

米国経済の見通し

～年後半も低成長継続、来年も回復ペースは緩やかに～

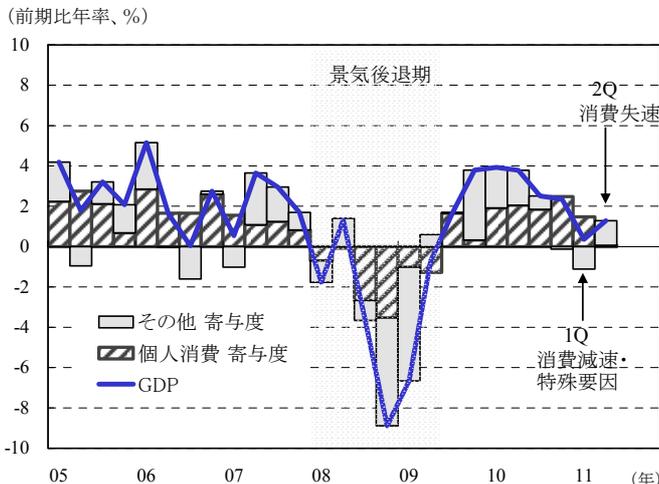
1. 景気の現状

低迷が継続

米国景気は年初より弱めの状態が継続している（第 1 図）。今年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.3%にとどまり、1-3 月期の成長率も速報値の同 1.8%から同 0.4%に下方修正された。低成長の主因は、最大の需要項目である個人消費の低迷にある。個人消費は、好調であった昨年 10-12 月期（前期比年率 3.6%）から、1-3 月期にガソリン高を主因に減速（同 2.1%）した後、4-6 月期は東日本大震災に伴うサプライチェーン障害やマインド悪化も加わり失速（同 0.1%）する展開となった。

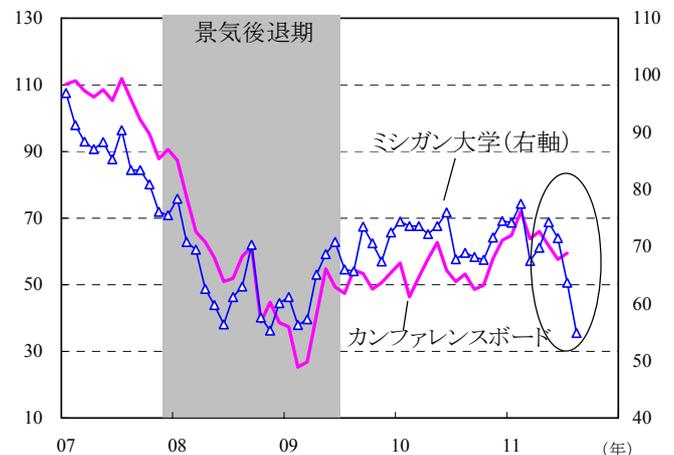
直近の状況を月次の指標で確認すると、雇用や消費、生産など 7 月の経済活動はやや持ち直している一方、消費者信頼感指数（ミシガン大学調査）は景気後退期を示唆する水準まで低下するなど、景気先行きへの懸念を一段と強めるものも目立つ（第 2 図）。

第 1 図：GDP 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

第 2 図：消費者センチメント



(資料)カンファレンスボード、ミシガン大学より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

<概要>

年後半も低成長が
継続

米国経済は年後半も低成長が継続する可能性が高まりつつある。ガソリン価格下落やサプライチェーン障害復旧などのプラス材料はあるものの、グローバルに製造業のモメンタムが鈍化していたところへの一連の欧米債務問題や株価急落は、マインド悪化等を通じ年後半の大きな下押し圧力になろう。雇用は底堅さを残していたが、足元では人員削減計画が相次ぐ状況となっている。当面は増勢鈍化が見込まれ、成長を下支えすることは難しそうだ。

来年の回復も緩やかに

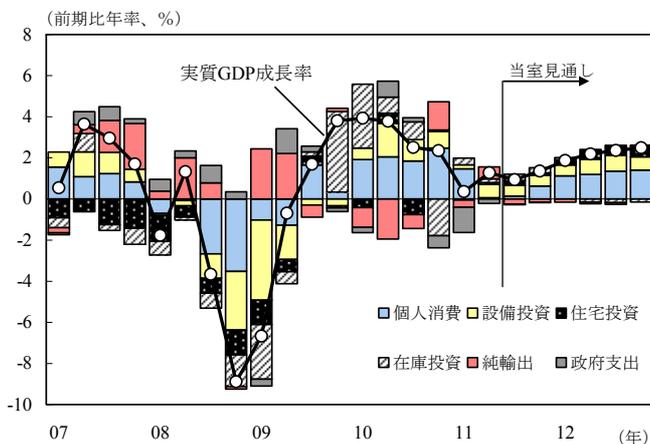
その後、来年にかけては持ち直しの動きが想定されるものの、回復のペースは緩慢なものにとどまる見込みだ（第3図）。グローバルな製造業のモメンタムは循環的な回復局面に入るとみられるが、低迷している住宅市場に加え、欧州債務問題や米国政治・財政への懸念などが景気抑制要因として働こう。欧州債務問題は、金融市場と実体経済の間で悪循環に陥っており、①欧米金融機関の貸出態度慎重化、②欧州経済減速に伴う輸出・企業収益減少、という双方の経路で米国経済にマイナスに作用しよう。

また、米国民間部門のバランスシート調整は、家計の債務残高（対可処分所得比）などでみると調整終了の目処に近い状態にあるが、政府が民間債務を実質的に肩代わりしてきたことにより調整が進展した部分もある（第4図）。金融危機からの回復過程における政治・財政懸念の高まりはごく一般的にみられるパターンと言える。

下振れリスクは一次
産品高、緊縮財政
など

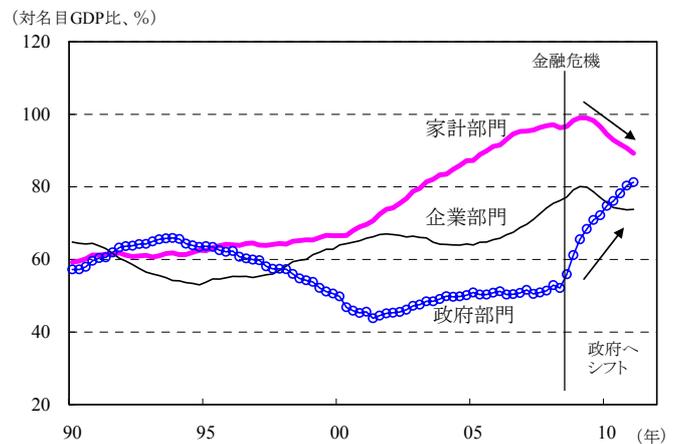
こうしたなか一段の景気下振れリスクとしては、①一次産品・原材料高の長期化による家計の実質購買力の低下、②短期間で一段の緊縮財政の実施、③欧州債務問題の混乱拡大、④新興国の金融引き締めに伴う大幅景気減速、などが挙げられる。

第3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

第4図：非金融部門の債務残高



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<詳細>

(1) 雇用・消費

足元までの雇用は緩やかな改善が継続

雇用・消費は緩やかな改善が続いてきた。雇用統計における民間部門雇用者数は5月、6月は低い伸びにとどまったものの、7月は117千人増となりやや持ち直した。企業は、金融危機以降の生産増加に際し、生産性上昇での対応局面から、雇用者数増加で対応する局面に変化しつつあったとみられ、前半の低成長下でも雇用は比較的底堅く推移してきた。足元でも週次の新規失業保険申請件数は減少傾向を維持している。

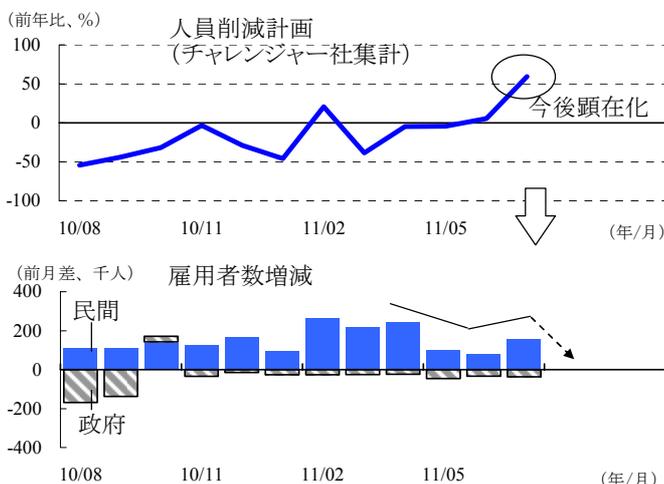
しかしながら、直近の欧米債務問題や新興国の減速懸念を受け、企業からは人員削減計画発表が相次ぐ状況となっているため、当面は増勢鈍化が見込まれる(第5図)。また、政府部門雇用は州地方政府を中心として減少が続いている。財政再建圧力の強まりもあり当面は削減が継続しよう。

雇用・消費ともに当面は弱めの動きに

個人消費は、ガソリン価格上昇やサプライチェーン障害などの影響で年初より伸びが鈍化してきた。直近については、ガソリン高からの追加的な下押し圧力減退もあり、7月の小売売上高は前月比0.5%と6月(同0.3%)から伸び率が高まった。しかし、前述の通り8月の消費者信頼感指数(ミシガン大学調査)は54.9と7月(63.7)から急低下し約30年ぶりの低水準となっている。昨今の債務問題をめぐる混乱や株価急落が要因とみられ、当面の消費は低調になろう。サプライチェーン障害復旧に伴い、年後半に期待された日本車への需要も、マインド悪化を受け先送りの可能性がある。

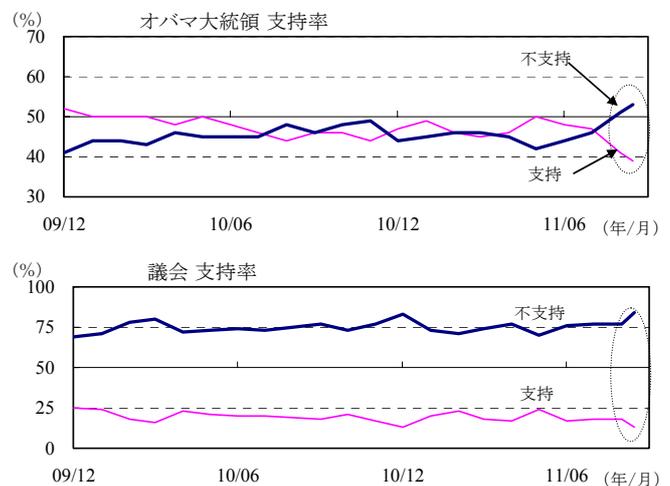
不支持率が就任来最高となっているオバマ大統領(第6図)は、休会明けの議会で給与税減税や失業保険給付の延長を取り上げたい意向だ。それらの成立可否とともに、政府への信認の動向も注目される。

第5図：雇用情勢



(資料) 米労働省、チャレンジャー社より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：世論調査結果



(資料) Gallup社より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 企業部門

製造業のモメンタムは鈍化

米国 ISM 製造業指数をはじめ各国製造業 PMI（企業へのヒアリングに基づく景気指数）は春以降低下傾向にあり、グローバルに製造業のモメンタムは鈍化している。

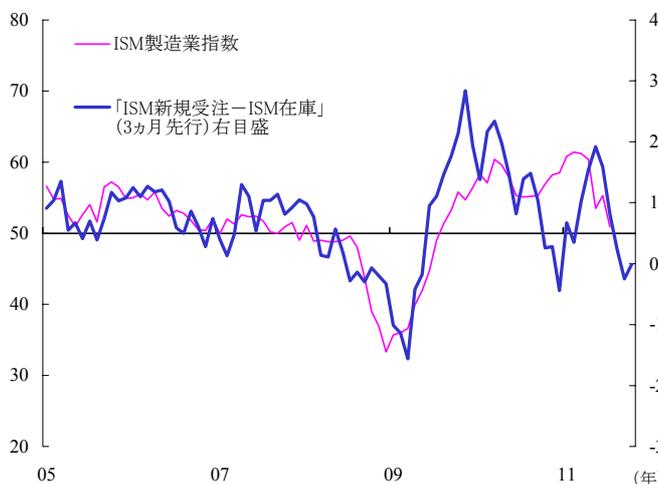
循環的な持ち直しはあるもペースは緩やかに

在庫循環の動向を示す出荷在庫バランス（「ISM 新規受注－ISM 在庫指数」など）は、景気後退期以外の過去の在庫循環サイクルにおいては底である水準まで低下している（第 7 図）。景気後退に陥らないとすれば自律的に反発、出荷在庫バランスの改善にラグを伴い、ISM 指数も秋頃には反転が見込まれる。しかし、その場合でも欧州債務問題や新興国の減速などが抑制要因として働き、受注の顕著な改善は見込み難いことから、生産活動の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

設備投資は、金融危機後のペンタアップディマンドに支えられた急ピッチな伸びが終了し、足元では巡航速度での回復が続いている。製造業の循環的な持ち直しに伴い今後も回復が続くとみられるが、設備稼働率は依然として過去の平均より低く、市場混乱が長引き企業マインドが悪化すれば設備投資の抑制意欲が強まりやすい状況であり、注意が必要だ（第 8 図）。

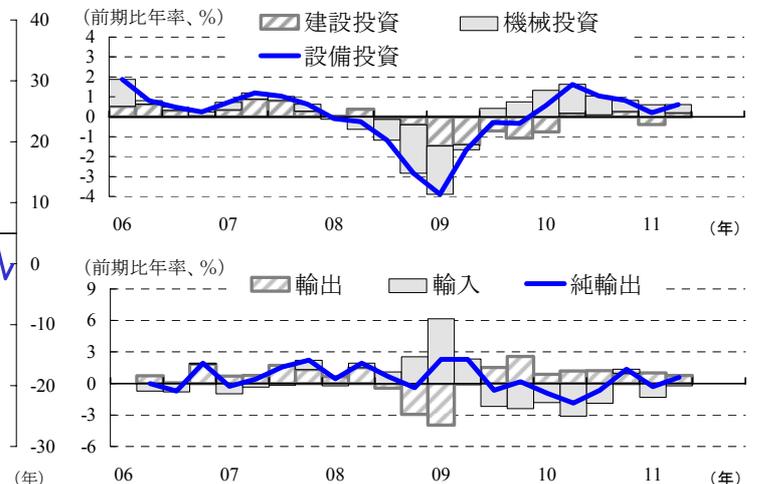
輸出に関しては、足元では欧州、アジア、中南米の各地域向けともに減速している。先行きは上記循環サイクルが他国でも想定され、緩やかに持ち直すとみられるが、直近の回復局面における世界経済の成長率は金融危機前のバブル期（2000 年代前半）よりも高かったことから、輸出の増加ペースの加速にも限界がある（第 8 図）。

第 7 図：在庫循環



(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：設備投資と輸出入（GDP への寄与）



(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

底這いが続く

住宅市場は底這いが続いている。7月の住宅着工件数は前月比▲1.5%の年率60.4万戸となり、建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数は前月から横這いの15となった。いずれも過去最低に近い状態から回復の兆しがうかがわれない。

このように着工は低水準であるが、高水準の差し押さえが続いていることから中古住宅在庫が高止まりしており、需給環境の改善が進んでいない(第9図)。直近の住宅差し押さえ件数(RealtyTrac社調査、7月)は前年比▲35%と3年8ヶ月ぶりの低水準になったが、金融機関による住宅差し押さえ手続き不備問題が尾を引いているためであり、差し押さえ物件の一本調子での減少は期待しづらい。

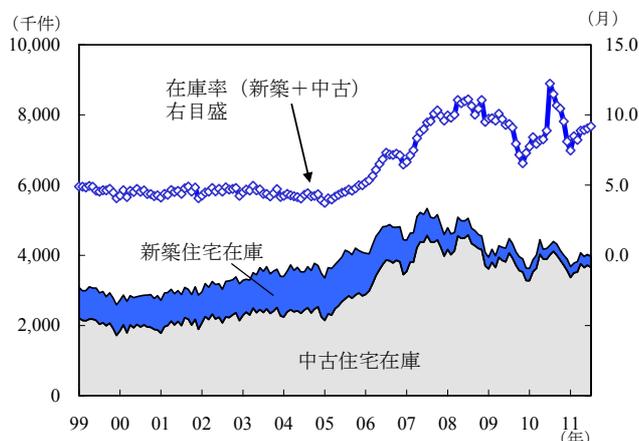
オバマ政権は8月になり、GSE(ファニーメイ、フレディマック)が保有する差し押さえ物件の「販売・賃貸アイデア」を公募している状況であり、政策は手詰まりの様相だ。

住宅価格は低迷

住宅価格については、家賃・所得・名目GDPなどと比較すると、バブル崩壊後の調整はかなり進んでおり割高感が強い状況ではないが、当面は上記住宅市場の需給悪化が、住宅価格に下落圧力をかけ続けよう。

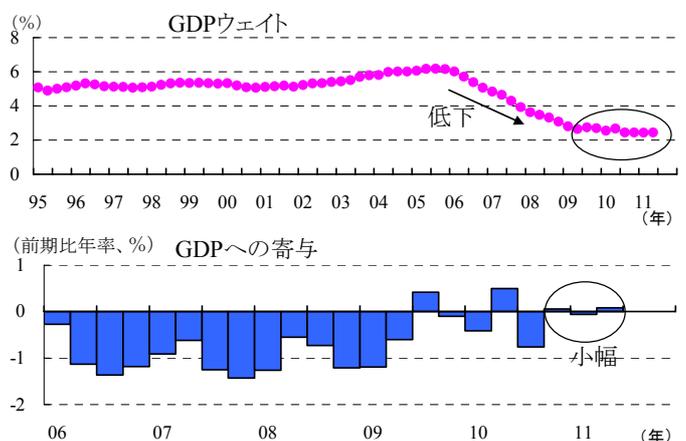
住宅投資は、GDPに占めるウェイトが6%から2%近傍まで低下しており、これらの下振れが経済全体へ与える直接的な影響は弱まっているが(第10図)、住宅価格低迷や関連支出減少などを通じた景気への下押し圧力の程度には目配りが必要だ。

第9図：住宅在庫



(資料)米商務省、NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：住宅投資



(資料)米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価動向と金融政策

コア物価は高めの伸び

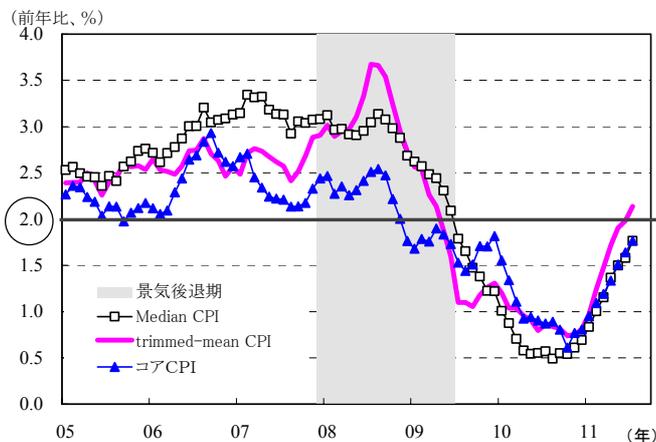
足元のエネルギー・食料を除くコア物価は成長ペースに比し高めで推移している（第11図）。背景には、①エネルギー関連がコア指数にも含まれていること、②東日本大震災の影響、③ドル安に伴う輸入物価高、④持ち家からのシフトに伴う家賃の上昇、など景気との関係が低い項目の影響がある。ガソリン価格鈍化などに伴い、コア指数も一旦は伸び率鈍化が見込まれる。現在の米国は日本のバブル崩壊時と物価の動きが異なっているが、上記要因が剥落し低成長が続いた場合には、日本と同様の経路に戻る可能性も否定できない（第12図）。

低金利政策は長期化へ

金融政策については、連邦準備制度理事会（FRB）は、8月9日の連邦公開市場委員会（FOMC）声明文において、景気見通しを下方修正した結果、「現行の低金利政策が少なくとも2013年央まで正当化される」との予測を示した。従来は『extended period』という表現を用い、数ヵ月先から長くても半年程度という低金利政策の時間軸を示唆していたため、大幅な変更である。

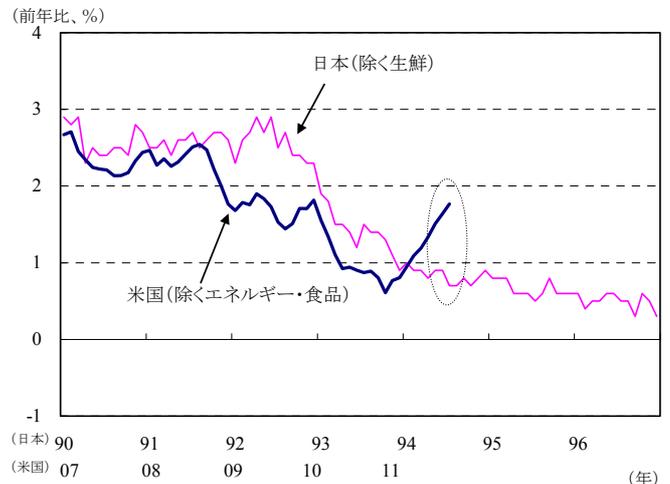
声明文では一段の措置についても議論したとされ、次回9月20日のFOMCにおいて追加金融緩和（保有資産の満期長期化など）に踏み切る可能性も現実味を帯びてきた。しかし、金利が歴史的低水準となっている現環境下で、追加金融緩和が実体経済へ影響を与えることは難しく、市場での期待感の強い一段の国債購入（所謂QE3）がアナウンスメント効果をもたらす程度ではないか。成長ペースが緩やかにとどまるなか、低金利政策はFRBの予測通り長期にわたることとなる。

第11図：物価の基調



(注) “Median CPI”は物価上昇率順に並べて中央に位置する品目の価格を見たもの
 “Trimmed-mean CPI”は物価上昇率の上位8%と下位8%を除いて算出
 (資料) 米労働省、ダラス連銀、クレーブランド連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：消費者物価（日本のバブル崩壊時との比較）



(資料) 米労働省、総務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 長期金利

長期金利の上昇余地は限定的

長期金利は8月に入り、一連の欧米債務問題や景気後退懸念の強まりなどから、大幅に低下した(第13図)。景気低迷に、FRBによる低金利政策の時間軸強化も加わり、当面の長期金利上昇余地は限られよう。

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

(栗原 浩史)

(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 伊達) TEL:03-3240-3204

E-mail: nobuo_date@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。

米国経済金融見通し

平成23年（2011年）8月19日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

見通し

(単位：%、億ドル)

	2010				2011				2012				2010	2011	2012
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	実績	見通し	見通し
1. 実体経済（前期比年率）															
名目GDP	5.5	5.4	3.9	4.2	3.1	3.7	2.4	2.8	3.5	3.8	4.1	4.2	4.2	3.5	3.4
実質GDP	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	0.9	1.4	1.9	2.2	2.4	2.5	3.0	1.5	1.8
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.1	0.2	0.9	1.6	1.7	1.9	2.0	2.0	1.8	1.3
設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	6.3	5.0	5.0	5.0	7.0	7.0	6.0	4.4	6.7	5.8
住宅投資	▲15.3	22.8	▲27.7	2.5	▲2.5	3.8	10.0	5.0	10.0	20.0	20.0	20.0	▲4.3	▲0.8	12.4
在庫投資(2005年連鎖価格)	399	646	923	383	491	496	600	680	720	670	610	560	588	567	640
(同、前期比年率寄与度)	(3.1)	(0.8)	(0.9)	(▲1.8)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(1.4)	(▲0.0)	(0.1)
純輸出 (2005年連鎖価格)	▲3,768	▲4,374	▲4,587	▲4,142	▲4,244	▲4,057	▲4,140	▲4,191	▲4,242	▲4,271	▲4,300	▲4,284	▲4,218	▲4,158	▲4,274
(同、前期比年率寄与度)	(▲1.0)	(▲1.9)	(▲0.7)	(1.4)	(▲0.3)	(0.6)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	▲0	▲0	0	(▲0.5)	(0.0)	(▲0.1)
政府支出	▲1.2	3.7	1.0	▲2.8	▲5.9	▲1.1	▲0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	▲1.9	▲0.1
最終需要(国内民間)	2.5	5.2	2.6	4.2	1.9	1.0	1.1	1.5	2.3	2.9	3.1	3.1	2.1	2.3	2.2
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.8	0.8	▲2.0	▲1.1	0.1	0.8	1.2	1.5	5.3	2.8	0.0
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.4	9.3	9.6	9.1	9.4
生産者物価（前年比）	4.8	4.4	3.8	3.8	4.9	7.1	7.4	6.2	3.6	2.2	2.2	2.6	4.2	6.4	2.7
消費者物価（前年比）	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	3.4	3.4	3.1	2.1	1.4	1.4	1.6	1.6	3.0	1.6
2. 国際収支															
貿易収支(財)	▲1,528	▲1,660	▲1,678	▲1,592	▲1,825	▲1,912	▲1,850	▲1,855	▲1,860	▲1,885	▲1,910	▲1,935	▲6,459	▲7,441	▲7,590
経常収支	▲1,183	▲1,203	▲1,201	▲1,122	▲1,193	▲1,374	▲1,379	▲1,384	▲1,389	▲1,414	▲1,439	▲1,464	▲4,709	▲5,331	▲5,707
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
ユーロドル（3カ月物）	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
国債流通利回り（10年物）	3.7	3.5	2.8	2.9	3.5	3.2	2.6	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.2	2.9	2.8

(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 伊達） TEL:03-3240-3204 E-mail: nobuo_date@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おります。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。