

米国経済の見通し

～個人消費を中心とした内需を牽引役に、自律的な景気拡大が持続する見通し～

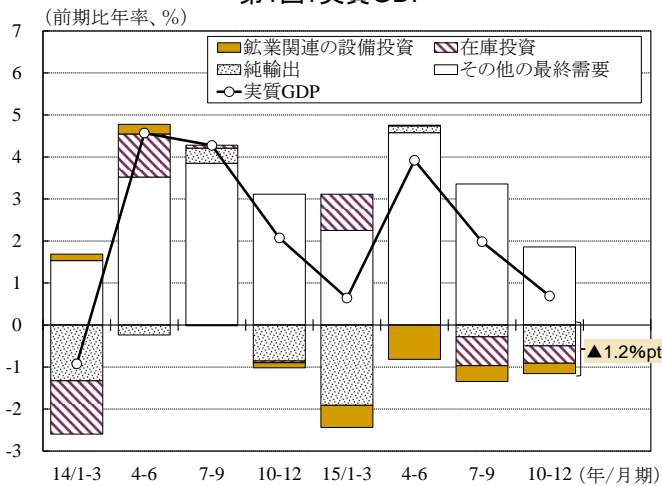
1. 米国経済の現状

10-12 月期の実質 GDP 成長率は下押し圧力の継続を受けて鈍化するも、個人消費は底堅さを維持

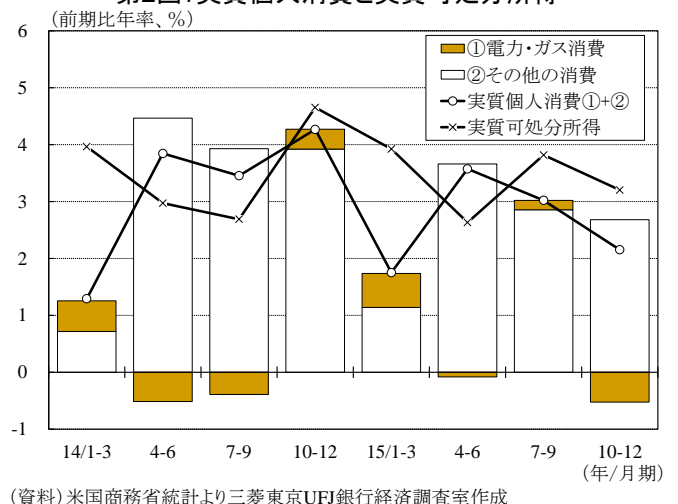
米国の 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、海外経済の減速やドル高を受けた輸出の低迷、原油安によるエネルギー関連投資の減少、在庫調整の継続といった下押し要因が続いたことで、前期比年率+0.7%と 7-9 月期の同+2.0%から減速した(第 1 図)。もっとも、内需の軸となる個人消費は、暖冬の影響による電力・ガス消費の減少等を除けば底堅く推移しており、消費を支える家計の可処分所得も増勢を維持した(第 2 図)。

月次指標の動向を確認すると、労働市場では、1 月の非農業部門雇用者数が前月比+15.1 万人の増加に止まったものの、前月まで暖冬の影響で拡大していた建設業雇用の増勢鈍化などが影響しており、均してみれば前月比+20 万人台の増加ペースを保っている。また、時間当たり平均賃金も加速の兆しがみえ始める中、1 月の小売売上は年初以降の株価下落を受けても底堅く推移した。他方、企業部門では、ISM 製造業指数が 1 月にかけて拡大・縮小の分岐点となる 50 を 4 ヶ月連続で下回ったほか、高水準を維持していた非製造業指数も低下傾向にある。

第1図: 実質GDP



第2図: 実質個人消費と実質可処分所得



2. 今後の見通し

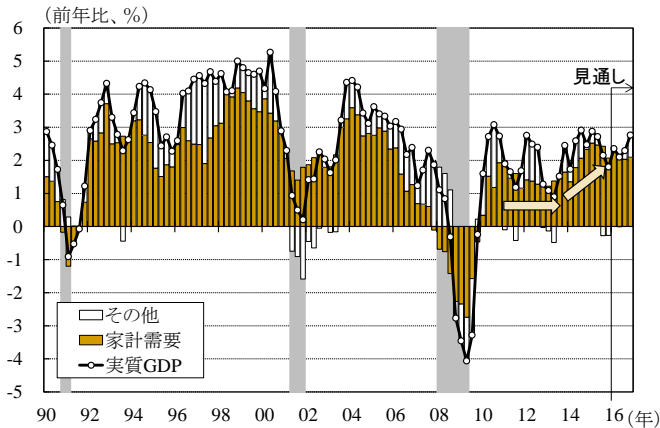
内需を牽引役とした自律的な景気拡大が持続する見通し

米国経済は、今後も内需を牽引役とした、自律的な景気拡大を続けていくと予想される（第3図）。個人消費や住宅関連の家計需要は、雇用・所得環境の改善傾向が持続すると想定される中、原油安のプラス効果も引き続きサポートとなることで、増勢を維持していく見通しである。企業部門では、製造業やエネルギー関連産業など、一部でドル高や原油安のマイナス影響が残るものの、内需の拡大や交易条件の改善を下支えに、収益は底堅さを維持し、設備投資も緩やかな増加傾向を辿る見込みである。2016年の実質GDP成長率は、2015年と同様の前年比+2.4%を確保し得ると予想している。

クレジット環境の悪化が企業部門全体に波及し、景気への下押し圧力が強まる可能性には要警戒

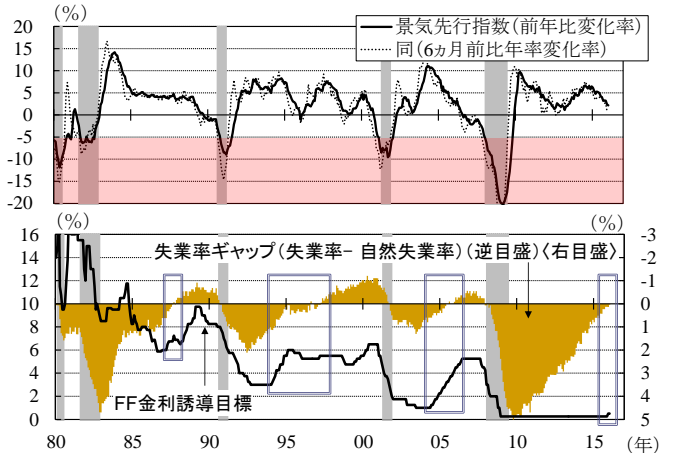
こうした見通しに対するリスク要因として、年初以降、混乱が続いている金融市場の動向に注視が必要である。昨年夏場には、中国など新興国経済減速への懸念を切っ掛けに、市場が不安定化したが、足元では中国経済に対する懸念の再燃に加え、原油安の長期化と価格の一段下落を受けて当時よりも資源国・セクターへの懸念が強まり、米国経済の減速や後退局面入りの可能性も意識されている。ここで、景気先行指数の動向を確認すると、今のところ前年比、6ヵ月前比ともにプラス圏での推移を続けている（第4図）。また、労働市場の動向から足元の景気局面を推察してみると、漸く失業率ギャップが解消されたとみられる現状は、景気拡大期間の概ね中盤頃に位置するとみられることから、循環面からも、短期的に景気が大幅に減速し、後退局面に至る可能性は小さいと考えられる。今後は、米国経済の底堅さが確認されることなどで、市場は徐々に落ち着きを取り戻すと想定されるが、エネルギーセクターを中心とした低格付社債の対国債スプレッドの拡大傾向が続く環境下、クレジット環境の悪化が企業部門全体に波及し、米国経済への下押し圧力が強まるリスクには警戒が怠れない。

第3図：実質GDP成長率



(注) 1. 『家計需要』は、「個人消費」と「住宅投資」の合計。
2. 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：景気先行指数、失業率ギャップと景気循環



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 米国労働省統計、議会予算局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 見通し上のキーポイント

(1) 雇用・所得改善の持続性

労働市場の“質”的改善が進展する中で、賃金上昇が家計所得の拡大を牽引する見込み

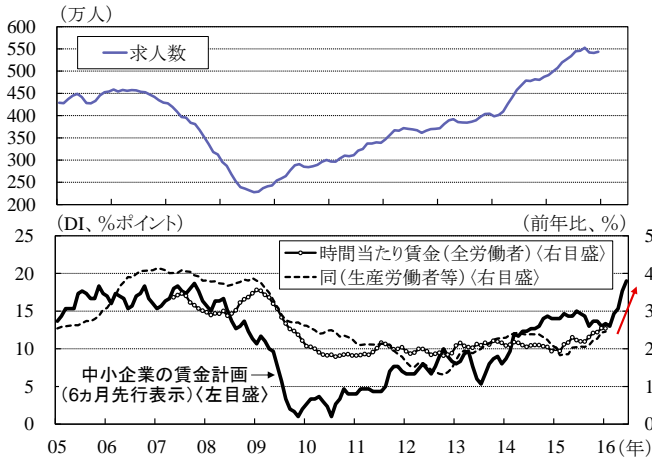
家計の需要を支える雇用・所得環境は、今後も改善傾向が持続する見通しである。雇用者数の増加にみられる労働市場の“量”的な改善ペースは、失業率がFRBの想定する均衡水準（4.9%）まで低下する中、今後は徐々に緩やかになると想定されるが、企業の求人意欲が根強いことを踏まえると、目先雇用の増勢が急激に鈍化する可能性は小さいと考えられる（第5図）。また、昨年10月以降、労働参加率が上昇に転じていることや、雇用の流動性を示す自発的離職者が増加していることなどは、労働市場の“質”的改善が堅調であることを示唆している。家計所得拡大の鍵を握る賃金についても、賃上げを検討する企業が増加する中、先行き加速傾向を維持するとみられ、所得の押し上げに寄与していく見込みである。

(2) 景気を牽引する家計需要の底堅さ

資産価格の動向には注意が必要ながら、原油安のプラス効果が家計需要のサポートとなる見込み

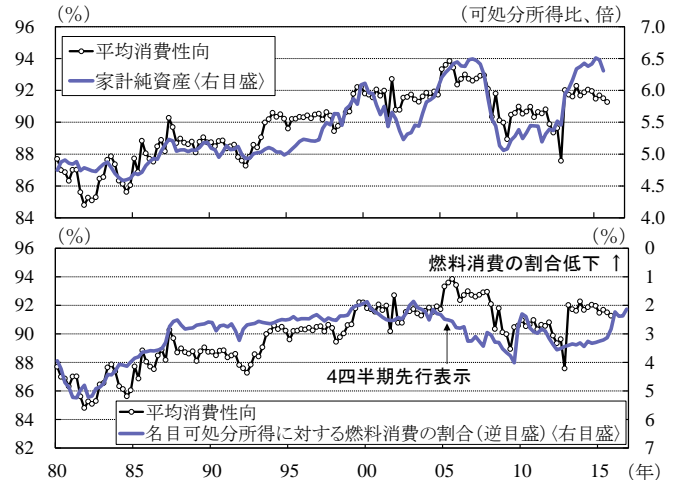
消費者センチメント指数でみた家計の消費スタンスは、直近2月にかけても前向きな状態を続けているが、今後、株価下落が長期化した場合には、逆資産効果を通じた下押し圧力が強まる可能性に注意が必要となる。もっとも、家計の平均消費性向と名目可処分所得に対する燃料消費の割合について、過去の動向をみると、燃料消費割合の低下（上昇）から1年程度の期間を置いて平均消費性向が上昇（低下）する傾向が確認できる（第6図）。足元、原油価格が一段と下落し、先行きも低水準での推移が続く可能性が高い中、原油安のプラス効果は今後も下支え要因として残り、株価下落の影響などを和らげることで、家計需要は底堅く、増加基調を維持していくと予想される。

第5図：求人数と中小企業の賃金計画、時間当たり賃金



(注)3ヵ月移動平均値。
(資料)米労働省、NFIB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：平均消費性向と家計純資産、燃料消費の割合



(資料)米商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業活動への下方圧力とプラス材料

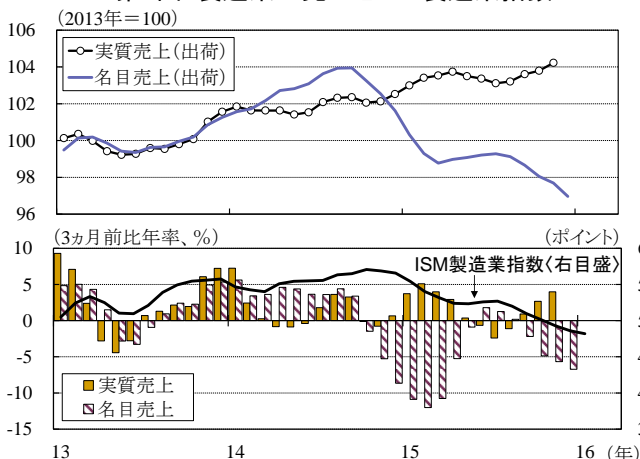
一部業種では、原油安やドル高のマイナス影響が暫く続く見込み

企業部門では、一部業種で原油安やドル高のマイナス影響が続く見込みである。原油価格は暫く低水準で推移する可能性が高いことから、エネルギー関連産業の生産や設備投資は、今後も停滞が続く公算が高い。輸出についても、主要輸出先国・地域の経済が伸び悩む中、ドル高による下押し圧力が継続するとみられるため、当面は勢いを欠き、製造業活動の抑制要因となる見込みだ。

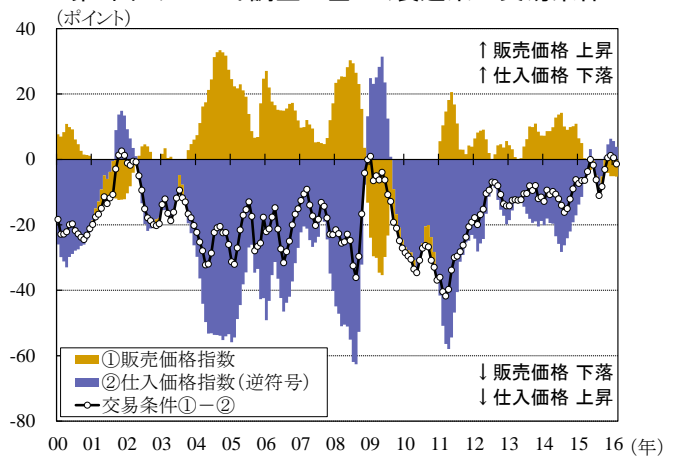
交易条件改善や内需拡大が支えとなり、企業の生産活動や収益は底堅さを維持する公算

ここで、製造業全体の売上（出荷）動向を確認すると、名目売上（金額）の減少が続く一方、内需が底堅く推移する中、実質売上（数量）については緩やかながらも増加方向にある（第7図）。こうした名目と実質ベースの売上の乖離を踏まえると、製造業の景況感悪化は、ドル高による価格競争力低下を受けて、国内外での販売価格引き下げを余儀なくされていることも一因と考えられる。但し、製造業のサーベイ調査に基づく販売・仕入価格の動向を確認すると、仕入価格の下落・改善の影響が販売価格下落の影響を上回っており、ドル高や原油安が製造業の交易条件改善に寄与し、収益を下支えしている様子も窺われる（第8図）。企業全体では、エネルギーセクターの業況に引き続き注視が必要ながら、交易条件の改善や内需の拡大が支えとなって、生産活動や収益は底堅さを維持し、設備投資も緩やかな増加傾向を辿ると予想される。

第7図：製造業の売上とISM製造業指数



第8図：サーベイ調査に基づく製造業の交易条件



4. 金融政策と長期金利

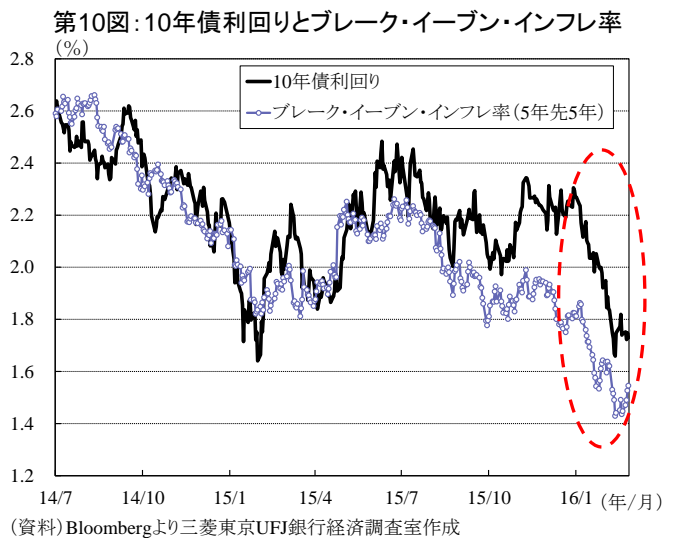
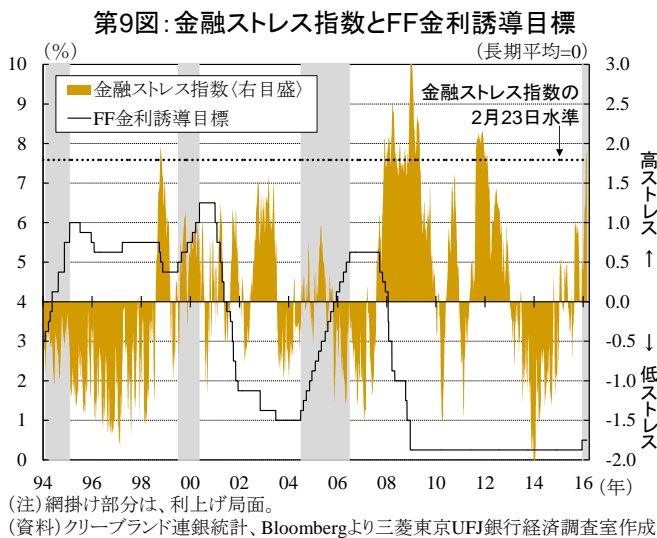
金融市場の混乱を受けて、FRBの政策スタンスは慎重化

金融政策では、昨年12月のFOMCで9年半ぶりの利上げが決定されたが、2月10-11日のイエレン議長の議会証言や1月のFOMC議事録の内容などからは、金融市場の混乱が経済に及ぼす影響について、FRBが警戒を強めている様子が窺われる。クリーブランド連銀が算出する金融ストレ

ス指数を基に確認すると、足元の金融市場のストレス度合いは2008年のリーマン・ショック時や2011年の欧州危機時以来の水準まで上昇してきている(第9図)。また、インフレ率は、直近1月の消費者物価指数などで加速の兆しがみられたものの、下押し圧力としてドル高や原油安の影響が残っているほか、FRBが注目するサーベイベースの期待インフレ率はこのところ低下傾向にある。インフレの先行きが依然、不透明な状況にあり、金融市場のストレス度合いも強まる中、FRBによる利上げは、昨年12月のFOMCで示された年内1%ポイントのペースよりも、更に緩やかとなる可能性が高まっている。

長期金利の上昇に向かうものの、そのペースは緩やかとなる見込み

長期金利は、年初以降、原油価格の一段安や金融市場の混乱等に伴うリスク回避の動きを受けて、一時1.6%台まで急低下した(第10図)。今後は、市場が徐々に落ち着きを取り戻す中で、長期金利は再び上昇に向かうと想定される。但し、原油安やドル高によるインフレへの下押し影響が続き、FRBの利上げも一段と緩やかなペースになると予想されること、米国と主要国・地域の金融政策の方向感が乖離する中で米国債への需要が根強く残るとみられることなどから、長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込みである。



(坂東 輝昭)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 竹島 慎吾 shingo_takeshima@mufg.jp
坂東 輝昭 teruaki_bandou@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、金融商品の販売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、弊社ホームページでもご覧いただけます。

米 国 経 済 ・ 金 融 見 通 し

見通し →

	2014				2015				2016				2014年	2015年	2016年
	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. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	▲ 0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	0.7	2.8	2.9	2.8	2.6	2.4	2.4	2.4
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.0	2.2	2.8	2.8	2.6	2.5	2.7	3.1	2.7
住宅投資	▲ 2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	8.2	8.1	7.5	7.0	6.5	6.3	1.8	8.7	7.5
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.6	▲ 1.8	4.2	5.0	5.3	5.0	6.2	2.9	3.2
在庫投資（寄与度）	▲ 1.3	1.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.9	0.0	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	▲ 0.2
政府支出	0.0	1.2	1.8	▲ 1.4	▲ 0.1	2.6	1.8	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8	▲ 0.6	0.8	1.1
純輸出（寄与度）	▲ 1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 0.9	▲ 1.9	0.2	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.2
輸出	▲ 6.7	9.8	1.8	5.4	▲ 6.0	5.1	0.7	▲ 2.5	3.5	2.5	2.6	2.7	3.4	1.1	1.8
輸入	2.8	9.6	▲ 0.8	10.3	7.1	3.0	2.3	1.1	2.4	2.9	3.1	3.5	3.8	5.0	2.4
国内民間最終需要	2.2	4.2	4.3	3.9	2.0	3.9	3.1	1.7	3.2	3.3	3.2	3.1	3.2	3.3	3.0
名目GDP（前期比年率、%）	0.6	6.9	6.0	2.2	0.8	6.1	3.3	1.5	3.6	4.3	4.8	4.8	4.1	3.4	3.7
鉱工業生産（前期比年率、%）	3.6	5.7	3.9	4.7	▲ 0.3	▲ 2.3	2.7	▲ 3.3	3.4	3.7	3.2	2.8	3.7	1.3	1.6
失業率（%）	6.7	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	6.2	5.3	4.8
生産者物価（前年比、%）	1.6	2.8	2.5	0.8	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 0.3	1.3	1.9	▲ 3.3	▲ 0.6
消費者物価（前年比、%）	1.4	2.1	1.8	1.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.2	1.0	1.2	1.6	1.6	0.1	1.3
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,843	▲ 1,881	▲ 1,831	▲ 1,860	▲ 1,922	▲ 1,893	▲ 1,901	▲ 1,874	▲ 1,920	▲ 1,960	▲ 1,995	▲ 2,000	▲ 7,415	▲ 7,589	▲ 7,875
経常収支（億ドル）	▲ 964	▲ 920	▲ 979	▲ 1,031	▲ 1,183	▲ 1,111	▲ 1,241	▲ 1,134	▲ 1,150	▲ 1,185	▲ 1,215	▲ 1,220	▲ 3,895	▲ 4,669	▲ 4,770
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0-0.25	0.25-0.50	0.75-1.00
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.8	1.0	1.1	0.3	0.3	0.9
10年物国債利回り（%）	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0	2.2	2.2	2.2	2.0	2.3	2.5	2.6	2.5	2.1	2.3

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料) 各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成