

米国経済の見通し

～構造調整の進展等を受け、成長率は緩やかながらも高まる展開に～

1. 景気の現状

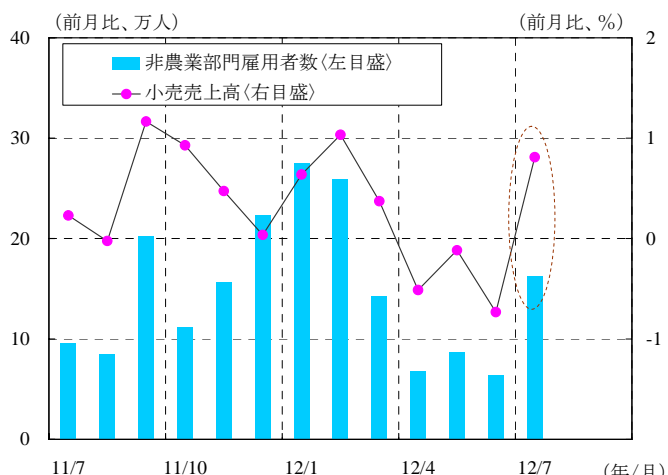
4-6 月期には海外絡みのマイナス要因で成長ペースが鈍化

米国経済は、春先以降減速している。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.7%と、1-3 月期の同+2.0%から鈍化し低めの伸びに止まった。政府支出、在庫投資のマイナス寄与が小さくなった一方、個人消費（1-3 月期：前期比年率+2.4%⇒4-6 月期：同+1.7%）、住宅投資（同+20.5%⇒同+8.9%）、設備投資（同+7.5%⇒同+4.2%）がそろって減速した。こうした減速の一因は、企業が、全般的な海外収益の伸び鈍化や、欧州債務問題とその波及、中国経済減速などに対する懸念の強まりといった海外絡みのマイナス要因で、慎重姿勢を強めたことにありそうだ。

直近 7 月は経済指標の悪化に歯止め

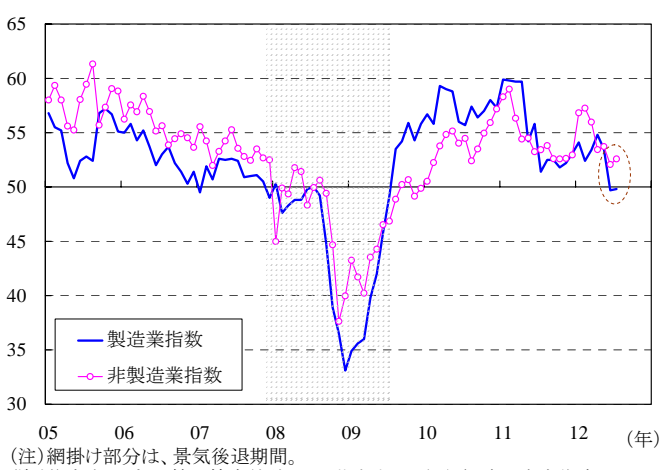
しかしながら、直近 7 月の経済指標は悪化に歯止めがかかっている。雇用統計における非農業部門雇用者数は前月比+16.3 万人と増伸し、小売売上高も前月比+0.8%と 4 ヶ月ぶりにプラスに転じた（第 1 図）。また、企業景況感では ISM 指数が非製造業で上昇したほか、製造業も 2 ヶ月連続で（拡大と縮小の境目である）50 を下回ったが一段の悪化には至らなかった（第 2 図）。

第1図：非農業部門雇用者数と小売売上高の推移



(資料) 米国労働省、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指数の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 全米サプライ管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

(1) 概要

成長率は少しずつ
高まる展開に

短期的な循環力・
復元力は健在

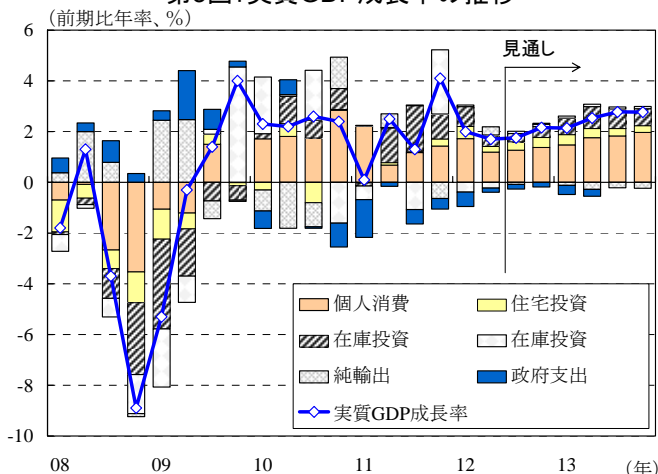
下振れリスクは、想
定以上の海外経済
軟化と意図せざる
急激な緊縮財政

米国経済は、海外絡みの減速要因が当面残る一方、国内では短期的な循環力・復元力が健在で、過去数年にわたり成長の重石となってきた構造調整にも引き続き着実な進展が見込まれる。このため、実質 GDP 成長率は2012年後半以降、再び緩やかに持ち上がってくる見通しだ(第3図)。

短期的な循環力・復元力としては、在庫と物価に因るものを指摘できる。在庫残高は97年以降のトレンド対比で今なお過少レベルにあり、その積み増し局面は2013年一杯継続の見通しである。加えて、“物価の下落→実質所得の回復”は過去にもみられた個人消費を反転に導くメカニズムの一つだが、足元にかけては既往のエネルギー価格下落等もあって物価上昇率が鈍化し、実質所得の回復まで実現している。今後の米国経済では、この循環力・復元力と構造調整の進展による下押し圧力の緩和が相俟って、他国で成長の顕著な加速が望めない中でも、比較的安定した成長が見込めそう(第4図)。

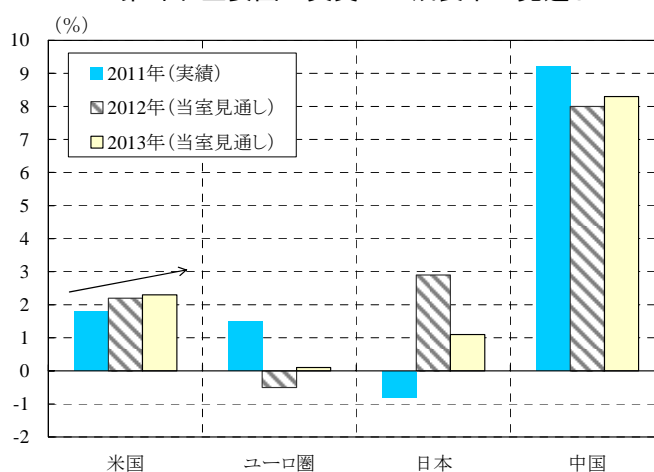
景気の下振れリスクとしては、①欧州債務問題の一段の深刻化・中国経済の失速、②与野党が減税延長等での合意に失敗することによる来年からの大幅な財政縮減、③一次産品・原材料高による家計の実質購買力の低下、などが挙げられる。とりわけ財政面は、このまま行けば大型減税の失効や歳出の強制削減措置の発効によって、2013年に「財政の崖」と称される急激な縮減が生じ得る大きなリスク要因である。ただし、現時点で米国は財政状況が日本や欧州ほどに切迫しているわけではなく、最終的には多くの財政再建部分を先送りし徐々に実施するという形で解決が図られるものと想定される。この場合、当面の財政運営はひとまず、経済成長へ大きくは影響しないこととなる。

第3図: 実質GDP成長率の推移



(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4図: 主要国の実質GDP成長率の見通し



(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 構造調整の進捗

住宅部門の構造調整は相応に進展

金融危機以降、住宅部門は構造的に景気回復の重石として働いていた最大の要因だが、住宅投資のGDPへのプラス寄与が定着するなど、調整が相応に進展したこともあり、下押し圧力の軽減が窺える。現在の住宅市場は、これまでの低金利や住宅価格下落等でペントアップ需要が顕在化しつつある局面と捉えられ、例えば、連邦制度準備理事会（FRB）の四半期融資担当者調査によれば、金融機関の貸出態度は依然として厳しいものの、住宅ローンの資金需要は足元で大きく増加している。

来年半ば頃には需給環境も正常化、住宅価格が安定へ

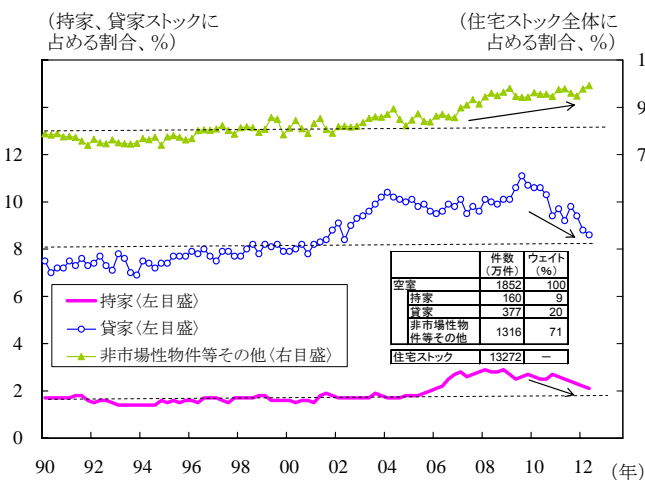
このような中で残る問題の一つは、住宅価格の下落である。住宅価格を決定する住宅需給について、空室率をみてみると、持家は足元で2.1%（2012年第2四半期）と2008年のピークである2.9%から低下、貸家も8.6%（同）と2009年のピークである11.1%から大きく低下している。現行ペースの空室率低下が続けば、持家、貸家ともに、1年程度で過去のトレンドまで回帰する公算が高い（注1）（第5図）。そして、住宅ストックの過剰感が解消されれば、住宅価格も安定し、マインド面への影響も含めて経済への下押し圧力は逡減してこよう。

家計債務は依然として高水準

一方、負債サイドから構造問題をみると、家計負債は住宅ローンを中心に依然高水準である（第6図）。歴史的な低金利の浸透で、債務水準が高い中でも債務負担率は低位であるため、消費への悪影響は限られようが、調整の完了・過剰感の払拭はまだまだ先となる可能性が高く、信用拡大を伴う力強い動きは期待しづらい。

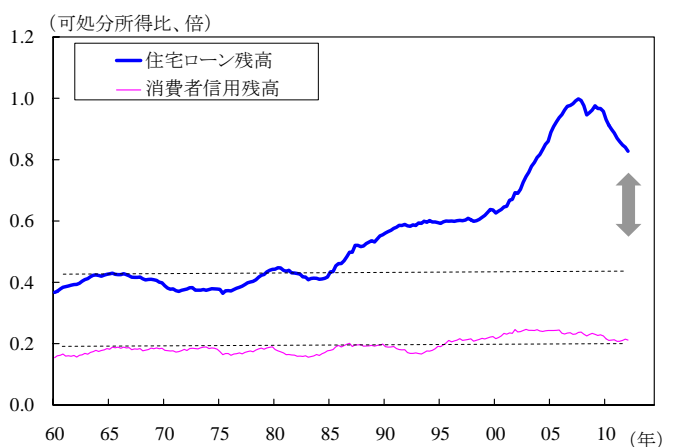
（注1）住宅バブル期の過剰在庫は、非市場性物件として市場に流通していないものが増加する形でも、調整の進展を早めている（前掲第5図）。なお、今年2月に「不正差し押さえ問題」が解決されたことで、差し押さえの一時的急増が懸念されたが、解決後の差し押さえ件数等から判断するとそれほど影響は無さそうだ。

第5図：住宅空室率の推移



（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6図：住宅ローン残高と消費者信用残高の推移



（注）『住宅ローン残高』は、ホームエクイティローンを含む。

（資料）FRB、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

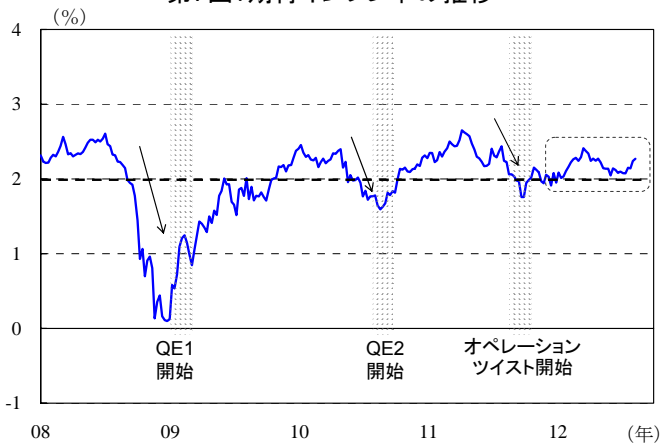
大規模な QE3 実施の可能性は低いとみる

金融政策は、8月の連邦公開市場委員会（FOMC）で現状政策が維持された。市場では大規模な量的緩和第3弾（QE3）実施の観測も根強いが、QE3は共和党等から批判が強く、商品価格上昇等の副作用も軽視できないところだ。このため、景気減速が現状程度に止まれば、株価や期待インフレ率の安定等を鑑みるに、大規模な QE3 実施の可能性は低いものと考え（第7図）。

長期金利は低めの水準で推移

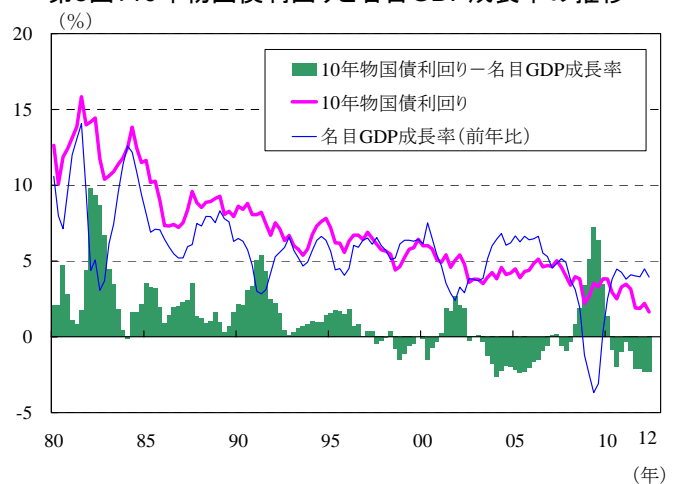
長期金利は、このところ 1.8%程度で推移しているが、過去に概ね同率で推移してきた名目 GDP 成長率を顕著に下回っており、ファンダメンタルズとの比較では異例に低いと言える（第8図）。今後についても、景況感改善による金利上昇圧力はかかろうが、欧州債務問題（に伴う質への逃避需要）の影響等が残存することで、しばらくは低めの金利水準が継続しよう。

第7図：期待インフレ率の推移



(注)『期待インフレ率』は、10年物国債と同満期のインフレ連動債との利回り格差。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：10年物国債利回りと名目GDP成長率の推移



(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

(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さ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	1.7	1.8	2.2	2.1	2.5	2.8	2.8	1.8	2.2	2.3
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.7	1.8	2.0	2.1	2.5	2.6	2.8	2.5	1.9	2.2
住宅投資	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.9	13.0	15.0	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	4.2	3.0	4.0	6.0	8.0	7.0	6.0	8.6	8.2	5.6
在庫投資(2005年連鎖価格)	303	275	▲43	705	569	499	530	560	590	620	650	680	310	540	635
(寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(2.5)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)
純輸出(寄与度)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(▲0.6)	(0.1)	(0.3)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲2.8)	(▲2.2)	(▲2.3)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	6.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.5	5.0	6.7	4.1	4.1
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.9	3.0	3.0	4.0	5.0	5.0	5.5	4.8	3.4	4.0
政府支出	▲7.0	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.9	▲1.0	▲1.0	▲2.0	▲1.5	0.0	0.0	▲3.1	▲1.9	▲1.2
実質最終需要(国内民間)	2.5	2.6	3.7	3.2	3.6	2.2	2.3	2.6	3.0	3.6	3.4	3.4	3.1	3.0	3.0
名目GDP	2.2	5.2	4.3	4.2	4.2	3.3	3.5	3.9	4.0	4.4	4.8	4.8	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産	4.4	1.2	5.6	5.1	1.4	2.5	1.0	1.9	1.6	2.6	3.3	3.2	4.1	3.9	2.1
失業率	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.2	8.2	8.2	8.1	8.0	7.8	9.0	8.2	8.0
生産者物価(前年比)	4.9	6.9	6.9	5.3	3.4	1.1	0.6	0.8	0.7	2.2	2.5	2.6	6.0	1.5	2.0
消費者物価(前年比)	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.6	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0	3.2	2.0	1.9
2. 国際収支															
貿易収支(財)	▲1,814	▲1,872	▲1,806	▲1,893	▲1,945	▲1,856	▲1,875	▲1,880	▲1,885	▲1,890	▲1,885	▲1,860	▲7,384	▲7,556	▲7,519
経常収支	▲1,200	▲1,191	▲1,082	▲1,187	▲1,373	▲1,285	▲1,303	▲1,308	▲1,313	▲1,318	▲1,313	▲1,288	▲4,659	▲5,270	▲5,233
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	0.50	0.13	0.13	0.50
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	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5
国債流通利回り(10年物)	3.5	3.2	2.4	2.0	2.0	1.8	1.5	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	2.8	1.7	2.4

(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。