

米国経済の見通し

～構造調整進展も、財政再建が当面の成長ペースを抑制～

1. 景気の現状

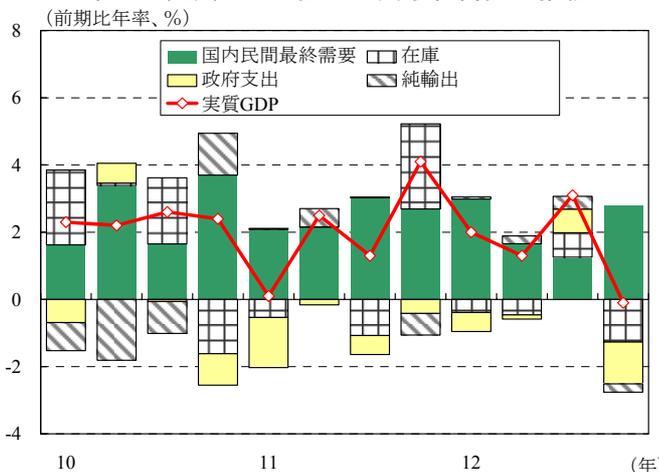
緩やかな景気回復が継続

米国経済は緩やかな回復を続けている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率はマイナスとなったが、在庫投資や国防支出の一時的とみられる大幅減少が主因であり、国内民間最終需要はむしろ加速している（第 1 図）。また、低迷してきた住宅市場では、このところ持ち直しの動きが強まっている。住宅着工や販売の伸びが昨年に大きく高まり、住宅価格の上昇傾向も明確になっている（第 2 図）。

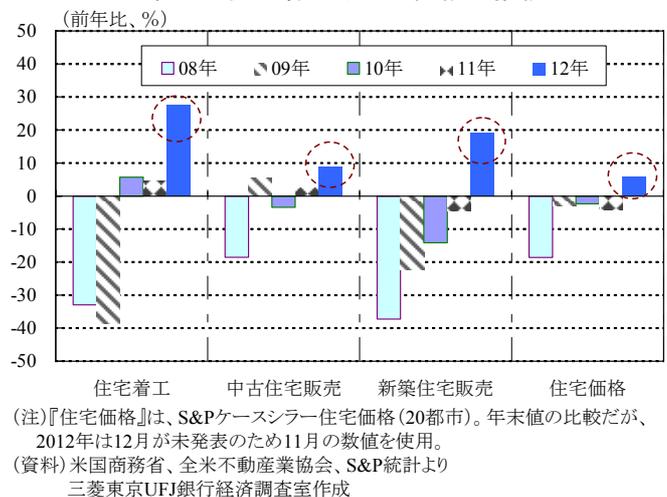
住宅市場の正常化と個人消費の持ち直しが、景気回復をサポート

2009 年 6 月からの今次回復局面を振り返ってみると、家計部門がバランスシート調整で低迷するなか、輸出や設備投資など企業部門が牽引してきたが、昨年半ば以降、こうした構図は変わりつつある。足元では、「海外経済の成長一服・鈍化を受けた輸出や設備投資の減速」と「財政再建圧力の高まりによる政府支出の減少や増税」が景気回復の重石となっている一方で、「過剰在庫の縮減などを背景とした住宅市場の正常化」や「バランスシート調整の進展と雇用回復に合わせた個人消費の持ち直し」がプラスに作用していると言える。

第1図: 実質GDPと国内民間最終需要の推移



第2図: 住宅着工・販売・価格の推移



2. 今後の見通し

(1) 概要

2013 年も成長率は
2%台

米国経済は今後も、構造調整の進展などで内需が徐々に底堅さを増す一方、財政再建が成長ペースを抑制する見通しである。2013 年の実質 GDP 成長率は、過去 2 年に比べれば高くなるものの、前期比年率+2%台と決して高くないレベルに止まると予想する（第 3 図）。

今年の財政緊縮幅
は想定以上

2013 年に関しては、所謂「財政の崖」の全面顕現（6,000 億ドル程度）こそ免れたが、給与税減税廃止など 1,400 億ドル程度の財政緊縮によるマイナス影響を受けることになりそうだ。こうした財政要因による成長率の下押しは▲0.8%程度と試算され、11 月時点の見通しで想定していた規模よりも大きい。

ただし、プラス要因
によって相殺

一方、想定を上回るプラス材料も出ている。具体的には、①住宅価格の上昇継続、②FRB の金融緩和策強化などを背景とした株価上昇、③原油価格に比べたガソリン価格上昇ペースの相対的な鈍化、が挙げられる（第 4 図）。これらが米国景気へ与えるプラスの影響は、想定以上の財政緊縮によるマイナス影響をほぼ相殺すると見られる。このため、今年の成長率見通しは前年比+2.3%と、昨年 11 月時点から不変となる。

来年以降は、成長ペ
ースが少しずつ加
速

来年以降の米国経済に目を転じると、緒に就いたばかりの財政再建が引き続き最大の下押し圧力となりそうだ。ただし、財政再建のペースは何とか緩やかなものに止まり、景気への下押し圧力も徐々に逡減していくとみられる。一方、牽引力としては「構造調整の進展」や「シェール革命による貿易収支改善やエネルギー価格抑制」などが想定される。これらを受けて、特に内需の底堅さは維持される公算が大きい。

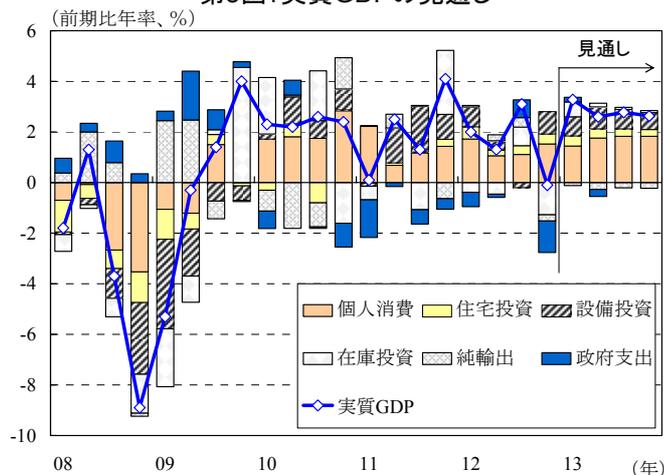
構造問題は住宅以
外でも解消の兆し

構造調整は住宅市場で着実に進展している。住宅市場は、現在の活動水準が過去や他の経済活動に比べて依然低く、ここ数年のペントアップ需要も一定程度は顕在化しそうなことから、息の長い回復が期待できそうだ。また、住宅市場の回復傾向が明確になるにつれ、最近になって「世帯増加率の持ち直し」や「長期失業者割合の低下」など、より広範に渡って（広い意味での）構造問題に解消の兆しがみられるようになってきた。財政の下押し圧力が現状よりは逡減し、構造調整進展による上向きの力が少しずつ強まるなか、米国経済の成長率は徐々にではあるが高まる展開となろう。

主な下振れリスク
は財政関連

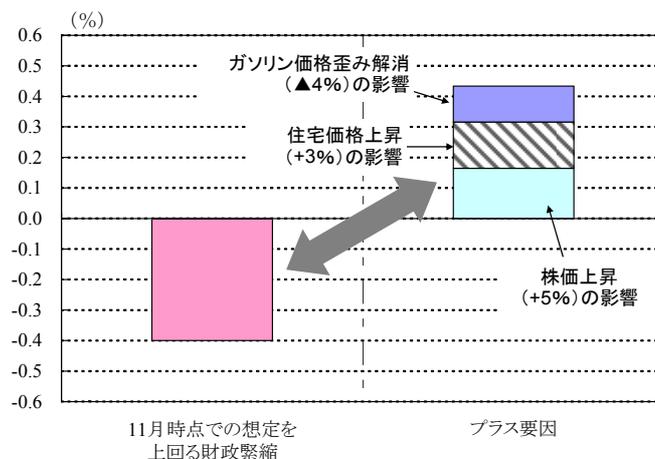
景気の下振れリスクとしては、①急激な財政緊縮の実現、②財政再建の議論紛糾、政治的混乱による不透明感の増大、③欧州債務問題の一段の深刻化・中国経済の失速、などが挙げられる。とりわけ、財政絡みの動向が注目される。

第3図: 実質GDPの見通し



(資料) 米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 2013年の実質GDPに対する各要因の影響度合い



(2) 見通し上のキーポイント

財政は最大の下押し要因

財政緊縮の実施も、赤字縮小は不十分

当面の米国経済において、財政は「財政緊縮」と「財政再建協議を巡る不透明感」の2つの経路を通じて、最大の下押し要因であり続けそうだ。

「財政の崖」問題が概ね決着したことから、改めて米国財政の現状を確認しておく。2013年2月に発表された米国議会予算局の最新見通しでは、2013会計年度(2012年10月～2013年9月)に名目GDP比▲5.3%の財政赤字が見込まれている(注1)。赤字幅は直近のピーク(2009会計年度の同▲10.1%)からは縮小してきているが、過去(1951～2011会計年度)の平均値(同▲2.1%)との比較では依然高水準である。年初に決定された一連の財政再建策を実施しても、単年度の財政赤字を十分に縮小させることは叶いそうにない。なお、2013会計年度の公的債務残高は、名目GDP比76.3%と2012会計年度(同72.5%)から上昇し、1950年以来の高水準となる見込みである。

財政関連の課題は山積

このような状況下で中長期の再建計画が未策定なこともあり、財政関連の政治課題は以下の通り山積みである。2ヵ月先送りされた歳出の強制削減措置の取り扱いは2月中に、2013会計年度の暫定予算の延長は3月中に対応を求められる。また、2月に成立した債務上限の暫定引き上げ法は5月19日が期限であるほか、暫定引き上げの際に条件となった2014会計年度予算決議案可決は4月15日が期限である(第1表)。

(注1) 歳出の強制削減措置などの実施を含むため、実際の財政赤字幅削減はここまで進まない可能性がある。

不透明感は残存も、
政治的混乱はこれ
までより抑制

これらの課題を解決する途上での政治的混乱による不透明感の強まりは、景気回復を抑制しかねない。ただし、昨秋の大統領・議会選挙を経て与野党間に幾分歩み寄りの姿勢がみられるほか、上院では1月に審議入り阻止行為の制限を決定しており、これらが混乱の抑制要因となることが期待される。

財政再建は緩やかなペースで進む

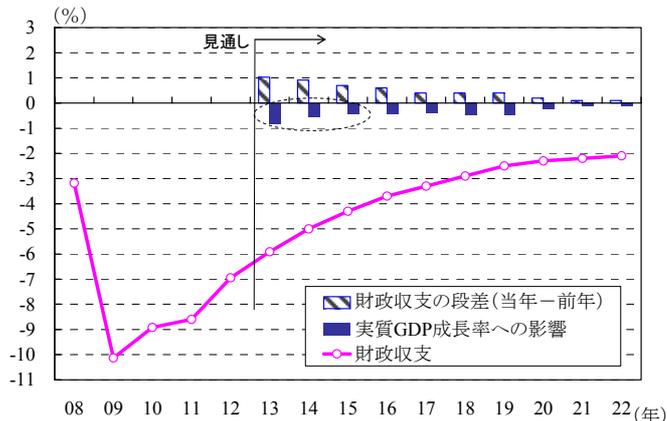
今後の財政再建は、①米国の財政状況が日本や欧州ほど切迫していないこと、②足元までに一定程度の財政緊縮を実施してきたこと、などから景気が腰折れしない程度の緩やかなペースで進むものと想定される。財政収支の改善幅とそれに伴う実質GDP成長率へのマイナスの影響は、前会計年度や今会計年度をピークに逡減していく見通しである（第5図）。ただし、債務残高が高水準で課題が山積みであるため、想定を上回るペースでの財政緊縮を迫られるリスクには注視が必要である。

第1表：財政関連の主要課題

	期限	概要・見通し
① 歳出の強制削減措置	3月1日	・民主党は税額控除廃止などの税収増で代替したい意向 ・共和党はメディケア、メディケイド、公的年金などの歳出削減で代替したい意向
② 2013会計年度の暫定予算の延長	3月27日	・予算が継続できなければ、政府機能は停止する恐れあり
③ 予算決議案(2014会計年度)の可決	4月15日	・予算決議案では5年間の財政見通しを提示 ・2014会計年度については、可決できなければ議員給与が凍結
④ 債務上限の引き上げ	5月19日	・2月に成立した法案により、5/19までは法定上限を超える借入が可能 ・上限が引き上げられなければデフォルトへ近づく
⑤ 中長期財政再建計画の策定	-	・共和党は「向こう10年での財政収支均衡化」を新たに主張し、従来の主張より早期の財政再建を目指す姿勢

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：財政再建による実質GDP成長率への影響



(注) 1. 『財政収支』、『財政収支の段差』は、対名目GDP比。
2. 『実質GDPへの影響』は、対実質GDP比。
(資料) 米国会議予算局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

資産購入策は減額の上、来年前半まで継続へ

金融政策に関して、FRBは昨年9月にMBS(住宅ローン担保証券)の購入(月400億ドル)を決定し、12月には国債の購入(月450億ドル)を決定した。これら資産購入策の継続期限は定められていないが、最近のFRB高官発言などから判断すると、今年後半に減額された後、来年前半頃まで継続される公算が高そうだ。その場合でも、FRBの保有資産総額は、現在の約3兆ドルから約4兆ドルへと大きく拡大する(第6図)。

失業率が6.5%へ低下するのは、2016年頃となる見込み

また、昨年12月には超低金利政策解除の条件として、経済条件に基づくガイダンスが導入され、失業率が6.5%を下回るまで超低金利が維持されることとなった。直近の失業率は7.9%だが、雇用者数の月20万人増加と労働参加率の小幅上昇(+0.5%)を想定すれば(注2)、2016年1月頃に

失業率は6.5%へ低下する計算だ（第2表）。この場合には、初回の利上げも同時期に実施されることになる。

長期金利は緩やかに上昇

長期金利は、景況感改善と、欧州債務問題への過度な懸念後退で米国債への「質への逃避」需要が減少するなか、1%台半ばの異例とも言えるほどの超低水準からようやく2%近傍まで上昇してきた。今後も上昇傾向は続くとみられるが、FRBによる低金利政策と高水準の国債買入が継続されるため、そのペースは緩やかに止まろう。名目GDP成長率などファンダメンタルズとの比較では、低めの金利水準がしばらく続く見通しである。

(注2) 労働参加率は2008年までは66%近傍で推移していたが、景気後退以降に低下傾向となり、直近2013年1月は63.6%となっている。

第6図：FRBの保有資産額の推移



第2表：失業率が6.5%へ低下する時期の試算

	労働参加率	雇用人増加ペース	就業可能人口の増加ペース	6.5%へ低下する時期
①	横ばい(63.6%)	月20万人	現行ベース(月18万人)	2014年12月
②	横ばい(63.6%)	月18万人	現行ベース(月18万人)	2015年6月
③	やや上昇(+0.5%⇒64.1%)	月20万人	現行ベース(月18万人)	2016年1月
④	やや上昇(+0.5%⇒64.1%)	月18万人	現行ベース(月18万人)	2016年10月
⑤	上昇(+1%⇒64.6%)	月20万人	現行ベース(月18万人)	2017年1月
⑥	大幅上昇(+2%⇒65.6%) ～危機前水準を回復	月20万人	現行ベース(月18万人)	2019年4月
⑦	失業率が7.9%から6.5%へ低下した過去2局面の平均低下ペース(80年代:36ヵ月、90年代:18ヵ月)			2015年5月
⑧	2009年以降の失業率低下ペース(が継続)			2015年2月

(石丸 康宏、栗原 浩史、前原 佑香)

(ドル円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せよう、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、弊行ホームページでもご覧いただけます。

米国経済・金融見通し

見通し →

(単位: %、億ドル)

	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	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(前期比年率)															
実質GDP	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	3.1	▲0.1	3.3	2.6	2.8	2.6	1.8	2.2	2.3
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	1.6	2.2	2.0	2.5	2.6	2.6	2.5	1.9	2.2
住宅投資	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.5	13.5	15.3	15.0	13.0	10.0	9.0	▲1.4	11.9	13.0
設備投資	▲1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	3.6	▲1.8	8.4	7.0	8.0	7.0	6.0	8.6	7.7	6.0
在庫投資(2005年連鎖価格)	303	275	▲43	705	569	414	603	200	400	450	480	510	310	447	460
(寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(2.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(0.7)	(▲1.3)	(0.6)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)
純輸出(寄与度)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(▲0.6)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	1.9	▲5.7	4.0	4.0	4.5	5.0	6.7	3.2	2.1
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.8	▲0.6	▲3.2	4.0	5.0	5.0	5.5	4.8	2.5	2.4
政府支出	▲7.0	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.9	▲6.6	1.0	▲1.5	0.0	0.0	▲3.1	▲1.7	▲0.9
実質最終需要(国内民間)	2.5	2.6	3.7	3.2	3.6	2.0	1.5	3.4	3.1	3.6	3.4	3.3	3.1	2.9	3.0
名目GDP	2.2	5.2	4.3	4.2	4.2	2.8	5.9	0.5	5.1	4.4	4.8	4.7	4.0	4.0	4.0
鉱工業生産	4.4	1.2	5.6	5.1	5.9	2.4	0.4	1.0	4.6	2.8	3.3	2.9	4.1	3.7	2.6
失業率	9.0	9.0	9.0	8.7	8.3	8.2	8.0	7.8	7.9	7.8	7.7	7.6	8.9	8.1	7.8
生産者物価(前年比)	4.9	6.9	6.9	5.3	3.4	1.0	1.5	1.7	1.7	2.8	2.1	2.2	6.0	1.9	2.2
消費者物価(前年比)	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.9	1.8	2.1	2.0	2.0	3.2	2.1	2.0
2. 国際収支															
貿易収支(財)	▲1,814	▲1,872	▲1,806	▲1,893	▲1,946	▲1,860	▲1,742	▲1,810	▲1,870	▲1,875	▲1,880	▲1,885	▲7,384	▲7,357	▲7,512
経常収支	▲1,200	▲1,191	▲1,082	▲1,187	▲1,336	▲1,181	▲1,075	▲1,143	▲1,204	▲1,209	▲1,214	▲1,219	▲4,659	▲4,736	▲4,846
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
ユーロドル金利(3ヵ月物)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
国債流通利回り(10年物)	3.5	3.2	2.4	2.0	2.0	1.8	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4	2.8	1.8	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。