



2012年の米国経済の焦点

— 家計の負債圧縮下の中期低成長が基本、

FRBは所得支援でQE3へ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券
エクイティリサーチ部 シニアエコノミスト

森山 昌俊

■ 1. はじめに

足元の米国経済については、雇用や住宅の指標が改善していることもあり、楽観的な見方が強まっている。それに伴い、連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和第三弾（QE3）観測が後退するばかりか、利上げ前倒し観測さえ出始めている。以上のことから、日銀の追加金融緩和をきっかけとしたドル高・円安の流れが加速している。

本稿では、こうした動きが持続的なものであるのか否かについて考える。

— <目次> —

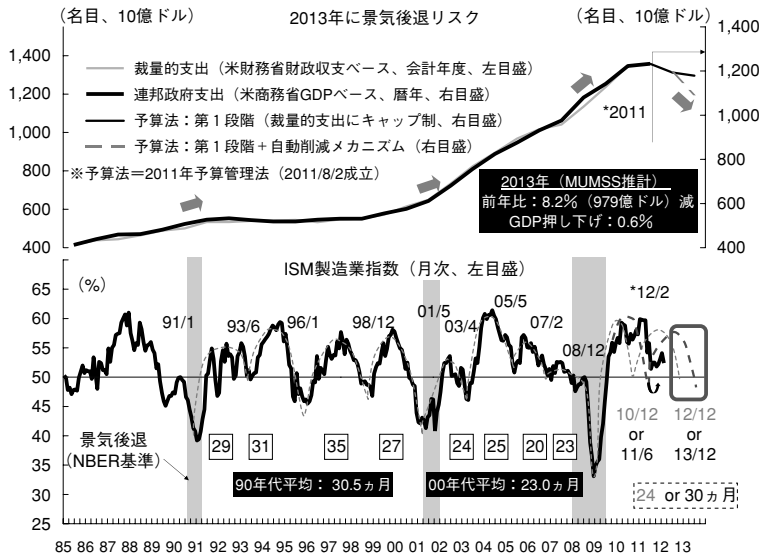
1. はじめに
2. 循環的にみた米国経済の局面とリスク
3. 暖冬効果と季節調整の歪み
4. 家計の負債圧縮局面
5. 所得支援としてのQE3とゼロ金利長期化

■ 2. 循環的にみた米国経済の局面とリスク

はじめに、循環的にみた米国経済の局面を確認したい。生産活動を示す代表的な指標、ISM製造業景況指数の長期的な推移を調べると、米国の生産活動には2～2.5年の周期性がみられる。これを製造業の在庫循環と考え、今後の局面を展望すると、おそらく2012年の秋口頃までは、生産のモメンタムは上向きの局面と予想される。

足元でこのモメンタムを支えているのは、自動車である。東日本大震災やタイの洪水に伴う部品供給の停滞で減産を余儀なくされた日系メーカーを中心とした在庫復元目的の増産は、最新計画からみて6月までは続く見込みである。自動車は生産誘発効果が最も高い（1ドルの生産で製造業全体は2.2ドルの増産効果、米商務省「2002年詳細産業連関表」）。

(図1) 予算管理法、在庫循環、景気後退



(出所) 米商務省、行政管理予算局 (OMB)、議会予算局 (CBO)、ISMより、MUMSS作成

自動車の増産が続く間は製造業のモメンタムが腰折れすることはない。また、これまで生産活動の重石になっていた外需の減速についても、中国が金融緩和に舵を切ったことで今後は徐々に和らぐと期待される。

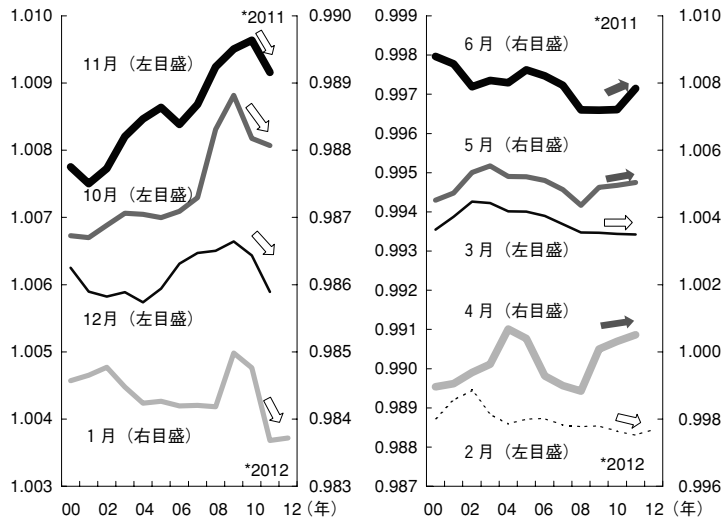
ちなみに、循環的にみて懸念されるのは2013年である。ISM製造業景況指数はその周期性からみて、秋口以降2013年にかけて下降局面に入ると予想される。こうした局面でショックが加わると、在庫調整は軽微にとどまらず、景気後退となる可能性が増す。

ここで有力なショックの一つに財政緊縮がある。2011年8月2日に成立した予算管理法の下、議会超党派による合同特別委員会（通称スーパーコミッティ）が続けていた追加の財政赤字削減をめぐる協議が同年11月21日に

決裂。そのため、現行法では、2013年1月から、国防・非国防を問わず毎年同額の支出が自動的に削減されるメカニズムが発動する。

この場合、国内総生産（GDP）を直接構成する連邦政府支出は、2013年に前年比979億ドル減少する（筆者試算）。これは2013年のGDPを0.6%押し下げる規模。波及効果も含めればそれ以上の押し下げとなるのは必至である。そうなれば、2013年の景気後退回避は難しい。通常、景気後退が起こると景気対策で連邦政府支出は拡大する。今回は、循環的な減速局面に追い討ちをかけるかのように連邦政府支出が減少する異例の事態となる（図1）。

(図2) 非農業雇用：季節係数の推移



(注) 季節調整値 = 原数値 ÷ 季節調整係数
 (出所) 米労働省より、MUMSS作成

3. 暖冬効果と季節調整の歪み

秋口まで循環的な景気のパターンは上向きとみられる2012年も、過度の楽観は禁物である。例えば、足元の非農業雇用者数の強さ。これは第一に、暖冬効果でかさ上げされている可能性がある。冬場に平年より高温（暖冬）の場合、民間雇用増は上振れる傾向がある。経済活動が暖冬で平年より活発になるからであろう。過去118年で1月は4番目、2月は17番目の高温だった。

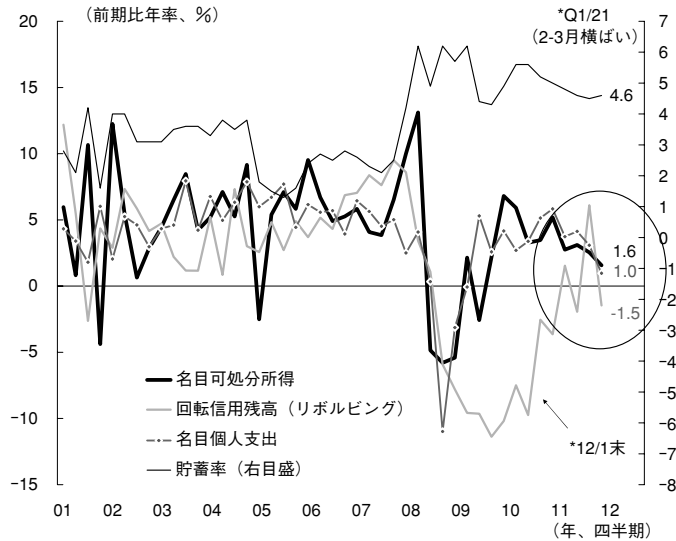
実際、家計調査で2月に悪天候で働くことができなかった者は、過去5年平均より14.2万人も少なかった。調査週に働いていないと雇用にカウントされない可能性が高い事業所

調査の非農業雇用者数の場合、この分が上乘せされている可能性がある。

第二に、2008年9月のリーマン・ショック以降の季節調整の歪みの影響がある。2008年10月から2009年3月にかけて非農業雇用者数は激減した。こうしたデータを受けて新たな季節調整が施されると、10月から3月までの雇用を押し上げるようとする「誤った」上方バイアスが当面はかかる。つまり、この間の季節調整済みの雇用者数は実態よりも強めに出る。

この季節調整による雇用の見かけの押し上げ効果は、春以降、剥落する可能性が高い。リーマン・ショック後、4月以降の季節調整には、10～3月までの反動もあり、3月までとは逆に下方バイアスがかかるようになってくるからである。暖冬効果の剥落も重なると、

(図3) 米家計の所得環境



(出所) 米商務省、FRBより、MUMSS作成

4月以降の非農業雇用者数が一転して弱めとなる可能性があることには、過去2年と同様に注意が必要である(図2)。

4. 家計の負債圧縮局面

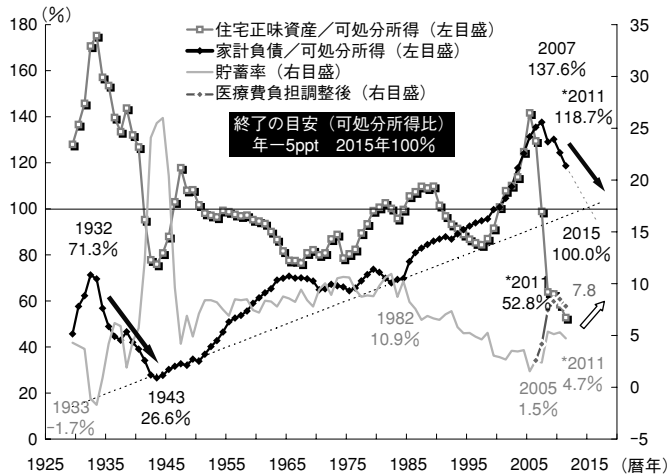
雇用についても一つ気になるのは、今回の回復が所得の拡大にあまり寄与していないという点である。2009年11月からの今回の労働投入(雇用者数×労働時間)回復局面全体にいえるのは、前回の回復局面と比べ、時間当たり賃金が低水準かあまり伸びていない業種に労働投入がより集中しているということである。そのため、雇用回復ペースは前回のITバブル崩壊後と同程度でも、時間当たり賃金の前年比伸び率は、統計開始以来最低近

辺(1.6%)で低下基調に歯止めがかかっていない。

このことは、名目可処分所得の伸びが、2010年初めの前期比年率5%台から低下傾向にあることに表れている。貯蓄率が4%台にまで低下しているのは、消費の強さの表れではなく、年末商戦やその他の基礎的支出を賄うのにも所得の伸びが不十分だったため、貯蓄を止む無く取り崩した結果と考えられる。クレジット・カード残高が昨年末にかけ急増したのも同様の理由であろう(図3)。

米国では医療サービスの消費デフレーターが、1960年以降の累計ではエネルギーのデフレーターより上昇している。米国の1人当たり医療関連コストは先進国で突出している上、削れない支出であるため、名目消費支出に占

(図4) 米家計の負債圧縮シミュレーション



(注) 1929-51年の住宅正味資産はエール大シラー教授収集の住宅価格から推計。
 家計負債の1929-41年はコロンビア大ミシュキン教授 (1978)、42-51年は線形補完。
 (出所) 米商務省、FRB、エール大、コロンビア大より、MUMSS作成

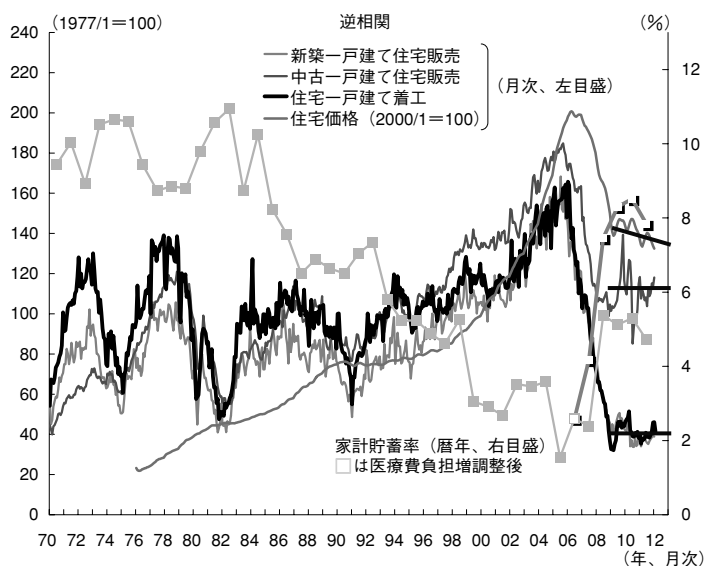
めるシェアは、1960年代の6%前後から2011年10~12月期には19.3%にまで上昇。医療支出のシェアが1990年代並み(16%)のまま、節約分が貯蓄(返済)に回っていれば、足元の貯蓄率は4%台ではなく7~8%になる。

このように医療支出の負担が大きい上、所得が伸びないと、消費が抑制されるだけでなく、負債の圧縮が遅れる。住宅の値上がりを担保にしたホーム・エクイティ・ローンで過剰消費を行っていた米国の中間層(所得の下位20~80%の層)は、住宅価格の下落で、いわゆるアンダー・ウォーター状態(住宅ローン残高が住宅価値を上回っている状態)に陥っている。所得上位20%と異なり、中間層は株式資産をほとんど持っていない上、住宅価格下落が続いているため、負債の圧縮が急務

となっている。住宅バブル崩壊前と異なり、株高で消費の約48%を占める所得上位20%の支出は増えても、ほぼ同程度のシェアを占める中間層の支出が過剰債務で低調な間は、マクロでみた消費の力強い回復は期待し難い。

では、中間層を中心とした家計の負債圧縮が一服するのはいつ頃と考えられるか。家計の負債総額は可処分所得比で2007年の137.6%をピークに、2011年末には118.7%まで低下している。つまり、年平均5%ポイントのペースで負債比率は現在低下中である。ここで、負債比率の過去の下値を結んだトレンド線と、年5%ポイントのペースで低下する負債比率がぶつかるころを当面の下値と考える。すると、2015年、負債比率100%というのが負債圧縮一服の目安とみることがで

(図5) 米家計貯蓄率と住宅



(出所) 米商務省、NAR、CoreLogicより、MUMSS作成

きる (図4)。

通常、負債圧縮優先の局面では貯蓄率は上昇ないし高止まりする。既にみたように、貯蓄率の実態を7~8%と考えれば、こうした負債圧縮局面とも整合的である。つまり、公表値の4%台の貯蓄率やクレジット・カード残高の拡大をみて、負債圧縮過程が終了したとみるのは早計ということになる。こうした状況で、イランという地政学リスク要因でガソリン価格が一段と上昇するようなら、インフレよりも消費への悪影響が懸念される。

家計が2015年頃までは負債圧縮局面にあると考えれば、足元で指標が改善している住宅についても暖冬効果一巡後は楽観できない。家計が負債圧縮を優先し、貯蓄率が上昇ないし高止まりしている局面で、一番起こりにく

いのが、長期のローンを組む高額支出。つまり、住宅の購入である (図5)。また、最近の集合住宅着工の好調は、住宅差し押さえによる賃貸需要増という一戸建て需要の犠牲のもとに成り立っている。賃貸市場の需給逼迫は一服しているため、今後は家賃の伸びとともに、集合住宅着工の水準も頭打ちとなる可能性が高い。

5. 所得支援としてのQE3とゼロ金利長期化

そうなると、米国経済の持続的かつ力強い回復のためには、家計に対する所得支援が極めて重要になってくる。しかし、巨額の赤字を抱える財政政策に打つ手はほとんどないの

が現状である。そこで、バーナンキFRB議長は、金融政策で所得支援をしようとしている。

住宅ローンを抱えている家計では、その金利負担だけで所得の9%以上になる。したがって、この負担を軽減するだけでもかなりの所得支援になる。仮に、住宅ローン金利が0.5%ポイント低下し、その恩恵を家計が十分に受けることができれば、年間で利払い負担は500億ドル弱減少する。これはマクロの家計全体の可処分所得の0.4%程度に相当するため、かなりのものである。

ここで問題なのは、低金利ローンに借り換えられなければこの恩恵は享受できないということである。そこで、2012年に入り、FRBは住宅市場の現状を分析し政策オプションを提示したレポートを議会に送付するなどして、政府・議会にローン借り換え促進措置などの総合的な住宅対策の必要性を精力的に訴えている。そしてその中に、FRBによる政府系金融機関（agency）の住宅ローン担保証券（MBS）購入を位置づけることで、共和党の抵抗を和らげるとともに、ローン金利低下の家計への所得支援効果を高めようとしている。

したがって、4月の雇用統計以降、景気楽観論が後退するようなことになれば、市場の予想とは反対に、6月末に終了予定のオペレーション・ツイストを引き継ぐ形で、FRBがagency MBSを新たに購入するQE3に乗り出す可能性は俄然高まると予想している。

ゼロ金利政策にしても、解除は後ろ倒しの可能性が高いとみている。連邦公開市場委員

会（FOMC）参加者の失業率とコアインフレの予想をみると、インフレ率は最もタカ派でもインフレ目標の2%を上回っていないが、失業率にはばらつきがある。そうした中、2014年10～12月期の失業率予想の中央値が7.15%で、先行きガイダンスが「少なくとも2014年遅くまで」、ゼロ金利政策を続ける可能性が高いというのであれば、失業率7%割れを利上げの一つの目安とみることができる。

ところが、FOMCの失業率予想の中央値実現には、月15～20万人の雇用増が3年続く必要がある。春以降、暖冬と季節調整による押し上げ効果が剥落するとみられる上、最近の米銀の企業向け融資基準の厳格化が雇用の伸びを抑制する可能性がある。2012年秋口以降、循環的な減速局面に入るとみられることも踏まえると、FOMC予想の実現は容易でない。また、家計が負債圧縮過程にあり、連邦政府も多額の債務を抱えている米国で、最もやってはいけない一つが金利引き上げである。こうした点も含めて考えると、FRBによる利上げは2015年中も難しいということになる。

そうなると、対ドルで一本調子の円安は進みにくい。2月14日の日銀のサプライズの追加緩和は、量的緩和も含めた金融緩和姿勢で明らかにFRBより劣っていた日銀が、FRBに先んじて動いたこともあり、一定の認識修正を市場に迫ることになった。ただ、FRBがQE3に踏み切り、2015年中もゼロ金利政策を継続するなら、ドル円相場は再び70円台後半に戻り、それが長期化する可能性がある。

日銀の2月の追加緩和は糊代としては有効であったが、80円台半ばの円安を維持し、一段の円安を促すには、日銀の更なる思い切った追加の量的緩和が必要になるろう。



森山 昌俊 (もりやま まさとし)

1962年兵庫県生まれ。92年3月早稲田大学大学院政治学研究科博士課程修了。同年4月株式会社三和総合研究所(現三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社)に入社。07年4月三菱UFJ証券株式会社(現三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社)入社、現在に至る。97年より米国経済をウォッチ。