Marubeni
丸紅経済研究所

US Economic Outlook　2014 年 3 月

今月のトピック「イエレン新議長、初 FOMC で何をみせるか？」

2014/3/14

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・投資に足踏み感
【消費・所得】 ・・・・・・・・　消費は記録的寒波の影響で落ち込みがみられる一方、所得は改善
【物価】 ・・・・・・・・・・・・・　低水準の伸びが継続

○ 米国景気は緩やかな拡大を続けている。10-12 月期の実質 GDP(改定値)は、前期比年率+2.4%と下方修正されたが、高めの伸びを維持した。内需の持ち直しが成長率を押し上げた。
○ 米国中西部・北東部の記録的な寒波の影響が、引き続き指標に表れている。ただし、3 月 5 日公表のベージュブックは、「生産・投資活動が一服し、消費も落ち込んでいるが、懸念は限定的」としている。
○ FRB は 3 月 18-19 日に FOMC を開催する。金融緩和政策(QE3)の縮小が続けられる見込み。会合後、イエレン氏が新議長として初めて記者会見に臨む。

主要経済指標

		四半期			月次			
		13Q2	13Q3	13Q4	13/11	13/12	14/1	14/2
景況	実質GDP(前期比)	2.5%	4.1%	2.4%				
	ISM製造業指数[上段]・	50.8	55.7	56.7	57.0	56.5	51.3	53.2
	非製造業指数[下段]	53.7	56.1	54.1	54.1	53.0	54.0	51.6
生産	鉱工業生産指数	0.3%	0.6%	1.3%	0.2%	0.7%	0.3%	▲0.3%
	設備稼働率(前期/月比)	79.1%	80.1%	81.1%	78.4%	78.8%	78.9%	78.5%
投資	非国防資本財受注(前期/月比)	2.1%	▲1.8%	0.5%	3.0%	▲1.6%	1.5%	
消費	消費者信頼感指数[ミシガン大]	81.7	81.6	76.9	75.1	82.5	81.2	81.6
	実質個人消費支出(前期/月比)	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%	▲0.1%	0.3%	
	小売売上高(前期/月比)	0.5%	1.2%	0.7%	0.3%	▲0.3%	▲0.6%	0.3%
	自動車販売台数[百万台]	15.5	15.7	15.6	16.3	15.3	15.2	15.3
雇用・所得	非農業部門就業者数(前期/月差)[万人]	60.3	51.5	59.5	27.4	8.4	12.9	17.5
	完全失業率(%)	7.5%	7.3%	7.0%	7.0%	6.7%	6.6%	6.7%
	実質可処分所得(前期/月比)	1.0%	0.7%	0.2%	0.1%	▲0.2%	0.3%	
物価	コアPCEデフレーター(前年比)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	
住宅	新築住宅着工件数(前期/月比)	▲9.3%	1.6%	15.1%	22.5%	▲4.8%	▲16.0%	
	新築住宅販売件数(前期/月比)	▲1.6%	▲12.2%	13.7%	▲1.8%	▲3.8%	9.6%	
	中古住宅販売件数(前期/月比)	3.5%	4.4%	▲7.1%	▲5.8%	0.8%	▲5.1%	
	S&Pケース・シラー住宅価格指数(前期/月比)	4.2%	2.6%	3.0%	0.9%	0.8%		
金融	NYダウ工業株30種 (期末値/月末値) [ﾄﾞﾙ]	14,910	15,130	16,577	16,086	16,577	15,699	16,322
	米10年債利回り (期末値/月末値)	2.49%	2.61%	3.03%	2.74%	3.03%	2.64%	2.65%

※:四半期の数値は原則、月次数値の単純平均にて算出。

1. イエレン新議長、初 FOMC で何をみせるか？

【注目される、イエレン体制下で初の FOMC】

3 月 18 - 19 日、イエレン新議長就任後初の FOMC（米連邦公開市場委員会）が開催される。13 年 12 月と 14 年 1 月の FOMC では、FRB は堅調な景気拡大を背景として、債券等の資産購入措置（QE3）を 100 億ドルずつ縮小した。足元の景気は、記録的な寒波・降雪により足踏み状態にあるが、ベージュブック（地区連銀経済報告）によると寒波の影響は限定的であり、直近 2 月の雇用統計も改善の兆しがみられた（p.9 参照）ことから、3 月の FOMC では更に 100 億ドル縮小されるとみられている。とはいえ、内外経済はリスク含みの状態であり、イエレン新議長がハト派とみられる中、①フォワードガイダンス、②将来の利上げのタイミング、③長期的な出口戦略について、どのような見通しを示し、バーナンキ前議長と異なる新しいメッセージを出すのか注目されている。

【短期的な問題：フォワードガイダンスを変更するか？】

1 月の FOMC では、失業率が FRB の目標値である 6.5%に接近する中で、FOMC 参加者はフォワードガイダンスの変更が必要との認識を示している。その後も、ダドリーNY 連銀総裁が「6.5%という数値は現時点であまり価値を提供していない。失業率がその基準値に到達する前に取り除くほうが望ましい」と述べたほか、タカ派とみられていたフィッシャー新副議長候補も 3 月 13 日の上院公聴会で「米国経済は正常に戻っていない」、「失業率はなお高い」、「しばらく拡張的な金融政策を続けるべき」との見解を示した。

現在のフォワードガイダンスでは、「インフレ率が 2%を下回る間は、失業率が（FRB 目標値の）6.5%を下回っても、金利引き締め議論開始までには相当期間が必要」としている。直近 2 月の失業率は 6.7%（1 月 6.6%）であり、ガイダンスを直ちに変更する必要性はやや後退したようにもみえるが、今後寒波の影響が薄まり、失業率が再度低下する可能性が高いため、議論の後退は一時的なものとなろう。

イエレン新議長の雇用重視の姿勢をみると、失業率がガイダンスから取り除かれる可能性は低い。しかし、NY 連銀が発表した労働市場を包括的に把握する「8 つの指標[1]」のようなものはフォワードガイダンスをより複雑にするため、ガイダンスに採用される可能性も低いだろう。イエレン新議長の見解が注目される。

【中期的な問題：将来の利上げのタイミング】

上院銀行委員会での金融政策報告証言において、イエレン新議長は債券等の資産購入縮小のペースに関して「予め決められた道筋はない」とする一方、「予想通りに経済が進展すれば、債券購入の完了が今秋のいずれかの時点になる」と述べている。他の FRB 関係者も縮小ペースの変更は「相当ハードルが高い」としており、14 年内縮小完了の可能性はかなり高い。

こうした中、市場の関心事は資産購入縮小完了後の利上げのタイミングに移ってきている。1 月 FOMC の段階では、17 名の FOMC 参加者中 12 名が最初の利上げ時期を 2015 年とみている。内外景気に不安が残る中、利上げ時期を先送りするような見解が出るのか、バーナンキ旧体制とどのように違いをみせてくるのか注視される。

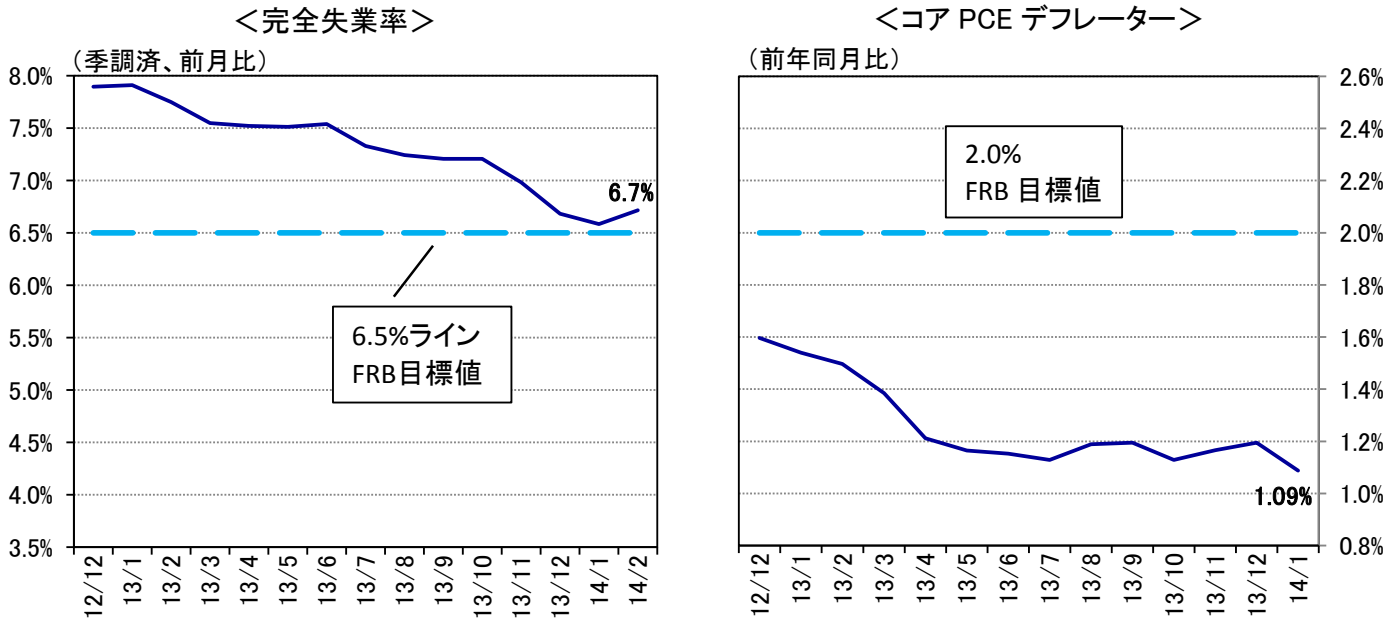
[1] http://www.newyorkfed.org/labor-conditions/

【長期的な問題：FRB のバランスシート正常化に向けた出口戦略】

3 月 FOMC で見解が出されるかは不明であるが、長期的な問題として、イエレン新議長が FRB のバランスシートの正常化をどのように考えているかをみることにも留意すべきであろう。図表 2 にあるように、資産購入縮小はあくまでも出口戦略の一里塚に過ぎず、その後にも、利上げ、償還資金の再投資の停止、購入資産の売却・積極的なバランスシートの圧縮と、出口にはまだまだ多くのステップがある。

FRB ではこうした出口戦略について議論がなされているところであるが、現状、何も決まっていない。一方で、順調に資産購入縮小が進むにつれ、利上げという第 2 のステップが 15 年にはみえてくる。イエレン新議長は今後数か月内で関係者間の合意を取繕う必要があるだろう。

図表 1　米国の失業率・物価の推移



（資料）UNITED STATES DEPARTMENT OF LABOR, Bureau of Economic Analysis より丸紅経済研究所作成.

図表 2　想定される QE3 からの出口戦略

	政策	内容・課題	時期
短期	資産買入の減額、終了	・無期限で実施されている資産買入を徐々に減額。	14年内
中期	利上げ開始	・資産買入の終了後、FF金利（政策金利）を徐々に引き上げる（現行0～0.25%）。	15年
	償還資金の再投資終了	・国債やMBSの償還資金の再投資を中止。FRBのB/Sを圧縮。	？
長期	資産売却	・資産売却によって、FRBがB/Sを積極的に圧縮。金融政策の正常化には不可欠。	？

（資料）FRB、各種報道より丸紅経済研究所作成.

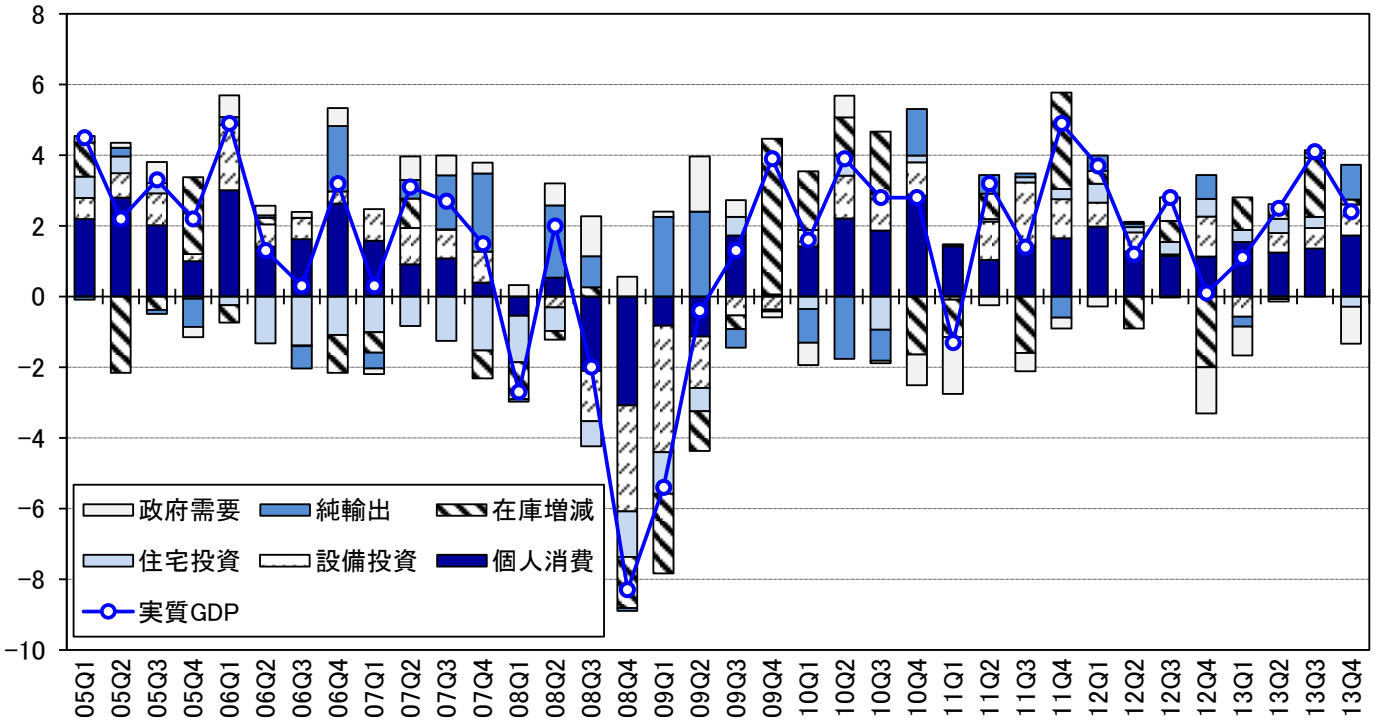
2. 主要指標の動き

(1)GDP・景況感

実質GDP

- 2 月 28 日に発表された 13 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前期比年率+2.4%（速報値同+3.2%）と速報値から大幅に下方修正された。内訳をみると、個人消費支出の伸びが同+2.6%（同+3.3%）、輸出の伸びが同+9.4%（同+11.4%）、在庫の寄与度が+0.14%（同+0.42%）と引き下げられ、政府需要の減退に加えて、速報値ほど景気の実勢が強くないことが示された。
- なお、13 年通年の成長率は+1.9%と修正はなかった。
- 14年の成長率に関しては、記録的な寒波の影響により 1-3 月期が同+2.1%と一旦足踏みした後、4-6 月期は同＋2.8%と加速すると期待されている。

（季調済、前期比年率寄与度、%）



（資料）Bureau of Economic Analysis

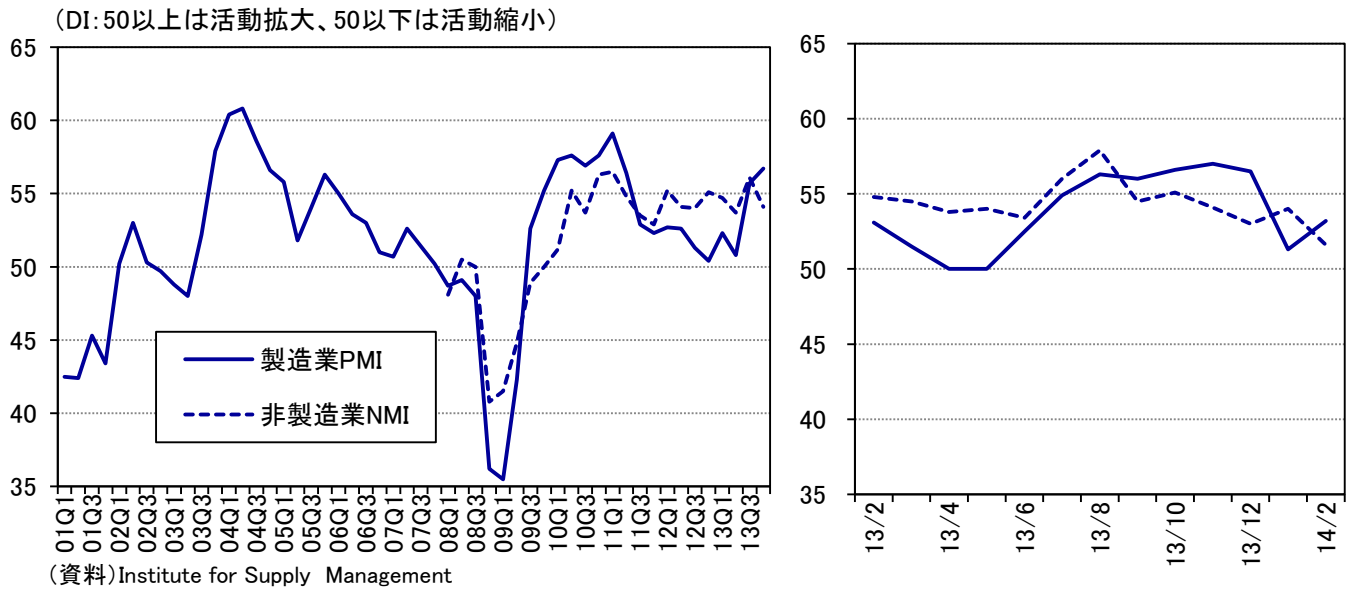
▽ 米国の実質 GDP 予測（%）

ソース	13 年 4-6 月	13 年 7-9 月	13 年 10-12 月	14 年 1-3 月	14 年 4-6 月	14 年 7-9 月	2012 年	2013 年	2014 年
市場ｺﾝｾﾝｻｽ（2014/3）	+2.5	+4.1	+2.4	+2.1	+2.8	+3.0	+2.8	+1.9	+2.9
IMF（2014/1）					—	—			+2.8

※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)

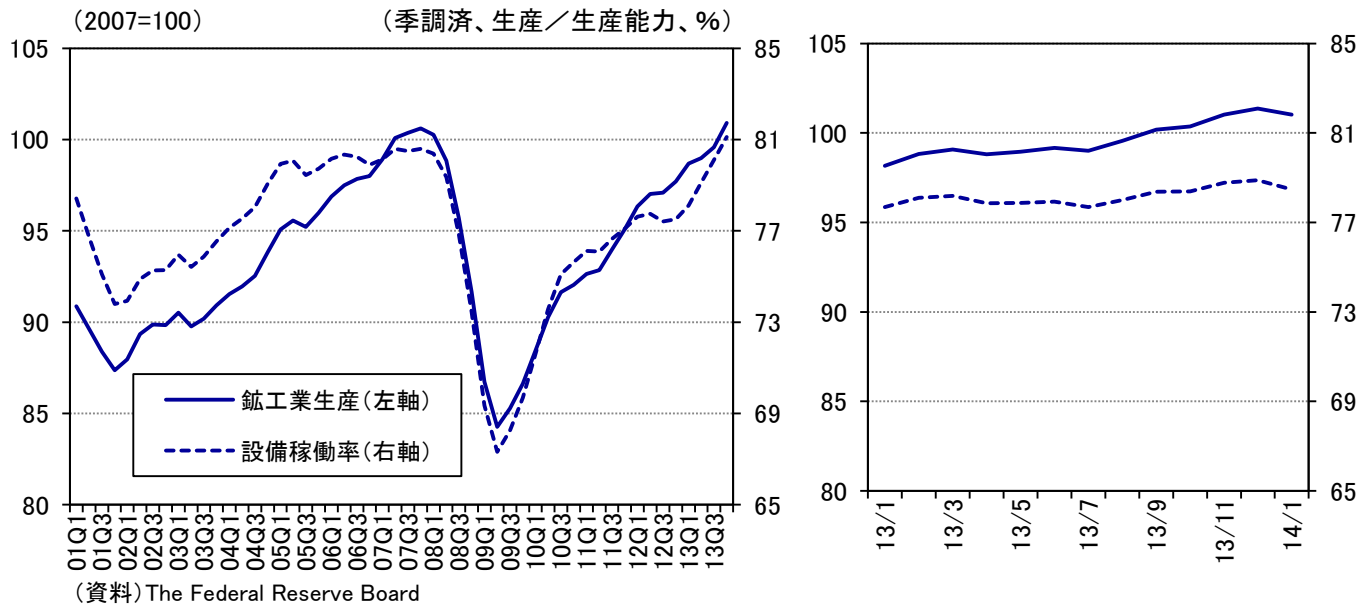
○ 2 月の製造業 ISM 指数は 53.2(1 月 51.3)と、上昇した。生産指数は記録的な寒波の影響により(1 月 54.8⇒2 月 48.2)落ち込んだが、需要の基調は底堅く新規受注指数(同 51.2⇒54.5)や在庫(同 44.0⇒52.5)などが上昇した。一方、非製造業は 51.6(1 月 54.0)と、2010 年 2 月以来の低水準となった。



(2)生産

鉱工業生産指数・設備稼働率

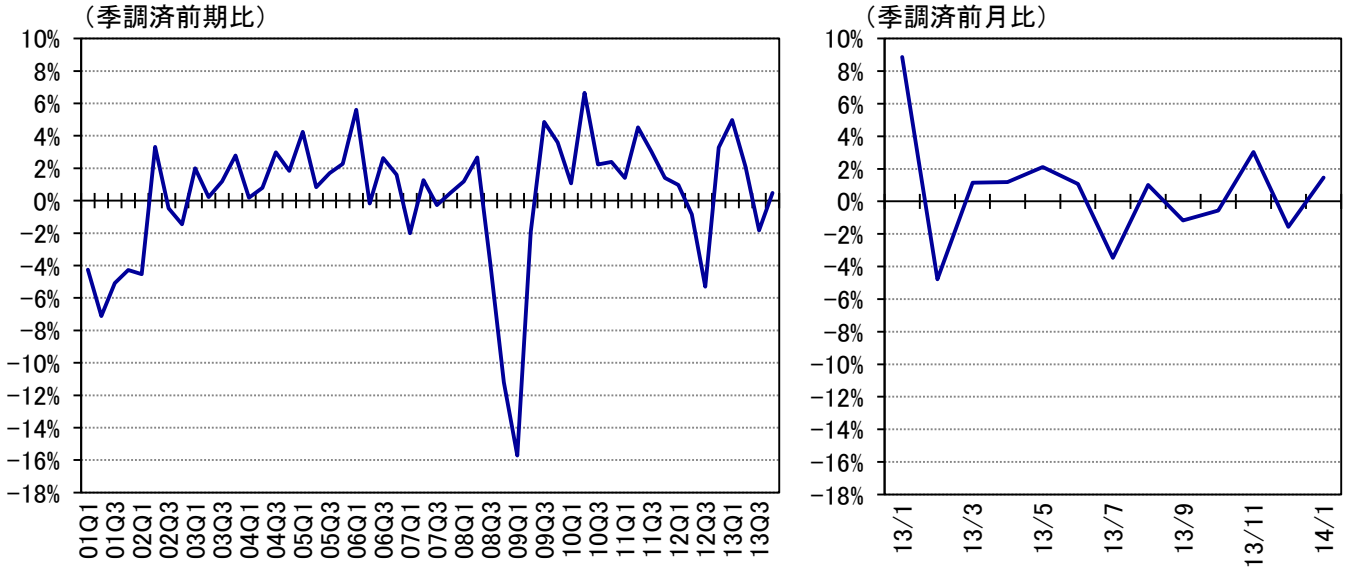
○ 1 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%（12 月同＋0.3%）と、6 か月ぶりに前月を下回った。ISM 生産指数と同じく、製造業の生産指数が同▲0.8%と、大幅な下げ幅となった。設備稼働率も 78.5%と低下した。



（3）投資

設備投資（非国防資本財受注）

○ 1月の非国防資本財受注（航空機除く）は前月比+1.5%（12月同▲1.6%）と増加した。生産活動は持ち直し方向にあるものの、投資への波及は一進一退が続いており、このまま改善に向かうかは不透明である。

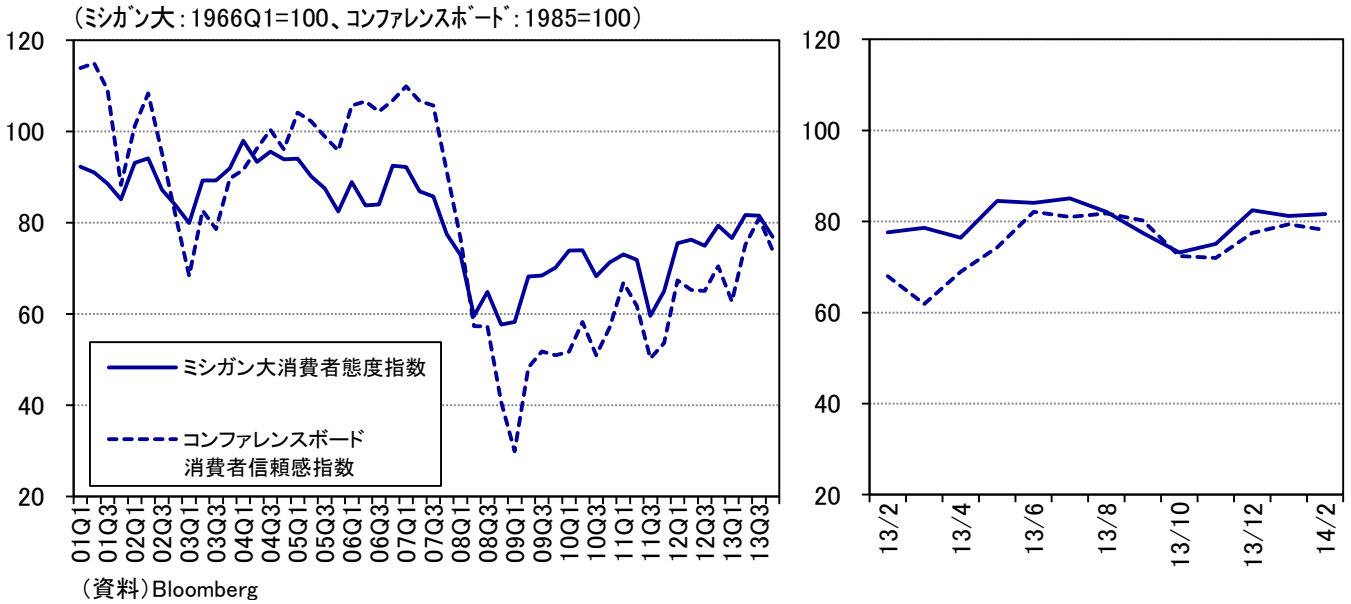


（資料）U.S. Census Bureau

（4）消費・所得

消費者センチメント（消費者信頼感指数）

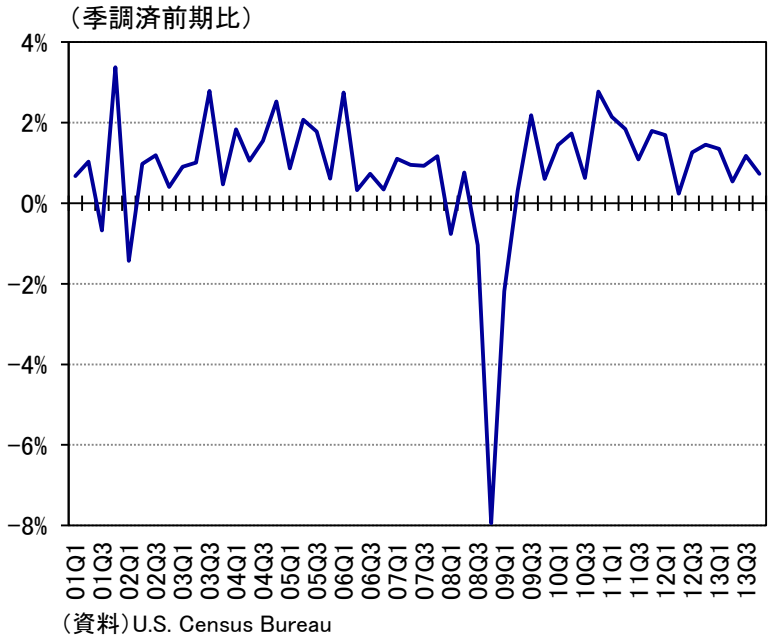
○ 消費者センチメントの改善は足踏みが続いている。2月のミシガン大学消費者態度指数は81.6（1月81.2）と横ばい。2月コンファレンスボード（CB）消費者信頼感指数は78.1（1月79.4）と小幅ながら悪化した。寒波がありながら指数は底堅く、改善期待が根強いとされている。

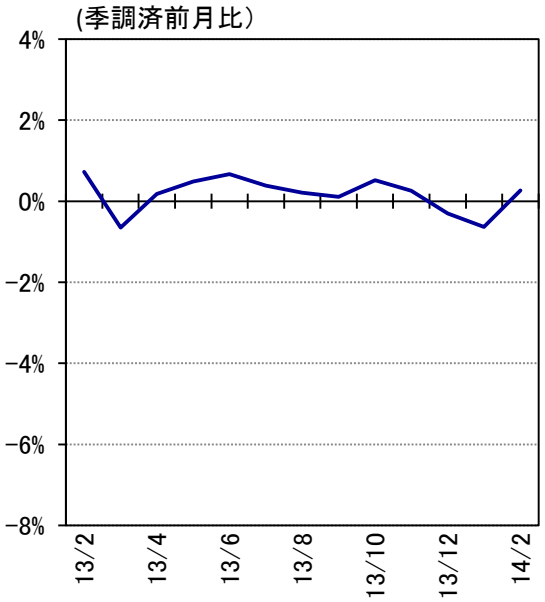


（資料）Bloomberg

小売売上高

○ 2月の小売売上高は前月比+0.3%（1月同▲0.6%）と、3か月ぶりの増加となった。インターネットショップを含む無店舗小売の他、スポーツ用品店、百貨店などが加速し、天候の回復に伴い徐々に客足がもどってきていることが伺える。

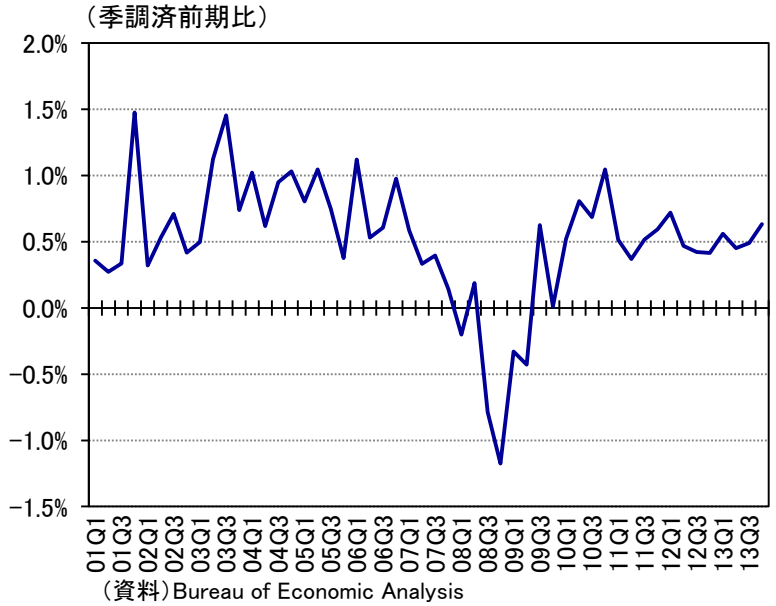




（資料）U.S. Census Bureau

実質個人消費支出

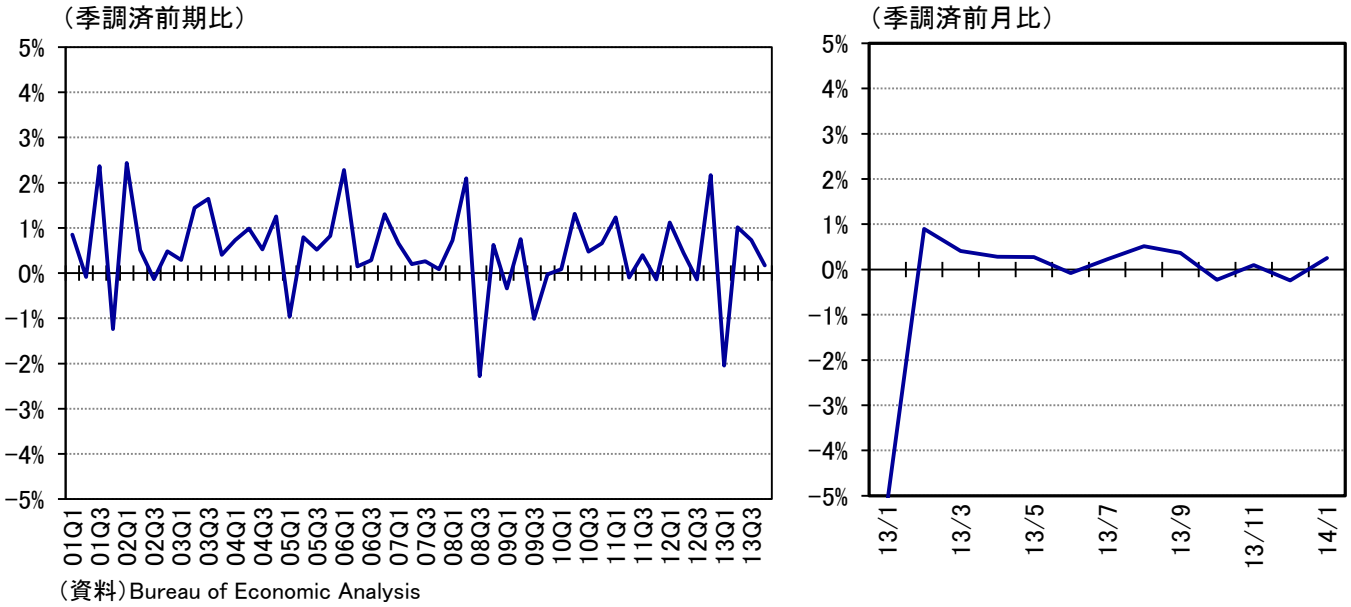
○ 1月の実質個人消費支出は、前月比+0.3%（12月同▲0.1%）となった。非耐久財は同▲0.7%（12月同+0.8%）、耐久財が同▲0.2%（12月同▲2.2%）とモノの消費が減速した一方、個人消費の2/3を占めるサービス支出が同+0.8%（12月同▲0.1%）と加速し、全体を押し上げた。



（資料）Bureau of Economic Analysis

実質可処分所得

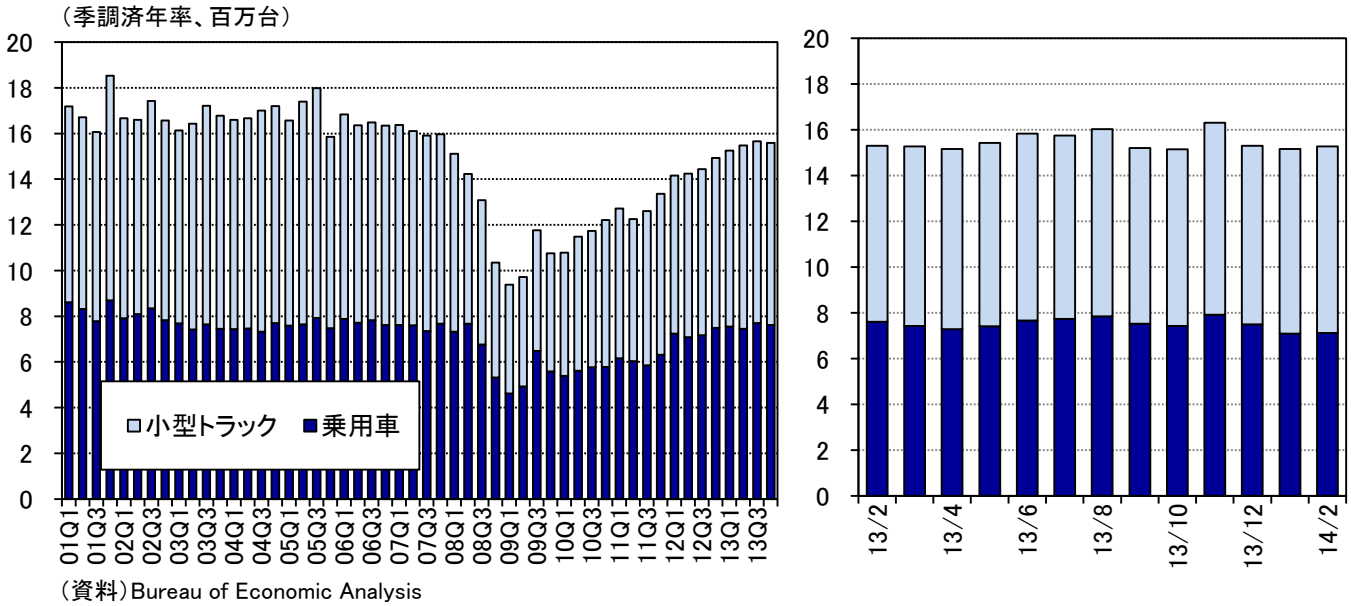
○ 1 月の実質可処分所得は、前月比+0.3%（12 月同▲0.2%）と増加をみせた。名目ベースでも、同+0.4%（12 月同▲0.1%）と増加した。内訳をみると、賃金（所得全体の約 62%）が同+0.2%（12 月同▲0.1%）と増加した中、賃金収入や経常移転収入の伸びが全体を押し上げた。



（資料）Bureau of Economic Analysis

自動車販売台数

○ 2 月の自動車販売(大型トラックを除く)は、前月比+0.8%（1 月同▲1.0%）の年率 1,528 万台と 3 か月ぶりに増加した。各社が販売セールを実施したことが下げ止まりにつながった。ただし、記録的な寒波の影響で、伸びは限定的であり、気候の好転する 3 月に期待がかかっている。

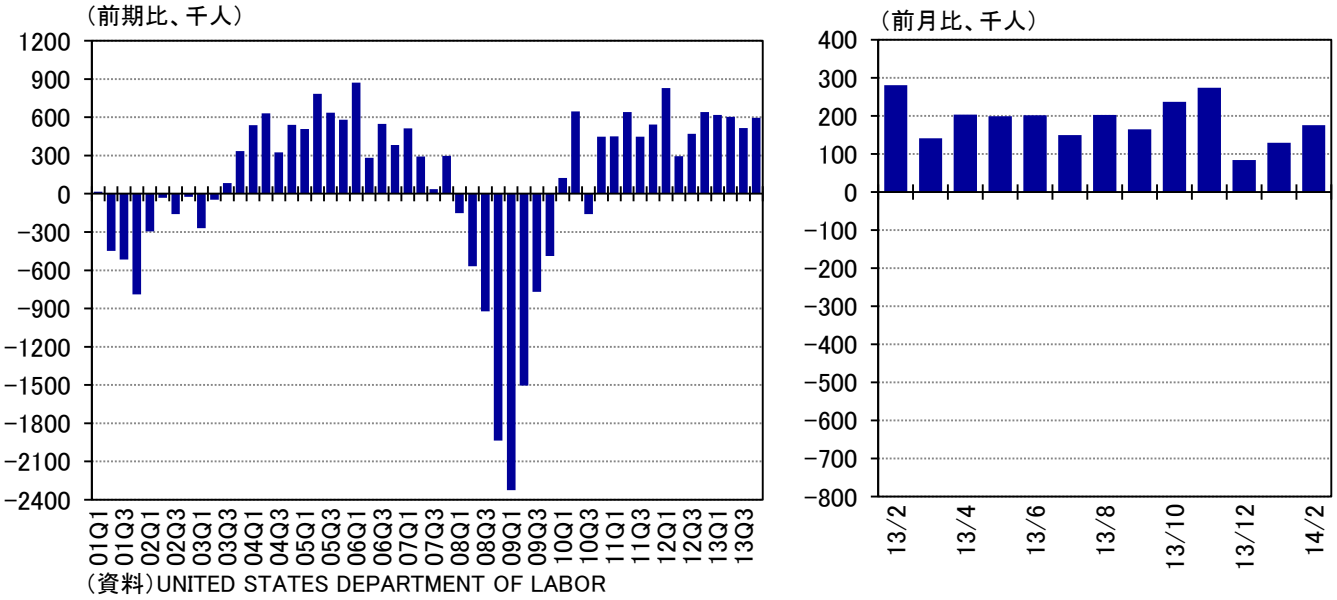


（資料）Bureau of Economic Analysis

（5）雇用

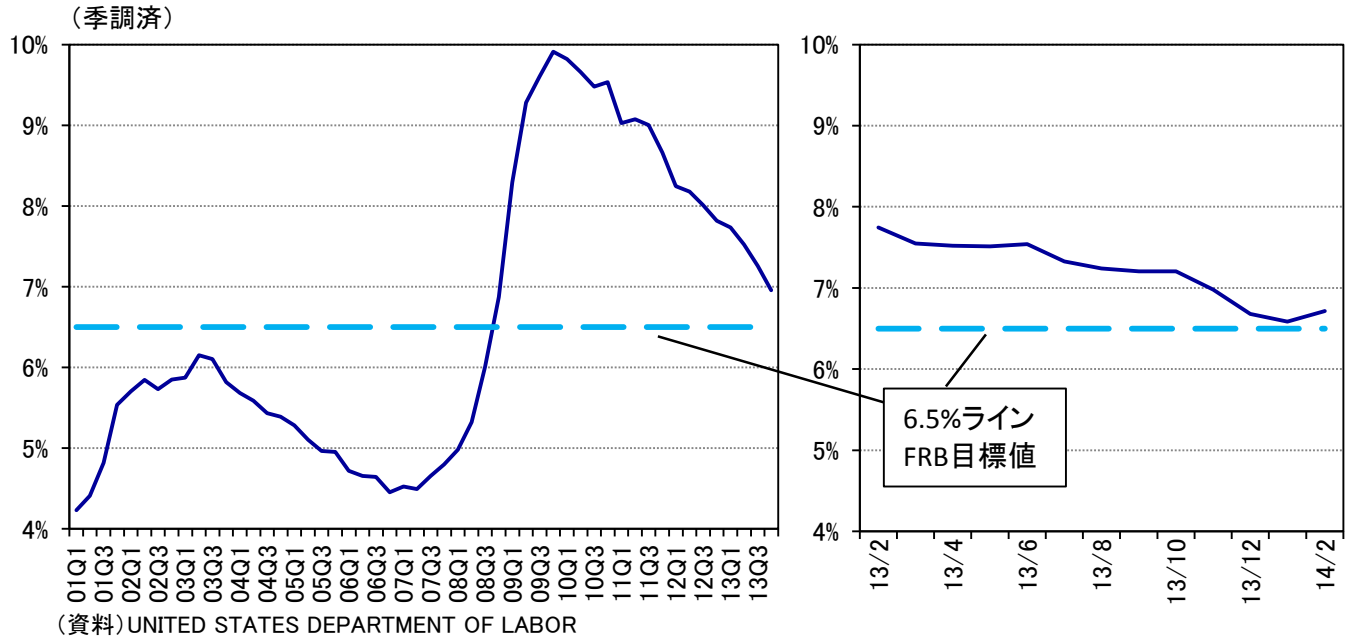
雇用統計（非農業部門就業者数）

○ 2 月の非農業部門雇用者数は前月差+17.5 万人(1 月+12.9 万人)と、市場の期待を上回る伸びとなった。12 月、1 月分も上方修正された。内訳をみると、専門サービスで大幅な増加となったほか、14 年に入って落ち込んでいた小売のマイナス幅が顕著に縮小した。景気が減速するとの懸念が幾分和らぐとともに、FRB の緩和縮小継続に追い風となる可能性がある。



完全失業率

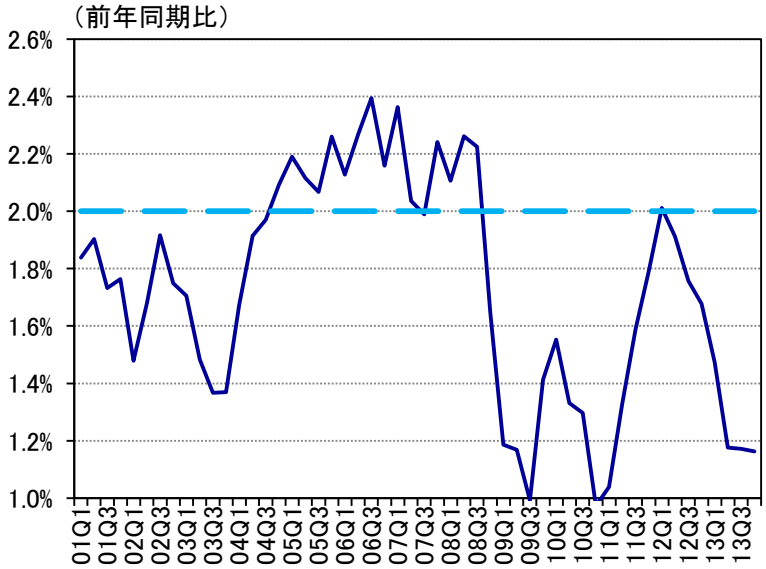
○ 2 月の失業率は 6.7%（1 月 6.6%）と小幅上昇した。就業者の増加を上回って、失業者が増えたことが原因である。今後、求職者が増えてくると、失業率が低下しにくくなる可能性もある。

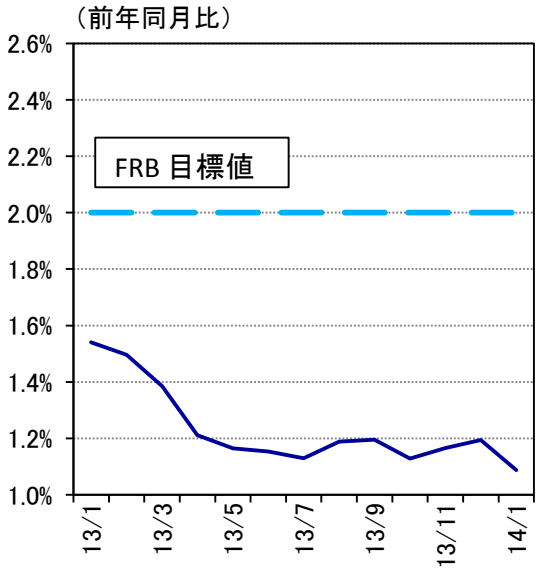


（6）物価

消費者物価（コアPCEデフレーター）

○ 1月のコアPCEデフレーターは前年同月比+1.1%（12月+1.2%）と、ほぼ横ばいであった。インフレ圧力が高まる兆候は依然としてみられない。



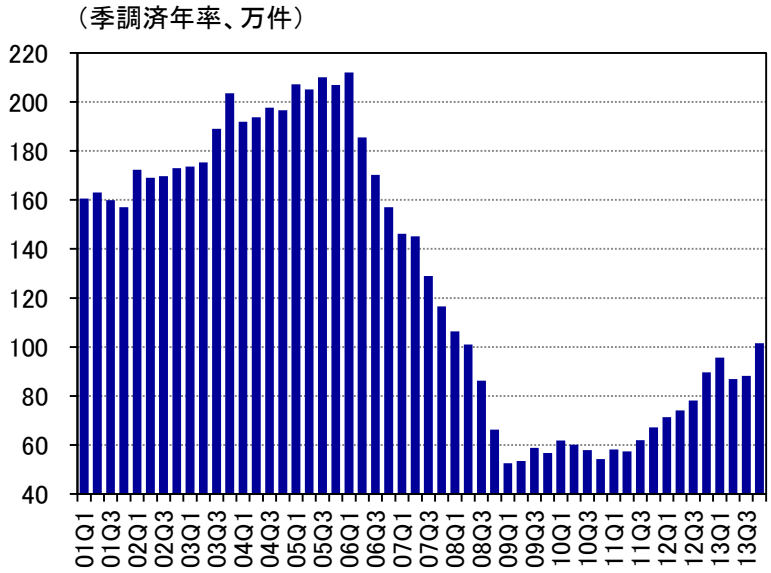


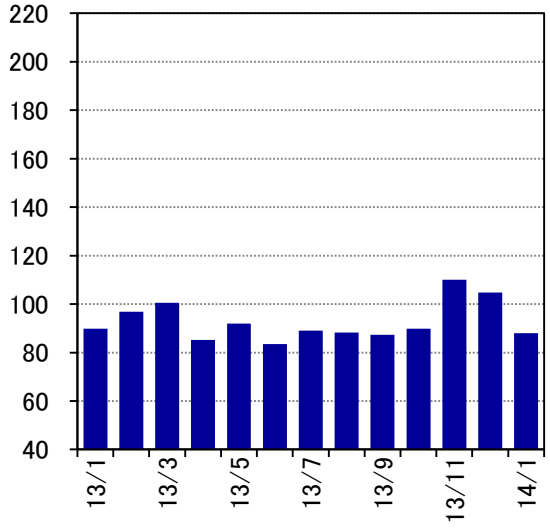
（資料）Bureau of Economic Analysis

（7）住宅

新築住宅着工件数

○ 1月の新築住宅着工件数は前月比▲16.0%（12月同▲4.8%）の年率88.0万件（12月同104.8万件）となった。住宅着工許可件数は前月比▲5.4%の93.7万件と3か月連続で減少した。天候要因とみられるが、許可件数が減少してきており、春以降の着工が下振れないか、懸念もある。

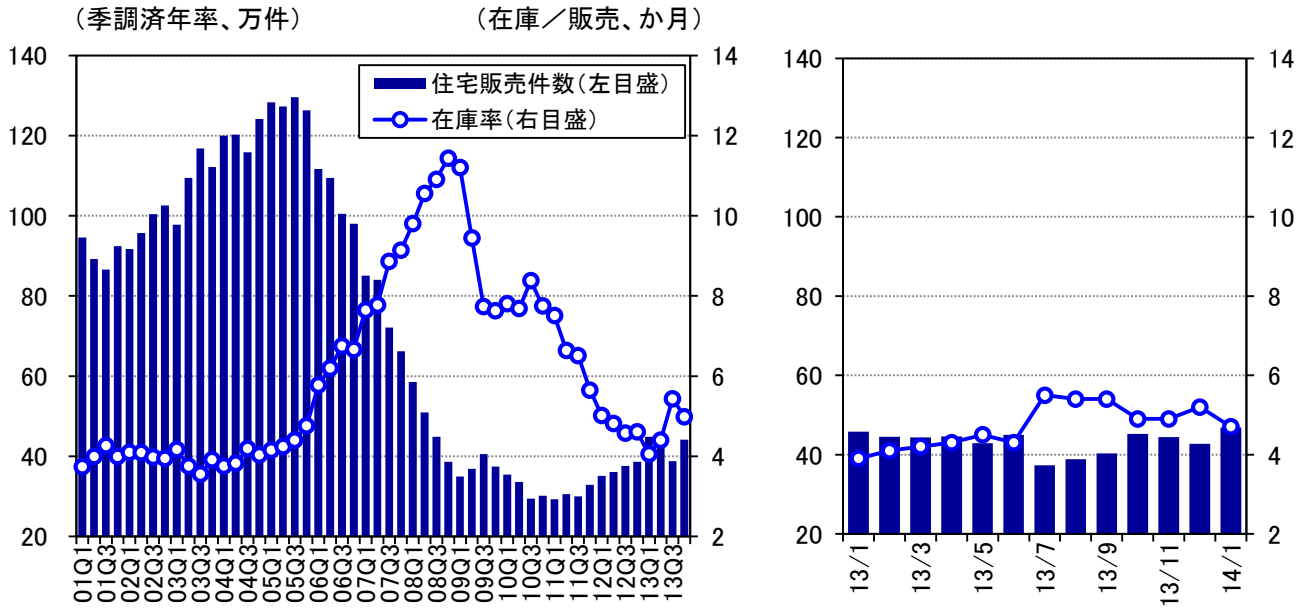




（資料）U.S. Census Bureau

新築住宅販売件数

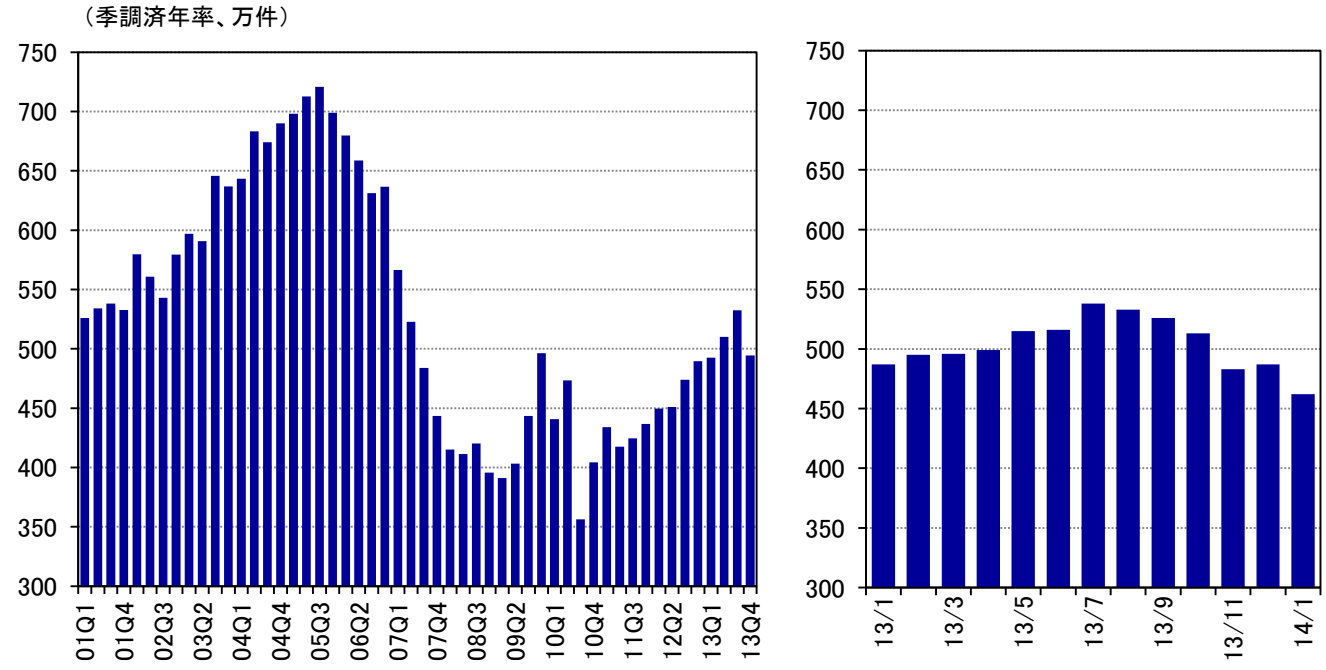
○ 1月の新築住宅販売戸数は前月比+9.6%（12月同▲3.8%）の年率46.8万戸（12月同42.7万戸）と3か月ぶりに増加した。天候が回復すればもう一度増加してくるのではとの期待が出てきている。



（資料）U.S. Census Bureau

中古住宅販売件数

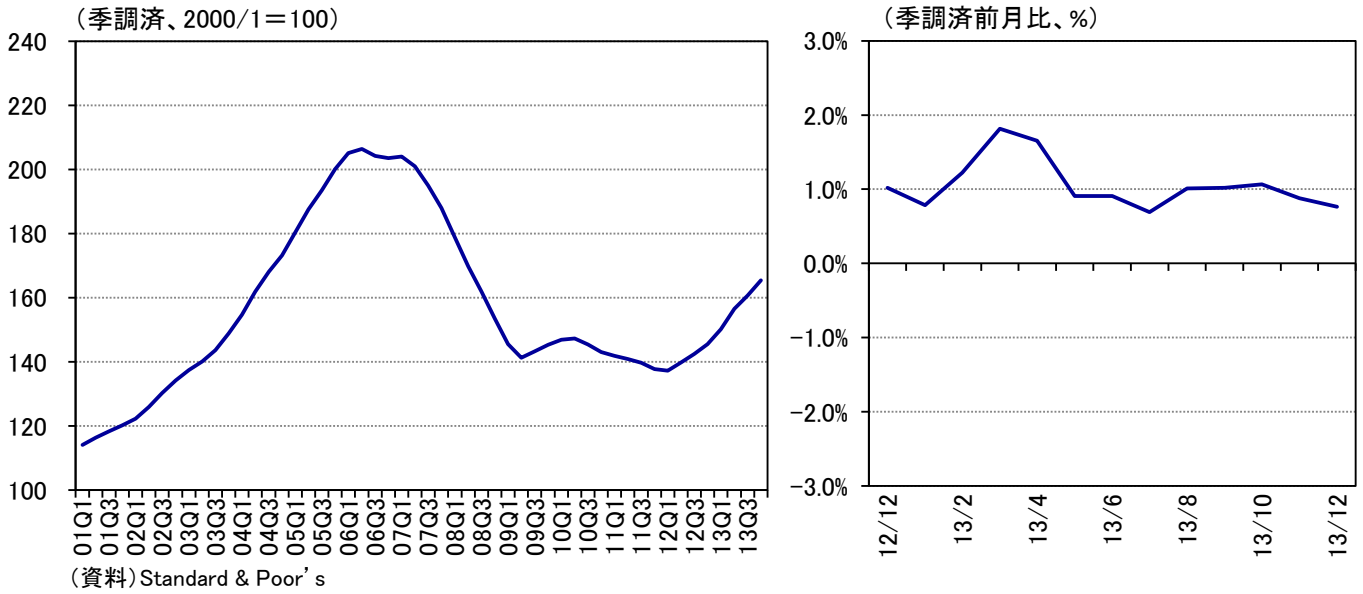
○ 1月の中古住宅販売件数は前月比▲5.1%（12月同+0.8%）の年率462万戸となった。2012年7月以来の低水準であり、住宅ローン金利上昇の影響が続いているとみる向きもあるものの、寒波の影響が大きく、新築同様、今後回復してくるとの期待が根強い。



（資料）National Association of REALTORS

住宅価格（S&P ケース・シラー住宅価格指数（20 都市圏））

○ 12 月の S&P ケース・シラー住宅価格指数（20 都市圏）は前月比+0.8%（11 月+0.9%）と、高い伸びが続いた。前年同月比では同+13.4%（11 月同+13.7%）と、伸び率が低下した。住宅需要は根強いものの、13 年に比べて回復の勢いは落ちてくるため、住宅価格の伸びは今後も低下を続けるとの見方が出てきている。



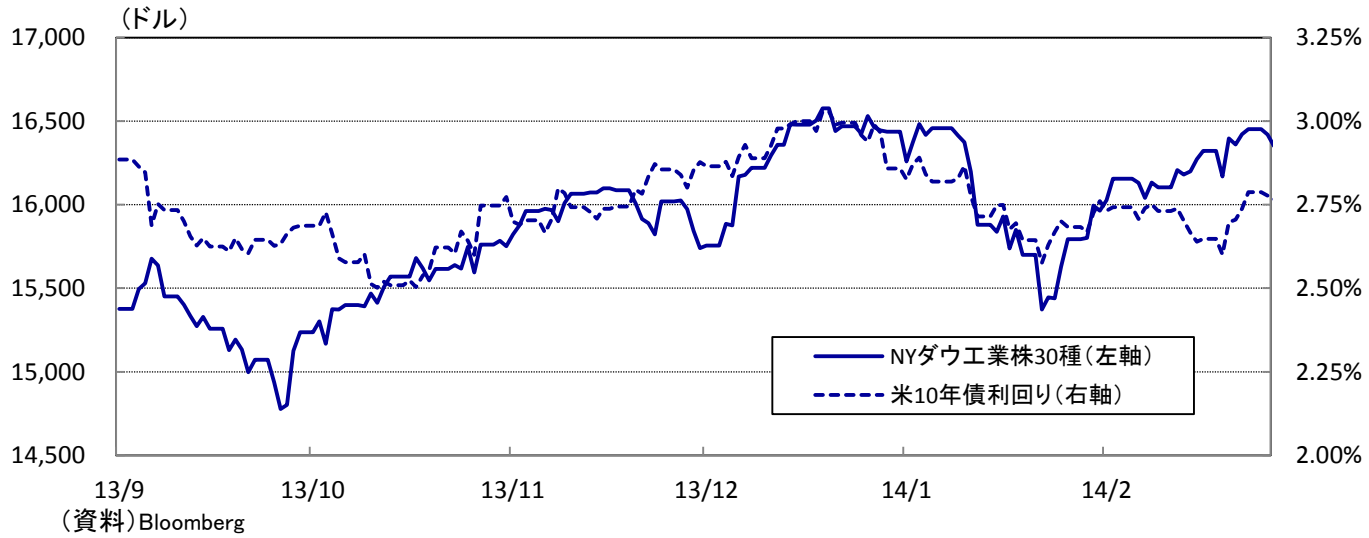
（資料）Standard & Poor’s

（8）金融市場

株価指数と 10 年債利回り

○ 米株式相場は 13 年末に 16,576.66 ドルと過去最高値を記録するも、年初、寒波の影響に加えて、FRB の金融政策の不透明感から下落した。2 月に入ると FRB の景気回復見通しとの判断や QE3 縮小の方針に変わりがないとの証言等を受け、安心感が広がった。

○ 長期金利は 13 年末に 3.03%と 11 年 7 月以来の水準に上昇した。しかし 14 年に入ると、リスクオフムードの中で低下。足元は低金利政策維持の方針が示され、上昇が抑えられている。



（資料）Bloomberg

担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム	ＴＥＬ：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。