

米国経済情報 2014年7月号

Summary

【内容】

- 1.トピックス：潜在成長率に関する考察
 - (1)潜在成長率低下の議論
 - (2)労働投入量の伸び鈍化
 - (3)新規起業低迷の影響
 - (4)労働生産性上昇率の低下
 - (5)潜在成長率の見直し
 - 2.経済動向分析
 - (1)1～3月期は深刻なマイナス成長に
 - (2)マイナス成長のインプリケーション
 - (3)雇用情勢は増勢を強める
 - (4)財消費急増とサービス消費低迷
 - (5)住宅市場は持ち直し
 - (6)企業部門は上向き
 - (7)外需は成長下押しを継続
 - (8)財政収支は改善基調
 - (9)米国経済は底堅い成長
 - 3.金融政策展望
 - (1)出口戦略の検討が進む
 - (2)利上げタイミングの議論
- 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

潜在成長率に関する考察

労働力人口の伸び鈍化と労働生産性上昇率の低下により、米国経済の潜在成長率が低下したと論じられている。高齢化に伴う労働力率の低下が構造的に労働力人口を下押ししているが、金融危機後の労働市場の機能不全や新規起業の減少により一時的に押し下げられた部分も大きい。一方、労働生産性上昇率の低下は、資本装備率の低下つまりは設備投資不足により引き起こされており、設備投資の活発化により回復が可能である。そのため、潜在成長率の低下を過度に喧伝するのは間違いと考えられる。米国経済の潜在成長率は中期的に1.9～2.0%、資本投入の活発化による押し上げが期待できる当面は2.3～2.4%程度と想定する。

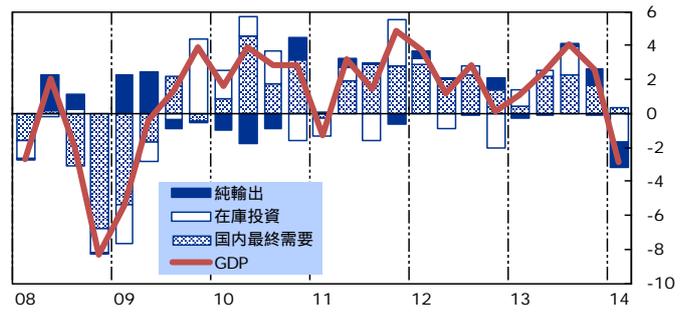
経済動向分析

1～3月期の米国経済は前期比年率 2.9%と大幅なマイナス成長を余儀なくされた。しかし、あくまでも異例の寒波による下押しと2013年後半に積み上がった在庫の調整が主因であり、4～6月期以降の米国経済は順調な拡大を見せている。

1～3月期に減少した住宅投資や設備投資は4～6月期に増加へ転じ、寒波で減少した分の在庫を復元する動きも成長率の押し上げに寄与する。個人消費については、サービス消費の動向が不安定なものの、雇用情勢が大方の予想を上回るペースで改善しているため基調としては底堅い拡大が続く見込みである。特に4～6月期は寒波後のペントアップデマンドが耐久財消費を大きく押し上げる。なお、寒波による生産不能などが響き、1～3月期に減少した輸出も4～6月期は持ち直している。ただ、ペントアップデマンドに対応して輸入が急増しているため、純輸出は引き続き成長率を押し下げる方向に作用する。4～6月期の米国経済は3%台半ばの高めの成長率が見込まれる。

ペントアップデマンドなどによる押し上げが消えるため、4～6月期に比べ2014年後半以降の米国経

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

済は減速する。しかし、雇用所得環境の改善に支えられ、個人消費や住宅投資の拡大は続き、それに沿うかたちで企業活動も堅調に推移するため、2014 年中の成長ペースは 3%程度を維持する見込みである。2015 年以降も景気拡大局面は続き、2%台半ばの成長を続けるだろう。寒波や在庫調整による 1~3 月期の大幅なマイナス成長が響き、2014 年平均の成長率は 1.9%にとどまるが、2015 年には 2.6%へ高まると予想している。

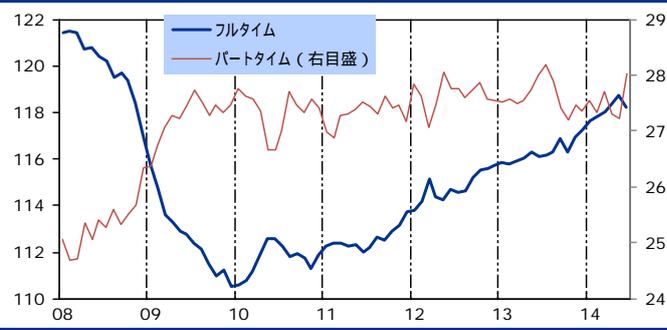
金融政策展望

Fed は非伝統的金融政策の出口に向けた検討を加速している。出口戦略の詳細は年内公表が目指されており、早ければ 9 月 FOMC で公表される可能性がある。なお、現在実施されている資産買入政策は 10 月で終了が決定される見込みである。

出口戦略においては、資産買入で膨らんだ Fed 資産の圧縮と超過準備を抱えた下での金利コントロールが課題となる。その資産圧縮の第一段階となる償還元本の再投資停止について、利上げ後の実施を多くの FOMC 参加者が支持した。なお、再投資停止は一度に行われず、段階的な進められる見込みである。また、金利コントロールについては、超過準備に対する付利(IOER)を主として、オーバーナイトのリバースレポ(RRP)を従として進められる方針が示された。なお、従来の FF 金利誘導目標も引き続き公表される。

高水準のパートタイム労働者などが示すように質的なスラックが存在するため、失業率低下にも関わらず賃金上昇率は高まっていない。また、足元のインフレ率上昇の大部分は一時的な要因が引き起こしており、基調としてインフレ圧力が強まっている訳でもない。こうした賃金やインフレに関するメカニズムは概ね想定通りに機能しており、利上げ開始までにはなお時間的余裕が存在すると判断できる。しかし、雇用情勢が予想を上回るペースで改善しているのも事実であり、賃金上昇率やインフレ率が高まるタイミングは前倒しされつつある。雇用情勢の予想を上回る改善などを踏まえ、初回利上げ時期の予想を従来想定との 2015 年後半から 2015 年半ばへ若干前倒しする。

就業時間別雇用者数の推移 (百万人)



(出所) U.S. Department of Labor

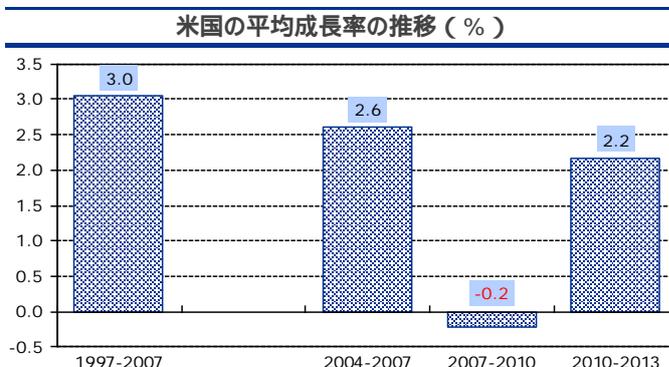
1. トピックス：潜在成長率に関する考察

(1) 潜在成長率低下の議論

米国経済は金融危機を受けて、2008年に前年比 0.3%、2009年は 2.8%と2年連続のマイナス成長を余儀なくされた。その後、プラス成長へ復帰したが、2010年から2013年までの平均成長率は2.2%にとどまり、金融危機前10年間の平均成長率3.0%を明確に下回っている。また、インターネット及びe-commerceという一種の産業革命に伴う生産性上昇率の高まりがけん引しての高成長¹が過ぎ去ってから金融危機までの低成長期である2004～2007年の平均成長率である2.6%にも届かない。

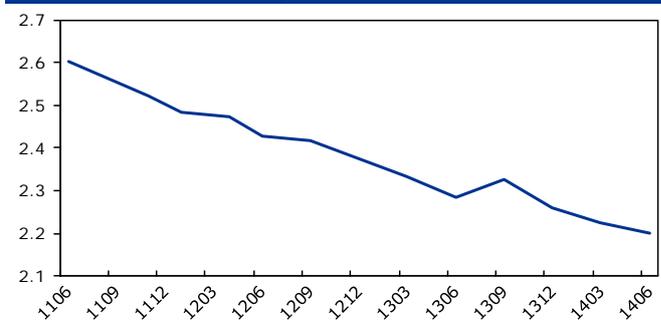
こうした金融危機後も続く低成長を受けて、米国経済の潜在成長率が低下しているとの議論が交わされている。実際、潜在成長率の推計は下方修正が相次いだ。例えば、議会予算局(CBO)による潜在成長率推計について、足元の景気変動に左右されにくい将来、たとえば2015年を見ると、2012年1月時点の2.3%が、2013年2月時点で2.1%へ、2014年2月時点では1.9%へ引き下げられている。またFOMC参加者の見通しを集計、Fedが四半期毎に公表している長期成長率見通し²を見ても、平均値は2012年6月時点の2.43%が、2013年6月時点で2.28%、最新の2014年6月時点では2.20%へ低下している。

成長率は「労働投入量×労働生産性」に分解できる。現在、潜在成長率の低下が論じられる際に、その要因として持ち出されているのは高齢化などによる人口動態の変化を受けた労働投入量の伸び鈍化と労働生産性上昇率の低下である。本稿ではこうした潜在成長率低下に関する論点を検証した上で、当面の潜在成長率の目安を提示する。最初に本稿の結論を述べると、まず人口動態の変化については、相当部分は不可逆的であり受け入れざるを得ないものの、金融危機に伴い誇張されている部分も無視できないと考える。また労働生産性上昇率の低下についても、趨勢的な低下として受け入れるのは早計と判断する。そのため、米国の潜在成長率は従来に比べ低下しているものの、その低下度合い、特に労働生産性上昇率の低下による影響を、現時点で過度に誇張するのは間違いである可能性が高いと考える。



(出所) BEA

FOMC参加者のLonger-Term成長率見通し (%)



(出所) FRB

経済成長を左右する要因

$$\begin{aligned} \text{経済活動 (付加価値生産)} &= \text{労働投入量} \times \text{労働生産性} \\ \text{労働投入量} &= \text{雇用者数} \times \text{一人当たり労働時間} \\ \text{労働生産性} &= f(\text{資本深化, 労働構成, 全要素生産性}) \end{aligned}$$

(出所) 伊藤忠経済研究所作成

¹ この部分の解釈及び記述は、Robert J Gordon に依存している。Gordon はインターネットと e-commerce により、米国経済が三度目の高い生産性上昇率の期間を迎えたと指摘している。

² 正確に言えば、Longer-run Projection として、5～6年後の成長率が問われている。

(2) 労働投入量の伸び鈍化

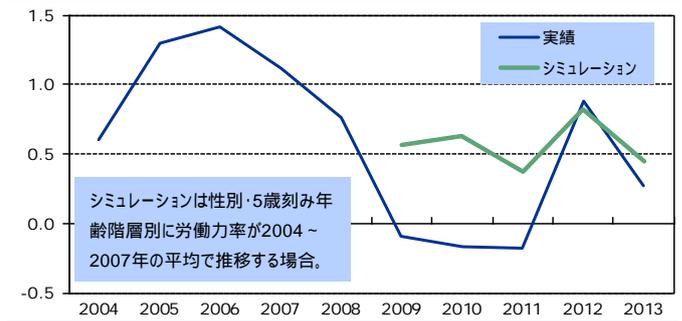
まず、潜在的な労働投入量の伸び鈍化について考える。既に触れたように、日本ほど急速ではないが、米国でも大きな塊であるベビーブーマー世代の高齢化により、米国民全体の高齢化が進行している。高齢者は労働市場へ参加する比率つまり労働力率が構造的に低い³ため、高齢化の進行は労働投入量の増加ペース鈍化に繋がる。

実際、労働意欲のあるもの（就業者＋失業者）の数を示す労働力人口は2004～2007年に平均1.3%のペースで増加していたが³、2007～2013年には0.2%まで増勢が急激に鈍化した。しかし、金融危機以降の労働力人口の伸び鈍化は、深刻な景気後退に伴う就職難を受けた労働者の労働市場からの退出により誇張されている可能性が高い。

労働力人口が生産年齢人口に占める比率を示す労働力率⁴は、2007年の66.0%が2013年に63.2%へ急低下した。高齢化による要因とそれ以外を分けるため、5歳刻み年齢階層別の労働力率を2004～2007年に固定して2008年以降をシミュレートすると2013年の労働力率は64.3%となる⁵。つまり、高齢化による影響は1.7%Pt(66.0% - 64.3%)と試算できる。残りの1%Pt強の大部分は金融危機に伴う深刻な景気後退の影響と考えられる⁶。

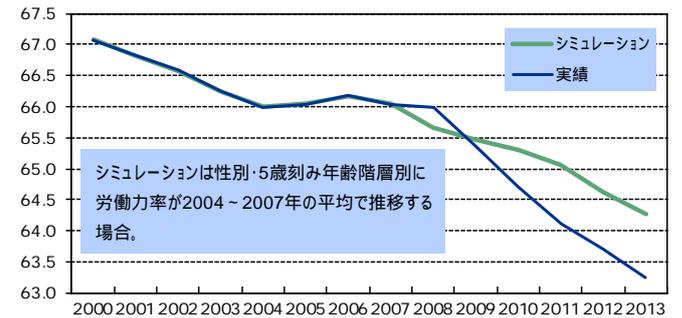
上述のシミュレーションによる場合の労働力人口の2007～2013年の伸びは平均0.5%になり、実績の0.2%から大きく高まる。以上により、実績として観測されている労働力人口の伸び鈍化全てを、潜在成長率低下に繋がる要因として認識すべきではないと判断できる。

労働力人口伸び率の推移 (%)



(出所)BLS

労働力率推移とシミュレーション (%)



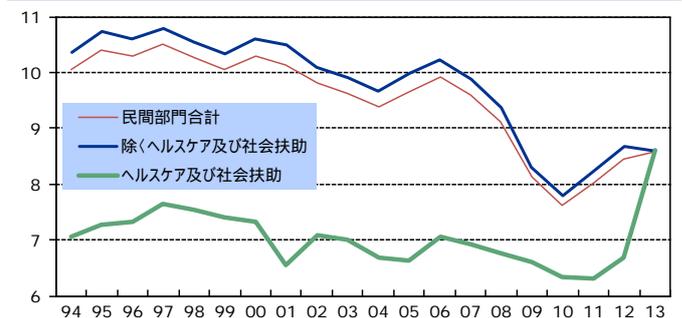
(出所)BLS

経済的理由によるパートタイム労働者の比率 (%)



(出所) U.S. Department of Labor

開設1年未満の事業所の比率 (%)



(出所)Department of Labor

³ 原因は特定し難いが、一時的な要因により、2004～2007年の労働力人口の伸びは押し上げられている可能性がある。2000～2007年の伸びは1.0%であり、またCBOは同時期の潜在労働力人口伸び率を0.9%としている。

⁴ 労働力率 = 労働力人口 / 生産年齢人口。労働力人口 = 就業者 + 失業者。生産年齢人口は16歳以上。

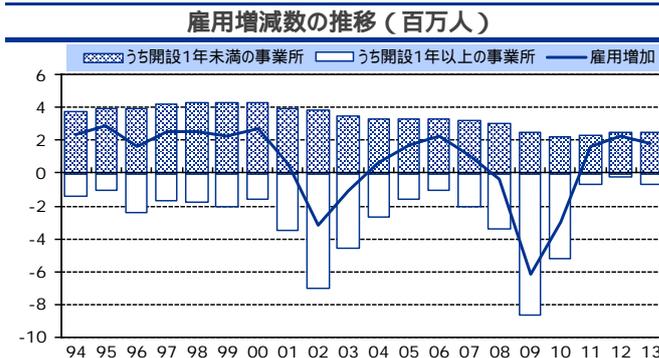
⁵ なお、年齢階層別の労働力率実績を見ると若年層の低下が目立つ者の、50歳台前半までの区分全てが低下しており、全体が押し下げられたことが読み取れる。なお、55歳以上の区分では労働力率が上昇しており、これはコーホートにおける就業に対する認識の差異や平均寿命が延びた影響によるものと推測される。

⁶ 高学歴化が労働力率低下の影響として指摘される場合がある。確かに、その可能性は否定されないが、高学歴化それ自身が、就職時期の先送りと言うかたちで金融危機により引き起こされたとも言える。

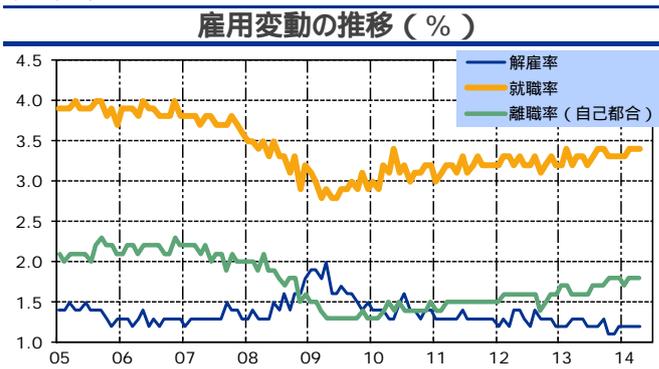
(3) 新規起業低迷の影響

労働力率が低下した一因として、金融危機以降の新規起業の低迷を指摘できる。開設してから1年未満の事業所の比率⁷は金融危機前に10%程度で推移していたが、金融危機以降は8%台へ低下している。

また、雇用者の創出を、事業所の継続年数により区分すると、開設1年未満の事業所による雇用増加の割合が圧倒的に大きく、開設1年以上の事業所における雇用者数は趨勢的に減少している。しかし、金融危機以降に限って見ると、開設1年以上の事業所による雇用は金融危機直後こそ大幅に削減されたが、足元では削減幅は縮小し、平時に比べても小幅となっている。一方、開設1年未満の事業所による雇用増加は金融危機に伴い鈍化した後、回復していない。



(出所) Department of Labor



(出所) Department of Labor

こうした動きは、新規起業の低迷による新たな雇用創出の停滞を示すと同時に、新規事業や企業の登場が引き起こすはずの淘汰圧力が限定的な下で（本来は競争力を失いつつある）既存企業が生存し続け、その結果として、そうした企業における雇用が維持されている点を浮かび上がらせる。こうした事態は労働市場の新陳代謝を低下させ、既に職を得ている労働者にとって有利に働く可能性がある一方、労働市場へ新規に、もしくは再び参入する労働者にとっては不利となり、労働力率の低下に繋がる。実際、雇用変動を見ると、解雇率が極めて低水準にある一方で、就職率はそれほど高まっていない。また、自主的な離職率も低いままである。2014年前半に非農業部門雇用者数は月当たり23万人増加したが、そうした雇用増加は（新たな就業の増加もあるが）解雇及び離職の減少により達成された部分が大きいと言える。

こうした新規起業の低迷についての詳細な分析は本稿の範囲を外れるが、やはり金融危機の影響が大きいと考えられる。サンフランシスコ連銀のエコノミストは住宅バブル崩壊に伴う住宅価格低下が、住宅を担保とした起業資金の調達を困難にした可能性を指摘している。一方、超低金利環境が負債を抱える既存企業にとって有利に働き、生き残りに繋がったとも考えられる。Fedによる積極的な金融緩和は米国経済にとって必要不可欠だったが、それが引き起こした負の側面も大きい。なお、後述するように、こうした新規起業の低迷は設備投資の抑制にも繋がっている可能性がある。

(4) 労働生産性上昇率の低下

次に労働生産性だが、統計の制約からここでは対象を非農業部門とする。なお、労働生産性は労働時間当たりで把握している。非農業部門の労働生産性上昇率の長期推移を見ると、電灯や内燃機関の発明による19世紀末からの労働生産性の高い伸びが終わった後の「1972年から1996年まで」と、イ

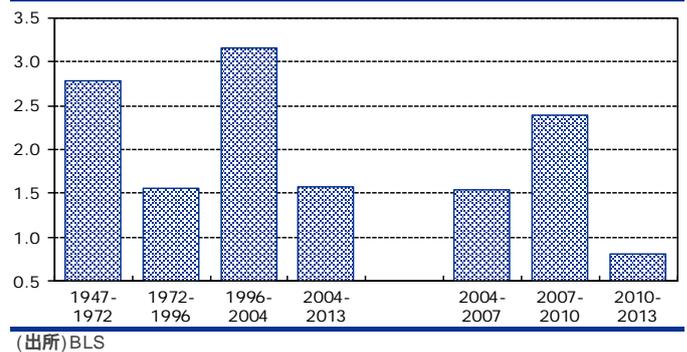
⁷ 統計調査の不備により、ヘルスケア関連の事業所が2013年に急増した。そのため、本稿ではヘルスケア関連を除いたベースを別途試算し用いている。

インターネットやe-commerceによる労働生産性上昇が終わった後「2004年以降 2013年まで」の労働生産上昇率は1.6%程度でほぼ並んでおり、2004年以降の労働生産性上昇率が特に低いという訳ではない⁸。革命的な発明等による押し上げ寄与が無い時期の労働生産性上昇率としては通常のレベルとも判断できる。しかし、2004年以降を金融危機前の2004～2007年、金融危機最中の2007～2010年、金融危機後の2010～2013年に三分割すると、金融危機後2010年以降の労働生産性上昇率が僅か0.8%にとどまり、際立って低い。なお、2014年は、執筆時点で1～3月期のみ公表だが、前年比1.0%にとどまり2010～2013年と大きく変わらない。

労働生産性上昇率が低下した理由を考えるために、米労働省に倣い労働生産性の伸びを要因分解した。労働生産性は、労働投入に対する資本装備率の影響を示す資本深化、構成による労働投入の質の変化の影響を示す労働構成、及びに区分されない技術革新などの影響を示す全要素生産性⁹の三つに分解できる。このうち、2010年以降は特に資本深化の労働生産性上昇に対する影響が縮小していることが分かる。2011年及び2012年にはマイナスまで記録した。一方、労働構成の寄与や全要素労働生産性の寄与も縮小しているが、1995年以降の推移を踏まえれば、際立って小さいという訳ではない。

このように2010年以降に資本装備率の伸びが低下し、労働生産性に対する資本深化の寄与度が大きく縮小したのは、金融危機以降に過剰となった資本を調整する動きが生じたためと考えられる。資本生産性及び資本装備率の推移を見ると、金融危機に際し、資本が過剰となり資本生産性が急低下すると同時に、資本装備率がトレンドを上回る

非農業部門労働生産性伸び率 (%)



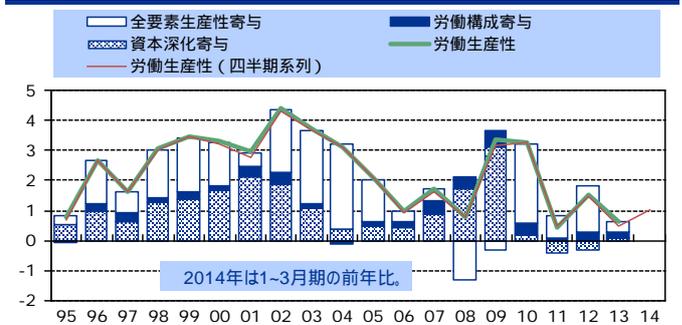
(出所)BLS

経済成長を左右する要因 (再掲)

$$\begin{aligned} \text{経済活動 (付加価値生産)} &= \text{労働投入量} \times \text{労働生産性} \\ \text{労働投入量} &= \text{雇用者数} \times \text{一人当たり労働時間} \\ \text{労働生産性} &= f(\text{資本深化, 労働構成, 全要素生産性}) \end{aligned}$$

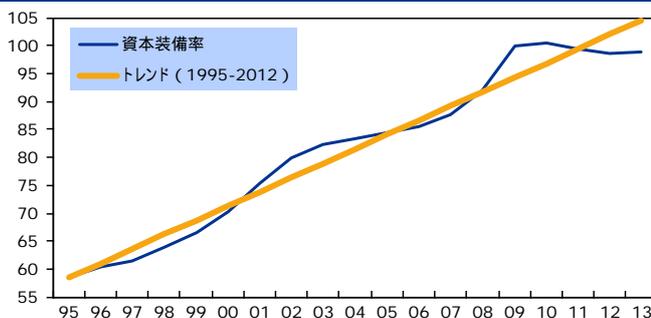
(出所)伊藤忠経済研究所作成

労働生産性の伸びの寄与度分解 (%、%Pt)



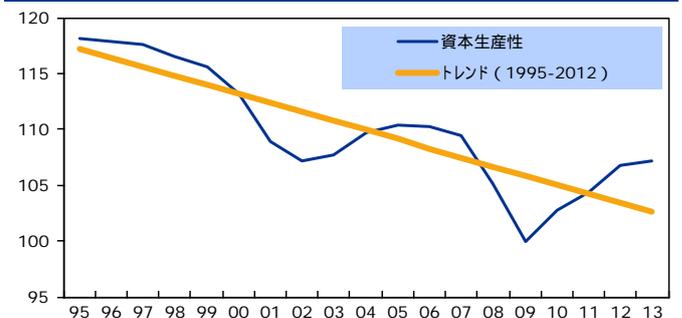
(出所)BLS

資本装備率 (2005年=100)



(出所)BLS

資本生産性 (2005年=100)



(出所)BLS

⁸労働生産上昇率の変動に関する長期的な時期の区分は前掲の Gordon の分析に基づいている。

⁹統計上は残渣として認識されるため、種々の要因が含まれる可能性がある。

水準へ上昇したことが読み取れる。2009 年以降¹⁰は、こうした過剰となった資本を調整するために余剰設備が廃棄される一方、設備投資も抑制された。

こうした動きを GDP 統計で確認すると、設備投資の名目 GDP 比は相応の水準を維持しており、設備投資が継続して実施されていることが示されている。しかし、設備の除却や償却などを勘案した後の資本ストックの増加額の名目 GDP 比は 2009 年に明確なマイナスへ落ち込み、その後も過去平均に比べて極めて低い水準にとどまっており、引き続き資本ストックの伸びが抑制されていることが読み取れる。

2012 年に資本生産性は大幅に上昇、かつ資本装備率もトレンド水準を大きく下回るところまで低下しており、必要な調整は概ね終了したと判断される。

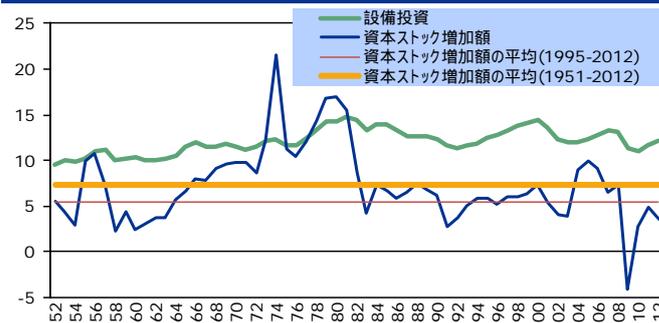
従って、2013 年は、再び資本ストックを積み増し、資本装備率を引き上げるタイミングに該当したはずである。それにも関わらず、2013 年の設備投資は名目で前年比 3.9%（2012 年 8.8%、2011 年 9.1%）、実質では 2.7%（2012 年 7.3%、2011 年 7.6%）と極めて低い伸びにとどまった。こうした設備投資の低い伸びには、金融危機後に染みついた企業の慎重姿勢に加え、財政問題の不透明感が影響したと考えられる。加えて、前項で指摘した新規起業の減少も影響した可能性がある。起業後間もない企業は雇用のみならず、設備投資ニーズも大きいと考えられる。

(5) 潜在成長率の見通し

以上の分析を踏まえると、まず労働力人口の伸び低下には、高齢化など人口動態の変化のみならず、金融危機後の経済情勢が影響した部分も含まれている。そのため、金融危機の影響が和らぐにつれ、少なくとも労働力率の低下ペースは過去数年に比べ極めて緩慢となる可能性が高い。労働力人口の伸びは更なる低下には至らず、現在の 0.5～0.6%程度が当面は継続すると見込まれる。なお、高齢化が労働時間に及ぼす影響は少なくとも現時点では軽微であり、概ね無視できる¹¹。

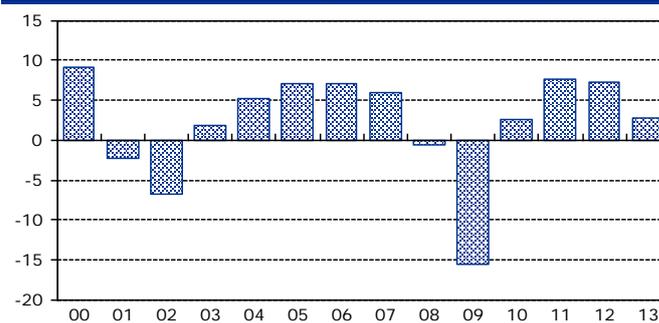
次に労働生産性については、資本深化の、つまりは資本投入の回復が鍵を握る。既に述べたように、近年において資本深化は労働生産性の伸びを押し上げるどころか、押し下げる方向に寄与しており、2010～2013 年には年率 0.2%Pt のマイナス寄与だった。これが 2004～2007 年の平均へ戻れば 0.6%Pt の押し上げ寄与に、2000～2007 年の平均に戻れば 1.0%Pt の押し上げ寄与となる。潜在的に 2004

資本ストック増加額等の名目 GDP 比率 (%)



(出所) Department of Commerce

設備投資の推移 (実質、前年比、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

¹⁰ 労働生産性に対する寄与度は 2009 年まで上昇した後、2010 年から低下しているが、資本ストックの抑制は 2009 年がピークである。2009 年は資本ストックの抑制が労働投入の縮小（産出縮小ペース）に追い付かず、資本装備率が上昇したと考えられる。

¹¹ 2007 年から 2013 年の労働時間の伸び（雇用統計の全労働者ベース）は年率 0.04%であり、労働投入量に及ぼす影響は限定的だった。なお、金融危機以降のパートタイム労働者比率の高さを考えると、潜在的な労働時間の縮小は更にゆっくりとしたものにとどまると考えられる。

潜在成長率の見通し

非農業部門の潜在成長率 2.2~2.3%
 (当面は2.6~2.7%)
 労働投入量の伸び 0.5~0.6%
 労働生産性の伸び 1.7%

米国経済全体の潜在成長率 1.9~2.0%
 (当面は2.3~2.4%)

(出所)伊藤忠経済研究所作成

~2007年の伸びへの回帰は十分に射程圏内と言える。また、資本装備率が極めて低水準にある点を勘案すれば、5~6年程度のスパンに限れば2000~2007年の伸びへの復帰も可能であろう。

資本深化の寄与が2004~2007年の水準へ戻り、労働構成と全要素生産性の寄与が2010~2013年から不変であれば、労働生産性上昇率は2010~2013年実績の0.8%から1.7%へ高まる。既に述べた潜在的な労働力人口の伸び0.5~0.6%程度と合算すれば、潜在成長率は中期的に2.2~2.3%程度、設備投資の活発化により5~6年程度のスパンにおいて期待できる成長率は2.6~2.7%程度と試算できる。

潜在的な労働力人口の伸び0.5~0.6%程度と合算すれば、潜在成長率は中期的に2.2~2.3%程度、設備投資の活発化により5~6年程度のスパンにおいて期待できる成長率は2.6~2.7%程度と試算できる。

但し、以上の計数はあくまでも非農業部門についてである。非農業部門は米国経済の7割超を占め主力かつイノベーションの中心である一方、非農業部門以外は政府セクターが中心のため生産性は劣る。金融危機前1997~2007年について見ると、非農業部門が年率3.5%で成長した一方、非農業部門以外は1.9%の拡大にとどまり、成長ペースは非農業部門の約55%(1.9%/3.5%)に過ぎない。なお、金融危機以降は、景気下支えのための財政出動とその後の歳出抑制により両者の関係は極めて不安定であり、参考とはしにくい¹²。

1997~2007年の非農業部門と非農業部門以外の成長率の関係をを用いて、非農業部門以外の潜在成長率を試算すると1.2~1.3%となる(2.6~2.7% × 55%)。非農業部門と非農業部門以外を2013年ウェイトにより合成すると、米国経済の潜在成長率は、中期的に1.9~2.0%程度と試算できる。但し、上述したとおり、資本投入の活発化による高めの労働生産性上昇率が期待できるため、当面は2.3~2.4%程度を成長率の目安と考えることが可能である。こうした当社が想定する潜在成長率は、CBOが潜在成長率を2017~2019年について2.3~2.4%程度と見込み、その後徐々に低下し、2024年には2.0%になると想定するのに概ね整合する。

当社試算による中期的な潜在成長率である1.9~2.0%は、従来考えられていた2%台前半から半ばの潜在成長率に比べ明らかに低い。ただし、足元の極めて低い労働生産性上昇率の原因でもある資本装備率の低下を反転させることにより、当面は2.3~2.4%と2%台半ばに近い成長が可能である。また、潜在成長率は容易に変化しないが、政策的に押し上げることが不可能ではない。米国政府が資本装備率を趨勢的に高めていく政策を選択することは可能であり、シェール革命などによるエネルギー環境の変化がそうした政策をサポートする方向へ作用しうる。また、高齢化などの人口動態を変えるのは困難だが、移民政策の変更により労働力人口を拡大するという選択肢は存在する。重要なのは、潜在成長率の低下を嘆くことではなく、低下に対して如何に先見的に対応していくかである。

参考文献

- Robert J Gordon. 2012 "Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds" CEPR POLICY INSIGHT No.63
 Liz Laderman and Sylvain Leduc 2014 "Slow Business Start-ups and the Job Recovery" FRBSF ECONOMIC LETTER

¹² 2007~2010年の成長率は非農業部門が0.9%、非農業部門以外が1.6%、2010~2013年は非農業部門が2.8%、非農業部門以外が0.4%である。

2. 経済動向分析

(1) 1~3月期は深刻なマイナス成長に

2014年1~3月期の実質GDP成長率は二次推計値の前期比年率 1.0%が最終推計値で 2.9%へ、1.9%Pt も大幅に下方修正された。一次推計値の 0.1%から見れば、実に 3.0%Pt もの大規模な修正である。米国において、これほどの大幅な修正は極めて珍しい。1~3月期成長率のマイナス幅である前期比年率 2.9%は、金融危機に伴い2009年1~3月期に記録した 5.4%以来、金融危機を除けば1990年10~12月期の 3.4%以来となる大きさである。

一次推計値から二次推計値への下方修正の主因は、在庫投資の下方修正（GDP成長率寄与度が0.57%Ptから1.62%Ptへ1.05%Ptの引き下げ）であったが、二次推計値から最終推計値への下方修正を引き起こしたのは個人消費と純輸出である。個人消費が前期比年率3.1%から1.0%へ、寄与度では2.09%Ptから0.71%Ptへ、また純輸出の寄与度は0.95%Ptから1.53%Ptへそれぞれ下方修正された。このうち、純輸出の下方修正は、基礎統計（貿易統計と国際収支統計）の改訂に伴う通例のものである。輸出が前期比年率6.0%から8.9%へ下方修正、控除項目である輸入は0.7%から1.8%へ上方修正され、純輸出寄与度が引き下げられた。

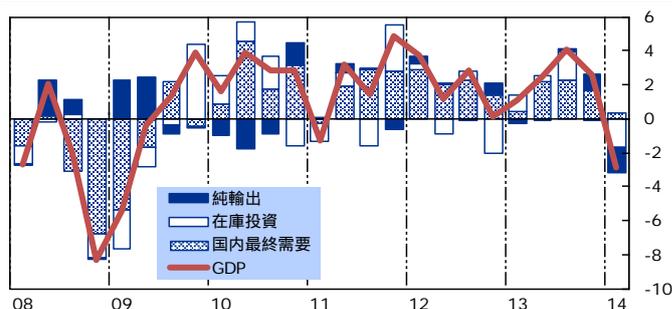
問題は、個人消費の下方修正である。下方修正の過半は、サービス消費、中でも医療サービスの修正が大きい。サービス消費は二次推計値の前期比年率4.3%が1.5%へ、寄与度は1.93%Ptから0.67%Ptへ、医療サービスは前期比年率9.1%が1.4%へ、寄与度では1.01%Ptから0.16%Ptへ極めて大きな下方修正だった。医療サービスは、二次推計段階までは十分な基礎統計が得られず、公表元のBEAは推計に依存せざるを得ない。そのBEA推計値と基礎統計であるQSS(Quarterly services survey)の実績が大きく乖離し、極めて大規模な下方修正を招いたのである。

(2) マイナス成長のインプリケーション

2014年1~3月期実質GDP成長率の最終推計値から得られるインプリケーションは二つである。

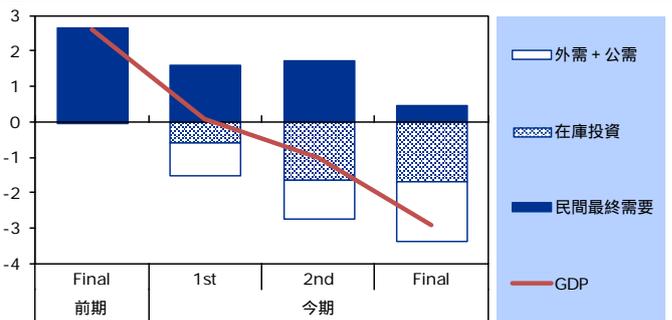
第一は、オバマケアが寄与しての1~3月期からの医療サービス支出の急拡大は幻だった点である。正直なところ、オバマケアが医療支出に及ぼす影響について、現時点での判断は難しい。医療サービス支出は2014年1~3月期に小幅減少したが、これは2013年後半の伸びがトレンドよりやや高

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



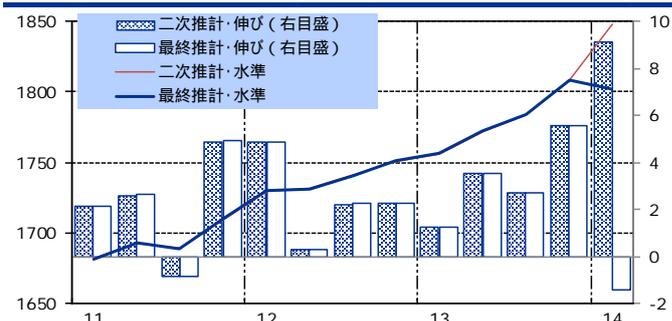
(出所) U.S. Department of Commerce

GDPの改訂状況（%、%Pt）



(出所) US.BEA

医療サービス支出の推移（実質・年率換算、10億ドル、%）



(出所) US.BEA

めだった反動と考えられ、オバマケアが医療サービス支出を下押しした訳ではないだろう。ただ、GDP統計の二次推計値までが示唆していたオバマケアによる医療サービス支出利用者の裾野拡大による支出増加は、(少なくとも1~3月期の段階では)最終推計値により明確に否定されてしまった。オバマケアは導入されたばかりのため、それが及ぼす経済や家計への影響は、今後のデータ蓄積をもって判断すべきである。ただ、少なくとも当面については、オバマケアの効果により医療サービス支出が大幅に拡大するとの見通しは描きにくい。

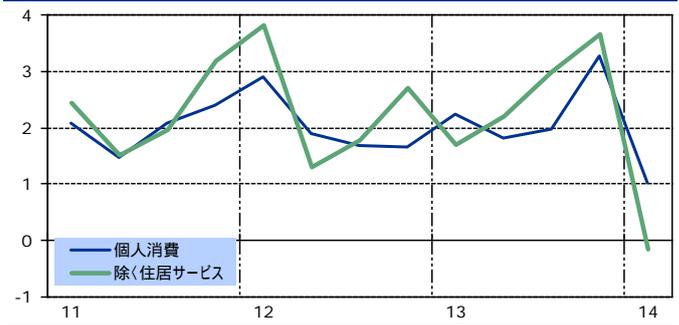
第二は、異例の寒波の悪影響が甚大だった点である。二次推計値までは、(結果的に誤りだった)医療サービス支出の急増により個人消費が過大に推計され、寒波による米国経済の落ち込みを小さく見せていた。しかし、最終推計値で、個人消費は10~12月期の前期比年率3.3%が1~3月期に1.0%まで減速し、寒波に伴い伸びたエネルギー消費を含む住居サービスを除けば0.2%と僅かながらもマイナスである。また、輸出は最終推計値で前期比年率8.9%まで引き下げられたが、この落ち込みにも寒波に伴う国内生産の不能が影響している。特にエネルギー輸出の落ち込みが顕著であり、逆に、寒波によるエネルギー国内需要の増加を受けて、輸入は押し上げられた。加えて、在庫投資の押し下げ寄与度が1~3月期に前期比年率1.70%Ptまで膨らんだのは、昨年後半の在庫積み上がりに伴う調整が主因ではあるものの、寒波に伴う生産不能も少なからず影響したと考えられる。

1~3月期の大幅なマイナス成長によって、2014年の平均成長率に対する目線は下がらざるを得ない。しかし、4~6月期以降の経済成長に対して弱気になる必要はない。米国経済の1~3月期の落ち込みは、あくまでも昨年後半のツケとしての在庫調整及び寒波によるものに過ぎない。米国経済の拡大トレンドが揺らいだわけではない。以降では、米国経済の分野毎の動向を確認した上で、4~6月期及び今後の見通しについて示す。

(3)雇用情勢は増勢を強める

6月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が大幅に増加し、また失業率も低下するなど、極めて強い内容だった。まず、非農業部門雇用者数(NFP: Non-farm payroll employment)は6月に前月差28.8万人と市場コンセンサスの21万人程度を大きく上回る伸びを示した。また、4月の増加幅は2.2万人上方修正され、30.4万人と2012年1月以来の30万人台を記録、5月の増加幅も0.7万人

個人消費の推移(前期比年率、%)



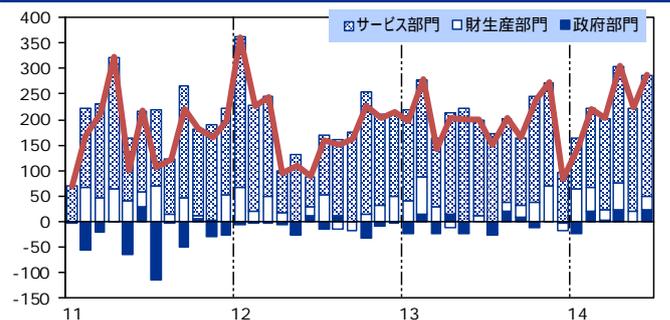
(出所) U.S. Department of Commerce

石油輸出の推移(10億ドル)



(出所) CENSUS

非農業部門雇用者数の推移(月当たり変化、千人)



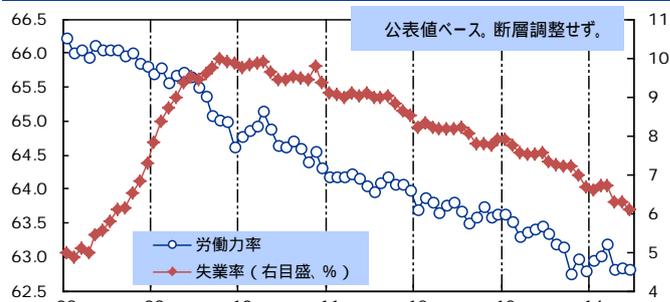
(出所) U.S. Department of Labor

上方修正されている。4～6月期は月当たり27.2万人増加と1～3月期の19.0万人から増勢が大きく加速した。

家計調査から算出される失業率は5月6.30%が、6月は6.09%へ大幅に低下し、量的な労働需給の改善を示した。6月は、労働力率が62.83%（5月62.84%）と3ヶ月連続で低水準を記録、労働力人口の増加が前月差8.1万人の低い伸び¹³にとどまった一方、雇用者数¹⁴が40.7万人（5月14.5万人）と大幅に増加し、失業者数が大幅に減少、失業率の低下へ繋がっている。失業率の前月からの変化幅0.212%Ptを寄与度分解すると雇用者数要因が0.261%Ptと過半を占めるが、労働力率要因も0.024%Ptと失業率押下げに寄与した（他に人口要因が+0.073%Pt寄与）。労働力率低下の失業率に及ぼす影響は、長いスパンで考えると甚大である。失業率は3月6.7%が6月6.1%へ僅か3ヶ月で0.6%Ptも低下したが、内訳は労働力率要因が0.533%Pt、雇用者数要因0.308%Ptであり（他に人口要因+0.211%Pt）、雇用者数の増加以上に労働力率の低下が、最近の失業率低下に寄与したことが読み取れる。

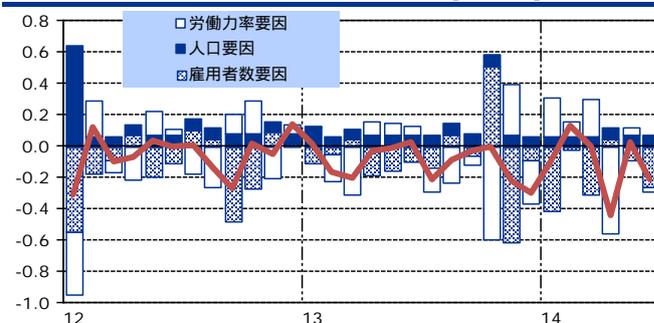
次に、質的な労働需給指標を見ると、まず、失業期間が27週以上の長期失業者は6月に前月差29.3万人と大幅に減少した。その結果、失業者に占める長期失業者の比率（長期失業者比率）は32.5%（5月34.4%）と2009年6月以来の水準へ低下、平均失業期間も33.3週（5月34.5週）へ短期化している。また労働力人口に占める長期失業者の比率である長期失業率は1.98%（5月2.17%）と2009年2月以来初めて2%を割り込んだ。一方、短期失業者（長期失業者以外の失業者）の労働力人口に対する比率である短期失業率は4.11%（5月4.13%）とほぼ横ばいであり、6月の失業率低下には長期失業者の減少が寄与したことが分かる。但し、短期失業率が金融危機前の水準まで戻った

労働力率と失業率の推移（%）



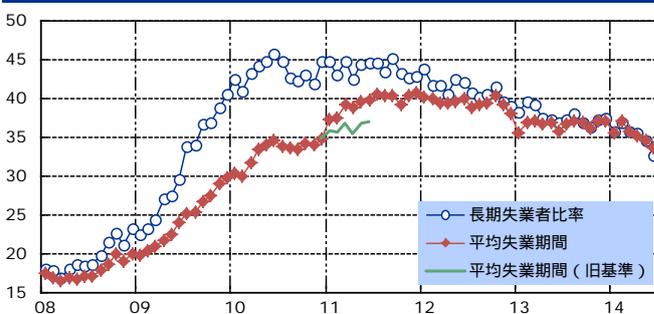
(出所) U.S. Department of Labor

失業率前月差の要因分解（%Pt）



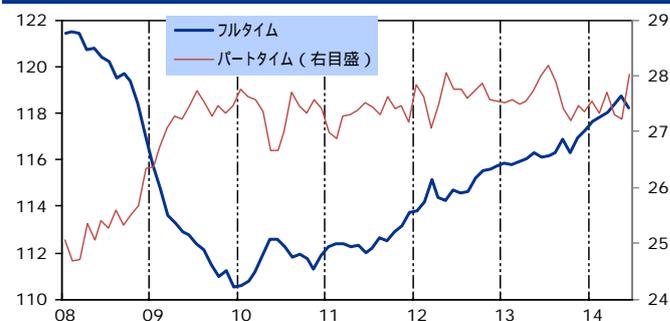
(出所) U.S. Department of Labor

長期失業の動向（%、週）



(出所) U.S. Department of Labor

就業時間別雇用者数の推移（百万人）



(出所) U.S. Department of Labor

¹³ 2014年上期は月当たり12.6万人の増加だったが、4～6月期は17.8万人の減少である。

¹⁴ 家計調査と、NFPを算出する事業所調査では雇用者数の概念が異なる。事業所調査概念に調整したベースでは、6月前月差37.3万人（5月55.9万人、4月26.7万人）の増加である。

一方で、長期失業率は未だ極めて高い水準にある（金融危機前は1%程度）。

雇用者数は事業所調査と家計調査ともに大幅な増加を示したが、雇用者の構成は悪化している。6月はパートタイム労働者が前月差79.9万人と急増する一方、フルタイム労働者が52.3万人も急減した。フルタイム労働者の比率は5月81.3%が6月は80.8%と、2013年8月の80.7%以来の低水準まで低下している。パートタイム労働者の中身を見ると、フルタイム職がないという経済的理由からパートタイムを余儀なくされている労働者が前月比3.8%、経済的理由以外のパートタイム労働者は4.4%といずれも増加した。

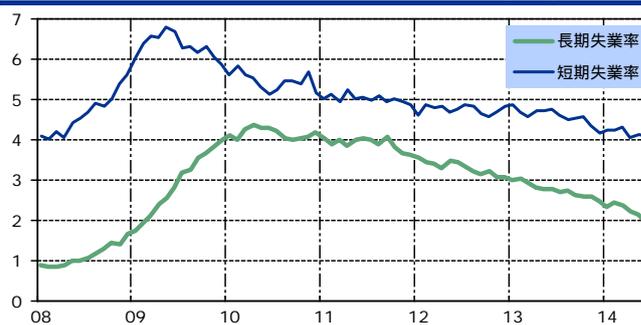
以上を踏まえると、質的な労働需給は回復基調にあるものの、なお十分には改善が進んでいないと言える。労働市場からの退出分を割り引くとしても、長期失業率が2%を割り込むほどに労働需給は改善してきた。しかし、企業が労働コストの増加を嫌う下で、そうした長期失業者の受け皿は、主としてパートタイム労働者になっている。これは労働需給が量的にも質的にもタイト化へ向かう下での過渡期な動きと言えるが、賃金上昇圧力が及ぶには時間を要する点も同時に示している。実際、全労働者の平均時給の12ヶ月前比上昇率は、6月に2.0%と5月2.1%から小幅低下、製造及び非管理労働者で見ても5月2.4%が6月は2.3%へ低下した。ともに、なお2%近傍での一進一退から抜け出せていない。

(4) 財消費急増とサービス消費低迷

既に述べたように、1~3月期の個人消費は前期比年率3.1%が1.0%へ大幅に下方修正され、従来の「寒波にも関わらず高い伸び」との評価が「寒波による低迷」へ大きく変わってしまった。昨年終盤以降の個人消費の動きを改めて確認すると、2013年10~12月期は年末商戦がやや期待外れに終わり財消費が2.9%（7~9月期4.5%）へ減速したものの、医療や外食などを中心にサービス消費が3.5%（7~9月期0.7%）と高い伸びを示したため、個人消費全体も3.3%と大幅に増加した。一転、2014年1~3月期は深刻な寒波に見舞われ、個人消費は1.0%と低い伸びにとどまった。外出手控えや消費不能により耐久財消費（10~12月期2.8% 1~3月期1.2%）が低迷、外食（1~3月期1.6%）や娯楽（同2.5%）などのサービス消費は減少へ転じた。医療サービスも1.4%（10~12月期7.6%）と落ち込んでいる。なお、寒波に伴うエネルギー消費の増加で住宅ユーティリティ・サービスは6.5%と大きく伸びたが、他分野の下押しが勝った。

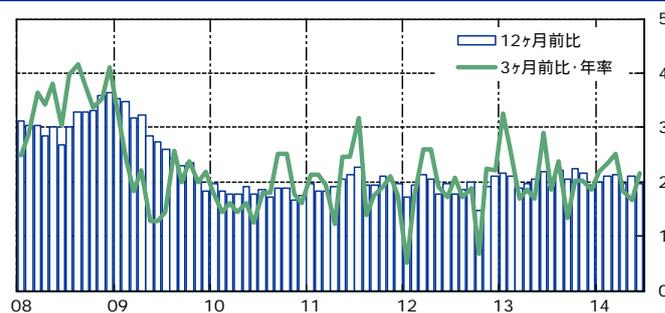
4~6月期は、財消費において、耐久財を中心に寒

短期失業率と長期失業率の推移（%）



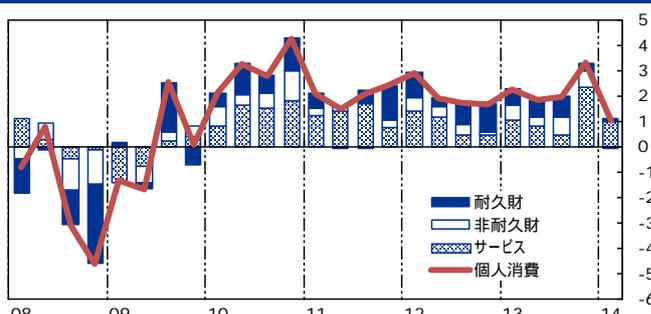
(出所) U.S. Department of Labor

平均時給の推移（全労働者、%）



(出所) U.S. Department of Labor

個人消費の推移（前期比年率%、%Pt）



(出所) U.S. Department of Commerce

波後のpentアップデマンドが大きく膨らんだ。自動車（前期比年率 20.1%）や家具（10.7%）、建設資材（12.1%）などが二桁増加を記録、4~6 月期の小売業売上高全体も前期比年率 10.0%と極めて高い伸びを示している。GDP ベースの実質財消費も 4~6 月期は 4%強の高い伸びを達成するだろう。

しかし、サービス消費は 1~3 月期に続き 4~6 月期も低調に推移している。寒波で膨らんだエネルギー消費（ユーティリティに含まれる）が反動で落ち込むのは想定通りだが、エネルギー消費以外も総じて低調である。こうしたサービス消費の低迷が財消費の急増を打ち消し、4~6 月期の個人消費は前期比年率 2%弱にとどまると見込まれる。

2014 年後半以降も、サービス消費の動向には不透明感が残る。しかし、前項で述べたように、雇用所得環境が基調として回復を続ける下で、個人消費全体は総じて拡大基調を維持すると見込まれる。マクロ的に見ると、家計のバランスシート状況は大きく改善しており、過剰債務が抑制要因として作用しない点も消費拡大のサポート要因になる。

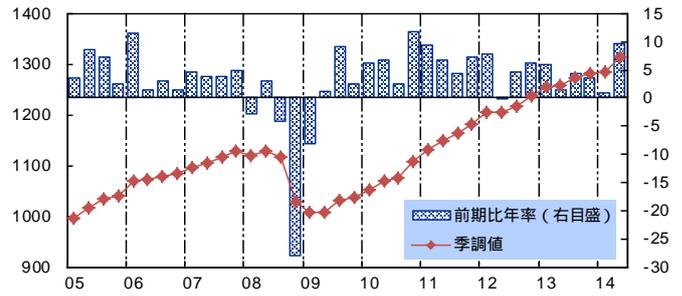
(5)住宅市場は持ち直し

2013 年後半から 2014 年初めにかけて低迷した住宅市場だが、漸く持ち直しの動きが鮮明となってきた。まず 10~12 月期に前期比年率 20.4%、1~3 月期 23.7%と 2 四半期連続で大幅に減少し住宅投資低迷の震源となった住宅販売（中古+新築）が 4 月に前月比 1.7%、5 月 6.1%と 2 ヶ月連続で増加している。4~5 月平均は 1~3 月期を年率換算で 17.1%（1~3 月期前期比年率 23.7%）も上回っており、4~6 月期は 3 四半期ぶりの増加が確実である。

こうした住宅販売の増加による需要拡大と寒波に伴う工事不能の解消により、住宅着工も持ち直し、4~6 月期は前期比年率 26.2%（1~3 月期 33.7%）と急増した。着工に先行する建築許可も 4~6 月期に 10.9%（1~3 月期 20.7%）と増加している。こうした販売増加や着工拡大を受けて、GDP ベースの住宅投資も、4~6 月期は前期比年率 13%程度と 3 四半期ぶりの増加へ転じる見込みである。

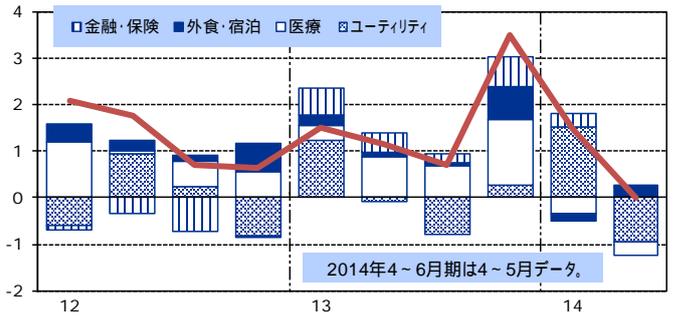
なお、月次で見ると、住宅着工は 5 月前月比 7.3%、6 月 9.3%、建築許可も 5 月 5.1%、6 月 4.2%と共に 2 ヶ月連続で減少しており、先行きに懸念が残る。但し、上述した販売増加や住宅デベロッパーの景況感改善を踏まえれば、着工等の減少は一時的な動きである可能性が高いだろう。

小売・飲食サービス売上高（10億ドル、%）



(出所) Department of Commerce

サービス消費の推移（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

住宅金融に関する規制強化もあり、金融機関の貸出基準緩和が展望し難い下で、住宅市場の劇的な拡大は期待できない。しかし、雇用所得環境が改善基調を維持する下で、住宅市場が緩やかな持ち直しを続ける程度の基盤は十分に整っている。住宅市場は2014年後半以降も緩やかな改善基調を辿る見込みである。

(6) 企業部門は上向き

寒波による生産不能などが響き、製造業生産は1~3月期に前期比年率1.4%と低い伸びにとどまったが、4~6月期は6.7%と大幅な増加へ転じた。なお、寒波に伴う需要急増の反動から電力・ガス生産は低調だが、寒波に伴う在庫減少とエネルギー価格上昇による採算改善が寄与し鉱業生産が伸びている。そのため、鉱工業生産全体は4~6月期に前期比年率5.5%（1~3月期3.9%）と3四半期連続で前期比年率4~5%前後の伸びを確保した。

実体指標のみならず、企業景況感も上向いている。代表的な企業景況感指数であるISM指数（中立=50）は製造業の4~6月期平均が55.2（1~3月期52.7）、非製造業は55.8（1~3月期52.9）と共に明確に浮上した。

設備投資関連データも回復しつつある。一致指標の非国防資本財出荷（除く航空機）は4~5月平均が

1~3月期を年率換算で6.3%上回り（1~3月期前期比年率2.2%）、先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）も4~5月平均が1~3月期を9.5%上回っており（1~3月期前期比年率4.1%）、設備投資の緩やかな増勢を示唆している。設備投資は昨年末での減税終了が響き、1~3月期に前期比年率1.2%（10~12月期5.7%）と4四半期ぶりの減少に転じたが、4~6月期は6%程度の増勢に復帰する見込みである。ただ、企業の設備投資意欲は精彩を欠いており、設備投資を景気のけん引役としてはなお期待できない。

(7) 外需は成長下押しを継続

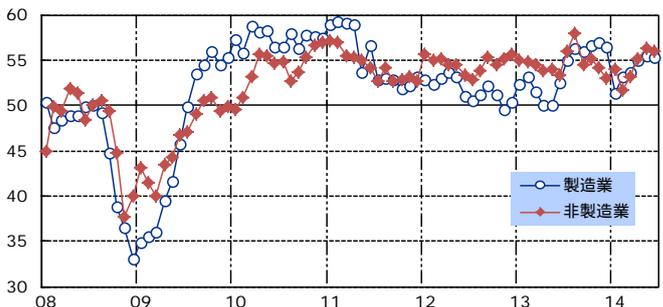
寒波に伴う生産や輸送の停滞、内需急増などにより、1~3月期は石油製品の輸出が大きく落ち込み、GDPベースの輸出全体も前期比年率8.9%（10~12月期9.5%）と4四半期ぶりの減少を余儀なくされた。4~6月期は石油製品輸出が増勢へ復帰し、輸出全体も持ち直しており、実質財輸出の4~5月平均は1~3月期を年率換算で8.9%（1~3月期前期比年率9.0%）も上回っている。しかし、ペントアップデマンドに伴う財消費の増加に対応するかたちで輸入も拡大しており、4~5月平均の実質財輸入は1~3月期を年率換算で15.6%（1~3月期前期比年率0.7%）も上回った。輸出の持ち直

住宅デベロッパーの景況感（中立=50）



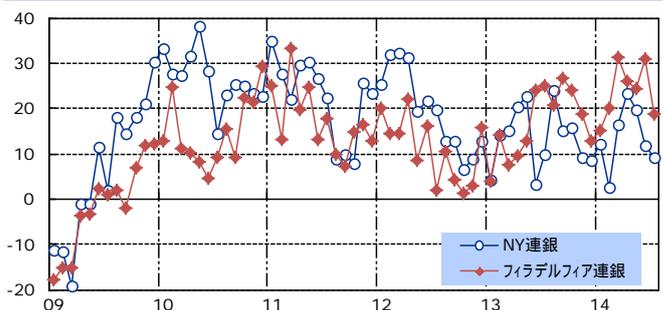
(出所) NAHB

ISM調査の企業景況感（中立=50）



(出所) Institute for Supply Management

米国企業の設備投資見通し（中立=ゼロ）



(出所) NY Fed, Philadelphia Fed

しを上回る輸入の急増により、4～6月期も輸出から輸入を控除した純輸出は実質 GDP 成長率を押し下げる見込みである。当社では4～6月期の純輸出の寄与度を前期比年率 0.8%Pt 程度（1～3月期 1.5%Pt）と見込んでいる。

2014年7～9月期は、輸出が増勢を維持する下で、輸入が反動で減少し、純輸出の成長に対する寄与度はプラスへ転じると予想される。その後は海外経済の復調に伴う輸出増加と米国経済の拡大に対応する輸入増加が概ね見合うかたちで、輸出入が平行に推移し、純輸出は成長を大きく左右しないだろう。

(8) 財政収支は改善基調

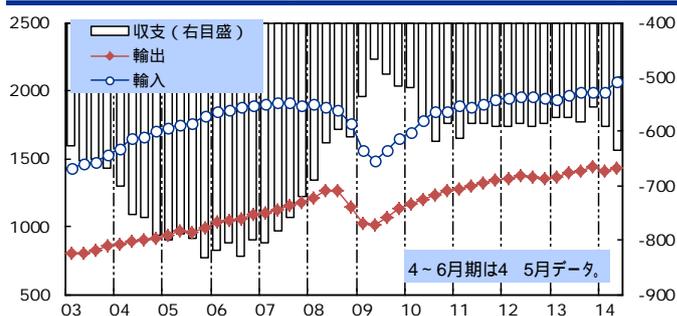
財政収支は改善傾向が継続している。2014会計年度（2013/10～2014/9）は9ヶ月、4分の3が終了したところだが、累積の財政赤字は前年度を1,440億ドル下回った。内訳を見ると、歳入が前年を8.2%上回り、収支改善に貢献している。一方、歳出は、社会保障関連の支出が増加していることに加え、ファニーメイやフレディマックなどGSEによる配当が前年を下回った影響から¹⁵、前年を1%程度上回った。なお、当社では4～6月期のGDP統計ベースの政府支出について前期比年率1%程度と3四半期ぶりの小幅増加を予想している。

(9) 米国経済は底堅い成長

1～3月期の米国経済を大きく下押しした寒波は、4～6月期に財消費におけるペントアップディマンドや、寒波で停滞していた住宅投資及び生産活動の活発化というかたちで成長率を押し上げる。既に述べたように、ペントアップディマンドにより4～6月期の財消費は前期比年率4%程度的大幅増加が期待される。しかし、寒波で膨らんだエネルギー消費の反動減や他のサービス消費の低迷が響き、4～6月期の個人消費全体は2%弱（1～3月期1.0%）と平凡な伸びにとどまる見込みである。住宅投資は寒波など下押し材料の緩和と雇用所得環境の改善を背景に前期比年率13%程度の、設備投資も減税措置終了の影響が和らぎ、6%程度の増加を予想する。また、2013年後半に膨らんだ在庫の調整と寒波による生産低迷が響き、1～3月期は在庫投資が成長率を前期比年率1.7%Ptも押し下げたが、4～6月期は活発な在庫投資が行われており、2%程度の成長押し上げが期待できる。政府支出も小幅だが3四半期ぶりの増加になる可能性が高い。石油製品輸出の回復により輸出は増勢へ復帰するものの、ペントアップディマンドを受けて輸入が急増するため、純輸出の成長率に対する寄与度は前期比年率0.8%Pt程度と押し下げ方向が続く（1～3月期1.5%Pt）。

以上を総合すると、内需の持ち直しが外需の下押しを上回り、4～6月期の米国経済は前期比年率3.6%程度の成長が期待できる。ただ、前月レポートで想定した4%超の成長に比べれば、大幅な引き下げ

実質財収支の推移（年率、10億ドル、貿易統計）



(出所) US Census Bureau

連邦財政収支の推移（季調値、年率、四半期、10億ドル）



(出所) US Financial Management Service

¹⁵ 配当はマイナスの歳出となる。GSE向け歳出は前年が820億ドル、今年は680億ドル。

である。これは、医療サービス支出における遡及しての大幅な下方修正に加え、医療以外についても4～6月期にサービス支出が低迷しているためである。

4～6月期に成長率を押し上げたペントアップデマンドは消えるため、4～6月期対比で見ると2014年後半に成長ペースは再び鈍化する。しかし、雇用所得環境の改善に支えられ、個人消費や住宅投資の拡大は続き、それに沿うかたちで企業活動も堅調に推移するため、2014年中の成長ペースは3%程度を維持する見込みである。2015年以降も景気拡大局面は続き、2%台半ばの成長を続けるだろう。寒波や在庫調整による1～3月期の大幅なマイナス成長が響き、2014年平均の成長率は1.9%にとどまるが、2015年に2.6%へ高まると予想する。なお、7月30日に予定されている2014年4～6月期一次推計値の公表時には定例の年間補正が施されるため、実績及び予想値が変動する可能性がある。

米国経済の推移と予測（暦年）

前年比, %, %Pt	2011 実績	2012 実績	2013 実績	2014 予想	2015 予想
実質 GDP	1.8	2.8	1.9	1.9	2.6
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.6	1.9	2.3
個人消費	2.5	2.2	2.0	2.2	2.3
住宅投資	0.5	12.9	12.2	4.0	5.8
設備投資	7.6	7.3	2.7	4.9	5.8
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	2.3	4.4
輸入	4.9	2.2	1.4	2.5	3.1
名目 GDP	3.8	4.6	3.4	3.6	4.5
失業率	8.9	8.1	7.4	6.3	5.8
(Q4)	8.7	7.8	7.0	6.1	5.6
雇用者数(月変化、千人)	174	186	194	226	227
経常収支(10億ドル)	459	461	400	426	412
(名目GDP比,%)	3.0	2.8	2.4	2.5	2.3
貯蓄率(%)	5.7	5.6	4.5	4.5	4.3
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. 金融政策展望

(1) 出口戦略の検討が進む

非伝統的な金融緩和政策から脱するための出口戦略に関する議論が、Fed において大詰めを迎えつつある。検討実施のみを事実として伝えていた 4 月 FOMC までの議事要旨と異なり、6 月 FOMC の議事要旨では、具体的な議論の状況が示された。

出口戦略は 9 月公表が有力

まず、出口戦略の公表タイミングに関して、FOMC参加者は「今年後半 (later this year)」が適切との認識である¹⁶。それ以上の具体的な記載はないが、出口戦略の重要性に鑑みれば、議長の記者会見を伴う四半期最終月開催のFOMCが有力となり、また 2014 年内の利上げを主張するタカ派の存在を勘案すると 12 月よりは 9 月FOMCでの公表が妥当になる。そのため、出口戦略公表時期の第一候補は 9 月FOMCと考えられる。しかし、出口戦略に関しては、なお検討を要する事項が多数残っており、9 月FOMCでは最終決定に至らない可能性も否定はできない。その場合には定例の議長会見がない 10 月FOMC、もしくは 12 月FOMCまで公表が遅れる場合もあるだろう。

資産買入は 10 月 FOMC で終了の見込み

次に、資産買入政策については、10 月FOMCでの終了が既定路線である点が確認された¹⁷。当初 850 億ドルだった買入額は段階的に減額され (Tapering) 6 月FOMCにて 7 月から 350 億ドルとなる旨が決定された。よほど想定外の事態が発生しない限り、7 月FOMCで 250 億ドル、9 月FOMCで 150 億ドルへ減額され、10 月FOMCでゼロに、すなわち資産買入は終了する見込みである (実際の買入がゼロとなるのは 11 月から)。

再投資停止も Tapering

償還元本の再投資については、未だ議論が完全には収束していないものの、おおよその方向性が示されている。まず再投資の停止時期は、初回利上げ前や同時ではなく、利上げ後となる方針が示された¹⁸。再投資停止が住宅市場など実体経済へ及ぼす影響が金融政策に修正を迫るリスクや、再投資停止が利上げ開始の予告と捉えられ、金融政策の自由度を低下させるコミュニケーション上の問題を、利上げ後の再投資停止を支持する理由として、多くのFOMC参加者が挙げている。また、多くの参加者は再投資停止について段階的な対応 (a graduated approach) を望んでおり、資産買入縮小と同様に再投資停止も段階的に停止、つまり再投資額がTaperingされる可能性が高い。

IOER が主、RRPs が従

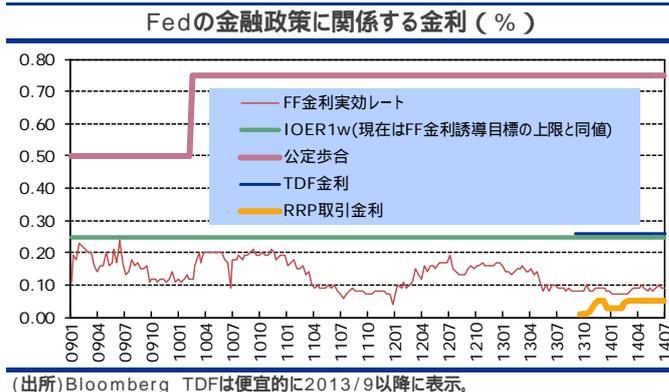
6 月FOMCの議事要旨では、金利政策についても、詳細な記載がみられる。まず、超過準備を抱えた

¹⁶ "It was observed that it would be useful for the Committee to develop and communicate its plans to the public later this year, well before the first steps in normalizing policy become appropriate", Minutes of June 17-18, 2014

¹⁷ "In light of these considerations, participants generally agreed that if incoming information continued to support its expectation of improvement in labor market conditions and a return of inflation toward its longer-run objective, it would be appropriate to complete asset purchases with a \$15 billion reduction in the pace of purchases in order to avoid having the small, remaining level of purchases receive undue focus among investors. If the economy progresses about as the Committee expects, warranting reductions in the pace of purchases at each upcoming meeting, this final reduction would occur following the October meeting", Minutes of June 17-18, 2014

¹⁸ "Many participants agreed that ending reinvestments at or after the time of liftoff would be best, with most of these participants preferring to end them after liftoff.", Minutes of June 17-18, 2014

下での金利コントロールについては、超過準備に付するIOER (Interest on Excess Reserves) を主として、オーバーナイトのリバースレポ (RRPs: Reverse Repo Agreements) を従として、金利をコントロールする方針が明確に示された²⁰。両者のスプレッドは現在の 20Bp (IOER0.25%、RRPs0.05%) 程度が適切とされており²¹、二つの手段によりコリドーを形成の上で金利コントロールが図られる見込みである。なお、一部に不要論のあるFF金利の誘導目標についても公表を継続するスタンスが確認された。従って、超過準備を抱える下での金利コントロールは、IOER金利とRRPs金利により実質的なレンジを設定しつつ、そのレンジと統合的な水準にFF金利の誘導目標も設定・公表する方法で行われる見通しである。なお、FF金利の実効レートについては、その算出に関し、より集計対象を拡大する方向での見直しが進められている²²。



(2) 利上げタイミングの議論

出口戦略と共に FOMC 関係者にとって重要な論点は、言うまでもなく初回利上げのタイミングである。しかし、利上げを左右する雇用とインフレの動向については、ハト派とタカ派で解釈に大きな相違が生じている。

まず、雇用情勢については 6 月に 6.1%まで低下した失業率が示す改善、及び今後の改善継続の見通しについて、ハト派とタカ派で大きな相違はない。しかし、失業率が表象しない質的な労働需給の改善度合いについては認識にズレがある。またハト派がパートタイム労働者のフルタイム労働者化や一度非労働力化した労働者が労働市場へ再参入することにより今後の失業率低下ペースが鈍ると考える一方で、タカ派は基本的に一方向の低下を想定している。

インフレについても、雇用情勢の認識に関する相違から今後の賃金上昇に対する見解が異なることに加え、足元のインフレ率上昇に対する見方も違っている。ハト派が足元のインフレ率上昇は一時的な要因が大きく、持続的ではないと考える一方、タカ派はインフレリスクを従来にも増して強調し始めている。また、ハト派がインフレ期待の 2%安定のためには、失業率が 5%前半の均衡水準を暫く下回ることを許容すべきとする一方、タカ派はそうした対応によるインフレリスクを指摘している。

雇用及びインフレ動向を示す現在の経済データに関する当社の見解は、ハト派に近い。労働需給は予

¹⁹ 買戻条件付の債券売却取引であり、この場合は Fed が債券を金融機関へ売却し、現金を受け取る。

²⁰ “Most participants agreed that adjustments in the rate of interest on excess reserves (IOER) should play a central role during the normalization process. It was generally agreed that an ON RRP facility with an interest rate set below the IOER rate could play a useful supporting role by helping to firm the floor under money market interest rates”, Minutes of June 17-18, 2014

²¹ “The appropriate size of the spread between the IOER and ON RRP rates was discussed, with many participants judging that a relatively wide spread--perhaps near or above the current level of 20 basis points--would support trading in the federal funds market and provide adequate control over market interest rates.”, Minutes of June 17-18, 2014

²² “In addition, participants examined possibilities for changing the calculation of the effective federal funds rate in order to obtain a more robust measure of overnight bank funding rates and to apply lessons from international efforts to develop improved standards for benchmark interest rates”, Minutes of June 17-18, 2014

想を上回るペースで改善しているが、質的な労働スラックが大量に残存する下で、つまり長期失業者比率や経済的理由によるパートタイム労働者の比率が高い状況の下では、真の意味で労働需給がタイト化し、賃金上昇率が高まるにはなお時間を要すると思われる。また、インフレ率に関しては、家賃の上昇などが示すように持続的な加速の動きは確かに生まれつつあるものの、足元の上昇は昨年低下の裏としての医療品及び医療サービス価格の上昇、一時的な動きと考えられる公共交通や自動車保険料の値上げ加速など、持続性を欠く動きによる押し上げに多くを依存している。加えて、賃金上昇率が高まるまでに時間を要する点も勘案すれば、対応を要するほどにインフレリスクが高まっているとは考えにくい。

従来、当社ではFOMCが初回利上げを決定する時期を2015年後半としてきた。その根拠とした経済及び物価のメカニズムに対する理解は、現在も変わらない²³。また、イエレン議長が7月2日の講演で示した「金融不均衡のリスクへは一義的にはマクロプルーデンス政策で対応する」との見解も、当社と一致するものである²⁴。但し、雇用情勢はFOMC参加者の想定や当社の想定を上回るペースで改善しており、働くメカニズムが同一でも、賃金やインフレ上昇に至るタイミングは幾分前倒しされつつある。実際、イエレン議長も7月15日の議会証言で、現在の想定を上回る雇用改善が継続すれば、金融政策転換時期の前倒しに繋がる可能性を指摘した²⁵。そうした雇用情勢の予想を上回る改善を踏まえ、当社では初回利上げ時期の予想について2015年後半から2015年半ばへ若干だが前倒しする。具体的には、初回利上げのタイミングを2015年7~9月期と予想している。

PCE価格指数の推移 (前年比、%)



PCE価格指数の推移 (前年比、%)



2014年6月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済・物価・金利見通し

(%)	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.1 2.3	3.0 3.2	2.5 3.0	2.1 2.3
前回見通し	2.8 3.0	3.0 3.2	2.5 3.0	2.2 2.3
失業率	6.0 6.1	5.4 5.7	5.1 5.5	5.2 5.5
前回見通し	6.1 6.3	5.6 5.9	5.2 5.6	5.2 5.6
PCEデフレーター	1.5 1.7	1.5 2.0	1.6 2.0	2.0 2.0
前回見通し	1.5 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター	1.5 1.6	1.6 2.0	1.7 2.0	-
前回見通し	1.4 1.6	1.7 2.0	1.8 2.0	-
年末時点のFF金利	0.30	1.20	2.53	3.78
前回見通し	0.30	1.13	2.42	3.88

(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	12	3
前回見通し	1	13	2

(出所)FRB

²³ 4月11日付 Economic Monitor「米労働市場の改善と賃金上昇の行方」を参照。

²⁴ イエレン議長は、金融不均衡への金融政策による対応を否定する訳ではない。マクロプルーデンス政策と金融政策は相互補完的であり、金融政策により金融不均衡に対応することはありうる。あくまでも、金融政策においては、雇用と物価に関するデュアルマンドートが優先されるという意味に過ぎない。

²⁵ “If the labor market continues to improve more quickly than anticipated by the Committee, resulting in faster convergence toward our dual objectives, then increases in the federal funds rate target likely would occur sooner and be more rapid than currently envisioned. Conversely, if economic performance is disappointing, then the future path of interest rates likely would be more accommodative than currently anticipated”, Chair Janet L. Yellen, Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, July 15, 2014

【米国主要経済指標】

	Q3-13	Q4-13	Q1-14	Q2-14				
	注記がない限り前期比年率(%)							
名目GDP	6.2	4.2	▲1.7					
実質GDP	4.1	2.6	▲2.9					
個人消費	2.0	3.3	1.0					
住宅投資	10.3	▲7.9	▲4.2					
設備投資	4.8	5.7	▲1.2					
政府支出	0.4	▲5.2	▲0.8					
輸出	3.9	9.5	▲8.9					
輸入	2.4	1.5	1.8					
経常収支(10億ドル)	▲101	▲87	▲111					
名目GDP比(%)	▲2.4	▲2.0	▲2.6					
	Q3-13	Q4-13	Q1-14	Q2-14	Mar-14	Apr-14	May-14	Jun-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	4.1	1.0	2.2		0.5	0.3	0.4	
消費者信頼感	81.0	74.0	80.5	83.0	83.9	81.7	82.2	85.2
小売売上高	4.1	3.5	0.9	9.6	1.5	0.6	0.5	0.2
除く自動車、ガソリン、建設資材等	3.6	5.0	0.1	7.2	1.1	0.4	0.3	0.5
鉱工業生産	2.5	4.9	3.9	5.5	0.9	0.0	0.5	0.2
住宅着工件数(年率換算、千件)	882	1025	925	980	950	1063	985	893
中古住宅販売戸数	18.7	▲25.6	▲24.8		▲0.2	1.5	4.9	
中古住宅在庫率(ヶ月、末値)	5.0	4.6	5.1		5.1	5.7	5.6	
非国防資本財受注(除く航空機)	▲5.0	5.2	4.1		4.7	▲1.1	0.7	
民間非居住建設支出	15.9	10.5	23.2		▲1.4	0.1	1.1	
貿易収支(10億ドル)	▲121	▲112	▲127		▲44	▲47	▲44	
実質財収支(10億ドル,2009年基準)	▲145	▲139	▲148		▲51	▲54	▲52	
実質財輸出	2.6	9.6	▲9.0		2.7	0.3	1.2	
実質財輸入	3.3	1.2	0.7		3.4	2.0	▲0.3	
ISM製造業指数(四半期は平均)	55.7	56.7	52.7	55.2	53.7	54.9	55.4	55.3
ISM非製造業指数(四半期は平均)	56.1	54.1	52.9	55.8	53.1	55.2	56.3	56.0
失業率(%)	7.3	7.0	6.7	6.2	6.7	6.3	6.3	6.1
非農業部門雇用者数(前月差、千人)	172	198	190	272	203	304	224	288
民間雇用者数(前月差、千人)	168	202	189	255	200	278	224	262
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	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0
消費者物価(前年比、%)	1.6	1.2	1.4		1.5	2.0	2.1	
コア消費者物価(前年比、%)	1.7	1.7	1.6		1.7	1.8	2.0	
PCEデフレーター(前年比、%)	1.1	1.0	1.1		1.1	1.6	1.8	
コアPCEデフレーター(前年比、%)	1.2	1.2	1.1		1.2	1.4	1.5	
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(%)	0.40	0.34	0.40	0.45	0.40	0.42	0.39	0.45
10年債利回り(%)	2.81	2.90	2.72	2.60	2.72	2.71	2.56	2.60
名目実効為替レート(1997/1=100)	101.9	102.0	103.1	102.6	103.1	102.7	102.4	102.6
ダウ工業株30種平均	15130	16577	16458	16827	16458	16581	16717	16827
S&P500株価指数	1682	1848	1872	1960	1872	1884	1924	1960

(出所)CEIC Data (注)金融指標は末値

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。