

米国経済情報

2013年10月号

Summary

【内容】

1. トピックス
 - 財政問題は先送り
 - (1)米国債のデフォルトは回避
 - (2)両院予算協議会には期待できず
 - (3)保守派の強硬姿勢は変わらず
 - (4)米国経済への影響
2. 経済情勢サマリー
3. 経済動向分析
 - (1)雇用創出が鈍化
 - (2)個人消費は減速
 - (3)住宅投資は増勢一巡
 - (4)景況感は改善も設備投資は加速せず
 - (5)輸出入共に減速
 - (6)低インフレが続く
 - (7)2013年下期の成長率見通し
4. 金融政策展望
 - (1)イエレン氏をFRB議長に指名
 - (2)「際どい判断」だった9月FOMC
 - (3)遠のいたTapering

主要経済指標

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

民主党と共和党の深刻な対立に伴う議会の機能不全により、連邦政府機関の一部は10月1日から閉鎖を余儀なくされた。債務上限問題の期限を17日に控えていたこともあり、協議は進展せず、連邦政府部門の閉鎖は2週間超に及んだ。10月16日に至り、両党が歩み寄り、来年1月15日迄の暫定予算の策定と2月7日迄の債務上限の一時撤廃を含む法案が上下両院で成立し、連邦政府部門は17日から再開された。

今回の両党による財政に関する合意は抜本的解決には程遠く、問題解決を先送りしたに過ぎない。今後、財政問題は両院予算協議会で討議されるが、党派対立が深刻な中で、両院予算協議会が有効な提言のとりまとめに成功する可能性は低い。暫定予算の期限である来年1月15日もしくは債務上限が復活する2月7日に向けて、今回と同様の混乱が繰り返される可能性を否定できない。

2週間超に及んだ連邦政府部門の閉鎖により、今年10~12月期の米国経済は、致命的ではないものの相当程度押し下げられる。従来、10~12月期の成長率は年率2%を上回ると見込んでいたが、2%に届かない可能性が高まりつつある。

直接的な押し下げ以上に、財政問題が経済に及ぼすインパクトとして懸念されるのが、財政を巡る不透明感の高まりにより、家計及び企業の支出行動が消極化してしまうという間接的な悪影響である。深刻な党派対立が継続する可能性が高いことを踏まえれば、財政問題が2014年を通じて米国経済の下押し要因として作用するリスクがある。

オバマ大統領はイエレンFRB副議長をバーナンキ議長の後任として指名した。承認プロセスは順調に進み、来年2月には初の女性のFRB議長が誕生すると考えられる。イエレン氏は、バーナンキ議長の金融政策運営に深く携わってきており、政策の継続を重視すると考えられる。

FRB議長人事が進展した一方で、連邦準備制度(Fed)は金融政策運営において、極めて難しい局面にある。9月のFOMCにおいて、金利上昇及び財政リスクの浮上を受けて、Fedは資産買入縮小の開始を見送った。財政問題による景気下押しが当面続くと見込まれることを踏まえれば、2013年中の資産買入縮小の開始は困難と考えられる。Fedが資産買入縮小へ動くのは、早くとも来年1~3月期になる可能性が高い。

1. トピックス：財政問題は先送り

(1) 米国債のデフォルトは回避

先進国では極めて稀な政府部門の閉鎖という異常事態にまで発展した米国の財政問題は、上院において民主・共和両党が合意した内容を反映した法案が、上院に続き、ベイナー下院議長による“Hastart Rule¹⁾”の不適用により下院でも10月16日に採決・可決され、とりあえずの鎮静化に至った²⁾。合意法案の議会通過により来年1月15日迄の暫定予算（CR：Continuing Resolution）が策定され、10月1日から始まった連邦政府の閉鎖は16日間で終了した。17日から連邦政府公務員は正常業務に復帰、観光地などを含む連邦施設も再開されている。

米国債のデフォルトに繋がりうるため、世界経済及び国際金融市場における懸念材料だった米国の連邦政府債務の上限引き上げ問題（Debt Ceiling）は、来年2月7日まで債務上限を一時的に撤廃することで、解決が先送りされた。また、非市場性国債の発行停止による資金繰り確保措置（臨時措置）の利用も、引き続き是認されている。そのため、2月7日に債務上限が復活し、同時に債務残高が債務上限に到達した後も、財務省は臨時措置の利用により実質的な債務上限到達時期を先送りすることが、3月もしくは4月頃まで可能と考えられる。なお、一連の協議を通じて、共和党保守派が一貫して求めてきたオバマケアの見直しは、オバマケアに関する政府補助金の所得確認作業の厳格化以外には、法案に盛り込まれなかった³⁾。

(2) 両院予算協議会には期待できず

法案可決により、財政問題の焦点は、問題先送りの代替措置として設置された「両院予算協議会」の行方に移った。長期的な税制変更や歳出削減、今年3月から始まった強制歳出削減措置の修正などを検討し、12月13日を期限に修正案の提言を行うことが協議会には求められている。協議会は、民主党のマレー上院予算委員長と共和党のライアン下院予算委員長の主導により進められるが、そもそも、ライアン委員長は今回の合意法案に反対票を投じた。強制歳出削減措置の発動回避に失敗した2011年の特別委員会⁴⁾の前例もあり、両院予算協議会の先行きを楽観視する向きは少ない。

(3) 保守派の強硬姿勢は変わらず

両院予算協議会が修正案の提言に失敗した場合、CRの期限である来年1月15日及び債務上限に到達する2月7日に向けて、今回と同様の混乱が再び繰り返される可能性が否定できない。米国債のデフォルトに繋がる債務上限問題のデッドラインとされた10月17日⁵⁾よりも前に、議会は何とか合意に達し、最低限の良識を有していることを示した。しかし、今回の騒動を経ても、共和党保守派の強硬姿勢が変化する兆しはない。

¹⁾ “Hastart Rule”は、1990年代半ばに下院議長を務めたハスタート共和党議員が表明した非公式の規則であり、“the majority of the majority rule”とも呼ばれる。このルールの下では共和党多数派の支持を得ていない法案を、下院の採決にはかけられない。

²⁾ 採決は上院が賛成81vs反対18、（議席数：民主党55、共和党45）、下院が賛成285vs反対144（議席数：共和党234、民主党201）。

³⁾ 共和党保守派は、オバマケア実施の延期や医療機器増税などを求めている。

⁴⁾ 財政赤字削減両院合同特別委員会（Joint Select Committee on Deficit Reduction）。

⁵⁾ 真のデフォルト期限は、10月17日より後と考えられていた。但し、財務省の資金枯渇表明もあり、金融市場では17日が一つのスケジュール面での目途として意識されていた。

上述した合意内容に、オバマケアの撤回などティーパーティを含む共和党保守派の主張はほとんど反映されていない。その意味で、今回の政治闘争は、共和党の敗北に終わったと判断できる。また、それは、米国民の共和党に対する支持率が急低下したことからも確認できる。WSJ/NBCの調査⁶によると、共和党に対する否定的回答は9月調査の44%が10月調査で53%へ上昇し過半数を超え、肯定的な回答の24%を大きく上回った。一方、民主党に対する否定的な見解は38%から40%への小幅増加にとどまり、オバマ大統領に対する否定的な見解は42%から41%へ小幅減少している。米国民は、今回の一連の騒動の責任が共和党にあると考えている。

しかし、そうした米国民全体からの支持と、選挙区を区切って行われる議会選挙は全くの別物である。米国の選挙区では民主党と共和党毎に優位な選挙区が明確であり、財政問題による共和党の敗北は、熱烈な支持に支えられるティーパーティ議員に打撃を与えない。寧ろ、支持がより強固になったとさえ言える。今回の騒動により悪影響を受けたのは、民主党と共和党の勢力が比較的拮抗している「接戦区」の共和党議員だが、選挙区の性格から、そうした議員の過半は保守派ではなく中道寄りと考えられる。従って、今後も、共和党保守派による対決姿勢は変化しない見込みである。

なお、2014年は、米国において中間選挙の年に当たり、上院議員の3分の1、下院議員の全てが改選される。今回の騒動により、接戦区では民主党議員が勝利する可能性が高まり、両党の議席数の差が縮小すると考えられる。しかし、民主党が、共和党から下院の支配を奪取するほどのインパクトは見込み難い。

(4) 米国経済への影響

2週間超に及んだ連邦政府部門閉鎖により、10～12月期の米国経済は致命的ではないが、相当程度は押し下げられることが避けられない。大統領経済諮問委員会（CEA）は10～12月期の成長率が0.25%Pt、10月前半の雇用者数が12万人押し下げられたとの試算を公表している。連邦政府部門の閉鎖により、本来であれば現時点で入手できているはずの9月の月次データが未公表なこともあり、正確な把握は困難だが、従来は年率2%を超えることが期待されていた10～12月期のGDP成長率は2%に届かない可能性が強まりつつあると言える。

財政問題の紛糾が、足元の10～12月期及び来年以降に及ぼすインパクトとして懸念されるのは、観光客減少など連邦政府部門閉鎖による直接的な影響ではなく、寧ろ財政問題による不透明感の強まりが、家計及び企業の支出行動に及ぼす間接的な影響である。不透明感の強まりにより、家計が財布の紐を締めたままクリスマス商戦へ向かえば、10～12月期の個人消費は低調推移が避けられない。そして、年明けに向けて財政問題協議が袋小路へ入り込めば、同様の暗雲が2014年を通じて、米国経済を覆うことも十分にありうる。

⁶ “Poll Finds GOP Blamed More for Shutdown” WSJ Oct 10,2013

2. 経済情勢サマリー（最近の米国経済の動向をコンパクトにまとめています）

民主党と共和党の深刻な対立に伴う議会の機能不全により、行政府の執行に必要な予算が成立せず、連邦政府機関の一部は10月1日から閉鎖を余儀なくされてしまった。米国債のデフォルトに繋がりうる債務上限問題の解決期限を17日に控えていたこともあり、両党の協議は進展せず、連邦政府部門の閉鎖は2週間超に及んだ。漸く10月16日に至り、両党が歩み寄り、来年1月15日迄の暫定予算の策定と2月7日迄の債務上限の一時撤廃を織り込んだ法案が上下両院で成立し、連邦政府部門は17日から再開されている。

しかし、今回の両党による財政に関する合意は抜本的解決には程遠く、問題解決を先送りしたに過ぎない。今後、財政問題は両院予算協議会で討議され、12月13日迄に歳出削減及び税制変更の提言がまとめられる予定である。しかし、強制歳出削減措置の発動回避に失敗した2011年の特別委員会の前例もあり、党派対立が深刻な中で、両院予算協議会が有効な提言のとりまとめに成功する可能性は低い。両院予算協議会が提言のとりまとめに失敗した場合、暫定予算の期限である来年1月15日もしくは債務上限が復活する2月7日に向けて、今回と同様の混乱が繰り返される可能性を否定できない。

2週間超に及んだ連邦政府部門の閉鎖により、今年10~12月期の米国経済は、致命的ではないものの相当程度押し下げられる。従来、10~12月期の成長率は年率2%を上回ると見込んでいたが、連邦公務員の自宅待機や観光地の閉鎖、手続き遅延などにより、2%に届かない可能性が高まりつつある。

直接的な押し下げ以上に、財政問題が経済に及ぼすインパクトとして懸念されるのが、財政を巡る不透明感の高まりにより、家計及び企業の支出行動が消極化してしまうという間接的な悪影響である。深刻な党派対立が継続する可能性が高いことを踏まえれば、財政問題が2014年を通じて米国経済の下押し要因として作用するリスクがある。現時点で、当社は米国経済の成長率を2013年1.6%、2014年2.4%と予想しているが、来年にかけて財政問題が紛糾し、連邦政府部門の再開に至るような場合には、成長率見通しを引き下げる必要が生じかねない。

財政問題が未だ解決に至らない10月9日に、オバマ大統領はイエレンFRB副議長をバーナンキ議長の後任として指名した。議長就任には、上院の承認が必要だが、イエレン副議長の業績に対する評価は党派を問わず高いため、承認プロセスは順調に進み、来年2月には初の女性のFRB議長が誕生すると考えられる。イエレン氏はサンフランシスコ連銀総裁及びFRB副議長として、バーナンキ議長の金融政策運営に深く携わってきており、FRB議長就任後も政策の継続を重視すると考えられる。

FRB議長人事が進展した一方で、連邦準備制度(Fed)は金融政策運営において、極めて難しい局面にある。9月のFOMCにおいて、金利上昇及び財政リスクの浮上を受けて、Fedは資産買入縮小の開始を見送った。財政問題による景気下押しが当面続くと見込まれることを踏まえれば、2013年中の資産買入縮小の開始は困難と考えられる。Fedが資産買入縮小へ動くのは、早くとも来年1~3月期になる可能性が高い。

3. 経済動向分析

10月1～16日の連邦政府部門閉鎖により、重要な経済指標の公表が延期されてしまった。9月の雇用統計は2週間以上遅れて10月22日に漸く公表されたが、9月の鉱工業生産やCPIなどの公表は10月最終週まで待つ必要がある。また、10月末に予定されていた7～9月期のGDP公表も11月上旬へ延期されている。そうしたイレギュラーな状況のため判断材料も限られるが、現在までの米国経済動向をフォローアップする。

(1) 雇用創出が鈍化

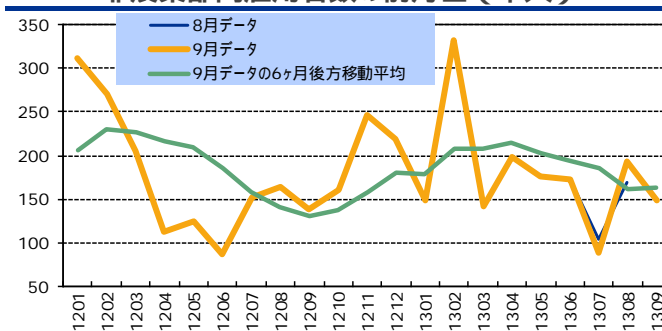
連邦政府部門の閉鎖により公表が遅れていた9月分の雇用統計が、漸く10月22日に公表された。その9月の非農業部門雇用者数(NFP: Nonfarm Payroll Employment)は、前月差14.8万人と市場予想の18万人を下回った。遡及改訂により、8月分のデータは16.9万人から19.3万人へ2.4万人も上方修正されたが、同時に7月分は10.4万人から8.9万人へ1.5万人下方修正されたため、2ヶ月累計では+0.9万人と小幅の上方修正にとどまる。

改訂後の計数により改めて動向を確認すると、6月まで前月差17～18万人程度の増勢にあったNFPは7月に8.9万人と昨年6月以来の増加幅10万人割れに陥った。8月には19.3万人へ大きくリバウンドしたものの、直近9月は14.8万人と幾分弱めの結果である。7～9月期平均では月当たり14.3万人の増加であり、4～6月期の18.2万人から明確に鈍化している。失業保険申請件数の減少や賃金情勢の改善などを踏まえると、雇用情勢が減速基調に転じたと悲観する必要まではないが、7～9月期に米国経済の雇用創出ペースが鈍ったことは明らかである。

11月8日に発表される予定の10月分の雇用統計では、10月1～16日の連邦政府部門閉鎖(Government Shutdown)の影響が顕在化する。連邦政府雇用者数の減少に加え、許認可遅延や納入不能が響いた防衛・航空機などの製造業や観光地閉鎖の影響を受けたレジャー産業などで雇用者数が下押しされるためである。

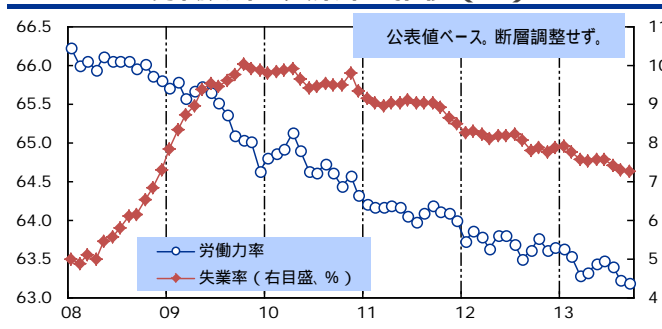
事業所調査に基づくNFPと異なり、家計調査から算出される失業率は9月に7.24%(8月7.28%)と2008年11月の6.81%以来の低水準を記録した。失業率低下の主因は、雇用者数が前月差13.3万人と増加したことだが、労働力人口が7.3万人の小幅増加にとどまり、労働力率が63.19%(8月63.22%)へ、僅かだが更に低下した影響もある。

非農業部門雇用者数の前月差(千人)



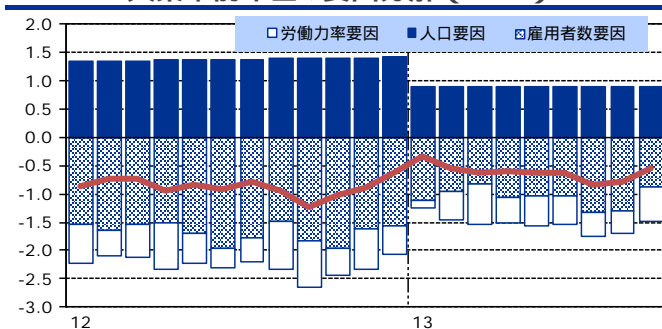
(出所) U.S. Department of Labor

労働力率と失業率の推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

失業率前年差の要因分解(%Pt)



(出所) U.S. Department of Labor

前年対比で見ると失業率は0.56%Pt低下しているが、足元では、労働市場からの退出を受けた労働力率低下による要因が拡大しつつある。言うまでもなく失業率の低下は雇用情勢の回復に沿ったものだが、その低下の全てが雇用情勢の回復に伴う訳ではない。雇用情勢の回復が緩慢なために、労働市場からの退出が進んだ影響も含まれる。

低調な内容が大勢を占める9月の雇用データにおいて、改善が見られたのが賃金情勢である。全労働者の平均時給は前年比2.1%（8月2.3%）と小幅鈍化したものの2%超を維持し、製造及び非管理労働者は2.2%（8月2.2%）と2011年以來となる2ヶ月連続の2%台を確保した。こうした賃金情勢の改善は、労働需給の動向を反映していると考えられ、雇用情勢が減速基調に転じたわけではない根拠の一つとなる。賃金上昇は、インフレ率の低下傾向と相俟って、実質所得を押し上げ、個人消費の拡大をサポートもする。

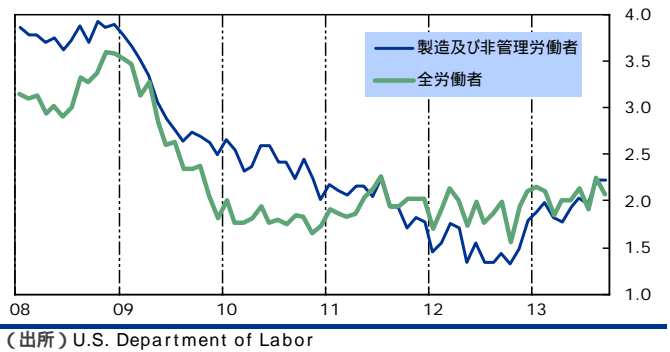
(2)個人消費は減速

個人消費の判断に関して、重要な小売売上高の9月分の公表が遅れている。そのため、業界データを参考に予想すると、自動車販売が8月に急増した反動で減少する点を勘案すれば、つまりコア売上高（除く自動車、建設資材、ガソリンスタンド）のベースで考えると、9月の小売売上高は堅調に推移したと判断される。コア売上高は7月に前月比0.5%と高い伸びを示した後、8月は0.2%へ減速したが、9月は0.4%へ再加速したと予想する。

こうした名目小売売上高の堅調推移もあり、9月の個人消費は幾分持ち直す見込みである⁷。しかし、8月までの低調推移が響き、四半期ベース7~9月期の個人消費支出は4~6月期実績の前期比年率1.8%から、幾分減速し1.6%程度にとどまると考えられる。

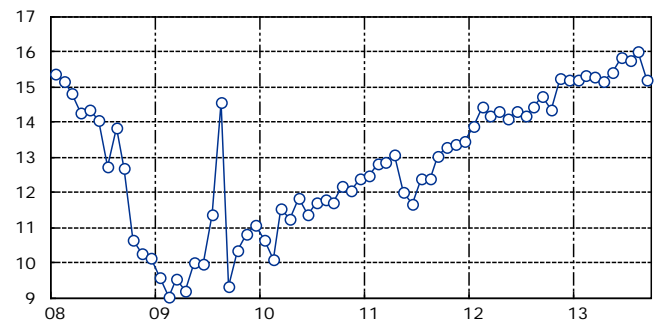
雇用情勢の鈍化も、7~9月期の個人消費減速に幾分寄与したが、最も大きく影響したのは、やはり財政問題などを受けた消費者マインドの悪化であろう。ミシガン大消費者マインド指数は7月に85.1まで上昇したが、8月に82.1へ低下、9月は77.5と4月以來の80割れを余儀なくされた。なお、同指数は、連邦政府機関の閉鎖など財政問題の深刻化を受けて、10月には更に75.2へ低下している。

平均時給の推移（12ヶ月前比、%）



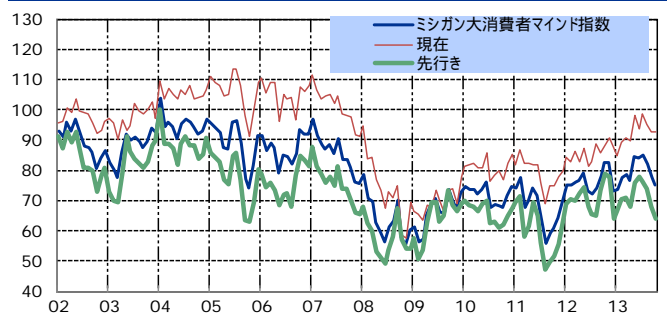
(出所) U.S. Department of Labor

米新車販売台数の推移（年率、百万台）



(出所) BEA, WardsAuto

ミシガン大消費者マインド指数（1966=100）



(出所) Univ. Michigan, Thomson Reuters

⁷ ガソリン価格下落による小売売上高の落ち込みは、実質ベースの個人消費では控除される。

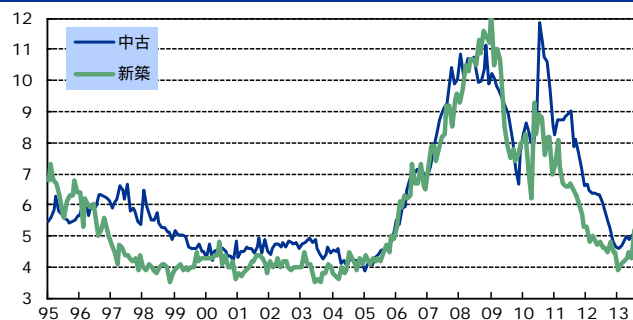
(3)住宅投資は増勢一巡

住宅投資は4~6月期まで4四半期連続で二桁の伸びを確保してきたが(4~6月期は前期比年率14.2%)、7~9月期は一桁台への減速が見込まれる。こうした減速には、住宅ローン金利の上昇もボディブローのように効いているが、寧ろ主因は在庫復元の終了や財政問題と考えられる。

住宅販売の9割超を占める中古住宅の在庫率(当社試算の季節調整値)は9月に5.0ヶ月となった。これは住宅バブル崩壊後に記録した11ヶ月超から比べれば極めて低いものの、住宅バブル発生前の2005年の5.0ヶ月と同水準である。新築住宅の在庫率も8月に5.0ヶ月となり、やはり2005年の4.8ヶ月とほぼ並んでいる。従って、在庫率を見る限り、既に住宅在庫は概ね適正水準まで復元されたと言える。

住宅販売のうち、中古住宅の販売水準は住宅バブル発生前に近いところまで回復している。そのため、中古住宅の在庫は、絶対水準で見ても概ね適正と判断できる。一方、新築住宅の販売水準は住宅バブル発生前の半分以下にとどまるため、在庫率が適正でも絶対水準で見た住宅在庫は未だ極めて低い水準にある。従って、新築住宅については、多少の在庫増加が重大な経営リスクになるとは考えにくい。しかし、財政問題など不透明な経済情勢を踏まえ、住宅デベロッパーは新規の住宅建設を見送っている模様であり、それが住宅投資の重石となっている。

住宅在庫率の長期推移(ヶ月、季節調整値)

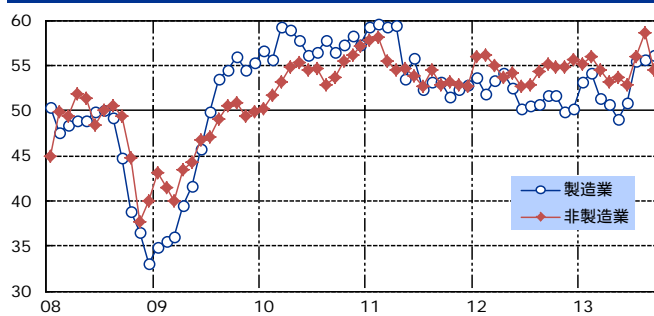


(出所) Department of Commerce, NAR

(4)景況感は改善も設備投資は加速せず

7~9月期の企業部門は、製造業を中心に底堅く推移した。企業景況感を示すISM指数は、製造業が6月の50.9から9月に56.2まで上昇している。一方、非製造業は、6月の52.8が8月に58.6まで上昇したが、9月は54.4へ低下した。財政問題への不安が押し下げに寄与したと考えられる。但し、非製造業ISM指数の内訳を見ると、先行性のある新規受注などは高水準を維持しており、内容は必ずしも悪いものではない。

ISM調査の企業景況感(中立=50)



(出所) Institute for Supply Management

なお、鋳工業生産は4~6月期に前期比年率0.7%まで減速したが、製造業景況感の改善と統合的な形で、7~9月期は2%前後へ伸びが高まると見込まれる。

企業景況感は7~9月期に改善したが、財政問題を巡る不透明感の存在から、企業が投資拡大を先送りしたため、設備投資は前期並みの伸びにとどまった模様である。設備投資の一致指標を見ると、構築物投資は堅調だが、機械投資が低調だった。

(5)輸出入共に減速

8月は名目輸出が前月比0.1%、名目輸入も0.0%と共にほぼ横ばいで推移したため、貿易収支も年

率 4,656 億ドルの赤字(7月 4,637 億ドルの赤字)と7月から変わらなかった。7~8月平均では 4,647 億ドルの赤字であり、4~6月期の 4,711 億ドルの赤字から、赤字幅が若干縮小している。

GDP への影響を考えるために実質ベースを見ると、まず 7~8月平均の実質財輸出は 4~6月期対比の前期比年率換算で 3.7%となり、4~6月期の前期比年率 10.5%から大きく減速している。但し、減速の主因は 4~6月期に急増した宝飾品と航空機輸出の反動減である。他の品目は石油製品を中心に底堅く推移しており、2012 年後半から失速していた米国の輸出が 4~6月期以降に復調へ転じたと判断できる。但し、増勢は未だ緩慢なものにとどまる。なお、仕向け地別(名目ベース)に見ると、ユーロ圏や環太平洋向け、中南米向けが好調な一方で ASEAN や南アジア向けが低調である。

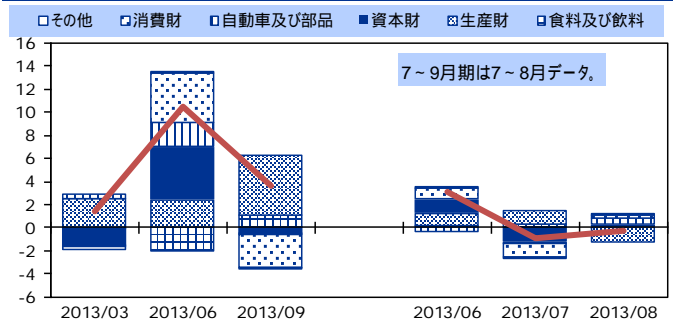
輸出と同様に、実質財輸入も、7~8月平均の 4~6月期対比が前期比年率換算で 1.7%となり、4~6月期の前期比年率 6.6%から減速した。消費財(除く自動車)の減少が輸入全体を押し下げており、7~9月期の個人消費減速の影響と考えられる。実質輸出の伸びが実質輸入をやや上回ったため、7~8月平均の実質財収支は赤字幅が 4~6月期対比で若干縮小した。財貿易に加え、サービス貿易の動向なども勘案すると、7~9月期に純輸出(輸出 - 輸入)は実質 GDP 成長率に対して、概ねゼロ寄与になると見込まれる。

(6)低インフレが続く

インフレ率は8月も低位推移が続いた。Fed が重視する個人消費支出(PCE)デフレーターは8月に前年比 1.2%(7月 1.3%)へ伸びが「鈍化した。8月の鈍化はエネルギー価格の下落(7月 4.8% 8月 0.2%)による部分が大きいものの、食料とエネルギーを除いたコア PCE デフレーターで見ても 1.2%(7月 1.1%)と FOMC が目標に掲げる 2%を大きく下回り、1.5%にさえ届かない状況が7ヶ月も続いている。

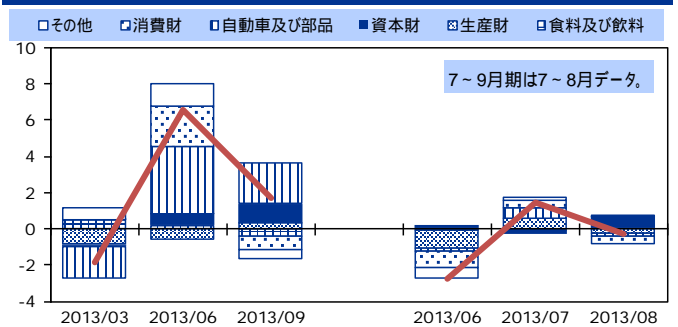
家計の期待インフレ率は安定しており、ディスインフレが深刻化するリスクこそ小さいものの、米国経済がディスインフレから脱却する兆しは未だ見えない。

実質財輸出の推移(前期比年率、前月比、%)



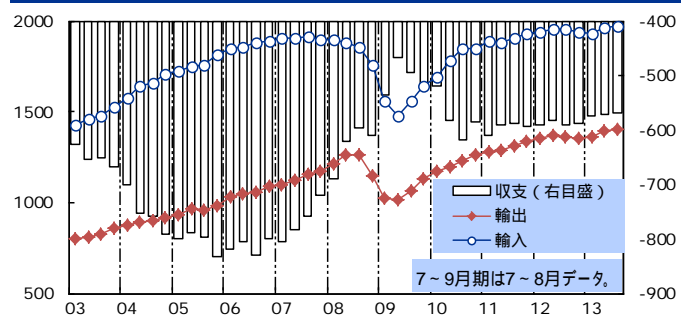
(出所) US Census Bureau

実質財輸入の推移(前期比年率、前月比、%)



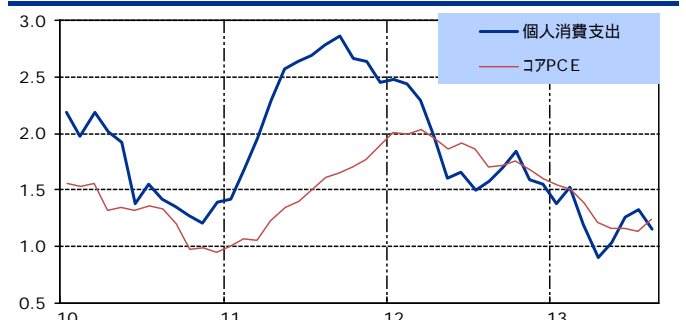
(出所) US Census Bureau

実質財収支の推移(年率、10億ドル、貿易統計)



(出所) US Census Bureau

消費支出デフレーター推移(前年比、%)



(出所) U.S. BEA

(7)2013 年下期の成長率見通し

以上の分析等を踏まえ、当社は現時点で 2013 年 7～9 月期の実質GDP成長率が前期比年率 1.8%にとどまり、4～6 月期の 2.5%から鈍化すると見込む⁸。上述の通り、個人消費と住宅投資が減速する影響が大きい。10～12 月期についても、連邦政府部門閉鎖の影響を勘案し、1.9%にとどまると予想している。なお、2013 暦年の成長率予想は 1.6%で従来と変わらない。

2013 年初めの時点で、当社は米国経済の成長率が 2013 年後半に年率 2%を上回ると想定していた。従って、7～9 月期前期比年率 1.8%、10～12 月期 1.9%と 2 四半期連続で 2%を下回る成長率は、全くの期待外れと言わざるを得ない。このように米国経済が 2013 年後半に低成長を余儀なくされる主因は、言うまでもなく財政問題である。財政問題は、連邦政府機関の閉鎖など直接的な悪影響のみならず、財政の先行きを巡る不透明感の高まりを懸念した家計及び企業による支出行動の消極化という間接的な経路も通じて、米国経済を下押ししている。

当社は、現時点で、2014 年の成長率を 2.4%と想定している。しかし、来年にかけて財政問題を巡る環境が再び悪化し、連邦政府部門の再閉鎖に至るような場合には、2014 年の成長率見通しを引き下げる可能性がある。

⁸ 7～9 月期 GDP の基礎データが未公表のため暫定的な見通しである。

4. 金融政策展望

(1) イエレン氏を FRB 議長に指名

財政問題が未だ解決に至らない10月9日に、オバマ大統領はイエレン FRB 副議長をバーナンキ議長の後任として指名した。今後、上院の上院銀行住宅都市委員会及び本会議において承認が得られれば、女性として初めて、イエレン氏が FRB 議長に就任する。上院本会議での承認に際しては、承認の採決に至る手続き上のプロセスをクリア（フィリバスターを回避）するために共和党議員数名の賛成が必要だが、ハードルは低く、イエレン氏の FRB 議長就任が承認される可能性は高いだろう。9月15日のサマーズ元財務官の FRB 議長レースからの撤退により、金融市場において、イエレン氏の指名は確実視されていたため、指名自体に関するサプライズは皆無である。財政問題が紛糾している最中の指名公表にはやや驚かされたが、経済運営の要である中央銀行トップの人選を迅速に進めていることをアピールし、議会に対して財政問題の早期解決を促す意図が、オバマ大統領にあったと考えられる。

イエレン氏は、サンフランシスコ連銀総裁及びFRB副議長として、バーナンキ時代の金融政策決定に深く携わってきており、FRB議長就任後も、基本的には政策の継続性を重視すると考えられる。ただ、筋金入りのハト派であることも事実であり、資産買入縮小（Tapering）の開始に向けて微妙な判断を迫られた9月FOMCのような局面では、そうしたイエレン氏のハト派色が、金融政策の決定に影響す

FOMCメンバー及び投票権

| | FOMCでの投票権 | | スタンス | 任期等 |
|---------------|--------------------|-------|-------------|--------------------------------|
| | 2013年 | 2014年 | | |
| 理事 | バーナンキ議長 | 後任 | 中間派 | Jan.31, 2014 退任 |
| | イエレン副議長 | — | ハト派 | Oct.04, 2014 次期議長に指名 |
| | デュータ理事 | 後任 | バーナンキ議長追隨 | Jan.31, 2012 Aug.31,2013で退任 |
| | タルーロ理事 | — | バーナンキ議長追隨 | Jan.31, 2022 |
| | ラスキン理事 | 後任 | バーナンキ議長追隨 | Jan.31, 2016 財務副長官に転出予定 |
| | パウエル理事 | 後任 | バーナンキ議長追隨 | Jan.31, 2014 再任の可能性あり |
| | スタイン理事 | — | バーナンキ議長追隨 | Jan.31, 2018 |
| 地区連銀総裁 | NY連銀ダドリー総裁 | 後任 | ハト派,FOMC副議長 | 退任の意向 |
| | ミネアポリス連銀コチャロタ総裁 | | ハト派 | |
| | シカゴ連銀エバンス総裁 | | 中間派 | |
| | サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁 | | 中間派 | |
| | アトランタ連銀ロックハート総裁 | | 中間派 | |
| | クリーブランド連銀ビアナルト総裁 | | 中間派 | |
| | ボストン連銀ローゼングレン総裁 | | 中間派 | |
| | セントルイス連銀ブラッド総裁 | | 中間派 | |
| | フィラデルフィア連銀ブロッサー総裁 | | タカ派 | |
| | リッチモンド連銀ラッカー総裁 | | タカ派 | |
| | カンザスシティ連銀ジョージ総裁 | | タカ派 | |
| ダラス連銀フィッシャー総裁 | タカ派 | | | |

(資料) Federal Reserve Board 資料等より作成。

る可能性もあるだろう⁹。

イエレン氏のFRB議長指名により、来年の金融政策運営を巡る不透明要素は一つ減じられた。しかし、Fedの人事を巡る不透明要素はなお複数存在する。まず、既に8月でデューク理事が退任したが、来年にかけて、バーナンキ議長に加え、財務副長官に転出予定のラスキン理事、バーナンキ議長と同じく来年1月に任期を迎えるパウエル理事の3名がFRBから欠ける可能性がある。パウエル理事は2012年に就任したばかりのため再任される可能性があるが¹⁰、単純計算では議長と副議長を含め定員7名のFRB理事のうち、過半数が入れ替わってしまう。

投票権者の輪番での交替により、2014年は連邦公開市場委員会(FOMC)において、タカ派の勢力が強まる年に当たる。そのためFRB理事の欠員は、ハト派のイエレン氏の政策運営を困難にする可能性がある。オバマ大統領が、金融政策の安定的な運営を望むのであれば、FRB理事を早く任命し、欠員を出来るだけ少ない状態にして、イエレン氏に運営させる必要があるだろう。党派を問わず、実績が広く評価されているイエレン氏は別として、党派対立が激化している下で、他の理事候補について承認プロセスがスムーズに進む保証はない。そうした点も考慮し、オバマ大統領はできるだけ早期に理事指名を行うべきだが、少なくとも現時点でそうした動きはほとんど伝えられていない。

(2) 「際どい判断」だった9月FOMC

10月9日に公表された9月FOMCの議事要旨(Minutes)は、苦悩するFOMC参加者の姿を浮き彫りにした。9月FOMCにおいて、Fedは市場予想に反して資産買入縮小(Tapering)の開始を見送ったが、その決定は「相対的に際どい判断(a relatively close call)」だったと、Minutesに記されている。

For several members, the various considerations made the decision to maintain an unchanged pace of asset purchases at this meeting a relatively close call.

「際どい判断」となったのには、二つの理由がある。一つ目の主たる理由は、経済情勢面でのリスクの浮上である。金融政策経路に関する討議において、Tapering開始の見送りを支持したFOMC参加者の多くは、期限を定めない資産買入を開始した昨年秋以降の雇用改善を認めつつも、最近の金利上昇が住宅市場など实体经济に及ぼす悪影響や、財政問題を巡る顕著なリスクの高まりに対して、懸念を表明した。更に、9月FOMC当時の斑模様の経済データの下でのTapering開始が、金融市場において更なる出口戦略実施の思惑を生む可能性も考慮し、最終的には「リスク・マネジメント」の観点から、Tapering開始の妥当性を裏付ける「更なる根拠(further evidence)」が得られるまでの判断先送りが主張されている。

[Q]uestions were raised about the effects on the housing sector and on the broader economy of the tightening in financial conditions in recent months, as well as about the considerable risks surrounding fiscal policy.

[T]he announcement of a reduction in asset purchases at this meeting might trigger an

⁹ イエレン氏は2012年の講演において、Optimal-Model分析では、当時のFOMC参加者見通しよりも利上げを遅らせることが妥当となる可能性に言及している。

¹⁰ 前任者の任期を引き継いだため、任期が短い。

additional, unwarranted tightening of financial conditions, perhaps because markets would read such an announcement as signaling the Committee's willingness, notwithstanding mixed recent data, to take an initial step toward exit from its highly accommodative policy.

[A] number of participants thought that risk-management considerations called for a cautious approach and that, in light of the ambiguous cast of recent readings on the economy, it would be prudent to await further evidence of progress before reducing the pace of asset purchases.

二つ目の理由は、9月FOMCでのTapering開始を金融市場が確実視していたために、Tapering開始を見送れば、FOMCのコミュニケーションの有効性に関して懸念が生まれる恐れが存在したことである。つまり、コミュニケーションの有効性低下が将来の金融政策運営に及ぼす悪影響を考慮する必要が生じたが故に、9月のFOMCにおける判断が「際どく」なったのだと言える。

But with financial markets appearing to expect a reduction in purchases at this meeting, concerns were raised about the effectiveness of FOMC communications if the Committee did not take that step.

9月FOMCでのTapering開始見送りが「際どい判断」となった二つの理由のうち、前者の経済情勢に関するものは、金融政策運営が経済データに依存するとのバーナンキ議長のスタンスを正に裏付けるものである。10月前半に連邦政府部門の閉鎖や債務上限引き上げを巡る立法府の混乱が顕在化したことを踏まえれば、9月のFOMCにおけるTapering開始見送りは、リスク・マネジメントとして極めて妥当な政策判断だったと言えるだろう。しかし、経済情勢変化のうち、財政問題と共にリスクとして挙げられた金利上昇には、FOMCのコミュニケーションによって金融市場がTapering開始を確実視したために生じた部分も含まれる点を指摘する必要がある。

金融政策運営の透明性向上や金融政策に関するコミュニケーションの充実が重要な点は、改めて指摘するまでもない。しかし、9月FOMCに至るコミュニケーションにおいては、金融政策運営が経済データの行方に依存し、かつ様々な不透明要因が存在するにも関わらず、Tapering開始を過度に金融市場へ織り込ませてしまった。そうした過度の織り込みが、時期尚早の金利上昇を招き、巡り巡って9月FOMCでの判断に影響したのである。

Taperingを巡る今回のFedのコミュニケーションは多少の課題を残すものだったと言えるのではないだろうか。

(3) 遠のいた Tapering

理由はともあれ、9月FOMCにおけるTapering見送りにより、今後のTaperingの開始に際しては「更なる根拠 (further evidence)」が必要になった。そうした根拠が次回10月29~30日のFOMC迄の短い期間に蓄積される可能性は極めて低い。実際、9月FOMC後の23日にNY連銀が実施したプライマリーディーラーに対する調査では、10月FOMCにおいてTapering開始は見込まれていなかった。加えて、財政問題の影響により、10~12月期の米国経済は下押しされ、かつ「更なる根拠」の重要部分を構成する経済データの公表が延期されてしまった。10月29~30日のFOMC迄には重要な経済デ

ータの過半は公表される予定¹¹であるが、10月FOMCにおいてTapering開始が決定される可能性はほぼゼロと判断できるであろう。

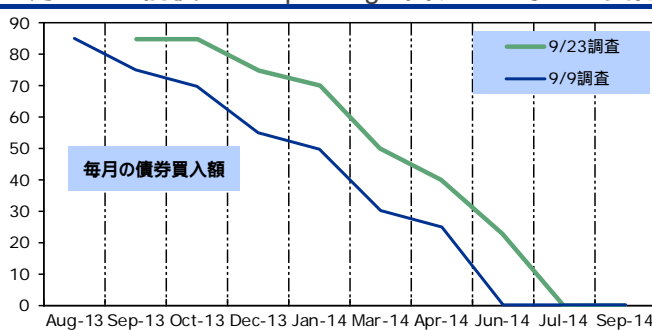
では、Taperingの開始はいつになるのか。前述のNY連銀調査では12月FOMCから少額(100億ドル減額)でのTapering開始が見込まれていたが、9月FOMCでも懸念されていた財政問題が、10月に入り顕在化してしまった。従って、Taperingを

開始するためには、連邦政府部門閉鎖が生じた10~12月期の米国経済がどの程度のペースで成長したのかに加え、財政問題の悪影響緩和後にどの程度で成長可能なのかを見極める必要がある。

歳出削減及び税制に関する検討を担う両院予算協議会が期限である12月13日迄に提言をまとめた場合に、12月17~18日のFOMCにおいてTapering開始が決定される可能性は存在する。しかし、そもそも両院予算協議会が合意に至る可能性は高いとは言えず、また12月の時点で財政問題の悪影響緩和後の米国経済の姿を見極めるには相当の困難が伴う点も勘案すると、12月FOMCでTaperingが決定される可能性はやはり低いと判断される。

良好な雇用関連データが整うという前提の下でも、FOMCは少なくとも来年1~3月期までTapering開始を待つと考えられる。財政問題が早期に解決へ向かえば、1月28~29日のFOMCでTaperingが決定される可能性はある。しかし、2月7日には連邦債務が再び債務上限へ達する見込みであり、財政問題が再燃するリスクが大きい点なども勘案すると、Taperingの開始は3月以降にずれ込むと考えるのが妥当であろう。

9月FOMC前後でのTaperingに関するPD予想の変化



(出所) Fed NY

¹¹ 10月22日に2週間遅れで9月の雇用統計が公表された。また今後、10月28日に9月鉱工業生産、29日に9月小売売上高、30日に9月CPIが公表される予定である。

【米国主要経済指標】

| | Q4-12 | Q1-13 | Q2-13 | Q3-13 | | | | |
|-----------------------|-----------------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|
| | 注記がない限り前期比年率(%) | | | | | | | |
| 名目GDP | 1.6 | 2.8 | 3.1 | | | | | |
| 実質GDP | 0.1 | 1.1 | 2.5 | | | | | |
| 個人消費 | 1.7 | 2.3 | 1.8 | | | | | |
| 住宅投資 | 19.8 | 12.5 | 14.2 | | | | | |
| 設備投資 | 9.8 | ▲4.6 | 4.7 | | | | | |
| 政府支出 | ▲6.5 | ▲4.2 | ▲0.4 | | | | | |
| 輸出 | 1.1 | ▲1.3 | 8.0 | | | | | |
| 輸入 | ▲3.1 | 0.6 | 6.9 | | | | | |
| 経常収支(10億ドル) | ▲102 | ▲105 | ▲99 | | | | | |
| 名目GDP比(%) | ▲2.5 | ▲2.5 | ▲2.4 | | | | | |
| | Q4-12 | Q1-13 | Q2-13 | Q3-13 | Jun-13 | Jul-13 | Aug-13 | Sep-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 | 9.9 | ▲7.5 | 2.7 | | 0.2 | 0.2 | 0.4 | |
| 消費者信頼感 | 70.4 | 62.8 | 75.1 | 80.8 | 82.1 | 81.0 | 81.8 | 79.7 |
| 小売売上高 | 6.0 | 4.2 | 3.6 | | 0.7 | 0.4 | 0.2 | |
| 除く自動車、ガソリン、建設資材等 | 4.5 | 3.5 | 2.6 | | 0.3 | 0.5 | 0.2 | |
| 鉱工業生産 | 2.5 | 4.1 | 0.7 | | 0.1 | ▲0.0 | 0.4 | |
| 住宅着工件数(年率換算、千件) | 896 | 957 | 869 | | 835 | 883 | 891 | |
| 中古住宅販売戸数 | 13.9 | 3.9 | 9.5 | 25.9 | ▲1.6 | 6.5 | 0.0 | ▲1.9 |
| 中古住宅在庫率(ヶ月、末値) | 4.5 | 4.7 | 5.1 | 5.0 | 5.1 | 5.0 | 4.9 | 5.0 |
| 非国防資本財受注(除く航空機) | 13.8 | 21.4 | 8.5 | | 1.1 | ▲3.3 | 1.5 | |
| 民間非居住建設支出 | 27.3 | ▲31.4 | 11.5 | | ▲2.2 | 3.7 | 0.1 | |
| 貿易収支(10億ドル) | ▲127 | ▲123 | ▲118 | | ▲35 | ▲39 | ▲39 | |
| 実質財収支(10億ドル,2009年基準) | ▲147 | ▲144 | ▲143 | | ▲44 | ▲47 | ▲47 | |
| 実質財輸出 | ▲3.2 | 1.4 | 10.5 | | 3.1 | ▲0.9 | ▲0.3 | |
| 実質財輸入 | ▲2.7 | ▲1.8 | 6.6 | | ▲2.7 | 1.5 | ▲0.3 | |
| ISM製造業指数(四半期は平均) | 50.6 | 52.9 | 50.2 | 55.8 | 50.9 | 55.4 | 55.7 | 56.2 |
| ISM非製造業指数(四半期は平均) | 55.1 | 55.2 | 53.2 | 56.3 | 52.8 | 56.0 | 58.6 | 54.4 |
| 失業率(%) | 7.8 | 7.7 | 7.5 | 7.3 | 7.6 | 7.4 | 7.3 | 7.2 |
| 非農業部門雇用者数(前月差、千人) | 209 | 207 | 182 | 143 | 172 | 89 | 193 | 148 |
| 民間雇用者数(前月差、千人) | 232 | 212 | 190 | 129 | 194 | 100 | 161 | 126 |
| 四半期は月当たり換算 | | | | | | | | |
| 時間当たり賃金(12ヶ月前比、%) | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 2.3 | 2.1 |
| 消費者物価(前年比、%) | 1.9 | 1.7 | 1.4 | | 1.8 | 2.0 | 1.5 | |
| コア消費者物価(前年比、%) | 1.9 | 1.9 | 1.7 | | 1.6 | 1.7 | 1.8 | |
| PCEデフレーター(前年比、%) | 1.7 | 1.4 | 1.1 | | 1.3 | 1.3 | 1.2 | |
| コアPCEデフレーター(前年比、%) | 1.7 | 1.5 | 1.2 | | 1.2 | 1.1 | 1.2 | |
| 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 | 0.33 | 0.40 | 0.33 | 0.34 | 0.36 | 0.40 |
| 10年債利回り(%) | 1.72 | 1.96 | 2.30 | 2.81 | 2.30 | 2.58 | 2.74 | 2.81 |
| 名目実効為替レート(1997/1=100) | 99.0 | 100.7 | 101.7 | 101.9 | 101.7 | 102.2 | 102.1 | 101.9 |
| ダウ工業株30種平均 | 13104 | 14579 | 14910 | 15130 | 14910 | 15500 | 14810 | 15130 |
| S&P500株価指数 | 1426 | 1569 | 1606 | 1682 | 1606 | 1686 | 1633 | 1682 |

(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。見直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。