

米国経済の見通し

～景気回復基調のなか、財政再建からの下押し圧力が緩和して成長ペースも幾分高め～

1. 景気の現状

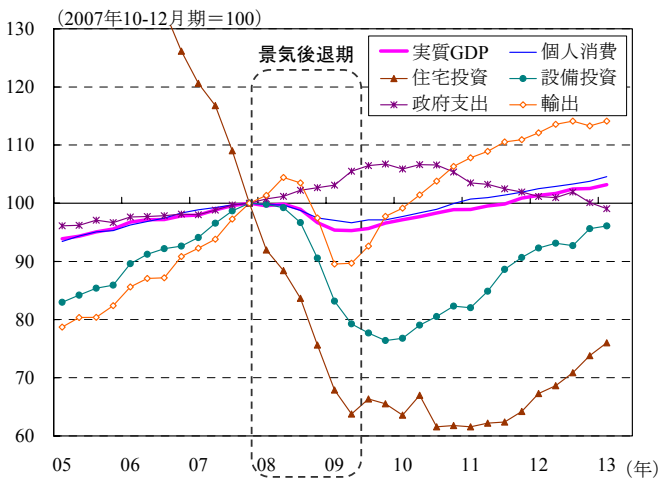
緩やかな景気回復局面が継続

米国経済は緩やかに回復を続けている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は、個人消費の加速と在庫投資のプラス転化（在庫積み増し）などが、政府支出の大幅マイナスを相殺し、前期比年率+2.5%と加速。2009 年半ばからの今次景気回復局面はもうすぐ 4 年になるが、その牽引役は、企業部門から家計部門へシフトしつつある。昨年より輸出や設備投資の伸びが鈍化する一方、個人消費は加速し、住宅投資の回復傾向も強まっている（第 1 図）。

景気回復ペースの鈍化にも徐々に歯止め

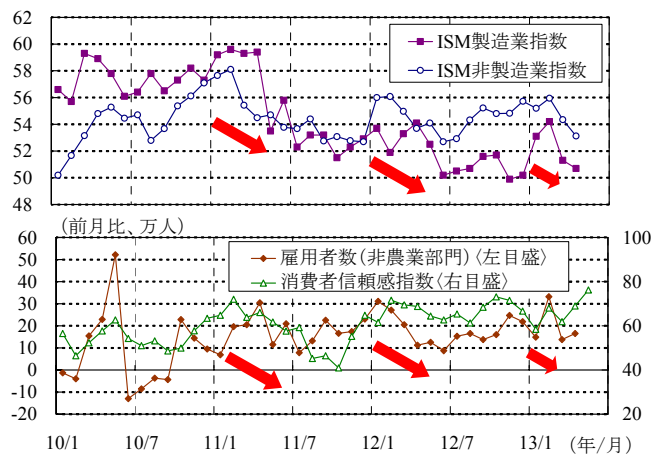
景気回復ペースについて言えば、やや鈍化もみられる。実際、3 月には ISM 指数や雇用者数、消費者信頼感指数など主要な経済指標が悪化を示した。ただし、過去 2 年を振り返っても、景気回復ペースは前年後半に強まった後、続く年前半に鈍化していた（第 2 図）。統計上の問題などから振幅が誇張されている部分もありそうだ。4 月には ISM 指数が引き続き低下したものの、雇用増加幅は拡大し、消費者信頼感指数も 4 月と 5 月に連続で上昇した。ここでもまた、家計部門の動きが良好である。少なくとも、景気のペースダウンが定着、ないし加速していく流れではなさそうだ。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



(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2図: ISM指数、雇用者数と消費者信頼感指数の推移



(資料) 全米供給管理協会、米国労働省、コンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

(1) 概要

成長率は2013年が2%台前半、2014年は2%台後半に

先行きを展望すると、米国経済では住宅市場正常化をはじめとした構造調整の進展や、シェール革命によるエネルギー価格抑制などが引き続きプラスに働いていく公算が高い。一方で、財政再建に伴う下押し圧力は当面残存するものの、その下押し度合いは徐々に逓減するものと想定される。結果、景気回復基調が保たれ、成長ペースについても今より幾分か高まってこよう（第3図）。前述の通り、足元では部分的な景気回復ペースの鈍化もみられるが、過去2年において鈍化の一因となってきたガソリン価格が今年は安定しているうえ、住宅市場における回復傾向の強まりも大きな相違点である。今年の鈍化は短期かつ軽微に止まろう。

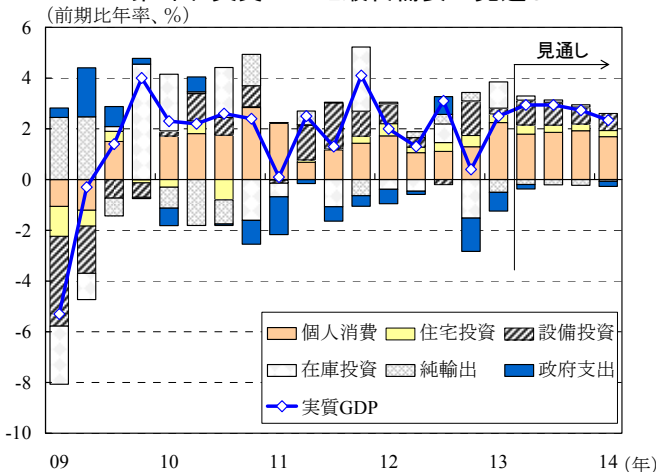
財政緊縮による景気への下押し圧力は緩和へ

財政面について言えば、今年10月から始まる2014会計年度では引き続き赤字縮小案が提示されているものの、内容は主に税収の自然増や富裕層増税であり、景気への直接的な悪影響が大きく懸念される財政緊縮措置は予定されていない（第1表）。財政再建に伴う成長への下押しは続くが、その度合いは緩和していく見込みだ。なお、3月から歳出の強制削減措置が実施されており、このまま継続されれば景気への悪影響が顕著になってくるとも懸念される。ただし、秋口とみられている連邦債務上限引き上げのタイミングにおいて、与野党が中長期財政再建計画の一部で合意できれば、それにより強制削減措置を代替することが可能となるはず。この点、4月に発表の予算教書に社会保障費の中長期削減案が盛り込まれるなど、与野党は少しずつ歩み寄りをみせている。

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施、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中国経済をはじめとした新興国経済の失速などが挙げられる。引き続き、財政絡みの動向が注目だ。

第3図：実質GDPと最終需要の見通し



（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1表：各種予算案の比較

	2013会計年度					2014会計年度				
	歳入	歳出	裁量	非裁量	収支	歳入	歳出	裁量	非裁量	収支
議会予算局ベースライン	28,130	34,550	12,130	20,200	▲6,420	30,420	36,020	11,680	21,960	▲5,600
前会計年度比	▲3,630	▲820	▲720	▲110	4,450	2,290	1,470	▲450	1,760	820
大統領予算教書	27,120	36,850	12,580	22,030	▲9,730	30,340	37,780	12,420	23,080	▲7,440
前会計年度比	2,620	1,480	▲270	1,710	1,140	3,220	930	▲160	1,050	2,290
上院民主党案	27,080	35,990	12,500	21,240	▲8,910	30,230	37,150	12,410	22,310	▲6,930
前会計年度比	2,580	620	▲350	920	1,960	3,150	1,160	▲90	1,070	1,980
下院共和党案	-	-	-	-	-	30,030	35,310	11,610	21,270	▲5,280
前会計年度比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

（注）『歳出』の内訳において、利払いは記載を省略。
（資料）各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し上のキーポイント～「住宅市場の回復」と「シェール革命のプラス影響」

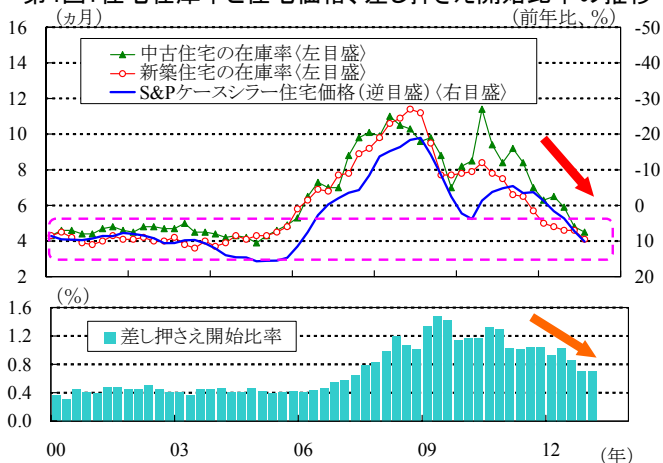
住宅市場の回復は持続的

当面の景気の下支え要因は、「住宅市場の回復」と「シェール革命のプラス影響」である。住宅市場では、回復を阻害してきた最大の構造問題とみられる過剰在庫の解消に目処がつきつつある。具体的に、在庫率は通常とみられる水準まで低下し、住宅価格も安定的な上昇を示すようになってきている（第4図）。また、住宅ローンの差し押さえ開始比率は着実に低下しており、差し押さえを通じて在庫供給圧力が急激に高まるリスクも小さくなっていきそうだ。総じて、住宅市場の全般的な回復傾向は、持続的と判断される。もっとも、住宅市場の回復ペースが現状から一段と加速することまでは見込み難い。例えば、住宅着工戸数は足元で年率100万戸程度まで増加しており、人口の増加ペースと比較した場合には1990年代の平均的な状態に近付いてきた格好である。回復が進むにつれて、着工戸数の過少感も薄れつつある。

シェール革命のプラス影響は本格化

「シェール革命のプラス影響」は、足元にかけて本格化している。プラス影響は多岐に渡り、それぞれの顕在化度合いは時間とともに変化している（第2表）。2011年頃までのプラス影響は、シェールガスの採掘増加に伴う「投資や雇用の直接的な増加」が中心で、米国景気全体を押し上げる力は限られた。2012年に入ってから、天然ガス価格の低下もありシェールオイル生産が大幅に増加したことで、貿易収支改善効果が顕著になった。そして、最近ではガソリン価格の安定に代表されるように、エネルギー価格抑制効果も窺われるようになり、米国景気へのプラス影響は拡がり、且つ大きくなっている。エネルギー省によれば、米国の原油生産は少なくとも向こう数年において現行ペースでの増加が見込まれる。シェール革命は、エネルギー価格抑制効果を中心に、当面の米国景気を下支えする重要な要素となりそうだ。

第4図：住宅在庫率と住宅価格、差し押さえ開始比率の推移



(資料) 米国商務省、全米不動産業協会統計等より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：シェール革命の米国経済へ及ぼす影響

指標	2011年				2012年				2013年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
① 生産量 (前年比、%)	天然ガス	6	8	7	9	10	5	4	1
	原油	0	4	2	7	13	12	15	17
② 純輸入量 (前年比、%)	天然ガス	▲21	▲30	▲29	▲19	▲30	▲13	▲10	▲35
	原油	▲5	▲10	▲15	▲9	▲13	▲13	▲9	▲17
③ 鉱工業生産 (前年比、%)	鉱業	5	6	5	8	9	6	6	4
	化学	1	▲1	▲0	0	0	0	▲1	0
④ 構造物投資 (名目、前年比、%)	鉱業	▲44	35	28	28	26	13	6	1
	製造業	▲28	▲10	17	42	44	28	8	8
⑤ 雇用者数 (前年比、%)	鉱業	▲6.9	8.3	9.0	9.2	10.4	7.6	4.5	2.6
	化学	▲0.7	▲0.3	0.0	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.2	0.4
⑥ 原油輸入減少(貿易収支改善)の実質GDP押し上げ効果	▲0.2	0.3	0.0	▲0.0	0.4	0.0	0.1	0.1	
⑦ 「エネルギー価格低下→家計の実質購買力改善」を通じた実質GDP押し上げ効果	▲1.3	▲0.9	▲0.2	0.3	▲0.4	0.7	▲0.5	▲0.5	

(注)『原油輸入減少(貿易収支改善)の実質GDP押し上げ効果』は、原油実質輸入額の変化が実質GDPへ与える影響。『家計の実質購買力改善を通じた実質GDP押し上げ効果』は、エネルギー価格変化によるエネルギー関連消費増減分が、そのまま他の消費を増減させ、実質GDP成長率へ影響を与える想定。

(資料) 米国商務省、労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

FRB は当面、現行政策を継続見通し

金融政策に関しては、FRB が住宅ローン担保証券購入（1 ヶ月当たり 400 億ドル）と国債購入（同 450 億ドル）を実施しており、当面はこれが継続される見通しである。また、FRB は、今後の政策対応について、購入金額の段階的な縮小と同時に、経済情勢次第で購入金額の拡大にも柔軟な姿勢をみせている。ただ、金融資産や不動産など一部市場におけるバブルの兆候といった副作用も無視出来なくなりつつあり（第 3 表）、大幅な購入拡大のハードルは高そうだ。

失業率自体は低下が続くも、労働市場の本格回復には至らず

FRB による異例の超低金利政策については、現状、失業率が 6.5% を下回るまで続けられることとなっている。失業率は直近 4 月に 7.5% となり、ここ 3 ヶ月で▲0.4% ポイントと低下した。ただし、労働市場全体は失業率が示すほどに改善が進んでいない点には留意が必要だ（第 4 表）。

長期金利は緩やかに上昇の見通し

長期金利は今後、米国債への「質への逃避」需要の減退や期待成長率の回復から上昇するものの、そのペースは緩やかとなろう。FRB による低金利政策と高水準の国債買入・保有が継続されるため、低めの金利水準がしばらく続く見込みである。

第3表: 金融資産・不動産市場におけるバブルの兆候

指標	2010年	2011年	2012年	2013年 (1-4月)	評価
① 株価(上昇率)	12%	0%	13%	12%	上昇ペースは速め
② 株価PER(末値)	14.9倍	13.1倍	14.1倍	15.6倍	過去平均の範囲内
③ 投資適格社債CDS(末値)	85	120	94	75	低下は適度
④ ミドル建てハイイールド社債発行額(前年比)	67%	▲19%	50%	—	増加ペースは速い
⑤ レバレッジドローン指数(上昇率、Markit作成)	11%	▲0%	10%	3%	上昇ペースは適度
⑥ モーゲージリート指数(上昇率、Bloomberg作成)	9%	▲14%	5%	15%	上昇ペースは速い
⑦ 住宅価格(S&Pケースシラー住宅価格、20都市)	▲2%	▲4%	7%	—	上昇ペースは適度
⑧ 農地価格(カンザスシティ連銀調査)	12%	22%	25%	—	上昇ペースは大幅

(資料) Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表: FRBが失業率に加えて重視する雇用指標の動向

雇用指標	悪化のピーク (08年以降)	直近値 (13年4月)	改善度合い
(失業率)	10.0% (09年10月)	7.5%	低下ペースは速い (超低金利解除の条件は6.5%)
① 広義失業率 (職探しを断念した労働者、経済的理由でのパートタイム労働者を含む)	17.1% (10年4月)	13.9%	金融危機前の00-07年平均は8.7%であり、低下は道半ば
② 平均失業期間	40.7週 (11年12月)	36.5週	金融危機前の00-07年平均は16.7週であり、大幅に長期化 08年以降の低下傾向が続く(07年末は66%)
③ 労働参加率 (労働力人口÷就業可能人口)	63.3% (13年4月)	63.3%	金融危機前の00-07年平均は63.0%であり、上昇は限定的
④ 就業者比率 (就業者÷就業可能人口)	58.2% (11年7月)	58.6%	金融危機前の01-07年平均は3.8%であり、改善道半ば
⑤ 新規雇用率 (新規雇用者÷雇用人)	2.8% (09年6月)	3.2%	金融危機前の00-07年平均は11.4%であり、上昇道半ば
⑥ 自発的失業率 (自発的離職者÷失業者)	5.6% (10年9月)	7.4%	

(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、栗原 浩史)

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				2014	2012	2013	2014
	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			
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	0.4	2.5	2.9	2.9	2.7	2.3	2.2	2.3	2.6
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	1.6	1.8	3.2	2.5	2.6	2.7	2.4	1.9	2.4	2.6
住宅投資	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.5	13.5	17.6	12.6	13.0	10.0	9.0	8.0	12.1	12.8	8.7
設備投資	▲1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	3.6	▲1.8	13.2	2.1	9.0	8.2	6.0	6.0	8.0	6.0	5.9
在庫投資(2005年連鎖価格)	303	275	▲43	705	569	414	603	133	503	560	590	620	620	430	568	658
(寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(2.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(0.7)	(▲1.5)	(1.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
純輸出(寄与度)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(▲0.6)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(▲0.5)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	1.9	▲2.8	2.9	4.0	4.5	5.0	5.0	3.4	2.4	4.9
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.8	▲0.6	▲4.2	5.4	4.5	5.0	5.5	4.5	2.4	2.4	4.8
政府支出	▲7.0	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.9	▲7.0	▲4.1	▲1.0	0.0	0.0	▲1.2	▲1.7	▲2.1	▲0.4
実質最終需要(国内民間)	2.5	2.6	3.7	3.2	3.6	2.0	1.5	3.7	3.3	3.7	3.6	3.4	3.1	2.9	3.2	3.2
名目GDP	2.2	5.2	4.3	4.2	4.2	2.8	5.9	1.4	3.7	4.7	5.0	4.8	4.4	4.0	3.9	4.7
鉱工業生産	2.6	1.0	5.0	4.7	5.4	2.9	0.3	2.3	5.0	2.8	3.3	2.9	2.0	3.6	3.0	2.7
失業率	9.0	9.0	9.0	8.7	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	7.6	7.6	7.6	7.5	8.1	7.6	7.4
生産者物価(前年比)	4.9	6.9	6.9	5.3	3.4	1.0	1.5	1.7	1.4	2.2	1.3	1.3	1.6	1.9	1.5	2.1
消費者物価(前年比)	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	1.9	1.7	1.6	1.7	2.1	1.7	1.9
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,814	▲1,872	▲1,806	▲1,893	▲1,946	▲1,860	▲1,742	▲1,806	▲1,786	▲1,820	▲1,825	▲1,830	▲1,815	▲7,353	▲7,261	▲7,269
経常収支	▲1,200	▲1,191	▲1,082	▲1,187	▲1,338	▲1,184	▲1,124	▲1,104	▲1,084	▲1,118	▲1,123	▲1,128	▲1,113	▲4,750	▲4,454	▲4,462
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
ユーロドル金利(3カ月物)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	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	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	1.8	2.2	2.8

(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。