

US Economic Outlook 2014 年 1 月

今月のトピック 「量的緩和政策縮小の手順は『パーフェクト』だったか？」

2013/1/17

景気動向のポイント

- 【景況感】 景況感は改善基調を維持
- 【生産・投資】 生産・投資は加速
- 【消費・所得】 政府機関一部閉鎖の終了でセンチメントが大幅に改善
- 【物価】 低水準の伸びが継続

- 米国景気は拡大を続けており、7-9 月期の実質 GDP(確定値)は、前期比年率+4.1%と上方修正された。内需の持ち直しが成長率を押し上げた。
- 企業部門は、生産・投資活動が改善をみせた。一方、家計部門はセンチメントが回復したものの、12 月は記録的な寒波が下押しした。
- FRB は 13 年 12 月の FOMC で量的緩和政策(QE3)の縮小に踏み切った。14 年 1 月より買い入れ額を月額 850 億ドルから 750 億ドルに縮小する。

主要経済指標

		四 半 期			月 次			
		13Q2	13Q3	13Q4	13/9	13/10	13/11	13/12
景況	実質 GDP (前期比)	2.5%	4.1%					
	ISM製造業指数[上段]・	50.2	55.8	56.9	56.2	56.4	57.3	57.0
	非製造業指数[下段]	53.2	56.3	54.1	54.4	55.4	53.9	53.0
生産	鉱工業生産指数	1.0%	1.0%		0.5%	0.1%	1.1%	
	設備稼働率(前期/月比)	79.1%	80.1%		78.3%	78.2%	79.0%	
投資	非国防資本財受注(前期/月比)	2.1%	▲1.8%		▲1.2%	▲0.6%	4.1%	
消費	消費者信頼感指数	81.7	81.6	76.9	77.5	73.2	75.1	82.5
	[ミシガン大(上段)・CB(下段)]	75.1	81.0	74.2	80.2	72.4	72.0	78.1
	実質個人消費支出(前期/月比)	0.5%	0.5%		0.2%	0.4%	0.5%	
	小売売上高(前期/月比)	0.9%	1.2%	1.0%	0.1%	0.5%	0.4%	0.2%
	自動車販売台数[百万台]	15.5	15.7	15.6	15.2	15.1	16.3	15.3
雇用・所得	非農業部門就業者数(前期/月差)[万人]	54.7	50.2	51.5	17.5	20.0	24.1	7.4
	完全失業率(%)	7.5%	7.3%	7.0%	7.2%	7.2%	7.0%	6.7%
	実質可処分所得(前期/月比)	1.0%	0.7%		0.4%	▲0.2%	0.1%	
物価	コアPCEデフレーター(前年比)	1.2%	1.2%		1.2%	1.1%	1.1%	
住宅	新築住宅着工件数(前期/月比)	▲9.3%	1.6%		▲1.1%	1.8%	22.7%	
	新築住宅販売件数(前期/月比)	▲1.6%	▲12.2%		3.9%	17.6%	▲2.1%	
	中古住宅販売件数(前期/月比)	2.3%	5.9%		▲1.9%	▲3.2%	▲4.3%	
	S&Pケース・シラー住宅価格指数(前年比)	11.9%	12.8%		13.3%	13.6%		

※四半期の数値は原則、月次数値の単純平均にて算出。

1. 量的緩和政策縮小の手順は「パーフェクト」だったか？

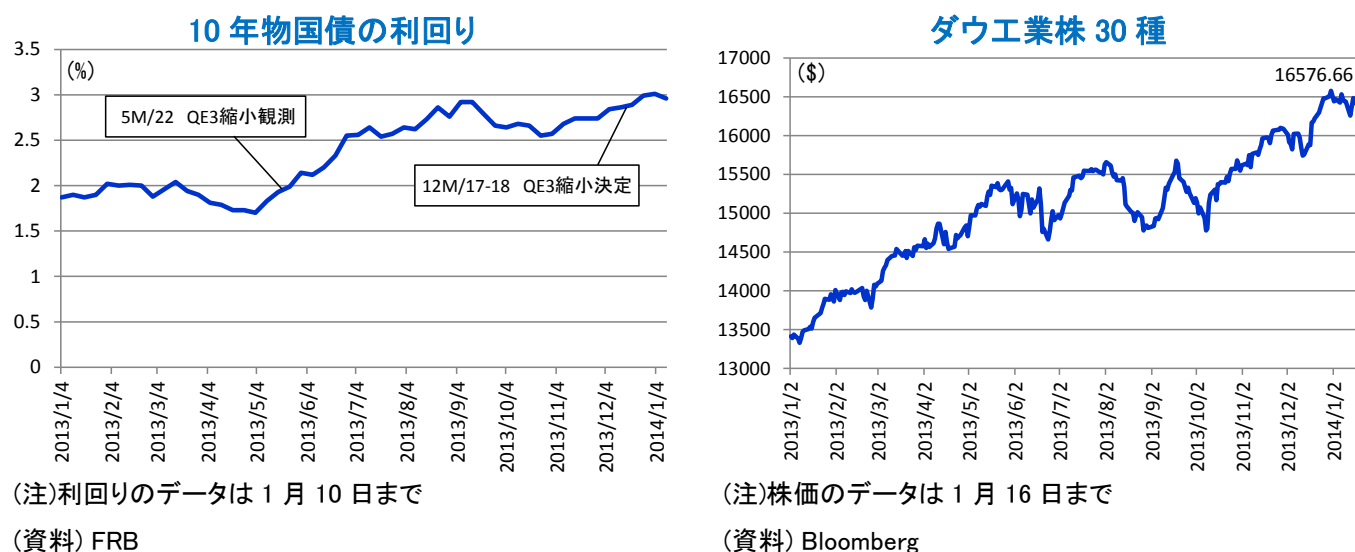
【FOMC は大幅な量的緩和策の縮小を決定】

13 年 12 月 17～18 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、雇用を中心とする経済情勢の改善と、財政問題に関する不透明感の緩和を背景として、量的緩和政策（QE3）の縮小が決定された。縮小は 14 年 1 月から実施される。縮小の規模は、長期米国債の購入額が月額 450 億ドルから 400 億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）の購入額が月 400 億ドルから 350 億ドル、合計 100 億ドル減額されて月額 850 億ドルから 750 億ドルとなる。市場は 13 年 5 月 22 日のバーナンキ議長の QE3 縮小観測言及時とは対称的に、この決定を評価した。実際、長期金利は 12 月後半以降も比較的安定を維持し、ダウ工業株 30 種は 13 年 12 月 31 日に 16,576.66 ドルの最高値を付けた（図表 1）。

【13 年を振り返っての QE3 縮小の評価＝パーフェクト？】

13 年の金融政策と長期金利の動きを振り返ると、年初は、①12 年 9 月以来の QE3 の継続と、②12 年 12 月に導入された経済指標に基づく時間軸政策への変更（「15 年半ば」を超低金利の終了期限をする政策から、「失業率が 6.5%に下がるまで」を終了の条件とする政策に変更）、③市場とのコミュニケーションの改善などを枠組みとしてスタートし、長期金利は低位安定を続けていた。そして、5 月 22 日にバーナンキ議長が QE3 縮小観測について発言すると、長期金利は出口戦略に対する過度な懸念から上昇に向かった。この金利上昇は、9 月に QE3 縮小を見送るまで続き、FRB の QE3 縮小に対する慎重姿勢への認識が広がる中で低下に転じていったが、年末になって、経済情勢改善の見方が強まってくると、再度上昇に向かった。ただし、バーナンキ議長をはじめとする FRB 首脳陣が QE3 を縮小しても低金利を維持するとの姿勢を明確にしたため、長期金利の上昇は限定的となり、株価は一段の上昇をみせた。市場はこうした形での QE3 縮小決定を「パーフェクト」と評している。

図表 1 2013 年以降の長期金利と株価の推移



【12月 FOMC 議事録=QE3 縮小は幅広いコンセンサスだが、ペースは慎重】

1月8日に公開された FOMC 議事録を詳細にみると、投票権を持つ多くの委員が、雇用情勢の改善が続いていたことを背景に、QE3 の縮小を開始するのは今回の FOMC が適切だと指摘していたことがわかった。議事録発表前は、QE3 縮小に対するハト派の支持があったのか疑問もあったが、幅広い支持があったことが確認された。同時に、「特にインフレ率が2%を下回る間は、失業率が（FRB 目標値の）6.5%を下回ってからしばらくの時間が経過しても、FF 金利の誘導目標を 0~0.25%とするのが適切」とのフォワードガイダンスを追記していたことから、購入額の縮小が長期金利上昇に及ぶものではないとの意図が明示された。また、縮小を進めるペースは「慎重に」としながらも、段取りについては予め決めてはおらず、「経済情勢、なかでも雇用とインフレ率次第」とし、縮小ペースの加速に対する市場の警戒感を和らげると同時に、景気の足踏みに対するリスクにも強く配慮していたことが伺える。特に、FOMC メンバーは経済見通しでコア PCE デフレーターの前年比を 2014 年最終四半期に 1.4%~1.6%、2015 年最終四半期に 1.6%~2.0%と見通しており、足元でもインフレ率は昨今史上最低水準で推移しているため、QE3 縮小ペースが加速するという見方を広げない意図が感じられた（図表 2）。

【今後の見通し】

今後については、2月初旬に債務上限引き上げ問題が表面化するリスクがくすぶっているものの、14~15年予算に関する民主党と共和党の協議が合意に至ったため、10月に発生したような政府機関の閉鎖というリスクは遠のいており、財政による金融混乱は起きにくいだろう。他方、1月10日発表の12月の非農業部門雇用者数は前月差+7.4万人と10、11月の水準からは激減し、再度、先行きの不透明な材料となっている。市場は縮小決定を「パーフェクト」と評したが、それはあくまでも市場に過度の引き締め期待を持たせないテクニックにおいてであり、今後の縮小ペースの決定では曲折が予想される。

図表 2 FOMC メンバーの経済見通し

	見通し(%)	2013	2014	2015	2016	長期
実質 GDP 成長率	2013年6月	2.3-2.6	3.0-3.5	2.9-3.6	2.5-3.3	2.3-2.5
	2013年9月	2.0-2.3	2.9-3.1	3.0-3.5	2.5-3.3	2.2-2.5
	2013年12月	2.2-2.3	2.8-3.2	3.0-3.4	2.5-3.2	2.2-2.4
失業率	2013年6月	7.2-7.3	6.5-6.8	5.8-6.2	5.4-5.9	5.2-6.0
	2013年9月	7.1-7.3	6.4-6.8	5.9-6.2	5.4-5.9	5.2-5.8
	2013年12月	7.0-7.1	6.3-6.6	5.8-6.1	5.3-5.8	5.2-5.8
コアPCE デフレーター	2013年6月	1.2-1.3	1.5-1.8	1.7-2.0	1.9-2.0	-
	2013年9月	1.2-1.3	1.5-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	-
	2013年12月	1.1-1.2	1.4-1.6	1.6-2.0	1.8-2.0	-

(資料) FRB

図表 3 FF 金利の見通し

(人)	2013	2014	2015	2016	長期
4%台				2	11
3%台			1	2	6
2%台			2	4	-
1%台		1	4	8	-
0%台	17	16	10	1	-

(資料) FRB

図表 4 FOMC スケジュール(2014 年)

2014年1月 28-29日		7月 29-30日	
3月 18-19日	FOMC参加者の見通し(SEP)	9月 16-17日	SEP
4月 29-30日		10月 28-29日	
6月 17-18日	SEP	12月 16-17日	SEP

(資料) FRB

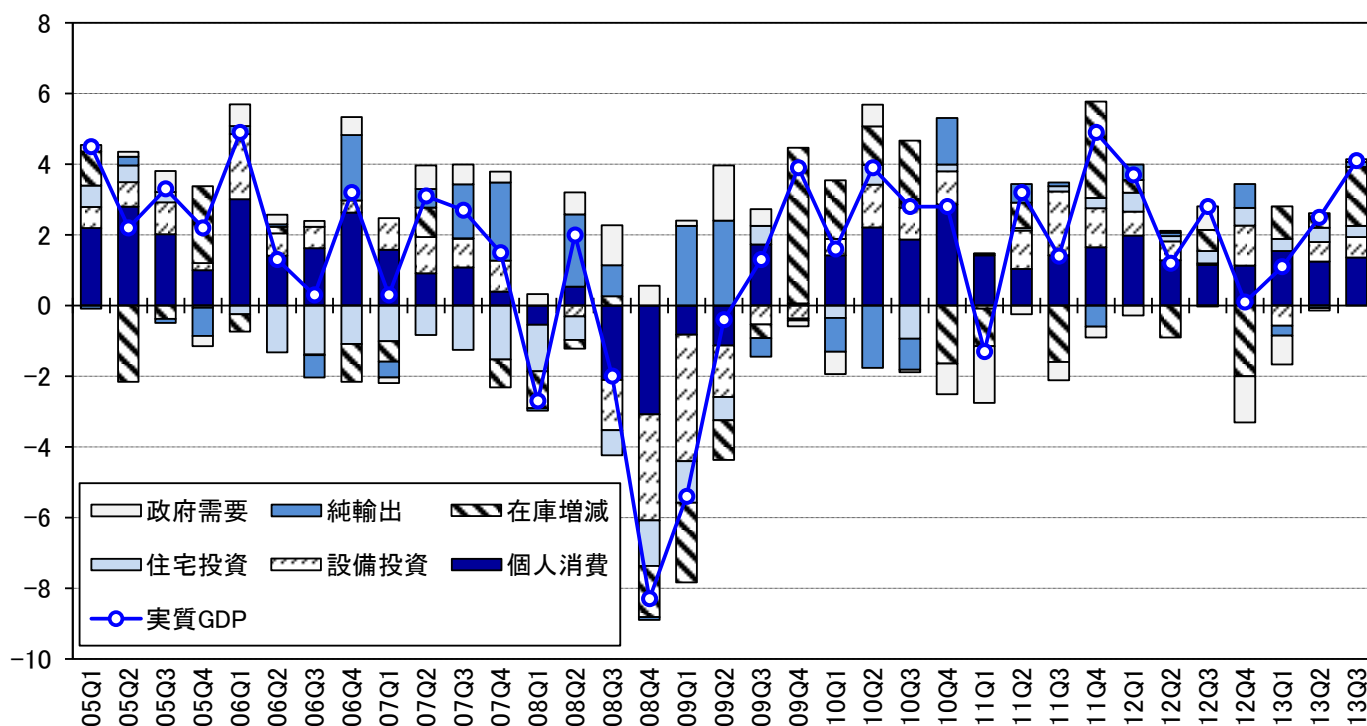
2. 主要指標の動き

(1) GDP・景況感

実質GDP

- 12月20日に発表された13年7-9月期の実質GDP成長率（確定値）は前期比年率+4.1%（改定値+3.6%）と、事前の市場予想を上回る上方修正となった。内訳をみると、個人消費支出が+2.0%（同+1.4%）、民間設備投資が+4.8%（同+3.5%）と改定値では減速だったが、確定値では加速となった。
- 市場コンセンサスでは10-12月期の実質GDP成長率は+1.5%、1-3月期は+2.6%と一旦減速が見込まれている。政府の混乱による個人消費の減速や在庫の反動減が見込まれている一方、政府の混乱の影響は軽微だったとの評価が出ており、10-12月期は景気拡大の持続性をみる上で注目されよう。

（季調済、前期比年率寄与度、％）



（資料）Bureau of Economic Analysis

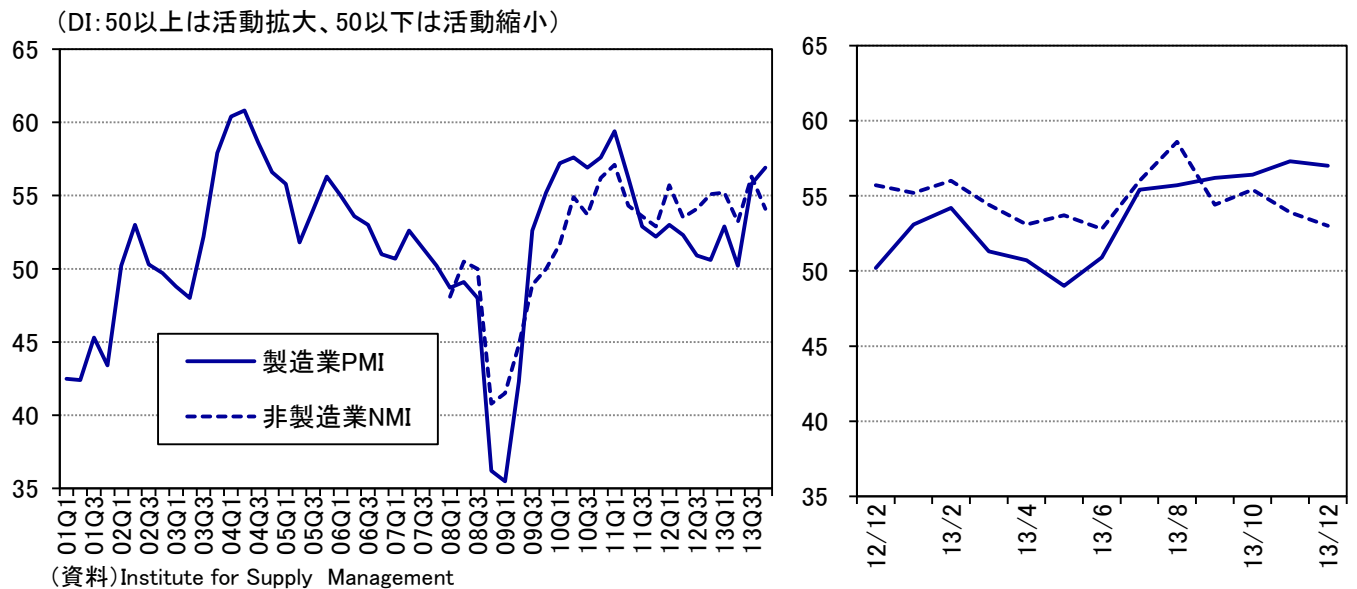
▽ 米国の実質 GDP 予測(%)

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 (2014/1)	+1.1	+2.5	+4.1	+1.5	+2.6	+2.8	+2.8	+1.7	+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 予想。

企業業況感(ISM製造業・非製造業指数)

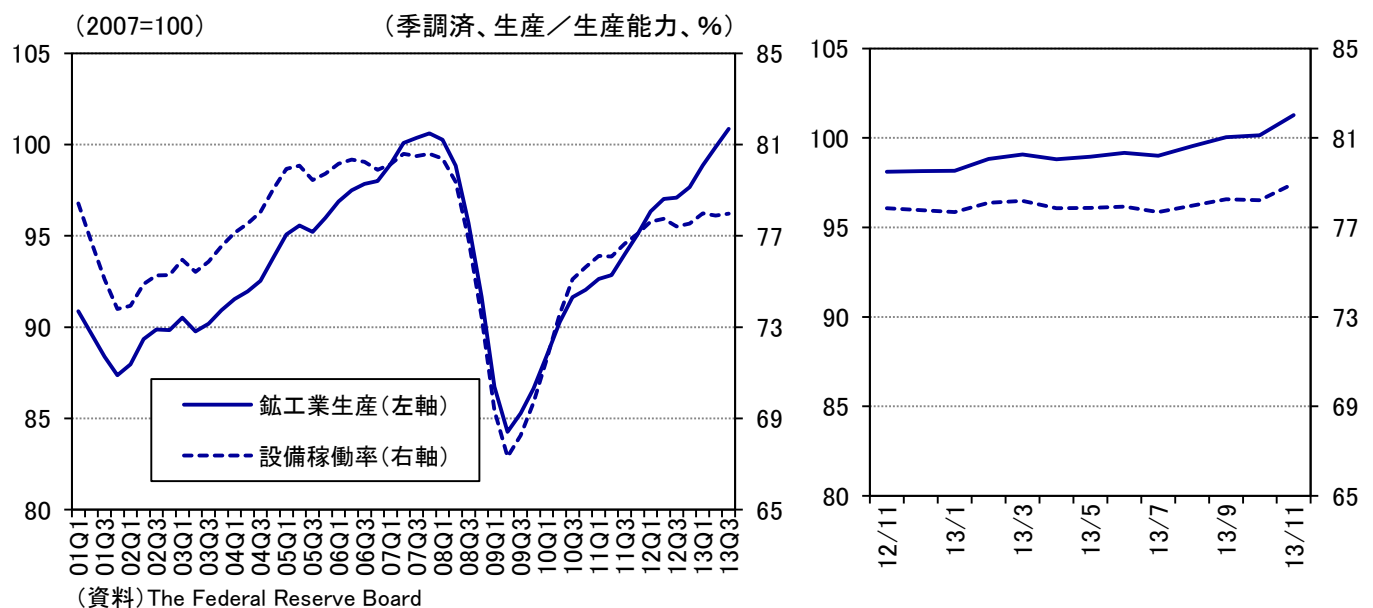
- 12月の製造業ISM指数は57.0(11月57.3)と、わずかに低下したものの高い水準を維持した。生産指数(11月62.8⇒12月62.2)が低下した一方、雇用指数(同56.5⇒56.9)、新規受注指数(同63.6⇒64.2)が上昇した。非製造業は53.0(11月53.9)と、受注関連を中心に低下した。



(2)生産

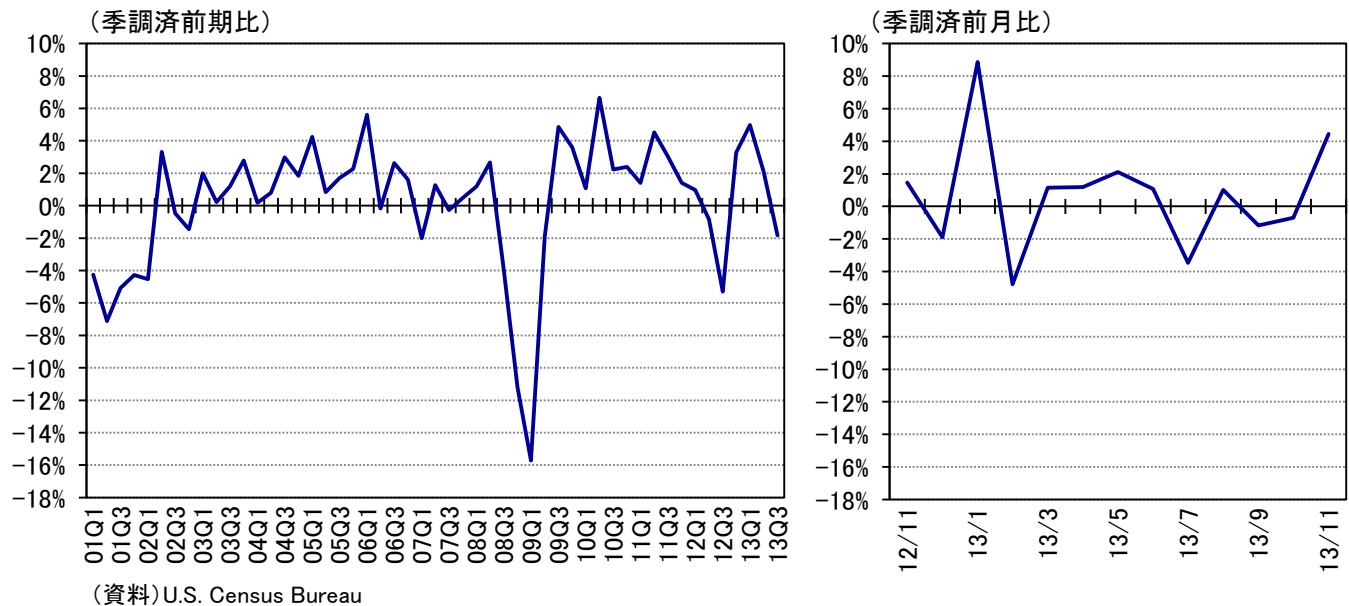
鉱工業生産指数・設備稼働率

- 11月の鉱工業生産は前月比+1.1% (10月同+0.1%) と、大幅な加速をみせた。寒波を背景とする暖房需要の高まりにより公共事業が伸びたことに加え、10月の反動もあり自動車・部品が大幅な伸びをみせたことが伸びを押し上げた。設備稼働率は79.0%と上昇した。

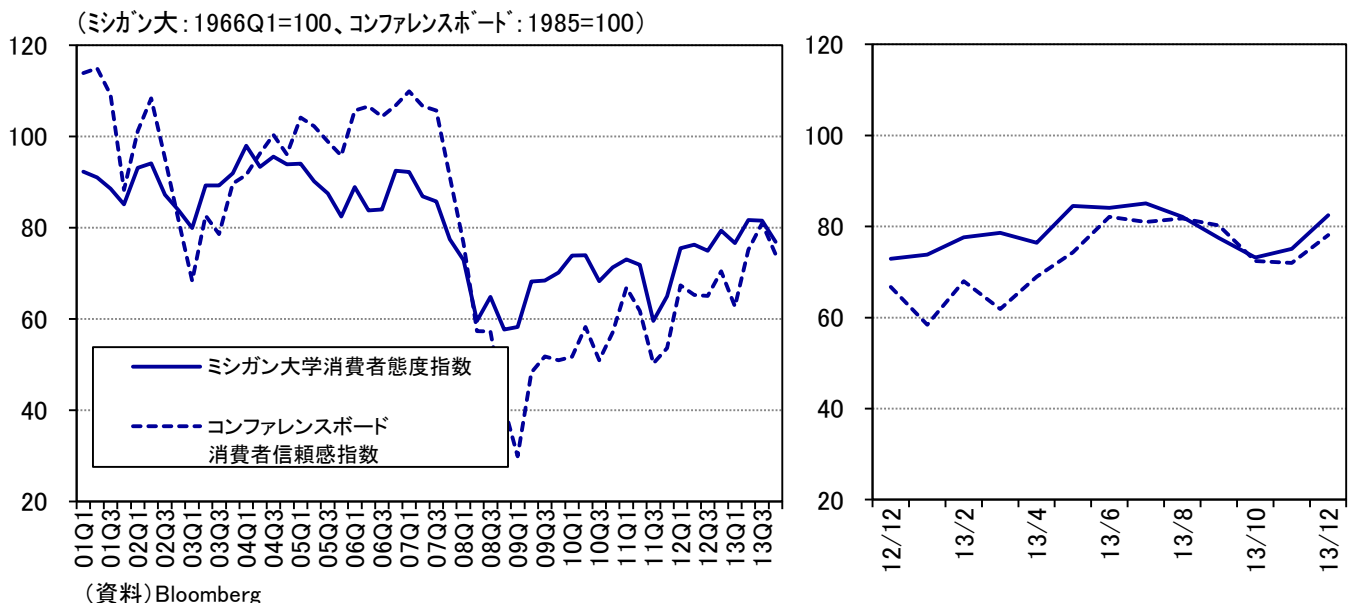


(3)投資**設備投資(非国防資本財受注)**

- 11月の非国防資本財受注（航空機除く）は前月比+4.1%（10月同▲0.6%）と2か月連続の減少を脱し、大幅な増加をみせた。景気回復が設備投資に及びつつあることを示唆する格好となった。

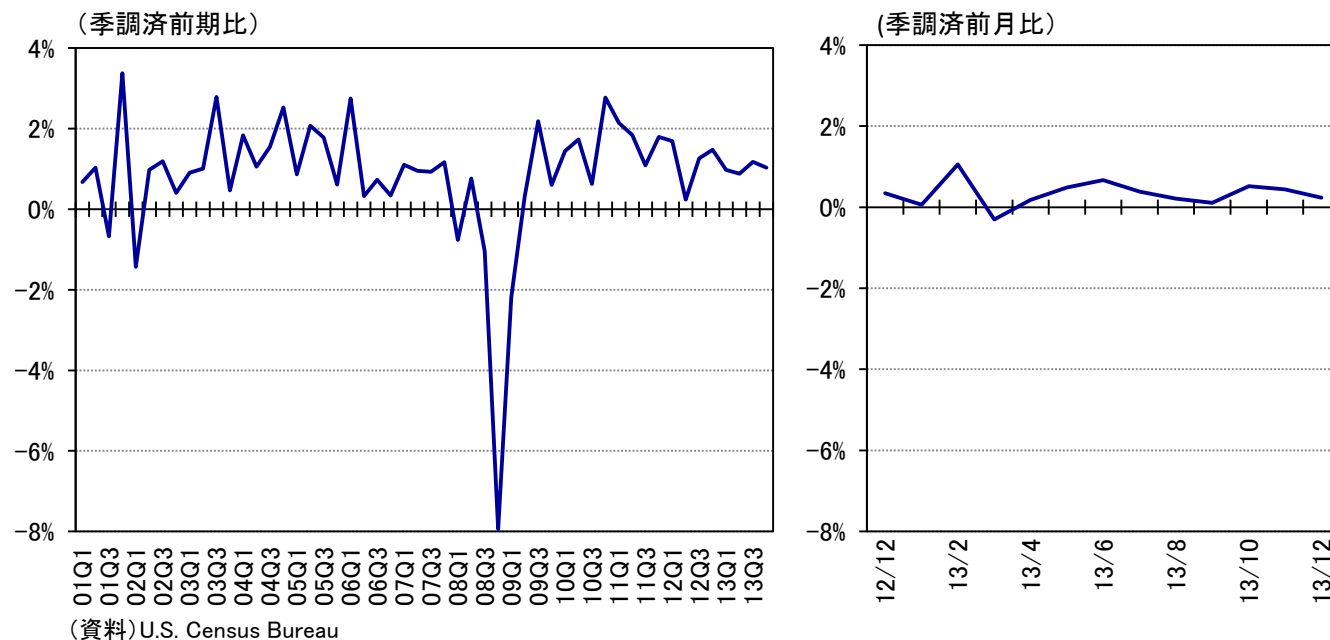
**(4)消費・所得****消費者センチメント(消費者信頼感指数)**

- 消費者センチメントは回復してきている。12月のミシガン大学消費者態度指数は82.5（11月75.1）と大幅に改善した。政府機関の一部閉鎖終了や、景気の見通しの改善などが要因とみられる。12月コンファレンスボード（CB）消費者信頼感指数も78.1（11月72.0）と改善した。



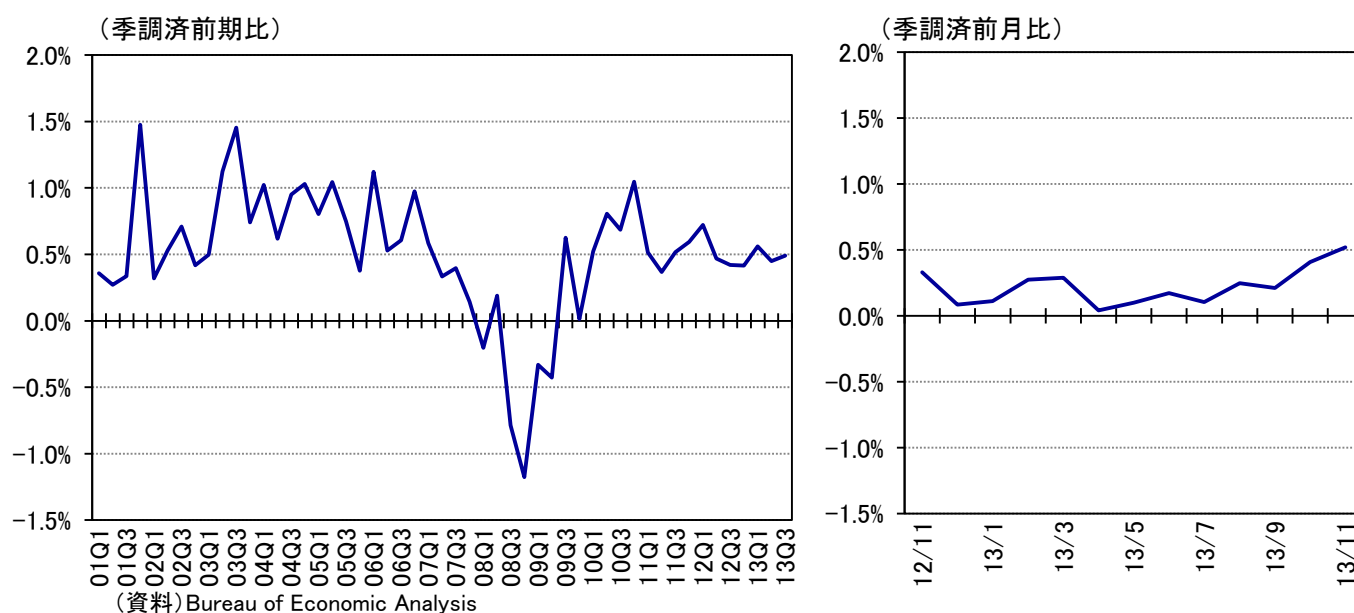
小売売上高

- 12月の小売売上高は前月比+0.2%（11月同+0.4%）と、小幅増加した。記録的な寒波の影響で自動車・部品が減速したが、株高や住宅価格上昇の資産効果が追い風となっている。



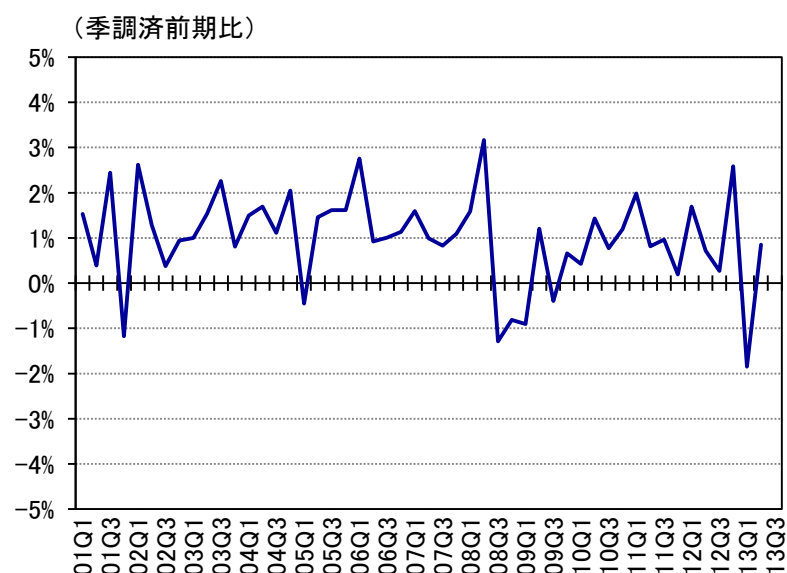
実質個人消費支出

- 11月の実質個人消費支出は、前月比+0.5%（10月同+0.4%）と加速を続けた。自動車などの耐久財が同+2.2%（10月同+1.2%）と大きく加速したのに加え、個人消費の2/3を占めるサービス支出が同+0.4%（10月同+0.1%）と3か月ぶりに前月の伸びを上回った。

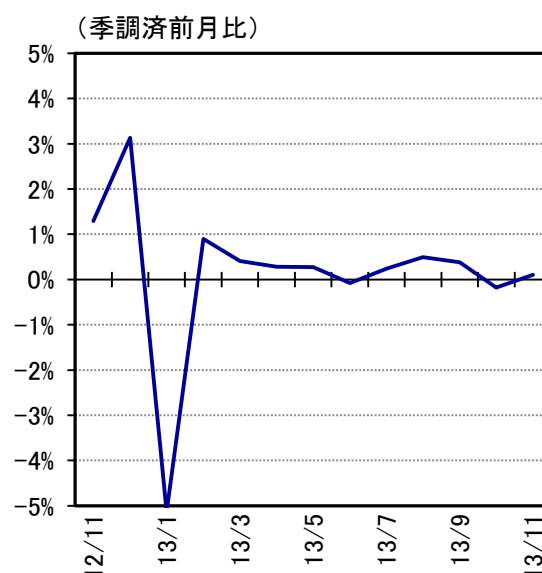


実質可処分所得

- 11月の実質可処分所得は、前月比+0.1%（10月同▲0.2%）の微増となった。名目ベースでも、同+0.1%（10月同▲0.2%）であった。内訳をみると、賃金（所得全体の約62%）が同+0.3%（10月同+0.1%）、配当金・利息の受け取り（所得全体の約14%）が同+0.3%（10月同▲0.3%）と増加をみせた。

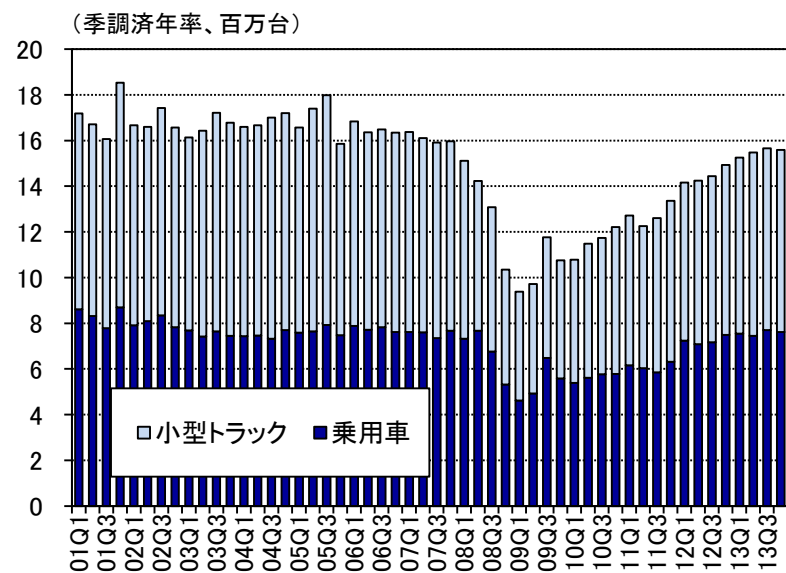


(資料) Bureau of Economic Analysis

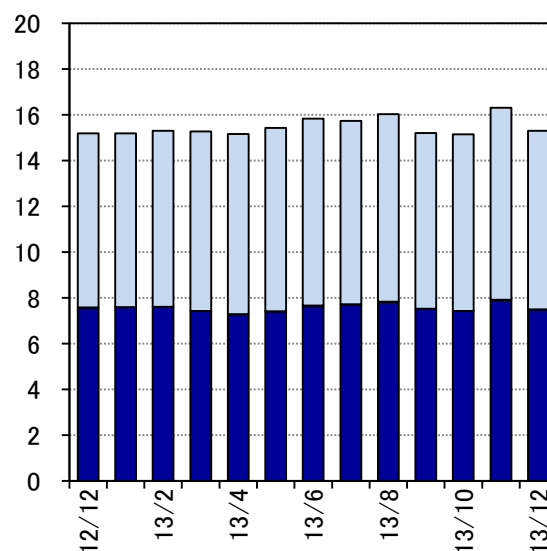


自動車販売台数

- 12月の自動車販売(大型トラックを除く)は、前月比▲6.2%（11月同+7.7%）の年率1,530万台と減少した。昨年に比べて営業日数が1日多いため堅調な伸びが期待されたが、記録的な寒波が影響した。13年通年では、前年比+7.3%（1,549万台）であった。



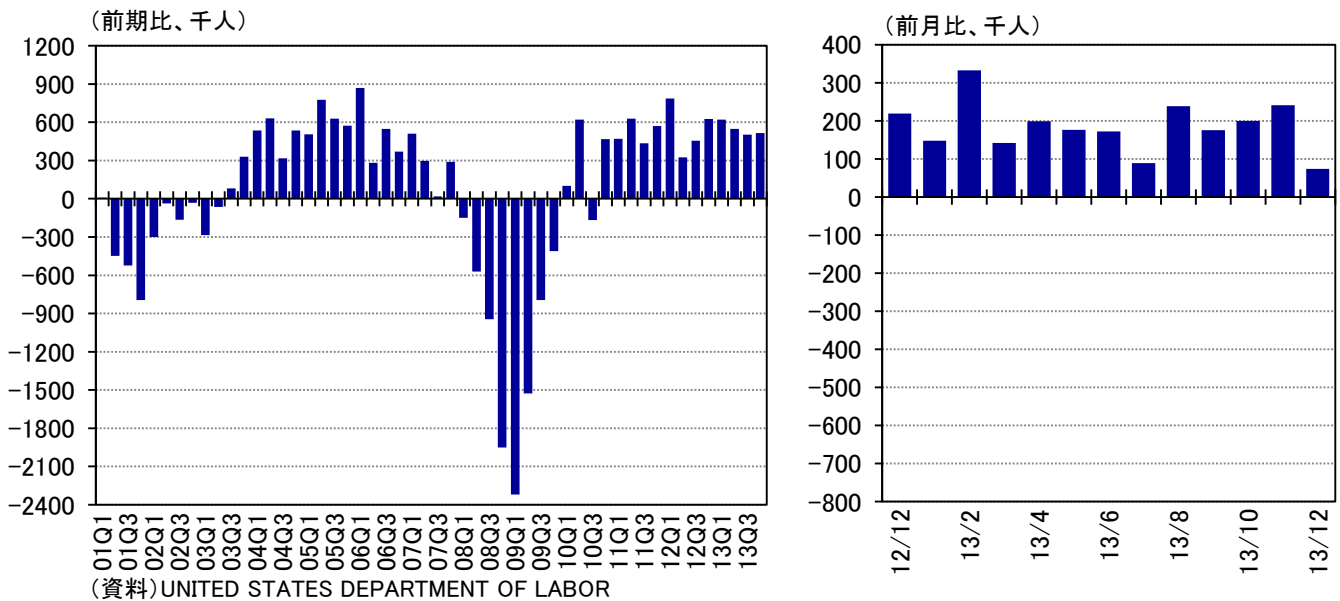
(資料) Bureau of Economic Analysis



(5)雇用

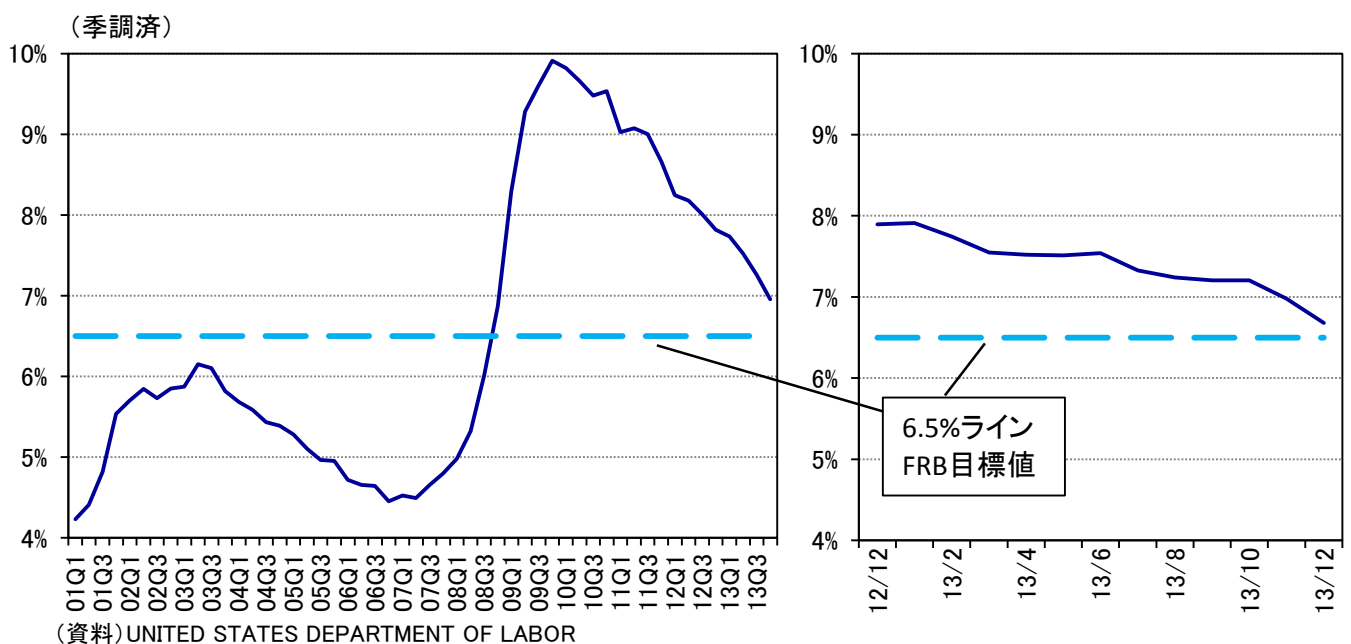
雇用統計(非農業部門就業者数)

- 12月の非農業部門雇用者数は前月差+7.4万人(11月+24.1万人)と、市場予想の+20万人を大幅に下回った。内訳をみると、クリスマス要因等により小売や卸売業が伸びたものの、一部地域を襲った記録的な寒波の影響で一時的な自宅待機が急増したため、建設業や運輸・倉庫業、製造業等が低調となった。



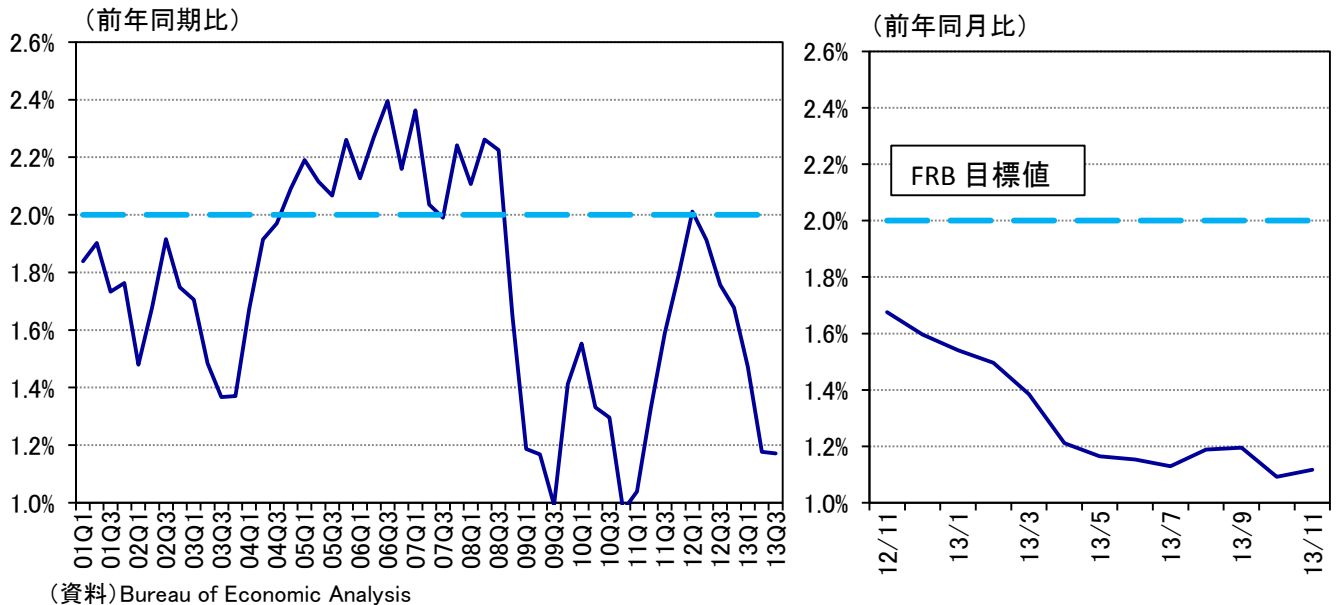
完全失業率

- 12月の失業率は6.7% (11月7.0%) と大幅に改善した。就業者数の増加は小幅なものに留まったが、労働参加率が62.8%と、1978年10月以降で最低の水準まで低下したことが寄与した。

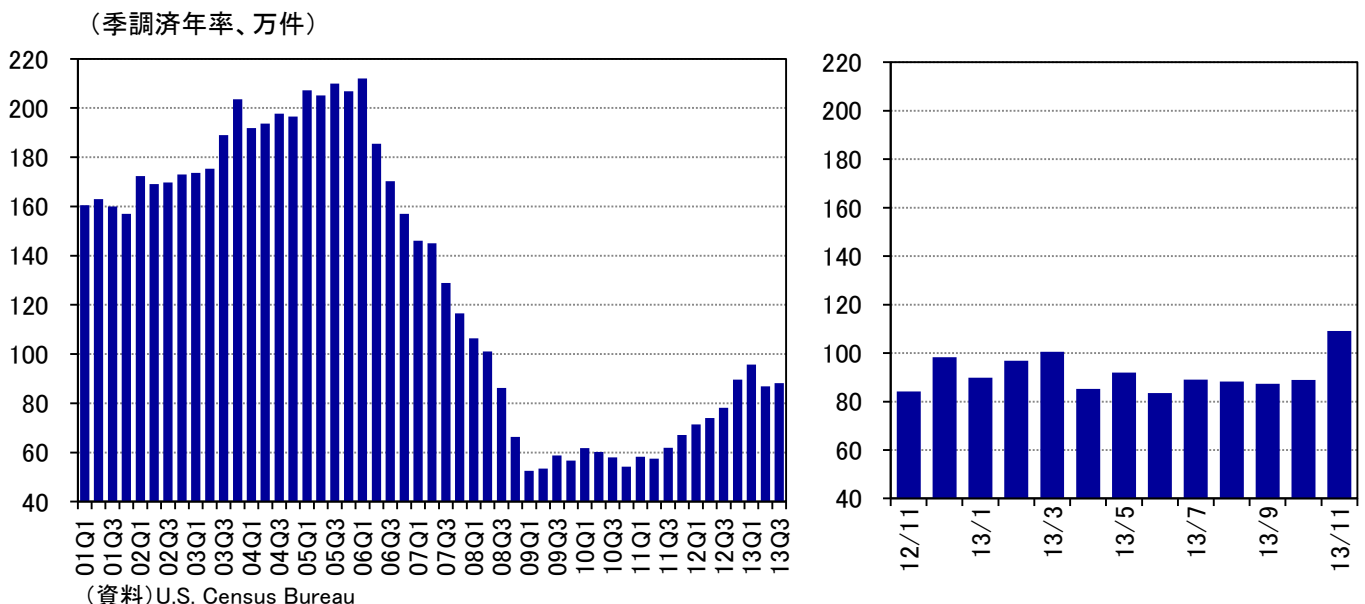


(6)物価**消費者物価(コアPCEデフレーター)**

- 11月のコアPCEデフレーターは前年同月比+1.1%（10月+1.1%）と、横ばいであった。インフレ圧力が高まる兆候はみられない。

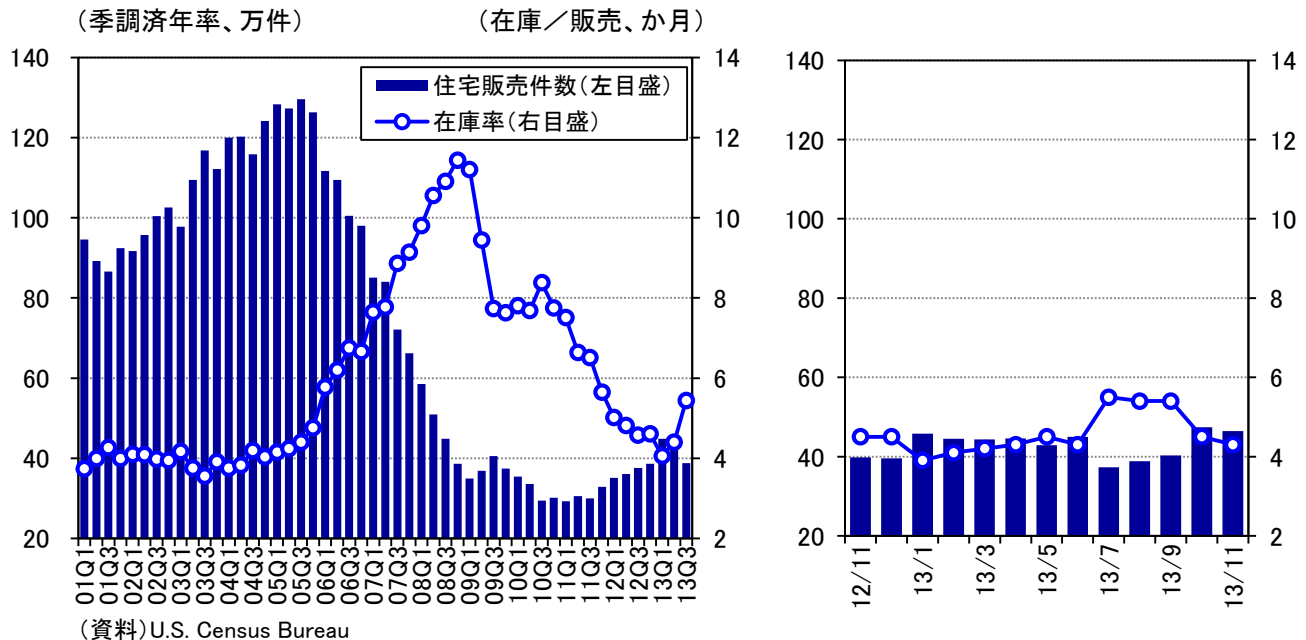
**(7)住宅****新築住宅着工件数**

- 11月の新築住宅着工件数は前月比+22.7%（10月同+1.8%）の109.1万件（10月同88.9万件）となった。そのうち、賃貸需要の増大を受けて集合住宅が同+26.8%、一戸建ては同+20.8%となった。住宅着工許可件数は集合住宅の落ち込みを主因に同▲3.1%の100.7万件となったが、再度増加に転じてくるという期待は強いものとなっている。



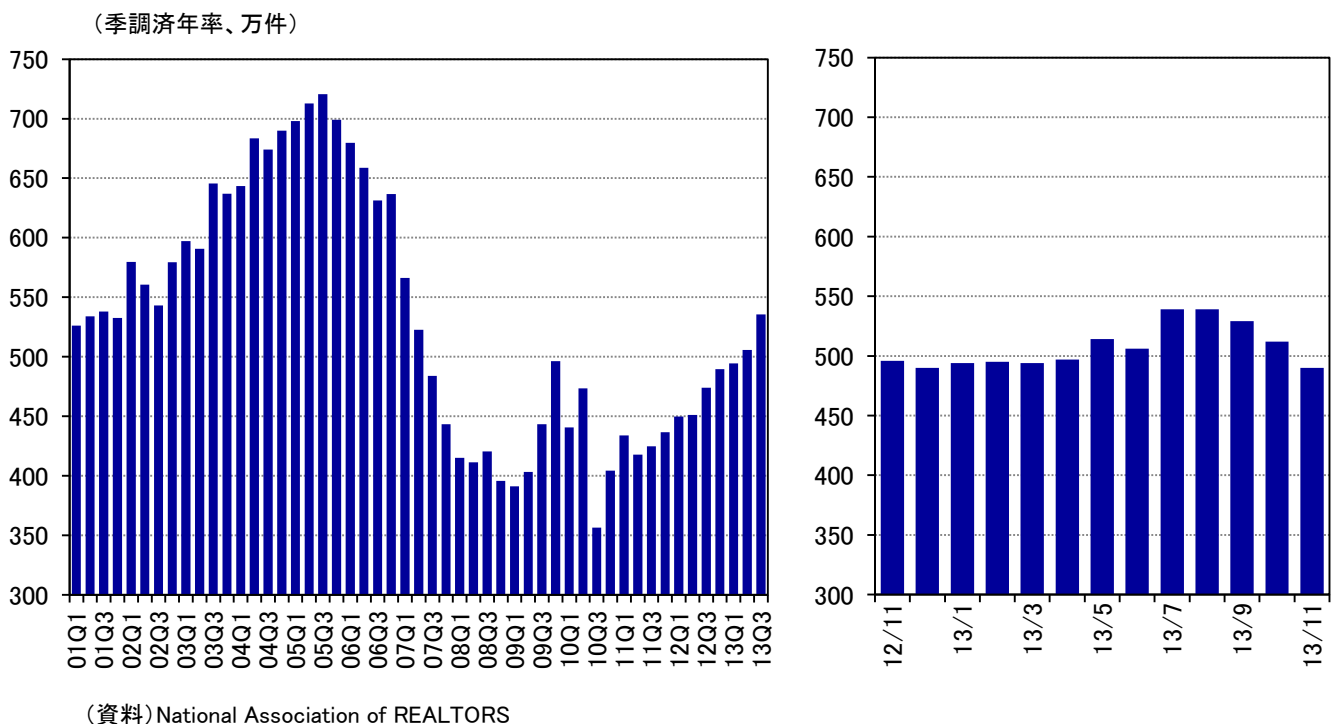
新築住宅販売件数

- 11月の新築住宅販売戸数は前月比▲2.1%（10月同+17.6%）の年率46.4万戸（10月同47.4万戸）と小幅ながら減少した。住宅ローン金利の上昇を受けて販売ペースは夏場に鈍化したが、ここ2か月は在庫率も大幅に下がり、堅調さをみせている。



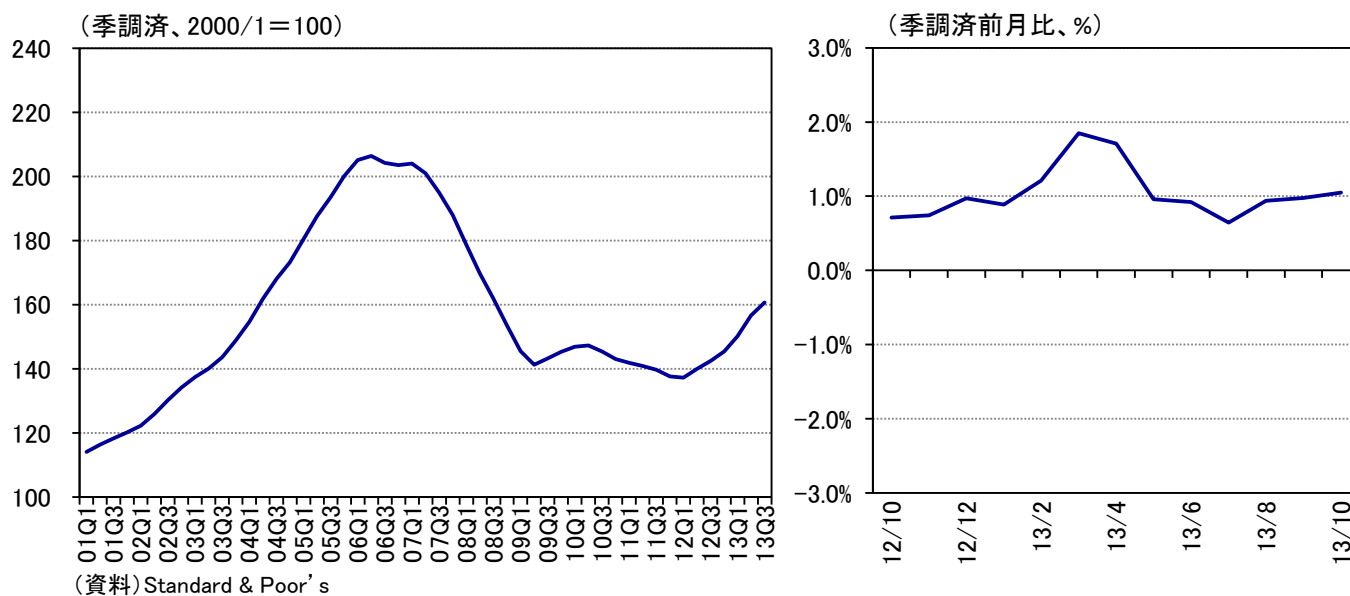
中古住宅販売件数

- 11月の中古住宅販売件数は前月比▲4.3%（10月同▲3.2%）の年率490万戸と、3か月連続で減少した。中古は新築に比べて購入層の所得が低く、価格上昇やローン金利上昇の影響を受けているものとみられる。



住宅価格(S&P ケース・シラー住宅価格指数(20 都市圏))

- 10月のS&P ケース・シラー住宅価格指数(20都市圏)は前月比+1.0%(9月+1.0%)と、加速が続いた。前年同月比では同+13.6%(9月同+13.3%)と、およそ7年ぶりの高い伸びとなった。都市別では、20都市全てで上昇した。ただし、今後については住宅市場の勢いが薄れつつあるため、減速してくるとの見方が出てきている。



担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム	T E L : 03-3282-7683 E-mail: TOKB4A1@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料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で、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。