

米国経済の見通し

～減税効果、構造調整の進展から景気は堅調～

1. 景気の現状

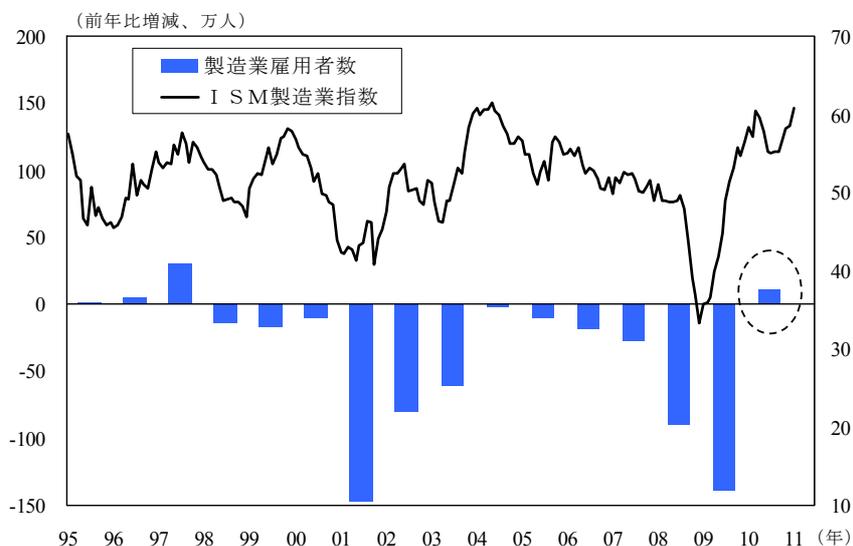
景気は回復色が強まる

米国景気は回復色が強まっている。追加金融緩和等を背景とした株高で個人消費が回復。昨年 10-12 月期の実質成長率は、個人消費を牽引役に前期比年率 3.2%と 7-9 月期の同 2.6%から加速した。この結果、実質 GDP の水準は直近ピークである 2007 年 10-12 月期の水準をようやく上回った（景気後退前の水準を取り戻すのに戦後最長の 3 年を要した）。

自動車など耐久財消費の急増に加え、新興国を中心とした輸出需要にも支えられて製造業が好調。全米供給管理協会（ISM）製造業指数は 2004 年以来の水準に上昇している。減少が続いていた製造業の雇用者数も 2010 年は 11.2 万人増と 13 年振りに増加に転じた（第 1 図）。

昨年末に、ブッシュ減税の延長などを含む 8580 億ドルの景気対策が成立したのをきっかけに景況感は好転。失業率が 2 ヶ月連続で大きく改善したことも景気回復ムードを強めている。

第 1 図：製造業雇用者数と ISM 製造業指数



(資料) 米労働省、ISM より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

<概要>

2011 年前半～減税効果から個人消費を中心に堅調

後半～減税効果剥落で減速するが、自律回復力の高まりから回復基調維持

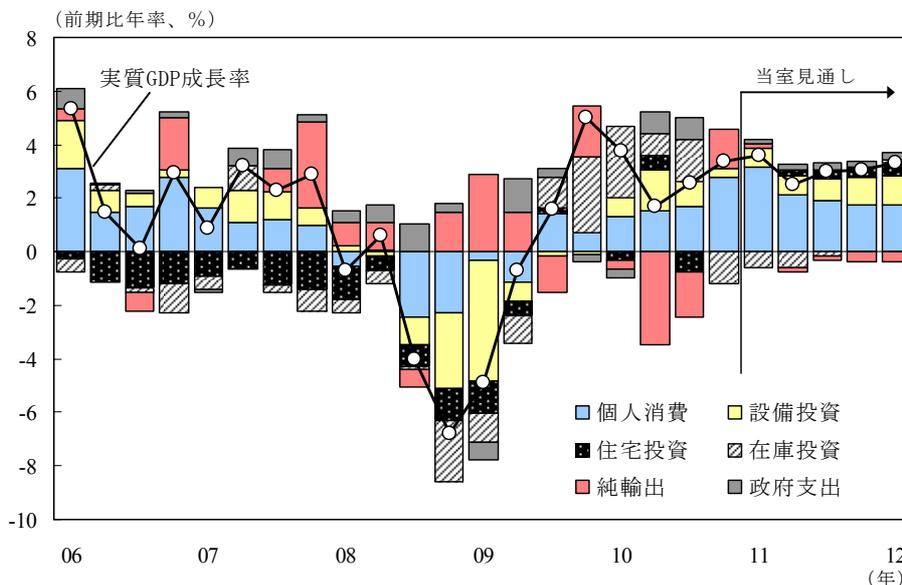
リスクは①地方財政危機、②一次産品高の長期化など

2011 年前半は、個人消費を中心に景気は堅調に推移する見込みである。雇用の回復ペースは当面、鈍いものの、昨年末に決定された減税が家計所得を支えることに加えて、株高等による消費マインドの回復もあり、個人消費は底堅く推移しよう。住宅投資は悪天候の影響や過剰在庫の調整の遅れなどから低調が見込まれるが、設備投資は良好な企業収益や資金調達環境の改善を背景に増勢を強めるとみられる。一方、物価は一次産品高などで川上の上昇圧力は強いが、賃金コストの低下を主因に（エネルギー・食料を除いた）コアは底這いが続くと思われ。

年後半も、構造調整の進展で民需の自律回復力が徐々に高まることから景気は堅調を維持するが、減税による消費の押し上げ効果が限界的に剥落すること、住宅投資の回復が鈍いことなどから、成長率は3%程度に鈍化する見通しである（2011 年通年の成長率は3.1%）。企業部門は新興国需要にも支えられて好調持続が見込まれる。生産拡大により稼働率が上昇し、能力増投資が徐々に回復。それに伴い雇用の増加ペースも高まろう。コア物価は緩やかに底入れするが、デフレギャップを背景に連邦準備制度理事会（FRB）が安定とみなすレンジを下回ろう。

2012 年には減税が期限切れとなるが、家計のバランスシート調整がほぼ終了し民需の自律回復力が高まることから、景気回復基調は維持され、金融緩和を解除する環境が徐々に整うとみられる。リスクは、①財政事情が厳しい地方が大幅な増税や歳出削減により景気を圧迫、②一次産品・原材料高の長期化が内需を下押しするとともにインフレ期待を高める、などである。

第2図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<詳細>

(1) 家計部門

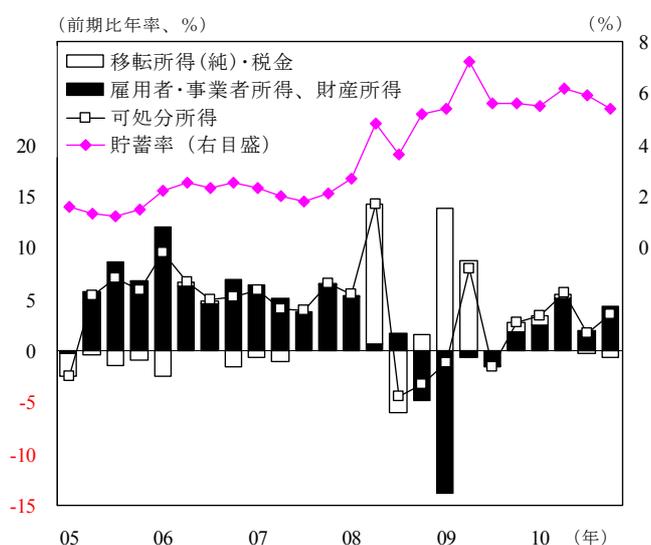
減税が当面の消費を下支え

個人消費は減税効果もあって当面、堅調に推移するとみられる。昨年12月に決定された個人向け減税（給与税 payroll tax の税率を2011年に限り2%引き下げ）は家計所得を1100億ドル強（可処分所得の約1%）押し上げるとされている。個人向け減税は2009年初めにも実施されたが、当時はリーマンショック後の急激な景気落ち込みによる雇用者・事業者所得の大幅減少と貯蓄率の急上昇で減税効果が減殺されて個人消費を支えることができなかった。しかし、今回は所得が増加基調に転じ貯蓄率も安定していることに加えて、株高等で消費マインドが持ち直していることから、前回よりも消費の押し上げ効果が見込めそうだ（第3図）。

バランスシート調整は終息へ

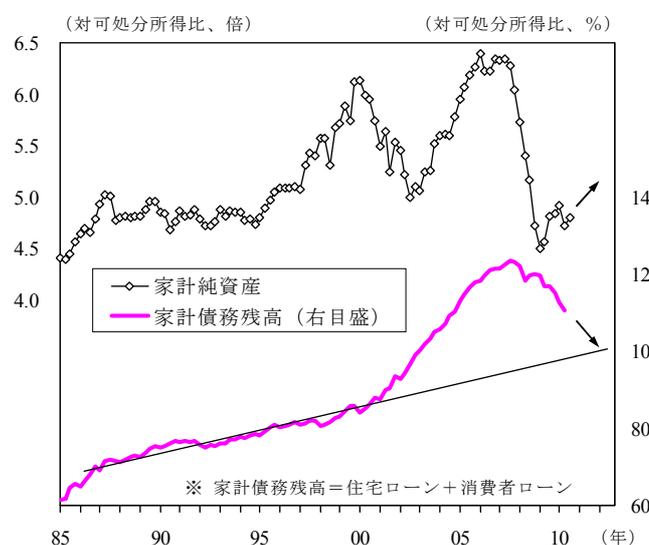
年後半には、減税の消費押し上げ効果が限界的に剥落し消費の伸びは鈍化するが、雇用の回復ペースが加速し家計所得の伸びが高まること、バランスシート調整進展で消費の下押し圧力も次第に緩和することから消費は底堅さを維持するとみられる。家計の債務残高は2008年後半以降、減少が続き、足元では過去のトレンド線にかなり近づいてきた。2012年にはトレンド線上に戻り、バランスシート調整はほぼ終息すると予想される。さらに、家計の資産も持ち直しの方向にある。家計純資産の可処分所得比は2006年初めにピーク（6.4倍）をつけた後、2009年初めには4.5倍まで低下。その後やや持ち直し、足元は株高により上向き方向にある。水準的には1990年台半ばに逆戻りし住宅価格も足元は軟調となっているため、住宅バブル時のような大きな資産効果は望めないが、家計の資産状況の改善は消費マインドの回復に寄与するとみられる（第4図）。

第3図：家計の可処分所得と貯蓄率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：家計純資産と債務残高



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 企業部門

輸出の支えもあり
生産活動は好調

新興国を中心とした輸出需要に支えられて生産活動は好調を維持している。今後は、個人消費など内需も一段と底堅さを増すとみられることから、生産は順調に拡大を続けることが見込まれる。生産の拡大により設備稼働率も上昇が続いている。もっとも、1月の製造業設備稼働率は73.7%と長期平均（1972-2010年の平均、79.1%）を依然、大きく下回っており、正常化にはまだ時間がかかる見通しである。

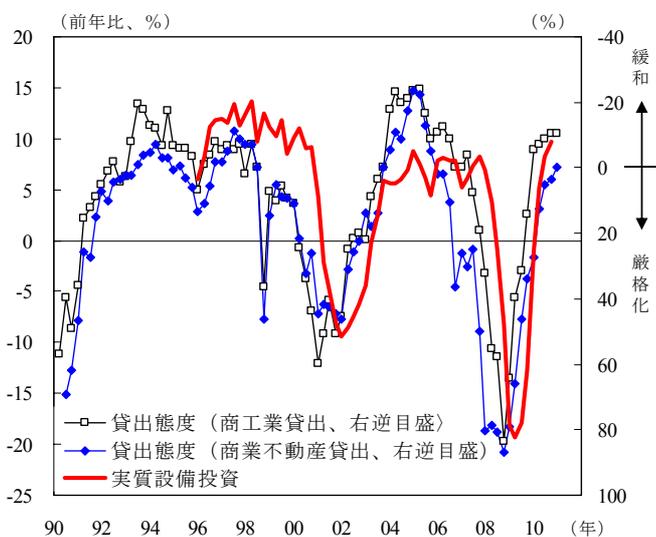
資金調達環境の改善等をうけ設備投資も拡大

設備投資は、良好な企業収益や設備稼働率の上昇、さらには資金調達環境の好転などをうけて徐々に増勢を強めると予想される。米銀の貸出態度をみると、商工業貸出で貸出基準の緩和が進んでいることに加えて、商業不動産貸出も貸出基準の厳格化に歯止めがかかった。資金調達環境の改善は資金需要の回復につながっており、現状ではM&A関連などが中心ではあるものの、景気回復の継続に伴い、設備資金需要も次第に高まってくるとみられる（第5図）。また、中期的には輸出拡大のための生産能力増強投資も見込まれる。

輸出は政府の主導もあり中期的に堅調

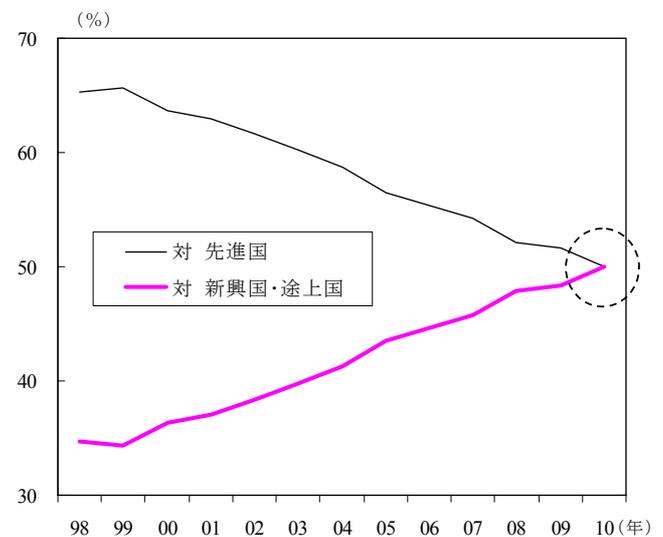
輸出は高水準の伸びを続けている。昨年10-12月期の財・サービスの輸出は前年比14.6%増加した。オバマ大統領は昨年的一般教書演説で「輸出を5年間で倍増させる」構想を打ち出したが、足元の輸出はこれにほぼ見合ったペースで伸びている。米国の貿易は新興国への依存度を急速に高めており、昨年は輸出入の合計でみると先進国と新興国・途上国のシェアがほぼ拮抗（第6図）。輸出だけでみても新興国・途上国向けのシェアは43%強に達している。輸出は、堅調な新興国需要や政府の主導もあり、中期的に堅調を維持すると見込まれる。

第5図：米銀の貸出態度と設備投資



(資料) 米商務省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：米国貿易（輸出入）の地域別構成比



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 住宅市場

世帯数の増勢鈍化で住宅の基礎需要が低下

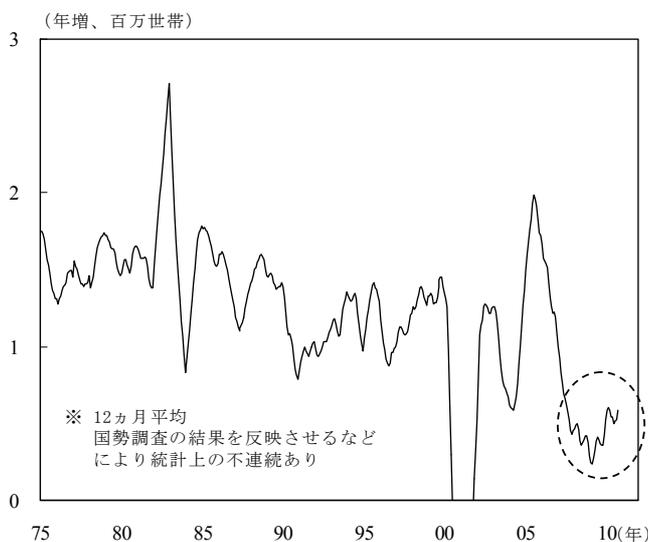
住宅販売はこのところ新築、中古ともにやや強含んでいるが、依然、歴史的な低水準に止まっている。販売不振は、①ローン債務者の2割がネガティブエクイティ（住宅価値が住宅ローン残高を下回る）で買換え困難、②雇用回復の遅れ、③価格先安感、などによるものだが、世帯数の増勢鈍化で基礎需要が低下している影響もある。米国の人口増加率があまり変化していないのに対して、世帯数の増加ペースは住宅バブル崩壊後、大きく低下している（第7図）。厳しい雇用情勢の下、若者の世帯形成が遅れていることや、住宅が差し押さえられ親・親戚等と同居する人が増えていることなどが背景である。雇用情勢は当面、厳しく、住宅差し押さえもしばらく高止まりが見込まれるため、世帯数の増勢回復には時間がかかり、住宅販売の回復も緩慢になると予想される。

過剰在庫の調整には時間

一方、供給サイドでは、住宅着工が既に過去最低水準に減少している。ただし、住宅の基礎需要が大きく低下していることから、現在の低い着工水準でも過剰在庫の解消にはかなりの時間を要するとみられる。現在、持家の在庫（空き家）は約200万戸で、住宅バブル前から倍増している（第8図）。約100万戸が過剰在庫とみられ、これを解消するには数年かかる見通しである。過剰在庫の存在により、住宅価格は2012年にかけて弱含みで推移するとみられる。ケース・シラー住宅価格指数の先物相場も、住宅価格が2012年前半にかけて下落し、その後、緩やかに底打ちすることを織り込んでいる。住宅需給の改善には数年を要することから、住宅価格は中期的にも伸び悩みが予想される。

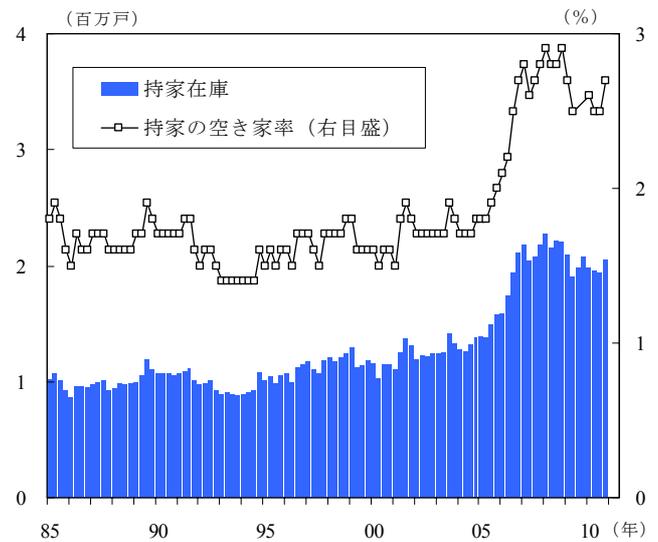
住宅価格は中期的に伸び悩み

第7図：米国の世帯数



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：持家在庫と持家の空き家率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価動向

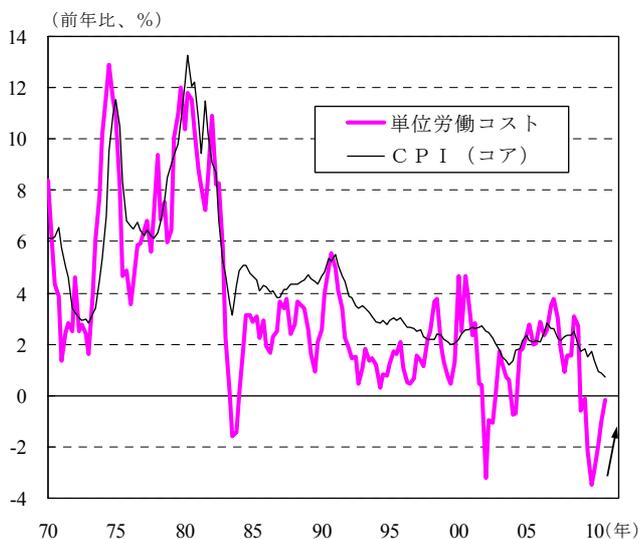
賃金コストの落ち
着きからコア物価
は安定維持

一次産品・原材料
高の長期化がリス
ク要因

コア物価は安定を維持する見通しである。生産性上昇率の鈍化で単位労働コストの低下に歯止めがかかりつつあり、コアインフレ率は今後、底入れが見込まれる（第9図）。ただし、厳しい雇用情勢を背景とした賃金コストの安定が単位労働コストの上昇を緩やかなものに止めよう。失業率は依然、歴史的な高水準にある。議会予算局（CBO）では足元のNAIRU（インフレ率を加速させない失業率の下限）を5.2%と試算している（第10図）。これに対しては、①失業保険の給付期間延長、②労働移動の制約（住宅価格下落で住宅を売却できず、雇用情勢が良い地域へ転居できない）などによりNAIRUが7%近くまで上昇しているとの見方もあるが、足元の失業率はこれを大きく上回っている。労働需給逼迫で賃金コストの安定が崩れることはしばらく見込みにくい。

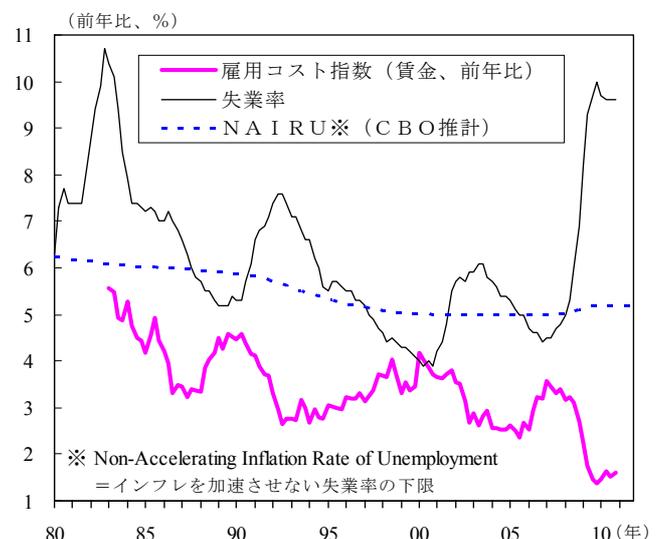
一方、一次産品・原材料価格の上昇により、川上では物価上昇圧力が高まっている。天候不順など供給ショックに伴う上昇圧力については、今後、緩和が予想されるが、新興国の（趨勢的な）需要増や投機資金の流入を背景に一次産品・原材料価格がしばらく高止まりするリスクもある。現状では、大きなデフレギャップが残っていること、賃金コスト低下により拡大したマージンでコスト増を吸収する余地があることなどから、川上の物価上昇が川下に波及するリスクは限定的とみられる。しかし、一次産品・原材料高が長期化すれば、景気回復による需給改善を背景に川下への価格転嫁が進んだり、インフレ期待の安定が崩れたりするリスクが高まろう。なお、一次産品高は、交易条件の悪化を通して景気にマイナスの影響を及ぼすことにも注意が必要である。

第9図：単位労働コストとコア消費者物価



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：失業率と賃金コスト



(資料) 米労働省、議会予算局（CBO）より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) リスク要因（地方財政）

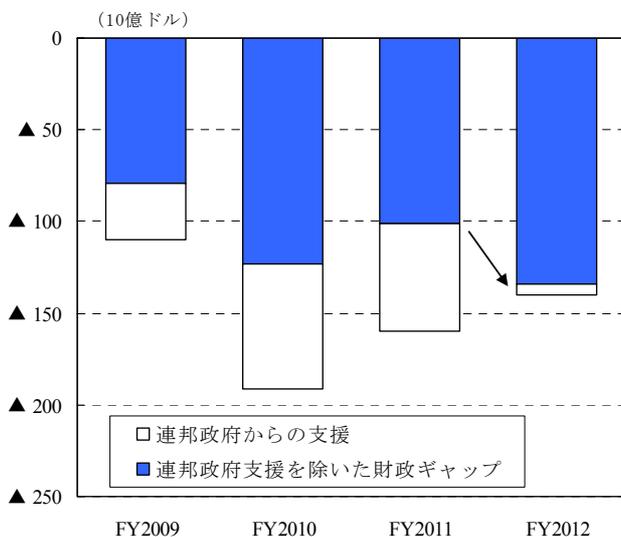
2012年度の州政府の歳入不足は実態的には過去最大

州・地方政府の財政は厳しい状況が続いている。景気回復により税収が底打ちし、限界的には改善の方向にあるが、改善のペースは緩慢で正常化には数年を要するとみられる。米国のシンクタンク Center on Budget and Policy Priorities によれば、2012 会計年度（ほとんどの州では 2011 年 7 月～2012 年 6 月）も全米 50 州のうち 44 州が財政ギャップ（歳入不足）を見込んでいる。2009 年に成立した大型景気対策（米国経済再生・再投資法）は州政府に対する財政支援を盛り込んでいたが、2011 年度でこれがほぼ終了する見込みである（第 11 図）。この結果、2012 年度の財政ギャップは、連邦政府からの支援を除いた実質的なベースでみると過去最悪となる見通しである。

州・地方政府による増税、歳出削減が景気回復ペースを抑制するリスクも

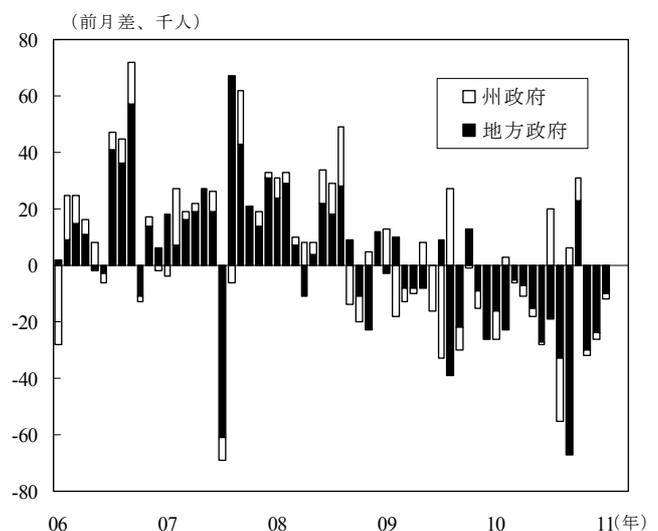
連邦政府と異なり、地方財政は原則、均衡財政主義である。すなわち、歳入不足は、増税などの増収策や歳出削減策、また、財政悪化に備えて積み立てている基金を取り崩すなどにより埋めなければならない。ところが、戦後最悪の景気後退の下、財政悪化の長期化で基金の取り崩しは限界に近づいている。このため、今後は増税や歳出削減が財政収支改善策の中心とならざるを得ない。この結果、財政事情の厳しい地方で景気が圧迫される懸念がある。ちなみに、上記の Center on Budget and Policy Priorities によれば、2012 年度の財政ギャップは GDP 比 0.85% に達し、これを埋めるための増税や歳出削減により 85 万人の雇用減少につながる可能性があるとしている。足元、州・地方政府の雇用者数は既に減少が続いているが、今後、雇用の減少基調が一段と強まり、景気の回復ペースを抑制するリスクがある（第 12 図）。

第 11 図：州政府の財政ギャップ



(資料) Center on Budget and Policy Priorities より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：州・地方政府の雇用者数



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 金融政策

QE2 は完全実施の 公算大

FRB は昨年 11 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) で今年 6 月末までに 6000 億ドルの米国債を購入すること (QE2) を決定した。購入ペースや購入総額については毎回の FOMC で見直されることになっているが、現時点では QE2 は計画通り完全実施される可能性が高いとみられる。1 月の FOMC では、声明文の景気判断が小幅上方修正された。同会合に提出された FOMC 委員による最新の経済見通しでも、2011 年の成長率が上げられたが、労働市場の著しい改善をもたらすには不十分として政策の据え置きが決定された (第 1 表)。バーナンキ FRB 議長は 2 月 3 日の講演で、「より強い雇用の創出が一定期間続くことを見るまでは、回復が本当に確立されたとはみなせない」と発言。1 月の失業率が 2 ヶ月連続で大きく改善したのを見た後の 2 月 9 日の議会証言でも発言のトーンは変わらなかった。QE2 見直しのハードルは相当に高いとみられる。

出口政策の本格化 は 2012 年に入っ てから

一方、景気の回復色が強まっていることや、FOMC の中に QE2 の効果を懐疑的に見ている委員が複数いることなどから、QE2 終了後に追加緩和 (QE3) が実施される可能性は低い。FRB は、年内については保有証券の償還分を米国債に再投資することによりバランスシートの水準を維持し、景気が十分に自律回復力を高めているかを慎重に確認しよう。出口政策を本格化させるのは 2012 年に入ってからとみられる。まず、リバースレポや TDF (準備預金に創設した定期預金制度) により流動性の吸収を始め、利上げの環境を整えた上で、2012 年夏に利上げを開始しよう。なお、いったん利上げが開始されると、政策金利である FF 金利は、リーマン・ショック直前、すなわち金融危機対応がとられる前の水準である 2% を目指して引き上げられると予想する。

第 1 表 : FOMC 委員の米国経済見通し (2011 年 1 月)

	実績	見通し			
	2010年	2011年	2012年	2013年	長期
(4Q前年比)					
実質GDP	2.8	3.4~3.9 (3.0~3.6)	3.5~4.4 (3.6~4.5)	3.7~4.6 (3.5~4.6)	2.5~2.8 (2.5~2.8)
PCEデフレーター (ヘッドライン)	1.2	1.3~1.7 (1.1~1.7)	1.0~1.9 (1.1~1.8)	1.2~2.0 (1.2~2.0)	1.6~2.0 (1.6~2.0)
PCEデフレーター (コア)	0.8	1.0~1.3 (0.9~1.6)	1.0~1.5 (1.0~1.6)	1.2~2.0 (1.1~2.0)	
(4Q平均)					
失業率	9.6	8.8~9.0 (8.9~9.1)	7.6~8.1 (7.7~8.2)	6.8~7.2 (6.9~7.4)	5.0~6.0 (5.0~6.0)

※ 下段()内は前回(11月)見通し

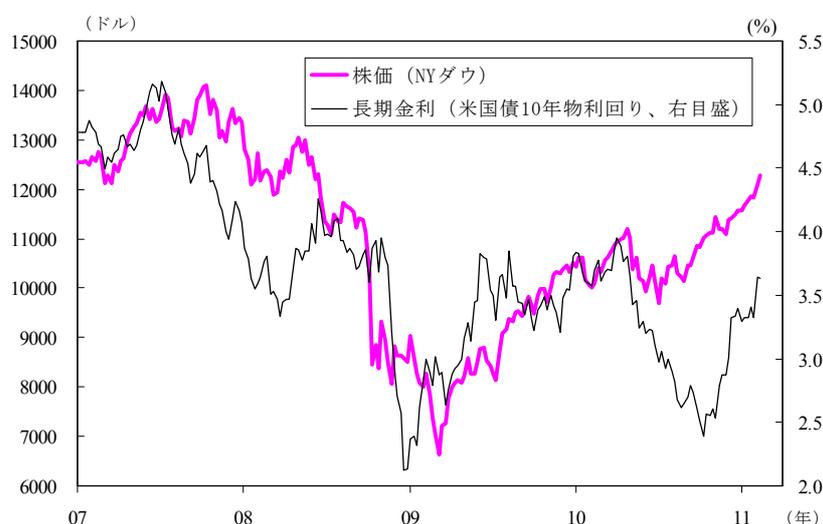
(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(7) 長期金利

長期金利は今秋頃から本格上昇の見通し

昨年の QE2 実施以降、長期金利には上昇圧力がかかっている。年明け後、金利はいったん落ち着いたが、足元では強い経済指標の発表等による景気上振れ観測などを背景に再び上昇圧力が強まっている(第13図)。もっとも、FRB は金融緩和の早期解除に慎重な姿勢を崩しておらず、上昇余地は限られよう。長期金利が本格的に上昇するのは、市場が利上げを織り込み始める 2011 年秋以降になると予想される。当面は、物価安定が見込まれること、欧州の財政再建等で世界的に資金需給の逼迫は見込みにくいこと、などから長期金利の上昇幅は抑えられよう。中期的には米国の財政健全化の遅れから長期金利の大幅な上昇を招くリスクがあるが、2011 年中に顕在化する可能性は低いとみられる。

第13図：長期金利、株価の推移



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(山中 崇)

(円ドル相場動向については、「日本経済の見通し」に記載しております。)

照会先：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。

米国経済金融見通し

平成23年（2011年）2月18日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2009				2010				2011				2012	2009	2010	2011
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	実績	実績	見通し
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	▲3.9	▲0.4	2.3	4.7	4.8	3.7	4.6	3.4	5.4	5.1	4.7	4.9	4.8	▲1.7	3.8	4.7
実質GDP	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.6	3.2	3.5	3.4	2.9	3.0	2.9	▲2.6	2.9	3.1
個人消費	▲0.5	▲1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.4	4.4	4.0	3.0	2.5	2.5	2.0	▲1.2	1.8	3.3
設備投資	▲35.2	▲7.5	▲1.7	▲1.4	7.8	17.2	10.0	4.4	6.0	6.0	8.0	10.0	10.0	▲17.1	5.5	7.3
住宅投資	▲36.2	▲19.7	10.6	▲0.8	▲12.3	25.6	▲27.3	3.4	▲5.0	5.0	10.0	20.0	20.0	▲22.9	▲3.0	0.0
在庫投資(2005年連鎖価格)	▲1258	▲1618	▲1282	▲367	441	688	1214	72	372	572	622	572	572	▲1,131	604	535
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.1)	(▲1.0)	(1.1)	(2.8)	(2.6)	(0.8)	(1.6)	(▲3.7)	(0.9)	(0.6)	(0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.7)	(1.3)	(▲0.1)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲3,892	▲3,420	▲3,908	▲3,301	▲3,384	▲4,490	▲5,050	▲3,922	▲4,146	▲4,175	▲4,204	▲4,233	▲4,261	▲3,630	▲4,212	▲4,189
（同、前期比年率寄与度）	(2.9)	(1.5)	(▲1.4)	(1.9)	(▲0.3)	(▲3.5)	(▲1.7)	(3.4)	(▲0.7)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(1.1)	(▲0.5)	(0.0)
政府支出	▲3.0	6.2	1.6	▲1.4	▲1.6	3.9	3.9	▲0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	1.1	0.6
最終需要(国内民間)	▲7.2	▲3.0	1.8	0.6	2.1	4.6	2.2	4.4	4.0	3.4	3.4	3.9	3.5	▲4.2	2.1	3.7
鉱工業生産	▲17.6	▲10.3	8.3	7.0	7.1	7.2	6.2	3.2	4.0	4.5	4.0	4.0	4.5	▲9.3	5.7	4.4
失業率	8.2	9.3	9.7	10.0	9.7	9.6	9.6	9.6	9.2	9.2	9.0	8.8	8.5	9.3	9.6	9.1
生産者物価（前年比）	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.4	4.8	4.4	3.8	3.9	3.3	3.3	3.7	2.5	1.9	▲2.6	4.2	3.2
消費者物価（前年比）	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	1.8	1.2	1.3	1.6	2.0	2.2	1.9	1.7	▲0.4	1.6	1.9
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,212	▲1,135	▲1,321	▲1,401	▲1,509	▲1,691	▲1,707	▲1,558	▲1,750	▲1,845	▲1,850	▲1,855	▲1,860	▲5,069	▲6,465	▲7,300
経常収支	▲956	▲844	▲975	▲1,009	▲1,092	▲1,232	▲1,272	▲1,123	▲1,315	▲1,410	▲1,415	▲1,420	▲1,425	▲3,784	▲4,719	▲5,560
3. 金融																
FFレート誘導目標	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
ユーロドル（3カ月物）	1.7	1.4	0.8	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	0.5	0.4
国債流通利回り（10年物）	2.7	3.3	3.5	3.5	3.7	3.5	2.8	2.9	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.3	3.2	3.6

(注) ・在庫投資と純輸出は年率換算した実績。

・FFレート誘導目標は期末値。

・その他の金利は期中平均値。ユーロドル金利はLIBORレート。

照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL:03-3240-3204 E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。