

# 米国経済の見通し

～構造調整が一部で進展、緩やかな回復が続く～

## 1. 景気の現状

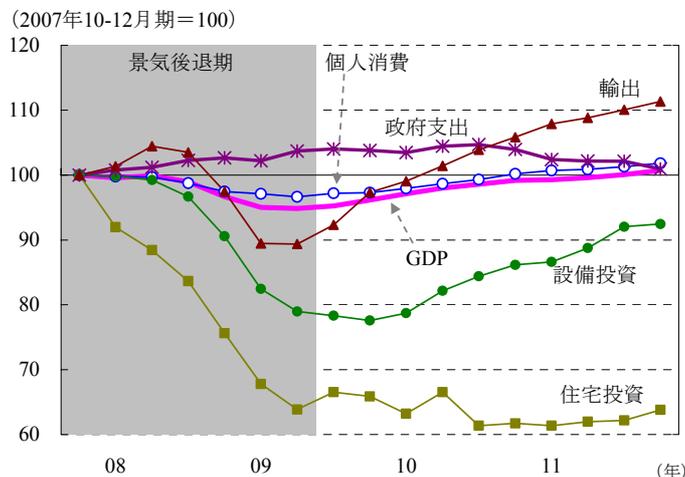
持ち直しの動きが  
継続

米国景気は持ち直しの動きが継続している。欧州債務問題は、金融面から米国経済を大きく下押しするまでには至らず、昨年第 4 四半期の実質 GDP（国内総生産）成長率は前期比年率 2.8%と、6 四半期ぶりの高めの伸びとなった。

GDP 項目別に最近の動きをみると、政府支出は減少が続き、輸出や設備投資も伸び率が鈍化傾向にある一方で、個人消費は堅調に推移し、住宅投資もプラス寄与に転じている（第 1 図）。

1 月以降も、新規失業保険申請件数や小売売上高などは、雇用・消費を中心に良好な状態が持続していることを示している。持ち直しの要因は、昨年初から続いてきた低成長の反動といったことだけではなく、家計債務や住宅市場などで構造調整の一部が進展している点もある。

第 1 図：GDP の項目別推移



(資料)米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 今後の見通し

### <概要>

成長率は徐々に高まるもトレンドは当面下回る

米国経済は緩やかな回復が続く見通しだ。昨年第4四半期の成長率(2.8%)には、在庫投資や温暖な気候など一時的要因も影響しており、3%程度の成長は現在の米国経済にとって持続可能ではない。向こう1年程度にかけては2-2.5%を中心とした成長になろう(第2図)。

金融危機以降、住宅市場・家計部門、労働市場などで構造的に景気回復の重石として働いていた要因は、各々の一部で調整が進捗しつつあり、成長率は徐々に高まっていく見通しである。しかし、依然として特に住宅市場での構造調整圧力が残ることから、当面の成長はトレンド成長率を下回ろう。

家計のバランスシート調整は一部に進展

家計のバランスシート調整は、家計負債比率(対名目GDP、対可処分所得)が過去からのトレンド線に近付きつつあるなか(第3図上段)、消費者信用などでは調整が進展し残高に持ち直しがみられている(第3図下段)。家計負債の大半を占める住宅ローンに絞ると今しばらくの調整が必要な状況ではあるが、重石は徐々に軽減される見込みだ。

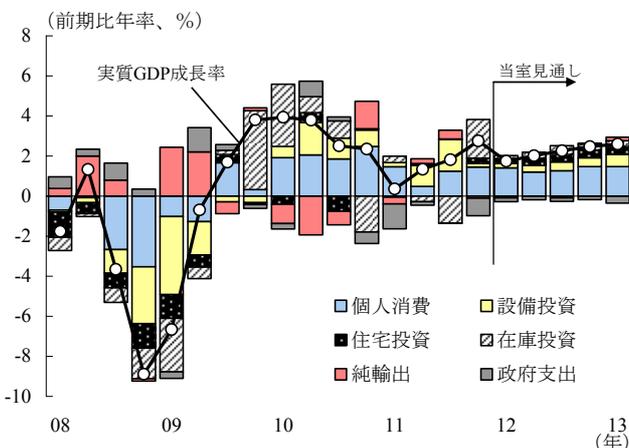
下振れリスクは緊縮財政

景気の下振れリスクとしては、①短期間での一段の緊縮財政の実施、②欧州債務問題の一段の深刻化、③一次産品・原材料高による家計の実質購買力の低下、などが挙げられる(緊縮財政のリスクについては後述)。

当面の高成長は期待薄

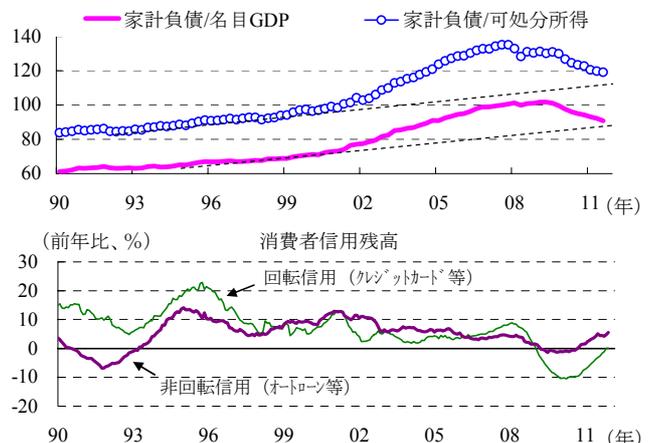
一方、目ぼしい上振れリスクは見当たらない。金融危機に伴うペントアップ需要などが依然としてしばしば指摘されるが、金融危機前の耐久財消費の水準なども住宅同様に過剰であった可能性が高く、それほど存在しないであろう。リスクは引き続き下方向が大きい状況にある。

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

第3図：バランスシート調整の進捗



(資料) FRB、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ＜緊縮財政のリスク＞

### 財政再建策の策定は道半ば

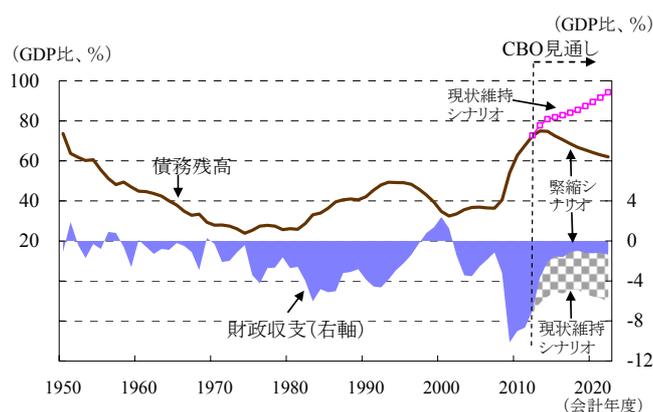
この先の米国景気にとって、財政運営は大きな（下方）リスク要因である。金融危機に伴う政策対応の結果、米国の債務残高（対 GDP 比）は戦後最大の水準まで上昇しており（第 4 図）、財政再建は主要政策課題となっている。昨年、“連邦債務上限引き上げ”を巡る議会交渉を経て、中長期の財政再建策（2011 年財政管理法）が成立した。しかし、財政管理法は、裁量支出抑制策が中心で高齢化対応や税制改革など抜本策を含んでおらず、規模としても十分ではない。

### 財政引き締めへの程度には大きな不確実性

このように、財政再建のペースや手法が部分的にしか定まっていないため、当面の政策決定（財政運営の引き締め度合い）については幅を持ってみる必要があり、特に年末に期限を迎える大型減税（所謂ブッシュ減税）の取り扱いなどが注目される（第 5 図）<sup>1</sup>。

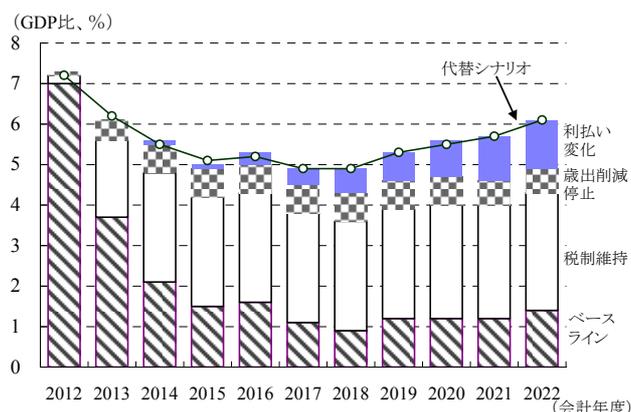
①景気回復は道半ばで依然高失業率であること、②財政への信認は保たれており短期間で再建が必要な状況ではないこと、などから大幅な緊縮財政による景気への下押し（例えば、ブッシュ減税の全額打ち切り）は、見通し期間中については避けられよう。しかし、党派対立がかつてなく大きいとも言われるなか、妥協点が見出されず、ブッシュ減税が十分に延長されないまま期限切れを迎えてしまうなど、大幅な緊縮財政となってしまうリスクも残されている。

第 4 図：財政収支と公的債務残高



(注) 現状維持シナリオはCBO見通しにおける代替シナリオ。減税など既存政策の延長を想定。  
緊縮シナリオはCBO見通しにおけるベースライン。現行の法律と政策は期限通りに終了。  
(資料) 米財務省、CBO(議会予算局)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図：CBO 財政赤字見通しの変化要因



(注) 「歳出削減停止」はメディアケア診療報酬の現状維持と財政管理法による削減を停止。  
「税制維持」はブッシュ減税延長とAMTインフレ連動維持。給与減税の延長は含まず。  
(資料) CBOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 議会予算局（CBO）の財政見通しによると、例えば 2014 会計年度における財政赤字は「ベースラインシナリオ」で GDP 比 2%、「代替シナリオ」で GDP 比 5.5%と、3.5%もの違いがある。今年末で期限を迎えるブッシュ減税や、「2011 年財政管理法」の取り扱いなどが流動的であるため。なお、CBO の「ベースラインシナリオ」は、現行の一時的な景気刺激策を構成する法律と政策が期限通りに終了するという極端な想定をしており、かなりドラスティックな緊縮財政シナリオとも捉えられる。一方、「代替シナリオ」は主要減税の延長などを想定した、より現実的なシナリオ（現状維持のシナリオ）である。

<詳細>

(1) 雇用・消費

雇用は改善のモメンタムがやや強まる

雇用は改善のモメンタムがやや強まっている。雇用統計における非農業部門雇用者数は12月・1月と2ヵ月続けて20万人超の増加となった。民間の幅広い業種で改善がみられ、削減が続いてきた政府部門でも、税収の回復を受け、州地方政府による雇用削減圧力が緩和している。

背景には、暖冬などによる一時的な嵩上げの部分もあるが、労働市場における回復局面の変化も指摘できる。既存労働力での生産性の伸び悩みや、労働時間が過去平均まで回復したことなどにより(第6図上段)、雇用者数は増加し易い環境に変わりつつある。足元までの景気回復過程において、雇用者数と労働時間は労働投入量へ対してほぼ同程度に寄与してきたが(第6図下段)、今後は雇用者数の寄与が高まろう。

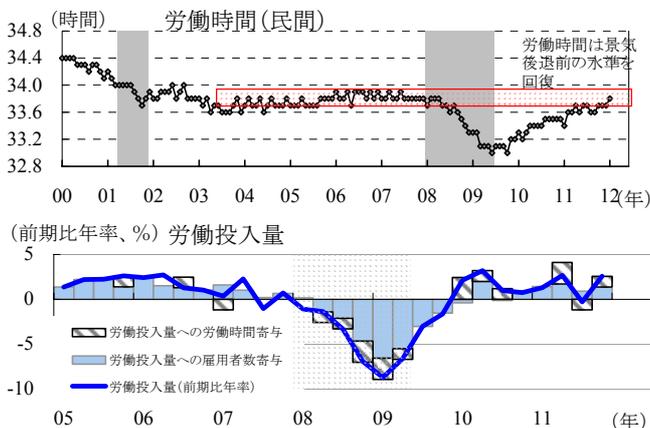
消費は底堅く推移する見通し

個人消費は、昨年夏場から秋口に貯蓄率を引き下げてやや過大な消費を行なってきたことの反動から、昨年末にはモメンタムが鈍化したものの、均してみれば堅調に推移している。

消費者信頼感については、昨年央の債務上限問題・政治不信による低下を回復した状態にある(第7図)。党派対立は依然として深刻で、財政再建に向けた動きは途上であるが、政府機関の支払い停止など不測の事態の可能性が遠退いたことに加え、財政管理法により歳出拡大に歯止めがかかったことも、大きな政府を嫌う米国民には好影響を与えたと理解できる。

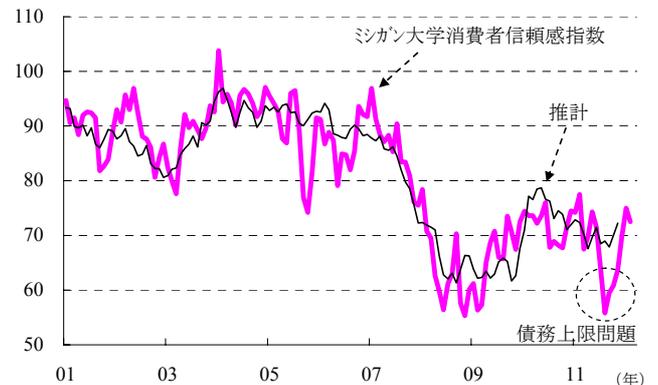
当面の個人消費は、ガソリン高や住宅価格低迷が抑制要因として働くも、雇用回復を受け底堅い推移が見込まれる。

第6図：労働時間と労働投入量の推移



(注)シャドーは景気後退期  
(資料)米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：消費者信頼感指数の推移



(注)推計は01年～10年。推計式は、 $-2.5 \times (\text{失業率}) + 0.7 \times (\text{ケースシラー住宅価格前年比}) + 0.2 \times (\text{S\&P500株価前年比}) + (-0.2) \times (\text{ガソリン価格前年比}) + 96.3$   
(資料)ミシガン大学、米労働省、S\&P、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 企業部門

景況感は特に中小企業で改善

企業景況感は、昨年秋以降持ち直しつつあり、相対的な内需の良好さを反映し、大企業よりも中小企業で改善が顕著である。

在庫投資について、循環をISM製造業景況感指数の内訳で確認すると、少なくとも目先数ヶ月は上昇局面とみられる。在庫投資は昨年第4四半期に大きく拡大したため、第1四半期は在庫積み増しペースが鈍りGDPへマイナス寄与となる可能性はある。しかし、在庫水準自体は低位であり、生産活動を大きく下押しする局面ではない。

設備投資は減速傾向で推移

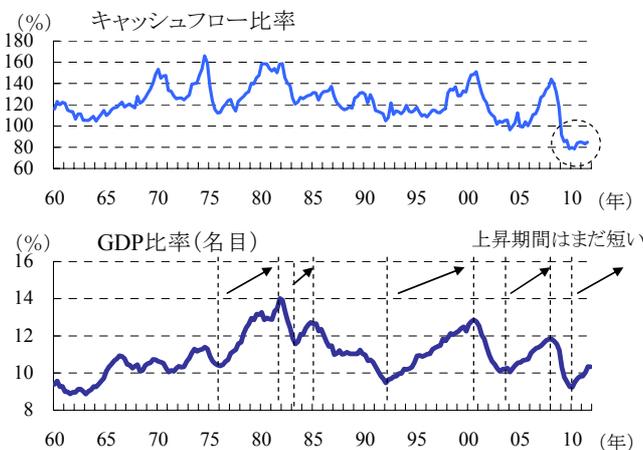
設備投資は、2四半期好調であった反動もあり、第4四半期は伸び率が低下した。減価償却を100%まで認めていた優遇税制が昨年末で期限切れとなったことや、先行する企業収益の伸び率が鈍化していることから当面は減速が見込まれ、企業へのアンケート調査もそのような傾向を示している。一方、設備投資は中長期的な拡大局面の道半ばに位置していることが下支え要因となり、大きく失速することもなさそうだ(第8図)。

輸出は、ユーロ圏向けを中心に伸び率が鈍化している。景況感指標などによる示唆と同程度の落ち込みとなっている。ユーロ圏は米国にとって最大の輸出先であり、引き続き欧州債務問題の帰趨が注目される。

銀行貸出は増加が続く

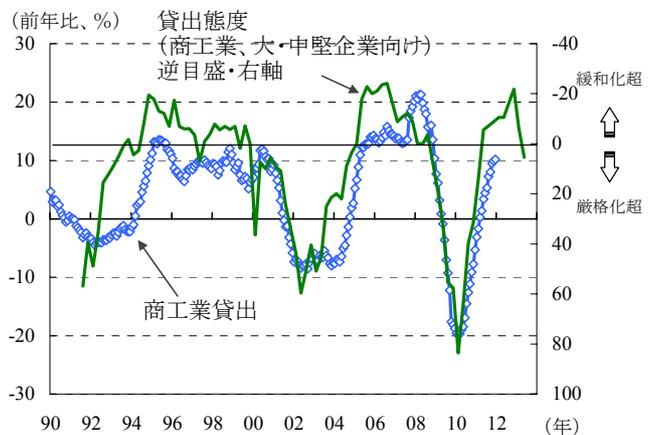
また、足元の企業活動全般の下支え要因として、これまでの銀行貸出態度緩和の影響により、商工業向け貸出が増加基調にあることも挙げられよう(第9図)。直近の米連邦制度準備理事会(FRB)による銀行貸出態度調査では、欧州債務問題を受け大企業向けの貸出基準が2年ぶりに厳格化超に転じたが、貸出の伸び率を大きく抑制する水準ではなく、影響が出るまでには時間がかかる。

第8図：設備投資の長期トレンド



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：商工業向け貸出の推移



(注) 貸出態度を5四半期先行  
(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 住宅市場

#### 住宅市場では一部に持ち直しの兆し

住宅市場では、一部で持ち直しの兆しが出てきたが、依然として調整には時間が必要である。これまでの住宅市場低迷による経済全体への下押しは、①住宅投資・関連支出の抑制、②住宅価格低迷による逆資産効果、の2つに大別でき、いずれも過剰在庫による需給バランスの悪化が背景にある。

#### 住宅投資はプラス寄与に

時間の経過とともに、既存在庫によるニーズ対応が難しくなってきたことで、①による下押しは軽減されつつある。集合住宅の着工が賃貸需要の強まりなどから緩やかに増加するなか（第10図）、第4四半期GDPにおける住宅投資は、前期比年率+10.9%と3四半期連続でのプラス寄与となった。

#### 需給バランスの正常化までには依然として時間が必要

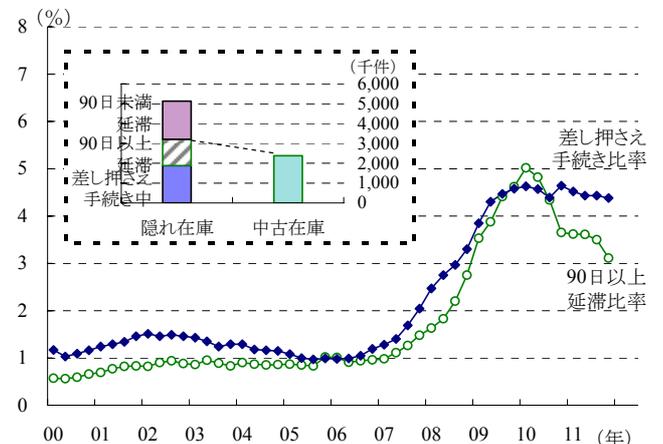
一方、②の解消には需給バランスの正常化が必要になる。中古住宅の在庫率がここ数ヶ月で急速に低下し、足元の在庫率は既に先行きの住宅価格上昇を示唆する状態となっているが、少なくとも目先は在庫率が悪化する可能性が高い。米国では一昨年秋の不正差し押さえ（所謂ロボサイナー問題）を受け、差し押さえがある程度手控えられてきたが、今月の州政府と大手5金融機関による和解成立を受け、今後は差し押さえ手続きの正常化が見込まれる。住宅ローンの長期延滞率は低下傾向にあるが、差し押さえ手続き中の物件を含めた「隠れ住宅在庫」は依然として少なくない（第11図）。和解に盛り込まれた住宅市場支援策は多少のプラス要因に止まり、差し押さえ正常化を受け中古住宅在庫は一定の増加を余儀なくされよう。住宅価格が上昇し景気を牽引するようになるまでには、もうしばらく時間が必要である。

第10図：集合住宅の着工件数と貸家の空室率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：住宅ローン延滞・差し押さえ比率と件数



(資料) MBA, NAR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

物価は安定した動きに

物価は、12月のPCE（個人消費支出）価格指数をみると、総合指数はエネルギー価格の寄与低下から伸び率が鈍化している一方、コア指数は前年比+1.9%と伸び率が高まっている。なお、PCE総合指数はFRBのインフレ目標に正式に採用された。今後のコア指数は、①失業率の緩やかな改善、②資源価格高止まりによる高めのインフレ期待継続、③既往の住宅価格下落、などを受け1.5~2.0%程度での落ち着いた推移が見込まれる（第12図）。

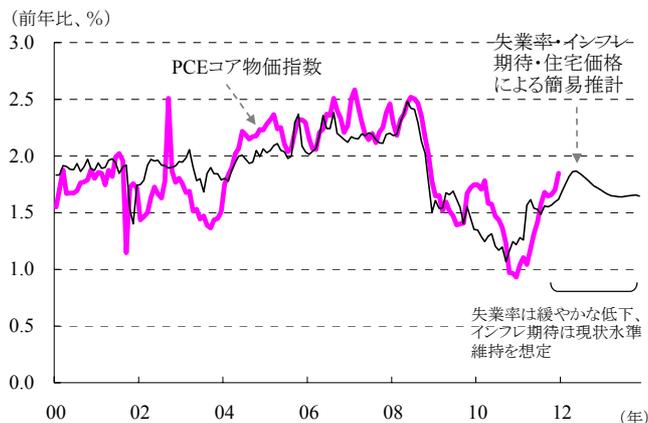
FRBは低金利維持の見通しを延長

金融政策では、FRBは1月の連邦公開市場委員会（FOMC）において、参加者による政策金利見通しの公表を開始するとともに、「2013年央まで」としていた“異例な低金利”維持の見通しを「2014年終盤まで」と大幅に延長した。しかし、バーナンキFRB議長は会見で、“異例な低金利”の定義は、（これまで広く認識されていた）現行政策金利の0-0.25%ではなく1%未満であるとし、それゆえ参加者による見通しとも整合的であると述べている（2014年末で0.25%の予想は6名のみ。第13図上段）。本当に延長したと言えるのか定かではない。

ただし前倒しとなる可能性も

「2014年終盤まで」とは、あくまでFRBの現時点での“見通し”である。このようなコミュニケーション政策は、見通しを長期化することで追加緩和効果を誘発し、その結果として早期の正常化を狙うものと理解される。無条件のコミットではなく、経済環境・見通しが変化すればFRBも見通しを機動的に修正してこよう。なお、FRBの経済見通しを民間コンセンサスと比較すると、依然として成長率は高め、また失業率低下幅はやや大きめである（第13図下段）。政策金利の引き上げはしばらく想定されないものの、FRBの現行見通しより前倒しとなる可能性も十分にある。

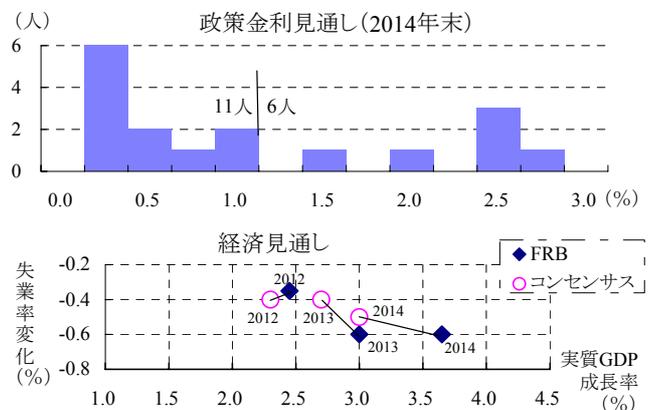
第12図：PCEコア物価指数の推移



(注) 推計は00年~11年。推計式は、 $0.2 \times (\text{住宅価格前年比2年先行}) + 0.8 \times (\text{失業率前年差}) + 0.23 \times (\text{シカゴ大インフレ期待1年}) + 1.01$

(資料) 米商務省、労働省、シカゴ大学、S&Pより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：FRBの見通し



(注) FRBの見通しは、GDPが4Qの前年比、失業率が4Q平均の変化。コンセンサスは、フィラデルフィア連銀による直近2月の四半期エコノミスト調査を使用しており、GDPは暦年の前年比、失業率は年平均の変化。

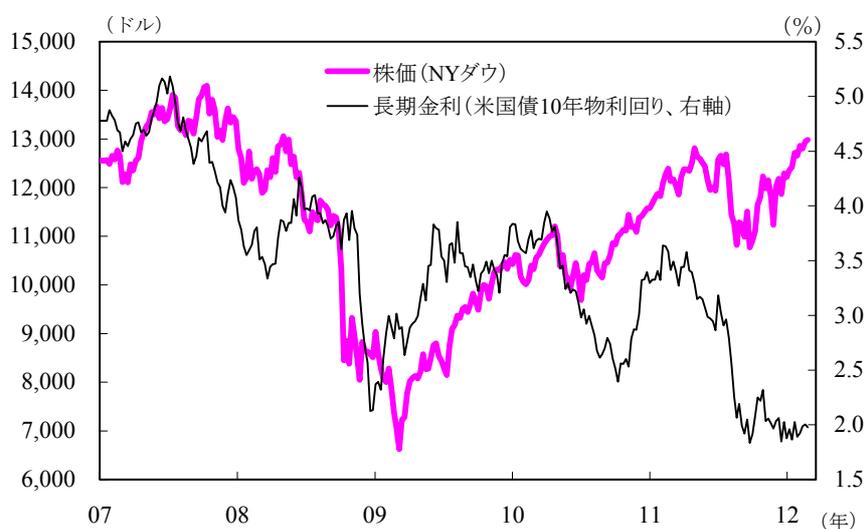
(資料) FRB、フィラデルフィア連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) 長期金利

長期金利は緩やかに上昇へ

長期金利は、米国経済指標の持ち直しにも拘わらず、欧州債務問題に伴う質への逃避や、FRBによる低金利の時間軸政策もあり、上昇には至らず2%近傍で揉み合っている（第14図）。欧州債務問題が一段と落ち着けば、質への逃避により低下していた部分は巻き戻され、足元の低水準からは緩やかに上昇する展開となろう。

第14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：三菱東京UFJ銀行 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24年（2012年）2月27日  
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

見通し →

（単位：％、億ドル）

	2010				2011				2012				2013	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	1～3	実績	実績	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	4.0	4.4	3.2	3.3	3.6	4.0	4.2	4.4	4.2	3.9	3.7
実質GDP	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.8	2.8	1.7	2.0	2.3	2.5	2.6	3.0	1.7	2.1
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.7	1.7	2.0	2.0	1.7	1.8	2.1	2.1	2.0	2.2	1.8
設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	10.3	15.7	1.7	2.0	3.0	4.0	4.0	5.5	4.4	8.6	4.6
住宅投資	▲15.3	22.8	▲27.7	2.5	▲2.5	4.2	1.2	10.9	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	▲4.3	▲1.4	10.6
在庫投資(2005年連鎖価格)	399	646	923	383	491	391	▲20	560	610	710	860	960	1,060	588	356	785
（同、前期比年率寄与度）	(3.1)	(0.8)	(0.9)	(▲1.8)	(0.3)	(▲0.3)	(▲1.4)	(1.9)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(1.4)	(▲0.2)	(0.3)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲3,768	▲4,374	▲4,587	▲4,142	▲4,244	▲4,164	▲4,028	▲4,058	▲4,089	▲4,087	▲4,117	▲4,103	▲4,043	▲4,218	▲4,124	▲4,099
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.0)	(▲1.9)	(▲0.7)	(1.4)	(▲0.3)	(0.2)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)	0	▲0	0	0	(▲0.5)	(0.1)	(0.0)
政府支出	▲1.2	3.7	1.0	▲2.8	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲4.6	▲1.0	▲1.0	▲1.0	▲1.0	▲2.0	0.7	▲2.1	▲1.6
最終需要(国内民間)	2.5	5.2	2.6	4.2	1.9	1.9	3.4	2.2	2.2	2.3	2.5	2.7	2.9	2.1	2.8	2.4
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.8	0.7	6.3	3.1	0.5	1.3	1.9	2.4	2.8	5.3	4.1	2.2
失業率	9.8	9.6	9.5	9.6	9.0	9.0	9.1	8.7	8.5	8.3	8.2	8.1	8.0	9.6	9.0	8.3
生産者物価（前年比）	4.8	4.4	3.8	3.8	4.9	6.9	6.8	5.4	3.1	1.8	2.1	2.5	2.7	4.2	6.0	2.4
消費者物価（前年比）	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	3.4	3.8	3.3	2.4	1.8	1.6	1.8	1.9	1.6	3.2	1.9
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,528	▲1,660	▲1,678	▲1,592	▲1,822	▲1,906	▲1,818	▲1,855	▲1,860	▲1,885	▲1,910	▲1,935	▲1,940	▲6,459	▲7,400	▲7,590
経常収支	▲1,183	▲1,203	▲1,201	▲1,122	▲1,196	▲1,247	▲1,103	▲1,140	▲1,145	▲1,170	▲1,195	▲1,220	▲1,225	▲4,709	▲4,686	▲4,731
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ヵ月物）	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	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	2.4	2.0	2.0	2.2	2.3	2.4	2.5	3.2	2.8	2.2

(注) ・在庫投資と純輸出は年率換算した実額。  
 ・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。