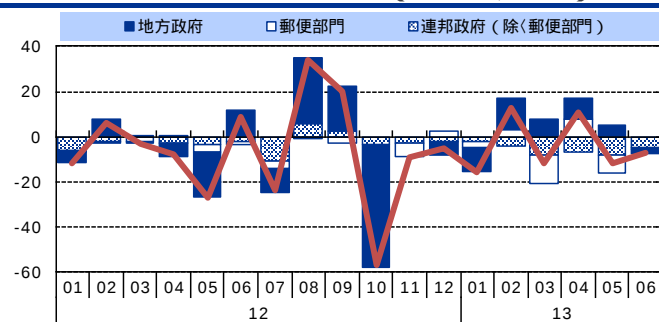
4～6月期の民間部門の雇用者数は、財生産部門が月当たり▲0.3万人増加（1～3月期4.3万人）とほぼ横ばいへ減速する一方、サービス部門の雇用者数の伸びが20.2万人（1～3月期16.9万人）へ加速した。財生産部門では、海外需要の低迷などをを受けて製造業が減少（1～3月期1.1万人→4～6月期▲0.7万人）、また建設業も非居住建設などを中心に減速した（1～3月期2.9万人→4～6月期0.4万人）。サービス部門では、減速こそしたとは言え、底堅い個人消費を反映し、小売（1～3月期

非農業部門雇用者数の前月差（千人）



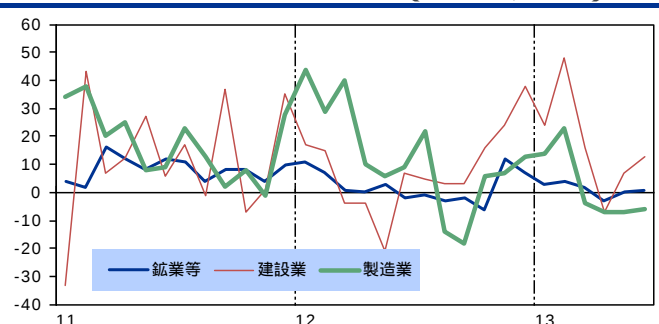
（出所）U.S. Department of Labor

政府部門雇用者数の推移（前月差、千人）



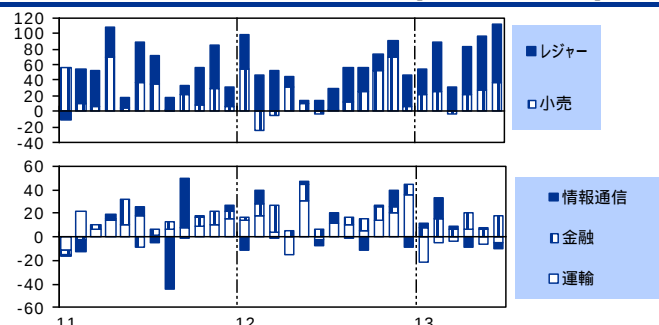
（出所）CEIC

財生産部門の雇用者数推移（前月差、千人）



（出所）CEIC

サービス部門の雇用者数推移（前月差、千人）



（出所）CEIC

1.5 万人→4～6 月期 2.9 万人)やレジャー(1～3 月期 4.2 万人→4～6 月期 6.8 万人)が好調だった。一方、製造業の減速により運輸(1～3 月期▲1.1 万人→4～6 月期▲0.2 万人)は振るわなかった。

家計データに基づく、6 月の失業率は 5 月から横ばいの 7.56%だった。雇用者数は前月差 16.0 万人(5 月 31.9 万人)と増加したものの⁵、労働力人口が 17.7 万人(5 月 42.0 万人)と雇用者数を上回る伸びを示したため、失業者が減少せず(6 月 1.7 万人)、失業率は不変である。人口に占める労働力人口の割合を示す労働力率が 63.5%(5 月 63.4%)へ、人口に占める雇用者数の割合を示す雇用率も 58.7%(5 月 58.6%)へ上昇しており、(失業率は上昇していないが)6 月は「良い失業率の上昇」に分類される動きと言えるだろう。

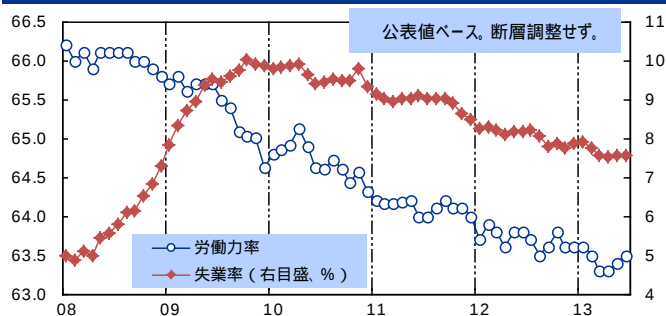
6 月は賃金動向にも明るい動きが見られた。6 月の平均時給は全労働者ベースで前月比年率 5.1%(5 月 1.0%)、製造及び非管理労働者ベースでも 3.0%(5 月 1.2%)へ伸びが高まった。12 ヶ月前比で見ても、全労働者ベースは 2.2%(5 月 2.0%)と 2011 年 7 月以来の高い伸びである。未だ、先行きを楽観視はできないが、雇用者数の伸びが安定してきている点を勘案すれば、賃金伸び率も底入れした可能性があるだろう。これは、サービス価格の押し上げを経由して、米国経済のデスインフレ脱却に繋がる。

(3)個人消費は低調だったが

過去一ヶ月において、多くのエコノミストが現状判断の大幅な修正を余儀なくされたのが個人消費である。6 月 26 日に公表された GDP の改訂に際し、1～3 月期の個人消費支出が前期比年率 3.4%から 2.6%へ大幅に下方修正され、同時に 4～6 月期へ向けての発射台(いわゆるゲタ)も大きく引き下げられたためである。従来、前期比年率に換算したベースで 1～3 月期平均を 2%弱も上回っていた 4～5 月平均の消費水準が、改訂後は 1.2%上回る程度まで一気に引き下げられたのである。

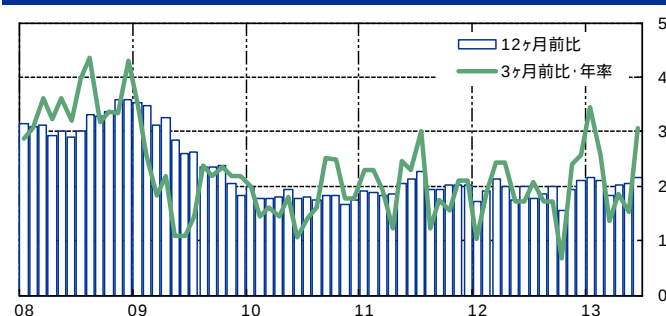
加えて、6 月の消費データも期待外れの内容にとどまっている。6 月の小売・飲食サービス売上高(以下、小売売上高)は前月比 0.4%(5 月 0.5%)と 3 ヶ月連続で増加したものの、市場コンセンサスの 0.8%は大きく下回った。小売売上高から、変動の大きな自動車や建設資材、ガソリン販売を除いた、いわゆるコア小売売上高で見ると、0.1%(5 月

労働力率と失業率の推移(%)



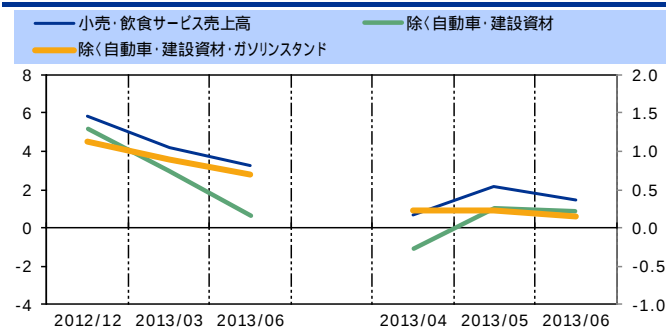
(出所)CEIC

平均時給の推移(全労働者、%)



(出所)CEIC

小売・飲食サービス売上高(前期比年率、前月比、%)



(出所)Department of Commerce

⁵ NFP と同概念に調整したベースでは 6 月に前月差 35.0 万人(5 月 34.4 万人)。

0.2%)と1月以来の低い伸びである⁶。

6月の低調もあり、4～6月期のコア小売売上高は前期比年率2.8%（1～3月期3.5%）に減速した。小売売上高全体でも3.3%（1～3月期4.2%）への鈍化であり、4～6月期の個人消費の減速を明確に示唆している。インフレ率が鈍化しているため、実質ベースで見れば名目ベースほどの減速とはなっていない点を勘案しても、GDPベースの個人消費は1～3月期の前期比年率2.6%が、4～6月期に1.5%程度へ減速した見込みである⁷。

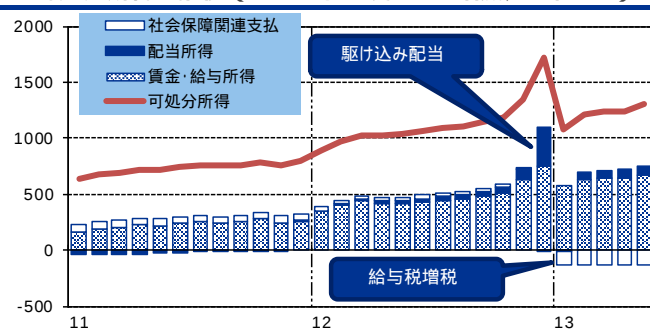
しかし、7～9月期以降の米国経済、特に個人消費については期待が持てる。

まず、5月に個人所得は前月比0.5%（4月0.1%）と高い伸びを示した。これは年率換算では6.3%に相当し、昨年の年間平均である前年比3.7%や一昨年の5.1%を上回る極めて強い内容である。内訳を見ても、所得の基幹を担う雇用者報酬が、民間賃金の増加により前月比0.3%（4月0.1%）と増加し、全体を押し上げた。既に述べたように6月も雇用情勢は堅調、更に賃金は伸びを高めており、雇用・所得情勢の改善が明確化しつつある。

こうした所得全体の増加を映じて、可処分所得も前月比0.5%（4月0.1%）と増加した。また、可処分所得の伸びが、上述の消費支出を上回ったことから、貯蓄率は4月の3.0%が5月は3.2%へ上昇している。貯蓄率は、昨年末に増税前の駆け込み配当などによる所得増加を受けて上昇した後、その反動から2013年初めに急低下した。そうした反動が薄れた後も天候不順によるエネルギー支出増加に圧迫され、貯蓄率は低水準が続いていたが、5月には概ね昨年前半の水準へ復帰している。

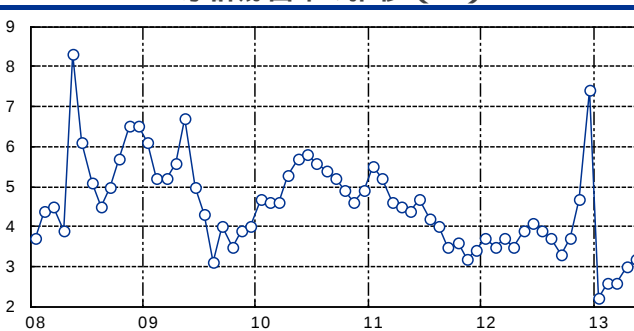
雇用・所得環境は改善しつつあり、1～3月期に大幅な低下を示した貯蓄率の水準も既に2012年前半と並ぶところまで回復した。つまり、更なる貯蓄積み増しが必要な状況ではなく、貯蓄が支出を圧迫する懸念は少ない。消費者マインドも4～6月期に急速な改善を見せた後、7～9月期に入っても高い水準を維持している。2013年後半の個人消費支出は、所得増加やマインド改善に支えられるかたちで、再び伸びを高めると見込まれる。

可処分所得の推移（2008年12月からの増減、10億ドル）



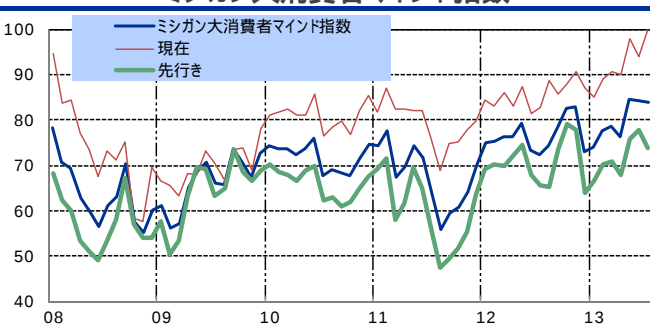
(出所) Department of Commerce

家計貯蓄率の推移 (%)



(出所) Department of Commerce

ミシガン大消費者マインド指数



(出所) Univ. Michigan, Thomson Reuters

⁶ 6月小売売上高の詳細は7月16日付「6月の米小売は期待外れ、4～6月期の米国経済は低成長に」を参照。

⁷ サービス消費の鈍化も4～6月期の消費押し下げに寄与した。

(4)住宅市場は回復継続

住宅市場の回復が継続している。新築と中古を合算した住宅販売合計は 5 月に前月比 4.0%と大幅に増加し年率 565.6 万戸と、政府による販売支援策で押し上げられた 2009 年秋を除けば、2007 年以来的水準に達した。住宅価格上昇を受けて供給が拡大しつつあることも、販売増加に寄与している。住宅価格は未だ水準こそ極めて低いが、代表的な住宅価格指数である S&P ケース・シラー住宅価格指数の 4 月前年比が 12.1% (3 月 10.9%) に達するなど、上昇が加速している。

トピックスで示したように、今後はモーゲージ金利の上昇が、住宅ローン負担の拡大を通じて、トータルすれば住宅市場にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。しかし、短期的には寧ろ金利先高感を受けた駆け込み需要が住宅販売を押し上げる可能性が高い。既に、そうした動きは経済データにも現れており、住宅デベロッパーの景況感を示す NAHB 市場指数を見ると、最新 7 月データが 57 (6 月 51、50 が中立) と大幅に上昇し、2006 年 1 月以来の高水準に達している。

住宅市場の回復は継続するが、住宅投資の増勢は今後鈍る可能性が高い。先行指標である住宅着工が 6 月に前月比 ▲9.9% と急減したためである。内訳を見ると、賃貸向けを中心とした共同住宅が ▲26.2% (28.2%) と落ち込んだ影響が大きい。

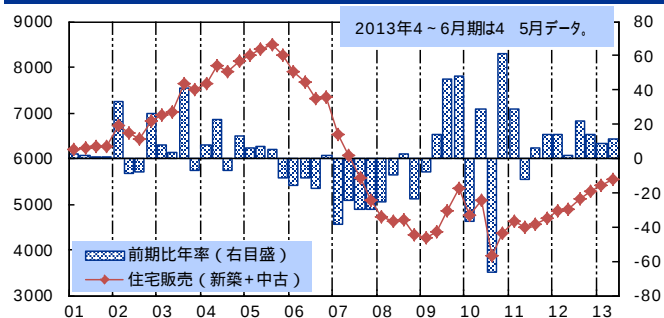
米国民の賃貸志向の強まりを受けて、共同住宅に対する投資は一戸建てに先行して回復し、共同住宅の着工は既に住宅バブル崩壊前の水準に近いところまで持ち直した。一方、賃料の上昇により、購入対比での賃貸の割安感は消えており、米国民の賃貸志向が更に高まるとは考えにくい。そのため、共同住宅に対する住宅投資は頭打ちとなる可能性が高いだろう。一戸建については今後も増勢が維持される見込みだが、共同住宅の頭打ちにより住宅投資全体の増勢は鈍ると考えられる。

(5)輸出には頼れない

米国経済は外需、つまり輸出には頼ることのできない状況が続いている。

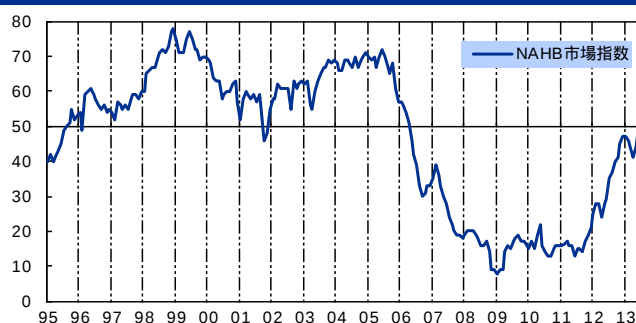
貿易統計における実質財輸出は昨年後半に 2 四半期連続で減少した。その後、2013 年 1~3 月期に前期比年率 1.8% と小幅増加へ転じ、更に 4~5 月平均は前期比年率換算で 1~3 月期を 5.9% 上回る水準にあり、回復しているように見える。しかし、4~5 月平均の持ち直しのほとんどは 1~3 月期に石油輸出が落ち込んだ反動に過ぎない (1~3 月期前期比年率 ▲28.6% → 4~5 月平均の 1~3 月期対比 28.3%、

住宅販売動向 (年率換算、千戸、%)



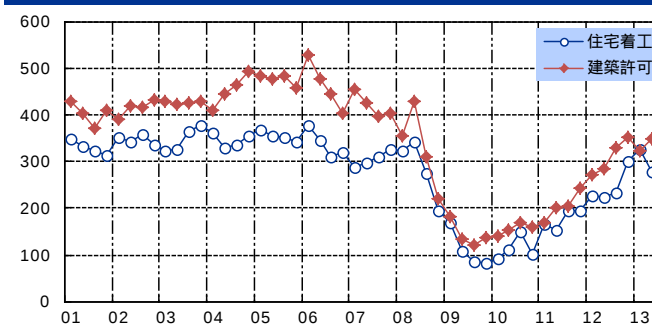
(出所) Department of Commerce, NAR

住宅デベロッパーの景況感 (NAHB市場指数、中立=50)



(出所) NAHB

建築許可と住宅着工：共同住宅 (年率換算、千戸)



(出所) Department of Commerce

寄与度は1～3月期▲1.8%Pt→4～5月平均の1～3月期対比1.4%Pt)、非石油輸出に限れば、1～3月期前期比年率5.0%から4～5月平均の1～3月期対比は4.2%へ寧ろ減速している。

更に、4～6月期に入ってから非石油輸出の増加は一時的と考えられる宝飾品輸出の急増により押し上げられており、実勢は極めて弱い。実質ベースでの品目データが限られるため、名目ベースとなるが、宝飾品と燃料油を除くと、4～5月平均の輸出は極めて低調に推移している。

こうした輸出の低調は、言うまでもなく、新興国や欧州を中心とした海外経済の低調推移を映じたものであり、製造業に悪影響を及ぼしている。

(6) 製造業が失速

製造業の景況感を示すISM製造業指数は6月に50.9(5月49.0、)となり、2ヶ月ぶりに中立水準の50を上回った。しかし、4～6月期平均は50.2と中立水準すれすれにとどまり、1～3月期平均の52.9から急低下、また金融危機以降では2009年4～6月期の42.3以来の最低水準である。

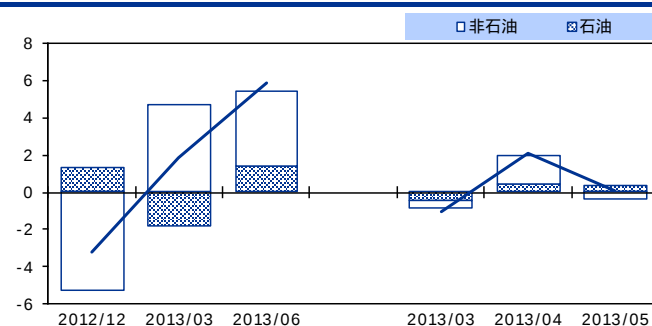
製造業の低調は鉱工業生産の動きからも確認できる。6月の鉱工業生産は前月比0.3%(5月0.0%)と3ヶ月ぶりに増加した。5月に天候好転に伴う需要減少から落ち込んだ電気・ガス生産が下げ止まり(5月▲2.8%、6月▲0.1%)、また製造業生産は小幅ながらも拡大ペースが加速した(5月0.2%、6月0.3%)。このように足元では若干の復調も示されているが、鉱工業生産の4～6月期は前期比年率0.6%(1～3月期4.2%)へ急減速、製造業生産に至っては▲0.2%(1～3月期5.1%)と僅かながらも減少へ転じた。概ねISM指数と同様の低調推移である。

こうした4～6月期の製造業の低調推移の背景には、財政問題や輸出低迷を受けた企業による在庫圧縮の動きがあると考えられる。在庫圧縮が、生産の抑制に繋がっているのである。

(7) 設備投資は低空飛行

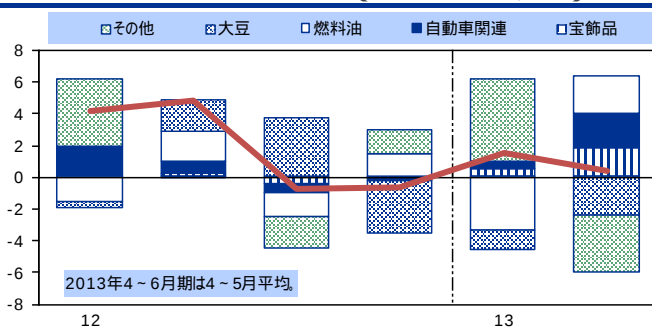
1～3月期の前期比年率0.4%に続き、4～6月期も設備投資は低い伸びにとどまった模様である。機器投資の一致指標である非国防資本財受注(除く航空機)は5月こそ前月比1.9%(4月▲2.1%)と

実質財輸出の推移(前期比年率、前月比、%)



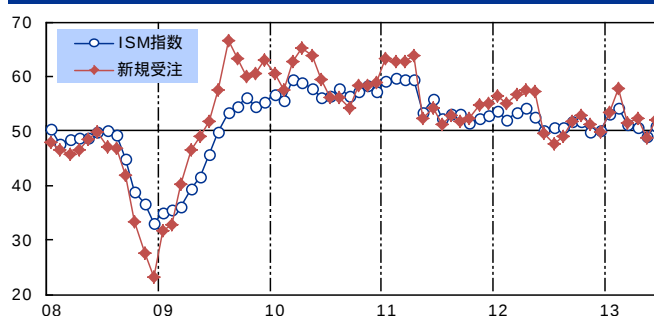
(出所)CEIC

名目輸出の品目別推移(前期比年率、%)



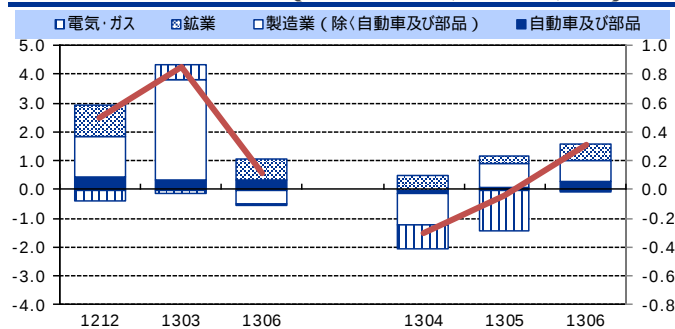
(出所)CEIC Data

ISM製造業指数(中立=50)



(出所)Institute for Supply Management

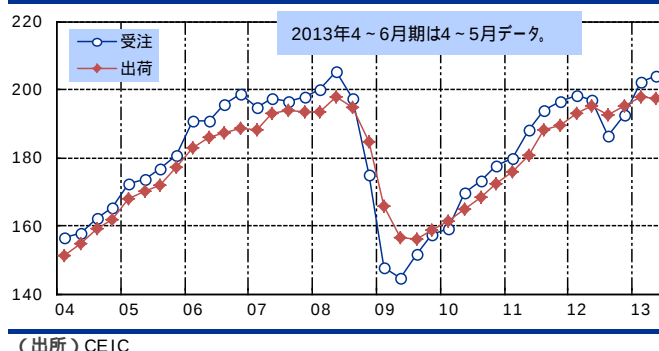
鉱工業生産の推移(前期比年率、前月比、%)



(出所)FRB

増加したものの、4～5月平均は1～3月期の水準を若干下回っており、機器投資が1～3月期の前期比年率4.1%から更に減速した可能性を示唆している。また構築物投資の一致指標である民間非居住用建設支出も5月に前月比▲1.4%（4月0.6%）と落ち込んだ。4～5月平均は1～3月期の水準を上回っており、1～3月期の前期比年率▲31.4%もの急減からは持ち直すものの、力強さは感じられない。

非国防資本財（除く航空機）の受注と出荷（10億ドル）



但し、先行きについては明るい動きが見られる。機器投資の先行指標である非国防資本財出荷（除く航空機）は5月に前月比1.5%（4月1.2%）と3ヶ月連続で増加した。4～5月平均は1～3月期平均を前期比年率換算で4%程度上回っており、3四半期連続の増加を記録する可能性が高い。2013年後半には設備投資も徐々に増勢を強める見込みである。

(8) 財政赤字が更に縮小

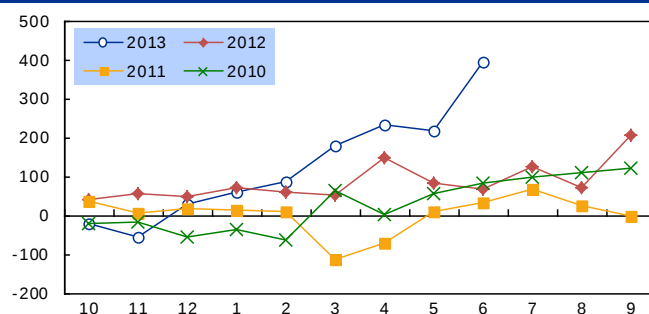
米国の財政赤字は、縮小傾向が更に鮮明である。

2013会計年度（2012年10月～2013年9月）の2013年6月まで9ヶ月間の累計をみると、財政赤字は前年同期との比較で3,944億ドルも縮小した。縮小幅が、前月5月時点の2,182億ドルから1.8倍に膨らんでおり、6月に財政赤字の削減が大きく進捗したことが分かる。参考までに、当社が（累積データではなく）季節調整を施し年率換算したベースで見ると、4～6月期の赤字幅は1～3月期から半減、2012会計年度の四分の一にまで縮小している。

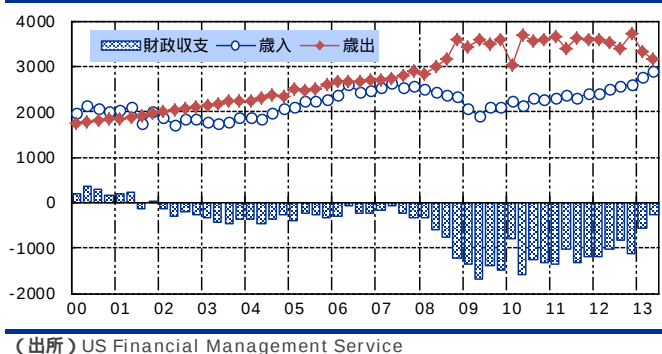
こうした6月の財政赤字の縮小には、カレンダー要因により6月分の歳出が5月に前倒しされた一時的な要因や、2012年末での社会保障税（給与税）の減税終了や2013年からの高所得者増税といった制度要因が含まれる。ただ、財政赤字削減をもたらしている最大の要因は、景気回復である。家計や企業の所得増加による歳入拡大に加え、住宅市場住宅公社（Fannie MaeとFreddie Mac）からの公的資金回収（歳出減として計上される）が、財政赤字の削減に寄与している。

既に米国連邦政府は法定債務上限⁸に達しており、財務省は追加的な資金調達ができない状況にある。非常手段によるやり繰りで10月頃までは連邦政府の資金繰りに支障は生じない見込みだが、8月頃から議会では債務上限の再引き上げを巡る議論が再び活発化すると考えられる。共和党は、

月次財政収支前年差～収支（会計年度累計、10億ドル）



連邦財政収支の推移（季調値、年率、四半期、10億ドル）



⁸ 厳密には2月に上限に達していたが、5月まで上限自体が停止されていた。5月の上限復活により即座に上限に達した。

上限引き上げ問題を、再び駆け引きの材料とするはずである。しかし、財政状況が既に大きく改善していることに鑑みれば、経済的のみならず政治的な観点においても財政問題の重要度は低下しており、共和党側が折れる以外の選択肢はないだろう。

(9) ディスインフレ脱却の兆しはあるが...

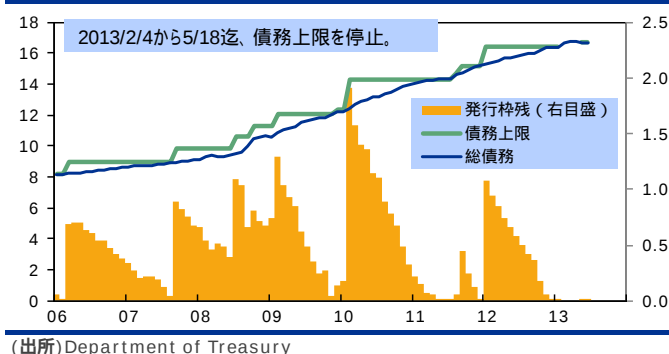
6月の消費者物価指数(CPI)は前月比0.5%(5月0.1%)と大幅に上昇し、前年比も1.8%(5月1.4%)と直近のボトムである4月の1.1%から大きく高まった。但し、食料及びエネルギーを除いたコアCPIの伸びは前月比0.2%(5月0.2%)と前月から変わっていない。コアCPIに含まれないエネルギー価格が6月に前月比3.4%(5月0.4%)と久方ぶりに大きく伸びを高めたことが物価上昇の主因である。エネルギー価格だけでCPI前月比を0.33%Pt(5月0.04%Pt)も押し上げている。また、6月は食料も0.2%(5月▲0.1%)と上昇に転じたが、寄与は軽微である。

エネルギーの内訳を見ると、ガソリン価格が前月比6.1%(5月0.0%)と上昇し全体を押し上げている。その一方で、シェール革命などの寄与もあり、電力価格は0.2%(5月0.8%)に伸びが鈍化し、ガス価格は▲0.4%(5月2.4%)と低下するなど、総じて安定した推移が続いている。なお、6月のガソリン価格は、原系列では0.6%とほぼ横ばいだが、季節調整により大きく押し上げられた。

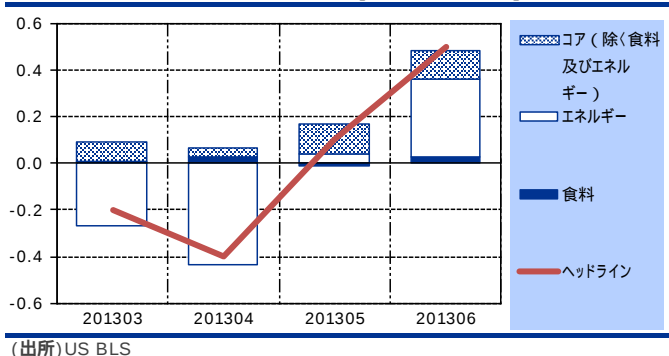
コアCPIの内訳を見ると、衣料品を中心に財が前月比0.2%(5月0.0%)へ伸びを高め、またサービスは0.2%と前月並みの伸びを維持した。なお、Fedが一時的要因⁹として認識する医療費を見ると、6月は0.4%(5月▲0.1%、4月▲0.0%)と3ヶ月ぶりに上昇、前月比ペースでの押し下げ寄与が解消した。なお、CPI全体に対する寄与度で見ると0.04%Ptの変化(5月▲0.009%Pt→6月0.032%Pt)である¹⁰。

3月、4月はサービス価格を中心にコアCPIが低下し、ディスインフレに対する懸念が強まったが、5月以降は財・サービス共に幾分持ち直しつつあ

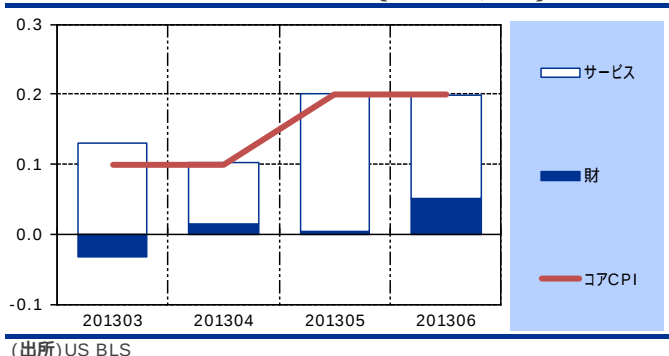
連邦債務残高と上限(兆ドル)



CPI寄与度分解(前月比、%)



コアCPI寄与度分解(前月比、%)



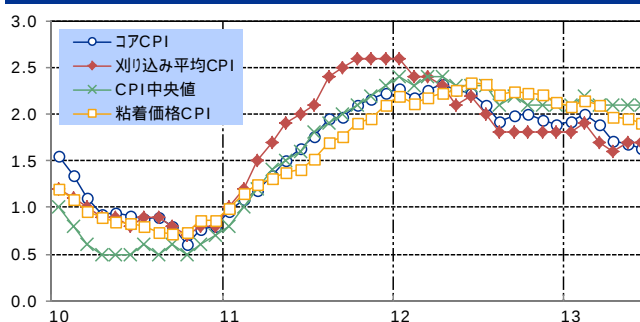
⁹ 6月FOMCのMinutesにおいて、財政支出削減の影により医療費の価格が下落した点が指摘されている。

“Partly reflecting some transitory factors, such as a one-time reduction in Medicare prices associated with the federal government spending sequestration, consumer prices excluding food and energy only edged up in April but rose slightly more in May.”

¹⁰ 前年比ペースの寄与度を見ると、3月時点が0.22%Pt、6月時点が0.15%Ptである。従って0.07%Pt程度の押し下げ寄与が一年間(～2014年5月)残ると考えられる。

る。しかし、コアCPIの前年比は6月に前年比1.6%（5月1.7%）へ低下、未だ下げ止まったとはいえない。トレンド指標を見ても、刈り込み平均CPI、CPI中央値の12ヶ月前比は前月から変わらずだが、粘着価格CPIは1.9%（5月2.0%）に低下した。デスインフレからの脱却に向けた兆しは見られるものの、賃金上昇率の行方を含め、インフレ基調の見極めにはなお時間を要すると言える。

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）



（出所）CEIC Data

4. 金融政策：建設的な曖昧さと透明性向上のトレードオフ

Tapering 開始条件を充足

6 月雇用統計が示した 3 四半期連続での月当たり 20 万人程度の雇用増は、a)現在の月当たり 20 万人弱の生産年齢人口増加や 63%台の労働力率、b) 6 月 FOMC 以前の月当たり 20 万人の雇用増加を重視していた FOMC 関係者発言等に基づけば、FOMC 公表文に掲げられる資産買入継続条件である「物価安定の下、労働市場の見通しが著しく改善するまで (until the outlook for the labor market has improved substantially)」の労働市場部分を、充足するものとして位置づけられる。また、賃金上昇に関しても明るいデータが見られており、デフレーション懸念に近い将来に払拭されるとの主張も、何とか可能である。極めて強い 6 月雇用統計により、データ上は 7 月 FOMC での資産買入縮小 (Tapering) の開始も可能になったと言える。

ただし、ここで「6 月 FOMC 以前」と断ったのは、6 月 FOMC 後のバーナンキ議長の記者会見によって、(少なくとも初回利上げまでの期間においては) 労働市場の回復を FOMC 関係者による失業率見通しの達成 (可能性) によって判断する方向性が提示されていたためである。労働市場の動向は総合的に解釈すべきであり、判断を失業率や雇用者数といった特定指標に依存することは好ましくない。ただ、金融政策における分かりやすさを重視する観点から、6 月の記者会見においてバーナンキ議長は、あえて資産買入縮小 (tapering) の開始と失業率見通しを強く結びつけた。失業率に関する 6 月 FOMC 見通しは 2013 年 10~12 月期において 7.2~7.3%であるが、後述するシミュレーションが示すように、6 月雇用統計により、必ずしも容易に達成できるものではなくなっている。

失業率見通し達成に必要な雇用増加

達成が容易でなくなったのは、ひとえに労働力率が上昇したためである。労働力率の上昇は、労働市場の回復が労働意欲を喚起する水準まで達したことを意味し、本来は歓迎されるべきははずのものである。Fed 自身も前回 3 月 FOMC までは将来の労働力率の上昇をある程度織り込むかたちで見通しを示していた。しかし、6 月 FOMC に至り、労働力率の回復に対して悲観的な方向へ考えを修正し、失業率見通しを引き下げた (2013 年 10~12 月期見通し: 3 月時点 7.3~7.5%→6 月時点 7.2~7.3%)。

つまり、労働力率回復による「良い失業率上昇」を見込まない方向へスタンスを改めたのである。ところが、実際には、労働力率は持ち直しの動きを示しつつある。

労働力率の上昇が今後も続けば、雇用者数が現在の増加ペースを維持しても失業率は緩やかにしか低下せず、FOMC 見通しの達成が困難となりうる。簡単なシミュレーションで確認しよう。2 ヶ月連続で上昇し 6 月に 63.46%となった労働力率が再び 63.3%程度まで低下する場合には 12 月に失業率 7.2%を達成するために毎月の非農業部門雇用者数 (NFP: Nonfarm Payroll Employment) の増加は 15 万人程度で足りる。一方、労働力率が 63.46%

2013年6月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(%)	2013	2014	2015	Longer run
成長率	2.3 2.6	3.0 3.5	2.9 3.6	2.3 2.5
前回見通し	2.3 2.8	2.9 3.4	2.9 3.7	2.3 2.5
失業率	7.2 7.3	6.5 6.8	5.8 6.2	5.2 6.0
前回見通し	7.3 7.5	6.7 7.0	6.0 6.5	5.2 6.0
PCEデフレーター	0.8 1.2	1.4 2.0	1.6 2.0	2.0
前回見通し	1.3 1.7	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.2 1.3	1.5 1.8	1.7 2.0	-
前回見通し	1.5 1.6	1.7 2.0	1.8 2.1	-

(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	3	14	1
前回見通し	1	4	13	1

(出所) FRB

で横ばいの場合には現在と同様の 20 万人の NFP 増加が 12 月まで継続する必要がある。さらに、労働力率が 63.58% へ（僅か 0.12Pt だが）上昇する場合には 23 万人を超える NFP 増加が求められる。

の労働力率低下シナリオの達成はハードルが低い、は現在と同様の雇用増加があと半年、に至っては更なる増勢加速が必要であり、失業率見通しの達成を容易とはできない。また、GDP 見通しの達成も危ぶまれている。今月末に 4～6 月期 GDP 一次推計値（Advance Estimate）の公表と同時に進行される大規模な遡及改定¹¹により前提が変わる可能性は否定できないが、4～6 月期成長率が年率 1% を下回る可能性が高い点に鑑みれば、年後半の急加速を勘案しても、2013 年 10～12 月期の GDP 見通しである前年比 2.3～2.6% を達成するためのハードルは極めて高い。インフレ見通しは大幅に引き下げられたため達成出来そうだが、6 月 FOMC で示された失業率と成長率の見通しは未達リスクが相当に存在すると言える。

労働力率と雇用者数のシミュレーション

6月労働力率(%)		63.46		
12月労働力率(%)		▲ 0.02/月	± 0.0	+ 0.02/月
		63.34	63.46	63.58
12月の失業率7.2%に必要な毎月の雇用増	家計調査(千人)	157	202	248
	非農業部門雇用者数(千人)	147	190	233

家計調査の雇用者数の94%相当が非農業部門雇用者数と仮定している。
(出所)BLS

建設的な曖昧さと金融政策の分かりやすさのトレードオフ

以上を考えると、Tapering を十分に正当化できる雇用改善を手にしたにもかかわらず、FOMC は Tapering の開始に関して、自らが作り出した迷路に入り込んだ可能性がある。これは、スムーズな金融政策運営に必要な「建設的な曖昧さ」とバーナンキ議長が追求してきた「金融政策の分かりやすさ」との間において、ある種のトレードオフが生じているためである。

バーナンキ議長が 7 月 10 日の NBER 講演¹²で述べたように、Fed は金融政策の透明性向上を目指しており、その方策の一つとして経済見通しの公表や議長の記者会見を議長自身が開始した。透明性の向上による分かりやすい金融政策はコミュニケーションの強化を通じて、実体経済や金融市場に及ぼす効果を強めることが期待される。しかし、複雑なメカニズムを有する実体経済や多様な波及経路を有する金融政策を、分かりやすく説明するためには思い切った単純化が必要であり、失われる部分も多い。つまり、スムーズな金融政策運営のために本来必要な「建設的な曖昧さ」が失われるリスクを孕んでいる。今回の雇用環境を巡る判断基準を巡る問題も、そうしたトレードオフの一つと言える。

市場の期待コントロールを重視し、9 月 FOMC から Tapering 開始か

既に述べたように、予想を上回る 6 月の雇用増加と遡及しての大幅な上方修正などにより、7 月末に開催される FOMC での Tapering 開始も十分に可能な情勢にある。しかし、6 月 FOMC 後のバーナンキ議長の記者会見との整合性上、その場合には見通し達成を前提とする必要がある。従って、7 月に Tapering を開始した後、9 月 FOMC において、成長率や失業率の見通しを下方修正¹³するようなことがあれば、自らの信認に傷が付きかねない。では、9 月まで待つてはどうか。この場合も僅か 3 ヶ月での方針修正との印象は拭えないが、見通しの下方修正に関し、記者会見という説明の機会が与えられる。更に、10 月まで待つと、労働市場参加意欲の推移や GDP の基準改定を踏まえ 9 月時点で見通

¹¹ 7 月 31 日に、米 BEA は研究開発費などを GDP に計上するなど推計方法の変更を含む大規模改訂を行う予定である。

¹² “A Century of U.S. Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability”, Ben S. Bernanke, July 10, 2013

¹³ FOMC は経済見通しを 3,6,9,12 月の 4 回示す。

2013年FOMCのスケジュール

2013/01/29-30	
2013/03/19-20	SEP,記者会見
2013/04/30-05/01	
2013/06/18-19	SEP,記者会見
2013/07/30-31	
2013/09/17-18	SEP,記者会見
2013/10/29-30	
2013/12/17-18	SEP,記者会見

FOMCは年8回。

(出所)FRB

しを修正した後のTapering開始になる。情勢変化に応じて修正した 9 月見通しの達成度合いの高まりを見極めた上でTapering開始というロジックは分かりやすい。ただ、6 月雇用統計が労働市場の真の回復を示しているとすれば、金融政策運営上は「Behind the Curve (後手に回る)」となりかねない。

Taperingの開始タイミングとして 7 月FOMC、9 月FOMC、10 月FOMCのいずれも一長一短であり、非公式な手段により補完する必要がある。まず 7 月FOMCと 9 月FOMCにおける開始に際しては、FOMC関係者が講演等において、事前に労働市場の回復について説明することが必要であろう。失業率高止まりの原因である労働力率見通しの上振れを認めることが最も有効と言える。この点に関して、バーナンキ議長自らが 7 月 17～18 日の議会証言¹⁴において示した認識が、参考になる。Taperingではなく、将来の利上げに関するForward Guidanceについての部分だが、「労働参加率の低下に伴う寄与が、失業率低下の相当部分を占める場合には十分な雇用改善と見做さない」との例を、議長は挙げている。一方、10 月FOMCでの開始は、開始がBehind the Curveであっても、イールドカーブにおける織り込み度合いに応じて、Taperingのペースを速めることにより補完できる。

いずれも、十分にありうるシナリオであり、裏を返せば FOMC にとって選択肢は多い。ただ、6 月 FOMC の議事要旨 (Minutes) によれば、(投票権者以外を含めた) FOMC 全体では Tapering 開始に向けたマグマが相当に溜まっており、そうした FOMC の委任により、6 月 FOMC 後の記者会見においてバーナンキ議長が、Tapering 開始のタイミングに言及した点は無視できない。7 月にも可能な Tapering 開始を 10 月へ 3 ヶ月も先送りし、Central Banker として誰も望まない Behind the Curve の謗りを自らの任期の最後に甘受することを良しとはしないだろう。退任してしまえば、その後の金融政策による汚名返上も出来ない。一方、7 月の開始は、多くの FOMC 関係者が最も避けたいと考えられる「Fed が出口戦略の実行を急ぐとの印象」を市場に与え、後任の金融政策運営に禍根を残すリスクがある。結局のところ、議会証言や FOMC 関係者の講演により労働市場の状況などに関して丹念な説明を行いつつ、9 月 FOMC において Tapering 開始を決定というのが最終的に選択されるシナリオに思われる。従来、当社は Tapering の 10 月開始をメインシナリオとしていたが、冒頭で述べたように雇用情勢に関して予想を上回る改善が (遡及して) 示され、安定的な 20 万人の雇用増加が前倒して達成された点と、賃金情勢にも明るい動きがみられる点を踏まえ、9 月の開始見通しへ修正する。

¹⁴ “For example, if a substantial part of the reductions in measured unemployment were judged to reflect cyclical declines in labor force participation rather than gains in employment, the Committee would be unlikely to view a decline in unemployment to 6-1/2 percent as a sufficient reason to raise its target for the federal funds rate.” Ben S. Bernanke, Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, July 17, 2013

【米国主要経済指標】

	Q3-12	Q4-12	Q1-13	Q2-13				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	5.9	1.4	3.1					
実質GDP	3.1	0.4	1.8					
個人消費	1.6	1.8	2.6					
住宅投資	13.6	17.5	14.0					
設備投資	▲1.8	13.1	0.4					
政府支出	3.9	▲7.0	▲4.8					
輸出	1.9	▲2.8	▲1.1					
輸入	▲0.6	▲4.2	▲0.4					
経常収支(10億ドル)	▲107	▲102	▲106					
名目GDP比(%)	▲2.7	▲2.6	▲2.7					
	Q3-12	Q4-12	Q1-13	Q2-13	Mar-13	Apr-13	May-13	Jun-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	2.3	10.6	▲7.7		0.2	0.1	0.5	
消費者信頼感	65.0	70.4	62.8	74.9	61.9	69.0	74.3	81.4
小売売上高	5.1	5.8	4.2	3.3	▲0.3	0.2	0.5	0.4
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.3	4.5	3.5	2.8	0.3	0.2	0.2	0.1
鉱工業生産	0.3	2.5	4.2	0.6	0.2	▲0.3	▲0.0	0.3
住宅着工件数(年率換算、千件)	781	896	957	872	1005	852	928	836
中古住宅販売戸数	22.0	13.9	3.9		▲0.2	0.6	4.2	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	5.4	4.5	4.7		4.7	5.2	5.1	
非国防資本財受注(除く航空機)	▲19.6	13.8	21.4		1.1	1.2	1.5	
民間非居住建設支出	11.1	27.3	▲31.4		0.4	0.6	▲1.4	
貿易収支(10億ドル)	▲129	▲127	▲124		▲37	▲40	▲45	
実質財収支(10億ドル、2009年基準)	▲148	▲147	▲143		▲45	▲47	▲52	
実質財輸出	▲1.8	▲3.2	1.8		▲1.1	2.1	0.1	
実質財輸入	0.5	▲2.7	▲2.0		▲3.9	3.2	3.1	
ISM製造業指数(四半期は平均)	50.9	50.6	52.9	50.2	51.3	50.7	49.0	50.9
ISM非製造業指数(四半期は平均)	54.1	55.1	55.2	53.0	54.4	53.1	53.7	52.2
失業率(%)	8.0	7.8	7.7	7.5	7.6	7.5	7.6	7.6
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	152	209	207	196	142	199	195	195
民間雇用者数(前月差、千人)	142	232	212	199	154	188	207	202
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	2.0	2.1	1.8	2.0	2.0	2.2
消費者物価(前年比、%)	1.7	1.9	1.7	1.4	1.5	1.1	1.4	1.8
コア消費者物価(前年比、%)	2.0	1.9	1.9	1.7	1.9	1.7	1.7	1.6
PCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.6	1.2		1.0	0.7	1.0	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.6	1.5	1.3		1.2	1.1	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(%)	0.26	0.26	0.26	0.33	0.26	0.23	0.25	0.33
10年債利回り(%)	1.72	1.72	1.96	2.30	1.96	1.76	1.93	2.30
名目実効為替レート(1997/1=100)	99.2	99.0	100.7	101.6	100.7	100.3	100.8	101.6
ダウ工業株30種平均	13437	13104	14579	14910	14579	14840	15116	14910
S&P500株価指数	1441	1426	1569	1606	1569	1598	1631	1606

(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。