

米国経済情報

2014年2月号

Summary

【内容】

- 1.トピックス
 - (1)何により雇用情勢を把握すべきか？
 - (2)深化するシェール革命
 - 2.財政問題
 - (1)債務上限問題の呆気ない幕切れ
 - (2)CBO 財政見通しの修正
 - 3.金融政策
 - (1)FOMC は淡々と Tapering 継続
 - (2)3月にフォワードガイダンスを変更へ
 - (3)月100億ドルの Tapering が継続
 - 4.経済見通しの修正
 - (1)2013年10～12月期の評価
 - (2)10～12月期は2次推計で下方修正
 - (3)2014年は成長加速だが...
 - 5.経済情勢分析：寒波の影響
 - (1)雇用者数は低調
 - (2)小売は大きく落ち込む
 - (3)住宅投資は二重苦
 - (4)寒波で製造業生産が減少
 - (5)デシインフレが続く
- 巻末：主要経済指標

米国経済は2013年7～9月期の前期比年率4.1%に続き、10～12月期も3.2%の高成長を記録した。7～9月期は在庫投資の寄与度が高かったが、10～12月期は個人消費を中心とした国内最終需要がけん引しており、中身も良好である。2月末公表の2次推計値で10～12月期の成長率は2%台半ばへ下方修正される見込みだが、2013年後半に米国経済の成長ペースが加速したとの判断は揺るがない。

2013年の米国経済を揺るがした財政問題は、2014・2015年度の予算に関する合意成立により昨年末に峠を越えたが、債務上限問題が積み残された。停止されていた債務上限が2月7日に復活、資金繰り措置を勘案しても2月末にはデフォルトに至る状況に米国は陥ってしまった。民主党と共和党の政治対立が深刻なため、同問題の解決は期限ギリギリの2月末になると市場では見込まれていたが、共和党執行部が2月11日に無条件での債務引き上げを認め、事態は一気に解決へ向かった。こうした共和党執行部の転向の背景には、財政問題をこじらせ米国民の支持を失った昨年10月の苦い経験がある。その一方で、対オバマ大統領・対民主党という観点では、「オバマケアの失敗」と言う武器を既に手にしている。そのため、11月の中間選挙を睨み、共和党執行部は早期の方針転換に踏み切ったものと考えられる。

12月に資産買入規模の縮小(Tapering)を開始したFedは、1月FOMCでも、淡々と追加的に100億ドルの縮小を行った。後述するように、寒波が米国経済を襲っており、2014年前半は成長減速が避けられないものの、よほどの下振れが生じない限り、毎回のFOMCでの100億ドルの資産買入規模の縮小が継続され、2014年末までに資産買入は終了する見込みである。なお、1月FOMCでは、失業率が閾値の6.5%へ接近した点を踏まえ、フォワードガイダンスの修正の必要性が議論されている。3月FOMCにおいて、少なくとも雇用部分に関してはフォワードガイダンスが修正されると考えられる。当社では、雇用に関しては、閾値による方法から、総合判断への方針転換が為されると予想している。

2013年後半の高成長をもたらした主因は、家計の過剰債務など構造問題の緩和による米国経済の足腰の強化である。そうした要因は2014年も、当然ながら継続する。また、債務上限問題の早期解決もあり、2014年は財政要因による経済への下押し圧力が大きく和らぐ。そのため2014年は通年でみれば、成長ペースが加速し、成長率は2013年の1.9%

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

が 2014 年に 2.5%へ高まる見込みである。

ただし、2014 年前半に関しては、一時的な景気減速が避けられない。減速をもたらすのは、在庫調整と寒波による景気下押しである。まず、2013 年末の在庫水準は明らかに過大であり、2014 年前半には多少の在庫調整に陥ると見込まれる。加えて、寒波が成長減速に繋がる。米国経済は昨年 12 月に続き、1 月そして 2 月も極めて厳しい寒波に見舞われた。寒波による需要減退の一部は 3 月もしくは 4~6 月期以降に先送りされ、また寒波はエネルギー需要の拡大や政府支出の増加にも繋がる。しかし、サービス消費など先送りできない支出が多いほか、エネルギー価格の上昇が可処分所得を押し下げるといった副次的な悪影響も生じる。寒波による需要減少が在庫調整を深刻化させるとも考えられる。そのため、寒波については、トータルでは悪影響が勝り、2014 年前半の米国経済の減速に繋がる。

米国経済の推移と予測 (暦年)

前年比, %, %Pt	2011 実績	2012 実績	2013 実績	2014 予想	2015 予想
実質 GDP	1.8	2.8	1.9	2.5	2.5
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.6	2.3	2.5
個人消費	2.5	2.2	2.0	2.2	2.3
住宅投資	0.5	12.9	12.2	6.8	6.7
設備投資	7.6	7.3	2.6	5.6	5.6
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)
政府支出	3.2	1.0	2.2	1.3	0.3
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.1)
輸出	7.1	3.5	2.7	5.1	4.4
輸入	4.9	2.2	1.4	2.8	3.1
名目 GDP	3.8	4.6	3.4	4.2	4.4
失業率	8.9	8.1	7.4	6.5	6.0
(Q4)	8.7	7.8	7.0	6.3	5.9
雇用者数(月変化、千人)	174	186	194	210	226
経常収支(10億ドル)	458	440	379	323	300
(名目GDP比,%)	2.9	2.7	2.3	1.8	1.6
貯蓄率(%)	5.7	5.6	4.5	4.2	3.9
PCEデフレーター	2.4	1.8	1.1	1.4	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	1.8	1.9

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

1. トピックス

(1) 何により雇用情勢を把握すべきか？

昨年 12 月の前月差 7.5 万人増加に続き、1 月も非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm payroll employment）は 11.3 万人増加と、低い伸びにとどまった。12 月は、寒波が雇用者数を押し上げたことが同じ雇用統計の家計調査データから示されていたが¹、1 月はそうした示唆がなかったため、雇用動向に対する懸念が強まった。

雇用統計は月全体ではなく月の一時点を把握するデータ

しかし、そもそも雇用統計は月全体をカバーするものではなく、月の特定期間のみを調査対象としている。NFPを算出する事業所調査は、55 万超の事業所に対し²、毎月 12 日を含む給与支払い期間の雇用状況などを、また失業率などを算出する家計調査は、6 万の家計に対し、毎月 19 日を含む週に 12 日を含む週の就業状況などを調査するものである。従って、今回のような寒波などのイベントが及ぼす影響は、必ずしも十分には反映されない場合がありうるし、逆に強調され過ぎる場合もありうる³。従って、一時的なイベントの際の動向判断において、雇用統計に過度に依存することは好ましくない。そうした場合の雇用情勢の把握に際しては、失業保険申請件数やISM調査の雇用指数など種々のデータを参照すべきである。

事業所調査と家計調査の優劣

とは言え、雇用情勢を直截に示す雇用統計には、やはり市場の注目が集まる。雇用統計の中では、上述の通りサンプル数が多く、また企業に対する調査という性格から、事業所調査の信頼性が相対的に勝ると認識されており、NFP が最も注目される。しかし、NFP は発表時に過去 2 ヶ月分が遡及修正され、かつその遡及修正度合いも小さくはないため、評価が安定しないとの問題がある。一方、失業率の算出に用いられる家計調査は、サンプル数が少なく、また調査対象である家計の記憶違いなどの可能性もあり、相対的に信頼性が劣るとされる。しかし、事業所調査があくまでも雇用者に関する客観的なデータにとどまるのに対し、家計調査は雇用者のみならず、失業者や非労働力人口に関するデータを包含するほか、失業や就業に対する労働者の主観的な意識データも含まれるなど情報量が多い。

雇用情勢把握には NFP と就業率、パートタイム労働者動向が有用

雇用統計に限っても、結局のところ、様々な指標を組み合わせる以外にはないのだが、本稿ではあえて指標を絞ってみたい。まず、現在の雇用動向の把握に際しては、未だ米国経済にスラックが残っており、労働需給の逼迫が遠い現在においては、NFP と 就業率⁴（もしくは雇用率、employment-to-population ratio）、加えてパートタイム労働者の動向、の三つを重視すべきと考える。

雇用者数の動向を把握する上で NFP を外すことはできないが、遡及修正の大きさなどを踏まえると、NFP に過度に依存することは避けたい。そのため、補完的に就業率を用いることが有用である。就業

¹家計調査データに基づく限り、悪天候により 12 月は 10 万人程度 の雇用者数の押し下げが生じたが、1 月は概ね平年並みの変動だったと考えられる。

² 実際には事業所ではなく、55.万事業所の調査に相当する 14 万の企業及び政府機関に関して調査する。

³ 12～1 月の調査対象時期と、気温の関係は 4.経済動向分析を参照。

⁴ 日本では就業者数概念と雇用者数概念は別だが、米国では（厳密には違うが）ほぼ同列に扱われる。

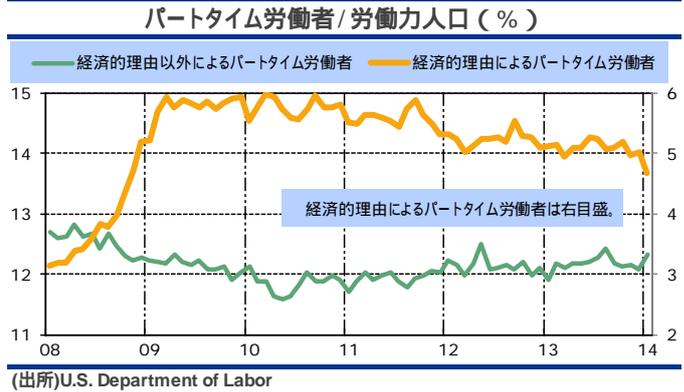
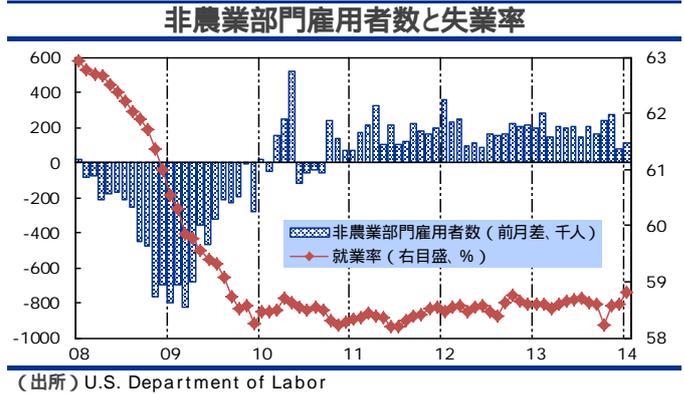
率は雇用者数の生産年齢人口に対する比率である。家計調査では、就業活動に関する認識により失業者と非労働力人口の間での遷移が生じやすい。そのため、失業率よりも、就業率の方が安定的に雇用情勢を把握できる。もちろん、就業率は、分母が労働力人口ではなく生産年齢人口であるため、高齢化などの構造的な要因を無視しており、労働需給逼迫の度合いを推し量るには不適切であり、インフレ圧力の把握には不向きである。しかし、経済に大きなスラック（スラックの現状は財政問題の項のCBO試算などを参照）が残り、インフレ圧力への懸念ははるか遠くにある現状では、分母が生産年齢人口であることの弊害は小さいだろう。

加えて、パートタイム労働者の動向により、フルタイム労働者への移行の容易さを把握できれば、雇用情勢のモメンタムをより性格に読み取ることができる。

労働参加は種々の労働力率データにより把握次に、長期的な潜在成長率を左右する労働参加の状況に関しては、種々の労働力率概念を用いることが適切と考えられる。FOMC参加者が繰り返し議論しているように、現在の労働力率の低下には、高齢化や高学歴化⁵などの構造的要因と景気動向の循環的要因が複合的に作用している。ともに相当部分を占めており、いずれが主因とは言い難い。従って、労働参加の状況に関しても、通常の労働力率に加えて、将来的に労働市場へ復帰する可能性を含めた概念も参照しておく必要がある。その意味では、労働力人口には含まれていない「周辺のな労働者」や「就業意欲喪失者⁶」を労働力人口に含めた場合の労働力率を把握すべきと言える。

以上の考察を踏まえた上で、雇用統計を用いて、改めて、簡単に、雇用情勢を確認する。

まず、冒頭でも述べたとおり、NFPは明らかに減速しているが、寒波の影響は判然としない。一方、



⁵ 高学歴化にも景気循環的な要因が含まれる可能性がある。

⁶ Marginally attached workers (Current Population Survey) Persons not in the labor force who want and are available for work, and who have looked for a job sometime in the prior 12 months (or since the end of their last job if they held one within the past 12 months), but were not counted as unemployed because they had not searched for work in the 4 weeks preceding the survey. Discouraged workers are a subset of the marginally attached. (See Discouraged workers.)

Discouraged workers (Current Population Survey) Persons not in the labor force who want and are available for a job and who have looked for work sometime in the past 12 months (or since the end of their last job if they held one within the past 12 months), but who are not currently looking because they believe there are no jobs available or there are none for which they would qualify.

就業率は上昇の動きを見せており、経済的理由によりパートタイム労働者⁷となっている比率も低下傾向にあり、雇用情勢の改善を示している。総合すれば、NFPの動きには留意すべきだが、足元で雇用情勢が悪化していると判断するべきではないと言える。なお、2月も、寒波が雇用情勢に悪影響を及ぼす可能性がある。

次に、労働力率概念を見ると、労働力率は過去最低水準で底這いとなっているが、下げ止まったとの判断も可能である。但し、今後、労働市場へ復帰する可能性のある「周辺的な労働者」が、2013年に入り急減している点は懸念される。あまりに長期の失職により完全に就業を明らめた労働者が、2013年に入り急増したと考えられる。

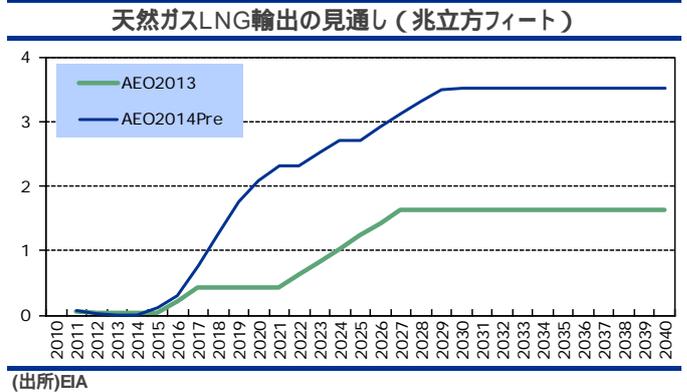
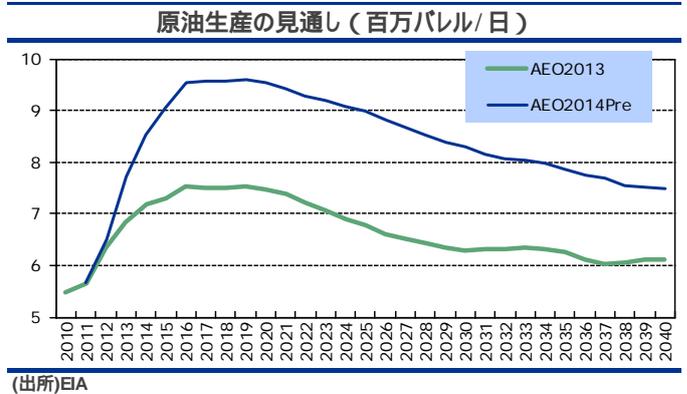
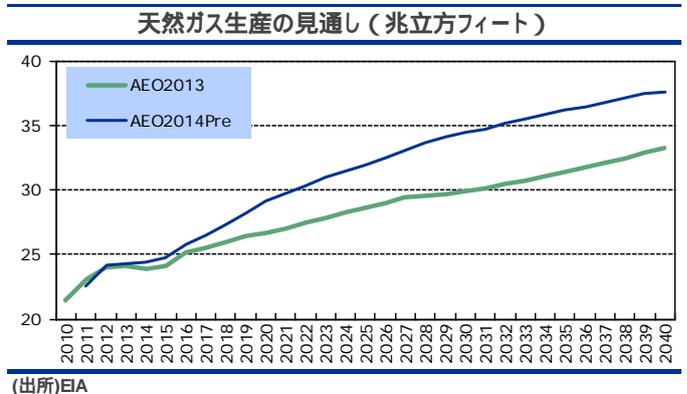
(2) 深化するシェール革命

天然ガスと原油の生産量見通しを上方修正

米国のシェール革命は、供給側の技術進歩と需要側の活用に向けた設備投資により、進展が続いている。EIAが2013年末に公表したAEO(Annual Energy Outlook)の2014年プレリリース⁸では、前回2013年に比べ、天然ガス生産見通しが大幅に引き上げられた。2020年の生産量は26.7兆立方フィートから29.2兆立方フィートへ9.3%も上方修正され、2010年代後半(2016~2020年)の生産量合計で見ても5.5%の上方修正である。最近では、採算の観点からシェールガス生産よりもタイトオイル生産が重視されているため、原油生産見通しが天然ガス生産見通し以上に引き上げられており、2020年の生産量は2013年見通しの7.5百万バレル/日が2014年見通しでは9.6百万バレル/日へ、実に27.9%もの大幅な上方修正である。2010年代後半の生産量合計で見ても27.5%の引き上げとなっている。

技術進歩により供給量が拡大

こうした生産量の増加は、需要側と供給側の両方の要因に基づいている。まず、供給側に関しては技術進歩がある。確度の極めて高い採掘場所が減少したため、リグ数対比で見た油井の数は2009年をピークに減少していたが、2013年に反転した。



⁷ Part time for economic reasons (involuntary part time): This category includes persons who indicated that they would like to work full time but were working part time (1 to 34 hours) because of an economic reason, such as their hours were cut back or they were unable to find full-time jobs.

⁸ EIAは本見通しに先立ち、プレリリースを行う。本稿はその2014年プレリリースに基づいている。

つまり、シェール革命の終焉などとして一部で懸念する向きのあったリグ数の減少は、全てとは言わないが⁹、相当部分は技術進歩により多数のリグが必要なくなったためである。また、通常のガス井や油井に比べ、シェールガスやオイルの井戸は埋蔵量が少ないため、如何に早く採掘し尽くし、次の井戸に移るかが、採算性の観点から重要となる。その指標であるフル生産の初めの一ヶ月の生産量が、2012年以降は、特にタイトオイルに関して増加傾向にあり、採算性の向上が示されている。こうした技術進歩が、シェールガス及びタイトオイルの増産を可能としている。

需要量が輸出と国内需要の双方で増加

技術進歩によって供給量の拡大が可能となっても、需要が増加しなければ、需給が緩み価格は下落、供給者の採算が悪化するため、供給量は結果的に増えない。しかし、現在は米国の国内需要面と貿易面の両方で追い風が吹いている。

非 FTA 国向けの LNG 輸出認可が進む

まず、貿易面では LNG 輸出における進展が指摘できる。非 FTA 国向けの LNG 輸出プロジェクトは、2011 年に 1 つが認可された後、審査が滞っていたが、2012 年末に輸出拡大を肯定する評価レポートが示されたのを契機に認可が進み、2013 年は DOE (エネルギー省) により 4 つのプロジェクトが認可された。また、2014 年 2 月にも 1 つが認可され、これにより、日本勢が関係する非 FTA 国向け LNG プロジェクト全てにゴーサインが出たと言える。

こうした認可なども反映し、EIA の AEO における LNG 輸出見通しも大幅に引き上げられている。2020 年時点の LNG 輸出量は 2013 年見通しの 0.43 兆立方フィートが 2014 年見通しでは 2.08 兆立方フィートへ約 5 倍もの引き上げになった。カナダやメキシコ向けのパイプライン輸出も増加し、2020 年時点の米国の天然ガス輸出量は 2013 年見通しの 2.7 兆立方フィートが 2014 年見通しで 4.3 兆立方フィートへ 61%も上方修正されている。また、米国が天然ガスの純輸入国から純輸出国へ転じ

Pending Long-Term Applications to Export LNG to Non-FTA Countries

審査順	企業名等	州	液化能力 BCF/日
DOE認可済(May 20, 2011)	Sabine Pass Liquefaction, LLC	Louisiana	2.20
DOE認可済(May 17, 2013)	Freeport LNG Expansion, L.P. and FLNG Liquefaction, LLC	Texas	1.40
DOE認可済(Aug 07, 2013)	Lake Charles Exports, LLC	Louisiana	2.00
DOE認可済(Sep 11, 2013)	Dominion Cove Point LNG, LP	Maryland	1.00
DOE認可済(Nov 15, 2013)	Freeport LNG Expansion, L.P. and FLNG Liquefaction, LLC	Texas	1.40
DOE認可済(Feb 11, 2014)	Cameron LNG, LLC	Louisiana	1.70
1	Jordan Cove Energy Project, L.P.	Oregon	0.80
2	LNG Development Company, LLC (d/b/a Oregon LNG)	Oregon	1.25
3	Cheniere Marketing, LLC	Texas	2.10
4	Excelerate Liquefaction Solutions I, LLC	Texas	1.38
5	Carib Energy (USA) LLC	Texas	0.01
6	Gulf Coast LNG Export, LLC	Texas	2.80
7	Southern LNG Company, L.L.C.	Georgia	0.50
8	Gulf LNG Liquefaction Company, LLC	Mississippi	1.50
9	CE FLNG, LLC	Louisiana	1.07
10	Golden Pass Products LLC	Louisiana	2.60
11	Pangea LNG (North America) Holdings, LLC	Texas	1.09

Source:DOE

⁹ 当然だが、天然ガスや原油価格が影響する。価格下落が進めば、開発は細る。

る時期は、2013年見通しでは2020年だったが、2014年見通しでは2018年へ前倒しされている。

エネルギー貿易全体の収支も改善

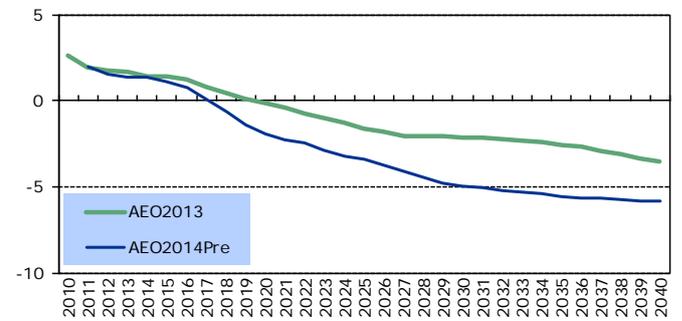
エネルギー貿易全体で見た場合、米国はAEO見通しの予測対象である2040年まで純輸入国であり続ける。しかし、天然ガスや原油の生産見通しの上方修正により、2014年見通しにおける2020年時点のエネルギー純輸入量は、2013年見通しから5割減と大きく縮小した。国産エネルギーの拡大により、米国のエネルギー安全保障は大きく進展すると見込まれる。

工業部門を中心に天然ガス利用が拡大

需要側の変化では、工業部門すなわち主として製造業による天然ガス利用の拡大が顕著に進む点が指摘できる。2020年までの天然ガス消費見通しは、2013年見通しから2014年見通しにかけて、小幅に引き上げられた。これはオフィスや住居における省エネの進展などによる天然ガス消費量の抑制を、工業部門における天然ガスへのエネルギーのシフトや利用拡大が上回るためである。工業部門では、特に、エネルギー多消費型の産業つまり素材セクターの化学や金属関連などで天然ガスの利用が拡大する。また、基礎化学品産業（バルクケミカル産業）ではエタンやNGL（天然ガス液）増産の恩恵も大きい。こうした将来の利用拡大に向け、エタンクラッカー¹⁰などの生産設備に対する投資が順調に活発化しているのが、現在の米国の特徴と言える。

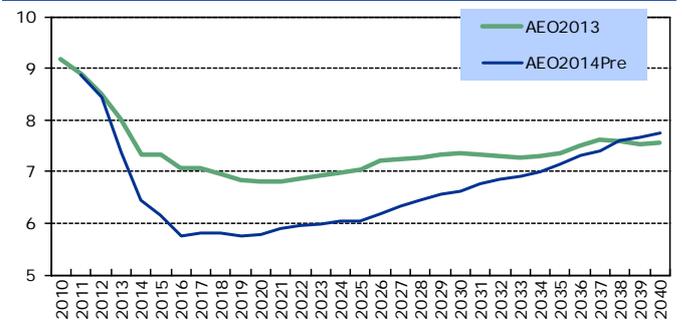
米国のシェール革命は、需要側の利用拡大に向けた投資活発化と供給側の技術革新により、従来よりも一層、米国経済に恩恵をもたらす方向へ深化しつつある。こうした変化は短期的な経済動向には現れにくいだが、長期的な視点において、潜在成長率を押し上げるとともにエネルギー安全保障に対する貢献も強まっていくと考えられる。

天然ガス純輸入の見通し（兆立方フィート）



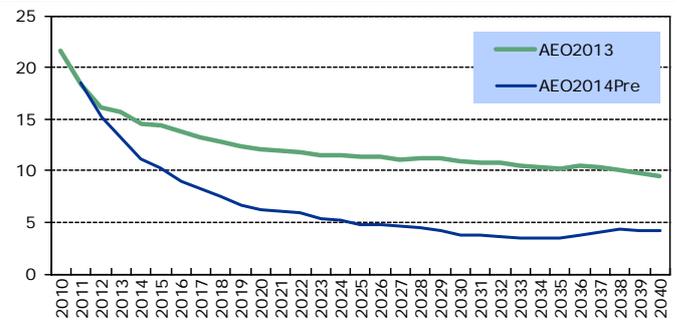
(出所)EIA

原油純輸入の見通し（百万バレル/日）



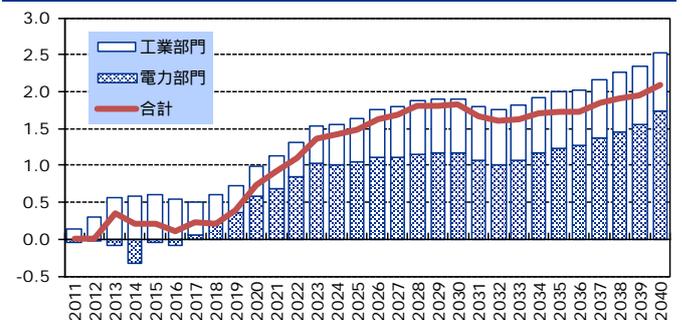
(出所)EIA

エネルギー純輸入の見通し（千兆BTU）



(出所)EIA

天然ガス消費見通しの変化（2013年 2014年、兆立方フィート）



(出所)EIA

¹⁰ 天然ガスに含まれるエタンを原料としてエチレンなどの化学材料を生産する生産設備。

2. 財政問題

(1) 債務上限問題の呆気ない幕切れ

連邦政府の債務上限引き上げ問題は、オバマ大統領が2月15日に2015年3月までの債務上限引き上げ法案へ署名し、終結した。結論は想定通りだが、あまりにも呆気ない幕切れである。

2月末にもデフォルトするリスク

2013年10月の連邦政府機関閉鎖後の民主党と共和党の合意により一時的に撤廃されていた連邦政府の債務上限が2014年2月7日に復活、議会への文書¹¹において、ルー財務長官は2月27日に

は資金繰り措置も枯渇すると指摘し、連邦政府がデフォルトに至るリスクが再び高まっていた。こうした事態に対し、共和党では、ティーパーティなど保守派を中心に債務上限引き上げ法案への債務削減の具体策の追加や 米国とカナダを結ぶキーストーンXLパイプラインの承認などを盛り込む案が検討されてきた。しかし、オバマ大統領が債務上限引き上げに関しては交渉を行わない方針を貫いたため、協議は進展を見せず、デフォルトが目前に迫る2月末まで債務問題の解決はずれ込むとの予想が大勢を占めていた。

呆気ない法案の成立には共和党執行部の大人の判断

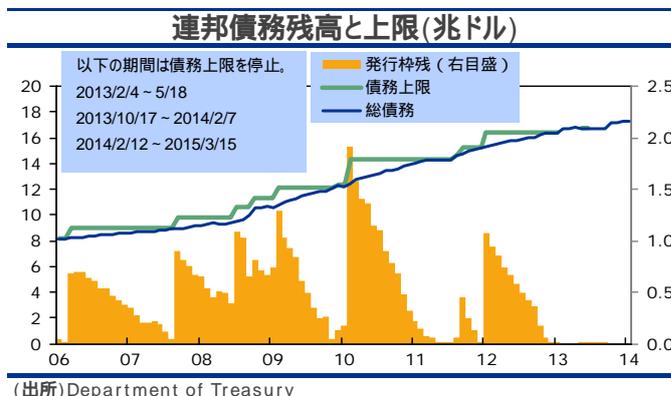
しかし、2月11日に、共和党のペイナー下院議長が、無条件での債務上限引き上げ法案の採決を表明し、事態は急速に動き始めた。11日の下院採決、12日の上院採決を経て、冒頭で述べたようにオバマ大統領が署名し、債務上限を2015年3月まで停止する法案が成立した。

債務上限問題が早期の解決に至った背景には、11月の中間選挙を睨んでの共和党執行部による大人の判断がある。昨年10月の連邦政府機関の閉鎖について、米国民の多くは共和党の責任と判断しており、再び財政問題が紛糾すれば、やはり共和党に対する支持率が低下する恐れがあった。つまり、債務上限問題を梃子にオバマ大統領から妥協を引き出す戦略は諸刃の剣だったと言える。一方、オバマケアの度重なるトラブルにより、共和党はオバマ大統領及び民主党を追い込む大きな武器を既に手にしている。そうした環境の下で、共和党執行部は財政問題という諸刃の剣を早いタイミングで放棄し、オバマケアを武器に中間選挙へ向けて戦うとの極めて合理的な選択をしたと言える。

ただ、執行部にとって合理的な判断も、ティーパーティなどの保守派にとっては合理的な判断にはならない。今回、共和党執行部は、対米国民や対有識者という観点では極めて上手く立ち振る舞ったが、内部に新たな火種を欠抱えたこともまた確かであろう。

(2) CBO 財政見通しの修正

CBO が、2月5日に新たな財政収支見通しを公表している。想定を上回る財政収支の改善を踏まえ、2014年度(2013年10月~2014年9月)に関して財政収支見通しを上げた(赤字幅の見通しを



¹¹ 2月7日付けの文書は以下のリンク。なお、資金繰り措置の期間については何度か更新されてきた。
<http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Lew-Sends-Debt-Limit-Letter-to-Congress-2-7-14.aspx>

引き下げた)。2014年度の財政収支の名目GDP比は3.0%と金融危機直前の2008年度の3.2%を上回り、2007年度の1.2%以来の水準に改善する。翌年度も、財政収支は改善を続け、名目GDP比は2015年度には2.6%まで縮小する見込みである。

2015年以降について、成長率見通しと財政見通しを引き下げ

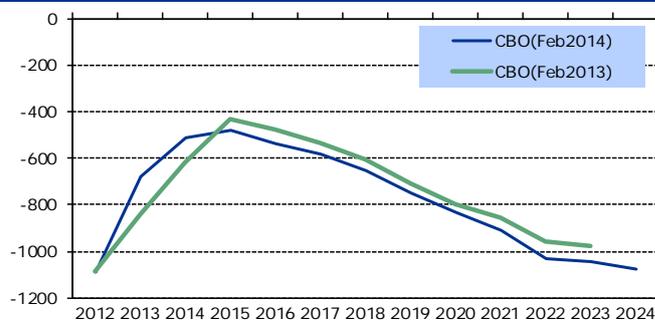
但し、CBOは2015年度以降については、2013年2月時点に比べ、財政収支見通しの実額¹²を引き下げている。これは、主として、成長率見通しの引き下げによるものである。従来CBOは2015暦年の成長率予想¹³を4.1%としていたが3.3%へ、2016年も4.4%から3.4%へともに大幅に引き下げている。過度に楽観的だった見通しが、現実路線へ修正されたと言えるが、いずれにしろ財政見通しには下押し圧力となる。新たな見通しにおいては、米国経済におけるスラックが、GDPギャップベースで見ても、失業率ベースで見ても、2016年度まで残存する。スラックの存在は、インフレ圧力の弱さを意味し、Fedに対して金融緩和の長期化を促すとも言える。

オバマケアと労働供給

CBOは今回の財政見通しにおいて、医療制度改革法（オバマケア）が労働供給に及ぼす影響を分析している。CBOによれば、オバマケアが供与する医療保険に対する補助金を受け取るために、低所得者層を中心に労働時間を短縮する動きが生じ、労働供給が減少する。労働時間の減少は2017年に1.5%、2020年に2.0%、フルタイム労働者数に換算したベース（full-time-equivalent workers）では2017年に200万人、2024年に250万人である。

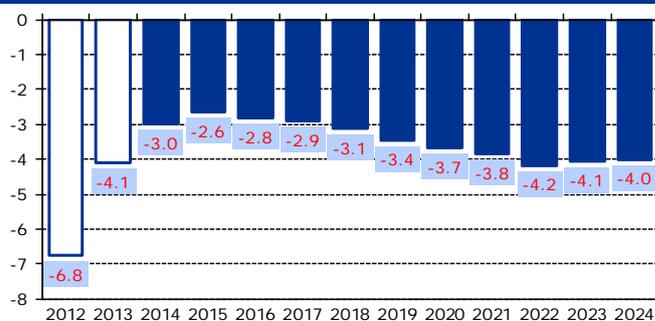
CBOの分析が完全に正しいとの前提においても、その結果に対しては様々な意味づけが可能である。まず、長期的な潜在成長率に悪影響を及ぼす労働投入の減少を批判することが可能である。これは主として共和党の立場と言える。一方、オバマケアが目指す米国民全てへの医療保険提供のメリッ

CBO財政収支見通しの変化（年度、10億ドル）



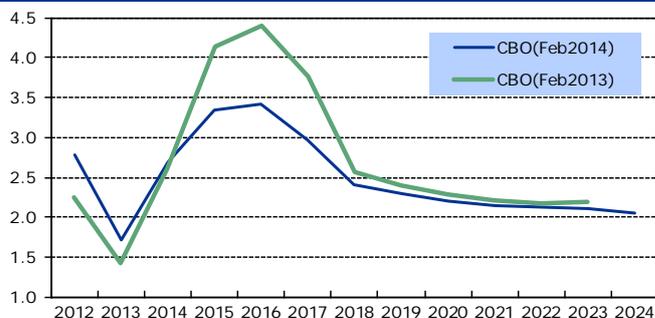
(出所)CBO, BEA

CBO財政収支見通し(年度、名目GDP比)



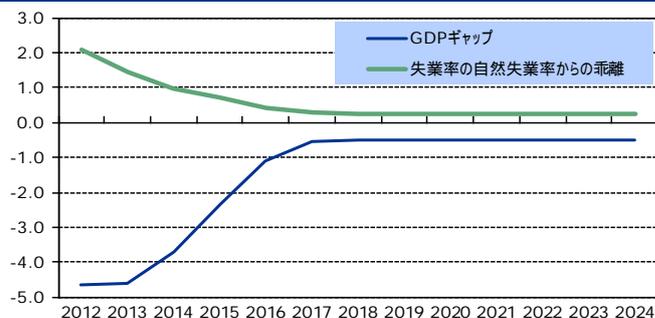
(出所)CBO, BEA

CBO見通しの変化～成長率（暦年、%）



(出所)CBO, BEA

米国経済のスラック（%、%Pt）



(出所)CBO, BEA

¹² GDP概念の修正により、名目GDPが拡大した。そのため、GDP比では比較していない。

¹³ 2014年は2.7%予想である。

トを重視すれば、労働者による自主的な労働供給削減は必要なコストであると同時に選択の自由の供与であるとも言える。いずれにしろ、依拠する思想によって、評価や結論は大きく変わる。オバマケアの導入は、あくまでも政治的な選択である。

3. 金融政策

(1) FOMC は淡々と Tapering 継続

1月28～29日に開催した2014年初回のFOMCにおいて、Fedは資産買入規模の更なる縮小（more tapering）を決定した。2月から、月当たりの資産買入額は、MBSが350億ドルか300億ドルへ、米長期国債は400億ドルから350億ドルへそれぞれ減額され、合計では750億ドルから650億ドルへの縮小となる。12月FOMCに続く、2回連続での100億ドル減額決定は「慎重な段階（measured steps）」との予告に合致するものであり、完全に市場コンセンサス通りである。

FOMCは、後述するように労働市場の指標について「まちまち（mixed）」と認識したものの、「全体としては一層の改善（on balance showed further improvement）」との判断を示し、またアルゼンチン・ペソの下落に端を発した新興国の動揺などの海外経済及び金融市場情勢について、公表文においては言及しなかった。そうした認識を踏まえた結論として、リスクバランスについても、12月と同様の「経済及び労働市場見通しに対するリスクは、一段とバランスした状態に近づいたと判断している」との文言を据え置いている。

将来の利上げに向けてリバースレポ・オペの試験を延長

利上げに向けて必要となる道程は極めて長い、Fedは準備を進めつつある。新たな金利コントロールの手段として、昨年9月からこの1月末迄の予定で実施してきた翌日物固定金利リバースレポ・オペレーション¹⁴の試験について、規模上限を従来の30億ドルから50億ドルへ拡大した上で、2015年1月まで1年延長することを決定した¹⁵。リバースレポ・オペレーションはFed出身者2名が推奨しているように¹⁶、大規模なバランスシートを維持しつつ、金利コントロールを復活するために有効な手段である。そのため、将来的に、Fedが主たる金利調節手段として用いる可能性が高い。

(2) 3月にフォワードガイダンスを変更へ

FOMC開催から3週間を経て、2月19日に公開された議事要旨（Minutes）では、次回3月FOMCにおいて、フォワードガイダンスが少なくとも雇用に関係する部分に変更される方針が示された。失業率が閾値である6.5%へ接近する中で、FOMC参加者がフォワードガイダンス変更の必要性を明確に認めたのである。3月FOMCでは、四半期に一度の見直し公表のタイミングでもあり、市場予想の混乱を回避可能な点でも適切なタイミングと言える。

Participants agreed that, with the unemployment rate approaching 6-1/2 percent, it would soon be appropriate for the Committee to change its forward guidance in order to provide information about its decisions regarding the federal funds rate after that threshold was crossed.

失業率の閾値は撤廃され、総合的な判断へ移行か？

では、どう変わるのか。現在のフォワードガイダンスは、「少なくとも失業率が6.5%超にとどまり、

¹⁴ Fedが米国債をオペ参加金融機関に貸し出し、その代わりに現金を受け取るオペレーション。短期金利の下限を設定する効果が期待されている。

¹⁵ [“Statement to Revise Terms of Overnight Fixed-Rate Reverse Repurchase Agreement Operational Exercise”](#) NY Fed, Jan 29, 2014

¹⁶ [“Monetary Policy with Abundant Liquidity: A New Operating Framework for the Federal Reserve”](#) PIIIE, Jan 2014

1~2年先のインフレ上昇予測が長期目標の2%から0.5ポイント以内の上振れに収まり、長期的なインフレ期待が引き続き十分に抑制されている限り」において現行のFF金利誘導目標が適切とした上で、「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公算が高い」との複雑な二部構成になっている。

フォワードガイダンスを要約すれば「インフレが長期目標近傍で安定する下では、失業率が6.5%へ到達後も利上げに相当の時間の経過が予想される」との内容に過ぎないのだが、失業率がFOMC参加者の予想を上回るペースで低下したために、文言が継ぎ足され複雑化している。失業率は労働市場の現状を図る優れた指標の一つだが、種々の要因に左右されるため、特に深刻な景気後退の後である現在は予想が困難である。そうした事態を踏まえ、1月FOMCにおいても種々の議論が交わされた。

一部の参加者 (Some Participants) が、失業率6.5%の延長線上としての量的閾値の継続を求める一方、数名の参加者 (Several participants) はフォワードガイダンスにおける金融安定に対するリスクへの配慮を重視し、また別の数名の参加者 (several participants) はインフレ率が長期目標の2%を下回る下でのFF金利誘導目標の極めて低い水準への維持を強調すべきとのスタンスである。未だ意見集約には至っておらず、変更内容の予測は困難と言える。ただ敢えて言えば、当社では、失業率に関する量的閾値は撤廃され、より広範なデータから労働市場のスラックの状況を推し量るスタンスへ移行する可能性が高いと判断している。失業率に関する量的な閾値が残る場合にも、多くのFOMC参加者が長期均衡と考える「5.5%へ明確に接近した場合」などの幾分曖昧な表現になると見込んでいる。

Some participants favored quantitative guidance along the lines of the existing thresholds, while others preferred a qualitative approach that would provide additional information regarding the factors that would guide the Committee's policy decisions. Several participants suggested that risks to financial stability should appear more explicitly in the list of factors that would guide decisions about the federal funds rate once the unemployment rate threshold is crossed, and several participants argued that the forward guidance should give greater emphasis to the Committee's willingness to keep rates low if inflation were to remain persistently below the Committee's 2 percent longer-run objective.

(3)月100億ドルのTaperingが継続

また、1月FOMCの技師上司では現在行っている資産買入の縮小 (Tapering) に関して、毎月100億ドル減額というペースの変更には、相当の見通しの変化 (an appreciable change in the economic outlook) が必要との見解が、数名の参加者 (Several participants) から示された。これは、現状ペースでのTaperingが続き、2014年終盤に資産買入が終了するのが既定路線である点を、強く示す内容と言える。

Several participants argued that, in the absence of an appreciable change in the economic outlook, there should be a clear presumption in favor of continuing to reduce the pace of purchases by a total of \$10 billion at each FOMC meeting.

一方、1月の議事要旨には、2~3名の参加者 (A few participants) による利上げを急ぐべきとの主

張も記載されている。中でも 1 名 (One participant) は、極めてタカ派的に、2014 年央以前の利上げを求めている。ただ、こうした意見は少数派であり、FOMC の大勢が早期利上げへ傾いている訳ではない。輪番による交替により、2013 年に比べ 2014 年はタカ派の投票権者が増加する。そうしたタカ派の投票権者が、今後一年の投票権者としての基本的スタンスを示す意味も込めて、意思表示をしたのだろう。

A few participants raised the possibility that it might be appropriate to increase the federal funds rate relatively soon. One participant cited evidence that the equilibrium real interest rate had moved higher, and a couple of them noted that some standard policy rules tended to suggest that the federal funds rate should be raised above its effective lower bound before the middle of this year.

Other participants, however, suggested that prescriptions from standard policy rules were not appropriate in current circumstances, either because the target federal funds rate had been constrained by the lower bound for some time or because the equilibrium real rate of interest was likely still being held down by various factors, including the lingering effects of the financial crisis, and was significantly below the value of the longer-run rate built into standard policy rules.

4. 経済見通しの修正

(1) 2013年10~12月期の評価

10~12月期も年率3.2%の高成長

米 BEA が公表した GDP1 次推計値によると、米国経済は 2013 年 7~9 月期の前期比年率 4.1% に続き、10~12 月期も 3.2% の高成長を達成した。7~9 月期は最終需要が低調だった訳ではないが、在庫投資の寄与度が 1.7%Pt と高かった。しかし、10~12 月期は、最終需要こそが堅調である。在庫投資を除くベースで見ると、7~9 月期の 2.4% が 10~12 月期は 2.9% へ加速、2010 年 4~6 月期以来の高い伸びを記録した。2013 年後半に米国経済は極めて堅調に推移したと言える。2013 年の米国経済は 1.9% 成長と、2012 年の 2.8% 成長から大幅に減速した。しかし、半期で見ると 2013 年上期が、後述する財政要因の下押しもあり、前半期比年率 1.2% と低成長にとどまった一方、下期の成長率は 3.5% まで高まっている。後述するように、2 次推計値において、10~12 月期の成長率は 2% 台半ばへ下方修正される可能性が高いが、2013 年後半に米国経済が加速したとの判断は揺るがない。

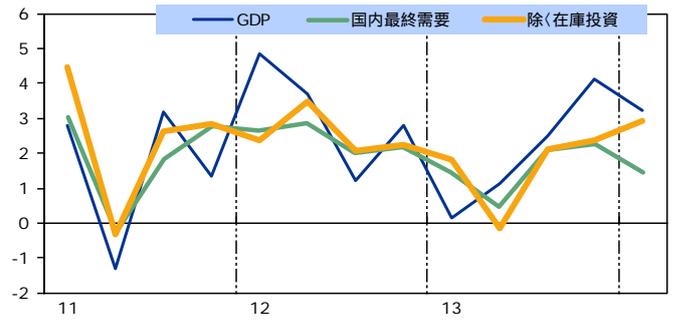
資産効果により、個人消費が成長をけん引

10~12 月期の米国経済においては、個人消費が前期比年率 3.3% (7~9 月期 2.0%) と極めて高い伸びを示し、GDP 成長率を 2.3%Pt も押し上げ、成長のけん引役になった。内訳を見ると、自動車販売の減速を主因に耐久財が前期比年率 5.9% (7~9 月期 7.9%) へ小幅減速したものの、年末商戦における衣料品販売の好調により非耐久財が 4.4% (7~9 月期 2.9%) へ、外食を中心にサービス消費も 2.5% (7~9 月期 0.7%) へ増勢が加速している。なお、可処分所得は 1.5% (7~9 月期 5.0%) へ減速しており、10~12 月期の消費拡大は株価や住宅価格上昇による資産効果に支えられたと考えられる。

穀物と石油製品を中心に輸出が急増

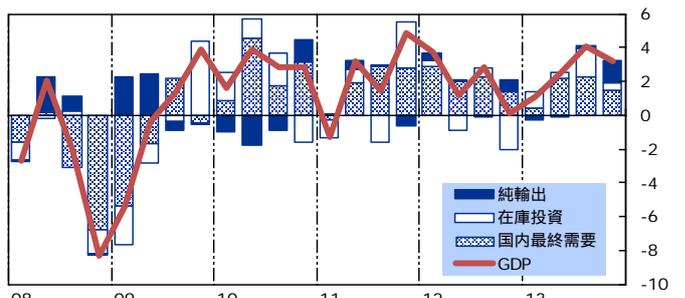
個人消費に次いで、経済成長を押し上げたのは外需である。輸出が前期比年率 11.4% (7~9 月期 3.9%) と極めて高い伸びを示す一方、国内原油生

GDPと最終需要の推移 (前期比年率, %)



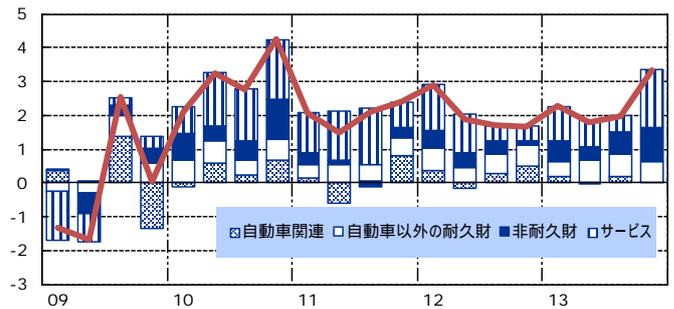
(出所) U.S. Department of Commerce

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

個人消費の推移 (前期比年率, %)



(出所) U.S. Department of Commerce

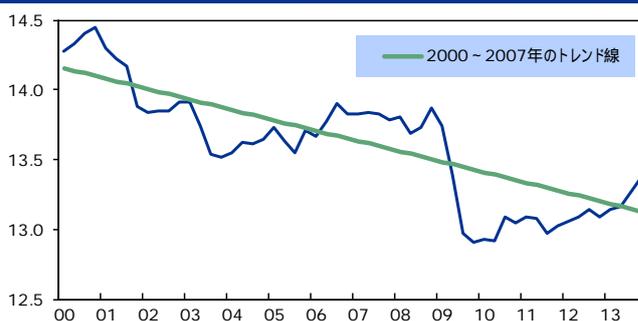
輸出の推移 (前期比年率, %, %Pt)



(出所) U.S. BEA

産の拡大を受けた原油輸入の縮小により輸入は0.9%（7～9月期2.4%）とほぼ横ばいにとどまった。輸出急増と輸入横ばいにより、輸出から輸入を控除した純輸出は10～12月期にGDP成長率を1.3%Pt（7～9月期0.1%Pt）も押し上げている。なお、輸出については、穀物分野の豊作を反映した飲食料輸出と、中米へのガソリンを中心とした生産財輸出の増加が目立った。

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率（%）



（出所）Department of Commerce

固定資本形成が振るわず

個人消費以外の民需は、振るわない。7～9月期に金利上昇を受けて駆け込み購入が膨らんだ反動もあり10～12月期は住宅投資が前期比年率9.8%（7～9月期10.3%）と、2010年7～9月期以来の減少を記録した。設備投資は機器投資が6.9%と高い伸びを示したものの構築物投資の1.2%減少により3.8%（7～9月期4.8%）へ伸びが鈍化した。先行指標の動きを踏まえると、住宅投資は2014年入り後に増勢へ復帰すると期待できるが、設備投資の大幅な伸び加速は見込み難い。

在庫投資に調整リスク

在庫投資は7～9月期に前期比年率1.7%Ptと極めて高い寄与を示した後にも関わらず、10～12月期も0.4%Ptの押し上げ寄与を確保した。しかし、2013年後半の在庫残高はトレンドとの対比において明らかに過剰と考えられる。そのため、2014年入り後は在庫投資の急失速が成長を押し下げる可能性が高い。

地方政府支出は増加も、連邦が大きな落ち込み

政府支出は10～12月期に前期比年率4.9%（1～3月期0.4%）と3四半期ぶりの大幅減少を記録し、GDP成長率を0.9%Ptも押し下げた。主因は連邦政府支出の急減であり、国防支出が14.0%、連邦非国防支出も10.3%と共に大きく落ち込んだ。強制歳出削減により、連邦歳出支出は通常の季節変動パターンから乖離しており、ボラタイルな動きが目立つ。一方、財政状況の改善を映じ、地方政府支出は0.5%（7～9月期1.7%）と3四半期連続で増加している。

2013年は、連邦政府支出が前年比5.1%（2012年1.4%）と大幅に減少し、GDP支出を0.4%Ptも押し下げた。増税による可処分所得目減りを通じて個人消費の押し下げも含めれば、2013年は財政による成長抑制が極めて甚大だったと言える。昨年12月の超党派による合意もあり、2014年は財政要因による成長圧迫は大幅に緩和する予定である。

(2)10～12月期は2次推計で下方修正

2013年10～12月期の実質GDP成長率は、2月末に公表される2次推計値で下方修正が見込まれる。後述する小売売上高の遡及下方修正を受けて個人消費は前期比年率3.3%から3.0%へ、輸出の下方修正（11.4%→8.9%）と輸入の上方修正（1.0%→1.8%）により純輸出の寄与度も1.3%Ptから0.8%Ptへ低下すると予想する。住宅投資（9.8%→8.3%）と設備投資（3.8%→4.8%）は上方修正を想定するが、個人消費と純輸出の押し下げが勝る。当社は、10～12月期の実質GDP成長率が1次推計値の3.2%から2次推計値で2.6%へ引き下げられると予想する。なお、次項の暦年成長率見通しは、10

～12月期の下方修正を織り込んでいる。

(3)2014年は成長加速だが...

米国経済は2013年下期に年率3.5%と極めて高い伸びを示した。当社が予想する10～12月期の下方修正を勘案しても下期の成長率は3.3%と大きくは変わらない。こうした成長加速は、家計の過剰債務など構造問題の緩和を背景に、個人消費を中心に民需が底堅さを増しており、基本的な構図としては米国経済の足腰の強化を反映した動きと解釈できる。また、財政要因による下押しが和らぐことも、2014年は経済成長を下支えする。

2014年前半は減速が不可避

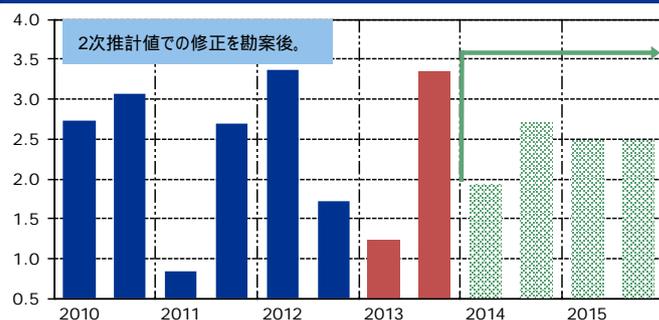
しかし、既に触れたように在庫投資は2014年上期に調整へ転じると見込まれ、10～12月期の輸出は豊作を反映した一四半期に限った増加が多分に含まれる。更に、米国経済は昨年12月に続き、1月そして2月も極めて厳しい寒波に見舞われている。寒波により生じる需要減退の一部は3月もしくは4～6月期以降に先送りされ、また寒波はエネルギー需要

の拡大や政府支出の増加にも繋がる。しかし、サービス消費など先送りできない支出が多いほか、エネルギー価格の上昇が可処分所得を押し下げるといった副次的な悪影響も生じる。そのため、トータルでは悪影響が勝ると考えられる。加えて企業のアニマル・スピリットには顕在化の兆しが見られない。

成長率予想は2014年2.5%

以上を踏まえ、米国経済は、2013年下期の高成長から一転、2014年上期に再び2%を下回る低成長が見込まれる。2013年対比で見れば、2014年の米国経済は高成長となるが、成長率は2.5%と潜在成長並みにとどまるだろう。2015年も同率の2.5%成長を見込む。なお、1月時点では、2014年の成長率を2.7%と予想したが、長期化している寒波の悪影響を勘案し、2.5%へ予想を引き下げている。

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

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	実績	予想	予想
実質GDP	1.8	2.8	1.9	2.5	2.5
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.6	2.3	2.5
個人消費	2.5	2.2	2.0	2.2	2.3
住宅投資	0.5	12.9	12.2	6.8	6.7
設備投資	7.6	7.3	2.6	5.6	5.6
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)
政府支出	3.2	1.0	2.2	1.3	0.3
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.1)
輸出	7.1	3.5	2.7	5.1	4.4
輸入	4.9	2.2	1.4	2.8	3.1
名目GDP	3.8	4.6	3.4	4.2	4.4
失業率	8.9	8.1	7.4	6.5	6.0
(Q4)	8.7	7.8	7.0	6.3	5.9
雇用者数(月変化、千人)	174	186	194	210	226
経常収支(10億ドル)	458	440	379	323	300
(名目GDP比、%)	2.9	2.7	2.3	1.8	1.6
貯蓄率(%)	5.7	5.6	4.5	4.2	3.9
PCEデフレーター	2.4	1.8	1.1	1.4	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	1.8	1.9

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

5. 経済情勢分析：寒波の影響

米国経済は、異例の寒波に苛まれている。トピックスでも述べたように寒波の影響をマクロ統計から把握するのは困難を伴う。また、広い米国においては、地域による差異も当然に大きい。そうした限界を踏まえつつ、2014 年年明け後の動向について、寒波の影響を中心に振り返る。

(1) 雇用者数は低調

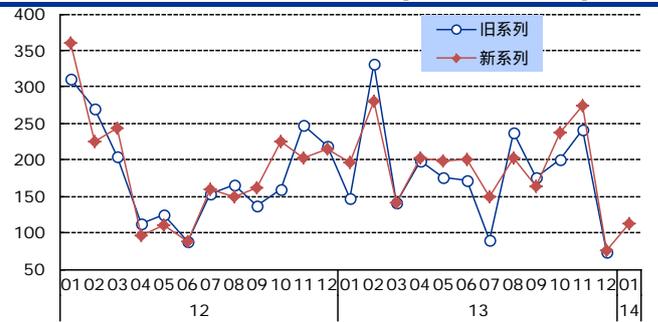
最も注目される非農業部門雇用者数が 12 月に続き、1 月と小幅の伸びにとどまり、先行きの景気回復に対し、警戒のシグナルを發した。2014 年 1 月の非農業部門雇用者数 (NFP : Nonfarm payroll employment) は前月差 11.3 万人の増加となり、昨年 12 月改訂値の 7.5 万人増加に続き、低い伸びにとどまった。家計調査データに基づく限り、悪天候により 12 月は 10 万人程度¹⁷の雇用者数の押し下げが生じたが、1 月は概ね前年並み¹⁸の変動だったと考えられる。

1 月の NFP 内訳を見ると、民間部門が前月差 14.2 万人 (12 月 8.9 万人) 政府部門は 2.9 万人 (12 月 1.4 万人) だった。民間部門の低調が NFP 減速の主因だが、政府部門の下押しも大きい。政府部門では連邦政府が 1.2 万人 (12 月 0.3 万人) と引き続き減少、2013 年央に持ち直していた地方政府も 1.7 万人 (12 月 1.1 万人) と振るわなかった。

民間部門では、財生産部門とサービス部門で明暗が大きく分かれた。まず、財生産部門は 1 月に前月差 7.6 万人の大幅増加を記録し、12 月の 1.3 万人と平均しても 3.2 万人と 2013 年の月当たり 2.2 万人を上回る伸びである。建設業が 4.8 万人 (12 月 2.2 万人) と大幅に増加したほか、製造業も 2.1 万人 (0.8 万人) と堅調だった。製造業では木製品や機械、自動車が伸びている。なお、天候要因に左右されやすい建設業の増加は、寒波の影響が軽微である示唆とも言える。

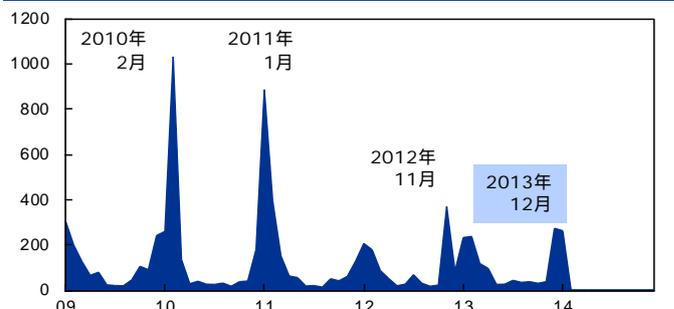
サービス部門は 11 月前月差 20.4 万人が 12 月に 10.2 万人へ、1 月は 6.6 万人へ更に減速した。11 月までけん引役だった教育・ヘルスケアの低迷 (12 月 0.4 万人、1 月 0.6 万人) が続いたことに加え、好調だった年末商戦の反動もあり小売業が 1.3 万人 (12 月 6.3 万人) と雇用を絞り込んだ

非農業部門雇用者数の推移 (前月差、千人)



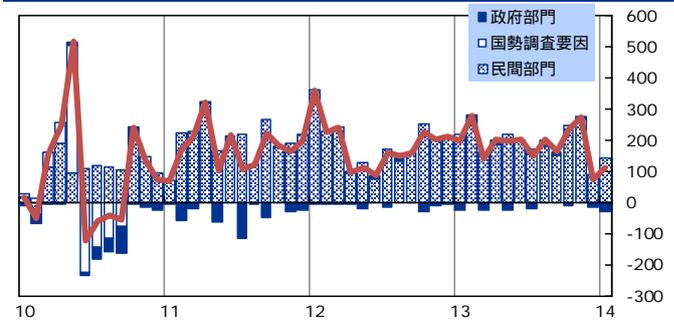
(出所) U.S. Department of Labor

悪天候により就業不能だった雇用者数 (千人)



(出所) US Department of Labor

非農業部門雇用者数の推移 (前月差、千人)



(出所) U.S. Department of Labor

¹⁷ 家計調査データに基づき、過去 5 年の悪天候に拠る就業不能者数と 2013 年 12 月の就業不能者数の乖離を用いて推定。
¹⁸ 1 月の悪天候に拠る就業不能者数は 26.2 万人であり、これは悪天候が大きく響いた 2011 年 1 月の 88.6 万人を除いた過去 5 年平均 25.1 万人とほぼ同水準である。

も響いた。一方、景気と連動性の高い事業支援セクターは3.6万人(12月0.4万人)へ持ち直している。

最後に、雇用統計の調査タイミングに照らし、気温データを確認する。米国全体における寒波を捉えるのは難しいが、例えばNY市の気温データを見ると、1月は上旬に猛烈な気温低下があった後、中旬には過去5年平均を上回る気温となっている。これは、1月の雇用統計の調査対象週は、寒波の直接の影響はなかったとの解釈を補強する。となれば、NFPにおける雇用低迷の主因は、落ち込みが目立つ教育・ヘルスケアになる。但し、もう少しデータの集積を待つ必要があるほか、トピックスでも指摘したように、他指標も勘案した判断が適当である。

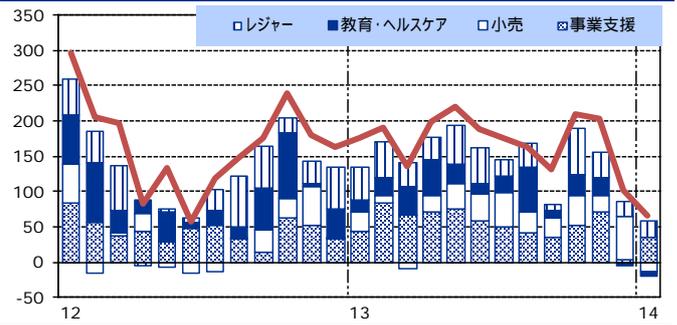
ちなみに、1月は月全体で見ると、上旬と下旬の気温低下が極めて厳しく、寒波の影響が甚大だった模様である。また、12月は雇用統計の調査対象週に気温低下が生じ、2月も同時期に気温低下が目立っている(2月は下旬に入り気温が上昇しつつある)、寒波と言う観点においては、2月も雇用統計に多くを期待できないと言える。

(2)小売は大きく落ち込む

2014年1月の米国の小売・飲食サービス売上高(以下、小売売上高)は前月比0.4%と、2012年6月の0.8%以来の大幅減少を記録した。自動車販売が2.1%と大幅に落ち込み、小売売上高全体を0.4Ptも押し下げた影響が大きい。但し、自動車と建設資材、ガソリンスタンド売上高を除いた、いわゆるコア売上高で見ても0.3%と低調であり、1月の小売売上高は総じて振るわなかったと判断できる。コア売上高の内訳では、衣料品(0.9%)やスポーツ・書籍・趣味用品(1.4%)、家具(0.6%)、飲食サービス(0.6%)などの減少が目立った。なお、ガソリンスタンド売上高は1.1%と増加した。

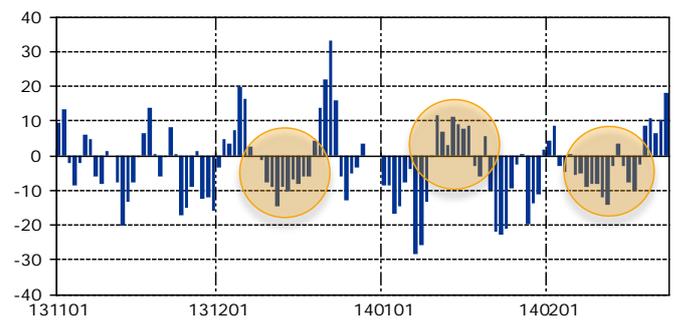
1月の小売売上高の落ち込みは、寒波による消費不能及び手控えと10~12月期の年末商戦好調の反動による部分が大きく、米国個人消費の実勢を把握する上で1月の減少を額面通りに捉える必要はない。まず、については、寒波の影響を受け

サービス部門の雇用者数推移(前月差、千人)



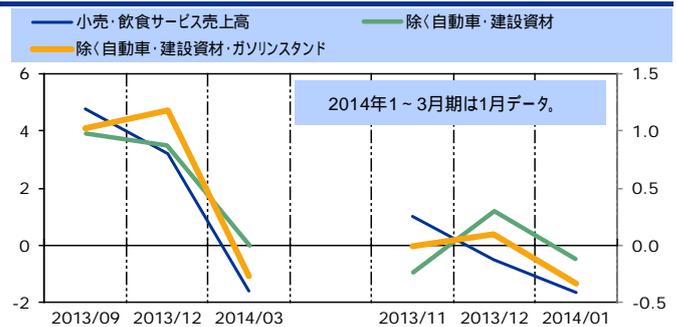
(出所) U.S. Department of Labor

気温の過去5年平均からの乖離(度、NY Centralpark)



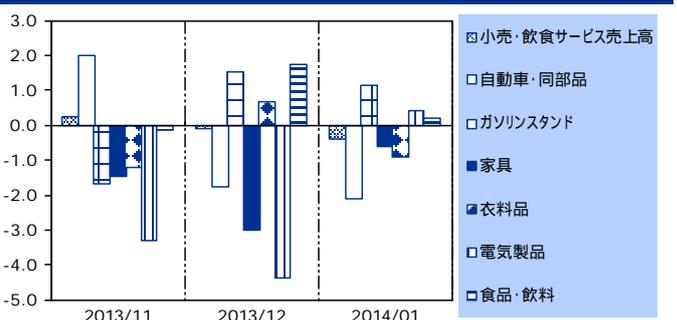
(出所) Bloomberg

小売・飲食サービス売上高(前期比年率、前月比、%)



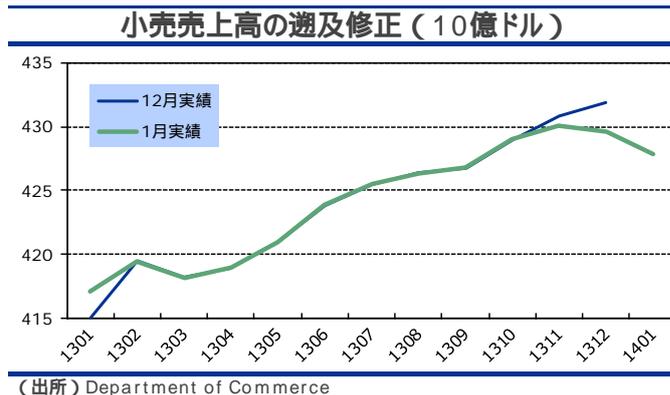
(出所) Department of Commerce

小売・飲食サービス売上高(前月比、%)



(出所) Department of Commerce

やすい自動車売上高(12月 1.8%、1月 2.1%)と飲食サービス売上高(12月 0.7%、1月 0.6%)が、やはり寒波に見舞われた12月に続き、2ヶ月連続で減少している点から確認できる。また、については、年末商戦の主戦場だった衣料品(10~12月期前期比年率 4.9%、1月前月比 0.9%)とスポーツ・書籍・趣味用品(10~12月期前期比年率 9.7%、1月前月比 1.4%)の落ち込みが、反動の大きさを示している。



ただ、留意すべきは、大規模な遡及修正により、年末商戦の好調具合が大幅に引き下げられている点である。10~12月期の小売売上高は前期比年率 4.2%から 3.2%へ(7~9月期 4.8%)、コア売上高も 6.5%から 4.7%(7~9月期 4.1%)へ下方修正された。寒波に見舞われたにも関わらず極めて好調だった12月の小売データが下方修正されたのは、リーズナブルな修正とも言えるが、11月も含めてのトータルの下方修正幅があまりにも大きい。統計の信頼性を損なうとの批判もありうるだろう。

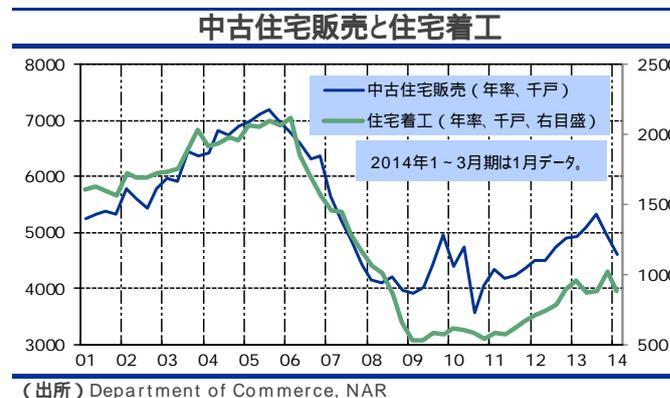
今回のデータのインプリケーションは二つである。第一に、上述の通り、従来統計において好調さが際立っていた10~12月期が大幅に下方修正されている点は見逃せない。財消費は個人消費の34%を占めており、その最も重要な基礎統計である小売売上高の大幅な下方修正は、個人消費の下方修正に繋がる。サービス消費部分の修正¹⁹もあるため、確たる予想は難しいが、財消費の下方修正だけで、10~12月期の個人消費は、一次推計値の前期比年率 3.3%が、二次推計値で 3.0%弱へ下方修正されると考えられる。下方修正後も、7~9月期の 2.0%を大きく上回る伸びを確保した点は変わらず、年末商戦の好調や2013年終盤にかけての個人消費の加速との判断が揺らぐわけではないが、目線は下げざるを得ない。

第二に、特殊要因や前四半期の反動が大きいため、2014年入り後の個人消費動向を見極めるには、なお時期尚早と判断される。2月も寒波が続いた点を勘案すると、1~3月期の個人消費には期待できず、場合によっては前期対比で減少する可能性も否定はできない。しかし、それと個人消費の基調に関する判断は明確に峻別すべきだろう。

(3)住宅投資は二重苦

住宅市場は、厳しい寒波と昨年半ばの駆け込み需要の反動減という二重苦に苛まれている。

まず、住宅販売の9割超を占める中古住宅販売はFedの早期Tapering観測に伴う金利上昇を受けて、2013年4~6月期に前期比年率 14.8%、7~9月期 18.7%と急増した後、その反動から10~12月期は 25.6%と急減した。更に2014年入り後も1月に前月比 5.1%と落ち込んでいる。1月の減



¹⁹ 寒波は、電力やガスなどエネルギーサービス消費の拡大に繋がるため、マイナスの影響だけではない。

少は、先行指標である仮契約指数が12月に8.7%と落ち込んでいたため、予想の範囲内ではあるが、その理由が反動減の継続を示すのか、寒波によるところが大きいのかは判然としない。ただ、既に述べたように2月も寒波に襲われた点を勘案すれば、引き続き住宅販売に多くは期待できない。

一方、住宅着工も1月に前月比16.0%と急減した。ただ、こちらは住宅販売と異なり、10~12月期に前期比年率75.8%と急増、四半期ベースで2008年4~6月期以来となる100万戸を確保している。元々回復傾向が再び強まりつつあった点を勘案すれば、住宅着工に関しては寒波が1月の落ち込みの主因と推測できる。なお、住宅着工の先行指標である建築許可は、1月まで3ヶ月連続で減少している。寒波要因が強ければ、建築許可と住宅着工の相関は崩れるが、寒波も同じく下押し方向と考えられるため、2月は住宅着工の回復を望めない。

(4) 寒波で製造業生産が減少

1月鉱工業生産は前月比0.3%（12月0.3%）と減少したが、寒波により、製造業とエネルギー関連で明暗が大きく分かれている。まず、製造業は0.8%（12月0.3%）と大きく落ち込んだ。自動車セクターが5.0%と落ち込んだ他、食品（1.2%）や繊維製品（1.7%）の減少が目立つ。逆に、気温低下によるエネルギー消費拡大を受けて、電気・ガスの生産は4.1%（12月1.4%）と大きく伸びたが、製造業の落ち込みを打ち消すには至らなかった。

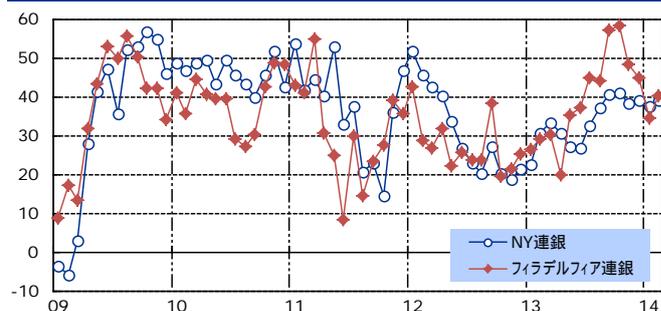
製造業において、寒波の影響は主として生産不能となって生じる。実際、1月製造業ISM指数では、寒波に伴う工場閉鎖や部材などの納入遅れが生産押下げに繋がったとのコメントが目立った。但し、ISM指数は1月に前月差5.2%Ptと急低下したものの、50超を維持している。また、2月の地区連銀データによれば、先行きに対する見方は2月に反転している（NY連銀1月37.5 2月39.0、フィラデルフィア連銀34.4 40.2）。少なくとも現時点では、製造業の落ち込みは一時的と解釈できる。

但し、自動車セクターに関しては寒波が、明確な需要減少を引き起こし、在庫の積み上がりが生じている。そのため、寒波が過ぎ去った後も、短期的な在庫調整により生産が圧迫される可能性が高い点には留意する必要がある。

(5) ディスインフレが続く

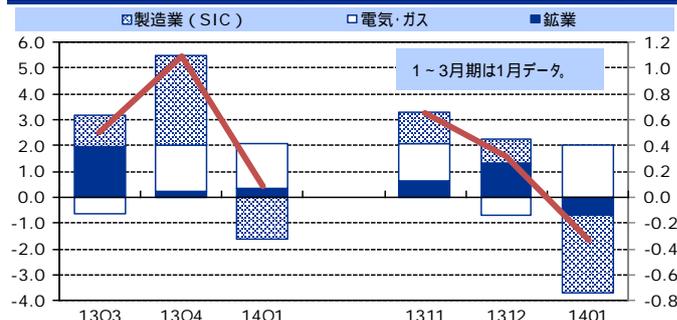
1月の消費者物価指数（CPI）はヘッドライン（日本でいう総合）が前月比0.1%（12月0.2%）、食

米国企業の先行き見通し（中立＝ゼロ）



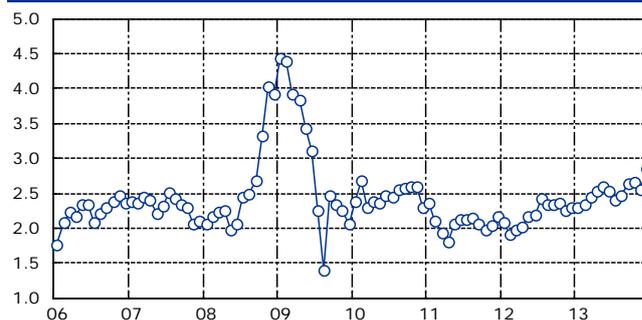
（出所）NY Fed, Philadelphia Fed

鉱工業生産の推移（前期比年率、前月比、%）



（出所）FRB

完成車在庫率（ヶ月）



（出所）BEA

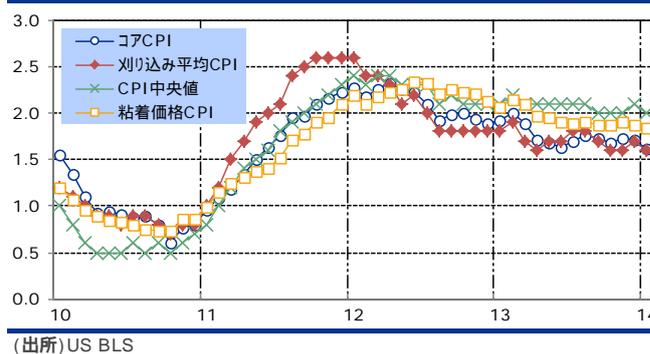
料とエネルギーを除いたコア指数も 0.1% (12 月 0.1%) と共に引き続き緩やかな上昇にとどまった。前年比はヘッドラインが 1.6% (12 月 1.5%) へ高まり 7 月の 2.0% 以来の伸びを記録したものの、コアは 1.6% (12 月 1.7%) へ鈍化している。

1 月は寒波によるエネルギー需給の逼迫を受けて、ガス代が前月比 3.6%、電気代も 1.8% 上昇するなど、エネルギーサービスが 2.2% 上昇し、ヘッドラインを押し上げた。但し、ガソリン価格は 0.9% と下落したため、財とサービスを合わせたエネルギー全体の伸びは 0.6% (12 月 1.6%) と比較的小幅なものにとどまっている。なお、食料は 0.1% (12 月 0.0%) と小幅の上昇だった。

コアでは、財価格が前月比 0.1% (12 月 0.0%) と再び下落した。自動車や衣料品の下落が押下げに寄与している。自動車に関しては、寒波の影響で客足が途絶え、昨年 12 月以降に販売が低調な影響も含まれると考えられる。一方、サービス価格は 0.2% (12 月 0.1%) と小幅ながら再び伸びを高めた。宿泊関連などの上昇が目立つ。

トレンドデータでは、刈り込み平均 CPI が前年比 1.6% (12 月 1.7%)、CPI 中央値は 2.0% (11 月 2.1%)、粘着価格 CPI は 1.8% (11 月 1.9%) といずれも僅かに低下した。2013 年の動きから下方に乖離したと言えるほどの変化ではないが、コア指数の前年比低下も勘案すると、少なくともポジティブな動きと言えない。経済全体になお大きなスラックが残る下で、米国はデイスインフレの状況から抜け出せていない。

CPIのトレンド指標推移 (前年比、%)



【米国主要経済指標】

	Q1-13	Q2-13	Q3-13	Q4-13				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	2.8	3.1	6.2	4.6				
実質GDP	1.1	2.5	4.1	3.2				
個人消費	2.3	1.8	2.0	3.3				
住宅投資	12.5	14.2	10.3	▲9.8				
設備投資	▲4.6	4.7	4.8	3.8				
政府支出	▲4.2	▲0.4	0.4	▲4.9				
輸出	▲1.3	8.0	3.9	11.4				
輸入	0.6	6.9	2.4	1.0				
経常収支(10億ドル)	▲105	▲97	▲95					
名目GDP比(%)	▲2.5	▲2.3	▲2.2					
	Q1-13	Q2-13	Q3-13	Q4-13	Oct-13	Nov-13	Dec-13	Jan-14
	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	▲7.5	3.3	4.2	0.7	▲0.3	0.1	▲0.1	
消費者信頼感	62.8	75.1	81.0	74.0	72.4	72.0	77.5	80.7
小売売上高	4.7	2.9	4.8	3.2	0.5	0.3	▲0.1	▲0.4
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.4	1.9	4.1	4.7	0.8	▲0.0	0.1	▲0.3
鉱工業生産	4.1	1.2	2.5	5.5	0.2	0.7	0.3	▲0.3
住宅着工件数(年率換算、千件)	957	869	882	1016	899	1101	1048	880
中古住宅販売戸数	2.5	14.8	18.7	▲25.6	▲2.5	▲5.8	0.8	0.8
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	4.7	5.0	5.0	4.6	4.9	5.1	4.6	4.6
非国防資本財受注(除く航空機)	21.4	8.5	▲7.1	3.2	▲0.6	3.0	▲0.6	
民間非居住建設支出	▲31.4	11.5	16.3	9.4	0.7	2.4	▲0.7	
貿易収支(10億ドル)	▲122	▲117	▲120	▲112	▲39	▲35	▲39	
実質財収支(10億ドル、2009年基準)	▲143	▲143	▲146	▲141	▲47	▲45	▲50	
実質財輸出	2.1	10.2	1.7	7.8	3.6	0.3	▲3.6	
実質財輸入	▲1.9	6.6	4.0	1.9	▲0.2	▲0.9	0.1	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.3	50.8	55.7	56.7	56.6	57.0	56.5	51.3
ISM非製造業指数(四半期は平均)	54.7	53.7	56.1	54.1	55.1	54.1	53.0	54.0
失業率(%)	7.7	7.5	7.3	7.0	7.2	7.0	6.7	6.6
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	206	201	172	195	237	274	75	113
民間雇用者数(前月差、千人)	215	204	168	203	247	272	89	142
四半期は月当たり換算								
時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	1.9	1.9
消費者物価(前年比、%)	1.7	1.4	1.6	1.2	1.0	1.2	1.5	1.6
コア消費者物価(前年比、%)	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
PCEデフレーター(前年比、%)	1.4	1.1	1.1	0.9	0.7	0.9	1.1	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1	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	0.33	0.40	0.34	0.34	0.30	0.34	0.39
10年債利回り(%)	1.96	2.30	2.81	2.90	2.62	2.72	2.90	2.86
名目実効為替レート(1997/1=100)	100.7	101.7	101.9	102.0	100.9	101.8	102.0	103.0
ダウ工業株30種平均	14579	14910	15130	16577	15546	16086	16577	15699
S&P500株価指数	1569	1606	1682	1848	1757	1806	1848	1783

(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。