

米国出張報告 ～経済・金融環境等～

【ポイント】

1. 米国で現地関係者にヒアリングを行った。財政を巡る協議は予断を許さないものの、10月の政府閉鎖のような事態は回避できるとの見方が大勢である。
2. 政府閉鎖の影響が軽微にとどまったことで、足元の景気は堅調との認識であり、先行きも、財政の下押しが緩和されることで、成長率が高まる見通しが多い。
3. QE3の縮小時期は1月以降との見方が優勢。ただ、市場関係者の関心は、その次のゼロ金利政策に移っており、フォワードガイダンスの強化を求めている。

12月上旬に米国(サンフランシスコ、ワシントン D.C.、デトロイト、ニューヨーク)を訪問し、それぞれ新興企業、報道機関(政治)、自動車関連企業、金融機関でヒアリングする機会を得た。米国を象徴するような新興企業で新分野を切り開くダイナミズムを体感する一方、自動車メーカーの再興を肌で感じる事ができた。また、経済環境の現状と見通しを確認するとともに、トピック的には、一旦先送りされた2014会計年度予算や連邦債務の法定上限を巡る政治の混乱が再燃するのか、また、金融市場で見方が分かれている金融政策の先行きについてどうみているのか等についてヒアリングを行っている。ここでは、政治、経済・金融情勢について現地の見方を紹介したい。なお、新興企業、自動車業界に関しては、次号の本欄で報告する予定である。

1. 財政協議を巡る大きな混乱は回避できるとの見方が多い

2014会計年度の予算を巡る審議は、医療保険制度改革法(いわゆるオバマケア)の予算凍結を求める共和党と、それを受け入れない民主党との間で折り合いがつかず、10月1日より連邦政府機関が閉鎖される事態となった。その後、米財務省が資金繰りの限界と示していた17日を前に、暫定予算と債務上限引上げ法案が成立するに至った。結局、一部の政府機関の閉鎖は16日間に及び、CEA(大統領経済諮問委員会)によれば、その閉鎖により、2013年10～12月期の実質GDP成長率を年率0.25ポイント押し下げたと試算している。また、QE3(量的金融緩和策第3弾)の縮小開始時期を巡って、足元の景気認識の重要性が高まる中で、肝心の経済指標の作成や公表が滞るなどの影響も出た。しかも、10月の合意はあくまで時限的な措置にすぎず、債務上限問題については、財務省の緊急措置によっても早ければ3月中旬が期限を迎えるとの見方が濃厚となっている(図表1)。2014年11月に中間選挙(下院:全議席、上院:1/3が改選)を控える中で、この先延ばしされた期限を前に、再び共和党と民

図表1. 主な行事日程

2013年 12月10日	超党派委員会で予算編成合意 ↓ 下院で審議・採決 ↓ 上院で審議・採決
2014年 1月15日	暫定予算の期限
2月7日	連邦債務の上限引上げ期限
3月中旬頃	連邦債務の上限の実質的期限

(資料)各種資料より富国生命作成

主党との駆け引きが続く展開となっている。その間、オバマケアの一部としてネット上に開設された医療保険の取引所に不具合が生じる一方、来秋中間選挙の前哨戦とみられていたバージニア州知事選では、ティーパーティー（茶会）が支援する共和党候補に民主党候補が勝つなど、両党で失点と言えるような事態が生じている。

「再び政府機関のシャットダウンや債務上限問題を巡り混乱が生じるのか?」。これに対する大方の回答は否定的であった。ただし、「1月15日の暫定予算に向けてぎりぎりまでもつれる」、「最終的に合意に至っても、本質的な合意ではなく、単なる場当たりの先送りにすぎない」と両党が主張している本質的な部分は棚上げし、期限までには何とか最低限の合意ができるとの見方が大勢であった。出張後の12月10日には、超党派委員会によって2014、2015会計年度の予算について大枠で合意に至っている。今後も、下院、上院において可決される必要があり、ティーパーティー派の共和党議員が反対意見を表明するなど予断を許さないものの、一歩前進した格好である。当然ながらテールリスクとしては、2月7日、実質的には3月中旬が期限となる債務上限問題を意識しなければならないが、今回の専門家へのヒアリング結果や超党派による合意に至ったことを踏まえれば、混乱は避けられる可能性が高まっていると言える。

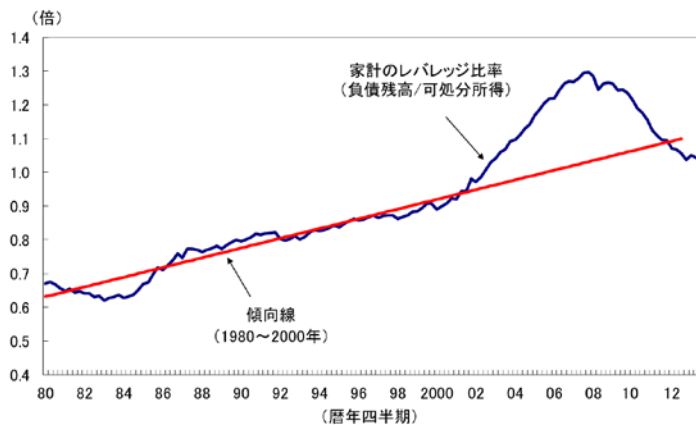
なお、2014年11月の中間選挙については、「政府閉鎖の直後であれば、下院で民主党が勝つ可能性はあった」、「下院は区割りが共和党に有利であり、民主党は勝てない」、「可能性は低いが、上院で共和党が勝つかも」等、様々な見方はあるが、メインシナリオとして現時点で予想するならば「上院が民主党、下院が共和党とそれぞれ多数を占め、ねじれ議会の解消は見込めない」がコンセンサスであった。決められない政治が続く見通しで、オバマ政権がレームダック化に向かうかもしれないと懸念の声も聞かれた。

2. 財政の改善等を映して、景気回復は続く見通し

「足元の米景気は堅調である」というのがコンセンサスであった。連邦政府機関の閉鎖の影響が心配されたものの、10月以降の経済指標は軒並み市場予想を上回る結果となっており、一時的に台頭していた悲観論が後退している。米消費の強さをみる上で重要なサクスギビング商戦の出だしは、「店頭販売が芳しくなかったものの、インターネット販売に流れたためで、最終的には底堅い結果を想定している」と評価され、また、米大手自動車メーカーの担当者も、米国内の自動車販売は好調であると指摘している。このような個人消費を支えている要因として、株高や住宅市場の回復による資産効果等を挙げており、その背景としてはFRB(米連邦準備制度)の量的金融緩和策が奏功して、株高、金利低下につながったとの評価である。また、インフレが抑制されていること、実質所得が増加していることもサポート要因としてみられている。

加えて、家計消費を取り巻く構造的な変化も消費の追い風になっている。住宅バブルの崩壊を受けて、米国の家計は過剰債務に苦しみ、債務の返済に追われていたが、資産効果の恩恵もあって既に債

図表2. 家計負債残高の可処分所得比



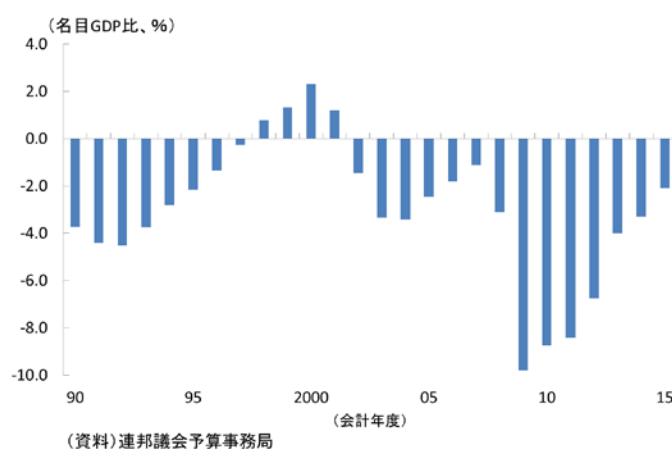
(資料)米商務省資料より富国生命作成

務圧縮のプロセスを乗り切ったとみられる。図表 2 の通り、家計の負債額の可処分所得比は既にトレンド線を下回っており、資金循環統計をみても、2012 年 10~12 月期からの家計の負債は増加傾向となっている。

2014 年については、成長テンポが速まるとの見方が大勢であり、今回ヒアリングした金融機関、シンクタンク等によると、実質 GDP 成長率は 2% 台後半から 3% の成長が見込まれている。引き続き前述した要因により、家計部門の堅調な推移を見込む一方、企業部門についても前向きな動きが期待されている。これまでのコストカットで企業の収益力が高まっており、企業収益は増加基調を辿る、また、「銀行貸出が増加するなど資金調達環境が改善している」との指摘である。こうした状況を映して、設備投資は、総じて増加基調を辿ると見込まれているものの、その強弱は見方が分かれ、「企業が本格的に設備投資を増やしていく」と強気の見方がある一方で、「企業にヒアリングするとあまり動きがみられない」と慎重な意見も聞かれた。

そして 2013 年との大きな相違として、財政の改善を指摘する声が多い。歳出が抑制される一方、歳入が増収増により増えており、財政赤字は改善傾向にある。一般的に財政赤字は名目 GDP 比で 3% 以内が好ましいとされるが、2009 年に約 10% まで拡大した後、縮小傾向となり、2013 年には 4%、2014 年には 3% まで縮小する見通しとなっている（図表 3）。また、「強制歳出削減によって、2013 年は実質 GDP 成長率を 1.5% ポイント押し下げられた」とみられているが、2014 年には、その下押し要因がなくなる、もしくは軽減される見通しで一致しており、2013 年に比べて成長率が高まる要因となっている。なお、景気に対するリスク要因としては、想定を上回る金利の上昇、依然としてリーマンショックの後遺症が残る欧州経済の動向等が懸念されている。

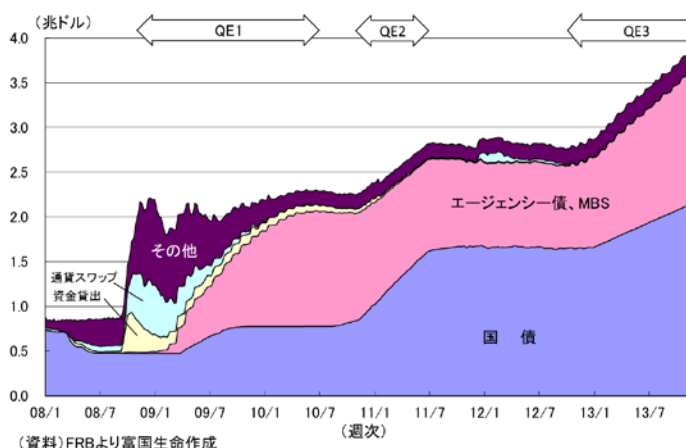
図表 3. 財政収支の推移



3. 低金利政策は長期化する見通し

米国の金融政策については、FF(フェデラルファンド)レートの誘導目標が 0~0.25% に据え置かれる中(いわゆるゼロ金利政策)、QE3 によって、毎月、MBS(モーゲージ担保証券)を 400 億ドル、米国債を 450 億ドル、計 850 億ドルの資産買入れが行われている。これにより FRB のバランスシートは拡大傾向となっている(図表 4)。QE3 の継続はバランスシートの拡大に直結することになり、「FRB のバランスシートは 4 兆ドルが限界である」、

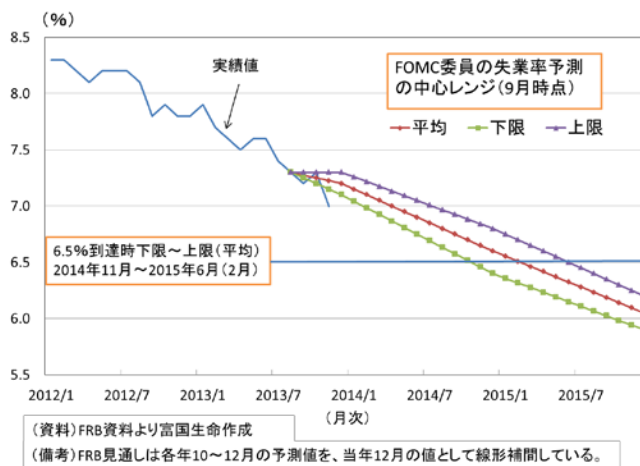
図表 4. FRB のバランスシート



「これ以上の拡大はコストの方が大きい」と QE 継続に対する懸念もあり、早い段階で資産買入れ規模の縮小が始まるとの見方がコンセンサスである。具体的な時期については、一部のヒアリング先は 11 月の雇用統計の結果を踏まえたものであったが、12 月もしくは 1 月以降（主に 1 月か 3 月）に二分されており、1 月以降の見方が優勢であった。

本誌の発行前に 12 月の FOMC（連邦公開市場委員会）が開催されており、既に資産買入れ規模の縮小が始まっている可能性もあろう。ただし、そうなっても、「米国の株式市場は多少ボラタイルな動きになるものの、大幅下落といった事態は回避される」との見方が多く、その要因としては「既に 2013 年 5 月と 9 月に調整している」ことが挙げられている。むしろ、米国の金融市場関係者の関心は、QE3 の先の FF レートの引上げがいつかに移っているようである。そのため、QE3 の資産買入れ額を縮小するにあたっては「フォワードガイダンスの強化が重要」、「フォワードガイダンスを明確にし、市場との対話を図るべき」との意見がきかれた。FRB は、現時点では失業率が少なくとも 6.5% に低下するまでゼロ金利を続けるとしており、図表 5 で 9 月時点の FOMC メンバーの失業率見通しを示しているが、2014 年末頃から 2015 年前半が一つの目安となっている。ゼロ金利政策は長期間続くとの見方が大勢であり、「失業率の目途を 6.5% から 6.0% へ引き下げる可能性もあり、引上げは 2015 年か 2016 年前半である」との見方もあった。

図表 5. 失業率の見通し



FRB は、現時点では失業率が少なくとも 6.5% に低下するまでゼロ金利を続けるとしており、図表 5 で 9 月時点の FOMC メンバーの失業率見通しを示しているが、2014 年末頃から 2015 年前半が一つの目安となっている。ゼロ金利政策は長期間続くとの見方が大勢であり、「失業率の目途を 6.5% から 6.0% へ引き下げる可能性もあり、引上げは 2015 年か 2016 年前半である」との見方もあった。

なお、QE3 が縮小されると、米国の金融資本市場ではなく、新興国に悪影響が広がるとの懸念の声が多く聞かれた。インフレ抑制のために利上げを行っているブラジル、インド、インドネシアの他、トルコ、マレーシア、韓国といった国が影響を受ける可能性があると考えられている。

4. まとめ

あるシンクタンクの方の「これまで米国経済は金融イノベーションによって全域に恩恵が及び、消費を拡大させることで成長をしてきた。また、金利低下がサブプライム層の拡大につながっていた。今後は、金融というドライバーが期待できない中で、地域性が強まっていくだろう」との指摘が印象に残っている。今回訪問した 4 都市も、サンフランシスコ近郊のシリコンバレーでは新興企業、デトロイトでは自動車産業、政治の中核のワシントン D.C.、金融、観光がけん引するニューヨークと地域の特性が大きく分かれていた。その他にも、いわゆるシェール革命や米製造業の国内回帰を礎に発展している地域もみられる。住宅バブル崩壊を起因とした金融危機を経て、米国経済の実態を掴むためには、より地域ごとの動向を捉えていく必要性が高まっているようである。

株価や実質 GDP がリーマンショック前の水準を超える一方、失業率は依然高く、金融危機を完全に克服したとは言えないが、財政の下押しという悪影響が薄まる中で、米国経済は、徐々に自信を取り戻しているように感じた。

（金融市場調査グループ 森実 潤也）