

米国経済情報

2014 年 3 月号

Summary

【内 容】

1. 金融政策：今後はインフレが重要

(1) フォワードガイダンスを修正

(2) ガイダンス修正の意味

(3) 利上げ開始はインフレ動向に依存

2. 経済動向分析

(1) 10～12 月期成長率は下方修正

(2) 経済見通しは据え置き

(3) 寒波を勘案すれば雇用は底堅い

(4) 寒波が個人消費を下押し

(5) 住宅投資も寒波で低迷

(6) 需要減退と生産不能が企業を襲う

(7) 対外収支は改善が一服

(8) 財政は改善継続

(9) 低インフレが続く

3. トピックス：

家計を取り巻く不均衡な環境

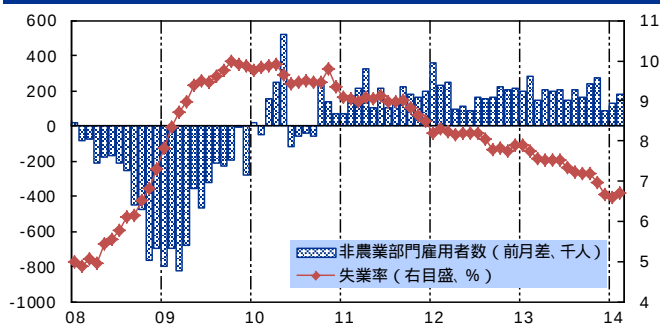
巻末：主要経済指標

1～3 月期の米国経済は、異例の寒波に苛まれた。寒波により客足が遠退き、1～2 月平均の小売データは軒並み昨年 10～12 月期の水準を下回った。寒波に伴い、電力やガスなどエネルギー消費は拡大しているものの、財消費やレジャー消費などの落ち込みが勝り、1～3 月期の個人消費は低い伸びが避けられない。顧客減少により、住宅販売も低調である。こうした個人消費や住宅需要の減退に加え、寒波による操業不能も響き、企業活動も低調に推移した。企業景況感は 1 月以降に軒並み低下しており、1～3 月期の製造業生産は減少が見込まれる。米国経済は昨年後半に 3%を超える高成長を確保したが、寒波の悪影響により足元 1～3 月期は 1%台半ばへ成長率が低下すると予想される。

しかし、寒波による悪影響を別とすれば、米国経済は様々な点で底堅さを増している。寒波により就業不能者が多数に上ったにも関わらず、2 月の雇用情勢は底堅さを示した。雇用情勢の回復を受けて、これまで就業を諦めていた労働者が、雇用市場へ回帰せんとする兆しもみられる。雇用情勢が底堅さを維持している点を勘案すれば、個人消費や住宅投資など内需は 4～6 月期以降に増勢を取り戻すと考えられる。

加えて、構造的な要因も米国経済を下支えする。2013 年は大規模な増税と歳出削減に加え、財政問題を巡る先行き不透明感が、米国経済を圧迫した。しかし、2014 年は財政問題による下押し圧力は大きく緩和される。シェール革命による国内エネルギーの増産も、米国経済の成長にプラスの効果を及ぼす。米エネルギー情報局は、技術進歩などを踏まえ今後 30 年のシェールガスやタイトオイルの生産量見通しを大幅に引き上げた。国内エネルギー生産の拡大は、経常赤字の名目 GDP 比を 1997 年以来の水準まで押し下げるなど既に効果を発揮しつつあるが、今後はエネルギー安全保障や製造業の競争力向上などの波及効果も期待できる。以上を踏まえ、米国経済の成長率が、2013 年の 1.9%から 2014 年は 2.5%へ高まると予想している。

非農業部門雇用者数と失業率



(出所) U.S. Department of Labor

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)

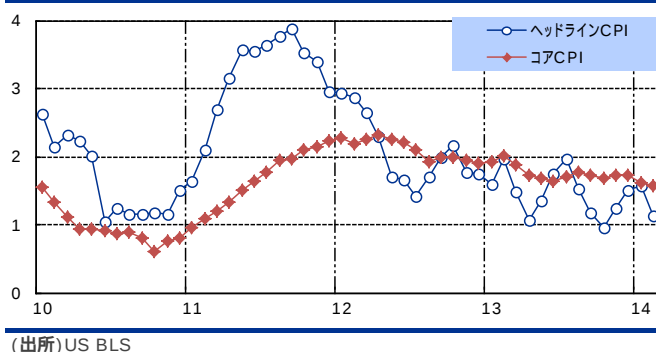
maruyama-yo

@itochu.co.jp

昨年 12 月に資産買入規模の縮小 (Tapering) を開始した Fed は、1 月に続き 3 月の FOMC でも、淡々と追加的に 100 億ドルの縮小を行った。米国経済が底堅さを増していることから、Fed は、今後も毎回の FOMC で 100 億ドルの Tapering を継続し、2014 年終わり頃までに資産買入を終了する見込みである。

資産買入の終了後、Fed は金融政策における出口戦略を本格化する。その出口戦略のための地ならしとして、3 月 FOMC では先行きの利上げタイミングに関するフォワードガイダンスを変更した。新たなフォワードガイダンスでは、利上げの決定に際して、雇用動向よりもインフレ動向を重視する姿勢を明確としている。FOMC 参加者の大勢は 2015 年末にインフレ率が 2% 近くまで上昇するとの予想の下で、2015 年中の利上げ開始を見込んでいる。しかし、現実のインフレ率は上昇どころか緩やかなディスインフレ状態が続いており、FOMC の思惑通り進むかは不透明と言わざるを得ない。

CPI のヘッドラインとコア (前年比、%)



1. 金融政策：今後はインフレが重要

(1) フォワードガイダンスを修正

Fed は 3 月 18～19 日に FOMC を開催し、将来の利上げに関する方針を示すフォワードガイダンスを修正した。数値基準を外し、記載を一般的なかたちに改め、出口戦略へ向けた地均しが図られるとともに、政策判断に際してはインフレ動向を重視する姿勢が示されている。なお、資産買入規模は、市場コンセンサス通り更に 100 億ドル減額され 550 億ドルとなった。内訳は米国債が 350 億ドルから 300 億ドルへ、MBS は 300 億ドルから 250 億ドルへの買入縮小である。同時に示された FOMC 参加者による経済見通しの集計値は、成長率見通しが小幅下方修正、失業率見通しは上方修正（数値は引下げ）、インフレ率見通しは概ね据え置きだった。また、政策金利見通しは小幅引き上げられている。

フォワードガイダンスの数値基準を削除

まず、フォワードガイダンスに関しては、雇用とインフレに関する数値基準が廃止された。

従来は「少なくとも失業率が 6.5%超にとどまり、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」との方針が示されていた。

新たなフォワードガイダンスは、現在の超低金利を維持する期間の決定に際しては「完全雇用と 2%インフレの目標へ向けた現在及び将来の進展を評価」すると、極めてシンプルな記載に改められた。その上で、2014 年終わり頃と想定される資産買入の終了後に関して「インフレ率が長期目標である 2%を下回り、長期的なインフレ期待が十分に抑制されている限り、資産買入終了後も、相当の期間に渡り（for a considerable time）現行の FF 金利誘導目標が適切」とのスタンスを示している。ガイダンスから失業率などに関する数値基準が消え、さらには超低金利維持の条件から雇用情勢そのものが外され、インフレに一本化されている。

In determining how long to maintain the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments.

The Committee continues to anticipate, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate for a considerable time after the asset purchase program ends, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored.

利上げ開始後も金融引き締めを急がず

利上げを開始した後に際しては「雇用とインフレが目標水準（mandate-consistent levels）に接近した後も、暫くの期間（for some time）FF 金融誘導目標を長期的に標準と見做される水準より低位と

することを、経済情勢は正当化する」と明記し、利上げをゆっくり、言わばビハインド・ザ・カーブ（behind the curve）気味に進める方針を示している。

なお、フォワードガイダンスは大幅に変更されたが、公表文には「フォワードガイダンスの修正は、金融政策スタンスの変更を意味しない」との注釈があえて加えられた。

The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

(2) ガイダンス修正の意味

出口戦略に向けた地均し

今回のフォワードガイダンス修正は三つの点で重要と考えられる。第一に、フォワードガイダンスにおいて、失業率の数値基準が廃され、記載が一般化したのは出口戦略に向けた地均しと言える。イエレン FRB 議長が会見で述べたように、様々な指標を用いて「完全雇用と 2%インフレの目標へ向けた現在及び将来の進展を評価」し、資産買入縮小（Tapering）や利上げといった出口戦略が進められていく。従来のフォワードガイダンスは、金融危機後の特殊な状況に重きを置いた内容だったが、出口戦略の開始を見据えて標準的な記載へ改められた。

インフレ動向を重視

第二に、利上げ開始までを記載した部分において、雇用情勢への依存が弱められ、少なくとも利上げ開始まではインフレ動向を特に重視するスタンスが示されている。雇用情勢が軽視される訳ではないが、資産買入終了から利上げに至る「相当の期間（for a considerable time）」が、イエレン議長が会見で例示した 6 ヶ月程度となるのか、それより短くなるのか、長くなるのかはインフレ動向次第と考えられる。なお、雇用情勢に関しては、インフレ加速をもたらすか否かという観点において、経済全体の需給逼迫度合いを把握する上で勘案される見込みである。

タカ派的ではなく、ハト派的

第三に、今回のガイダンス変更がハト派的な政策運営に寄与する可能性がある点である。一見すると、今回のガイダンス修正は、インフレ動向を重視するタカ派的なスタンスへの方針転換に見える。しかし、会見でイエレン議長が強調したように、Fed にとって雇用情勢は想定より改善し、逆にインフレは改善が遅れている。そのため、利上げ開始の判断をインフレ動向に強く結び付ける今回の変更は、寧ろハト派的な政策運営に繋がらう。これは利上げ開始後に関するビハインド・ザ・カーブ気味のガイダンスからも確認できる。

(3) 利上げ開始はインフレ動向に依存

経済見通しは失業率改善、インフレ率据え置き

以上のフォワードガイダンスの変更を踏まえた上で、FOMC 参加者が示した経済見通し及び金利見通しを確認する。

まず、成長率見通し（各暦年の最終四半期前年比）は小幅下方修正された。2014 年が 12 月時点の 3.0 ~ 3.4% から今回 3 月時点は 3.0 ~ 3.2% へ、2015 年は 3.0 ~ 3.4% から 3.0 ~ 3.2% へ、2016 年も 2.5 ~

3.2%から 2.5～3.0%への引下げである。逆に失業率見通し（各暦年の最終四半期）は、2014 年が 6.3～6.6%から 6.1～6.3%へ、2015 年は 5.8～6.1%が 5.6～5.9%へ、明確に改善方向へ修正された。成長率見通し下方修正、失業率見通し上方修正（数値は引下げ）と方向が分かれたのに対し、インフレ率見通し（各暦年の最終四半期前年比）は概ね据え置かれ、コア PCE デフレーターは 2014 年 1.4～1.6%、2015 年 1.7～2.0%、2016 年 1.8～2.0%である。

FOMC 参加者の金利見通し上方修正の解釈

FOMC後に金融市場が大きく反応したのは、FOMC参加者の金利見通しの上方修正に対してである。2015 年までに利上げを見込む人数は 14 名¹で従来から変わらなかったが、2015 年末の政策金利水準の中央値が 12 月時点の 0.75%から、3 月は 1.00%へ高まっている²。

個々の参加者の見通しが不明のため、推測とならざるを得ないが、FOMC 参加者の金利見通しの上方修正は、失業率見通しの改善に伴うものの可能性が高いだろう。しかし、金利見通しの引き上げは、インフレ見通しの据え置きとインフレ動向をより重視するかたちに修正された FOMC 公表文のフォワードガイダンスに照らし、不整合に思われる。こうしたズレが生じたのは、FOMC 参加者の見通しが FOMC 開催に先立ち集計され、今回の FOMC 公表文の内容が十分には反映されていないためと推測できる。また、見通しが FOMC 参加者全員のデータに基づく一方、金融政策の決定は投票権者によってのみ行われるというギャップにも留意する必要があるだろう。

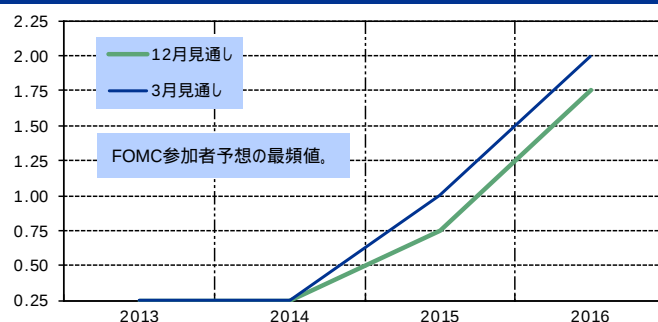
金利見通しの上方修正に関して、記者会見でイエレン議長は、FOMC 参加者の見通しプロットの上方修正よりも、従来とスタンスは変わらない旨を明記した FOMC 公表文を重視すべきと強調している。

資産買入縮小は年内に終了、利上げ開始はインフレ動向に依存

結局のところ、フォワードガイダンスが変更された点を勘案すれば、イエレン議長が言うように公表文の記載こそが重視されるべきだろう。

資産買入は淡々と縮小され、2014 年終わり頃に終了する可能性が高い。ただ、その後の利上げ開始はインフレ動向に大きく依存する。前述したように、イエレン議長が「相当の期間（for a considerable time）」に関して 6 ヶ月程度と例示し、また FOMC

年末時点の政策金利予想（％）



（出所）FRB

2014年3月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(％)	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.8 3.0	3.0 3.2	2.5 3.0	2.2 2.3
前回見通し	2.8 3.2	3.0 3.4	2.5 3.2	2.2 2.4
失業率	6.1 6.3	5.6 5.9	5.2 5.6	5.2 5.6
前回見通し	6.3 6.6	5.8 6.1	5.3 5.8	5.2 5.8
PCEデフレーター	1.5 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
前回見通し	1.4 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター	1.4 1.6	1.7 2.0	1.8 2.0	-
前回見通し	1.4 1.6	1.6 2.0	1.8 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)	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	13	2
前回見通し	2	12	3

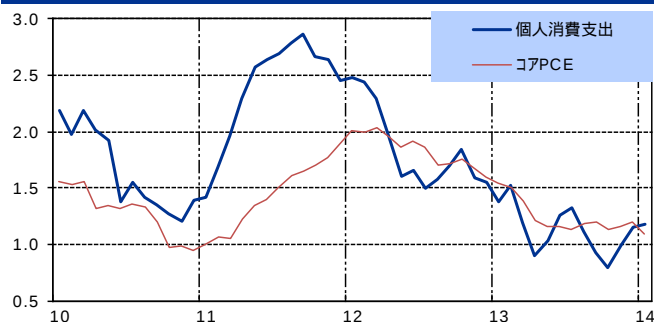
（出所）FRB

¹ 今回は 2014 年 1 名、2015 年 13 名の計 14 名。12 月は 2014 年 2 名、2015 年 12 名の計 14 名。なお、FOMC 参加者は 12 月は 17 名、3 月はバーナンキ前議長の退任により 16 名である。

² 設問は 0.25%刻み。12 月時点は 0.75%との回答が 4 名で最多だったが、3 月時点は 1.00%が 5 名と最多になった。

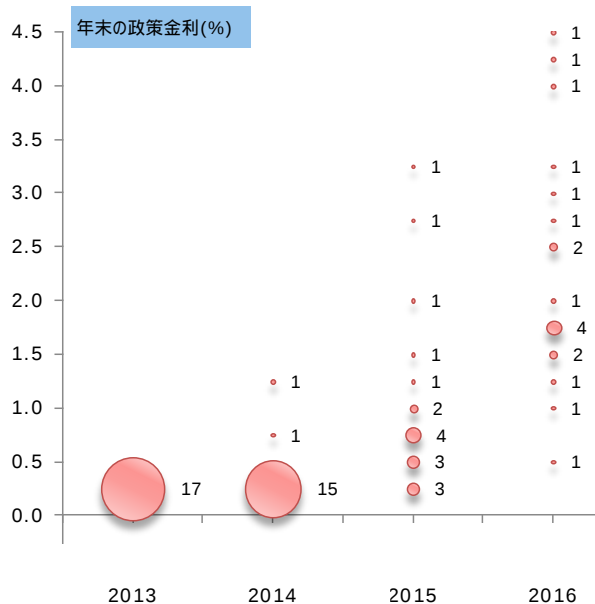
参加者の金利見通しが上方修正されたため、2015 年の比較的早いタイミングで利上げが開始されるとの観測が生じている。しかし、そうした観測通りに利上げが開始されるためには、少なくともインフレ率が FOMC 参加者の見通し通りに高まっていく必要がある。つまり、2014 年 1 月時点で前年比 1.1%にとどまるインフレ率(コア PCE デフレーター上昇率)が、2015 年後半に向けて 2%近くへ上昇しなければならない。しかし、そのハードルは依然として相当に高い。利上げ時期は 2015 年後半以降以降にずれ込む可能性があると考えられる。

消費支出デフレーター推移 (前年比、%)



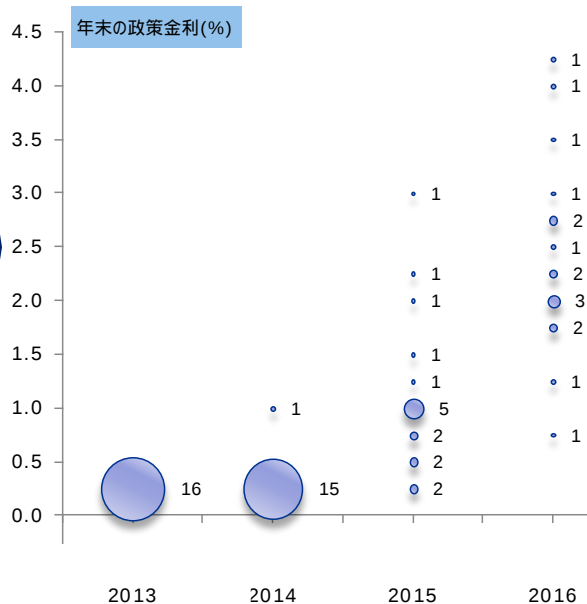
(出所) U.S. BEA

適切な金融引き締めペース (12月時点)



(出所) FRB

適切な金融引き締めペース (3月時点)



(出所) FRB

2. 経済動向分析

(1) 10～12 月期成長率は下方修正

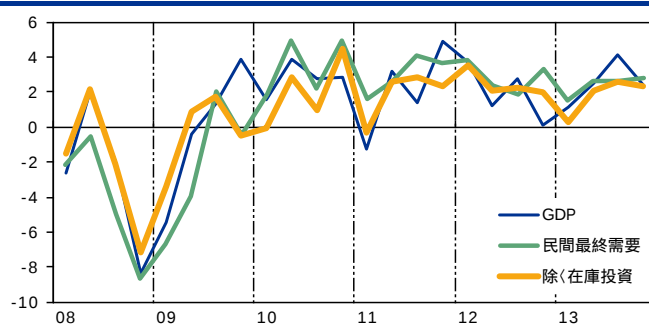
2013 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、1 次推計値の前期比年率 3.2%が 2 次推計値で 2.4%へ大幅に下方修正された。但し、市場コンセンサス（及び当社予想）において 2%半ばへの下方修正が見込まれており、サプライズはない。なお、2013 年の成長率は 1.9%で 1 次推計値から変わらなかったが、2012 年の 2.8%に比べ減速した。2013 年の成長率減速の主因は、財政問題による景気下押しである。増税と歳出削減により直接的に、また財政政策の先行き懸念による民間主体の支出抑制というかたちで間接的にも、財政問題は米国経済を圧迫した。

10～12 月期を需要項目別に見ると、個人消費が前期比年率 3.2%から 2.6%へ下方修正された影響が最も大きい。個人消費の下方修正により、GDP 成長率は 0.53%Pt も押し下げられた。耐久財消費の伸びが 1 次推計値の 5.9%から 2 次推計値では 2.5%へ半減したほか、非耐久財消費（4.4%→3.5%）やサービス消費（2.5%→2.2%）も下方修正されている。次に影響が大きいのは外需の下方修正であり、寄与度が前期比年率 1.33%Pt から 0.99%へ 0.34%Pt 引き下げられている。輸出（11.4%→9.4%）が下方修正される一方、輸入（0.9%→1.5%）は上方修正され、外需の下方修正に繋がっている。また、在庫投資の寄与度も前期比年率 0.42%Pt から 0.14%Pt へ下方修正された。但し、在庫は 2013 年後半に積み上がりが見られており、その積み上がり幅の下方修正は、2014 年前半の在庫調整の必要度合いを減じるものと言える。政府支出も前期比年率 ▲4.9%から ▲5.6%へ小幅ながら下方修正されている。

設備投資は 1 次推計値の前期比年率 3.8%が 2 次推計値で 7.3%へ、住宅投資も ▲9.8%から ▲8.7%へ上方修正されたが、焼け石に水だった。

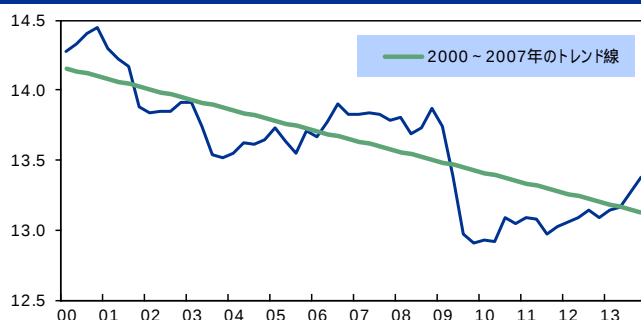
10～12 月期の実質 GDP 成長率は大幅に下方修正されたが、2013 年下期の米国経済が民需主導により加速した事実は変わらない。成長率は 2013 年上期の前半期比年率 1.2%が、下期に 3.3%へ大きく加速した。下期は、7～9 月期の前期比年率 4.1%が 10～12 月期は 2.4%へ減速したが、在庫投資を除いたベースで見れば 7～9 月期 2.6%、10～12 月期 2.4%、民間最終需要は 7～9 月期 2.7%、10～12 月期 2.8%と概ね同程度の伸びを確保している。こうした 2013 年下期の成長加速は、家計の過剰債務など構造問題の緩和を背景に、民需が底堅さを増したためであり、そうした構図は基本的に 2014

実質GDP成長率の推移（前期比年率、%）



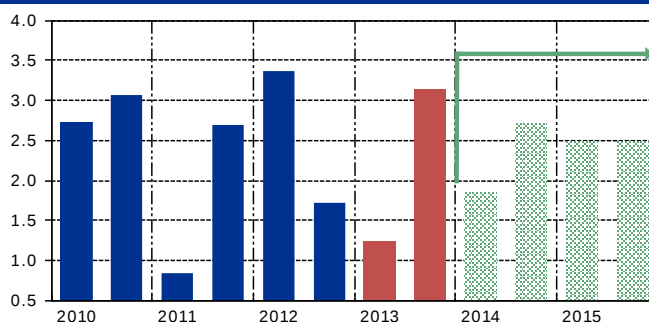
（出所）U.S. Department of Commerce

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率（%）



（出所）Department of Commerce

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

年も続く。また、財政要因による下押しが和らぐことも、2014 年は経済成長の下支えに働く。

(2) 経済見通しは据え置き

しかし、2014 年上期は減速が避けられない。まず、2 次推計値で下方修正され積み上がり度合いが減じられたとは言え、2014 年 1～3 月期は在庫調整が不可避である。また、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。寒波による供給サイドの生産不能が怪我の功名となり、在庫調整は 1～3 月期の 1 四半期で終了する見込みだが、寒波に関しては、トータルで考えればやはり悪影響の方が勝る。

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 年の 1.9%成長との対比で見れば、2014 年の米国経済は高成長になるが、上期の停滞も響き成長率は 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、2 月 24 日時点予想において、2013 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率の下方修正を既に織り込み済だったため、暦年の成長率予想は据え置きである。

(3) 寒波を勘案すれば雇用は底堅い

2014 年 2 月の非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm payroll employment）は前月差 17.5 万人増加し、1 月改訂値の 12.9 万人から伸びが高まった。但し、2013 年の月当たり 19.4 万人増加には届かない。2013 年 12 月は 7.5 万人から 8.4 万人へ、2014 年 1 月も 11.3 万人から 12.9 万人へとともに小幅ながら上方修正されている。

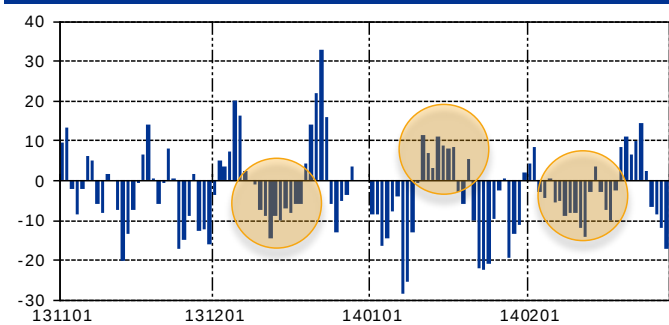
調査時期の 2 月 12 日を含む週に、米国は再び寒波に見舞われ、悪天候により就業不能の雇用者数が 60.1 万人と、過去 5 年平均の 40.8 万人や 10 年平均の 32.4 万人を大きく上回る水準へ膨らんだ。そうした就業不能を反映するかたちで、失業率算出に用いられる家計調査ベースの雇用者数は 2 月に前月差 4.2 万人とほぼ横ばいにとどまり、失業率は 6.72%（6.58%）へ上昇している。こうした家計調査の結果が示す寒波の影響を勘案すれば、上述した 2 月 NFP の 17.5 万人増加は、寧ろ比較的強めの内容と評価できる。

米国経済の推移と予測（暦年）

	2011	2012	2013	2014	2015
前年比, %, %Pt	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	2.5	2.4	2.5
個人消費	2.5	2.2	2.0	2.2	2.3
住宅投資	0.5	12.9	12.1	6.7	6.7
設備投資	7.6	7.3	2.8	6.2	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	▲2.3	▲1.4	▲0.3
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
輸出	7.1	3.5	2.7	5.2	4.4
輸入	4.9	2.2	1.4	2.7	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	▲336	▲322
(名目GDP比, %)	▲2.9	▲2.7	▲2.3	▲1.9	▲1.8
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	1.2	1.6
コアPCEデフレーター	1.4	1.8	1.2	1.3	1.8
(Q4/Q4)	1.8	1.7	1.2	1.4	1.8
消費者物価	3.1	2.1	1.5	1.4	1.7
コア消費者物価	1.7	2.1	1.8	1.5	1.8

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

気温の過去5年平均からの乖離（度、NY Centralpark）



(出所) Bloomberg

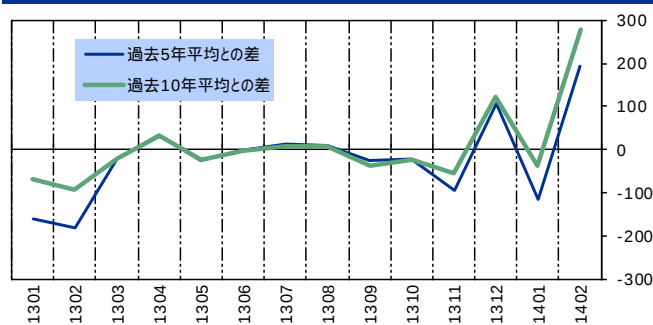
12～2月の3ヶ月平均のNFPは月当たり12.9万人の増加にとどまった(9～11月は22.5万人増加)しかし、12月と2月は調査時期に寒波に見舞われ、また1月は調査時期こそ比較的温暖な気候だったが、残りの期間には例年を下回る気温を記録しており、均してみれば過去3ヶ月は寒波に伴う需要下押しが雇用に相当の悪影響を及ぼしたと考えられる。2月の非製造業ISM調査の雇用指数の50割れも、その多くは寒波の影響を反映したものであろう。

寒波の影響により家計調査では雇用者数が鈍化、失業率の上昇に繋がった。但し、雇用者数が鈍化したとは言え、就業率(雇用者数/生産年齢人口)は58.8%(1月58.8%)と概ね横ばいにとどまり低下を回避し、労働力率は63.02%(1月62.96%)と昨年9月以来の63%台へのせている。加えて、経済的理由によるパートタイム労働者も減少傾向にある。家計調査に基づくデータは、全体として雇用情勢が回復基調を保っていることを指し示している。特に、2月は、雇用者数の大幅鈍化にも関わらず、労働市場からの退出が進まず、労働力率が上昇した点を評価できる(その結果、失業者が増加し、失業率は上昇した)。労働力率の下げ止まりは、潜在成長率の観点において、今後の米国経済を考える上で明るい動きと言える。

賃金にも明るい動きが見られる。全労働者の時給が2月に前月比年率4.6%(1月2.5%)、製造及び非管理労働者に至っては5.4%(1月3.6%)の大幅増加を記録した。前年比で見ても全労働者が2.2%(1月2.0%)と10月以来の、製造及び非管理労働者は2.5%と2010年以来の高い伸びである。

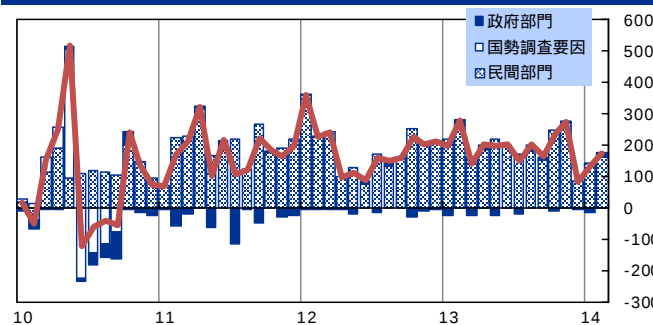
但し、寒波に伴い、労働時間が3ヶ月連続で前年水準を割り込んでおり、労働時間の短期化が時給を

悪天候により就業不能だった雇用者数(千人)



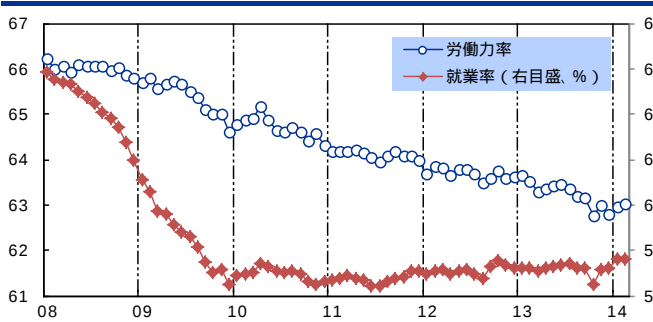
(出所) US Department of Labor

非農業部門雇用者数の推移(前月差、千人)



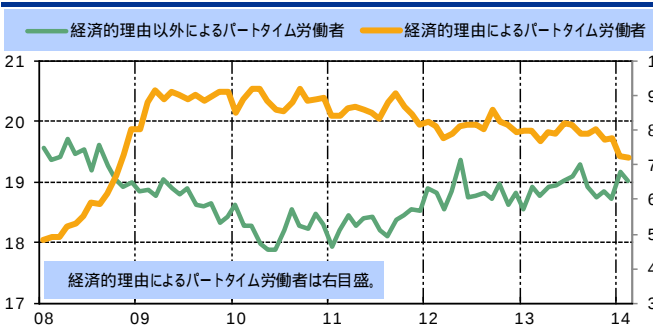
(出所) U.S. Department of Labor

労働力率と就業率の推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

パートタイム労働者(百万人)



(出所) U.S. Department of Labor

押し上げている面も否定はできない。実際、時給ではなく週給で見ると、全労働者が前年比 1.3%（1 月 1.7%）、製造及び非管理労働者は 1.0%（1 月 2.0%）へ減速した。賃金の上昇ペース加速と判断するにはもう少し見極めが必要である。

2 月の雇用統計では、調査時期に寒波に見舞われたにも関わらず、NFP の増勢が加速した。就業率やパートタイム動向も改善基調を維持しており、総じて雇用情勢の改善を示す内容と言える。また、長期的な潜在成長率を占う上で重要な労働力率も上昇している。寒波が響き、3 ヶ月平均で見た NFP は昨年対比で低空飛行を余儀なくされているが、先行きを悲観する必要はないだろう。

(4) 寒波が個人消費を下押し

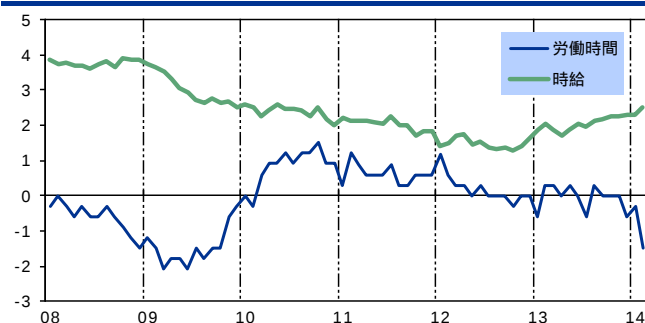
2 月の小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は前月比 0.3%と 3 ヶ月ぶりに増加した。しかし、12 月データが▲0.1%から▲0.3%へ、1 月データは▲0.4%から▲0.6%へ大幅に下方修正されている。1 月対比でこそ持ち直したものの、寒波の影響により 2 月も小売売上高は低迷が続いたと評価できる。

寒波の悪影響が響き、低迷が続いた 2 月の小売売上高を踏まえると、1～3 月期の個人消費に多くを期待はできない。まず、自動車や家具など耐久財を中心に、財消費は減少が避けられない。寒波が電気代やガス代などのエネルギーサービス支出を押し上げ、また ACA(オバマケア) の開始³による医療サービス支出の拡大も寄与するため、サービス消費は 1～3 月期に増勢を強めるものの、財消費の落ち込み全てをカバーはできないだろう。

昨年 10～12 月期の個人消費支出は二次推計値で前期比年率 2.6%増加したが、2014 年 1～3 月期は 1%台半ば程度へ大きく鈍化すると考えられる（実質 GDP 成長率に対する寄与度は 10～12 月期 1.7%Pt が 1～3 月期は 1.0%Pt へ低下）。

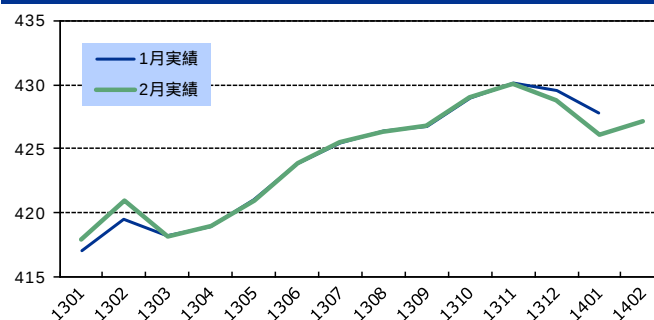
しかし、1～3 月期の個人消費減速をもって、個人消費の、ひいては米国経済全体の先行きを悲観す

平均時給と労働時間の推移（製造及び非管理労働者、%）



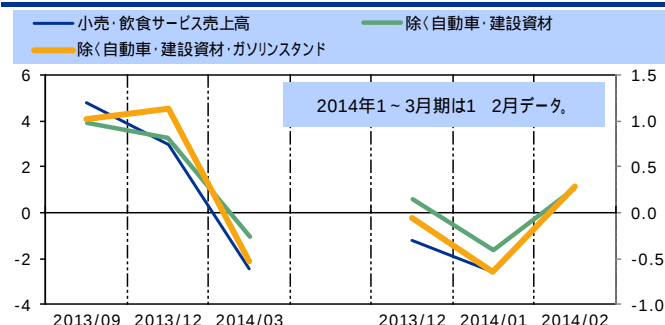
(出所) U.S. Department of Labor

小売売上高の遡及修正（季節調整値、10億ドル）



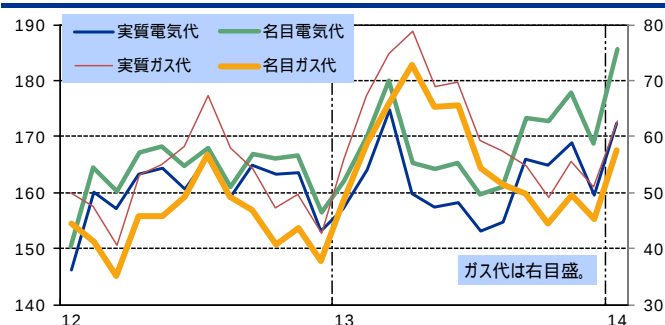
(出所) Department of Commerce

小売・飲食サービス売上高（前期比年率、前月比、%）



(出所) Department of Commerce

電気代とガス代の推移（10億ドル、実質は2009年基準）



(出所) U.S. BEA

³ 2014 年 1 月に社会保障給付と支出が両建てで増加した。

る必要はない。米国経済は、個人消費のみならず、生産、建設など多方面で異例の寒波の悪影響を被っているが、その基調的な部分は底堅さを維持している。前項で見たように雇用情勢が底堅さを維持する下で、個人消費も4～6月期には持ち直しが期待できる。

(5) 住宅投資も寒波で低迷

住宅市場も寒波の悪影響に苛まれている。住宅販売は昨年10～12月期に続き、1～3月期も低調である。1月は新築住宅が前月比9.6%(12月▲3.8%)と急増したものの、全体の9割を占める中古住宅が▲5.1%(12月0.8%)と落ち込み、新築と中古を合算した1月の販売戸数は▲3.9%と減少、10～12月期の水準を大きく下回っている。10～12月期の前期比年率▲21.0%に続き、1～3月期も同程度の減少率が見込まれる。こうした低調な販売に加え、悪天候による作業不能も響き、住宅着工も低水準である。住宅着工戸数は10～12月期に年率100.8万戸まで増加したものの、1月に90万戸程度に減少、2月もほぼ同水準だった。1月まで高水準にあった住宅デベロッパーの景況感も2月、3月は大幅に低下している。

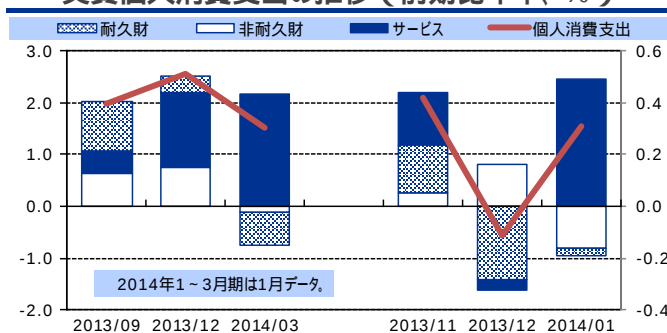
しかし、寒波の悪影響が消える4～6月期以降に、住宅市場は復調へ向かうと考えられる。住宅価格の上昇が止まらず、新規購入者にとって割高感が増しつつある点は懸念されるものの、雇用所得環境や家計のバランスシート改善が住宅購入をサポートする。

(6) 需要減退と生産不能が企業を襲う

寒波に伴う個人消費や住宅投資など内需の低調推移は、企業部門の活動にも悪影響を及ぼす。また、企業部門は、寒波に伴う活動不能にも苛まれている。

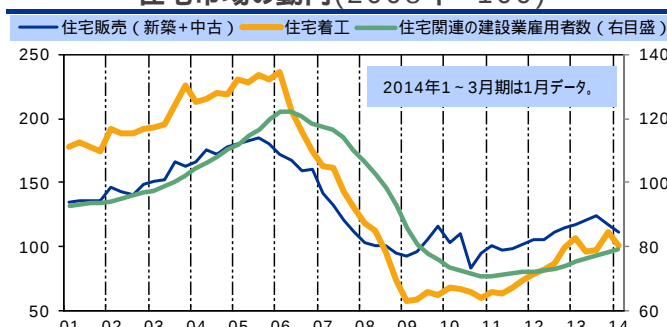
企業景況感を示すISM指数を見ると、製造業が10～12月期平均の56.7から1月に51.3へ低下、2月も53.2と低水準にとどまった。また、非製造業は10～12月期平均の54.1が、1月こそ54.0と持ちこたえたものの、2月は51.6へ低下している。内訳を見ると、ともに新規受注指数が目立って水準を下げており、内需低迷の影響を確認できる。また、製造業では生産の、非製造業では雇用の落

実質個人消費支出の推移(前期比年率、%)



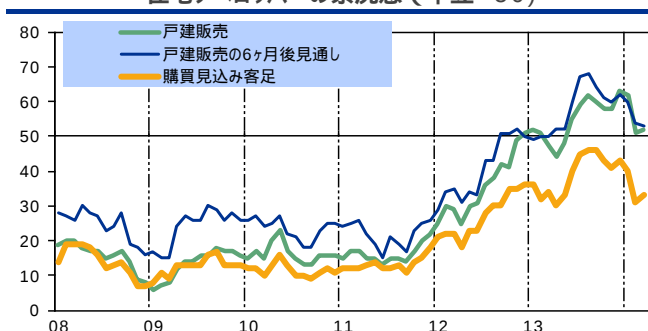
(出所) U.S. BEA

住宅市場の動向(2008年=100)



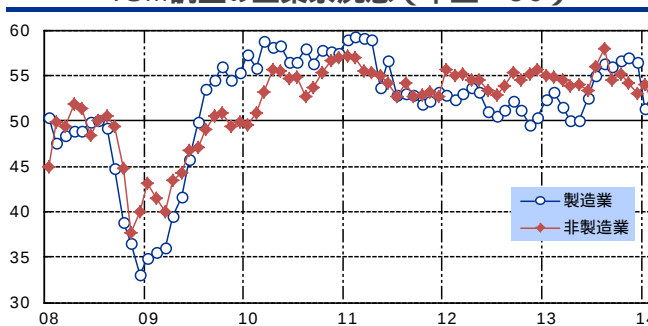
(出所) Department of Commerce, Department of Labor, NAR

住宅デベロッパーの景況感(中立=50)



(出所) NAHB

ISM調査の企業景況感(中立=50)



(出所) Institute for Supply Management

ち込みが目立ち、こちらは寒波に伴う活動不能のためと推測できる。

実体指標を見ても、自動車や金属、家電などの低迷が響き、1～2月平均の製造業生産は10～12月期の水準を下回り低調である。なお、電気やガスなどのエネルギー分野は寒波による需要増加で恩恵を受けている。電気・ガスの生産は10～12月期に前期比年率19.3%と急増したが、1～3月期も二桁増加を確保すると見込まれる。

(7) 対外収支は改善が一服

昨年10～12月期の経常赤字は年率3,245億ドル、名目GDP比1.9%まで縮小した。経常赤字のGDP比が2%を下回るのは、実に1997年以来である。経常赤字の縮小に最も貢献したのは、シェール革命を受けた石油関連貿易収支の改善である。シェール革命により国内原油生産が増加し、原油輸入が減少すると共に石油製品の輸出が増加し、貿易収支が改善している。また所得収支の増加も寄与している。

米エネルギー情報局⁴によれば、米国内の原油、天然ガス生産は今後も拡大が続く見通しである。ただ、足元1～3月期に関しては石油収支の改善が一服しており、財収支の赤字が拡大、経常赤字も縮小の動きが止まると見込まれる。

(8) 財政は改善継続

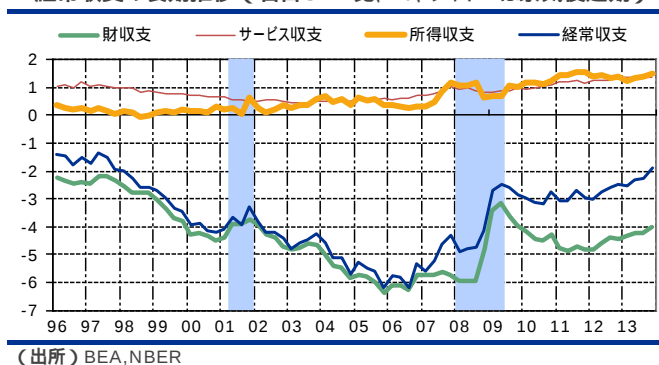
米国の財政収支は改善基調にある。2014会計年度(2013/10～2014/9)は年度初めの10月から2月まで、一貫して赤字幅が2013年度より縮小している。歳出は前年度対比で微減にとどまるが、景気回復を反映し歳入が伸びている。

2013年度は財政が大規模な増税と歳出削減に加え、先行きの不透明感もあり、大きな景気下押し要因となった。しかし、2014年度は大規模な増税は予定されておらず、また歳出削減規模も縮小する。加えて、早いタイミングでの合意により財政政策に関する不透明感も和らいでおり、財政問題による景気下押し度合いは軽微にとどまる見込みである。

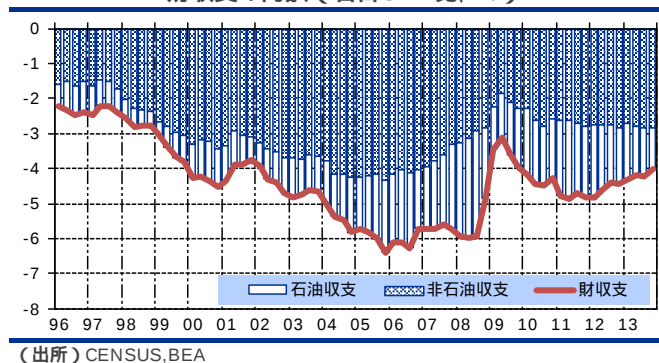
(9) 低インフレが続く

これまで見てきたように、寒波による悪影響を別とすれば、米国経済は底堅さを増しつつある。しかし、インフレ動向は未だ改善の動きが見られな

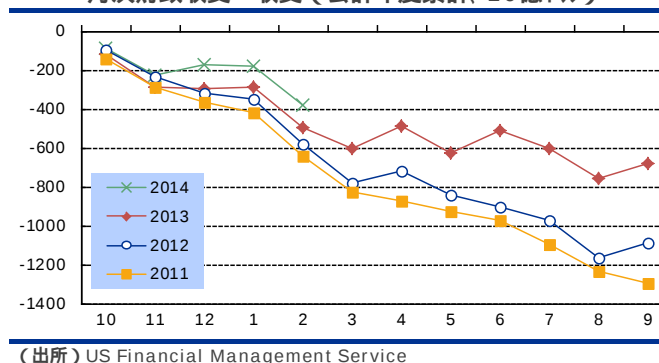
経常収支の長期推移（名目GDP比、%、シャドーは景気後退期）



財収支の内訳（名目GDP比、%）



月次財政収支～収支（会計年度累計、10億ドル）



⁴ シェール革命の現状については3月6日付 Economic Monitor「深化する米国のシェール革命」を参照。

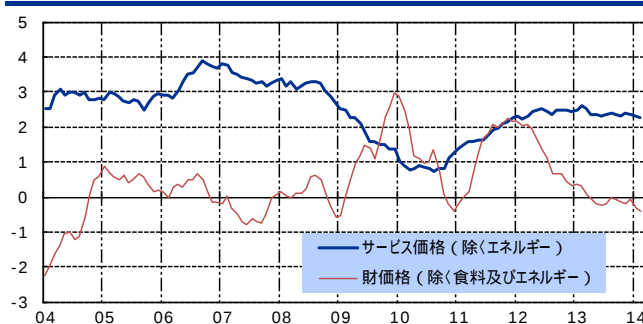
い。2月のCPI(消費者物価指数)は前年比1.1%(1月1.6%)へ伸びが鈍化した。寒波が響き、食料価格や、電気代・ガス代といったエネルギーサービス価格は上昇したものの、ガソリン価格が前年比▲8.1%(1月0.1%)と大幅に低下し、全体を押し下げた。

コアCPIは前年比1.6%(1月1.6%)と伸びが前月から横ばいだった。1年前の2.0%に比べれば伸びは鈍化しており、デシインフレに未だ歯止めがかかったとは言い難い。

コア品目の内訳を見ると、サービス価格の伸びが横ばいの一方、ドル高も寄与し、財価格は緩やかに低下している。コアサービス価格の安定を踏まえれば、デシインフレが加速するリスクは小さいものの、未だデシインフレから脱却する糸口はつかめていない。トレンドデータを見ても、インフレ率の上昇に向けた動きは見られない。

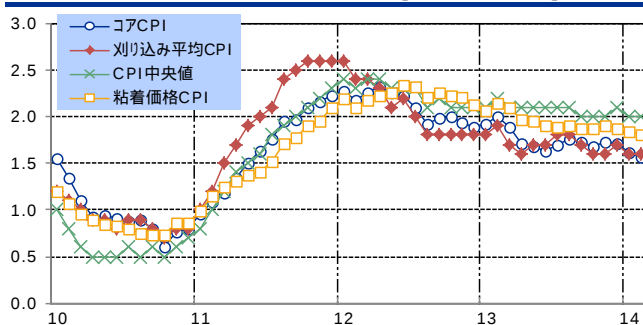
Fedは2015年にかけて、インフレ率がコアPCEデフレーター(2014年1月時点:前年比1.1%)で見て2%近くへ高まり、利上げが可能になると想定している。しかし、インフレ率の上昇がFedの思惑通りに進む兆しは、今のところ確認できない。

エネルギー以外のインフレ動向(前年比、%)



(出所) CEIC Data

CPIのトレンド指標推移(前年比、%)



(出所) US BLS

3. トピックス：家計を取り巻く不均衡な環境

家計を取り巻く環境は、徐々に改善しつつある。しかし、金融資産を中心にバランスシートの回復は進んでいるが、雇用所得環境の持ち直しが緩慢であるため、低所得者層に対する恩恵は小さい。そうした不均衡な回復の動きは、家計の債務構造にも変化をもたらしている。

バランスシートの回復が顕著

マクロ統計において、家計部門を取り巻く環境として回復が最も顕著なのは、バランスシート面である。資産価格の上昇により、家計が保有する資産の価値が大幅に増加している。

株高により金融資産は2013年10～12月期に前期比年率16.6%も拡大、1年前との比較では12.6%増加した。住宅価格の反転上昇により有形資産も10～12月期まで10四半期連続で増加している。こうした、資産価値の増加により、総資産の可処分所得比はボトムの642%から直近は748%まで上昇した。2007年につけたピークの792%には届かないが、歴史的に見ても総資産の可処分所得に対する比率は高い水準にあり、バランスシートの修復は相当程度進んだと判断できる。

こうした保有資産の拡大を受けて、金融負債を縮小する必要性が低下した。2007年をピークに急速に縮小してきた金融負債残高だが、2012年半ば以降は横ばいへ転じ、可処分所得対比で見て110%程度が続いている。

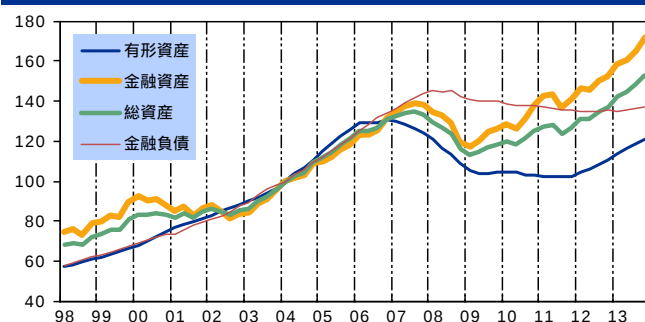
相対的に雇用所得環境の回復は鈍い

対して、雇用所得環境も持ち直しの方向へはあるものの、バランスシートほどの顕著な改善には至っていない。寒波の影響を除けば、雇用者数は増加基調を確たるものとしつつあるが、未だ金融危機前の水準を下回ったままである。また、賃金上昇率も高まる兆しこそ見せてはいるが、未だ持ち直しの動きは鈍く、コアCPIで実質化したベースで見るとゼロ%台半ばの伸びにとどまる。

所得不均衡が拡大

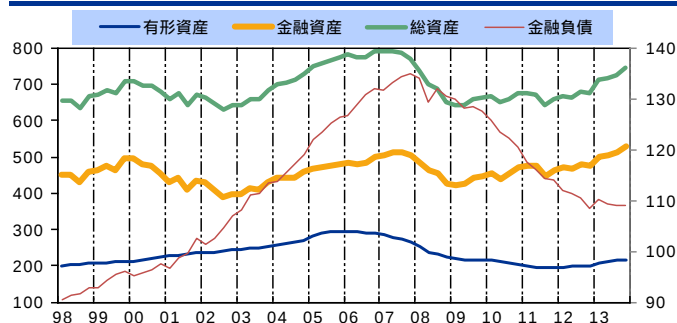
2012年までのデータだが、所得階層を5段階に分けた場合2009年までの4年間は、概ね均等の所

家計の資産/負債の推移 (2004Q1=100)



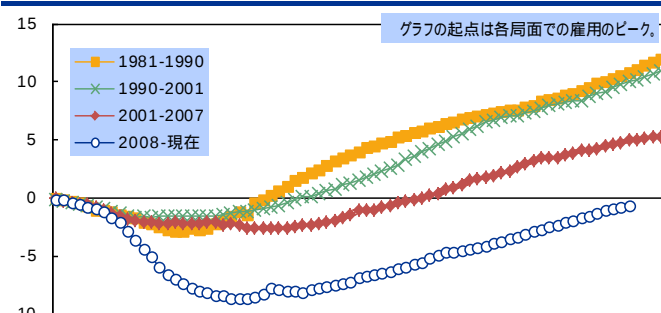
(出所) FRB

家計の資産/負債の可処分所得比 (%)



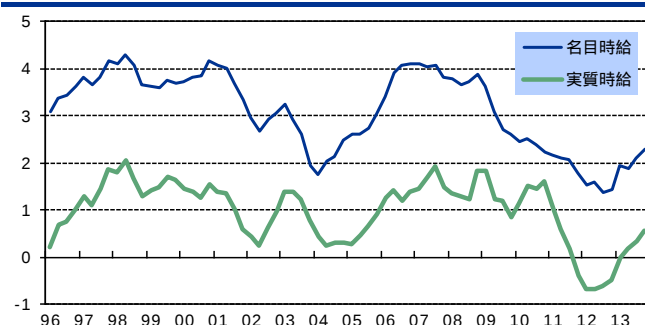
(出所) FRB

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

時給の変化 (前年比、%)



(出所) US.BLS

得増加が確認できたが、2012 年までの 4 年間に限しては、高所得者層で所得水準が上昇する一方で、低所得層については所得水準上昇が進んでいない。最低位の所得階層に至っては低下さえしている。

こうした所得面での格差拡大は様々な要因により引き起こされているが、その一因として、バランスシートとりわけ金融資産の増加と雇用所得環境の回復の鈍さの併存を指摘できる。二つの事象の併存が、もともと資産蓄積が進んでいる高所得者層と資産蓄積の乏しい低所得者層の所得格差を拡大する方向に作用していると考えられる。

クレジットカード債務は未だ下げ止まりと断言できず

既に述べたように、家計の債務残高はマクロ統計で見る限り調整が終了し、再拡大へ転じようとしている。そうした債務調整を主導したのは言うまでもなく、家計債務の 7 割を占める住宅ローンの圧縮である。4 年間にも及ぶ圧縮と住宅価格の反転を経て、住宅ローン残高は漸く底入れに至った。その一方で、未だ雇用所得環境の持ち直しが鈍く、家計の信用力（クレジットスコア）は十分に回復していない。故にクレジットカードローン残高は、未だ完全に下げ止まったとは言えない状況にある。

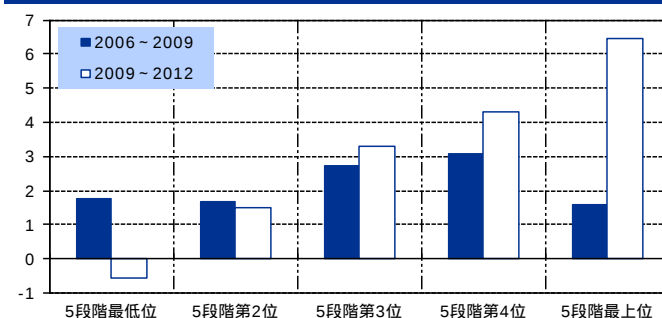
様々な歪みが集約された学生ローンの増加

雇用所得環境が悪化し、クレジットカードなどによる生活費ファイナンスの途も狭まってしまった家計が、生活の支えとして求めた手段の一つが、学生ローンである。金融危機後に就職環境が悪化する下で、より高い学歴を選択する若年層が増えたほか、信用リスクによる審査が行われない学生ローンを利用すべく、インターネット大学や夜間大学などへ入学する失業者も増えた模様である。その結果、他の多くの債務残高が縮小経路を辿る一方で、授業料や教材購入、家賃などの学生自らの生活費のみならず、家族の生活費を賄うために、学生ローンが積極的に借り入れられ、大幅に増加した。

また、延滞率は 2009～10 年頃をピークに、多くの負債種類で低下へ向かった。しかし、雇用所得環境の回復が遅れる下で、卒業後に低所得の職しか得られず、もしくは就職さえできないために、学生ローンの延滞率だけは 2012 年半ば以降に跳ね上がっている。

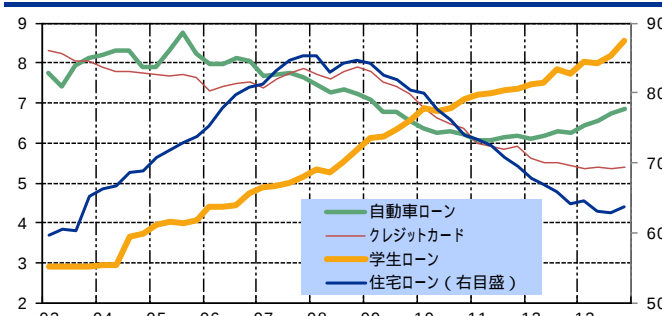
米国経済は全体として底堅さを増している。しかし、未だ景気回復があまねく行き渡っている訳ではない。特に、株式市場の持ち直しに代表される資産市場や金融市場の顕著な回復と、实体经济とりわ

5段階所得区分で見た所得中央値の変化（％）



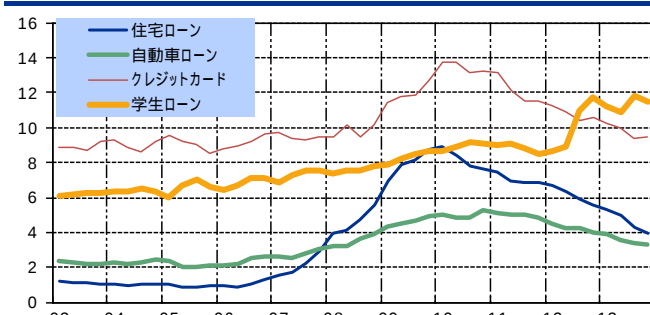
(出所)US.CENSUS

負債の種類別推移（可処分所得対比、％）



(出所)FRB NY, BEA

負債種類別の90日超延滞率（％）



(出所)FRB NY

け雇用所得環境の回復では、その度合いに大きな乖離が見られる。そうした雇用所得環境の回復の遅れに対して、本来はきめ細かな対処が可能な財政面での手当てが望ましい。しかし、財政再建の必要性に加え、党派対立も激化する下で、財政政策による柔軟な措置は望み難い。そのため、金融政策による対応が求められることになる。

金融政策の判断に際し、金融市場と実体経済のいずれに重きを置くべきか、中央銀行である Fed は難しい舵取りを迫られている。

【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	4.0				
実質GDP	1.1	2.5	4.1	2.4				
個人消費	2.3	1.8	2.0	2.6				
住宅投資	12.5	14.2	10.3	▲8.8				
設備投資	▲4.6	4.7	4.8	7.3				
政府支出	▲4.2	▲0.4	0.4	▲5.5				
輸出	▲1.3	8.0	3.9	9.4				
輸入	0.6	6.9	2.4	1.5				
経常収支(10億ドル)	▲105	▲97	▲96	▲81				
名目GDP比(%)	▲2.5	▲2.3	▲2.3	▲1.9				
	Q1-13	Q2-13	Q3-13	Q4-13	Nov-13	Dec-13	Jan-14	Feb-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	4.1	1.0	0.1	▲0.1	0.3	
消費者信頼感	62.8	75.1	81.0	74.0	72.0	77.5	79.4	78.1
小売売上高	5.5	2.2	4.8	2.9	0.3	▲0.3	▲0.6	0.3
除く自動車、ガソリン、建設資材等	4.9	1.4	4.1	4.5	▲0.0	▲0.0	▲0.6	0.3
鉱工業生産	4.1	1.2	2.5	5.5	0.8	▲0.0	▲0.2	0.6
住宅着工件数(年率換算、千件)	957	869	882	1008	1101	1024	909	907
中古住宅販売戸数	2.5	14.8	18.7	▲25.6	▲5.8	0.8	▲5.1	▲0.4
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	4.7	5.0	5.0	4.6	5.1	4.6	4.9	5.2
非国防資本財受注(除く航空機)	21.4	8.5	▲7.1	1.9	3.0	▲1.6	1.5	
民間非居住建設支出	▲31.4	11.5	16.3	6.9	0.6	1.2	▲0.2	
貿易収支(10億ドル)	▲122	▲117	▲122	▲114	▲35	▲39	▲39	
実質財収支(10億ドル、2009年基準)	▲143	▲143	▲146	▲141	▲45	▲49	▲49	
実質財輸出	2.1	10.2	1.7	7.9	0.3	▲3.6	0.8	
実質財輸入	▲1.9	6.6	4.0	1.7	▲0.9	▲0.1	0.1	
ISM製造業指数(四半期は平均)	52.3	50.8	55.7	56.7	57.0	56.5	51.3	53.2
ISM非製造業指数(四半期は平均)	54.7	53.7	56.1	54.1	54.1	53.0	54.0	51.6
失業率(%)	7.7	7.5	7.3	7.0	7.0	6.7	6.6	6.7
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	206	201	172	198	274	84	129	175
民間雇用者数(前月差、千人)	215	204	168	202	272	86	145	162
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	1.9	2.0	2.2
消費者物価(前年比、%)	1.7	1.4	1.6	1.2	1.2	1.5	1.6	1.1
コア消費者物価(前年比、%)	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
PCEデフレーター(前年比、%)	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	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	0.33	0.40	0.34	0.30	0.34	0.39	0.33
10年債利回り(%)	1.96	2.30	2.81	2.90	2.72	2.90	2.86	2.71
名目実効為替レート(1997/1=100)	100.7	101.7	101.9	102.0	101.8	102.0	103.0	103.2
ダウ工業株30種平均	14579	14910	15130	16577	16086	16577	15699	16322
S&P500株価指数	1569	1606	1682	1848	1806	1848	1783	1859

(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。