

## US Economic Outlook 2013年11月

今月のトピック「イエレン氏議会証言：回復重視で、遠のくQE3縮小観測」

2013/11/15

### 景気動向のポイント

【景況感】………景況感は緩やかな改善が続く

【生産・投資】………生産は持ち直すも、投資に足踏み

【消費・所得】………センチメントが冷え込む

【物価】…………低水準の伸びが継続

- 米国景気は拡大を続けているが、指標の発表では市場予想を下回る結果が相次いでいる。16日間に亘る政府機関の閉鎖は、年末の成長率に直接・間接的な影響を与えるとみられる。
- 企業部門はセンチメントが緩やかに改善しており、生産も持ち直しが続いている。一方、家計部門は政府機関の閉鎖がセンチメントを悪化させている。
- 2014年2月よりFRB議長にハト派のイエレン氏が着任することとなった。足元の米国経済の回復の軟調さも相俟って、金融緩和縮小観測は先延ばしされる見方が広がっている。

### 主要経済指標

		四半期			月次			
		13Q1	13Q2	13Q3	13/7	13/8	13/9	13/10
景況	実質GDP(前期比)	1.1%	2.5%	2.8%				
	ISM製造業指数[上段]・	52.9	50.2	55.8	55.4	55.7	56.2	56.4
	非製造業指数[下段]	55.2	53.2	56.3	56.0	58.6	54.4	55.4
生産	鉱工業生産指数	1.2%	1.0%	1.0%	-0.1%	0.4%	0.6%	
	設備稼働率(前期/月比)	78.0%	77.9%	78.0%	77.6%	77.9%	78.3%	
投資	非国防資本財受注(前期/月比)	5.0%	2.1%	▲1.9%	▲3.5%	1.0%	▲1.3%	
消費	消費者信頼感指数 [ミシガン大(上段)・CB(下段)]	76.7	81.7	81.6	85.1	82.1	77.5	73.2
		62.8	75.1	81.0	81.0	81.8	80.2	71.2
	実質個人消費支出(前期/月比)	0.6%	0.5%	0.4%	0.0%	0.2%	0.1%	
	小売売上高(前期/月比)	1.0%	0.9%	1.1%	0.4%	0.2%	▲0.1%	
	自動車販売台数[百万台]	15.3	15.5	15.7	15.7	16.0	15.2	15.2
雇用・所得	非農業部門就業者数 (前期/月差)[万人]	62.2	54.7	49.0	89.0	238.0	163.0	204.0
	完全失業率(%)	7.7%	7.5%	7.3%	7.4%	7.3%	7.2%	7.3%
	実質可処分所得(前期/月比)	▲2.1%	0.9%	0.6%	0.2%	0.4%	0.4%	
物価	コアPCEデフレーター(前年比)	1.5%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	
住宅	新築住宅着工件数(前期/月比)	6.8%	▲8.9%	—	5.7%	0.9%	—	—
	新築住宅販売件数(前期/月比)	16.1%	▲0.4%	—	▲14.1%	7.9%	—	—
	中古住宅販売件数(前期/月比)	1.0%	2.3%	5.9%	6.5%	0.0%	▲1.9%	
	S&Pケース・シラー 住宅価格指数(前年比)	9.5%	12.0%		12.3%	12.8%		

※四半期の数値は原則、月次数値の単純平均にて算出。横罫線は米政府機関閉鎖により公表が見送られた指標。

## 1. イエレン氏議会証言：回復重視で、遠のく QE3 縮小観測

### 【直近の FOMC で QE3 縮小開始は見送りが続く】

FRB は 9 月に続き、10 月 29-30 日の FOMC でも金融緩和（以下、QE3）の縮小着手を見送った。5 月にバーナンキ FRB 議長が言及した「年内」の FOMC は次回 12 月を残すだけだが、10 月 1 日から 16 日間続いた政府機関の閉鎖による家計、企業のセンチメントへの悪影響を考慮すると、FRB の QE3 縮小は遠のいており、早くとも来年春先以降になると思われる。そこで、見送り要因としての短期の米国経済について見直してみたい。

### 【米国経済の回復への道のりは長い】

2013 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%と、4-6 月期の同+2.5%から加速した。事前の市場予想では、同+2.0%であった。内訳をみると、民間最終需要は、住宅投資が同+14.6%（4-6 月期+14.2%）と高い伸びを維持したものの、米国経済の根幹である個人消費が同+1.5%（同+1.8%）、設備投資は同+1.6%（同+4.7%）と弱含んだ。輸入も同+1.8%（同+6.9%）と内需の鈍化を示した。

寄与度別にみると（図表 1）、個人消費が 7-9 月期+1.04%Pt（4-6 月期+1.24%Pt）、設備投資が+0.20%Pt（同+0.56%Pt）と減少したのに加えて、在庫投資が+0.83%Pt（同+0.41%Pt）と伸びを押し上げた。ただし、この在庫投資の押し上げは家計、企業のセンチメントへの悪影響から考えると意図せざる在庫の積み上がりになっている可能性が高い。景気の実勢は FOMC で QE3 の縮小が見送られているように強いとは言いがたい。

また、このことは消費者物価上昇率（PCE デフレーター）が、依然として低い水準にあることからも読み取れる（9 月前年同月比+1.2%、FRB の目標値は 2.0%）。（p.10 参照）

11 月 8 日発表の 10 月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+20.4 万人（9 月+16.3 万人）と、2013 年前半に FOMC メンバー数名が言及した「毎月の雇用者数増加が 20 万人」という一つのメルクマークを達成はし、足元で明るい材料となっている。（p.9 参照）しかし、この指標は修正によるブレが大きいことに加え、失業率はむしろ悪化しているため、好材料としてはなお力不足である。

### 【財政協議は未だ解決せず】

また、昨今の景気では議会の動向がセンチメントに大きな影響を与えており、QE3 縮小の大きなハンドルとなっている。

図表 2 は、今後の財政・金融関連の主なスケジュールである。①12 月 13 日の両院協議会における財政問題の修正案提示期限、②2014 年 1 月 15 日の暫定予算期限、③2 月 7 日の連邦債務上限期限に加えて、④2014 年 1 月 1 日からはオバマケアが始動するため、年末から年初にかけて再び財政協議が紛糾する可能性が高い。

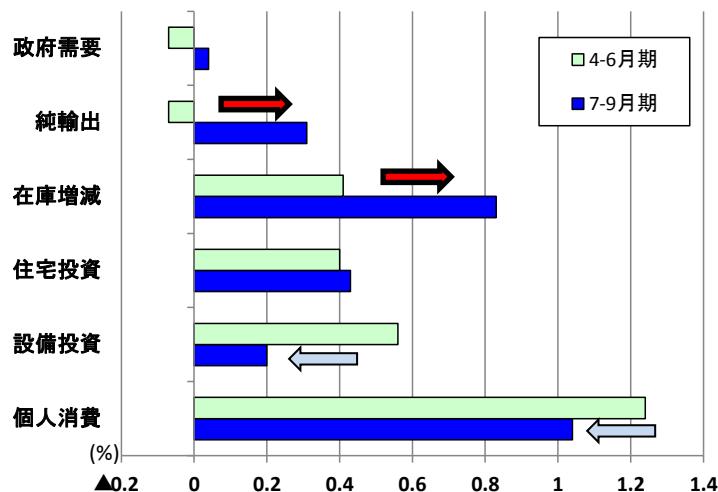
### 【年初公表の 10-12 月期成長率は押し下げか】

BEA によると、10-12 月期実質 GDP 成長率の公表は 1 月 FOMC 後の 2014 年 1 月 30 日である。7-9 月期に押し上げ要因となった在庫投資の寄与の剥げ落ちや、10 月 1 日から 16 日間に亘った政府機関の閉鎖によるダメージ等を考えると、成長率は一旦低下する模様だ。

### 【「向かい風」の中、遠のく QE3 縮小】

以上を踏まえると、政府機関閉鎖に見舞われた 10 月より後の経済データの蓄積を待って、経済動向の着実な回復を確実に判断できるようになるのは、どれだけ早くても 2014 年 2 月ないし 3 月であると言えるだろう。また、11 月 14 日には、ジャネット・イエレン次期 FRB 議長が米上院銀行委員会での公聴会で「景気回復をサポートすることが、金融政策正常化への最も確実な道である」「経済危機で失われた損失を取り戻すための道はなお遠い」などとハト派的な証言をしている。当面の財政・金融情勢で「向かい風」が想定される中、QE3 縮小のタイミングはイエレン FRB 新議長体制の下、2014 年 3 月以降になる可能性が高いと考えられる。

**図表 1 実質 GDP 成長率の寄与度比較**



(資料)BEA より丸紅経済研究所作成

**図表 2 米国財政・金融関連の主なスケジュール**

	財政	金融	その他
2013年11月		14日 イエレン次期FRB議長声明	11月28日～大手小売店が年末商戦開始
12月	13日 超党派協議会の勧告期限	17-18日 FOMC	
2014年1月	15日 暫定予算の期限 →政府機関再閉鎖？	28-29日 FOMC 31日 バーナンキ議長任期切れ	1日 オバマケアが始動 30日 10-12月期GDP(速)
2月	7日 債務上限期限	1日 イエレン氏FRB議長就任	
3月		18-19日 FOMC	
4月		29-30日 FOMC	
5月			
6月		17-18日 FOMC	

(資料)各種報道より丸紅経済研究所作成

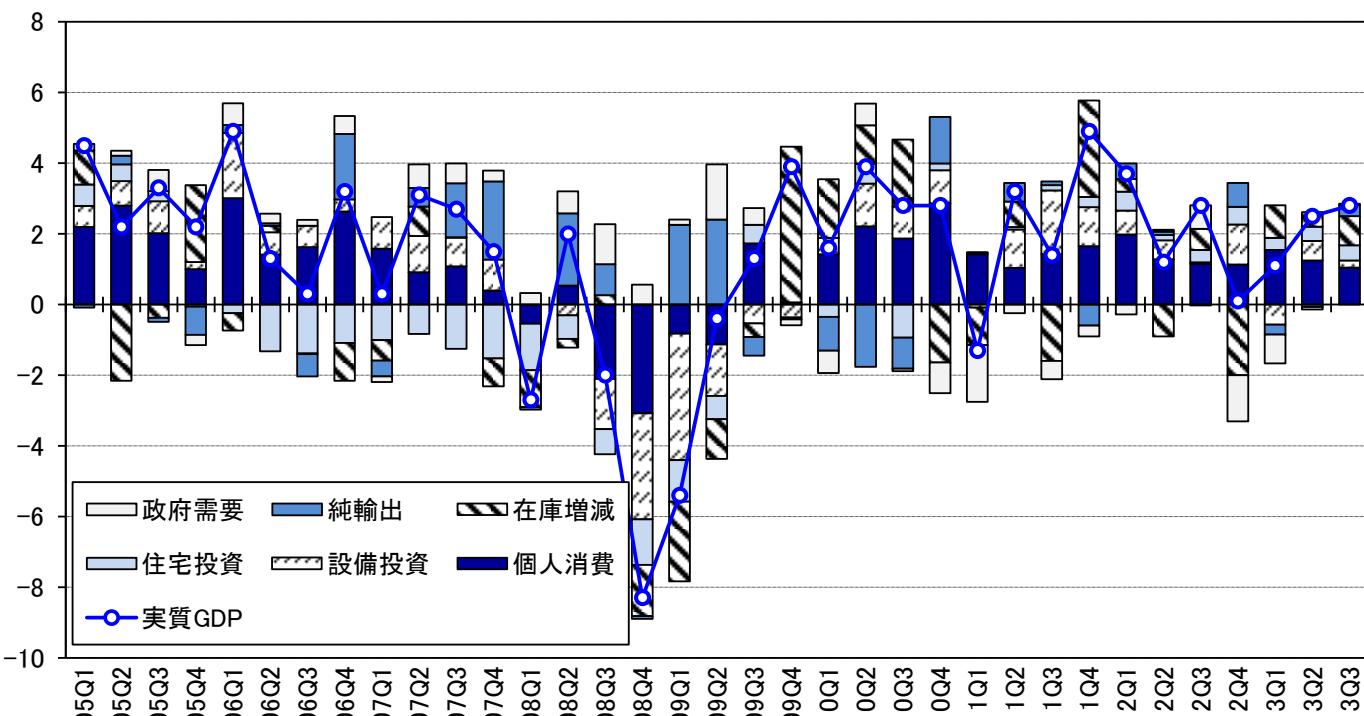
## 2. 主要指標の動き

### (1) GDP・景況感

#### 実質GDP

- 11月7日に発表された13年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.8%と、事前の市場予想を上回って3期連続の加速となった。主役の個人消費が減速をみせた一方、輸入が減少し、住宅投資と在庫が大幅な加速を見せたことが全体の伸びを押し上げた。
- 市場コンセンサスでは10-12月期の実質GDP成長率は+2.1%、1-3月期は+2.6%と見込まれている。政府の混乱によるリスクは残っており、引き続き注意が必要である。

(季調済、前期比年率寄与度、%)



(資料) Bureau of Economic Analysis

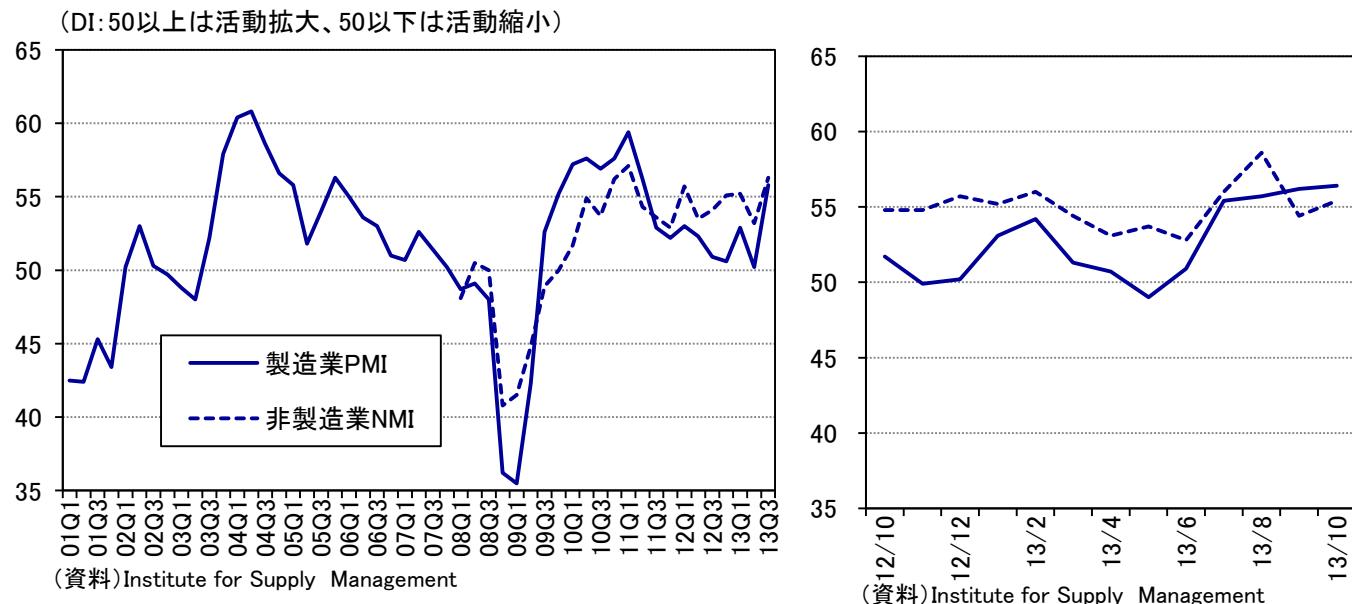
#### ▽ 米国の実質GDP予測(%)

ソース	13年 1-3月	13年 4-6月	13年 7-9月	13年 10-12月	14年 1-3月	14年 4-6月	2012年	2013年	2014年
市場コンセンサス (2013/11)	+1.1	+2.5	+2.8	+2.1	+2.6	+2.8	+2.8	+1.6	+2.6
IMF (2013/10)				—	—	—		+1.6	+2.6

※四半期は前期比年率、暦年は前年比。共通部分は実績。市場コンセンサスは bloomberg 調査。

## 企業業況感(ISM製造業・非製造業指數)

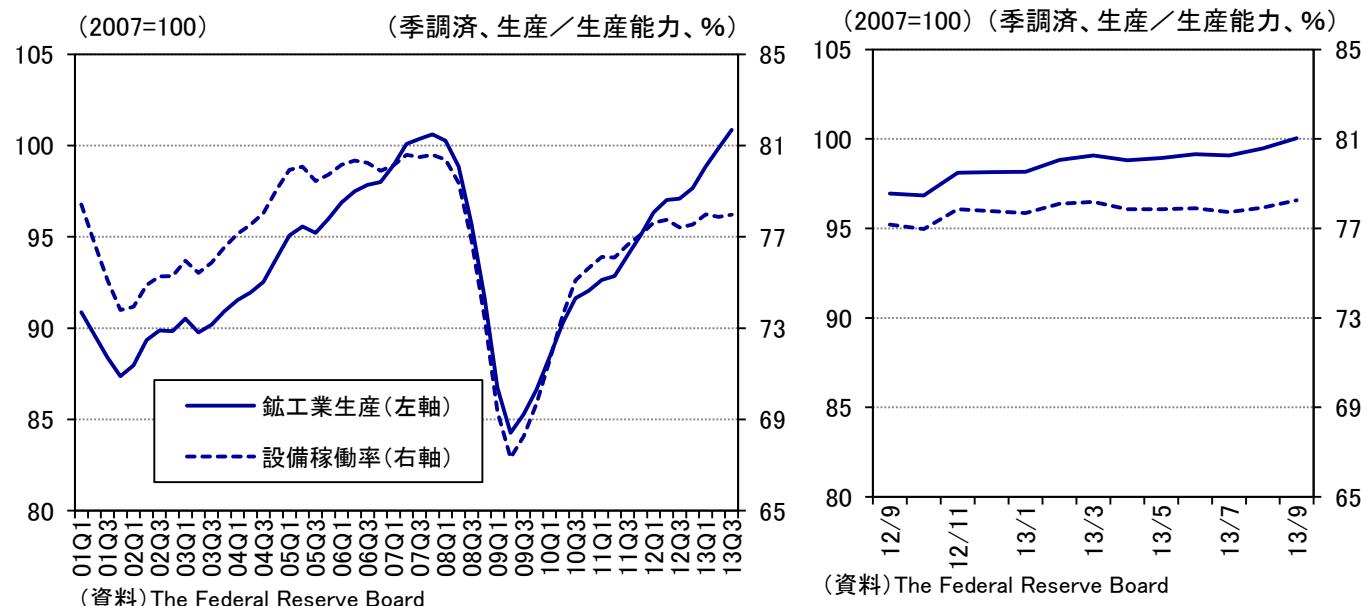
- 10月の製造業 ISM 指数は 56.4(9月 56.2)と 5か月連続の上昇となった。生産指数(9月 62.6⇒10月 60.8)や雇用指数(同 55.4⇒53.2)等は低下したが、新規受注指数(同 60.5⇒60.6)は上昇した。非製造業も 55.4(9月 54.4)と持ち直した。ただし、後述の通り、消費や住宅に不透明感が表れており、ISM の改善が継続するかは注意を要しよう。



## (2)生産

### 鉱工業生産指數・設備稼働率

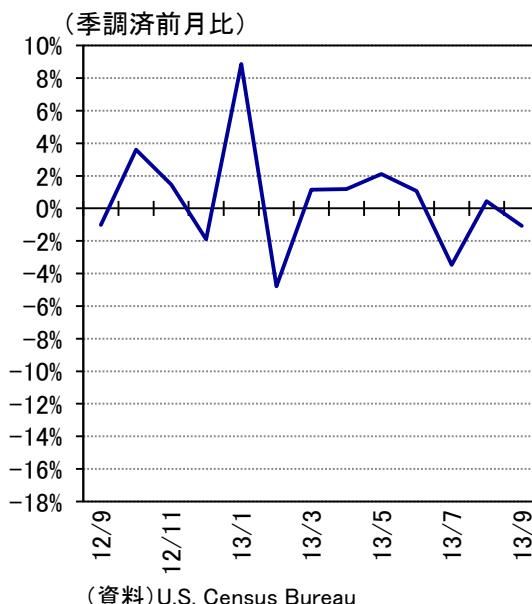
- 9月の鉱工業生産は前月比 +0.6% (8月同 +0.4%) と、2か月連続で増加した。製造業では自動車等が鈍化し、同+0.1% (8月同+0.5%) の伸びにとどまったものの、電力等の公共事業が +4.4% と大幅な増加をみせたことが寄与した。設備稼働率は 78.3% だった。



### (3)投資

#### 設備投資(非国防資本財受注)

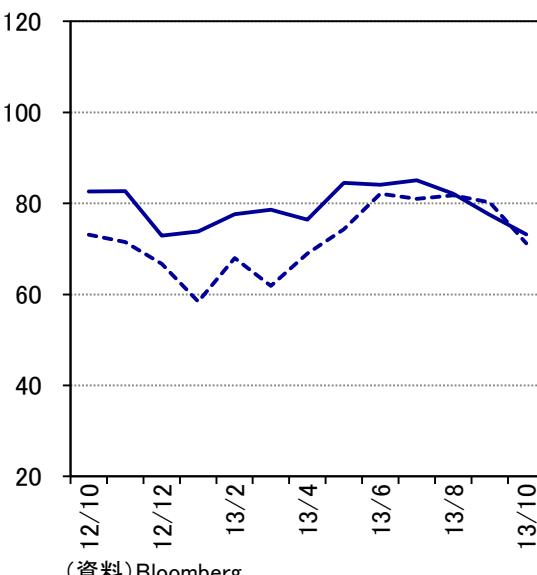
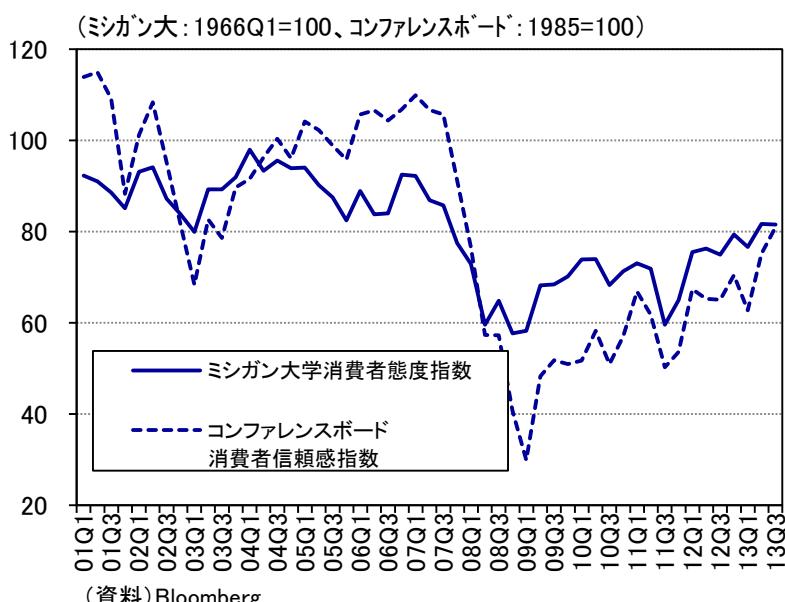
- 9月の非国防資本財受注（航空機除く）は前月比▲1.1%（8月同+0.4%）と、拡大は続かなかった。議会で財政協議が難航するなど、景気の先行きに対する懸念から企業が投資を抑制した可能性がある。



### (4)消費・所得

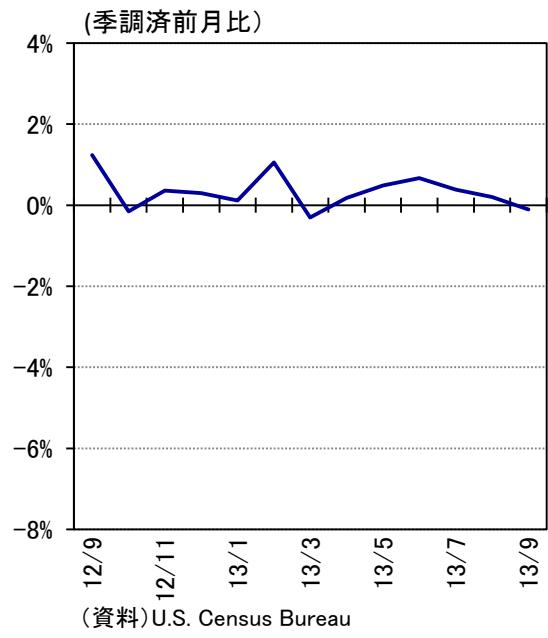
#### 消費者センチメント(消費者信頼感指数)

- 消費者センチメントは悪化をみせている。11月のミシガン大学消費者態度指数は72.0（10月73.2）、10月コンファレンスボード（CB）消費者信頼感指数は71.2（9月80.2）と大幅に低下した。雇用に対する見方が弱まっていることに加えて、政府機関が閉鎖されたことがセンチメントを悪化させた。



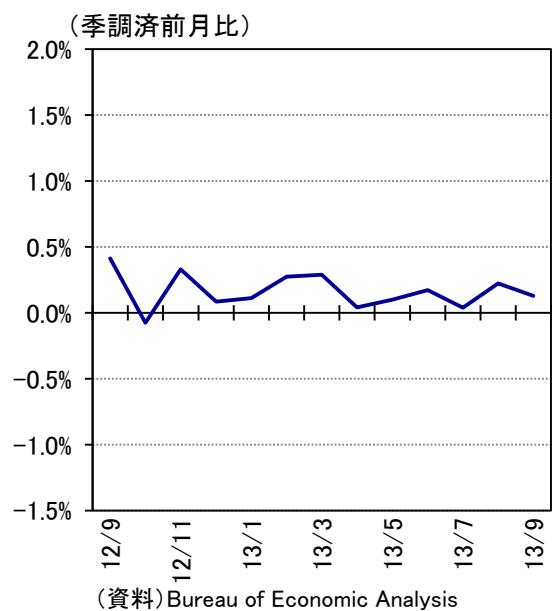
## 小売売上高

- 9月の小売売上高は前月比▲0.1%（8月同+0.2%）と、13年3月以来のマイナスに転落。アップル社の新型iPhone発売等で電子機器は売上好調だが、自動車の落ち込みが足を引っ張った。



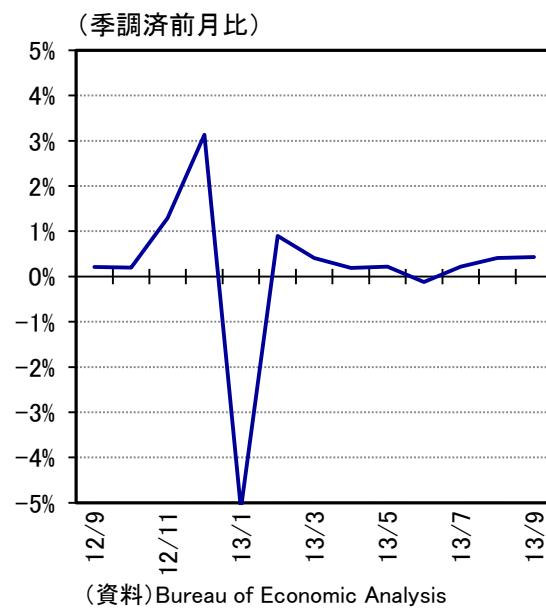
## 実質個人消費支出

- 9月の実質個人消費支出は、前月比+0.1%（8月同+0.2%）と小幅減少した。個人消費の2/3を占めるサービス支出が同+0.2%（同+0.1%）、非耐久財が同+0.6%（同▲0.3%）と増加したが、自動車などの耐久財が同▲1.3%（同+1.7%）と減少し、足をひっぱった。弱含みをみせている消費者センチメントや米政府機関の閉鎖がどこまで悪影響を及ぼすか注目される。



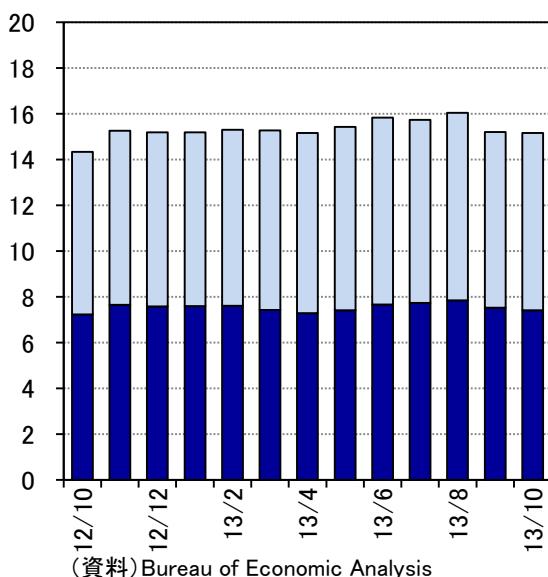
## 実質可処分所得

- 9月の実質可処分所得は、前月比+0.4%（8月同+0.4%）と、横ばいであった。名目ベースでは、同+0.5%（8月同+0.5%）であった。内訳をみると、賃金（所得全体の約62%）が同+0.4%（8月同+0.5%）と小幅ながら落ち込んだ。一方、配当金・利息の受け取り（所得全体の約14%）が同+0.1%（8月同▲0.2%）と回復した。



## 自動車販売台数

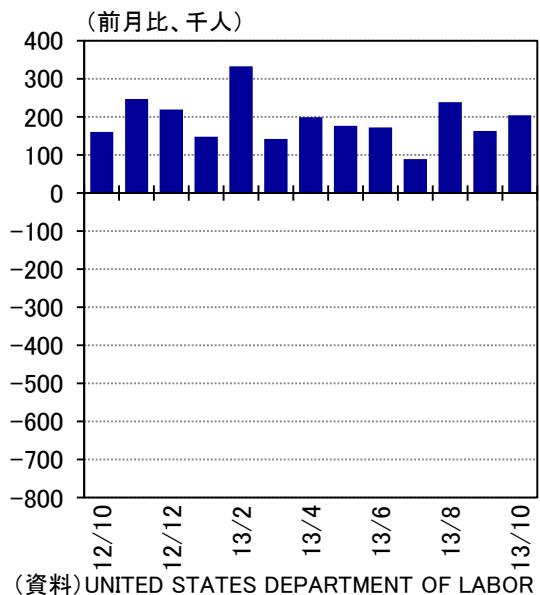
- 10月の自動車販売(大型トラックを除く)は、前月比▲1.4%（9月同▲4.1%）の年率1,515万台と4月以来の水準まで落ち込んだ。月前半に政府機関が一部閉鎖したことを受け、消費者の購買意欲が鈍った可能性がある。前年比では+5.8%であった。



## (5)雇用

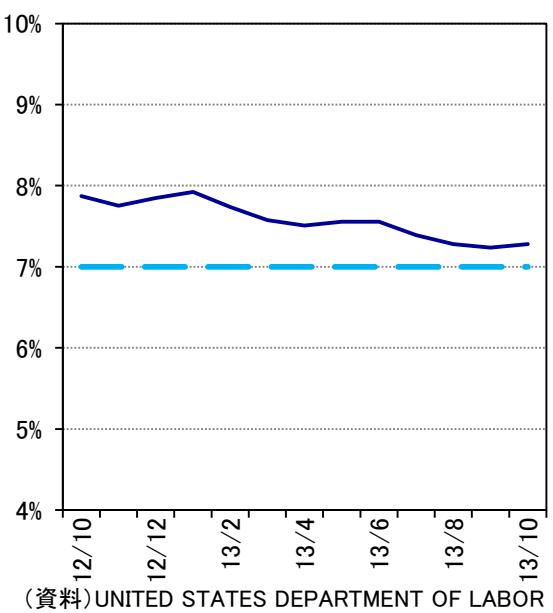
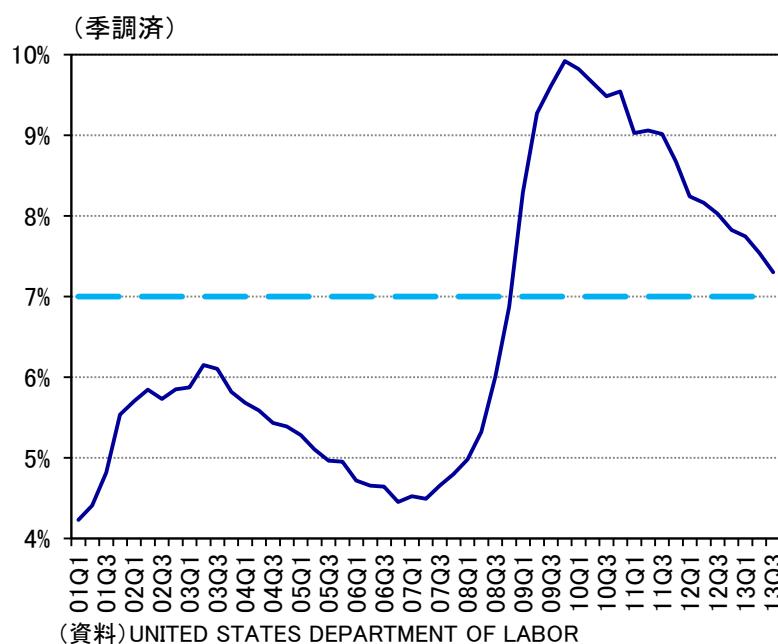
### 雇用統計(非農業部門就業者数)

- 10月の非農業部門雇用者数は前月差+20.4万人(9月+16.3万人)と市場が悪化を予想していたのに反して大幅な改善をみせた。政府機関の閉鎖による影響は大きくなかったことが示された。年末商戦を控えて小売りが伸びたほか、運輸・倉庫、健康関連等が好調であった。



### 完全失業率

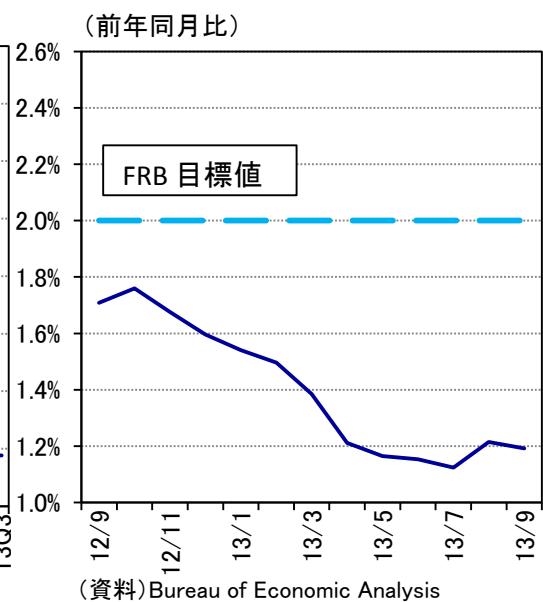
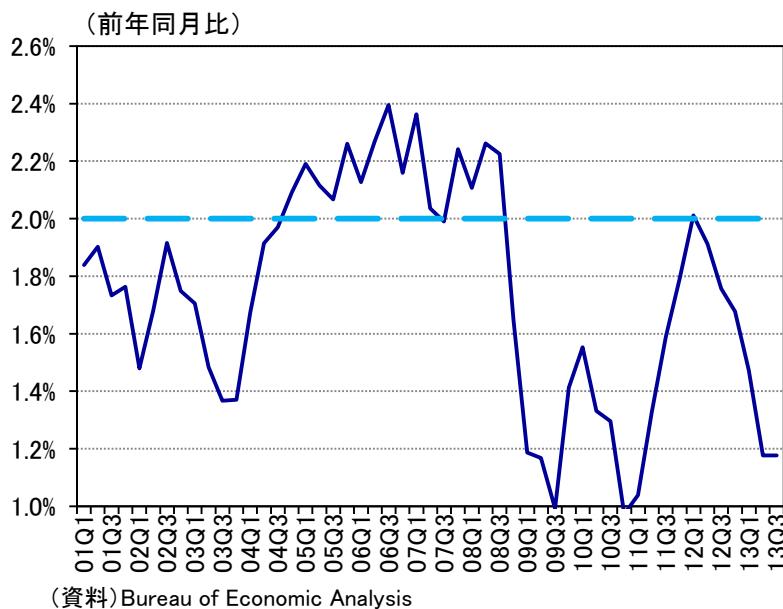
- 10月の失業率は7.3%（9月7.2%）改善傾向ながら、わずかに上昇した。これを受け、バーナンキFRB議長は、米国の失業率は依然として高く、FRBは引き続き雇用創出に注力すると表明した。



## (6)物価

### 消費者物価(コアPCEデフレーター)

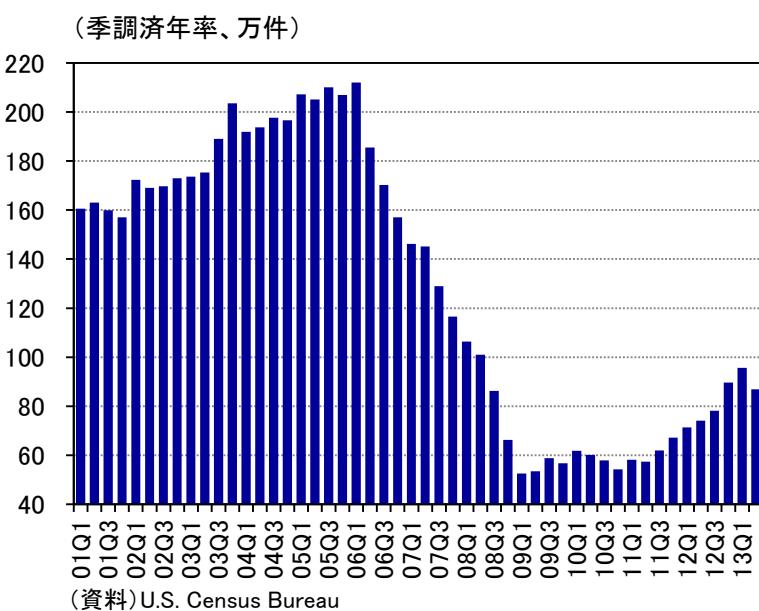
- 9月のコア PCE デフレーターは前年同月比+1.2%（8月+1.2%）と、横ばいであった。消費者物価水準は依然、低い水準にある。



## (7)住宅

### 新築住宅着工件数

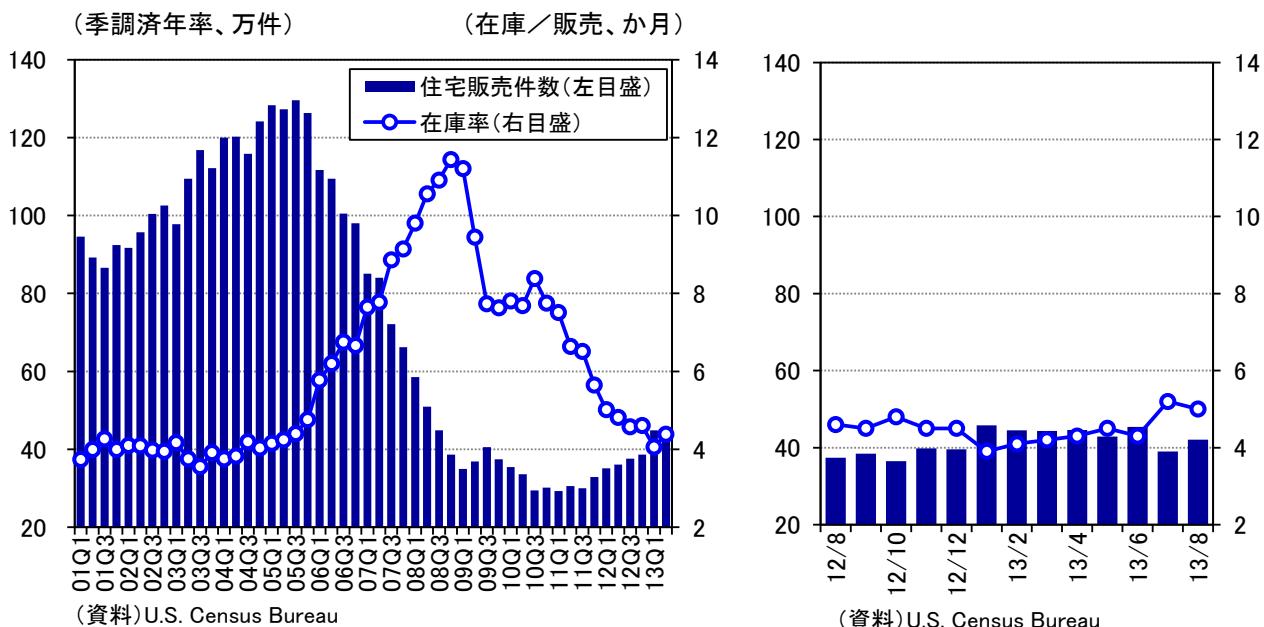
- 9月の新築住宅着工件数は政府機関の閉鎖に伴い、公表が見送られた。9月分、10月分は11月26日に公表予定。販売の勢いに陰りが出てきているものの、在庫が減少しているため着工は高い水準が続くと見込まれる。



※グラフは前月のもの。

## 新築住宅販売件数

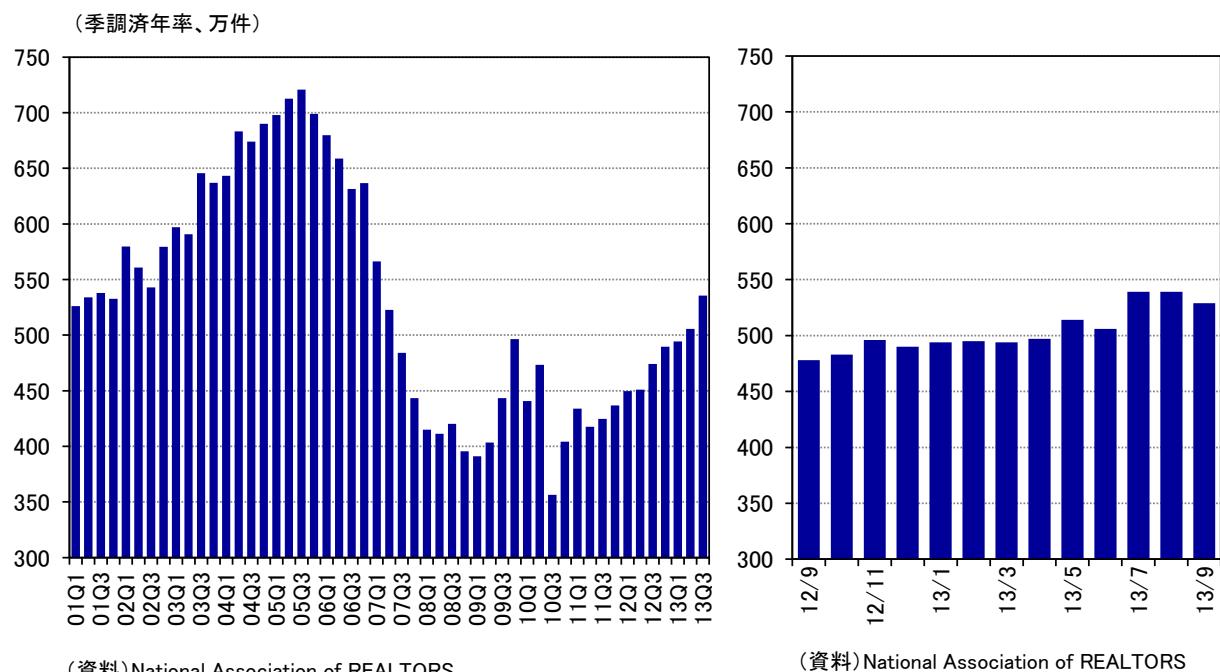
- 9月の新築住宅販売戸数は政府機関の閉鎖に伴い、公表が見送られた。9月分、10月分は12月4日に公表予定。7,8月の販売が足踏みを見せており、9月も伸び悩みが予想される。



※グラフは前月のもの。

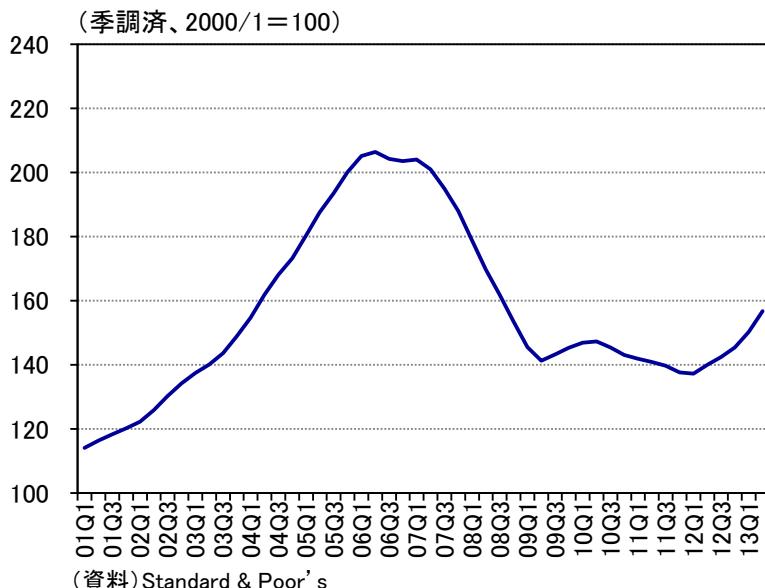
## 中古住宅販売件数

- 9月の中古住宅販売戸数は前月比▲1.9%（8月同+0.0%）の年率529万戸と、3ヶ月ぶりに減少した。8月分も548万戸から539万戸に下方修正された。昨今の雇用、所得の回復が鈍っていることに加えて、住宅ローン金利が上昇してきていることが回復を鈍らさせている。



## 住宅価格(S&P ケース・シラー住宅価格指数(20都市圏))

- 8月のS&P ケース・シラー住宅価格指数(20都市圏)は前月比+0.9% (7月+0.6%)と、加速した。前年同月比では+12.8% (7月同+12.3%)と、2006年2月以来の高い伸び。2004年半ばの水準まで値を戻した。住宅価格は2012年初め以降、全国的に値上がりしてきている。



担当	経済調査チーム	T E L : 03-3282-7681 E-mail: <a href="mailto:TOKB4A1@marubeni.com">TOKB4A1@marubeni.com</a>
WEB	<a href="http://www.marubeni.co.jp/research/">http://www.marubeni.co.jp/research/</a>	

## (注記)

- 本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。
- 本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。