

米国経済の見通し

～一時的な下押し影響の解消後は、家計需要の拡大を軸とした緩やかな回復基調が持続～

1. 米国経済の現状

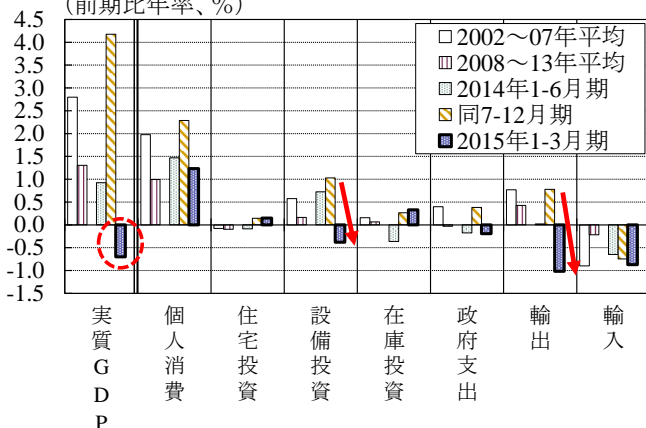
1-3 月期の実質 GDP 成長率は 1 年ぶりの前期比マイナス

米国の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、ドル高やエネルギー関連産業での投資抑制の影響に、悪天候や西海岸の港湾ストライキに伴う物流停滞といった一時的な要因も重なったことで、前期比年率▲0.7%と 1 年ぶりに減少した(第 1 図)。もっとも、足元にかけて天候が回復し、物流停滞の影響も和らぐ中、緩やかながら各所で復調の動きが広まってきている。

各所で復調の動きが緩やかに進展

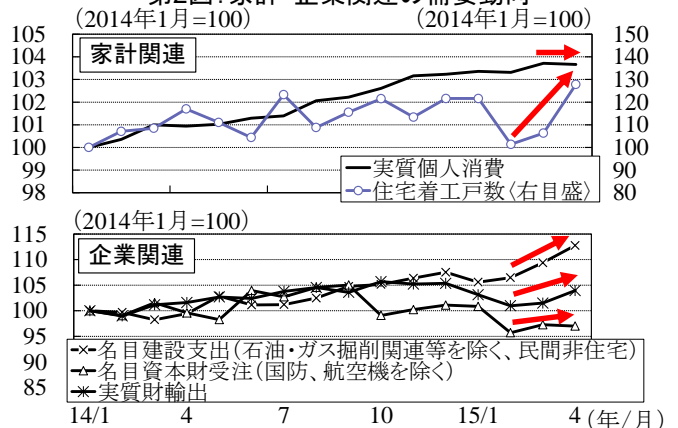
月次指標を基に、まず家計部門の動向を確認すると、実質個人消費は悪天候の影響が解消された後も、今のところ緩やかな持ち直しに止まっているが、住宅着工戸数は 4 月にかけて顕著に拡大し、2007 年 11 月以来の水準を回復した(第 2 図)。他方、企業部門では、製造業活動の減速に底打ちの兆しがみられるものの、ドル高や原油安のマイナス影響が残存し、輸出や資本財受注は勢いを欠いている。但し、サービス業を中心とした非製造業は堅調を維持しているほか、このところ石油・ガス掘削関連等を除く民間非住宅建設支出の拡大ペースなども加速している。また、労働市場では悪天候の影響を受け易い建設業等の雇用増加が一時鈍化したものの、直近 5 月には前月比+30 万人近い雇用増が実現した。

第1図: 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度 (前期比年率、%)



(注) 需要項目は、『実質GDP成長率』に対する前期比年率の寄与度。
(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: 家計・企業関連の需要動向



(注) 『住宅着工戸数』と『名目資本財受注』は、それぞれ住宅投資と機械設備投資の先行指標であり、『名目資本財受注』は輸出向けを含む。
(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

2. 今後の見通し

(1) 概要

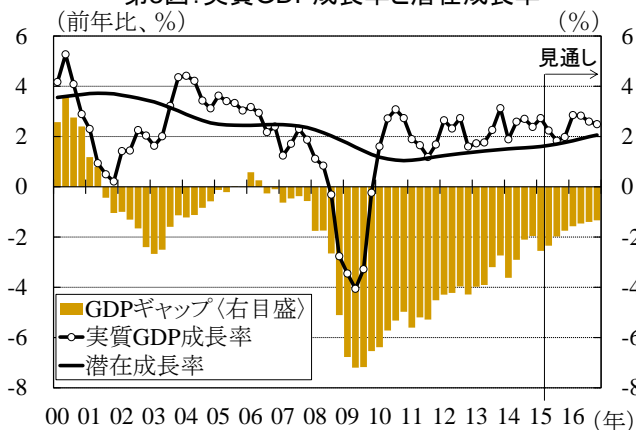
4-6月期以降は成長率が上向き、緩やかな回復基調に復する見通し

米国経済は、今後も緩やかな回復基調を維持する見込みだ（第3図）。悪天候などの一時的な下押し影響がなくなる 4-6月期は成長率が上向き公算が高い。その後も、雇用・所得環境の改善が続くと想定される中、原油安による実質購買力向上の影響が顕在化してくることなどで、家計需要は徐々に回復ペースを速めていくと予想される。また、企業部門ではドル高や一部企業への原油安のマイナスの影響が残存するものの、家計を中心とした内需の拡大や、ドル高・原油安を通じた交易条件の改善を下支えとして企業収益が底堅く推移し、設備投資も回復に向かうであろう。この結果、成長率も高まっていくと想定されるが、特に2016年入り後はFRBによる利上げの影響を受けて、成長ペースは抑えられる見込みである。

出口戦略を受けた金融市場や新興国経済の反応には、幅広い注視が必要

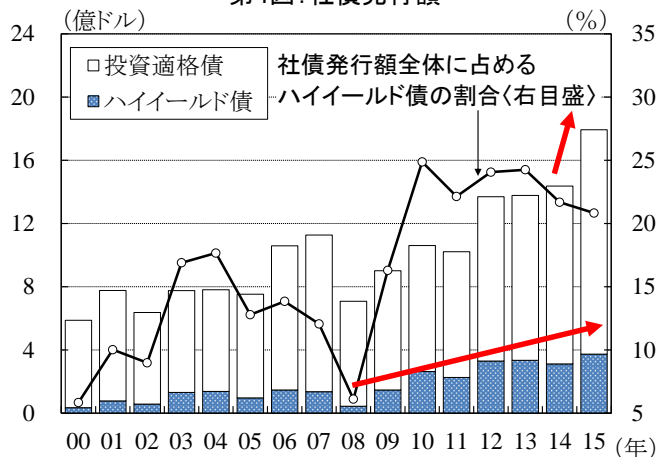
景気下振れの最大のリスクは、利上げを含めた出口戦略の影響が想定以上に大きくなることである。債券市場では、利上げに伴う金利上昇への警戒感などを背景に、年初以降、企業の社債発行が急増しており、ハイイールド債の発行額も増加基調が続いている（第4図）。企業全体でみた債務償還年数（有利子負債残高÷総貯蓄）は、今のところ過去の平均的な水準にあるものの、2010年半ば以降、上昇が続いている点には注意しておく必要がある。また、FRBのイエレン議長からも「割高」と指摘されている株価や、減速感が強まってきている中国をはじめとした新興国経済など、リスク要因は多い。今後、出口戦略が進む中で、国内外の金融市場や新興国経済に混乱が生じる場合には、米国経済への下押し圧力が強まる虞がある。

第3図：実質GDP成長率と潜在成長率



(注)『潜在成長率』は、米国議会予算局(CBO)による推計値。
 (資料)米国商務省統計、議会予算局資料等より
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：社債発行額



(注)2015年は、5月までの実績を年率換算したもの。
 (資料)SIFMA統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

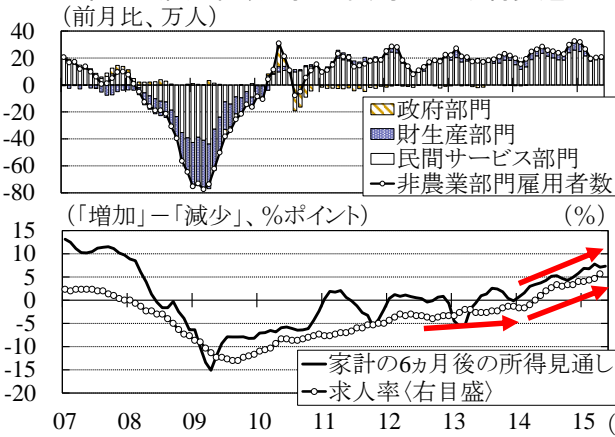
(2) 家計部門

家計需要は、雇用・所得環境の改善や原油安の影響等をサポートとして、徐々に回復ペースを速めていく公算

今後、米国経済が再び勢いを取り戻す上で鍵を握るのは、家計需要の復調と再加速である。足元の雇用・所得環境を確認すると、サービス業を中心とした雇用増加が堅調を維持し、求人率は金融危機前を上回る水準まで上昇するなど、労働需給の改善が持続している（第5図）。また、雇用環境の良化は、家計の所得見通しの改善にも結びついている。

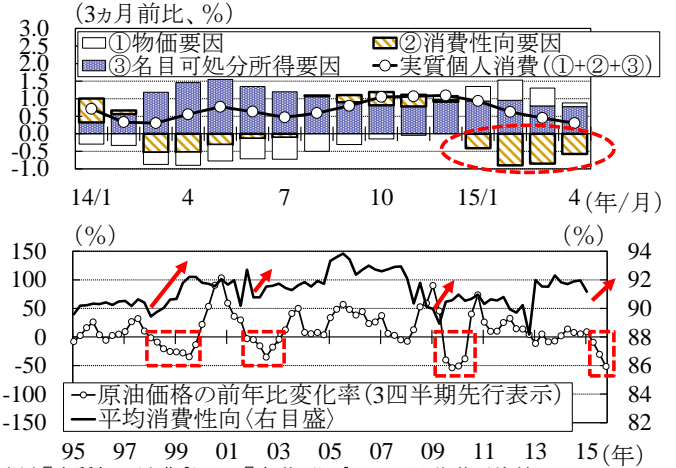
こうした中、実質個人消費は昨年半ば以降、原油安やドル高によるインフレ抑制が押し上げ要因となり、伸び率を高めてきた（第6図）。但し、年初以降は景況感の悪化などが影響したとみられる平均消費性向の低下が下押し要因となっている。ここで、過去、原油価格が大幅に下落した局面における平均消費性向の動向を確認してみると、原油安が始まってから概ね3四半期後に、平均消費性向が上昇する傾向にあることがわかる。これは、家計が原油安とそれに伴う実質購買力の向上が持続的であることを確認した上で、消費を拡大していたことなどが背景にあると考えられる。原油価格は、足元にかけて幾分上昇しているものの暫くは低水準で推移する公算が高い。この先、雇用拡大等を通じた家計所得の改善が持続すると予想される中、実質個人消費は原油安のプラス効果が顕在化してくることで、前期比年率+3%強まで徐々に回復ペースを速めていくと想定される。

第5図：雇用者数と求人率、家計の所得見通し



(注)いずれも3ヵ月移動平均値。
(資料)米国労働省、カ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

第6図：実質個人消費の変動要因と消費性向の長期推移



(注)『実質個人消費』とその『変動要因』は、3ヵ月移動平均値。
(資料)米国商務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業部門

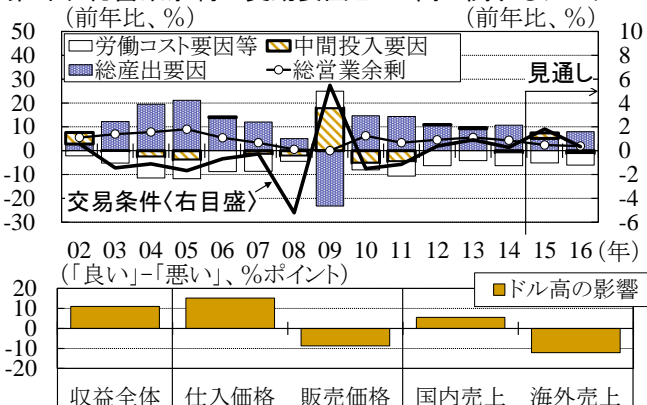
企業収益は内需の回復や交易条件改善を下支えに底堅さを維持、設備投資も回復へ

企業部門では、悪天候や西海岸港湾のストライキによる物流停滞の影響が解消した後も、ドル高や原油安のマイナスの影響が残存する見込みだ。輸出は、足元で上向きつつあるものの、カナダ（2014年の輸出シェア：19%）やメキシコ（同：15%）、中国（同：8%）といった主要輸出先の経済が伸び悩む中、ドル高の影響を受けて、当面は緩やかな回復に止まる

公算が高い。企業収益においては、今後もドル高に伴う外国子会社利益の目減りや輸出採算の悪化、エネルギー関連産業での大幅減益などが下押し圧力となる見込みだ。但し、ドル高の影響に関する企業アンケートの結果をみると、仕入価格の改善や国内売上の拡大を通じて、ドル高がトータルで収益にプラスになるとの回答が相対的に多い（第7図）。この先、ドル高や原油安に伴う交易条件の改善を通じた中間投入コストの軽減や、家計需要を中心とした内需の回復が下支えとなることで、企業収益は底堅さを維持すると想定される。

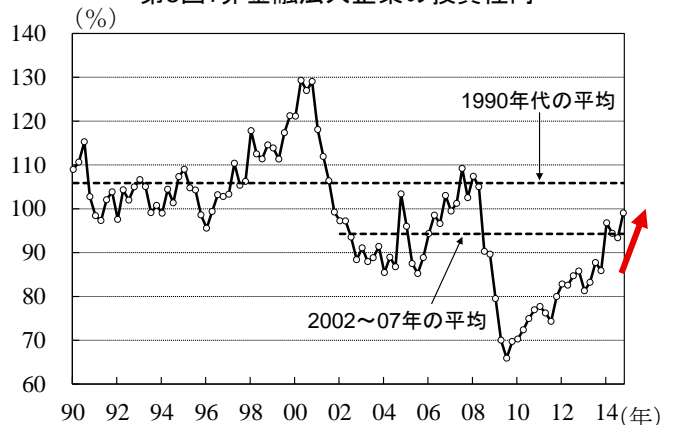
企業の設備投資では、1-3月期の実質GDP成長率を前期比年率で約0.5%ポイント押し下げた鉱業の構築物投資など、原油・ガス関連の投資抑制が年央にかけても下押し圧力として残存する公算が高い。もっとも、企業全体での投資抑制スタンスは和らぐ方向にあり、金融危機後、大幅に低下した投資性向は前回の景気回復局面の平均を上回り、1990年代の水準に近づきつつある（第8図）。この先、景気が再び勢いを取り戻し、企業収益が底堅さを維持すると見込まれる中、設備投資は回復に向かうと予想される。

第7図：総営業余剰の変動要因とドル高に関するアンケート



(注) 1. 『交易条件』は、輸出デフレーター÷輸入デフレーター。
 2. 『アンケート』対象企業の収益に占める海外の割合は14.3%。
 米国企業全体の収益に占める海外の割合は約20%。
 (資料) 米国商務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：非金融法人企業の投資性向



(注) 『投資性向』は、非金融法人企業の資本支出(設備投資+在庫)を内部留保で除したもの。
 (資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 金融政策と長期金利

FRB は引き続き、慎重に出口戦略を進める見通し

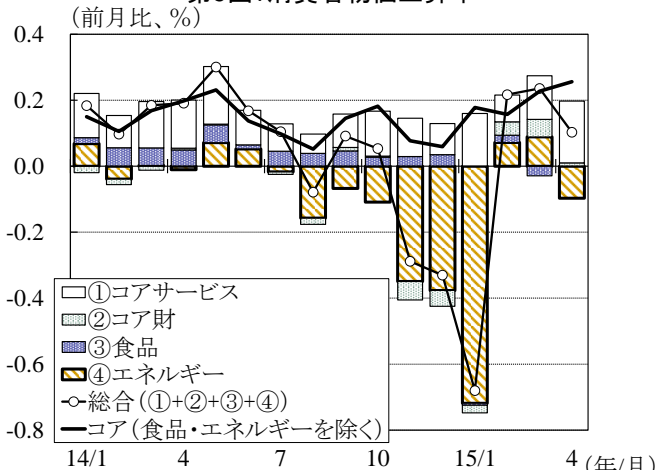
FRB は、4月のFOMCで景気の現状を「一時的な影響を一部反映して冬場に減速した」と判断した上で、先行きは「緩やかなペースで拡大する」との見方を維持した。但し、後日発表された議事録の内容などからは、多くのFOMC参加者がドル高や中国経済減速の影響などに対する警戒感を強めている様子が窺われる。また、利上げについては、「労働市場の一段の改善」が確認され、「インフレ率が中期的に2%に戻るとの合理的確信」が得られれば、利上げが妥当になるとの見解を維持している。

労働市場では需給の緩やかな改善が持続し、5月の失業率は5.5%とFRBが想定する均衡水準（5.0～5.2%）に近づいている。今後、FRBは年後半以降、労働市場の一段の改善を確認した上で、利上げを開始すると予想される。また、インフレの動向について消費者物価指数を基に確認してみると、年初まではエネルギー価格の下落により前月比大幅な低下が続いたが、足元では原油安の下押し影響が一服している（第9図）。もっとも、今後は、コアベースのサービス物価がGDPギャップの縮小とともに伸びを高めていくと考えられる一方、コアの財物価ではドル高の影響による下押し圧力が暫く残存する可能性が高い。实体经济では、ドル高や原油安の影響に加え、海外経済の動向にもリスク要因が残存し、コアベースのインフレ率も当面は2%を下回る推移が続くと想定される中、FRBは利上げ開始後も、慎重に出口戦略を進めていく見通しである。

先行きの長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込み

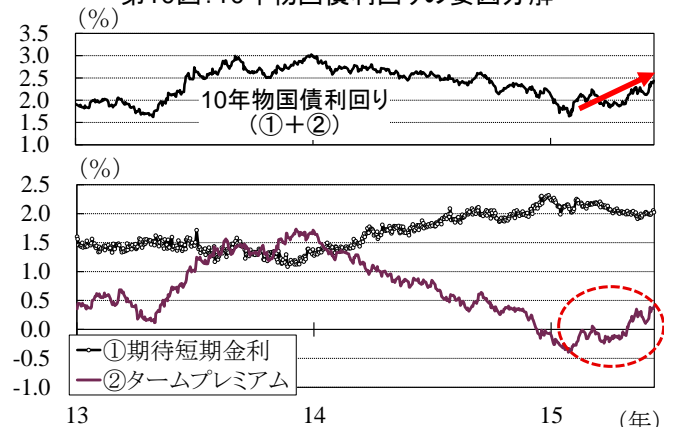
先行きの長期金利は、初期局面の利上げが緩やかなペースで進むと想定されることや、欧州を中心としたデフレ懸念が暫くは残存する公算が高いこと、世界的な金融緩和状態の継続を受けた米国債への需要が根強く残るとみられることなどから、上昇ペースが緩やかとなる見込みである。但し、足元にかけての長期金利は、2月初の1.6%台から2%台半ばまで上昇してきている（第10図）。背景には、欧州金利の急上昇に加え、利上げを含む出口戦略が金融市場等に与える影響への警戒感が強まってきていることなどがあると考えられる。前回2004年6月の利上げ開始時にも、長期金利は同年4月初からの3ヵ月間で約0.7%ポイント上昇した。今後も、实体经济や金融政策の先行きへの不透明感の高まりなどを受けて、長期金利の変動が大きくなるリスクには注意が必要だ。

第9図：消費者物価上昇率



(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

第10図：10年物国債利回りの要因分解



(注)『タームプレミアム』は、Adrian, Crump and Moench (2013)の「無裁定5要因ターム・ストラクチャー・モデル」に基づく。
(資料)ニューヨーク連銀統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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

	2013				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	1~3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	2.7	1.8	4.5	3.5	▲ 2.1	4.6	5.0	2.2	▲ 0.7	2.6	3.3	2.8	2.7	2.4	2.2	2.7
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	3.2	4.4	1.8	2.0	3.2	3.1	3.0	2.5	2.8	2.9
住宅投資	7.8	19.0	11.2	▲ 8.5	▲ 5.3	8.8	3.2	3.8	5.0	9.8	7.5	5.6	4.6	1.6	6.0	5.2
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	9.7	8.9	4.7	▲ 2.8	3.4	7.5	6.6	6.1	6.3	3.8	6.0
在庫投資（寄与度）	0.7	0.3	1.5	▲ 0.3	▲ 1.2	1.4	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
政府支出	▲ 3.9	0.2	0.2	▲ 3.8	▲ 0.8	1.7	4.4	▲ 1.9	▲ 1.1	1.8	1.0	0.6	0.4	▲ 0.2	0.5	0.6
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	▲ 0.5	0.6	1.1	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	▲ 1.0	▲ 1.9	0.4	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.4
輸出	▲ 0.8	6.3	5.1	10.0	▲ 9.2	11.1	4.5	4.5	▲ 7.6	5.9	3.9	2.2	2.1	3.2	1.7	2.6
輸入	▲ 0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.3	▲ 0.9	10.4	5.6	2.3	4.2	5.0	5.1	4.0	5.1	4.7
国内民間最終需要	3.4	2.3	2.9	4.2	1.0	3.8	4.1	4.5	1.2	2.5	4.1	3.8	3.6	3.1	3.1	3.5
名目GDP（前期比年率、%）	4.2	2.9	6.2	5.0	▲ 0.8	6.8	6.4	2.4	▲ 0.9	4.6	5.2	4.7	4.5	3.9	3.2	4.5
鉱工業生産（前期比年率、%）	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.7	4.1	4.6	▲ 0.7	2.3	4.3	3.3	3.2	4.2	2.7	3.1
失業率（%）	7.7	7.5	7.2	7.0	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.3	5.2	5.1	6.2	5.4	5.0
生産者物価（前年比、%）	1.5	1.5	1.2	0.8	1.6	2.8	2.5	0.8	▲ 3.2	▲ 2.5	▲ 1.4	0.7	4.7	1.9	▲ 1.6	3.5
消費者物価（前年比、%）	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.2	▲ 0.1	0.1	0.3	1.0	2.5	1.6	0.3	2.2
2. 国際収支																
貿易収支（億ドル）	▲ 1,776	▲ 1,771	▲ 1,779	▲ 1,691	▲ 1,813	▲ 1,882	▲ 1,811	▲ 1,852	▲ 1,888	▲ 1,800	▲ 1,853	▲ 1,847	▲ 1,927	▲ 7,358	▲ 7,388	▲ 8,209
経常収支（億ドル）	▲ 1,055	▲ 1,061	▲ 1,013	▲ 873	▲ 1,010	▲ 973	▲ 989	▲ 1,135	▲ 1,053	▲ 995	▲ 1,040	▲ 1,026	▲ 1,065	▲ 4,106	▲ 4,114	▲ 4,682
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	0.38	0.13	0.13	1.13
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.3	0.3	1.1
10年物国債利回り（%）	2.0	2.0	2.7	2.7	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0	2.1	2.4	2.6	2.8	2.5	2.3	3.0

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値(現状「0~0.25%」の中間値)。『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