

# 米国経済情報

## 2014 年 5 月号

### Summary

#### 【内 容】

#### 1. トピックス：住宅投資の展望

- (1) 1～3 月期の住宅投資動向
- (2) 住宅投資を取り巻く環境
- (3) 2014 年の住宅投資の見通し
- (4) 中期的な住宅投資の展望

#### 2. 経済見通し

- (1) 1～3 月期は予想以上に減速
- (2) 2次推計ではマイナス成長に
- (3) 経済見通しは 2014 年、2015 年とも 2.5%

#### 3. 経済動向分析

- (1) 雇用情勢の質的改善は遠い
- (2) ペントアップ・デマンドが顕在化
- (3) 製造業セクターも上向き
- (4) 1～3 月期は石油製品の輸出が低迷
- (5) インフレ上昇の兆しは本物か

#### 4. 金融政策

- (1) 4 月 FOMC は資産買入の縮小を継続
- (2) 出口戦略の道筋

#### 巻末：主要経済指標

伊藤忠経済研究所

所長  
三輪裕範  
(03-3497-3675)  
miwa-y  
@itochu.co.jp  
主任研究員  
丸山義正  
(03-3497-6284)  
maruyama-yo  
@itochu.co.jp

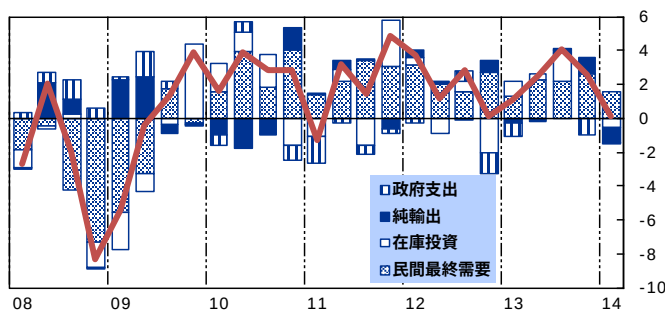
2014 年 1～3 月期の米国経済は前期比年率 0.1%とほぼゼロ成長に陥った。2 次推計値ではマイナス圏へ下方修正される可能性もある。1～3 月期の低成長の主因は、異例の寒波が引き起こした耐久財購入など財消費の低迷や生産不能である。ただ、2013 年後半の高成長を演出した在庫投資や輸出の増加の反動減も影響しており、昨年後半の米国経済が実力以上の成長を示していた点も顕わとした。

4～6 月期には、寒波で抑圧されていた財消費などについてペントアップ・デマンドの顕在化が確実である。寒波で膨らんでいたエネルギー消費などは逆に減少へ転じるものの、ペントアップ・デマンドの勢いが勝り、1～3 月期の低成長から一転、4～6 月期は年率 4%近い高成長が予想される。

2014 年後半以降も、雇用情勢の改善基調に支えられ、個人消費を中心に家計部門が拡大し、米国経済は成長軌道を維持する見込みである。2013 年の成長を下押しした財政からの下押し圧力が和らぐ点も成長に対してプラスに働く。しかし、海外経済に高成長を期待できない下で輸出の拡大は精彩を欠き、また企業の設備投資意欲の高まりも限定的である。そのため、潜在成長率と考えられる 2%台半ばを大きく上回る高成長までは期待できない。成長率予想は、従来から変わらず、2014 年、2015 年ともに 2.5%である。

2015 年には失業率が 6%を割り込むなど労働需給はタイト化し、徐々にではあるが賃金上昇率も高まり、インフレ率も上昇へ向かうと考えられる。それでも、インフレ率の上昇は極めて緩慢なため、中央銀行である Fed は金融引き締めを急がない。Fed は、2014 年終盤に現在行っている資産買入を終了した後、2015 年前半に償還元本相当額の再投資を停止し、バランスシートの圧縮をスタートする。その後、2015 年後半に至って、漸く初回利上げへ踏み切ると想定して

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

いる。なお、バランスシート規模が正常化するのには 2020 年頃と見込まれる。

住宅投資は昨年 10～12 月期と今年 1～3 月期に 2 四半期連続で減少し、先行きに対する懸念が高まった。米国では人口増加が継続し、また住宅ストックの過剰感も和らいでいるため、住宅投資は中期的に拡大を続けると予想され、過度の懸念は不要である。しかし、当面は、厳格な住宅ローン融資基準が障害となるほか、昨年の金利上昇による悪影響も残るため、住宅投資の回復ペースは緩やかなものと見込まれる。

## 米国経済の推移と予測（暦年）

| 前年比,%,%Pt    | 2011<br>実績 | 2012<br>実績 | 2013<br>実績 | 2014<br>予想 | 2015<br>予想 |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質 GDP       | 1.8        | 2.8        | 1.9        | 2.5        | 2.5        |
| (Q4/Q4)      | 2.0        | 2.0        | 2.6        | 2.4        | 2.3        |
| 個人消費         | 2.5        | 2.2        | 2.0        | 2.7        | 2.3        |
| 住宅投資         | 0.5        | 12.9       | 12.2       | 2.8        | 5.5        |
| 設備投資         | 7.6        | 7.3        | 2.7        | 4.0        | 5.6        |
| 在庫投資(寄与度)    | (▲0.2)     | (0.2)      | (0.2)      | (0.1)      | (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)      | (0.1)      | (0.1)      |
| 輸出           | 7.1        | 3.5        | 2.7        | 3.2        | 4.5        |
| 輸入           | 4.9        | 2.2        | 1.4        | 1.9        | 3.1        |
| 名目 GDP       | 3.8        | 4.6        | 3.4        | 4.1        | 4.5        |
| 失業率          | 8.9        | 8.1        | 7.4        | 6.4        | 5.9        |
| (Q4)         | 8.7        | 7.8        | 7.0        | 6.2        | 5.7        |
| 雇用者数(月変化、千人) | 174        | 186        | 194        | 218        | 226        |
| 経常収支(10億ドル)  | ▲458       | ▲440       | ▲379       | ▲353       | ▲341       |
| (名目GDP比,%)   | ▲2.9       | ▲2.7       | ▲2.3       | ▲2.0       | ▲1.9       |
| 貯蓄率(%)       | 5.7        | 5.6        | 4.5        | 3.9        | 3.5        |
| PCEデフレーター    | 2.4        | 1.8        | 1.1        | 1.4        | 1.7        |
| コアPCEデフレーター  | 1.4        | 1.8        | 1.2        | 1.3        | 1.7        |
| (Q4/Q4)      | 1.8        | 1.7        | 1.2        | 1.5        | 1.8        |
| 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        | 1.6        | 1.7        |

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

## 1. トピックス：住宅投資の展望<sup>1</sup>

### (1) 1～3 月期の住宅投資動向

2013 年 7～9 月期まで 5 四半期連続の二桁増加を確保してきた住宅投資が 10～12 月期に前期比年率▲7.9%、2014 年 1～3 月期も▲5.8%と 2 四半期連続で大幅に減少した。

住宅投資の内訳を見ると、大きく落ち込んでいるのは、中古住宅販売と連動するブローカー売買手数料等（住宅投資のシェア 22%）であり、10～12 月期に前期比年率▲28.4%、1～3 月期も▲32.7%と 2 四半期連続で減少している。中古住宅販売の減少に、寒波が無関係とはしないが、寒波の影響が小さいと考えられる地域でも落ち込んでおり、主たる要因とは判断されない。

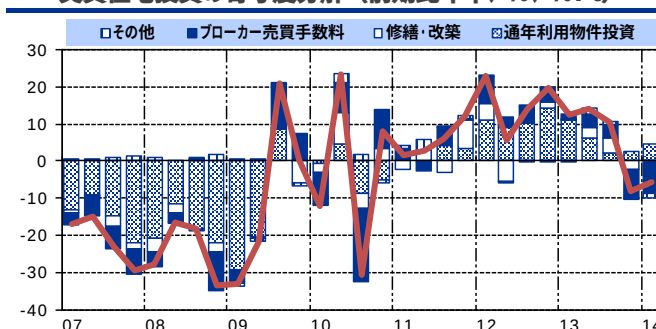
売買手数料とは対照的に、住宅投資の 4 割を占める新規住宅建設投資（通年利用物件投資）は堅調に推移した。初期ピックアップ局面であった 2012 年の勢いこそないものの、概ね増勢を維持し、10～12 月期前期比年率 6.6%、1～3 月期 11.0%と直近は二桁の伸びへ復帰している。こうした住宅建設の増勢は、住宅建設と相関性の高い住宅関連の建設業雇用者数が 4 月に増勢を強めた点とも整合する。

### (2) 住宅投資を取り巻く環境

次に住宅投資を取り巻く環境を確認すると、まず住宅価格は前年比で見るとピークアウトし、上昇ペースの加速が一巡したが、上昇基調そのものに翳りは見られない。代表的な住宅価格指数の一つである S&P/ケース・シラー指数で見ると、最新 2014 年 2 月データは、ボトムの 2012 年 1 月から既に 23%も上昇している<sup>2</sup>。

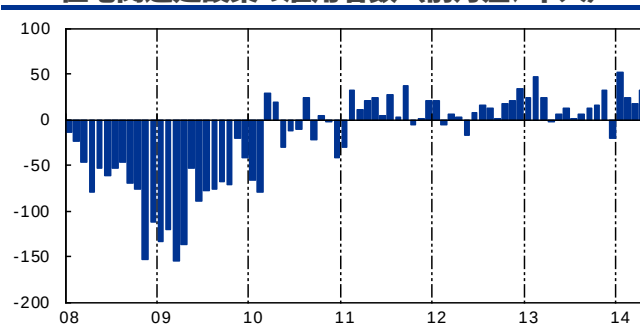
雇用環境は明確に改善しており、非農業部門雇用者数は 4 月まで 3 ヶ月連続で 20 万人を超える大幅増加を記録した。しかし、賃金の上昇ペースは未だ極めて鈍く、年率 2%程度に過ぎない。単純に比較すべきものではないが、上述したように 2012 年 1 月から 2014 年 2 月に住宅価格が 2 割超も上昇した一方で、同時期に賃金は 4%強（2%

実質住宅投資の寄与度分解（前期比年率、%、%Pt）



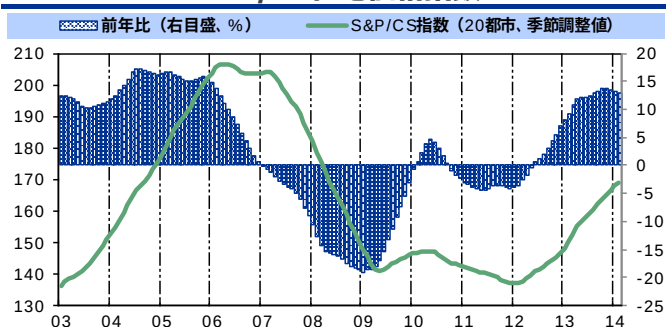
(出所) U.S. BEA

住宅関連建設業の雇用者数（前月差、千人）



(出所) Department of Labor

S&P/CS住宅価格指数



(出所) S&P

<sup>1</sup> 本稿は 5 月 8 日付 Economic Monitor「米国の住宅投資を取り巻く環境と今後の展望」の要約である。

<sup>2</sup> ちなみに、他の代表的な住宅価格指数である FHFA 指数はボトムの 2011 年 5 月から 16.3%上昇、2012 年 1 月からは 15.0%の上昇である。

×約2年)しか上昇していない。

住宅価格上昇の影響を把握するために、家計の住宅購入能力を示す住宅取得能力指数<sup>3</sup>に関してシミュレーションを行った。仮に住宅価格が1年前と変わらない水準の場合、つまり1年間上昇しなかったケースでは、2014年2月の住宅取得能力指数は実績よりも9%程度高い水準になる。

2013年後半はFedによる資産買入縮小時期を巡る

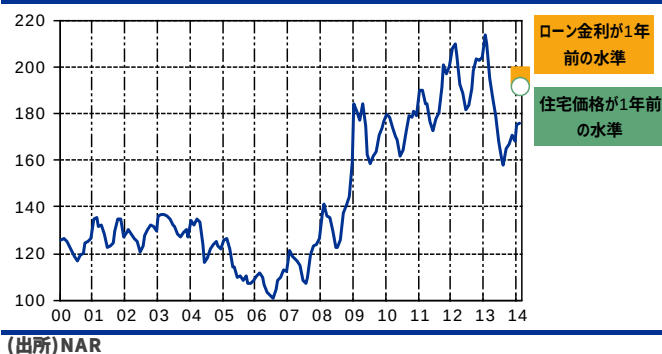
思惑から長期金利が急上昇した。そうした長期金利上昇を受けた住宅ローン金利の上昇も、言うまでもなく金利支払負担の拡大を通じて、住宅取得能力を下押しする効果を有する。住宅価格に関するシミュレーションと同様に、モーゲージ金利が1年前と変わらない水準の場合、住宅取得能力指数は11.6%程度高い水準になる。過去1年の住宅価格の上昇と住宅ローン金利の上昇は、概ね同程度の押し下げインパクトを、住宅取得能力指数に及ぼしたと評価できる。

なお、当社の分析では、住宅ローン金利の上昇が住宅販売に及ぼす影響は、駆け込み需要を通じて直後に押し上げに寄与した後、その後5四半期程度<sup>4</sup>に渡って押し下げ方向に働き、金利の1%Pt上昇は住宅販売を合計で4~6%程度押し下げる。従って、2013年後半以降の金利上昇による下押しは、追加的なインパクトは小さくなりつつあるものの、2014年を通じて継続すると考えられる。

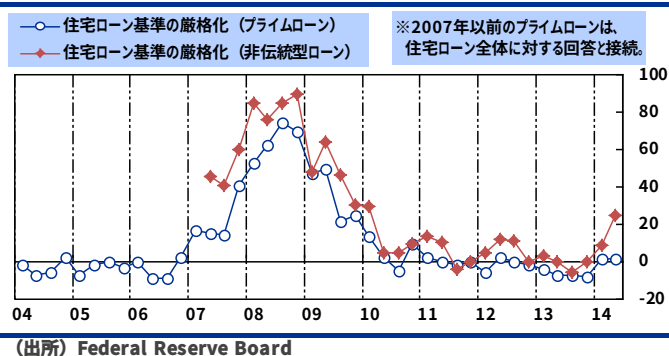
ピークの2013年初めに比べ大きく低下したとは言え、それでも足元の住宅取得能力指数は、住宅バブルが生じる以前の2000年代初めの水準を大きく上回る極めて高い水準にある。つまり、同指数から判断する限り、住宅購入のための環境は良好である。しかし、指数に反映されない金融機関の住宅ローン融資基準が当時と現在では大きく異なっており、住宅購入者を取り巻く実際の金融環境は良好とは言えない。とりわけ住宅価格の上昇が保有資産価値の上昇を通じた取得能力の拡大に繋がらない、初めての住宅購入者(FTHB: First time home buyer)が直面する環境は厳しい。

FRBのデータによると金融機関の融資基準は、2010年以降に企業向け貸出(C&I貸出)や消費者向けのクレジットカード貸出において緩和され、遅れて2012年には商業用不動産向け貸出でも緩和へ転じた<sup>5</sup>。しかし、住宅ローンの融資基準が緩和へ転じたのは、更に遅れて2013年以降であり、

住宅取得能力指数



住宅ローン基準の厳格化(引締-緩和)



<sup>3</sup> 住宅取得能力指数とは、モデルケースにおいて「住宅借入をするのに必要な最低収入額」で「実際の家計所得(中央値)」を割ったものである(家計所得/最低収入ライン)。モデルケースは30年固定金利、頭金20%、最低収入ラインは住宅ローン元利払金の4倍である。

<sup>4</sup> 金利上昇が住宅販売に及ぼす影響の分析の詳細については、2013年7月4日付 Economic Monitor「米住宅市場におけるモーゲージ金利上昇の影響」を参照。

<sup>5</sup> 厳格化DIの累積指数は調査開始よりDIを累積した指数を試算した上で、最厳格化時点つまり累積指数のピークを100として改めて指数化している。なお、商業用不動産ローンについては2013年10月調査から細分化され、連続データがない。そのため細分化された3つの指数(建設及び土地開発、非住宅建設、集合住宅)の平均を用いた。



しかも足元では再び厳格化へ向けた兆し<sup>6</sup>さえ見られる。こうした厳格な融資基準を反映し、2013年の住宅ローン借入者のクレジット・スコア（FICO Score<sup>7</sup>）は住宅バブル以前のみならず、崩壊直後と比べても、高い水準にある。なお、住宅ローン借入者のクレジット・スコアは、融資基準が緩和される場合であっても景気回復などにより家計の財務内容が改善すれば、高まりうる。2013年のクレジット・スコア上昇にも、そうした景気回復を反映した部分は含まれるが、現在よりも好況だった2000年代半ばと比べても、クレジット・スコアの水準は明確に高いため、厳格な融資基準が及ぼす影響の方が大きいと判断される。

なお、こうした商業用不動産ローンと住宅ローンに対する金融機関の融資態度の相違が、①集合住宅の供給を促すと同時に、②家計の持ち家志向の低下にも繋がっていると考えられる。

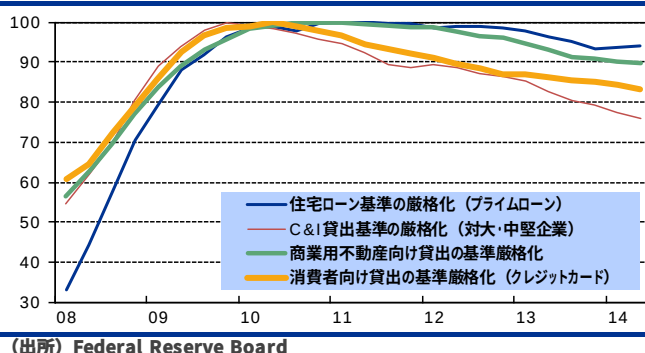
### (3)2014年の住宅投資見通し

以上の現状認識及び環境分析を踏まえつつ、今後の住宅投資の展望を考えたい。まず、昨年10～12月期以降の中古住宅販売の減少について、主たる要因は既に述べた①金利上昇による販売押し下げと②内外投資家による割安な処分物件（Distressed Properties）購入の一巡と考えられる。

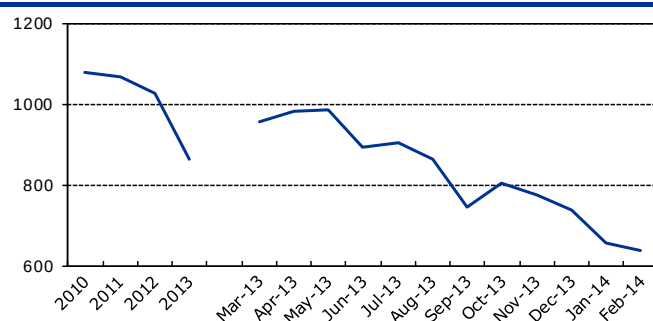
潤沢な資金を有する投資家が、主として現金購入により割安な優良物件の取得を進めたため、中古住宅販売の水準は昨年の年央に大きく押し上げられた。しかし、そうした優良物件が希少となり、加えてFedの資産買入縮小（Tapering）による金融環境の変化も影響し、内外投資家による購入は縮小してしまった。実際、住宅市場における処分物件売却（Distressed Sales）は減少傾向が鮮明になっている。法的手続き等に伴い金融機関らが抱えている物件はなお高い水準にあるものの、その多くはすぐに投資家の食指が動く物件ではないと推測される。また、延滞率や差し押さえ率は低下傾向にあり、新しく処分物件売却の対象になる住宅は減少傾向にある。

一方、金利上昇による悪影響が残り、かつ金融機関の住宅ローンに対する姿勢が厳しい下で、一般の住宅購入者つまり家計による住宅購入に、投資

貸出基準厳格化DIの累積指数（最厳格化=100）



Distressed Salesの推移（年率、千戸）



米住宅ローンの延滞率と差し押さえ率（%）



<sup>6</sup> こうした融資基準の厳格化には、ドッド・フランク法の一部として2014年1月に発効した“Ability-to-Repay”が影響している可能性がある。同ルールでは、適格ローン以外について、貸手に対し、借手の返済能力の証明を求めている。

<sup>7</sup> 米国の信用情報機関が提供するクレジット・スコアであり、広く利用されている。300～850で推移し、高いほど信用力が高く、平均は700弱程度とされる。

家による購入の縮小を補うだけの力はなく、結果的に 2013 年 10～12 月期及び 2014 年 1～3 月期に中古住宅販売全体は減少した。

ただ、中古住宅販売の動向を月次で見ると概ね下げ止まりつつあり、投資家による購入縮小の影響が出尽くし、家計による住宅購入という岩盤に達した可能性が高い。実際、家計による購入が主体と考えられる新築住宅販売はボラティルではあるものの、2013 年央以降の減少傾向が鮮明な中古住宅販売に比べれば、底堅い推移を見せている。

住宅価格の上昇が続く一方で、住宅ローンに関する融資基準の大幅な緩和が現時点では見込めないため、金融環境からは住宅販売に対し引き続き逆風が吹いている。また、既に述べたように、昨年半ば以降の金利上昇の悪影響も 2014 年内は残存する。そのため大幅な増加は見込めないものの、雇用環境の改善等を追い風として、住宅販売（中古と新築の合計）は 4～6 月期以降に緩やかな増勢へ復すると考えられる。但し、2014 年合計で見ると、投資家による購入縮小に伴う中古住宅販売の低迷が響き、住宅販売全体の水準が前年を下回る可能性も否定はできないだろう（新築住宅販売は前年対比で増加を予想する）。

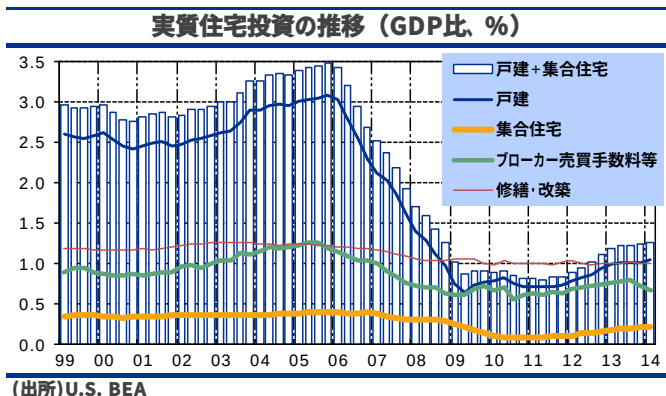
こうした新築住宅を中心とした販売増加の下では、新設住宅建設も緩やかな増勢を維持すると見込まれる。2013 年に住宅着工戸数は前年比 19%増加し 93 万戸程度に達した。増勢こそ鈍化するものの、2014 年も住宅着工戸数は拡大を続け 100 万戸の万台を回復すると予想される。こうした住宅着工の緩やかな拡大に沿うかたちで、住宅投資も 4～6 月期から増勢へ復帰するだろう。

## (4) 中期的な住宅投資の展望

以上は短期的な展望だが、中期的に考えても、住宅投資の回復は当面継続する可能性が高い。

改めて言うまでもなく、住宅投資は住宅バブルの崩壊に伴い、大きく落ち込んだ。GDP に対する住宅投資の比率は、住宅バブル前 2000 年頃に 5%程度だったのが、住宅バブルのピークに 6.2%程度へ上昇、バブル崩壊を受けて 2.5%まで急低下した。その後、米国経済の回復に伴って緩やかに上昇したが、なお 3%程度までしか回復していない。

住宅投資の内訳を見ると、住宅販売と共に動くブローカー売買手数料等の対 GDP 比率は、2013 年 7～9 月期に 0.8%へ上昇、その後若干低下したが 2014 年 1～3 月期も 0.7%近傍にある。ブローカー売買手数料等の対 GDP 比率は住宅バブルのピークに 1.3%近くへ上昇したが、バブル前は 0.8～0.9%程度で推移しており、実は、ブローカー売買手数料等は既に住宅バブル前の水準に近いところまで回復していると言える。裏を返せば、バブルの再発を別とすれば、大幅な上昇余地はない。また、修繕・改築はあまり大きな変動がなく、住宅バブル前が 1.2%弱、住宅バブル時が 1.3%弱、現在は 1%程度である。上昇余地は残っているが、それほど大きな変化が生じる性格のものではない。対して、新規住宅建設は住宅バブル前の GDP 比 2.9%前後が、住宅バブル時に 3.5%程度まで上昇した後、一時 1%割れまで急低下し、現在も 1.3%割れと極めて



低い水準が続いている。

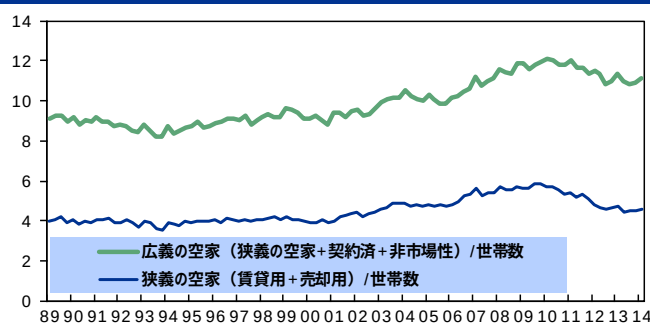
新規住宅建設の対 GDP 比が、住宅バブル崩壊前の水準に向けて再び高まるのか否かという観点については、①住宅ストックの過剰感と②住宅需要を規定する人口動態を考える必要がある。

まず、住宅ストックを考えるために、空家の世帯数に対する比率を見ると、賃貸用や売却用に供されている「狭義の空家」に関しては、既に住宅バブル前の水準に近いところまで低下しており、過剰感は既に消え、需給がタイトになりつつある。但し、差し押さえなどの法的手続きに伴い、現在は住宅市場に供されていない非市場性の物件、いわゆる「隠れ在庫」を加えた「広義の空家」で見ると、家計数に対する比率は低下しているものの、なお住宅バブル前に比べれば高い水準となっている。既に見たように住宅価格が上昇基調にある点を勘案すれば、隠れ在庫の存在は、現時点で住宅市場の需給に大きな影響を及ぼしていない。もちろん、長期的に考えれば、非市場性物件が住宅市場に放出される可能性はある。ただ、非市場化の状況が長期に及んだために住宅価値は低下し、再び市場へ投入するには相当の追加コストを要すると推測され、少なくとも「隠れ在庫」が短期間に集中して住宅市場へ投入される可能性は低い。「隠れ在庫」の存在は、住宅供給に対して多少の抑制材料として機能する程度と判断できる。

次に、米国では 2000 年代前半の 1%程度からは鈍化したものの、現在及び将来において 0.8%程度の人口増加が見込まれており、人口増加に伴う住宅需要の拡大が期待できる。

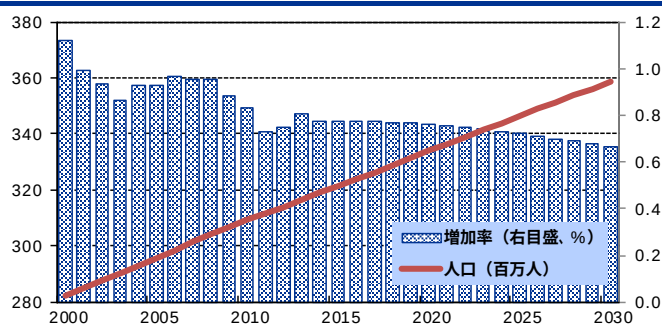
こうした①住宅ストックにおける過剰感の低下と②人口増加の継続を勘案すると、新規住宅建設の対 GDP 比は、徐々に住宅バブル前の水準へ向け、上昇していく可能性が高い。人口増加率が以前に比べ低下している点を勘案しても、住宅バブル前の 2.9%前後を多少下回るところまでの上昇は十分に期待でき、現在の 1.3%割れとの比較では大幅な上昇余地が存在する。既に見たように、住宅ローンに関する融資基準の問題や隠れ在庫の存在が悪影響を及ぼすため、住宅投資の回復が急速に進むわけではないが、それでも、失業率が FOMC の考える完全雇用に相当する 5%台半ばへ接近するにつれ、つまり、米国経済が正常化へ向かうにつれ、新規住宅建設の回復、ひいては住宅投資全体の回復も加速していくと考えられる。

世帯数に対する空家の比率 (%)



(出所) CEIC

総人口の推移と見通し



(出所) US Census Bureau



## 2. 経済見通し

### (1) 1～3 月期は予想以上に減速

2014 年 1～3 月期の米国経済の成長率は前期比年率 0.1%とほぼゼロにとどまり、昨年 10～12 月期の 2.6%から急低下した。寒波による下押しを受けた減速こそ予想されていたものの、市場予想では前期比年率 1.2%、当社も 0.7%を見込んでおり、0.1%への減速は**ネガティブ・サプライズ**である。

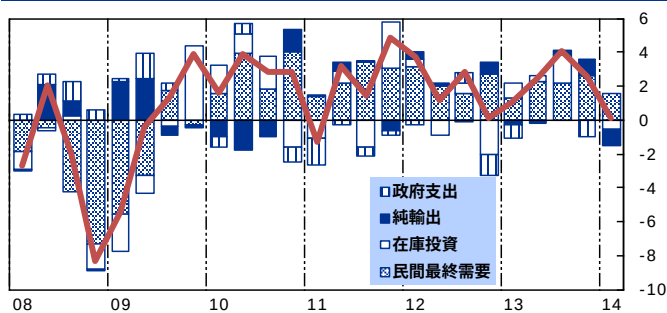
内訳を見ると、寒波を受けた購買不能に伴う財消費の落ち込みをサービス消費の急増が補い、個人消費こそ前期比年率 3.0%(10～12 月期 3.3%)と 2 四半期連続で 3%を超える高い伸びを示したものの、他の民需項目は設備投資、住宅投資ともに減少した。また、10～12 月期に急増した反動に加え寒波に伴う生産不能も響き、輸出が減少、純輸出は成長率を押し下げた。在庫積み上がりに伴う在庫調整により、在庫投資も成長の抑制要因になっている。すなわち、**1～3 月期の米国経済は、個人消費を除き、総じて低迷する厳しい内容**だったと言える。

1～3 月期の個人消費は、寒波を受けて前期比年率 2%程度への大幅減速が見込まれていたが、**実際は前期比年率 3.0% (10～12 月期 3.3%) と予想外に高い伸び**を示した。寒波の影響による購買不能や購買意欲の低下を映じ、自動車や家具などを中心に耐久財消費が 0.8%と低い伸びにとどまったほか、非耐久財も衣料品が低調で 0.2%と低迷した。しかし、**サービス消費が 4.4%と実に 1999 年以來の高い伸び**を示し、財消費の低迷を補った。**寒波に伴い外出ができず、娯楽サービス (▲3.9%) や外食サービス (▲2.4%) は減少したものの、寒波に伴うエネルギー需要増加を受けて電力やガスを含む住宅ユーティリティ・サービスが 6.0%と増加したほか、オバマケアの影響もあって医療サービスも 9.9%と高い伸び**を示した。

住宅投資は 1～3 月期に前期比年率▲5.7% (10～12 月期▲7.9%) と 2 四半期連続で減少した。住宅建設は底堅く推移したものの、**住宅販売の落ち込み**に伴い販売手数料が減少、住宅投資を押し下げた。寒波も販売低迷の一因だが、それだけではなく**住宅ローン利用環境の改善の遅れ**なども影響している。

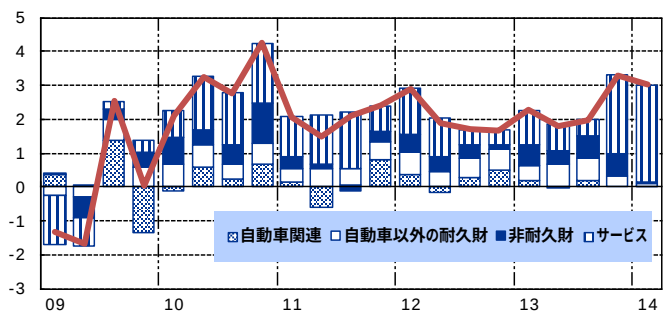
1～3 月期の設備投資は前期比年率▲2.1% (10～12 月期 5.7%) と 4 四半期ぶりに減少した。構築物投資が 0.2% (10～12 月期▲1.8%) と小幅持ち直す一方、機器投資が▲5.5%(10～12 月期 10.9%)

実質GDP成長率の四半期推移 (前期比年率%, %Pt)



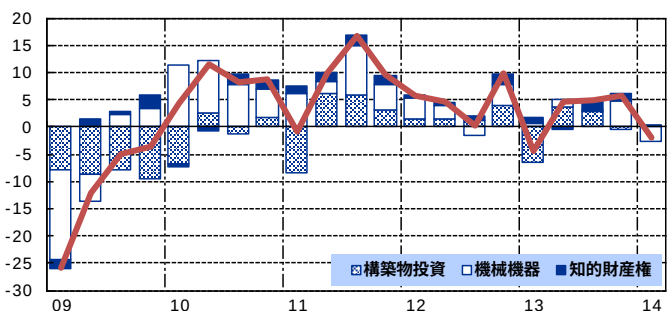
(出所) U.S. Department of Commerce

個人消費の推移 (前期比年率, %)



(出所) U.S. Department of Commerce

設備投資の推移 (前期比年率, %)



(出所) U.S. Department of Commerce



と減少し、全体を押し下げている。なお、機器投資が10～12月期に高い伸びを示し、1～3月期に減少した一因として、昨年末での設備投資減税終了が指摘される。但し、減税終了に伴う駆け込みとその反動は限定的であり、4～6月期には収束する見込みである。

在庫投資の寄与度は、昨年7～9月期に前期比年率1.67%Ptと大幅なプラス、10～12月期は▲0.02%Ptとほぼ横ばいになった後、1～3月期に▲0.57%Ptと明確なマイナスへ転じた。在庫残高の対GDP比率（GDPは在庫投資を除くベース、以下では在庫率と表記）を見ると、7～9月期から明らかに上振れしている。こうした在庫過剰感を反映し、1～3月期に在庫投資は縮小したと考えられる。

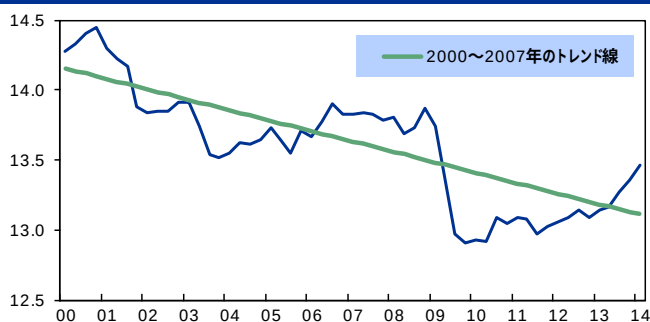
1～3月期の政府支出は前期比年率▲0.5%（10～12月期▲5.2%）と2四半期連続で減少したものの、減少率は大きく縮小した。地方政府支出が▲1.3%（10～12月期0.0%）と1年ぶりに減少した一方、連邦政府支出が0.7%（10～12月期▲12.8%）と僅かながらも6四半期ぶりに増加している。10～12月期に▲14.5%と急減した国防支出が1～3月期は▲2.4%へ減少幅を縮小、また非国防支出は6.0%（10～12月期▲10.0%）と5四半期ぶりに増加した。なお、地方政府の1～3月期支出減少には、寒波に伴い公共投資が進捗しなかった影響なども含まれると推測される。

輸出から輸入を控除した純輸出は1～3月期に実質GDP成長率を前期比年率0.83%Pt押し下げた（10～12月期は0.99%Ptの押し上げ）。1～3月期は輸出入ともに減少したが、輸出の減少率が▲7.6%（10～12月期9.5%）と、輸入の▲1.4%（10～12月期1.5%）を大きく上回り、純輸出の赤字が拡大している（成長率を押し下げている）。輸出の大幅減少については、①穀物の豊作を受けて昨年後半に食料輸出が急増した反動と②寒波に伴う生産不能が影響したと考えられる。内訳を見ると食料以外では生産財の落ち込みが目立つ。一方、輸入の減少は、内需減速に対応した動きと考えられる。

## (2)2次推計ではマイナス成長に

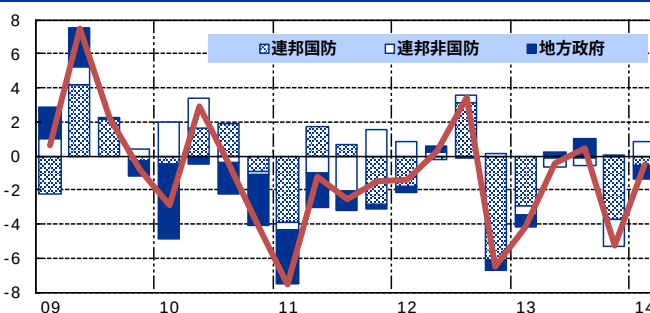
1次推計値で前期比年率0.1%だった1～3月期の成長率は2次推計値でマイナス圏へ下方修正される可能性が高い。1次推計値で発表元のBEAが仮置きしていた計数から、実績が大幅に下振れするなどしているためである。

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率（%）



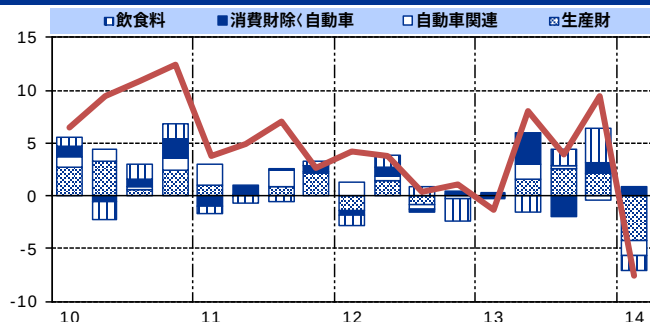
(出所) Department of Commerce

政府支出の推移（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

まず、固定資本形成は、建設支出のデータ反映により、住宅投資が前期比年率▲5.8%から▲4.0%へ上方修正されるものの、設備投資が▲2.0%から▲3.7%へ下方修正され、全体として下方修正が見込まれる。外需は3月貿易統計の反映により、輸出入ともに上方修正されるが、輸入の修正幅が大きいため、成長率に対する純輸出の寄与度は前期比年率▲0.8%Ptから▲0.9%Ptへ下方修正される模様である。なお、個人消費は、経済動向分析で後述するように財消費に影響する小売売上高が1～3月期について上方修正されたが、サービス消費の修正なども勘案し、1次推計値から変わらずと想定している。

以上を踏まえ、当社では1～3月期の実質GDP成長率が1次推計値の前期比年率0.1%から2次推計値で▲0.2%へ下方修正されると予想する。なお、次項で述べる経済見通しは2次推計値予想を勘案している。

## 1～3月期GDP二次推計値予想

| 前期比年率,%,%Pt | 一次実績   | 二次予想   |
|-------------|--------|--------|
| 実質GDP       | 0.1    | ▲0.2   |
| 個人消費        | 3.0    | 3.0    |
| 住宅投資        | ▲5.8   | ▲4.0   |
| 設備投資        | ▲2.0   | ▲3.7   |
| 在庫投資(寄与度)   | (▲0.6) | (▲0.6) |
| 政府支出        | ▲0.5   | ▲0.5   |
| 純輸出(寄与度)    | (▲0.8) | (▲0.9) |
| 輸出          | ▲7.6   | ▲6.4   |
| 輸入          | ▲1.4   | 0.4    |
| 名目GDP       | 1.4    | 1.1    |

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

### (3)経済見通しは2014年、2015年とも2.5%

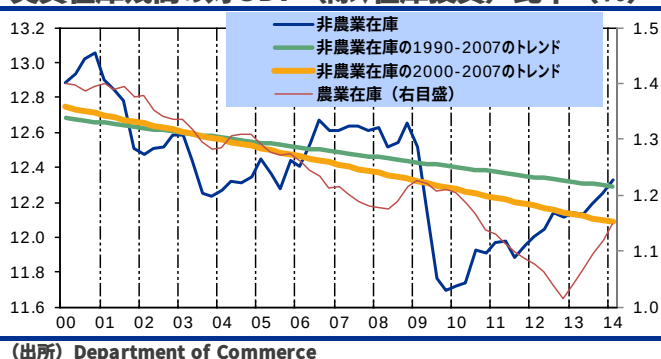
1～3月期の米国経済はマイナス成長への転落さえ想定される厳しい状況に陥ったが、先行きを悲観する必要は全くない。まず短期的には、1～3月期の成長下押しに寄与した寒波の悪影響が消え、4～6月期はペントアップ・ディマンドの顕現化が期待される。寒波に伴う購買不能が解消し、財消費の回復が見込まれるほか、住宅投資もマイナス圏からは脱すると考えられる。また、中期的には、雇用情勢が底堅さを増しており、雇用環境の改善に伴い、最大の需要項目である個人消費の増勢が確保されると見込まれるためである。

4～6月期については、寒波により抑圧されていたペントアップ・ディマンドの顕在化により、自動車や家具、衣料品などを中心に財消費の大幅拡大が見込まれるほか、外食も増加が期待される。もちろん、寒波で急増していた電力やガス消費が平年水準まで戻るため住宅ユーティリティ・サービスは減少し、オバマケア導入による利用者母集団の増加で高い伸びを示した医療サービスも伸びが鈍化するもののペントアップ・ディマンドの勢いが勝る。後述するように、既に3～4月の小売売上高により財消費の急増は確認されており、個人消費は4～6月期も3%近い伸びを確保すると予想される。

先行指標などに基づくと、4～6月期に住宅販売は下げ止まり、住宅投資全体も増加へ向かうと見込まれる。また、減税終了の影響が和らぎ設備投資が、また寒波に伴う生産不能が解消し輸出もプラス圏の伸びを回復する可能性が高い。

若干懸念があるのが在庫投資である。在庫率は1～3月期に更に上昇し、過剰感は未だ解消していない。但し、在庫投資を非農業在庫と農業在庫に分けると、農業在庫の急増が対GDP比率の上昇に寄与している。農業在庫については短期的な生産調整は考えにくい一方、非農業在庫も増加はしているが、過剰感はそれほど高まってははいない。

### 実質在庫残高の対GDP (除く在庫投資) 比率 (%)



この程度の非農業在庫の増加であれば、4～6 月期について、在庫投資が成長率に対して大幅なマイナス寄与となる必要ではなく、1～3 月期と同程度までの在庫投資の抑制、つまり成長率に対してゼロ寄与程度で十分と考えられる。従って、在庫調整は 4～6 月期も続くが、成長率を大きく押し下げる可能性は低い。以上を踏まえ、当社では、現時点で 4～6 月期の成長率を前期比年率 3.9%と見込んでいる。

4～6 月期の極めて高い成長率はペントアップ・ディマンドによってもたらされたものであるため持続性はない。しかし、雇用環境の改善に伴い、家計部門が底堅さを増す下で、米国経済は底堅さを維持すると見込まれる。雇用情勢の質的な改善が進んでいないため、賃金上昇にはなお時間を要するものの、量的な改善は個人消費の拡大を支えるに足り、同時に住宅投資の増加にも繋がるだろう。政府支出は 2014 年も減少傾向が続くものの、減少率は 2013 年の▲2.2%から大幅に縮小し、成長に対する下押し度合いは大きく和らぐ見込みである。

一方、企業部門も改善基調の維持が見込まれるが、設備投資意欲の高まりは限定的である。そのため、設備投資に顕著な増加は期待できない。

これは海外経済に高成長を期待できない下で、輸出についても同様である。従って、設備投資と輸出は増勢を維持するものの、景気牽引役としての役割は期待できず、故に 2%台半ばと考えられる潜在成長率を大きく上回る高成長までは、当面の米国経済に期待できない。以上を踏まえ、当社では、米国経済の成長率を 2014 年、2015 年ともに 2.5%と予想している。

2015 年には失業率が 6%を割り込むなど労働需給はタイト化し、徐々にではあるが賃金上昇率も高まり、インフレ率も緩やかに上昇へ向かう。それでも、Fed が重視するコア PCE デフレーターの上昇率は 2014 年 10～12 月期に 1.5%、2015 年 10～12 月期でも 1.8%にとどまり、インフレ圧力の顕著な高まりは予想されない。そのため Fed は初回利上げを 2015 年後半まで待つと見込んでいる。

## 米国経済の推移と予測（暦年）

| 前年比, %, %Pt  | 2011<br>実績 | 2012<br>実績 | 2013<br>実績 | 2014<br>予想 | 2015<br>予想 |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質 GDP       | 1.8        | 2.8        | 1.9        | 2.5        | 2.5        |
| (Q4/Q4)      | 2.0        | 2.0        | 2.6        | 2.4        | 2.3        |
| 個人消費         | 2.5        | 2.2        | 2.0        | 2.7        | 2.3        |
| 住宅投資         | 0.5        | 12.9       | 12.2       | 2.8        | 5.5        |
| 設備投資         | 7.6        | 7.3        | 2.7        | 4.0        | 5.6        |
| 在庫投資(寄与度)    | (▲0.2)     | (0.2)      | (0.2)      | (0.1)      | (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)      | (0.1)      | (0.1)      |
| 輸出           | 7.1        | 3.5        | 2.7        | 3.2        | 4.5        |
| 輸入           | 4.9        | 2.2        | 1.4        | 1.9        | 3.1        |
| 名目 GDP       | 3.8        | 4.6        | 3.4        | 4.1        | 4.5        |
| 失業率          | 8.9        | 8.1        | 7.4        | 6.4        | 5.9        |
| (Q4)         | 8.7        | 7.8        | 7.0        | 6.2        | 5.7        |
| 雇用者数(月変化、千人) | 174        | 186        | 194        | 218        | 226        |
| 経常収支(10億ドル)  | ▲458       | ▲440       | ▲379       | ▲353       | ▲341       |
| (名目GDP比, %)  | ▲2.9       | ▲2.7       | ▲2.3       | ▲2.0       | ▲1.9       |
| 貯蓄率(%)       | 5.7        | 5.6        | 4.5        | 3.9        | 3.5        |
| PCEデフレーター    | 2.4        | 1.8        | 1.1        | 1.4        | 1.7        |
| コアPCEデフレーター  | 1.4        | 1.8        | 1.2        | 1.3        | 1.7        |
| (Q4/Q4)      | 1.8        | 1.7        | 1.2        | 1.5        | 1.8        |
| 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        | 1.6        | 1.7        |

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。



## 3. 経済動向分析

### (1) 雇用情勢の質的改善は遠い

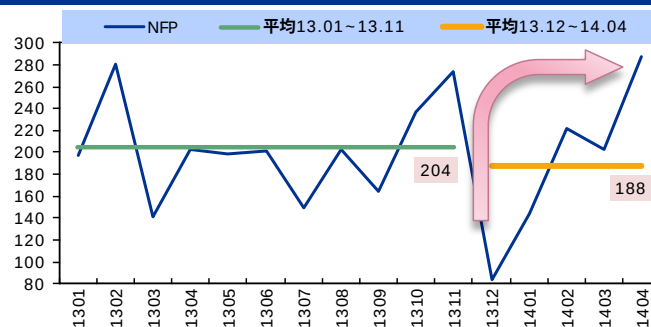
4月の雇用統計によると、**非農業部門雇用者数(NFP: Nonfarm-payroll)**は前月差**28.8万人**と**2012年1月の36.0万人以来の極めて高い伸び**を示した。過去2ヶ月も2月が19.7万人から22.2万人へ、3月は19.2万人から20.3万人へ、合計3.6万人上方修正され、3ヶ月連続で20万人を超える大幅増加を記録、遡及分を含めても強い内容と言える。

しかし、昨年12月から今年2月にかけて米国経済は異例の寒波により下押しされており、雇用者もその例外ではない。つまり、**足元の強い内容は、寒波による下押しの反動増加という側面**が大きい。**12月から4月の雇用者数は平均して月当たり18.8万人増加と2013年1~11月の20.4万人増加を下回る増加ペースに過ぎない**。米国経済及び雇用情勢が底堅さを増していることは確かだが、**雇用情勢の改善ペースが足元で急加速したとの評価までは時期尚早**だろう。

寧ろ、4月のデータにおいて、懸念材料という観点から目を引くのは、**昨年10~12月期をボトムに上昇の動きを見せていた労働力率が再び急低下**した点である。家計データに基づく失業率は4月に6.28%と3月6.71%から0.44%Ptも低下し、2008年9月以来の水準へ低下したが、これは、労働力率の急低下に伴う、いわゆる「悪い失業率の低下」である。

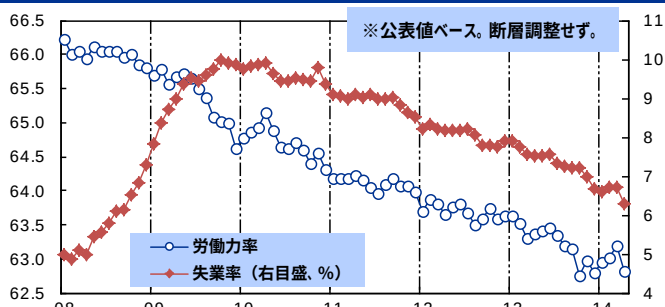
**失業率の低下を、人口要因、労働力率要因、雇用者数要因に要因分解すると、そのうち▲0.56%Ptは労働力率が63.2%から62.8%へ低下したために引き起こされている**。NFPと異なり、家計データでは4月に雇用者数は▲7.3万人と小幅だが減少し、失業率の押し上げに寄与した。3月まで上昇の動きを見せていた労働力率が再び低下した点は、**イエレンFRB議長が重視する失業率以外の観点を含めた質的な労働市場の回復において、ネガティブな動き**と言える。4月は経済的理由によるパートタイム労働者も再び増加、更に言えば、最終的に達成されるべき**賃金上昇の動きも観察されない**。

非農業部門雇用者数(NFP)の増勢(千人)



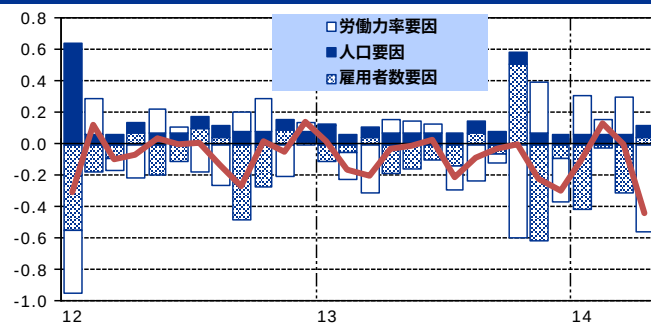
(出所) U.S. Department of Labor

労働力率と失業率の推移(%)



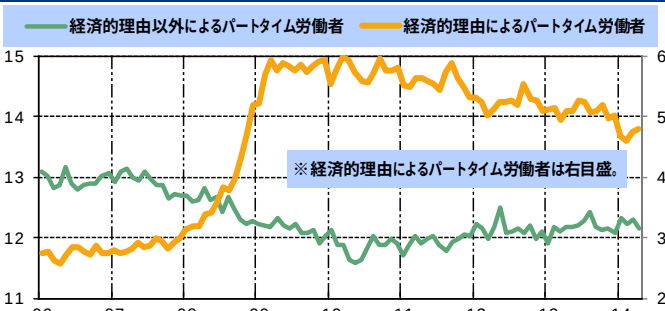
(出所) U.S. Department of Labor

失業率前月差の要因分解(%Pt)



(出所) U.S. Department of Labor

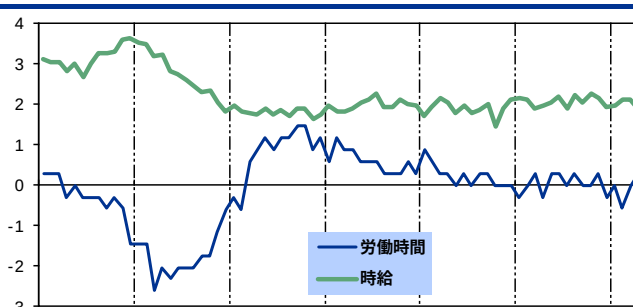
パートタイム労働者/労働力人口(%)



(出所) Department of Labor

以上を踏まえると、雇用情勢の回復は続いているものの、労働力率の再低下や引き続き高水準のパートタイム労働者など懸念材料は山積している。4月NFPの大幅増加や失業率の急低下が示すほどに、足元で雇用情勢の大幅な改善が進んだ訳ではないと判断できる。雇用情勢の改善が、賃金上昇率の上昇に繋がるまでにはなお時間を要する<sup>8</sup>と考えられる。

平均時給と労働時間（全労働者、12ヶ月前比、%）



(出所) U.S. Department of Labor

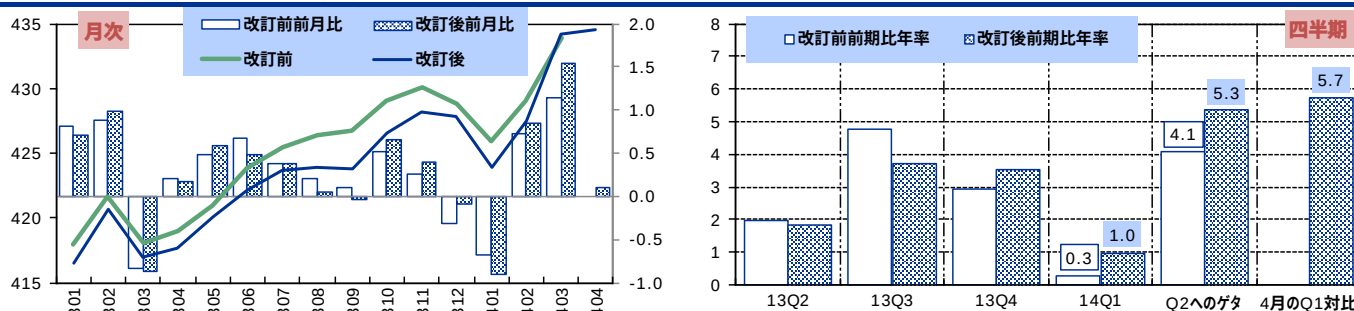
## (2) ペントアップ・ディマンドが顕在化

4月小売・飲食サービス売上高（以下、小売売上高）は前月比0.1%となり、市場予想の0.4%を大きく下回った。自動車販売を除いたベースでは▲0.0%（市場予想0.6%）と更に弱い。しかし、定例の年次改訂に伴い1992年以降のデータが遡及して修正されており、実勢は大きく異なる。遡及改訂<sup>9</sup>により、2月が前月比0.7%から0.9%へ、3月は1.1%から1.5%へ、1～3月期では前期比年率0.3%から1.0%へ上方修正されたため、4月の結果は決して弱いものではない。寒波により低迷した1～3月期からの反発度合いが注目される4～6月期への影響については、3月の大幅上方修正が影響し、4～6月期へのゲタ（前期比年率換算ベース）が従来の4.1%から5.3%へ大幅に高まっている。4月は前月比0.1%とほぼ横ばいだったが、そうした高いゲタが作用し、4月の水準が5月及び6月も継続すれば、つまり前月比横ばいであれば、4～6月期は前期比年率5.7%と2013年1～3月期の6.0%以来の高い伸びになる。

小売売上高全体のみならず、GDP推計に用いられる「除く自動車・建設資材」も4月の水準が続けば4～6月期に前期比年率3.3%、「除く自動車・建設資材・ガソリンスタンド（いわゆるコア売上高）」も3.8%の大幅増加になる。足元の雇用情勢や消費者マインドの改善基調を勘案すると、5月以降に小売売上高が前月比横ばいを確保するためのハードルは高くない。従って、4～6月期の財消費は大幅に増加し、個人消費ひいてはGDPを大きく押し上げる可能性が極めて高いと言える。

内訳を見ると、寒波を受けて1～3月期に低調だった多くの品目でペントアップ・ディマンドの動きが確認できる。正確に言えば、月次ベースでは3月からペントアップ・ディマンドが顕在化し、売上

小売売上高の改訂内容（10億ドル、前月比%、前期比年率%）



(出所) Department of Commerce

(注) 前月比は右目盛。ゲタ及び4月のQ1対比は全て四半期の前期比年率換算相当に換算して表示。

<sup>8</sup> 雇用情勢と賃金動向については4月2日付 Economic Monitor「米労働市場の改善と賃金上昇の行方」も参照。

<sup>9</sup> なお、水準は2013年以降を通じて下方修正された。また、2013年中に関してみると4～6月期が前期比年率2.0%から1.8%へ、7～9月期は4.8%から3.7%へ下方修正され、年央の増勢は鈍くなっている。

高が急増した後、4月もその高い水準を維持している。四半期で区切ると、既に述べたゲタの影響もあり、4～6月期においてペントアップ・ディマンドの影響が最も色濃く現れる。

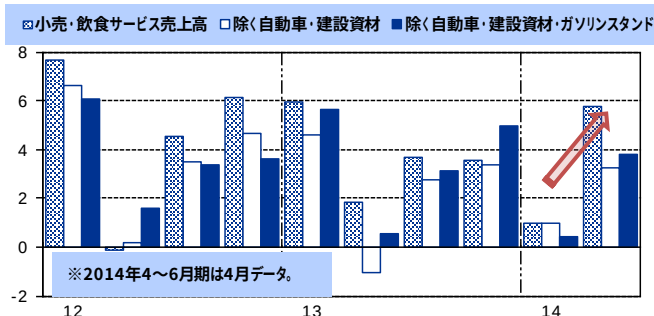
**自動車・同部品は、1～3月期に前期比年率 0.0%（10～12月期 7.4%）にとどまったが、3月に前月比 3.6%と急増、4月も 0.6%と増勢を維持した。**4月の1～3月期対比を前期比年率に換算<sup>10</sup>すると16.2%の急増になる。また、家具が1～3月期前期比年率▲5.3%の後、4月は1～3月期対比の前期比年率換算で3.3%、衣料品は1～3月期前期比年率▲3.5%の後、4月は1～3月期対比の前期比年率換算で7.9%と、共に大きく反発している。但し、電気製品は1～3月期に前期比年率▲0.7%と振るわなかったものの、4月も前月比▲2.3%と低調だった。**ペントアップ・ディマンドとは逆に、寒波で1～3月期に需要が寧ろ膨らんでいた食品・飲料やガソリンは4～6月期に減速が予想される。**但し、既に述べたようにペントアップ・ディマンドの勢いが勝り、小売売上高全体では大幅増加となる見込みである。

### (3) 製造業セクターも上向き

**製造業セクターも寒波の悪影響から脱し、持ち直しつつある。**製造業生産は寒波による生産不能などもあり、10～12月期の前期比年率4.2%が、1～3月期に2.1%へ減速した。月次で見ると2月前月比1.5%、3月0.7%と1月をボトムとして回復傾向にある。4月の製造業生産は前月比▲0.4%と予想外に減少したが、既に公表されている地区連銀の景況感調査は、5月に上昇基調にあり、4月の生産低迷は一時的な動きと考えられる。製造業の回復基調に変化はない。なお、製造業生産と異なり、**鉱工業生産は寒波に伴うエネルギー需要拡大に対応したエネルギー生産の増加により1～3月期も堅調だった。**

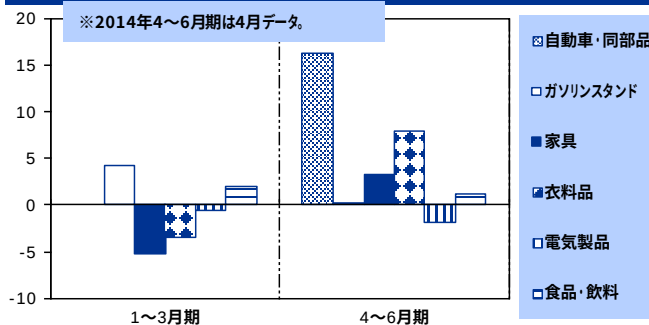
但し、**製造業が回復基調にある下でも設備投資の増勢は鈍い。**地区連銀データから試算した設備投資の先行き見通しは4～5月平均が4～6月期を上回り、回復の兆しを示している。しかし、それでも金融危機前は言うまでもなく、2011年にかけて

### 小売売上高の推移（前期比年率%）



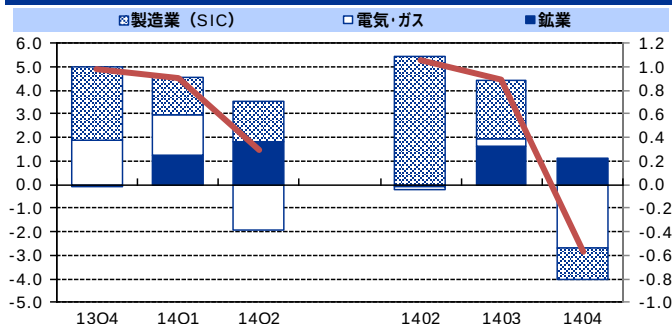
(出所) Department of Commerce

### 小売・飲食サービス売上高（前期比年率、%）

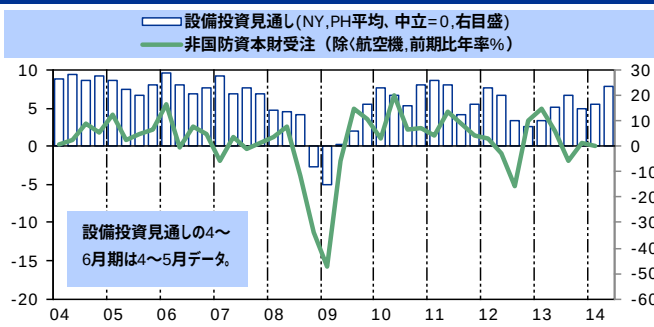


(出所) Department of Commerce

### 鉱工業生産の推移（前期比年率、前月比、%）



### 設備投資関連受注と設備投資見通し



<sup>10</sup> 4月水準を4～6月期平均とみなし、1～3月期と比較、前期比年率を算出している。



の水準さえ未だ下回ったままである。

## (4)1～3 月期は石油製品の輸出が低迷

1～3 月期の輸出は、貿易収支の実質財ベースで前期比年率▲7.7%（1～3 月期 7.9%）と大幅な減少へ転じた。既に述べたように、**輸出の減少は、前期まで 3 四半期連続で急増していた石油輸入が▲47.6%と落ち込んだのが主因**である。寒波に伴う生産不能と国内需要の増加が輸出余力を削いだものと考えられる。また、同じく寒波に伴う自動車セクターの生産不能が輸出を押し下げたほか、穀物の豊作を受けて昨年後半に飲食料輸出が急増した反動も指摘できる。

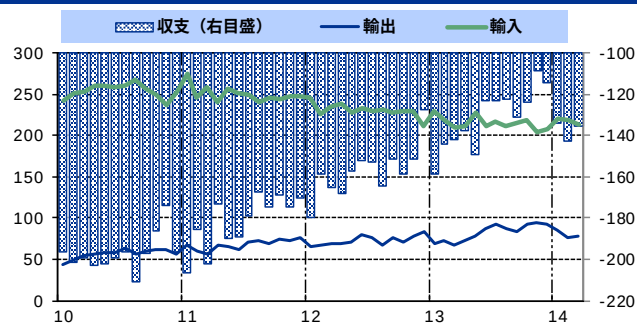
1～3 月期を押し下げた要因の多くは 4～6 月期には緩和され、**輸出は増勢に回復**と考えられる。但し、財別動向を見ると米国輸出において 4 割程度の最大シェアを占める資本財が 2012 年以降、横ばいにとどまっている。**資本財の伸び低迷には、新興国の成長減速が影響している可能性**もあり、今後の動向に注意する必要があるだろう。

## (5)インフレ上昇の兆しは本物か

4 月の消費者物価指数（CPI）はヘッドライン CPI が前年比 2.0%（3 月 1.5%）へ、**コア CPI も 1.8%（3 月 1.7%）へと伸びを高めた**。ヘッドライン CPI が急上昇した主因は、言うまでもなく食料価及びエネルギー価格の上昇であり、食料価格は 3 月前年比 1.7%が 4 月は 1.9%へ、エネルギー価格は 3 月 0.4%が 4 月は 3.3%へ上昇している。食料価格では、**寒波の影響による供給減少から肉類が 6.4%（3 月 5.1%）へ上昇したほか、果物野菜も 2.4%へ伸びが高まった**。また、エネルギー価格では、寒波による電気代（3 月 5.3%→4 月 2.1%）やガス代（16.4%→11.8%）の上昇が一服したものの、ガソリンが昨年底下の反動もあって、2.5%（3 月 ▲4.6%）と 3 ヶ月ぶりのプラス圏へ転じ、全体を押し上げた。

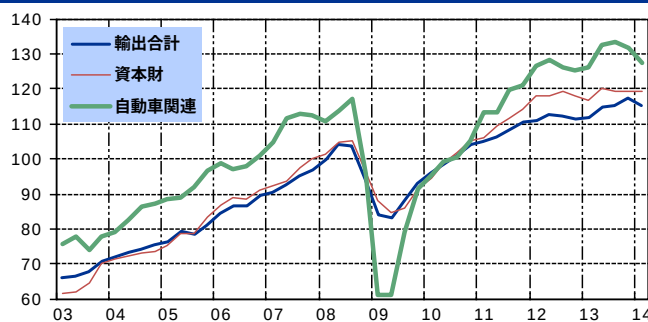
コア CPI 前年比の 1.8%（3 月 1.7%）への小幅上昇は、**サービス価格の伸びが前年比 2.6%（3 月 2.3%）へ高まった寄与**が大きい。サービス価格の内訳を見ると、公共交通機関や通信サービスの価

実質財収支の推移：石油（年率、10億ドル）



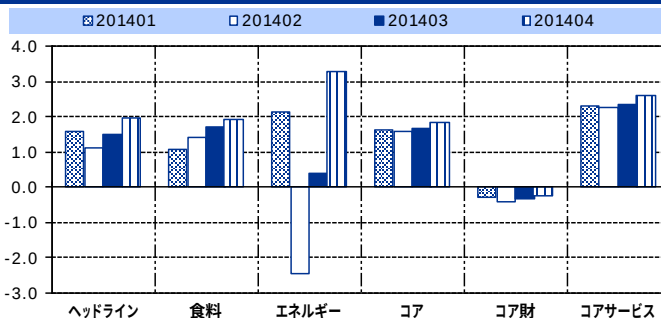
(出所) US Census Bureau

実質財輸出の推移（2010年=100）



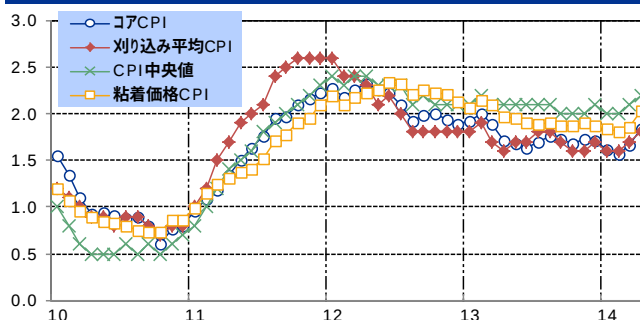
(出所) US Census Bureau

CPIのカテゴリー別推移（前年比、%）



(出所) US BLS

CPIのトレンド指標推移（前年比、%）



(出所) US BLS

格上昇が影響している。

トレンド指標を見ると、刈り込み平均 CPI、CPI 中央値、粘着価格 CPI のいずれも、幾分上昇が高まっており、これまでの低インフレが若干変化しつつある兆しとも読める。こうしたトレンド指標の変化には、上述した公共料金などの上昇が影響したと考えられるが、広範な品目の価格上昇へ波及する動きなのか否かは未だ不明である。また、家賃や肉類など寒波の影響が残存している分野も見られる。そのため、インフレ率の動向は慎重に見極める必要があるだろう。

## 4. 金融政策

### (1) 4月 FOMC は資産買入の縮小を継続

Fed は 4 月 29～30 日に、2014 年 3 回目の FOMC（米連邦公開市場委員会）を開催し、昨年 12 月から開始した資産買入縮小（Tapering）の継続と 3 月に変更したフォワードガイダンスの据え置きを決めた。資産買入額は追加的に 100 億ドル減額され、450 億ドルとなり、当初の 850 億ドルからほぼ半減した。今回の決定は、完全に金融市場の予想に沿っており、サプライズはない。

#### フォワードガイダンス（3 月 FOMC 導入、4 月に変更なし）

（以上の要因に対する評価に基づき、とりわけ）インフレ率見通しが 2% の長期目標に比べ低い水準にとどまり、長期的なインフレ期待が十分に抑制された状態が維持される場合には、資産購入が終了した後も、相当な期間に渡って、FF金利誘導レンジを現行水準に維持することが適切と、FOMC は考えている。

FOMC は、雇用とインフレがマンデートに適う水準へ近づいた後も、しばらくの期間、FOMC が長期的に正常と見做す水準よりも低水準に FF金利誘導目標を維持することを経済情勢が正当化しうると現時点で考えている。

資産買入額の減額による記載変更（数値）とフォワードガイダンス変更に際して 3 月に付された注記文言<sup>11</sup>の削除を除けば、4 月の FOMC 公表文（Statement）において前回から変更されたのは、景気認識のみであり、金融政策に関しては全くの無風であったと言える。

全体の景気認識は、3 月時点の「悪天候の影響を部分的に反映し、経済活動の拡大ペースは冬場に鈍化」が「悪天候の影響もあり冬場に急速に鈍化した後、経済活動の拡大ペースは最近に上向いた」へ明確に上方修正された。FOMC と同日（4 月 30 日）に公表された 1～3 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 0.1% とほぼゼロにとどまったものの、そうした減速は一時的であり、4～6 月期には再び上向くとの判断を Fed は示したと言える。本レポートでも示したように、3 月及び 4 月の経済指標は多くが上向きの動きを示しており、4～6 月期には成長率の大幅な加速が想定される。こうした景気認識は、Tapering の継続を、今回のみならず将来においてもサポートし、Fed は 10 月 FOMC で資産買入の終了を決定する見込みである。

資産買入終了後の金融政策、つまり初回利上げのタイミングを占う上では、①雇用市場の回復がどの程度進めば、賃金上昇ひいてはインフレ率の上昇に繋がるかと②金融不均衡への対応が焦点になる。前者については、短期失業率（短期失業者/労働力人口）が既に平均的なレベルを下回ったため、早いタイミングでの賃金上昇に繋がるとの見解がある。しかし、当社では、労働市場の改善は、長期失業者の雇用やパートタイム労働者のフルタイム化、労働市場への再参入を促すため、賃金上昇に繋がる労働市場の需給逼迫に至るにはなお時間を要すると考え、低インフレ状態が当面続くと判断している<sup>12</sup>。一方、後者の金融不均衡問題に関しては、そのリスクが大きく高まれば大規模なバブルを回避するためにも Fed は早期の金融引き締めへ踏み切るリスクは確かに存在する。ただ、雇用とインフレというデュアルマンデートの未達成合いを勘案すると、金融不均衡への政策割当は、当面は金融規制

<sup>11</sup> “With the unemployment rate nearing 6-1/2 percent, the Committee has updated its forward guidance. The change in the Committee's guidance does not indicate any change in the Committee's policy intentions as set forth in its recent statements”, FOMC Statement, March 19, 2014

<sup>12</sup> この議論の詳細は 2014 年 4 月 11 日 Economic Monitor 「米労働市場の改善と賃金上昇の行方」を参照ください。



の強化が中心になる可能性が高いだろう。以上を踏まえ、当社では、Fedは初回利上げを 2015 年後半まで待つと予想している（従来見通しから変更なし）。

## (2) 出口戦略の道筋

当社が想定する 2015 年後半の初回利上げに前後して、Fedは現在の非伝統的な金融政策からの出口へ向かって、歩を進める必要がある。その出口戦略について、FOMCは約 3 年前の 2011 年 6 月に”Exit Strategy Principles”として基本的な合意に至っている<sup>13</sup>。もちろん、その後QE3 が実施され、当時よりFedのバランスシートは大幅に拡大しており、2011 年の合意がそのまま生きている訳ではない。ただ、2013 年 6 月の”Discussion of Guidelines for Policy Normalization”において<sup>14</sup>、多くのFOMC参加者が「2011 年に呈示された一般的な原則はなお適切（still applicable）<sup>15</sup>」と認めており、後述する若干の修正点を除いて、出口戦略のアウトラインは変わらない。

従って、実際に出口戦略を開始する際には、改めてガイダンスを示す必要はあるが、多くは以下に示す 2011 年原則が踏襲され则认为られる。つまり、出口戦略においては、①SOMA<sup>16</sup>ポートフォリオ保有証券の償還元本の再投資の停止、②フォワードガイダンスの修正及び準備預金の（一時的な）吸収、③超過準備への付利などを補助的に利用しての利上げ開始、④エージェンシー債の売却、⑤SOMAポートフォリオの正常化という多段階のステップを踏む。このうち④エージェンシー債の売却は、2011 年の段階では狭義のエージェンシー発行債券とエージェンシー発行MBSの両方を意味していたとされる。しかし、2013 年 6 月FOMCにおいて、大部分の参加者がエージェンシー発行MBSの売却に関して消極意見を示しており<sup>17</sup>、MBSの売却は見送られる可能性が高い。

そうした 2013 年 FOMC での修正も踏まえた上で、出口戦略を考える上で議論となるのは、a)Fed 資産（正確には SOMA ポートフォリオ）がどのように縮小されていくのかと b)超過準備を抱える下で金利コントロールを如何にして実現するかの 2 点である。

### 「出口戦略の原則」の抜粋（2011 年 6 月）

- ・正常化の開始に際し、SOMA 保有証券の償還元本再投資の一部もしくは全てを停止。
- ・それと同時にもしくは若干後に、利上げに関するフォワードガイダンスを修正し、利上げに資するよう一時的な準備預金の吸収手段を利用。
- ・経済状況に鑑みつつ、次のステップとしてFF 金利誘導目標もしくはレンジを利用して、利上げを開始。金利調節に際しては、超過準備への付利や準備預金水準の調整を補助的に利用。
- ・エージェンシー債の売却は、初回利上げ後、一定期間後に実施。
- ・資産売却の開始後、エージェンシー債売却の終了には 3~5 年を要する見込み。SOMA 保有の資産残高が正常化、つまり保有資産や準備預金の規模が、効率的な金融政策運営に適う最低水準へ縮小するには 2~3 年を要する見込み。

<sup>13</sup> [Minutes of the Federal Open Market Committee, June 21-22, 2011](#)

<sup>14</sup> [Minutes of the Federal Open Market Committee, June 18-19, 2013](#)

<sup>15</sup> “Meeting participants, in general, continued to view the broad principles set out in 2011 as still applicable”

<sup>16</sup> “System Open Market Account”の略称であり、公開市場操作を実施する NY 連銀の勘定。

<sup>17</sup> “Most, however, now anticipated that the Committee would not sell agency mortgage-backed securities (MBS) as part of the normalization process”

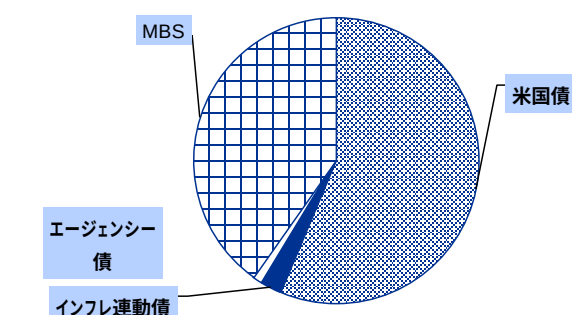
## a) Fed 資産の縮小の道筋

金融市場、特に債券市場の需給を考える場合、SOMAポートフォリオがどのようなペースで縮小していくのかが重要と言える。前項で述べたように 2015 年後半の利上げ開始を想定した場合、2011 年 6 月の原則に従えば、利上げの 2 四半期程度前<sup>18</sup>に償還元本の再投資が停止される可能性が高い。再投資停止の後、SOMAポートフォリオの 1.1%を占めるに過ぎないMBS以外のエージェンシー債（以下、エージェンシー債）についてはFedが積極的に売却を行っても金融市場に大きな影響はないと考えられる。一方、米国債とエージェンシー発行MBS（以下、MBS）は残高が大きく、金融市場への影響が無視できない。現在 4 兆ドル強のSOMAポートフォリオのうち、米国債は 58%（うちTIPSが 2.4%）を、MBSは 40.9%を占める。

米国債は 2011 年原則において売却が定められておらず、2014 年終盤にピークを迎えたのち、償還スケジュールに沿ってSOMAポートフォリオの保有額は減少していくと考えられる<sup>19</sup>。但し、償還スケジュールを見ると、2014 年及び 2015 年の償還額は少なく、再投資停止のタイミングが数ヶ月ずれても大きな影響はない。償還額が膨らむのは 2016 年から 2023 年にかけてであり、償還スケジュール通りであれば、2023 年末には米国債の残高は現在の 4 分の 1 程度まで減少する。

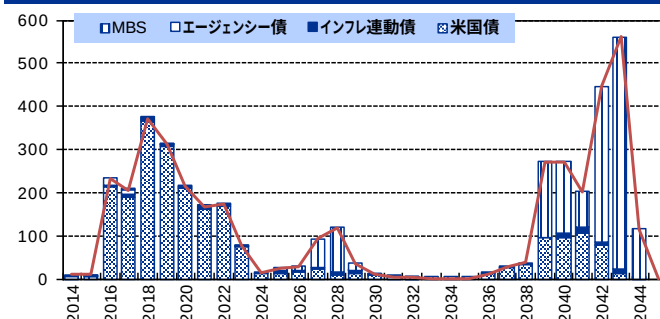
一方、MBSは既に述べたように 2011 年原則では売却が想定されていたが、2013 年の議論では売却に消極的な参加者が大勢を占めており、売却は行われない可能性が高い。MBSは、償還期日が 2028 年頃と 2039 年以降に集中している。そのため、償還スケジュール通りであれば積極的な売却を行わない限り、長期に渡ってSOMAポートフォリオに大量のMBSが存在し続けることになる。しかし、MBSの特性として、実際には期限前償還が行われ、残高は速いペースで減少していくと想定される。実際の期限前償還ペースを見通すのは困難だが、本稿ではSOMAポートフォリオにおける過去半年のMBSの期限前償還率を用いて試算した。期限前償還による減少を加味した場合、当社試算によればMBS残高は 2023 年頃に現在の 40%

SOMAポートフォリオの構成



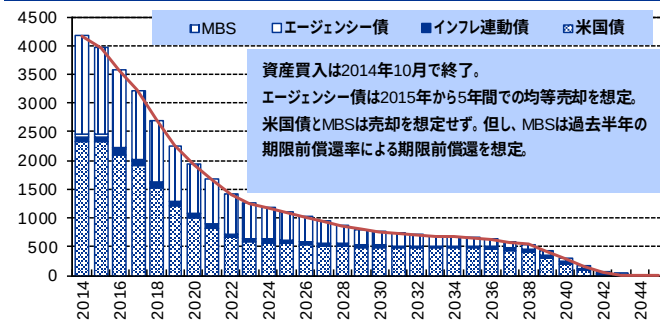
(出所)FRB NY

SOMAポートフォリオの償還年限別保有額（10億ドル）



(出所)FRB NY

SOMAポートフォリオ残高シミュレーション（10億ドル）



(出所)FRB NY資料より試算

<sup>18</sup> NY 連銀も 4 月の”DOMESTIC OPEN MARKET OPERATIONS DURING 2013”において同様の仮定を用いている。

<sup>19</sup> 2014 年 10 月まで続く想定される資産買入による SOMA ポートフォリオの増加は勘案済である。以下、同様。

程度まで縮小する<sup>20</sup>。

発行紙幣残高が名目GDP（4.5%成長を想定）と連動して増加、超過準備はゼロ、所要準備額及び他の負債及び資本は現在と同程度する仮定に基づき、適正なSOMAポートフォリオの残高をシミュレーションした上で、上述の米国債やMBSの残高減少に従うと、その適正規模にSOMAポートフォリオが縮小するのは2020年頃である<sup>21</sup>。なお、上記試算では、2020年時点でSOMAポートフォリオに占める米国債の比率は55%（インフレ連動債を含む）、MBS残高が45%となる。金融政策正常化の最終段階において、SOMAポートフォリオは、金融危機以前と同様、全てが米国債になるべきであるため、2020年よりも早いタイミングで、MBS元本の償還に対応するかたちで、米国債の購入が再開されると想定される（MBSから米国債への資産入れ替え）。

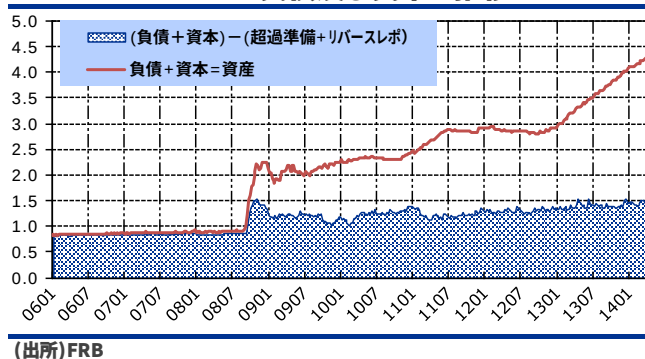
2016～2023年にFed保有の米国債の償還額は、2018年に最大の4,000億ドルに、2016～2022年の累計で1.6兆ドルに達する。これは、議会予算局（CBO）が想定する米国債残高（Debt Held by the Public）である15.2兆ドル（2018年度）や、年当たりの残高純増額5,000～9,000億ドルとの比較において無視できない規模である。ただ、上述の通り、MBS元本の償還に対応するかたちで米国債の購入が再開され、影響は緩和される。以上を踏まえると、出口戦略の下で想定されるSOMAポートフォリオの縮小について、債券市場の需給という観点から、過度の懸念は不要と判断される<sup>22</sup>。

## b) 超過準備が存在する下での金利コントロール

寧ろ、問題となるのは、SOMAポートフォリオ残高の減少が緩やかにしか進まない下で、つまり超過準備の吸収が十分には進まない下で、FOMCがFF金利誘導目標を用いた金利コントロールを十分に行うことが出来るのか否かという問題である。上述の通りSOMAポートフォリオが適正水準になるのは2021年頃と考えられるため、2015年後半からと想定される利上げ局面において、Fedは超過準備を抱え続ける。

こうした問題に対して、FOMC参加者はリバースレポ（RRPs：Reverse Repo Agreements）やターム物預金（TDF：Term Deposit Facility）の活用により、FF金利のコントロールは可能と強調している。実際、Fedはリバースレポ・オペレーションのテスト運用を拡充しており、超過準備を抱えた状況での金利コントロールに関し、周到に準備を進めている。こうした動きや多くのFOMC参加者の発言を踏まえると、FedはFF金利誘導目標を主たる政策金利としつつ、リバースレポ金利を「補完的金利（supplement rate）」として位置付け、金融政策運営を行う可能性が高い<sup>23</sup>。しかし、従来は準備

Fedの負債及び資本の推移



<sup>20</sup> 2013年1月のFRBレポート”The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections”では、もう少し多額の期限前償還を想定している模様である。

<sup>21</sup> 適正となる2020年時点のFedの総資産（負債+資本）は1.9兆ドル程度と試算される。但し、①発行紙幣残高と名目GDPの関係が金融危機以降変質している可能性、②その他の負債や資本が変動する可能性、③所要準備の変動の可能性などを勘案すると、適正規模に達する時期は幅を持って見る必要がある。

<sup>22</sup> 金融政策とは別の議論として、出口戦略を進める下でFedが損失を被る可能性が存在する。しかし、Fedは損失を繰り延べ計上できるため、基本的に満期まで保有し償還を受ければ、国民負担に至るような損失が発生する可能性は小さい。

<sup>23</sup> フィラデルフィア連銀のプロッセー総裁がリバースレポ金利を「補完的」と位置づける見解を示している。

預金の調節により達成されていたFF金利のコントロールを、リバースレポなどに依存せざるを得ない状況にもかかわらず、なおFF金利誘導目標を政策金利として用いる必要があるのかという根本的な疑問も提示されている。シグナリング効果を踏まえればFF金利誘導目標を維持する価値はあると考えられるが、出口戦略が具体化する下で、議論を呼ぶ可能性はある。

以上の議論を総合すると、利上げ及び一連の出口戦略において想定されるタイムスケジュールは以下の通りとなる。まず、Tapering の継続により資産買入を 2014 年終盤に終了した後、2015 年前半に Fed は償還元本の再投資を停止し、SOMA ポートフォリオ（ バランスシート）の圧縮を開始する。しかし、MBS の期限前償還を別とすれば、SOMA ポートフォリオの圧縮が本格化するのは 2016 年以降である。単純試算では、SOMA ポートフォリオが残高基準において適正水準まで圧縮されるのは 2020 年頃になる。当社では、Fed が 2015 年後半に利上げを開始すると想定しているが、超過準備を抱える下で、従来の準備預金残高の調節による金利誘導は困難なため、リバースレポやターム物預金などによる資金吸収を活用して金利誘導を図ると予想される。なお、償還元本の再投資停止やリバースレポなどによる超過準備の（一時的な）吸収の開始、利上げ開始などのタイミングにおいて、Fed はフォワードガイダンスを指し示し、市場の混乱を最小化するだろう。



## 【米国主要経済指標】

|                       | Q2-13            | Q3-13 | Q4-13 | Q1-14 |                |        |        |        |
|-----------------------|------------------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|
|                       | 注記がない限り前期比年率 (%) |       |       |       |                |        |        |        |
| 名目GDP                 | 3.1              | 6.2   | 4.2   | 1.4   |                |        |        |        |
| 実質GDP                 | 2.5              | 4.1   | 2.6   | 0.1   |                |        |        |        |
| 個人消費                  | 1.8              | 2.0   | 3.3   | 3.0   |                |        |        |        |
| 住宅投資                  | 14.2             | 10.3  | ▲7.9  | ▲5.8  |                |        |        |        |
| 設備投資                  | 4.7              | 4.8   | 5.7   | ▲2.0  |                |        |        |        |
| 政府支出                  | ▲0.4             | 0.4   | ▲5.2  | ▲0.5  |                |        |        |        |
| 輸出                    | 8.0              | 3.9   | 9.5   | ▲7.6  |                |        |        |        |
| 輸入                    | 6.9              | 2.4   | 1.5   | ▲1.4  |                |        |        |        |
| 経常収支(10億ドル)           | ▲97              | ▲96   | ▲81   |       |                |        |        |        |
| 名目GDP比(%)             | ▲2.3             | ▲2.3  | ▲1.9  |       |                |        |        |        |
|                       | Q2-13            | Q3-13 | Q4-13 | Q1-14 | Jan-14         | Feb-14 | Mar-14 | Apr-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               | 3.3              | 4.1   | 1.1   |       | 0.3            | 0.3    | 0.5    |        |
| 消費者信頼感                | 75.1             | 81.0  | 74.0  | 80.5  | 79.4           | 78.3   | 83.9   | 82.3   |
| 小売売上高                 | 1.8              | 3.7   | 3.5   | 1.0   | ▲0.9           | 0.9    | 1.5    | 0.1    |
| 除く自動車、ガソリン、建設資材等      | 0.6              | 3.1   | 5.0   | 0.5   | ▲0.9           | 0.6    | 1.4    | ▲0.2   |
| 鉱工業生産                 | 1.9              | 2.4   | 4.9   | 4.5   | ▲0.2           | 1.1    | 0.9    | ▲0.6   |
| 住宅着工件数(年率換算、千件)       | 865              | 882   | 1025  | 924   | 897            | 928    | 947    | 1072   |
| 中古住宅販売戸数              | 14.8             | 18.7  | ▲25.6 |       | ▲5.1           | ▲0.4   | ▲0.2   |        |
| 中古住宅在庫率(ヶ月、末値)        | 5.0              | 5.0   | 4.6   |       | 4.9            | 5.0    | 5.2    |        |
| 非国防資本財受注(除く航空機)       | 4.7              | ▲5.0  | 5.2   |       | ▲1.9           | 0.1    | 2.9    |        |
| 民間非居住建設支出             | 11.5             | 16.3  | 10.5  |       | ▲2.6           | ▲0.5   | 0.2    |        |
| 貿易収支(10億ドル)           | ▲117             | ▲122  | ▲114  |       | ▲39            | ▲42    | ▲40    |        |
| 実質財収支(10億ドル,2009年基準)  | ▲143             | ▲146  | ▲141  |       | ▲49            | ▲50    | ▲49    |        |
| 実質財輸出                 | 10.2             | 1.7   | 7.9   |       | 0.7            | ▲1.8   | 2.3    |        |
| 実質財輸入                 | 6.6              | 4.0   | 1.5   |       | 0.1            | ▲0.5   | 1.4    |        |
| ISM製造業指数(四半期は平均)      | 50.8             | 55.7  | 56.7  | 52.7  | 51.3           | 53.2   | 53.7   | 54.9   |
| ISM非製造業指数(四半期は平均)     | 53.7             | 56.1  | 54.1  | 52.9  | 54.0           | 51.6   | 53.1   | 55.2   |
| 失業率(%)                | 7.5              | 7.3   | 7.0   | 6.7   | 6.6            | 6.7    | 6.7    | 6.3    |
| 非農業部門雇用者数(前月差、千人)     | 201              | 172   | 198   | 190   | 144            | 222    | 203    | 288    |
| 民間雇用者数(前月差、千人)        | 204              | 168   | 202   | 190   | 166            | 201    | 202    | 273    |
| ※四半期は月当たり換算           |                  |       |       |       |                |        |        |        |
| 時間当たり賃金(12ヶ月前比、%)     | 2.1              | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.0            | 2.1    | 2.1    | 1.9    |
| 消費者物価(前年比、%)          | 1.4              | 1.6   | 1.2   | 1.4   | 1.6            | 1.1    | 1.5    | 2.0    |
| コア消費者物価(前年比、%)        | 1.7              | 1.7   | 1.7   | 1.6   | 1.6            | 1.6    | 1.7    | 1.8    |
| PCEデフレーター(前年比、%)      | 1.1              | 1.1   | 1.0   |       | 1.2            | 0.9    | 1.1    |        |
| コアPCEデフレーター(前年比、%)    | 1.2              | 1.2   | 1.2   |       | 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(%)             | 0.33             | 0.40  | 0.34  | 0.40  | 0.39           | 0.33   | 0.40   | 0.42   |
| 10年債利回り(%)            | 2.30             | 2.81  | 2.90  | 2.72  | 2.86           | 2.71   | 2.72   | 2.71   |
| 名目実効為替レート(1997/1=100) | 101.7            | 101.9 | 102.0 | 103.1 | 103.0          | 103.2  | 103.1  | 102.7  |
| ダウ工業株30種平均            | 14910            | 15130 | 16577 | 16458 | 15699          | 16322  | 16458  | 16581  |
| S&P500株価指数            | 1606             | 1682  | 1848  | 1872  | 1783           | 1859   | 1872   | 1884   |

(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。