

# 米国経済情報 2013年12月号

## Summary

### 【内容】

1. 米国経済の回顧と展望
  - (1) 2013年の回顧経済動向
  - (2) 米国経済に残る課題
  - (3) 2014年の展望
2. 経済動向分析
  - (1) 7～9月期は在庫投資以外も底堅い
  - (2) 10～12月期は最終需要が急拡大へ
  - (3) 雇用情勢は回復したが...
  - (4) 家計のバランスシートが改善
  - (5) 年末商戦は堅調
  - (6) 海外需要が拡大
  - (7) 企業部門は上向き
  - (8) 住宅市場はボラティル
  - (9) 財政に関する合意が成立
  - (10) ディスインフレーションが継続
3. 金融政策
 

資産買入縮小の開始を決定
4. トピックス
 

労働生産性の低下をどう考えるか？

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

2013年は、財政問題が米国経済を大きく下押しした。年初からの給与税率引き下げの終了や高所得者向け増税、自動歳出削減が、直接的に個人消費や政府支出に悪影響を及ぼした。加えて、年央以降に顕在化した政治の機能不全による将来の政策運営に対する不透明感が、企業の支出行動に悪影響を及ぼし、新規雇用や設備投資の抑制にも繋がった。

政治の機能不全は、10月にクライマックスを迎え、16日間にわたり、連邦政府部門は閉鎖を余儀なくされた。しかし、政治の機能不全が最も深刻化した10～12月期に、寧ろ、米国の民間部門は力強さを増している。雇用者数の伸びは、再び月当たり20万人を超え、企業景況感や生産データは好転した。年末商戦も概ね好調、消費者の購買意欲は強い。

財政問題にも関わらず、10～12月期に民間部門が回復の勢いを強めた背景には、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ある。家計のバランスシートは正常な状態に戻り、2013年後半には再び債務を拡大し、支出に充てる動きも見られる。住宅価格の上昇などが示すように住宅市場は回復基調へ転じた。こうした構造問題の解消による好影響が、家計部門のみならず企業部門へも広がっている。

更に、12月10日には、来年への持ち越しが必至と見込まれていた超党派の財政協議が合意に至り、来年以降の不透明要素が減少した。

こうした経済情勢の好転と財政問題における不透明感の緩和を踏まえ、Fedは12月のFOMCで、2012年秋から実施している期限を定めない資産買入措置の縮小開始を決定した。但し、資産買入措置の終了後も、長期間に渡り超低金利政策を維持する方針も同時に示している。

2014年は、財政問題による下押しが縮小する一方、民間部門が回復の勢いを強め、成長ペースは加速する。実質GDP成長率は2013年の1.8%が2014年に2.6%へ高まると予想される。2013年11月時点で7%まで低下した失業率は、2014年以降も低下を続ける。但し、緩やかにではあるが労働市場への再参入が進み、労働力率が上昇するため、失業率の低下ペースは緩やかとなる。インフレ率は、成長率の高まりを受けた労働需給のタイト化に伴う賃金上昇に支えられ、徐々に上昇ペースが高まる。但し、2014年末時点でもFOMCの長期目標である2%へは届かず、インフレ圧力は限定的な状況が続くと考えられる。

## 1. 米国経済の回顧と展望

### (1) 2013年の回顧

2013年の米国経済は、一年を通じて財政による下押しに苛まれたものの、終盤にかけて民間部門の体質改善による成長加速の動きが鮮明になった。

#### 財政問題が下押し

2013年は、財政問題が米国経済を大きく下押しした。まず、年初からの給与税率引き下げの終了や高所得者向け増税、自動歳出削減によるフィスカルドラッグが、直接的に個人消費や政府支出に悪影響を及ぼした。CBO（議会予算局）の試算などに基づく、増税などにより2013年は0.8%Pt強の成長率押し下げが生じ、自動歳出削減の規模もGDP比で0.4%程度に達した。加えて、年央以降に顕在化した政治の機能不全による将来の政策運営に対する不透明感が、企業の支出行動に悪影響を及ぼし、新規雇用や設備投資の抑制に繋がっている。民間雇用者数の増勢は1～3月期までの月当たり20万人超が4～6月期に19.0万人、7～9月期には15.8万人へ減速した。また、2011年と2012年に7%を超える伸びを示した設備投資は2013年1～9月期に前年比2%強へ失速している。

#### 10月の連邦政府部門閉鎖

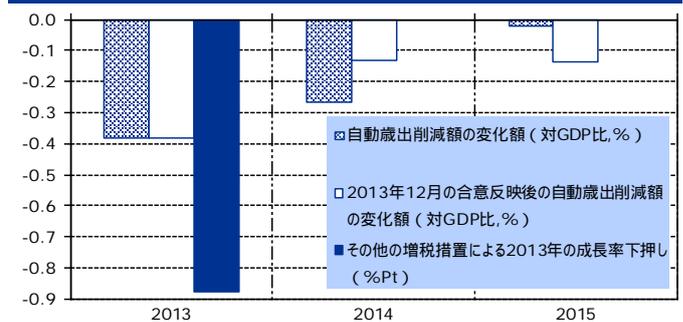
政治の機能不全は、10月の16日間にも及ぶ連邦政府部門の閉鎖によりクライマックスを迎えた。10月16日に至り、上下両院で2014年1月15日迄の暫定予算（CR：Continuing Resolution）が成立し連邦政府部門の閉鎖は終了、また連邦政府債務上限（Debt Ceiling）も2014年2月7日まで一時的に撤廃され、財政危機は小康へ向かった。

#### 10～12月期以降に民間部門が力強さを増す

こうした政治の機能不全が深刻化した10～12月期に、寧ろ、米国の民間部門は力強さを増している。雇用者数の伸びは再び月当たり20万人を超え、企業部門でも景況感や生産関連のデータが好転した。2013年の年末商戦も概ね好調に推移している模様である。

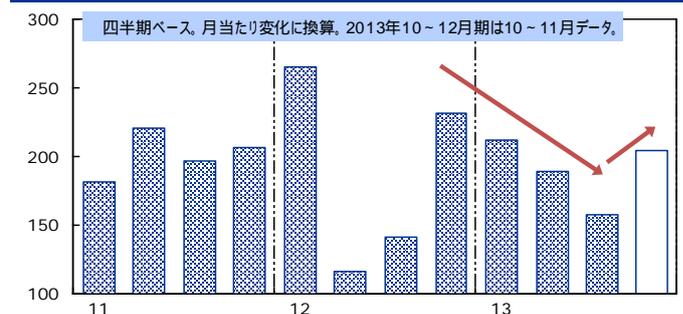
先行きの財政や政策運営に関する不透明感が強まったにも関わらず、10～12月期に民間部門が回復の勢いを強めた背景には、金融危機後の米国経済を圧迫してきた家計の過剰債務と住宅市場の低迷と言う二つの構造問題の解消がある。住宅ローンを中心とした債務圧縮と株価及び住宅価格の上昇による資産価値の増大により、家計のバランスシ

財政による直接的な景気下押し規模の変化



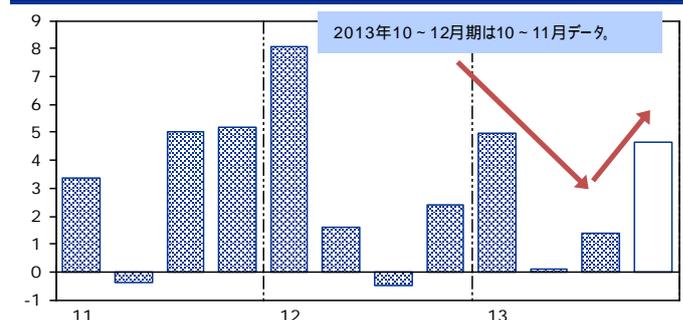
(出所) CBO資料等より伊藤忠経済研究所作成

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

製造業生産の推移（前期比年率、%）



(出所) FRB

ートは正常な状態を取り戻した。2013 年後半に入ってから再び債務を拡大する動きも見られ、過剰債務問題が個人消費の抑制する状況は終了している。また、住宅価格の上昇や住宅販売の増加に示されるように住宅市場は回復基調へ転じた。2013 年は、金利変動に対する脆弱性を示すなど、住宅市場は未だ万全とまでは言えないが、景気の足を引っ張る状況にはない。

## 12 月の超党派合意

一方、12 月 10 日には超党派の財政協議が合意に至り、来年まで持ち越しになるとされていた財政問題が大きく前進した。合意は、抜本的な歳出削減や税制改革などを伴うものではないが、当面の二会計年度（2013/10～2014/9、2014/10～2015/9）における強制的歳出削減の悪影響を緩和し、かつ今年 10 月に生じた連邦政府部門の閉鎖を繰り返さないという点において、財政問題に関する不透明感を大きく緩和するものと言える。

## Fed は資産買入の縮小を決定

こうした経済情勢の好転と財政問題の不透明感の緩和を踏まえ、中央銀行である Fed は 12 月 17～18 日開催の FOMC において、2012 年秋から実施しているオープンエンドの資産買入措置の縮小（Tapering）を開始すると決定した。資産買入の規模を月当たり米国債 450 億ドル、MBS400 億ドル、合計 850 億ドルから、2014 年 1 月以降は国債 400 億ドル、MBS350 億ドル、合計 750 億ドルへ小幅ながら減額する。次回以降の FOMC でも買入規模の縮小を進めていくと考えられる。Tapering により金融緩和度合いを縮小する一方、Fed は将来の政策金利について「特にインフレ率が 2%を下回ると予想される下では、失業率が 6.5%を下回ってから相当の時間が経過後も、FF 金利の誘導目標をゼロ～0.25%に維持することが適切になる」と明記し、利上げを急がず、相当長期間に渡って超低金利政策を維持する方針を示した。

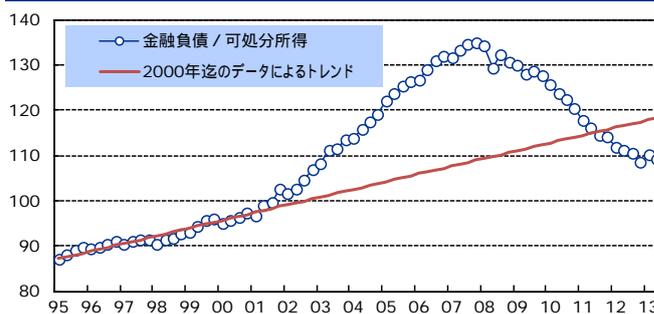
## (2) 米国経済に残る課題

米国経済は 2014 年以降に回復の動きを強めると見込まれる。構造問題の解消を受けた個人消費などの拡大に加え、2013 年 12 月の超党派合意も寄与し歳出削減による直接的な景気下押し圧力が縮小する点や二会計年度の予算確保により財政政策の不透明感が後退する点が、経済成長の加速に寄与する。

## 雇用の回復の鈍さ

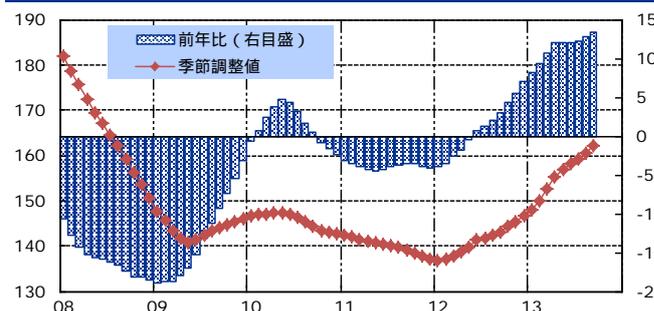
但し、米国経済がなお複数の課題を抱えている点も認識する必要がある。課題の第一は、長期失業問題に象徴されるなお低水準の雇用情勢である。2013 年 11 月時点でも、雇用者数の水準は金融危機前

家計の可処分所得に対する金融負債の比率（%）



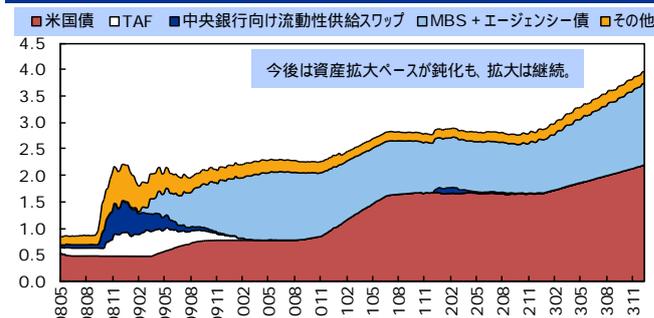
(出所) Department of Commerce,FRB

S&P/CS住宅価格指数20都市（2000年1月=100）



(出所) S&P

FEDの資産推移（兆ドル）



(出所) Bloomberg

を回復していない。こうした雇用情勢の回復の遅れを受けて、失業期間が27週以上の長期失業者数がなお400万人を超えるなど長期失業問題が深刻な状況にあり、スキル低下や労働市場からの退出を通じて、米国経済の将来の潜在成長率を押し上げる可能性がある。

## デysinフレの継続

こうした雇用情勢の回復の遅れが、緩慢な賃金上昇を通じて、第二の課題であるデysinフレに繋がっている。Fedが重視するコアPCEデフレーターは2013年11月に1.1%とFOMCが長期目標に掲げる2%を大きく下回ったままである。

第一の課題である雇用情勢の回復の遅れと第二の課題であるデysinフレは、その課題の解決が経済成長の加速に繋がる一方で、課題の解決自体も経済成長の継続によって進めていくしかない。

そのため、Fedは低金利政策の継続などにより金融政策面からの成長サポートを継続する必要がある。

## 労働生産性の低下

そうした二つの課題の漸進的な解決に対して障害となりうるのが、2013年に鮮明となった第三の課題、労働生産性の低下である。現在の労働生産性上昇率の低下は資本装備率の低迷による部分が大いと考えられる<sup>1</sup>。2012年までは過剰投資の調整局面だったが、2012年末の時点で資本装備率はトレンドを明確に下回り、調整は終了した。それにも関わらず、2013年に設備投資の伸びが低下したため、資本装備率が回復せず、労働生産性の低下へ繋がっている。財政政策に関する不透明感が和らぐことから、設備投資の伸びは、2013年に比べ2014年に高まると考えられる。しかし、金融危機後に染み付いた企業の慎重姿勢が払拭されるには、なお時間を要する可能性が高い。

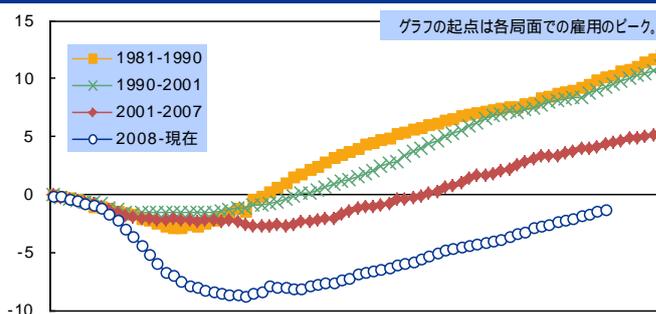
## (3)2014年の展望

### 2014年の成長率は2%台半ばへ加速

2014年は、民間部門の地力の回復やフィスカルドラッグの縮小が、成長率の押し上げに寄与するが、雇用やデysinフレ、生産性に関する課題の解決には時間を要するのもまた確かである。そのため、当社では米国経済の成長率が2013年の1.8%から2014年に2.6%、2015年は2.5%へ高まるも、2%台半ばの潜在成長近傍にとどまると予想する<sup>2</sup>。こうした当社予想は、潜在成長率を大きく超える高成長を見込むFedの見通し(2014年最終四半期前年比2.8~3.2%)に比べれば慎重と言える。

2014年に、民間需要は個人消費を中心に拡大ペースが加速すると見込まれる。但し、住宅投資は回復

景気循環における雇用者数の推移(百万人、季調値)



(出所)U.S. Department of Labor

消費支出デフレーター(前年比、%)



(出所)U.S. BEA

<sup>1</sup> 詳細はトピックスを参照。

<sup>2</sup> 2013年7~9月期のGDP最終推計値の上方修正、小売データの上振れ、財政合意による歳出削減幅の縮小等を踏まえ、2013年11月時点の見通しである2013年1.6%、2014年2.4%、2015年2.4%を上方修正した。詳細は後述。

を続けるものの、伸びは鈍化する。在庫復元による投資加速の時期が終了し、需要に対応した投資拡大ペースへ移行するためである。設備投資は企業の慎重姿勢が残る下で、増勢の鈍い状況が継続すると予想される。地方政府の財政状況改善に加え、自動歳出削減規模の縮小もあり、政府支出の削減ペースは緩和される。

## インフレ率の上昇ペースは緩やか

2013年11月時点で7%まで低下した失業率は、2014年以降も低下を続ける。但し、雇用情勢の回復を受けて、緩やかにではあるが労働市場への再参入が進み、労働力率が上昇するため、失業率の低下ペースは緩やかとなる。インフレ率は、成長率の高まりに伴う労働需給のタイト化を反映した賃金上昇に支えられ、徐々に上昇ペースが速まる。但し、FOMCが長期目標に掲げる2%へ、コアPCEデフレーターが達するのが2015年末まで遅れる

など、インフレ圧力は限定的な状況が続くと考えられる。

シェール革命を受けた米国内での原油・天然ガス産出の増加や、海外投資の果実としての所得収支の増加に支えられ、経常赤字の名目GDP比は緩やかに低下すると予想される。

## 利上げを急がず

Fedは、2014年の毎回のFOMCにおいて徐々に資産買入額を縮小していくと見込まれる。2014年前半は2013年12月と同じく、毎回100億ドル程度の減額にとどめるも、2014年後半には減額ペースを速める可能性がある。しかし、低インフレが続くため、早期の利上げ開始は見込まれない。FOMC参加者は初回の利上げを2015年と予想しているが、2016年まで遅れる可能性がある。

### 2013年12月FOMC参加者の見通し(SEP)

#### 1. 経済見通し

(%)	2013	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.2 2.3	2.8 3.2	3.0 3.4	2.5 3.2	2.2 2.4
前回見通し	2.0 2.3	2.9 3.1	3.0 3.5	2.5 3.3	2.2 2.5
失業率	7.0 7.1	6.3 6.6	5.8 6.1	5.3 5.8	5.2 5.8
前回見通し	7.1 7.3	6.4 6.8	5.9 6.2	5.4 5.9	5.2 5.8
PCEデフレーター	0.9 1.0	1.4 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
前回見通し	1.1 1.2	1.3 1.8	1.6 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター	1.1 1.2	1.4 1.6	1.6 2.0	1.8 2.0	-
前回見通し	1.2 1.3	1.5 1.7	1.7 2.0	1.9 2.0	-

(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	0	2	12	3
前回見通し	0	3	12	2

(出所)FRB

### 米国経済の推移と予測(暦年)

前年比, %, %Pt	2011	2012	2013	2014	2015
	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	1.8	2.8	1.8	2.6	2.5
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.4	2.5	2.4
個人消費	2.5	2.2	2.0	2.4	2.3
住宅投資	0.5	12.9	13.3	8.6	6.7
設備投資	7.6	7.3	2.6	5.5	5.7
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
政府支出	3.2	1.0	2.0	0.8	0.4
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
輸出	7.1	3.5	2.4	4.3	4.4
輸入	4.9	2.2	1.5	3.2	3.1
名目GDP	3.8	4.6	3.4	4.3	4.4
失業率	8.9	8.1	7.4	6.7	6.3
(Q4)	8.7	7.8	7.0	6.5	6.1
雇用者数(月変化,千人)	175	183	190	215	226
経常収支(10億ドル)	458	440	389	369	352
(名目GDP比,%)	2.9	2.7	2.3	2.1	1.9
貯蓄率(%)	5.7	5.6	4.5	4.4	4.1
PCEデフレーター	2.4	1.8	1.1	1.3	1.8
コアPCEデフレーター	1.4	1.8	1.2	1.5	1.9
(Q4/Q4)	1.8	1.7	1.1	1.7	2.0
消費者物価	3.1	2.1	1.5	1.7	1.8
コア消費者物価	1.7	2.1	1.8	1.7	1.9

(出所)米国商務省等資料より当社作成。

## 2. 経済動向分析

### (1) 7~9月期は在庫投資以外も底堅い

7~9月期実質 GDP 成長率は、一次推計値の前期比年率 2.8%が、二次推計値で 3.6%へ、最終推計では 4.1%まで大幅に上方修正され、4~6月期の前期比年率 2.5%から大幅に加速した。在庫投資による押し上げが 1.7%Pt (4~6月期 0.8%Pt) を占めるものの、在庫投資を除くベースでも 4~6月期前期比年率 2.1%が 7~9月期は 2.6%へ伸びを高め、2012年 1~3月期以来の高い伸びを記録している。国内最終需要は 4~6月期 2.1%が 7~9月期 2.3%へ、民間最終需要も 4~6月期 2.6%が 7~9月期 2.7%へ小幅だが伸びを高めた。

民間最終需要の内訳を見ると、設備投資は前期比年率 4.8% (4~6月期 4.7%) と低めの伸びを続けたものの、個人消費が 2.0% (4~6月期 1.8%) へ伸びを高め、住宅投資は減速こそしたが 10.3% (4~6月期 14.2%) と二桁増加を維持した。家計部門の好調が 7~9月期の底堅い成長の源泉である。また、財政状況の改善している地方政府の支出拡大に支えられ、政府支出は 0.4% (4~6月期 0.4%) と 4 四半期ぶりに増加した。

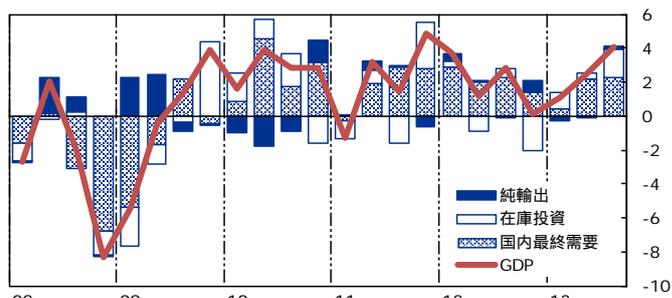
### (2) 10~12月期は最終需要が急拡大へ

10~12月期の米国経済を考える上では、7~9月期の成長率を 1.7%Pt も押し上げた在庫投資の持続性が鍵を握る。内訳を見ると、農業在庫投資の寄与度は 0.1%Pt と僅かであり、非農業在庫投資が GDP 成長率を 1.55%Pt も押し上げている。在庫投資の拡大は、穀物豊作の影響ではない。

実質在庫残高の GDP (除く在庫投資) に対する比率は、2000年以降のトレンド線を上回っており、過大である可能性が高い。また、製造業 ISM 指数における企業の在庫判断も 7~9月期は中立水準の 50 を割り込んでいたが、10~12月期には 50 超へ浮上しており、在庫不足と言う状況ではない。従って、10~12月期には、7~9月期対比で在庫投資が抑制され、成長率を大きく押し下げる方向に寄与する可能性が高い。

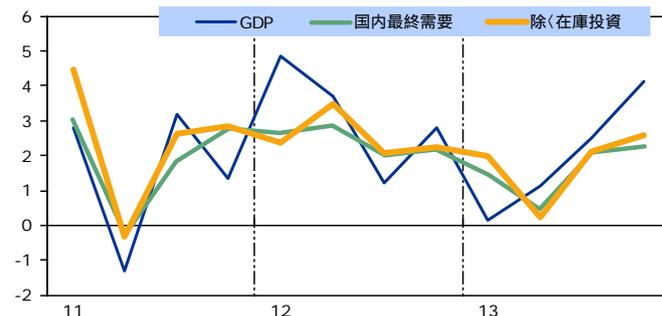
一方、在庫投資以外の需要項目は、後述するように小売売上高が 10~11月に大きく増加するなど、個人消費を中心に想定を上回る強さを見せている。そのため、在庫投資を除いた GDP は 7~9月期の前期比年率 2.6%が 10~12月期に 3%強へ増勢を大きく加速する見込みである。在庫投資が 1%Pt 強の下押し寄与になり、10~12月期の GDP 成長率

実質GDP成長率の四半期推移 (前期比年率%, %Pt)



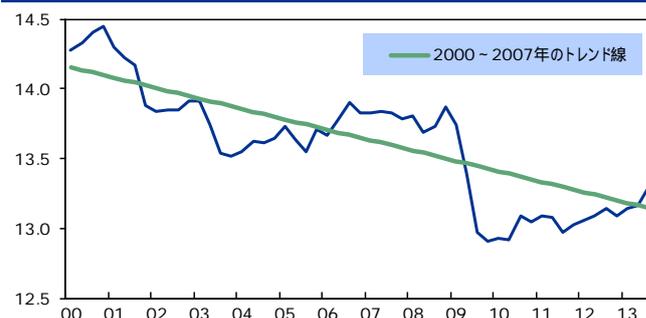
(出所) U.S. Department of Commerce

GDPと最終需要の推移 (前期比年率, %)



(出所) U.S. Department of Commerce

実質在庫残高の対GDP (除く在庫投資) 比率 (%)



(出所) Department of Commerce

は1.9%程度にとどまると想定しているが、在庫投資の動向次第では、成長率が2%を上回る可能性もあるだろう。

(3)雇用情勢は回復したが...

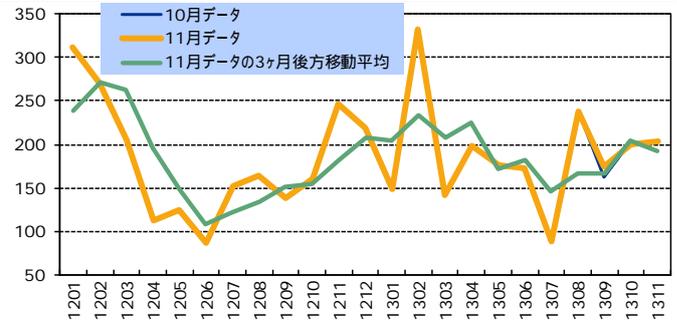
11月の非農業部門雇用者数(NFP: Non-farm Payroll Employment)は前月差20.3万人となり、10月改訂値の20.0万人に続き、2ヶ月連続で20万人の大台にのせた。今回は、遡及改訂が極めて小幅にとどまり、9月が1.2万人上方修正の17.5万人増、10月は0.4万人下方修正の20.0万人、ネットで0.8万人の上方修正だった。

NFPの内訳を見ると、製造業を中心に財生産部門が前月差4.4万人(10月3.1万人)と増勢を強める一方、サービス部門は15.2万人(10月18.3万人)へ減速した。サービス部門では、運輸(10月0.3万人 11月3.1万人)や教育・ヘルスケア(3.0万人 4.0万人)が好調だったものの、小売(4.6万人 2.2万人)やレジャー(4.9万人 1.7万人)が減速している。

失業率及び労働力率の算出に用いられる雇用統計の家計調査データは、連邦政府部門の閉鎖により10月データに歪みが生じたと考えられる。政府部門閉鎖による一時帰休者としてカウントされた自宅待機者が11月に雇用者へ復帰するなど、統計の正常化は進んだ模様だが(一時帰休者は10月48.8万人増加、11月37.7万人減少)、基調判断に際しては、10月を用いず、11月と9月を比較すべきである<sup>3</sup>。

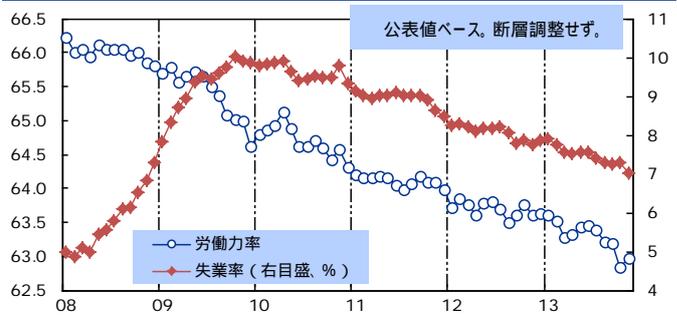
失業率は9月7.24%が11月は7.02%へ低下した(10月は7.28%)。しかし、2ヶ月で雇用者数は8.3万人しか増加しておらず、雇用増加による失業率押し下げは0.05%Ptに過ぎない。失業率を0.31%Ptも押し下げたのは、労働市場からの退出による労働力率の低下である(他に人口増加が失業率の押し上げに作用)。9月から11月に労働市場から26.5万人が退出し、労働力率は63.19%か

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(%)



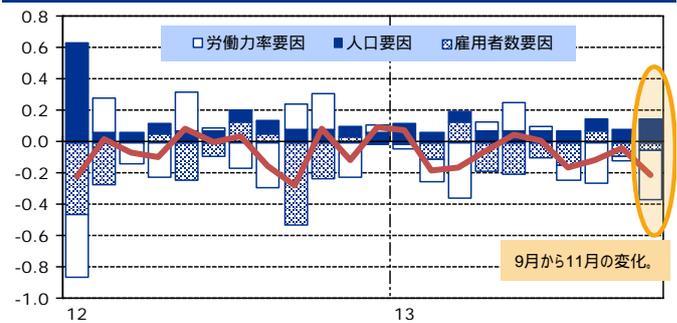
(出所) U.S. Department of Labor

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

<sup>3</sup> 失業率の寄与度分解グラフでは、9月から11月の変化を表示した。

ら 62.98%へ低下した。これは 1970 年代後半以来の低水準である。また、長期失業比率が 9 月 36.8% から 10 月は 37.3%へ上昇しており、失業期間の長期化による就職の困難度合いが再び増し、それが労働市場からの退出にも繋がっている可能性が示唆されている。こうした労働力率や長期失業の動向は、NFP の堅調推移が示す雇用市場の改善を、ある程度割り引いて評価する必要を示している。

#### (4) 家計のバランスシートが改善

2013 年 9 月末時点の家計の総資産は、前期比年率 9.5% (6 月末 6.5%) と 8 四半期連続で拡大した。ボトムであった 2009 年 3 月末からは 3 割の拡大である。株高を背景に金融資産が 9.9%、住宅価格の上昇を背景に有形資産も 8.4%増加している。

一方、減少を続けてきた金融負債が 4~6 月期前期比年率 0.6%に続き、7~9 月期は 3.5%と 2008 年以降で初めて 2 四半期連続の増加を記録した。こうした金融負債の反転を受け、可処分所得に対する金融負債の比率が下げ止まりつつある。これは、バランスシートの調整を終えた家計が、再び負債を活用しての支出最適化へ動き出そうとしている可能性を示唆している。

なお、金融負債の増加ペースを、総資産の増加ペースが大きく上回っているため純資産 (総資産 - 金融負債) は急ピッチでの増加を続けている。

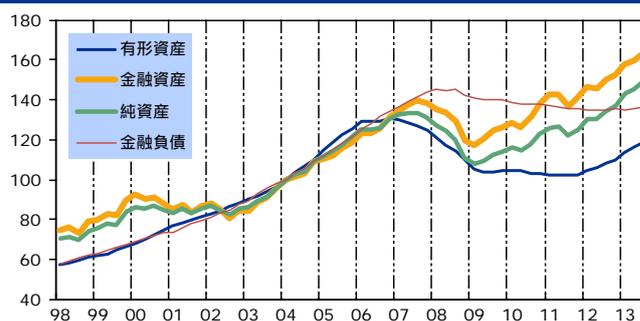
#### (5) 年末商戦は堅調

雇用情勢の改善やバランスシート調整の終了を受けて、10~12 月期の個人消費は堅調に推移している。11 月の米小売売上高は前月比 0.7%となり、10 月の 0.6% (0.4%から改訂) に続き、2 ヶ月連続で大幅に増加した。自動車・同部品が 1.8%と大幅に増加した影響が大きいものの、自動車・同部品を除いても 0.4% (10 月 0.5%、0.2%から改訂) と堅調、また自動車・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も 0.5% (10 月 0.8%、0.5%から改訂) と高い伸びを確保している。

値引き時期の前倒しもあり、今年は年末商戦の動向が見極めにくい、11 月までのところ、堅調との評価が可能であろう。商品別の動向を、10~11 月平均の 7~9 月期対比を前期比年率に換算した値で見ると、電気製品 20.6% (7~9 月期 5.9%)、衣料品 6.2% (7~9 月期 0.0%)、家具 14.9% (7~9 月期 8.7%) と年末商戦に関連する商品の好調が目立っている。

12 月については、今年の商戦日数が短いというマイナス材料がある一方、ネットによる購入が急増

家計の純資産などの推移 (2004Q1=100)



(出所) FRB

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

小売・飲食サービス売上高 (前期比年率、前月比、%)



(出所) Department of Commerce

するサイバーマンデーが11月ではなく12月となるなどのプラス材料もあり、見極めが困難である。ただ、11月までの動向を踏まえれば、多少12月が下振れしても、年末商戦は堅調に終わる可能性が高いと判断できる。

10月時点で、10~12月期の小売売上高は7~9月期の伸びを多少上回る程度と見込まれた。しかし、大幅な遡及改訂もあり、11月実績ではイメージが大きく変わっている。コア売上高で見ると、7~9月期の前期比年率4.1%に対し、12月に前月比横ばいを仮定しても10~12月期は5.9%、12月に過去1年の平均伸び率を仮定した場合には6.8%となり、10~12月期に小売売上高の増勢加速が示唆される。10~12月期の個人消費は、7~9月期の前期比年率2.0%から大きく加速し、年率4%程度と2010年10~12月期の4.3%以来、3年ぶりの高い伸びを確保すると期待できる。

## (6) 海外需要が拡大

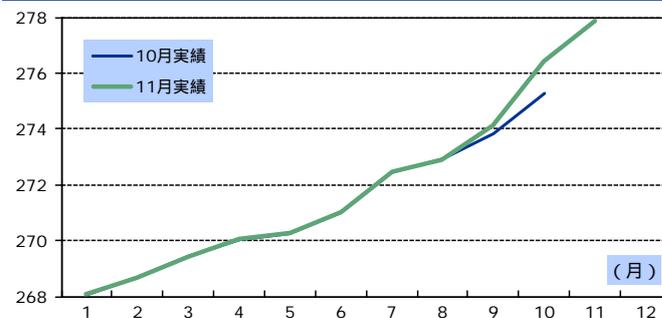
国内最終需要のみならず、海外需要も回復している。実質財輸出は10月に前月比3.2%(9月0.7%)と高い伸びを示した。4~6月期に資本財輸出が急増した反動もあり、7~9月期は前期比年率2.1%と低い伸びにとどまったが、10月は消費財を中心に幅広い品目が伸びている。輸出は10~12月期に再び増勢を強める可能性が高い。ただ、個人消費の急増が在庫投資の抑制による影響を上回り、輸入も伸びを高める見込みである。そのため、10~12月期の純輸出はGDP成長率に対して7~9月期と同程度の僅かなプラス寄与を予想する。

## (7) 企業部門は上向き

内外需要の回復を受けて、企業景況感は改善基調にある。代表的な景況感指標であるISM指数は、非製造業が若干水準を下けているものの高水準を維持し、製造業は上昇が続いている。

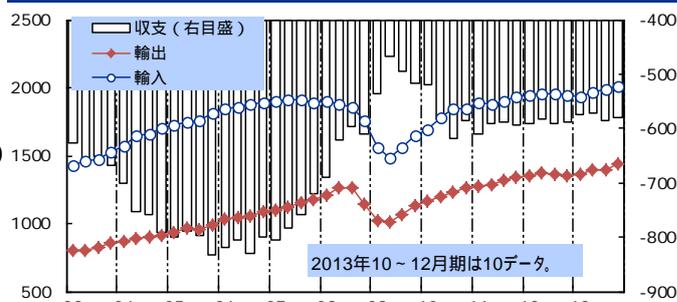
製造業の好調は、実体指標からも確認できる。製造業生産は10月前月比0.5%、11月0.6%と大幅に増加した。製造業生産は4~6月期前期比年率0.1%、7~9月期1.4%と低迷が続いたが、10~12月期は5%程度へ伸びが加速する見込みである。内訳を見ると幅広い品目が増加しているが、特に

2013年のコア小売売上高の遡及修正 (10億ドル)



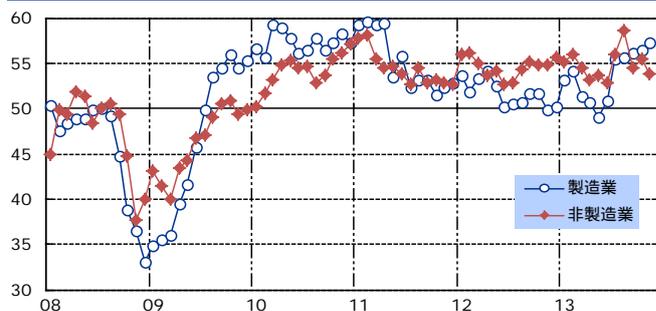
(出所) Department of Commerce

実質財収支の推移 (年率、10億ドル、貿易統計)



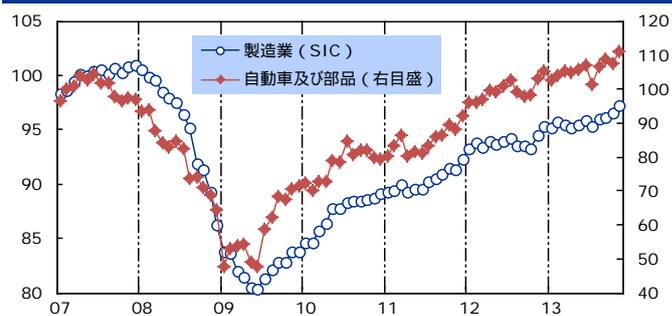
(出所) US Census Bureau

ISM調査の企業景況感 (中立 = 50)



(出所) Institute for Supply Management

製造業生産の推移 (2007=100)



(出所) Fed

自動車及び部品や、その自動車関連への納入が多い金属製品などで好調推移が目立つ。

## (8)住宅市場はボラタイル

住宅市場に関しては、住宅ローン金利上昇を受けた駆け込み購入が生じたこともあり、データの推移がボラタイルとなっている。

まず、住宅販売の9割超を示す中古住宅販売は、金利上昇を受けた駆け込み購入により7~9月期に前期比年率25.9%と急増した後、11月は前月比4.3%(10月3.2%)と3ヶ月連続で減少しており、10~12月期の落ち込みが避けられない。

一方、住宅着工は4~6月期前期比年率32.2%、7~9月期6.4%と低調に推移した後、11月に前月比22.7%もの急増を記録した。着工に先行する建築許可が11月に減少しているため、住宅着工も12月には多少の反動減が予想されるが、10~12月期の大幅増加は確実である。

販売低迷により住宅の在庫率に上昇が見られる下での、住宅着工急増は不可解と言える。ただ、住宅デベロッパーの景況感を示すNAHB指数が12月に58(11月54)と急上昇している点から類推すれば、金利上昇の悪影響が一巡し住宅販売に回復の兆しが生じ、それを受けて住宅着工が再び増勢を強めつつある可能性を指摘できる。

## (9)財政に関する合意が成立

2014年まで持ち越しになると思われていた財政問題が大きく前進した。12月10日に、ライアン下院予算委員長(共和党)とマリー上院予算委員長(民主党)は財政協議において合意に達した。同合意を盛り込んだ予算案は、下院を12日に、上院を18日に通過済である。

今回の合意により、まず裁量的支出上限(Cap)が、2014年度(2013/10~2014/9)は0.967兆ドルから1.012兆ドルへ、2015年度(2014/10~2015/9)は0.995兆ドルから1.014兆ドルへ、2年間で0.063兆ドル(630億ドル)引き上げられ、自動歳出削減(Sequester)の景気下押し寄与が緩和される。その代替として10年間で追加的に218億ドル程度の財政赤字削減を実施するが、その財源は増税ではなく、連邦政府職員の年金積立引き上げや軍事恩給支出の削減、航空顧客の保安手数料増額などである。なお、民主党が求めていた緊急失業保険プログラム(Expanded unemployment insurance benefits)の延長は含まれなかった。CBO(議会予算局)試算を参考に、今回の合意が成長率に及ぼす影響を試算すると2014年は0.2%Pt程度の押し上げ、2015年は0.1%Pt程度の押し下げとなる。

今回の合意は、抜本的な歳出削減や税制改革などを含むものではない。しかし、当面の二会計年度における強制的歳出削減の悪影響を緩和し、かつ今年10月に生じた連邦政府部門の閉鎖を繰り返さないという点において、米国経済にとってはポジティブな内容と言える。ただ、予算案に合意したに

中古住宅販売と住宅着工



(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

も関わらず、一部の共和党議員が 2014 年 2 月に復活する連邦政府債務上限を、新たな交渉材料として利用するスタンスを示している点は懸念される。

## (10) デシインフレ状況が継続

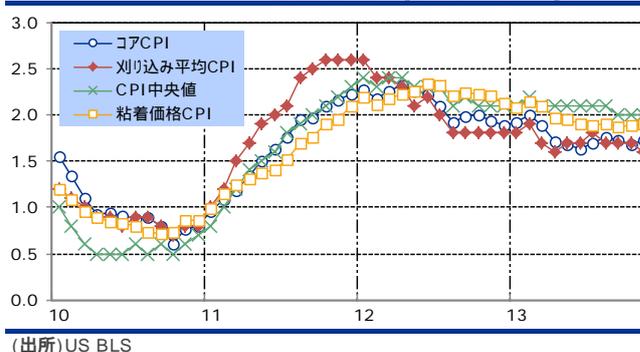
11 月の消費者物価指数 (CPI) はヘッドラインが前月比 0.03% (10 月 0.1%) とほぼ横ばいにとどまる一方、コアは 0.155% (10 月 0.123%) へ小幅だが伸びを高めた。コア対比でヘッドラインを押し下げたのは、言うまでもなく、ガソリンを中心としたエネルギー価格であり 11 月に 1.0% と下落し、ヘッドラインを 0.10%Pt 押し下げている。但し、10 月の 1.7% (寄与度 0.17%Pt) からは下落率が縮小した。

コア CPI の内訳を見ると、衣料品や家事関連を中心に財が 0.1% (10 月 0.1%) と下落を続けたものの、サービスが 0.3% (10 月 0.2%) へ伸びを高め、コア CPI 全体を押し上げている。サービスでは、医療関連サービスが下落する一方、賃料など住居関連が上昇した。

トレンド関連の動きを見ると、まず CPI 前年比は 1.2% (10 月 1.0%) へ上昇するも、コア CPI は 1.7% (10 月 1.7%) で横這いだった。他も、刈り込み平均 CPI が 12 ヶ月前比 1.6% (10 月 1.7%)、CPI 中央値は 2.0% (10 月 2.0%)、粘着価格 CPI も 1.9% (10 月 1.9%) と大きな動きは見られない。

賃金との連動性が高いサービス価格に上昇の動きが見られる点は、多少明るい材料だが、全体としてはデシインフレ傾向が継続していると判断される。

CPI のトレンド指標推移 (前年比、%)



3. 金融政策：資産買入縮小の開始を決定

12月17～18日に開催されたFOMCにおいて、Fedは資産買入縮小（Tapering）の開始を決めた。資産買入規模を、現在の月当たり米国債450億ドル、MBS400億ドル、合計850億ドルから、1月以降は国債400億ドル、MBS350億ドル、合計750億ドルへ小幅ながら減額する。今後のTaperingについては「今後の会合において、更に慎重な段階を経て」と記されていることから、当面は、毎回のFOMCにおいて今回と同額の100億ドル程度の減額が決定される可能性が高い。

将来の政策金利の道筋を示すフォワードガイダンスについては、失業率の閾値である6.5%を維持しつつ、「特にインフレ率が2%を下回ると予想される下では、失業率が6.5%を下回ってから相当の時間が経過後も、FF金利の誘導目標をゼロ～0.25%に維持することが適切になる」と明記した。この記載は11月にバーナンキ議長が講演において指摘していた内容であり、目新しさはないが、FOMC公表文（Statement）に記載された意味は大きい。

FOMCが決定した小規模でのTapering開始は、経済動向が明確に改善し、加えて超党派の合意により財政問題に関する不透明感が和らいだことに基づくものである。まず雇用情勢に関する判断を前回の「幾分の更なる改善（some further improvement）」から「一層の改善（further improvement）」に引き上げるとともに、失業率についても「低下している（has declined）」との認識を明記した。また財政政策が成長を阻害している点については「阻害の度合いが小さくなっている模様である（the extent of restraint may be diminishing）」と判断を前進させている。こうした公表文に示された経済動向に関する認識は、同時に公表されたFOMC参加者の経済見通しが、成長率は概ね据え置き、失業率は下方修正（見直し改善）と若干の改善を見せた点とも整合する。

FOMCにとって、当面の金融政策、つまりTaperingのペースを左右するのは、インフレ動向と考えられる。今回決定された資産買入規模の100億ドル減額を毎回のFOMCにて行う場合、資産買入の終了まで1年近くを要し、終了時期が2014年終盤となる。これは極めて緩やかなペースであり、多くのFOMC参加者は、経済動向が許せば、いずれかのタイミングで減額ペースを加速させたいと考えていると推測できる。そのTaperingのペースに関する判断の鍵を握るのが、インフレ動向である。

公表文では、現在のディスインフレ傾向に対する懸念を示す目的から「インフレ率が中期的に目標へ回帰するとの根拠を確認するため、注意深くインフレ動向を監視している」と極めてまわりくどい文言が追加された。こうした奥歯に衣着せたような表現が用いられているのは、先行きのインフレ率上昇に関してFOMC参加者が自信を持ってないためであろう。実際、FOMCがインフレ動向把握において重視するコアPCEデフレーターの見通しが小幅だが下方修正されている（2014年最終四半期：前回1.5～1.7% 今回1.4～1.6%、2015年：1.7～2.0% 1.6～2.0%、

2013年12月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し							
(%)	2013	2014	2015	2016	Longer run		
成長率	2.2 2.3	2.8 3.2	3.0 3.4	2.5 3.2	2.2	2.4	
前回見通し	2.0 2.3	2.9 3.1	3.0 3.5	2.5 3.3	2.2	2.5	
失業率	7.0 7.1	6.3 6.6	5.8 6.1	5.3 5.8	5.2	5.8	
前回見通し	7.1 7.3	6.4 6.8	5.9 6.2	5.4 5.9	5.2	5.8	
PCEデフレーター	0.9 1.0	1.4 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0	2.0	
前回見通し	1.1 1.2	1.3 1.8	1.6 2.0	1.7 2.0	2.0	2.0	
コアPCEデフレーター	1.1 1.2	1.4 1.6	1.6 2.0	1.8 2.0	-	-	
前回見通し	1.2 1.3	1.5 1.7	1.7 2.0	1.9 2.0	-	-	

(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	0	2	12	3
前回見通し	0	3	12	2

(出所)FRB

2016年：1.9～2.0%（1.8～2.0%）

新たなインフレ見通しにおいて、FOMC参加者は、コアPCEデフレーターが2013年（最終四半期）の1.1～1.2%から2014年に1.4～1.6%へ上昇すると予想している。Taperingのペースを12月FOMCにおける100億ドル減額から加速するためには、こうしたインフレ率上昇見通しが今後の経済データによって担保されることが必要である。

当社では、米国経済における低インフレは当面続くため、Taperingのペースが加速するのは2014年半ば以降になる可能性が高いと予想する。

経済見通しと同時に示された金融引き締め開始時期に関する予想を見ると、2015年の開始を12名が予想しており、2015年がマジョリティという状況に変化はない。但し、政策金利パスに関する予想を見ると、前回9月時点より分布が幾分下方へシフトしている。FOMC参加者の予想の単純平均を算出しても、政策金利予想の若干の下方修正が確認できる。

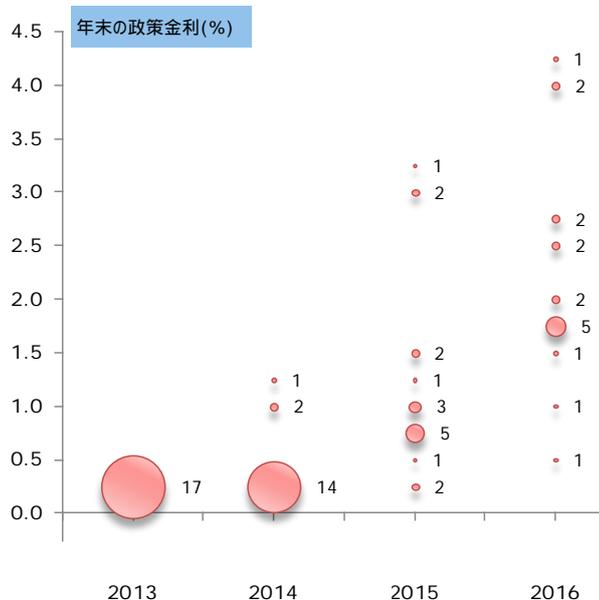
こうした政策金利予想の下振れやインフレ見通しに関するFOMC参加者の自信の無さ、加えてバーナンキ議長に替わって、議長に就任するイエレン氏が重視する「最適管理<sup>4</sup>」政策を踏まえ、当社では、初回利上げが、FOMC参加者想定2015年から2016年前半へずれ込む可能性があると考えている。

年末時点の政策金利予想 (%)



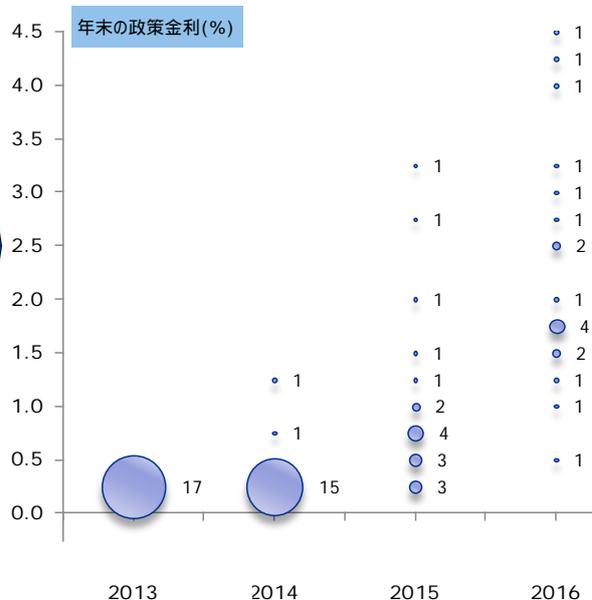
(出所) Fed

適切な金融引き締めペース (9月時点)



(出所) Fed

適切な金融引き締めペース (12月時点)



(出所) Fed

<sup>4</sup> 「最適管理」政策の詳細については、11月22日付「米国経済情報 2013年11月号」を参照。

4. トピックス：労働生産性の低下をどう考えるか？

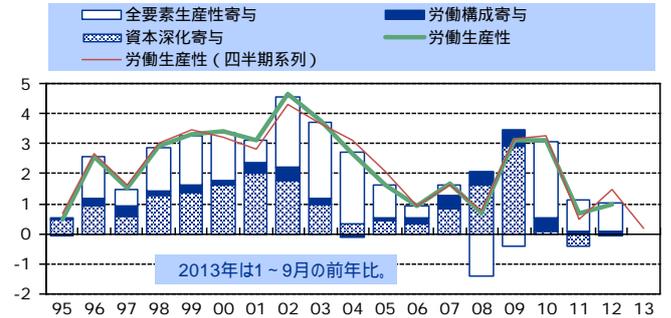
米国において労働生産性の伸びが鈍化している。2013年1～9月は前年比0.2%とゼロ近くまで低下した<sup>5</sup>。こうした生産性低下が長期化すれば、米国経済の潜在成長率低下に繋がる可能性がある。

労働生産性低下の理由を考えるために、米労働省による労働生産性の伸びの要因分解を用いる。米労働省は、労働生産性の伸びを、労働投入に対する資本装備率の影響を示す資本深化、構成による労働投入の質の変化の影響を示す労働構成、及びに区分されない技術革新などの影響を示す全要素生産性<sup>6</sup>の変化に分解している。データは2012年までに限られるが、2010年以降、特にの資本深化の労働生産性に対する影響が縮小していることが分かる。2011年にはマイナスを記録した。一方、労働構成の寄与や全要素労働生産性の寄与も縮小しているが、1988年以降の推移を踏まえれば、際立って小さいという訳ではない。

このように2010年以降に資本装備率の伸びが低下し、労働生産性に対する資本深化の寄与度が縮小したのは、金融危機以降に過剰となった資本を調整する動きが生じたためと考えられる。資本生産性及び資本装備率の推移を見ると、金融危機に際し、資本が過剰となり資本生産性が急低下すると同時に、資本装備率がトレンドを上回る水準へ上昇したことが読み取れる。2009年以降<sup>7</sup>は、こうした過剰となった資本を調整するために余剰設備が廃棄される一方、設備投資も抑制された。

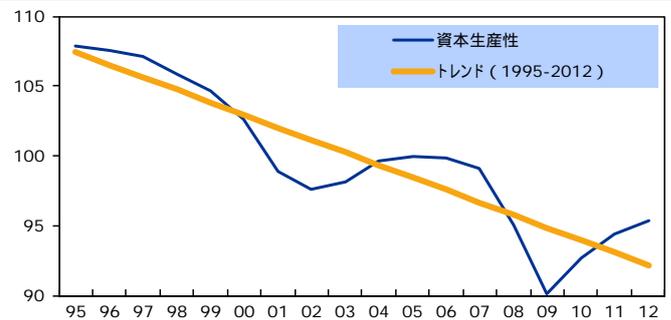
こうした動きをGDP統計で確認すると、設備投資の名目GDP比は相応の水準を維持しており、設備投資が継続して実施されていることが示されている。しかし、設備の除却や償却などを勘案した後の資本ストックの増加額の名目GDP比は

労働生産性の伸びの寄与度分解（%、%Pt）



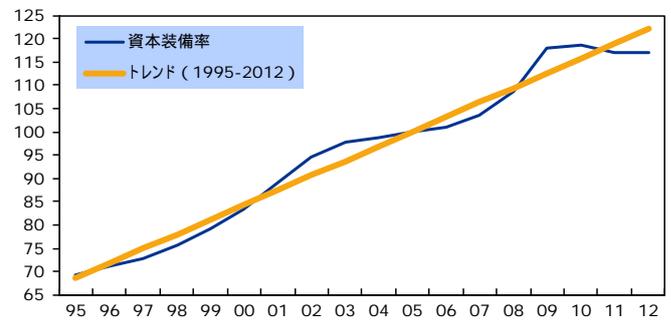
(出所)BLS

資本生産性（2005年=100）



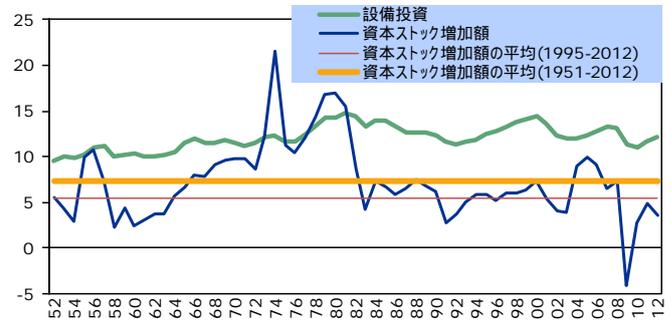
(出所)BLS

資本装備率（2005年=100）



(出所)BLS

資本ストック増加額等の名目GDP比率（%）



(出所)Department of Commerce

<sup>5</sup> 四半期統計の1～9月前年比を用いている。

<sup>6</sup> 統計上は残渣として認識されるため、種々の要因が含まれる可能性がある。

<sup>7</sup> 労働生産性に対する寄与度は2009年まで上昇した後、2010年から低下しているが、資本ストックの抑制は2009年がピークである。2009年は資本ストックの抑制が労働投入の縮小（産出縮小ペース）に追いつかず、資本装備率が上昇したと考えられる。

2009年に明確なマイナスへ落ち込み、その後も、過去平均に比べて極めて低い水準にとどまっており、資本ストックの伸びが大幅に抑制されていることが読み取れる。

2012年に資本生産性は大幅に上昇、かつ資本装備率もトレンド水準を下回るところまで低下しており、必要な調整は概ね終了したと判断される。従って、2013年は、再び資本ストックを積み増し、資本装備率を引き上げるタイミングに該当したはずである。それにも関わらず、2013年1~9月の名目設備投資が前年比3.8%（2012年8.8%、2011年9.1%）と極めて低い伸びにとどまったのは、金融危機後に染みついた企業の慎重姿勢に加え、財政問題の不透明感が影響したと考えられる。

2013年12月の超党派合意により財政問題の不透明感は後退しており、2014年に設備投資は伸びを高める見込みである。しかし、金融危機後に染みついた企業の慎重姿勢が緩和されていくペースはなお不透明と言わざるを得ない。そのため、2014年の設備投資の拡大が、労働生産性を押し上げるに足る規模となるか否かも、現時点ではなお不確実なままである。

## 【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	6.2				
実質GDP	0.1	1.1	2.5	4.1				
個人消費	1.7	2.3	1.8	2.0				
住宅投資	19.8	12.5	14.2	10.3				
設備投資	9.8	▲4.6	4.7	4.8				
政府支出	▲6.5	▲4.2	▲0.4	0.4				
輸出	1.1	▲1.3	8.0	3.9				
輸入	▲3.1	0.6	6.9	2.4				
経常収支(10億ドル)	▲102	▲105	▲97	▲95				
名目GDP比(%)	▲2.5	▲2.5	▲2.3	▲2.2				
	Q4-12	Q1-13	Q2-13	Q3-13	Aug-13	Sep-13	Oct-13	Nov-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	3.3	4.2	0.5	0.4	▲0.3	0.1
消費者信頼感	70.4	62.8	75.1	81.0	81.8	80.2	72.4	70.4
小売売上高	5.8	4.2	3.6	4.8	0.2	0.1	0.6	0.7
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.1	3.8	2.6	4.1	0.2	0.4	0.8	0.5
鉱工業生産	2.5	4.1	1.2	2.3	0.5	0.5	0.1	1.1
住宅着工件数(年率換算、千件)	896	957	869		883	873		
中古住宅販売戸数	13.9	3.9	9.5	25.9	0.0	▲1.9	▲3.2	▲4.3
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	4.5	4.7	5.1	4.9	4.9	4.9	4.9	5.1
非国防資本財受注(除く航空機)	13.8	21.4	8.5	▲7.1	1.0	▲1.2	▲0.6	
民間非居住建設支出	27.3	▲31.4	11.5		0.1	▲1.0	▲0.5	
貿易収支(10億ドル)	▲127	▲123	▲118	▲121	▲39	▲43	▲41	
実質財収支(10億ドル,2009年基準)	▲147	▲144	▲143	▲146	▲47	▲51	▲48	
実質財輸出	▲3.2	1.4	10.2	2.1	▲0.4	▲0.7	3.2	
実質財輸入	▲2.7	▲1.8	6.6	4.0	▲0.3	2.0	0.4	
ISM製造業指数(四半期は平均)	50.6	52.9	50.2	55.8	55.7	56.2	56.4	57.3
ISM非製造業指数(四半期は平均)	55.1	55.2	53.2	56.3	58.6	54.4	55.4	53.9
失業率(%)	7.8	7.7	7.5	7.3	7.3	7.2	7.3	7.0
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	209	207	182	167	238	175	200	203
民間雇用者数(前月差、千人)	232	212	190	158	207	168	214	196
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	2.2	2.1	2.2	2.0
消費者物価(前年比、%)	1.9	1.7	1.4	1.6	1.5	1.2	1.0	1.2
コア消費者物価(前年比、%)	1.9	1.9	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7
PCEデフレーター(前年比、%)	1.7	1.4	1.1	1.1	1.1	0.9	0.7	0.9
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.7	1.5	1.2	1.2	1.2	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	0.33	0.40	0.36	0.40	0.34	0.30
10年債利回り(%)	1.72	1.96	2.30	2.81	2.74	2.81	2.62	2.72
名目実効為替レート(1997/1=100)	99.0	100.7	101.7	101.9	102.1	101.9	100.9	101.8
ダウ工業株30種平均	13104	14579	14910	15130	14810	15130	15546	16086
S&P500株価指数	1426	1569	1606	1682	1633	1682	1757	1806

(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。