米国経済情報 2013年11月号

【内 容】

1.トピックス
今後の金融政策に関する論点
(1)資産買入縮小の開始時期
(2)フォワードガイダンスの行方
(3)イエレン次期議長の金融政策

2.経済情勢サマリー

3.経済動向分析
(1)7～9月期の成長は見かけ倒し
(2)10月雇用は大幅に増加したが…
(3)10月小売は底堅く推移
(4)年末商戦を悲観する必要はないが…
(5)企業部門は慎重
(6)ディスインフレが続く

4.経済見通し
従来見通しを据え置き
(1)財政問題では米国経済は腰折れず
(2)2014年の好材料と悪材料
(3)成長率見通しは2014・2015年ともに2.4%

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

Summary

実質GDP成長率は2013年4～6月期の前期比年率2.5%が、7～9月期に2.8%へ高まった。しかし、在庫投資の拡大による寄与が極めて大きく、経済の根幹を担う民間最終需要は減速している。減速の主因は、財政問題による不透明感であるである。不透明感の下で、家計は消費よりも貯蓄を優先し、企業は設備投資や雇用を絞り込んだ。

10～12月期も財政問題による下押しは続くが、米国経済が腰折れへ至るわけではない。10月以降の経済データは失速を回避している。在庫削減のため、10～12月期の成長率は年率2%未満へ低下するが、民間最終需要に限れば7～9月期と同程度の伸びを確保する見込みである。

米国経済が腰折れを回避機できるのは、家計の過剰債務と住宅市場の低迷と言う二つの構造問題の解消が進んだためである。構造問題の解消により、米国経済の足腰が強化され、下押し圧力に対する耐性が増した。

過剰債務問題の解消により、民間部門の成長力は徐々に高まり、米国経済の成長ペースは2014年に上昇する見込みである。歳出削減など財政面での直接的な下押し圧力が縮小する点も、2014年の成長率上昇に寄与する。財政問題に代表される政治情勢を巡る不透明感は引き続き残存するため、高成長までは期待できないが、潜在成長ペース程度の成長率は確保可能である。当社では、米国経済の成長率が2013年見込みの1.6%から、2014年及び2015年には2.4%へ高まると予想する。

FOMC参加者は早期の資産買入縮小に意欲を示しているが、経済情勢の見極めには時間を要し、また財政問題をあるため、縮小開始は3月を引き続きメインシナリオと考える。但し、極めて強い経済データが続いた場合には、開始が前倒しされる可能性がある。先行きの金利パスを示すフォワードガイダンスにおける失業率とインフレ率の閾値の修正が議論されているが、修正に至る可能性は低い。Fedは閾値を維持しつつ、低金利維持スタンスの説明を尽くすことで対処する見込みである。

イエレンFRB副議長が、来年2月に議長へ昇格する見込みである。イエレン氏が重視する「最適管理」がそのまま金融政策運営に適用されるとは考えにくいが、そのエッセンスが取り込まれ、先行きの低金利維持に繋がる可能性は高い。

1.トピックス：今後の金融政策に関する論点

11 月はFOMCの開催がない月であるが、金融政策を巡って様々な動きが生じた。次期FRB議長に指名されたイエレンFRB副議長が 11 月 14 日の上院公聴会[1]において自らの金融政策運営スタンスを示し、バーナンキFRB議長は今後の金融政策を考える上で極めて重要な講演[2]を 11 月 19 日に行ってた。更に、11 月 21 日には 2013 年 10 月 29～30 日のFOMC議事要旨[3]が公開され、①FOMC参加者が引き続き早期の資産買入縮小に意欲を示していることや②フォワードガイダンスの修正に関して突っ込んだ議論が行われたことが示された。こうした種々の材料を踏まえつつ、今後の金融政策における注目点を整理したい。

(1)資産買入縮小の開始時期

10 月の雇用統計や小売売上高が示すように、財政問題の紛糾にも関わらず米国経済は深刻な落ち込みを回避している。そのため、12 月 17～18 日に開催される次回の FOMC において、資産買入縮小（Tapering）が、議論の俎上に上ると考えられる。

10 月 FOMC 議事要旨が明らかとしたように、**FOMC 参加者が「今後数ヶ月のうちに買入規模縮小が可能になりうる」との見方を改めて示し、かつ、現在掲げている「労働市場の見通しが著しく改善するまで」との条件が整う前に資産買入縮小が適切となる場合に関する検討を行った点は、資産買入縮小が早いタイミングで行われる可能性があることを示唆**している。こうした内容は従来想定よりもタカ派的と言える。

> *They(participants) generally expected that the data would prove consistent with the Committee's outlook for ongoing improvement in labor market conditions and would thus warrant trimming the pace of purchases in coming months.*
>
> *However, participants also considered scenarios under which it might, at some stage, be appropriate to begin to wind down the program before an unambiguous further improvement in the outlook was apparent.*

しかし、**財政問題が米国経済に及ぼす影響を見極めるには、12 月 FOMC までに入手できる材料では、やはり足りない**と考えられる。少なくとも、**年末商戦の行方ぐらいは見極めたい**と考える FOMC 参加者が多いのではないだろうか。従って、よほど強いデータが続かない限り、**12 月 FOMC において Tapering 開始が決定される可能性は高くない**と判断する。公聴会において、イエレン副議長が資産買入縮小の開始について具体的なスケジュールを示さず、「現在は（資産買入の）効果がコストを上回る」と明言した点も、こうした見方を裏付けるだろう。

また、**財政問題の行方について来年 1 月、2 月と予断を許さない状況が続く点や、1 月 28～29 日の FOMC では議長の記者会見が予定されておらず、資産買入縮小の判断に関する詳細な説明が困難な点などを勘案すると、1 月 28～29 日の FOMC よりも 3 月 16～17 日の FOMC において、政策変更が決定される可能性が幾分高い**と判断される。以上を踏まえ、**Tapering の開始時期は、従来通り来年 3**

[1] http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20131114a.htm

[2] http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20131119a.htm

[3] http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131120a.htm

月をメインシナリオとする。**想定確率は来年 3 月 45%、来年 1 月 35%、今年 12 月 20%**である。但し、雇用統計において（遡及しての大幅な下方修正がなく）10 月に続き、11 月も非農業部門雇用者数が前月差 20 万人を超えるなど、**極めて強いデータが示された場合には、Tapering 開始が当社想定より前倒しされるリスク**がある。一方、10 月 FOMC の議事要旨を踏まえると、Fed が Tapering を 4～6 月期以降へ先送りする可能性は低下しており、リスクは前倒し方向に偏在している。

なお、10 月 FOMC では Tapering 実施の際の具体的な方法や低金利維持の方策についても、議論が行われた。**Tapering のペースについては経済指標連動ではなく、固定スケジュールで行い政策の予見可能性を高める方式への支持者が多い**模様である。Tapering の方式については、**国債と MBS を均等に減らすとの意見が優勢**だが、住宅市場への影響を勘案し国債を優先して減額するとの意見も有力である。また、資産買入終了後における低金利維持の方針を明確化するために、超過準備預金金利（IOER）の引き下げや市場オペによる対応も検討された。**IOER 引下げは、多くの FOMC 参加者が意味を認めつつも、政策意図の明確化を示すシグナル以上の効果は期待できない**と認識されている。

(2)フォワードガイダンスの行方

Fed による金融市場とのコミュニケーションが（もちろん Fed 自身は認めないが）上手く機能せず、金利急騰を招いた点を勘案し、金融政策の先行きを示すフォワードガイダンスの修正に関する議論が盛り上がっている。つまり、利上げに関する現在のフォワードガイダンスである「少なくとも失業率が 6.5%を上回る水準にとどまり、かつ先行き 1～2 年のインフレ見通しが長期目標である 2%から 0.5%Pt を超えない水準以下に収まり、長期のインフレ期待が十分抑制されている限り、FF 金利を異例の低水準に維持することが適切になる」との文言の修正に関する検討である。

> *[E]xceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored.*

10 月 FOMC の議事要旨では、失業率とインフレ率に関する閾値の変更が議論されたことが示されている。

a)失業率に関する閾値 6.5%

まず、**失業率の閾値である 6.5%の単純な引き下げに対しては、2～3 名の参加者（A couple of participants）からの支持**がある。しかし、引き下げに際しては、a)なぜ引き下げるのかとb)いずれの閾値であれば妥当なのかという問題が当然に生じる。そもそも 6.5%は、FOMC参加者が長期均衡失業率と考える 5.2～5.8%[4]から一定のバッファーを考慮して設定した水準である。つまり、長期均衡失業率に対しての接近がどの程度までであれば、超低金利政策を維持することが妥当かとのロジックが背景にある。こうしたロジックを維持しつつ、6.5%の閾値を引き下げるのは、これまでのバッファーに関するFedの判断の間違いを認めることに他ならない。そのため、**閾値の変更については、他のFOMC参加者（others）から、コミットメントの頑健性に対する（金融市場や国民の）疑念を呼ぶとの懸念**が示された。

[4] 9 月 FOMC で公表された SEP の長期失業率見通しによる。

A couple of participants favored simply reducing the 6-1/2 percent unemployment rate threshold, but others noted that such a change might raise concerns about the durability of the Committee's commitment to the thresholds.

b)インフレ率に関する閾値 2.5%

次に、**インフレ率の閾値に関しては上限の 2.5%に加えて、下限を設けることのメリットが FOMC 参加者により論じられている**。すなわち、失業率が 6.5%を上回る場合のみならず、「インフレ率が一定水準（例えば 1.5%）を下回る場合にも利上げは検討対象にならない」旨のガイダンスを加える修正である。こうした修正は、インフレ率を示す PCE デフレーターが前年比 1%を割り込み、またコア PCE デフレーターも 1.2%を下回るというディスインフレの状況においては、**低金利維持方針の明確化という効果が期待されており、FOMC 内部にも強い支持者**がいる模様である（セントルイス連銀のブラード総裁などと考えられる）。しかし、2%のインフレ目標が明示されている下で、下方に新たな閾値を設けることの効果に対する疑念が、他の参加者から示されている。

Participants also weighed the merits of stating that, even after the unemployment rate dropped below 6-1/2 percent, the target for the federal funds rate would not be raised so long as the inflation rate was projected to run below a given level. In general, the benefits of adding this kind of quantitative floor for inflation were viewed as uncertain and likely to be rather modest, and communicating it could present challenges, but a few participants remained favorably inclined toward it.

c)結局ほとんど変わらない

では、フォワードガイダンスは、今後どうなるのか。その落としどころについては、議事要旨にも示唆があるが、議事要旨公表の 1 日前に行った講演においてバーナンキ議長が極めて明確に示している。講演において、**バーナンキ議長は、失業率が 6.5%の閾値を下回った後も、インフレ率が良好な水準にある限り、かなりの期間に渡ってゼロ近傍にとどまる可能性が高いことを繰り返し強調**した。つまり、閾値を変更するよりも、現状のフォワードガイダンスにより導かれる金融政策パスの説明を尽くす方法で対応する方針と考えられる。**今後、フォワードガイダンスに、将来の金利パスに関する詳細な説明が追加されることはありうるものの、失業率が 6.5%に達する以前にフォワードガイダンスに大幅な変更が施される可能性は低い**。閾値に関して変更があるとすれば、害が少ない（同時に益も少ない）とされるインフレ率の下限閾値の追加程度だろう。

[E]ven after unemployment drops below 6-1/2 percent, and so long as inflation remains well behaved, the Committee can be patient in seeking assurance that the labor market is sufficiently strong before considering any increase in its target for the federal funds rate.

[T]he target for the federal funds rate is likely to remain near zero for a considerable time after the asset purchases end, perhaps well after the unemployment threshold is crossed and at least until the preponderance of the data supports the beginning of the removal of policy accommodation.

(3)イエレン次期議長の金融政策

オバマ大統領により次期 FRB 議長に指名されたイエレン氏は、最初の関門となる上院銀行委員会の公聴会をバランスのとれた発言でこなした。金融緩和に積極的なハト派の顔をのぞかせつつ、金融政策の正常化を重視するタカ派の主張にも理解を示し、議長候補者として極めてバランスのとれた優等

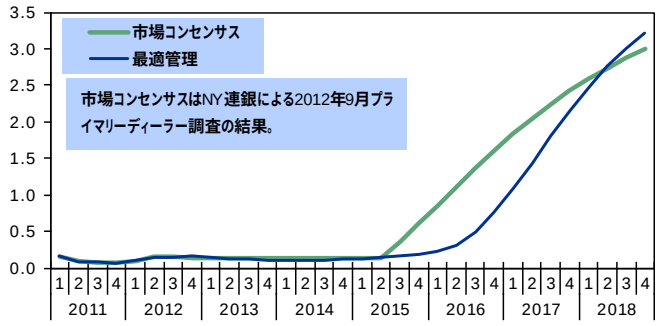
生的な立ち振る舞いを見せたのである。

イエレン氏の金融政策を考える上で肝になるのは、2012 年の講演[5]において繰り返し言及した金融政策ルール「最適管理（Optimal control）」と考えられる。金融政策ルールとしては「テイラー・ルール」が有名であるが、同ルールはインフレ率の目標からの乖離と需給ギャップに政策金利を連動させる比較的単純な式で示される。ただ、テイラー・ルールは通常の経済環境下では頑健であるが、金融危機以降においては上手く機能していない点が、イエレン氏を含む大きくの識者から既に指摘されている。テイラー・ルールに代えて、イエレン氏が有用なルールとして掲げたのが最適管理である。

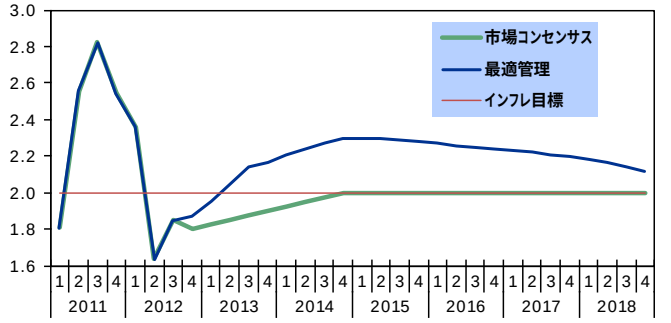
最適管理を、一言で言えば、「計量経済モデルに基づき社会的損失を最少化する金融政策運営ルール」となる。具体的には、**社会的損失として①インフレ率の目標からの乖離と②失業率の長期均衡からの乖離の合計（イエレン氏の講演では均等のウェイト）を最小化するように政策金利を決定する仕組み**である。2012 年の講演で、**イエレン氏は、最適管理に基づいた金融政策運営を行った場合に、最初の利上げが（講演当時の）市場コンセンサスや FOMC 参加者見通しから 1 年程度遅れる旨の試算を示している**。また、2013 年 11 月の IMF 年次会合では、FRB スタッフから最適管理では利上げ開始が 2017 年初めになる旨の論文も公表された。

イエレン氏が2012年11月の講演で示した「最適管理」

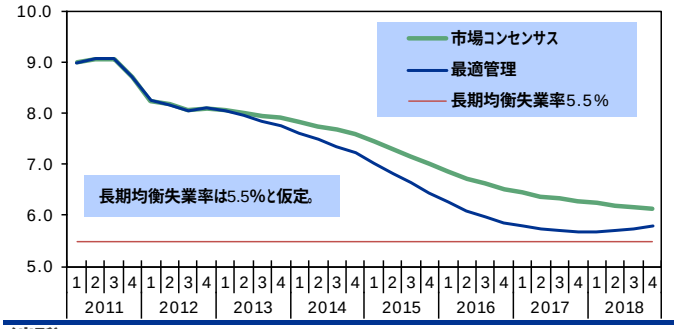
「最適管理」による政策金利の経路（%）



「最適管理」によるPCEデフレーター前年比の経路（%）



「最適管理」による失業率の経路（%）



(出所)FRB

2012 年 11 月の講演でイエレン氏が示した最適管理におけるインフレ率（PCE デフレータ）と失業率の経路を見ると、**インフレ率が一時的に 2%をある程度上回るのを許容することで、失業率の早期低下を促し、社会的損失の最小化を目指す政策**であることが分かる。つまり、**現在の経済情勢においては、最適管理の採用が金融緩和の長期化に繋がる**と言える。ただし、最適管理が「ハト派」的な金融政策運営を、必ずもたらす訳ではない。その本質は社会的損失の最小化であり、経済情勢によっては、インフレ昂進を防止するために一定の失業率上昇を許容し、政策金利の引き上げが示唆されることも当然にありうる。

最適管理を実際の金融政策に適用する際の問題は、計量経済モデルに極めて強く依存するという点で

[5] http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20120411a.htm
http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20120606a.htm
http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20121113a.htm

ある。社会的損失を最小化する計算は経済モデルに依存せざるを得ない。しかし、完璧な計量経済モデルは存在せず、当然に現実の経済からの乖離が発生しうる。また、合議体である FOMC で用いる場合には、FOMC 参加者それぞれの依拠する経済理論に依拠した計量経済モデルを個別に構築するのかという実務的な問題もある。そのため、最適管理がそのままのかたちで、Fed の金融政策運営に導入されるとは考えにくい。

しかし、**最適管理は FRB のデュアルマンデートである「最大限の雇用と物価安定」に即しており、次期議長であるイエレン氏が最適管理を重視していることもまた確か**である。そのため、**今後の金融政策運営において最適管理に基づく発想の影響が強まる可能性は高い**だろう。

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）

米国経済の実質 GDP 成長率は 2013 年 4～6 月期の前期比年率 2.5%が、7～9 月期には 2.8%へ高まった。しかし、在庫投資の拡大による寄与が極めて大きく、経済の根幹を担う民間最終需要は 4～6 月期の 2.6%が 7～9 月期は 2.0%へ寧ろ減速している。在庫投資の増加は、意図せざる在庫積み上がりの部分が大きいと推測される点も勘案すれば、米国経済の成長ペースは 7～9 月期に鈍化したと言える。7～9 月期の民間最終需要は、住宅投資こそ二桁増加を維持したものの、個人消費が前期比年率 1.5%（4～6 月期 1.8%）、設備投資は 1.6%（4～6 月期 4.7%）へ共に減速した。こうした減速をもたらした主因は、米国経済を覆った財政問題に伴う不透明感である。先行きの不透明感が強い下で、家計は消費よりも貯蓄を優先し、企業は設備投資や雇用を絞り込み、景気減速に繋がった。

しかし、財政問題により、米国経済が腰折れへ至るわけではない。財政問題が紛糾した 10 月以降の経済データは失速を回避し、加速感こそないものの概ね底堅く推移している。10 月に雇用者数は増勢を維持し、小売売上高は拡大した。年末商戦も底堅く推移する可能性が高い。企業の景況感も改善基調を維持している。7～9 月期に積み上がった在庫を削減する必要があるため、10～12 月期の成長率は前期比年率 2%未満へ低下するが、民間最終需要に限れば 7～9 月期と同程度、2%程度の伸びを確保する見込みである。

10 月に連邦政府部門の閉鎖が生じるなど、財政問題がもたらす不透明感による景気下押し圧力は 10～12 月期も継続している。それにも関わらず、米国経済が 7～9 月期と同程度の民間需要の拡大ペースを確保できると見込まれるのは、家計の過剰債務と住宅市場の低迷と言う二つの構造問題の解消が進んだためである。債務削減が進み、マクロベースで見る限り、家計の過剰債務問題は既に概ね解消した。また住宅価格の上昇や住宅販売の増加が示すように、住宅市場も回復基調へ転じている。こうした構造問題の解消により、米国経済の足腰が強化され、財政問題に対する下押し圧力に対する耐性が増したと考えられる。

過剰債務問題の解消により、民間部門の成長力は徐々に高まり、米国経済の成長ペースは 2014 年に上昇する見込みである。2013 年初めに行われた増税の影響が一巡し、強制的な歳出削減額は半減するなど、財政面での直接的な下押し圧力が縮小する点も、2014 年の成長率上昇に寄与する。財政問題に代表される政治情勢を巡る不透明感は引き続き残存するため、高成長までは期待できないが、潜在成長ペース程度の成長率は確保可能である。当社では、米国経済の成長率が 2013 年見込みの 1.6%から、2014 年及び 2015 年には 2.4%へ高まると予想している。

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比,%,%Pt	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想	2015 予想
実質ＧＤＰ	1.8	2.8	1.6	2.4	2.4
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.0	2.4	2.4
個人消費	2.5	2.2	1.8	2.1	2.3
住宅投資	0.5	12.9	13.9	9.1	6.7
設備投資	7.6	7.3	2.2	5.1	5.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)
政府支出	▲3.2	▲1.0	▲2.1	▲1.0	▲0.6
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
輸　出	7.1	3.5	2.5	4.2	4.3
輸　入	4.9	2.2	1.4	2.8	3.3
名目ＧＤＰ	3.8	4.6	3.2	4.0	4.3
失業率	8.9	8.1	7.5	7.1	6.7
(Q4)	8.7	7.8	7.3	6.9	6.4
雇用者数(月変化､千人)	175	183	186	215	226
経常収支（10億ﾄﾞﾙ）	▲458	▲440	▲392	▲383	▲397
(名目GDP比,%)	▲2.9	▲2.7	▲2.3	▲2.2	▲2.2
貯蓄率（%）	5.7	5.6	4.5	4.5	4.1
PCEデフレーター	2.4	1.8	1.2	1.5	1.8
コアPCEデフレーター	1.4	1.8	1.3	1.6	2.0
(Q4/Q4)	1.8	1.7	1.2	1.8	2.0
消費者物価	3.1	2.1	1.5	1.6	1.8
コア消費者物価	1.7	2.1	1.8	1.8	2.0

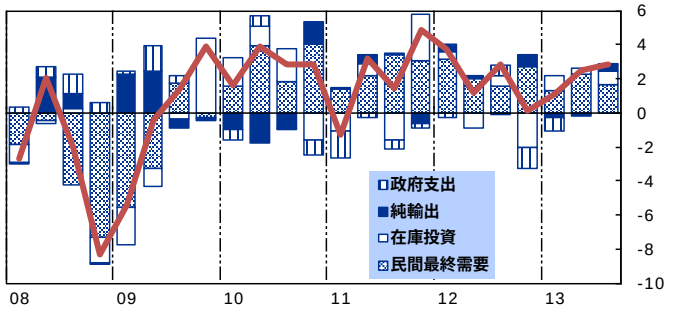
（出所）米国商務省等資料より当社作成。

3.経済動向分析

(1)7～9 月期の成長は見かけ倒し

2013 年 7～9 月期の成長率は前期比年率 2.8%となり、4～6 月期の 2.5%から成長ペースが加速した。市場では 2.0%への減速が見込まれていたため、予想外に強めの結果である。しかし、**経済の基幹を担う民間最終需要**[6]**は 4～6 月期の 2.6%が、7～9 月期は 2.0%へ減速しており、内容は良くない**。後述するように、高めの成長に貢献したのは在庫投資と純輸出だが、**民間最終需要の弱さに照らせば、在庫投資は意図せざる積み上がりの可能性**を否定できない。**米国経済は 7～9 月期に成長モメンタムが鈍化**したと考えるべきだろう。

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）

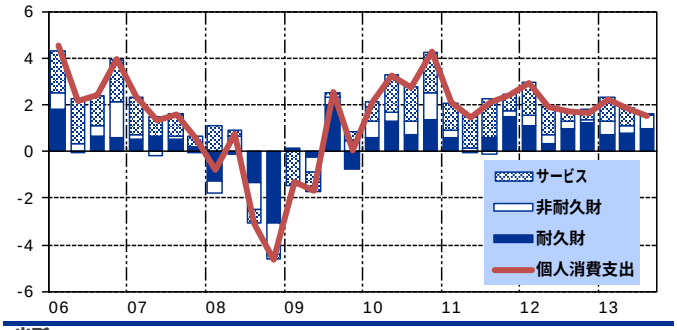


（出所）U.S. Department of Commerce

個人消費は所得減速に沿って鈍化

民間最終需要は、住宅投資こそ前期比年率 14.6%（4～6 月期 14.2%）と高い伸びを維持したものの、個人消費が前期比年率 1.5%（4～6 月期 1.8%）、設備投資は 1.6%（4～6 月期 4.7%）へ減速しており、全体としては弱めの内容である。

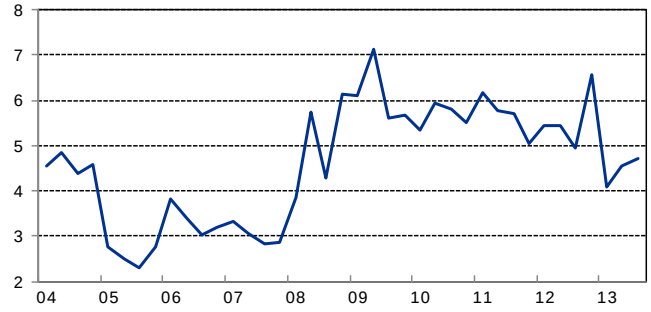
実質消費支出の推移（前期比年率、%）



(出所)U.S. BEA

個人消費は、実質可処分所得が前期比年率 2.5%（4～6 月期 3.5%）に減速し、財政問題に対する懸念から消費者マインドも悪化傾向を辿る下で、増勢が鈍化した。消費者マインドの悪化に伴い貯蓄率は 4.7%（4～6 月期 4.5%）へ前期から 0.2%Pt 上昇している。個人消費の内訳を見ると、耐久財が 7.8%（4～6 月期 6.2%）、非耐久財も 2.7%（4～6 月期 1.6%）と財消費は拡大したが、サービス消費が 0.1%（4～6 月期 1.2%）とほぼ横ばいにとどまり、消費全体を圧迫した。

家計貯蓄率の推移（%）

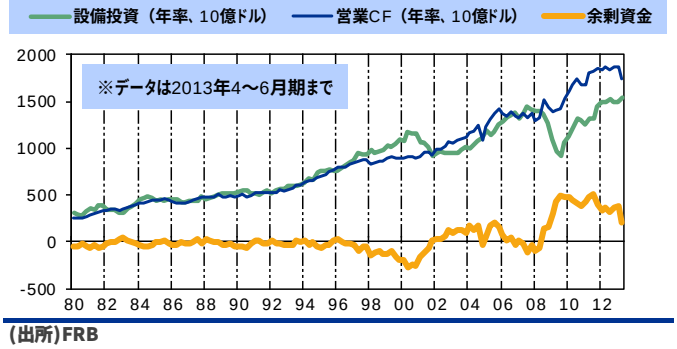


（出所）U.S. Department of Commerce

企業は設備投資を絞り込む

設備投資は前期比年率 1.6%（4～6 月期 4.7%）と低い伸びにとどまった。構築物投資が前期比年率 12.3%（4～6 月期 17.6%）と二桁増加を維持したものの、機器投資が▲3.7%（4～6 月期 3.3%）と減少し、全体を押し下げている。日本企業と同様、**米国企業もカネ余りの状況が続いているが、財政問題などの不透明感を踏まえ、企業は設備投資を**

設備投資と営業CFの推移



(出所)FRB

[6] 国内最終需要から在庫投資を控除して算出。

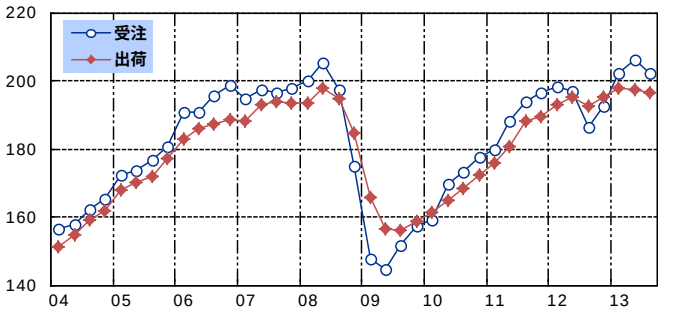
抑制している。機器投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空）は 7～9 月期に減少しており、10～12 月期も設備投資は低調推移が続きそうである。

駆け込み購入が住宅投資を支える

民間最終需要の中で、7～9 月期に前期比年率 14.6%（4～6 月期 14.2%）と高い伸びを維持し、一人気を吐いた住宅投資だが、2013 年初めまでとは状況が変わりつつある。

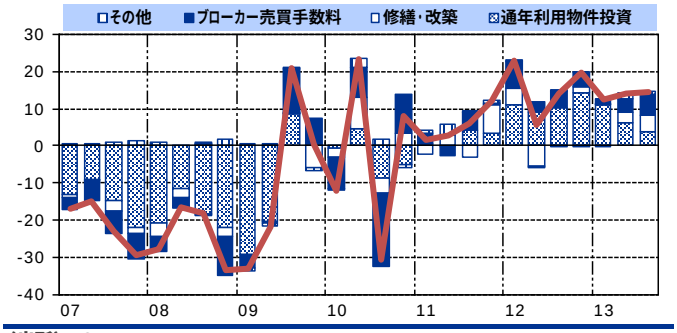
住宅投資の内訳を見ると、Fed による資産買入縮小（Tapering）開始観測を反映した金利上昇を睨んだ駆け込み購入により住宅ブローカーの販売手数料が膨らみ、また住宅販売に向けた修繕・改築も増加している一方、新規の住宅建設が減速している。住宅建設の減速には急速な金利上昇に伴う需要見通しの悪化も響いたが、何よりも住宅在庫復元の終了による影響が大きいと考えられる。住宅市場が悪化に向かうとは予想されないが、**在庫復元の終了に加え、駆け込み購入の一巡もあり、10～12 月期の住宅投資は減速**が予想される。

非国防資本財（除く航空機）の受注と出荷（10億ドル）



（出所）CENSUS

実質住宅投資の寄与度分解（前期比年率、%、%Pt）

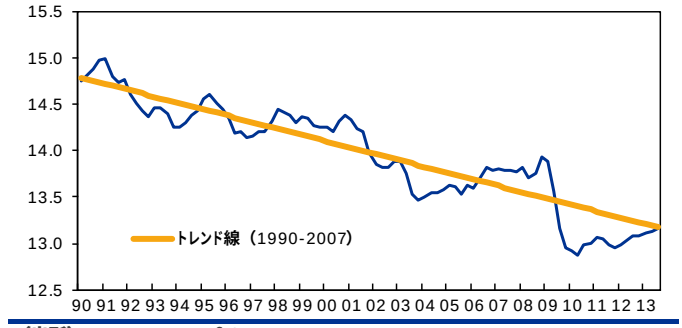


(出所)U.S. BEA

意図せざる在庫積上がりの可能性

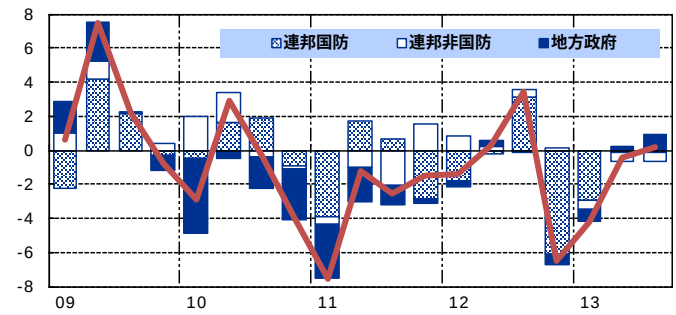
7～9 月期は、在庫投資が実質 GDP 成長率を前期比年率 0.8%Pt（4～6 月期 0.4%Pt）も押し上げた。内訳を見ると、非農業在庫投資が 4～6 月期の 0.3%Pt に続き、7～9 月期も 0.7%Pt の押し上げ寄与となっている。しかし、4～6 月期と異なり、**7～9 月期の民間最終需要の低い伸びでは在庫投資の更なる拡大を正当化できない**。なお、リーマンショック後に圧縮された在庫残高の復元も概ね終了している。そのため、7～9 月期の在庫投資の拡大は、意図せざる積み上がりの要素を多く含むと推測できる。10 月にかけての財政問題紛糾を勘案すれば、尚更である。そのため、**10～12 月期には在庫投資が抑制される可能性**が高い。

実質在庫残高のGDP比（%）



（出所）Department of Commerce

政府支出の推移（前期比年率、%）



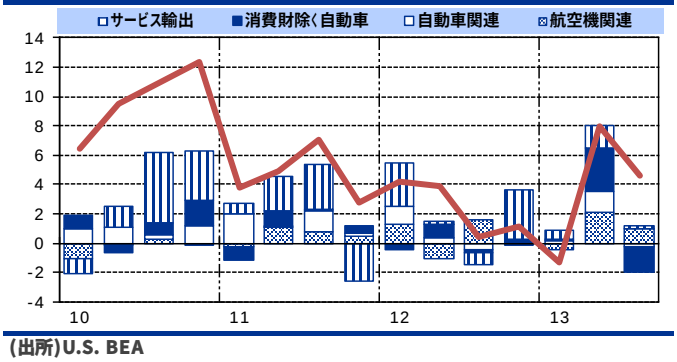
（出所）U.S. Department of Commerce

地方政府支出が拡大

7～9 月期の政府支出は前期比年率 0.2%（4～6 月期▲0.4%）と僅かではあるが拡大した。連邦政府支出は減少が続いたものの（4～6 月期▲1.6%→7～9 月期▲1.7%）、**財政状態の改善している地方政府の支出が 1.5%（4～6 月期 0.4%）と 2 四半期連**

続で増加した。今後も地方政府支出は増勢を維持すると見込まれるが、10～12 月期は再び国防支出（連邦政府支出に含まれる）が大幅に削減される可能性が。そのため、10～12 月期の政府支出は再び減少が予想される。

輸出の推移（前期比年率、%,%Pt）



（出所）U.S. BEA

輸出が復調

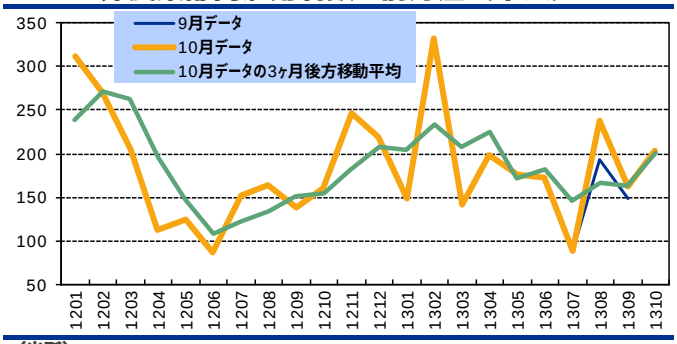
輸出は 7～9 月期に前期比年率 4.5%（4～6 月期 8.0%）へ減速したものの、4～6 月期に急増した宝飾品や航空機輸出の反動減の影響が大きく、基調としては持ち直しつつある。輸入が 1.9%（4～6 月期 6.9%）と輸出を大きく下回る伸びまで鈍化したため、輸出から輸入を控除した**純輸出は成長率を 0.3%Pt 押し上げ**た。

(2)10 月雇用は大幅に増加したが…

次に 10 月前半に財政問題が紛糾した後の経済動向を見ていく。

まず、10 月の雇用統計では、最も注目される**非農業部門雇用者数（NFP：Non-farm Payroll Employment）が前月差 20.4 万人となり、市場予想の 12 万人を大きく上回った**。4～6 月期の月当たり 18.2 万人、7～9 月期の 15.2 万人から見ても増勢が加速、**3 ヶ月平均は 20.2 万人と 6 か月ぶりに資産買入縮小（Tapering）開始のメルクマールとなる 20 万人に達している**。遡及改訂により 8 月は 19.3 万人から 23.8 万人へ、9 月も 14.8 万人から 16.3 万人へ合計で 7 万人も上方修正された。NFP 算出に用いられる事業所調査は**給与支払い状況に基づき雇用者としてカウント**される。つまり、連邦政府部門閉鎖に伴う一時帰休者には給与が支払われており、雇用者として扱われている。

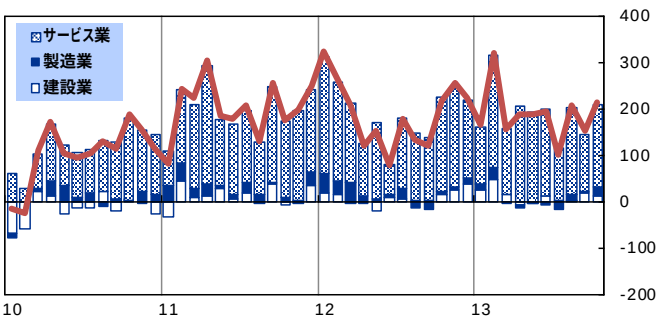
非農業部門雇用者数の前月差（千人）



（出所）U.S. Department of Labor

なお、連邦政府部門閉鎖の民間部門への影響は、10 月雇用統計では確認できなかった。民間部門の雇用者数は 10 月に前月差 21.2 万人増加（9 月 15.0 万人）増加しており、内訳は財生産部門が 3.5 万人（9 月 2.7 万人）、サービス部門は 17.7 万人（12.3 万人）とバランスのとれたものである。レイオフなどが報じられた防衛部門が含まれる輸送機械でも 0.5 万人（9 月 0.1 万人）と雇用者が増加している。

民間部門の雇用者数推移（前月差、千人）



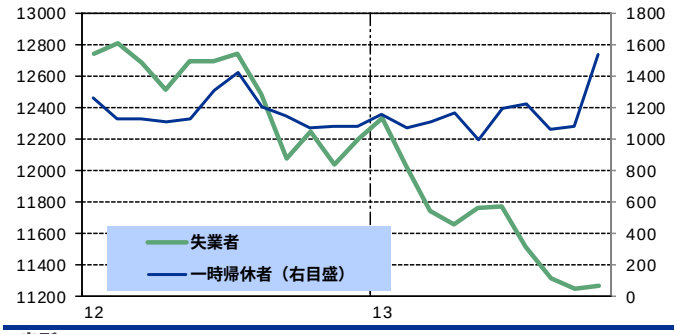
（出所）U.S. Department of Labor

こうした **10 月 NFP の結果は、財政問題の逆風を跳ね返し、米国経済が堅調に推移したことを示すもの**と言える。但し、**10 月データの解釈は慎重に行うべき**であり、少なくとも現時点ではある程度割り引く必要がある。**第一に、連邦政府部門閉鎖のために 10 月は調査時期が通常と異なり、回収率が幾分高い**。高い回収率は統計の信頼性を高め

るが、統計の連続性の観点で歪みが生じている可能性がある。

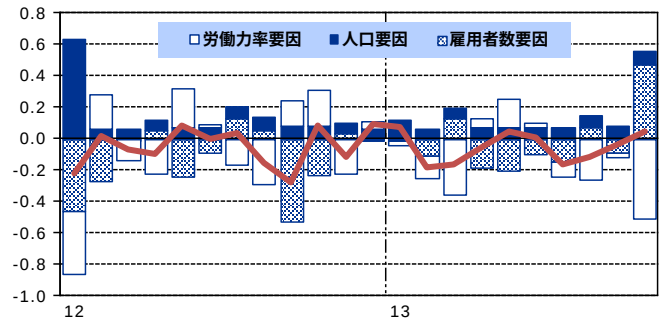
第二に、事業所データから算出される NFP と、失業率算出に用いられる家計調査が大きく異なる結果を示している。給与支払いベースの事業所データと異なり、家計調査は個人へのアンケートによるため、**連邦政府部門閉鎖に伴う一時帰休者から、正しい回答が得られれば、雇用者から外れ失業者としてカウント**されるはずである。内訳を見ると、確かに、**雇用者数が前月差▲73.5 万人と大幅に減少する一方、一時帰休者は 9 月から 44.8 万人増加**しており、連邦政府部門閉鎖の影響が読み取れる。但し、**一時帰休者増加の 44.8 万人を控除したとしても家計調査による雇用者数は 30 万人程度減少しており、20 万人を超える増加を示した NFP とは推移が大きく異なる**。

失業者と一時帰休者の推移（千人）



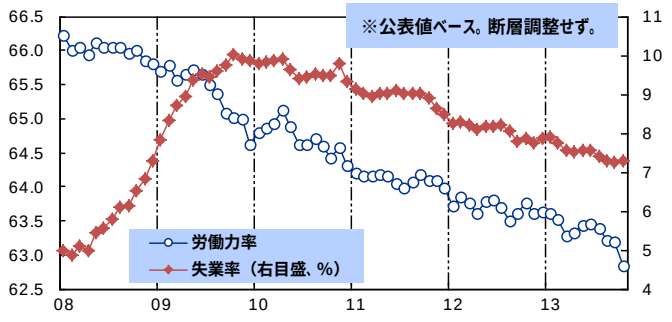
(出所) U.S. Department of Labor

失業率前月差の要因分解（%Pt）



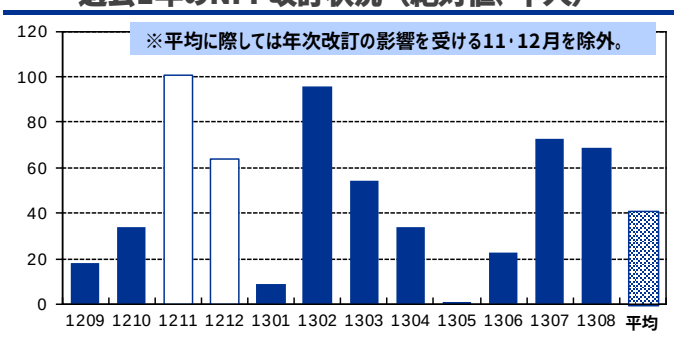
(出所) U.S. Department of Labor

労働力率と失業率の推移（%）



(出所) U.S. Department of Labor

過去1年のNFP改訂状況（絶対値、千人）



(出所)U.S. Department of Labor

そうした雇用者数の減少にも関わらず、一時帰休者以外も含めた失業者全体は前月からほぼ横ばいにとどまった [7]。つまり、**雇用者数の減少が失業者の増加へ向かわず、労働力人口の 72.0 万人減少に繋がっている**。雇用者数の大幅減少にも関わらず、失業率が 9 月 7.24%から 10 月 7.28%へ僅かな上昇にとどまったのは、こうした労働力人口の減少すなわち労働市場からの退出が原因である。労働市場からの大量退出により、**労働力率は 9 月から 10 月の一月で 0.34%Pt も低下**しており、何らかの統計の歪みが生じている可能性が高い。10 月データで判断を急がず、11 月データで確認する必要があるだろう。

なお、統計公表元の労働省は 10 月に失業者数が増加していない点について、連邦政府部門閉鎖に伴う一時帰休者が「在職中」と認識して回答した可能性を指摘している。但し、その場合は雇用者数が過大に、失業者は過少に表象されていたことになり、雇用情勢の実態は更に厳しいと言える。

第三に、そもそも今回の合計 7 万人もの上方修正が示すように、**NFP には大規模な改訂がつきものである**。例えば、過去 1 年を見ると、NFP 増加数は平均で 4 万人程度も改訂されている。**そのため**

[7] 一時帰休者との推移のズレには季節調整の影響も含まれる。

（毎回のことだが）今後のデータ蓄積を待って、基調については、慎重に解釈する必要がある。

以上の三つの留意点等も勘案すれば、**10 月の雇用動向は、米国経済が財政問題により致命的なダメージを負った訳ではないことを示唆しているものの、財政問題を跳ね返すほどの力強さまでは現時点で確認できない**と判断できる。10 月雇用統計をもって、米国経済の強さを過信すべきではない。

(3)10 月小売は底堅く推移

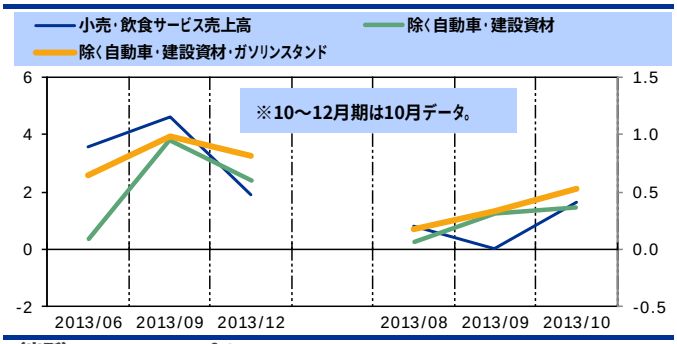
10 月の小売売上高は前月比 0.4%（9 月 0.0%）と高い伸びを示した。自動車・建設資材・ガソリンスタンド売上高を除いた、いわゆる**コア売上高は 0.5%（9 月 0.3%）と更に高い伸び**である。ガソリン価格下落に伴い、ガソリンスタンド売上高が減少しており、その減少を含まないため、コア売上高は高い伸びとなっている。

ガソリン価格は CPI ベース（季節調整値）で 10 月に前月比▲2.9%と大幅に下落しており、ガソリンスタンド売上高は名目ベースで 0.6%の減少だが、（手元試算では）実質ベースは 2.4%の増加になる。

ガソリンや自動車販売以外では、家具（前月比 1.0%）、電気製品（1.4%）、衣料品（1.4%）などが好調だった。

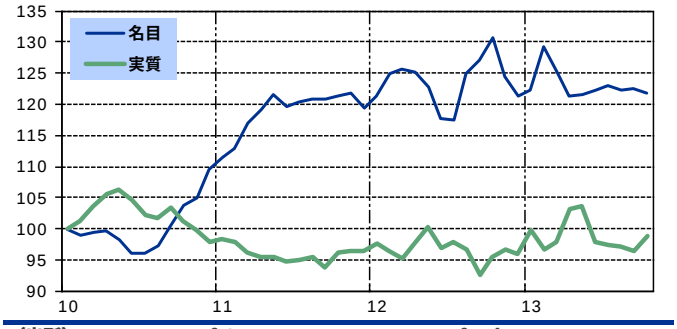
先行きについて、**11・12 月に過去 1 年間の平均伸び率を仮定した場合、10～12 月期は小売売上高が前期比年率 3.2%（7～9 月期 4.6%）へ小幅減速するも、コア売上高は 4.6%（7～9 月期 3.9%）へ加速**する。前述のとおり、10 月にガソリン価格の大幅下落が生じていた点を勘案すると、コア売上高の方が物価変動勘案後の財消費動向に近いと考えられる。**10～12 月期の個人消費は前期を若干上回るペースを確保可能なスタートを切った**といえるだろう。但し、大幅な増勢加速が見込める程の力強さはない。

小売･飲食サービス売上高（前期比年率、前月比、%）



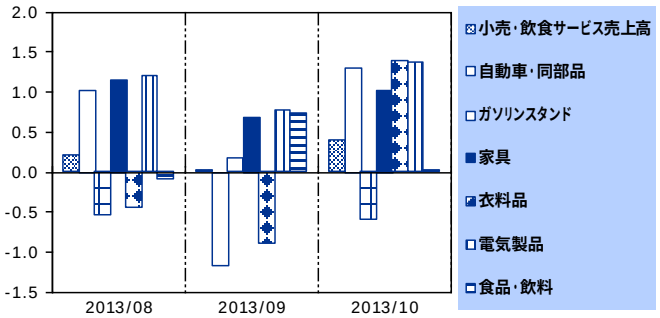
（出所）Department of Commerce

ガソリンスタンド販売額の推移（2010/1＝100）



（出所）Department of Commerce,Department of Labor

小売･飲食サービス売上高（前月比、%）



（出所）Department of Commerce

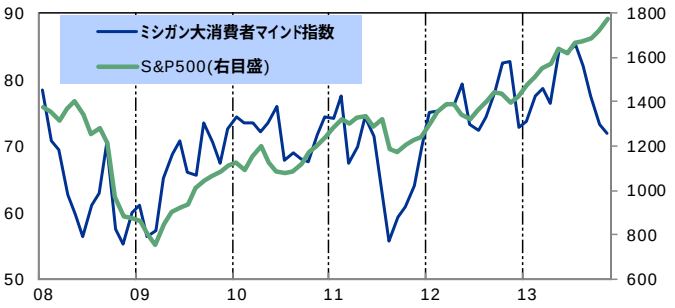
(4)年末商戦を悲観する必要はないが…

2013 年の年末商戦について、全米小売業協会（NRF）は前年比 3.9%と昨年の 3.5%、過去 10 年平均の 3.3%をやや上回る予想を示している。

NRF が予想する前年比 3.9%は多少強気に見えるが、2013 年 1～10 月までの小売売上高の実績に照

らせば、必ずしも高い伸びではない。2013 年 1～10 月に小売売上高全体は前年比 4.4%（7～9 月期前年比 4.5%）、コア売上高が 3.7%（同 3.6%）の伸びを確保している。つまり、**NRF が予想する年末商戦の伸びは 10 月までの小売売上高の動向に概ね沿ったもの**であると言える。更に、今回示された 10 月のコア売上高の堅調推移は、年末商戦が NRF 予想程度の伸びを確保可能なことを示唆している。

消費者マインドと株価の推移



（出所）Univ. Michigan, Thomson Reuters, S&P

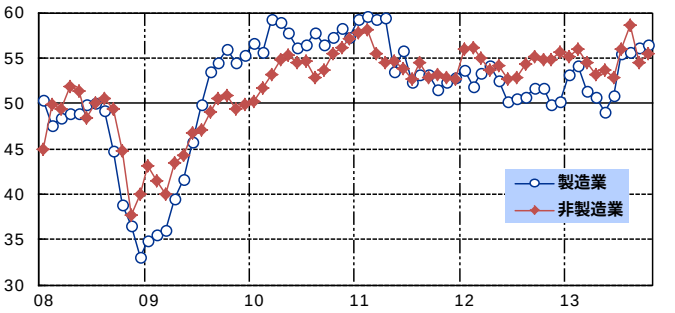
こうした年末商戦の予想に対しての最大のリスク要因は、財政問題による不透明感が尾を引き悪化を続けている消費者マインドである。消費者マインドは夏場以降に急低下し、11 月も下げ止まっていない。しかし、その一方で、**株価の上昇が続いており、消費者の財布の紐を緩めるという資産効果**が期待できる。両者が相殺し合うため、**マインド悪化を理由に年末商戦を過度に悲観する必要はない**と考えられる。

総合すれば、**年末商戦について、NRF 予想程度の 3.9%の伸びは十分に期待できる**。しかし、繰り返しになるが、NRF 予想は 2013 年 1～10 月の小売売上高実績の延長線上に過ぎない。つまり、**年末商戦が NRF 予想程度の伸びを確保して、個人消費は漸く前期並みか前期を若干上回る程度の増勢になる**と見ておくべきである。

(5)企業部門は慎重

財政問題が紛糾したにも関わらず、10 月に企業景況感は改善した。製造業 ISM 指数は 9 月 56.2 が 10 月は 56.4 へ上昇し、2013 年の最高を更新、非製造業 ISM 指数も 9 月 54.4 が 10 月は 55.4 へ上昇している。製造業生産も 10 月に前月比 0.3%（9 月 0.1%）と増加しており、マインド指標のみならず実体指標も上向きの動きを見せた。過去のデータになるが、7～9 月期には企業収益も前期比年率 13.9%（4～6 月期▲5.1%）と持ち直している。

ISM調査の企業景況感（中立＝50）



（出所）Institute for Supply Management

こうした良好な業況や金融環境にも関わらず、既に見たように企業は設備投資を絞り込んでいる。**設備投資の絞り込みには、複数の中央銀行関係者も指摘するように、やはり財政問題に伴う事業環境の不透明感が影響している**と考えられる。現在の業績改善や生産増加を、投資拡大へ結びつけるメカニズムが、財政問題により断絶してしまっているのである。

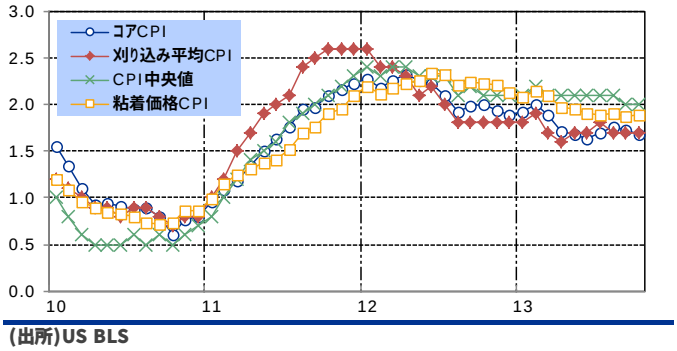
(6)ディスインフレが続く

10 月の消費者物価指数（CPI）は、ヘッドライン CPI が前月比▲0.1%（9 月 0.1%）と低下する一方、食糧とエネルギーを除いたコア CPI は 0.1%で前月から変わらずだった。ヘッドライン CPI の低下は、エネルギー価格が前月比▲1.7%（9 月 0.8%）と低下したためである。エネルギー価格だけでヘッド

ライン CPI を 0.163%Pt も押し下げている。エネルギー価格については、ガソリン価格が▲2.8%と大きく低下した影響が大きいが、ガス価格も低下している。

コア CPI の内訳を見ると、財、サービスともに大きな変化は見られない。財の下落が続く一方、サービス価格は安定している。財では、衣料品の価格下落が目立った。

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）



(出所)US BLS

前年比で見ると、ヘッドライン CPI は 1.0%（9 月 1.2%）へ低下したが、コア CPI は 1.7%で 9 月から変わらずだった。インフレのトレンド関連データを見ても、大きな動きは見られない。刈り込み平均 CPI が 1.7%、CPI 中央値は 2.0%、粘着価格 CPI は 1.9%で、いずれも 9 月と同値である。

米国経済におけるディスインフレは悪化こそしていないが、脱却へ向かってもいない。

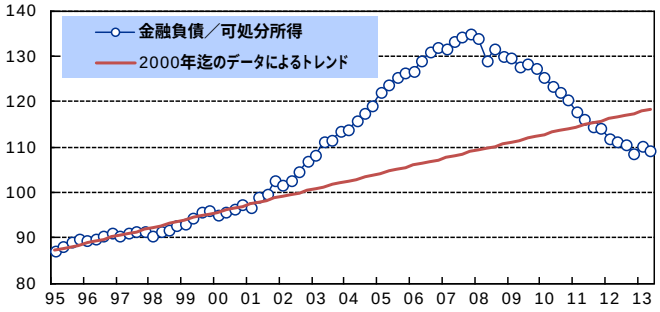
4.経済見通し：従来見通しを据え置き

(1)財政問題では米国経済は腰折れず

現状分析を踏まえた上で、経済見通しを再検討する。財政問題の紛糾にも関わらず、米国経済は 10～12 月期も拡大基調を維持している。今後、財政問題は①両院予算協議会に課された長期的な税制変更や歳出削減に関する修正案の提示期限である今年 12 月 13 日、②暫定予算（CR：Continuing Resolution）の期限である来年 1 月 15 日、③債務上限に再び到達する 2 月 7 日など、数度の正念場を迎え、行方を占うのは困難である。しかし、10 月以降の経済情勢を見る限り、（政府部門閉鎖が数ヶ月に及ぶなど）よほどのことがない限り、**財政問題を理由に米国経済が腰折れに至る可能性は低い**。7～9 月期に積み上がった在庫を削減する必要があるため、10～12 月期の成長率は前期比年率 2%未満へ低下するが、民間最終需要に限れば 7～9 月期と同程度、2%程度の伸びを確保する見込みである。

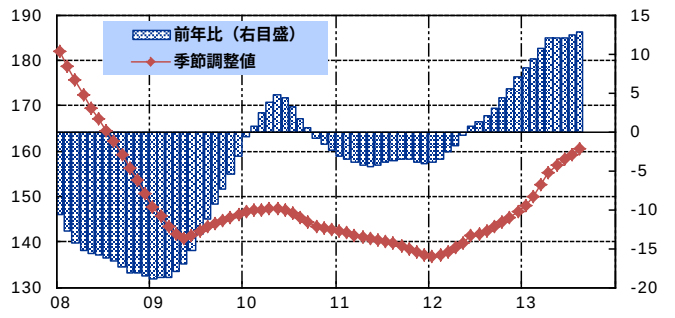
米国経済が腰折れを回避できるのは、①可処分所得に対する債務比率の低下が示すように家計の抱えていた過剰債務問題が峠を越え、また②住宅価格の上昇が示すように住宅市場が回復へ転じるなど構造問題が解消へ向かっている影響が大きい。構造問題の解決により、米国経済の足腰が強化され、政府部門閉鎖やデフォルト懸念など財政問題の逆風に耐えている。

家計の可処分所得に対する金融負債の比率（%）



（出所）Department of Commerce,FRB

S&P/CS住宅価格指数20都市（2000年1月=100）



（出所）S&P

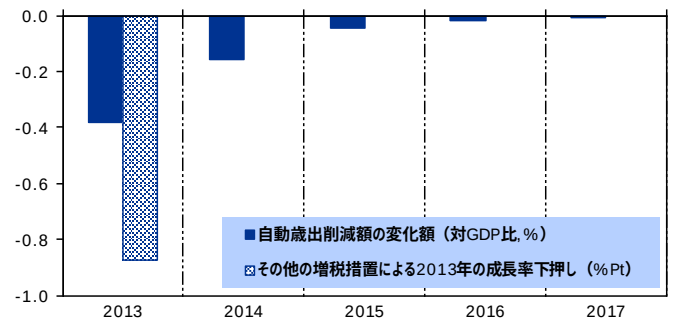
(2)2014 年の好材料と悪材料

2014 年を見通すに際しては、現在の法定事項に基づく限り、**増税や歳出削減による逆風が 2013 年対比で大きく和らぐ点もプラス材料**である。2013 年初めの増税による影響は一巡し、自動歳出削減による下押しも 2014 年は 2013 年対比で半減する。

しかし、**財政問題の紛糾がもたらす不透明感による間接的な下押し圧力を打ち返して、高成長を達成するほどの強さを、現在の米国経済に期待することは無理**だろう。高い失業率が示すように経済には未だ大規模なスラックが残り、正常化には至っていない。故に、経済主体の行動には慎重姿勢が残る。それは現在の消費者マインドの悪化や、企業の設備投資抑制姿勢などから確認できる。

また、2014 年の海外経済環境[8]は 2013 年対比では多少の改善が期待できるものの力強さを欠くため、輸出を成長牽引役として見込むことは困難

財政による直接的な景気下押し規模の変化



(出所)CBO資料等より伊藤忠経済研究所作成

[8] 当社は、世界経済の成長率を 2013 年 2.9%、2014 年 3.6%、2015 年 3.8%と予想している。

である。

(3)成長率見通しは 2014・2015 年ともに 2.4%

以上を踏まえ、当社では**実質 GDP 成長率を 2013 年 1.6%、2014 年 2.4%、2015 年 2.4%とする従来見通しを据え置く**。

過剰債務や住宅市場といった構造問題による下押し圧力が和らいだことで、米国経済は雇用所得の増加と個人消費の相互作用による回復メカニズムが作用しつつあり、徐々に成長ペースが高まっていくと考えられる。増税や歳出削減による下押し圧力が 2013 年に比べ緩和することも支援材料である。但し、住宅投資に関しては、成長に対する寄与が徐々に低下していく見込みである。住宅市場の回復は継続するものの、ピックアップ局面に当たった 2012～2013 年に比べ、2014 年以降は拡大ペースが鈍化するためである。

しかし、その一方で、民主党と共和党の政治対立は深刻なままであり、オバマ大統領のリーダーシップも低下している。そのため、**財政問題のみならず今後の経済政策全般における不透明感は長期に渡って米国経済を覆う可能性が高い**。こうした不透明感の下で、家計や企業の経済主体の支出行動が積極化する可能性は低く、成長ペースは 2014 年、2015 年共に潜在成長ペースと考えられる 2%台半ばにとどまる見込みである。

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比,%,%Pt	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想	2015 予想
実質ＧＤＰ	1.8	2.8	1.6	2.4	2.4
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.0	2.4	2.4
個人消費	2.5	2.2	1.8	2.1	2.3
住宅投資	0.5	12.9	13.9	9.1	6.7
設備投資	7.6	7.3	2.2	5.1	5.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)
政府支出	▲3.2	▲1.0	▲2.1	▲1.0	▲0.6
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
輸　出	7.1	3.5	2.5	4.2	4.3
輸　入	4.9	2.2	1.4	2.8	3.3
名目ＧＤＰ	3.8	4.6	3.2	4.0	4.3
失業率	8.9	8.1	7.5	7.1	6.7
(Q4)	8.7	7.8	7.3	6.9	6.4
雇用者数(月変化､千人)	175	183	186	215	226
経常収支（10億ドル）	▲458	▲440	▲392	▲383	▲397
(名目GDP比,%)	▲2.9	▲2.7	▲2.3	▲2.2	▲2.2
貯蓄率（%）	5.7	5.6	4.5	4.5	4.1
PCEデフレーター	2.4	1.8	1.2	1.5	1.8
コアPCEデフレーター	1.4	1.8	1.3	1.6	2.0
(Q4/Q4)	1.8	1.7	1.2	1.8	2.0
消費者物価	3.1	2.1	1.5	1.6	1.8
コア消費者物価	1.7	2.1	1.8	1.8	2.0

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

【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	4.8
実質GDP	0.1	1.1	2.5	2.8
個人消費	1.7	2.3	1.8	1.5
住宅投資	19.8	12.5	14.2	14.6
設備投資	9.8	▲4.6	4.7	1.6
政府支出	▲6.5	▲4.2	▲0.4	0.2
輸出	1.1	▲1.3	8.0	4.6
輸入	▲3.1	0.6	6.9	1.8
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	Jul-13	Aug-13	Sep-13	Oct-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	3.7	0.2	0.5	0.4	
消費者信頼感	70.4	62.8	75.1	81.0	81.0	81.8	80.2	71.2
小売売上高	5.9	4.1	3.6	4.6	0.4	0.2	0.0	0.4
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.2	3.6	2.6	3.9	0.5	0.2	0.3	0.5
鉱工業生産	2.5	4.1	1.1	2.3	▲0.2	0.5	0.7	▲0.1
住宅着工件数(年率換算、千件)	896	957	869		883	891		
中古住宅販売戸数	13.9	3.9	9.5	25.9	6.5	0.0	▲1.9	▲3.2
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	4.5	4.7	5.1	4.9	5.0	4.9	4.9	5.0
非国防資本財受注(除く航空機)	13.8	21.4	8.5	▲7.2	▲3.5	1.0	▲1.3	
民間非居住建設支出	27.3	▲31.4	11.5		3.7	0.1		
貿易収支(10億ドル)	▲127	▲123	▲118	▲119	▲39	▲39	▲42	
実質財収支(10億ドル,2009年基準)	▲147	▲144	▲143	▲145	▲47	▲47	▲50	
実質財輸出	▲3.2	1.4	10.2	2.1	▲0.9	▲0.4	▲0.7	
実質財輸入	▲2.7	▲1.8	6.6	3.1	1.5	▲0.3	1.3	
ISM製造業指数(四半期は平均)	50.6	52.9	50.2	55.8	55.4	55.7	56.2	56.4
ISM非製造業指数(四半期は平均)	55.1	55.2	53.2	56.3	56.0	58.6	54.4	55.4
失業率(%)	7.8	7.7	7.5	7.3	7.4	7.3	7.2	7.3
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	209	207	182	163	89	238	163	204
民間雇用者数(前月差、千人)	232	212	190	152	100	207	150	212
※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	1.9	2.2	2.0	2.2
消費者物価(前年比、%)	1.9	1.7	1.4	1.6	2.0	1.5	1.2	1.0
コア消費者物価(前年比、%)	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7
PCEデフレーター(前年比、%)	1.7	1.4	1.1	1.1	1.3	1.1	0.9	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.7	1.5	1.2	1.2	1.1	1.2	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	0.34	0.36	0.40	0.34
10年債利回り(%)	1.72	1.96	2.30	2.81	2.58	2.74	2.81	2.62
名目実効為替レート(1997/1=100)	99.0	100.7	101.7	101.9	102.2	102.1	101.9	100.9
ダウ工業株30種平均	13104	14579	14910	15130	15500	14810	15130	15546
S&P500株価指数	1426	1569	1606	1682	1686	1633	1682	1757

(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。