

米国経済の見通し

～緩やかな回復基調は継続するも、財政再建や金融出口戦略の実施が成長ペースを抑制～

1. 米国経済の現状

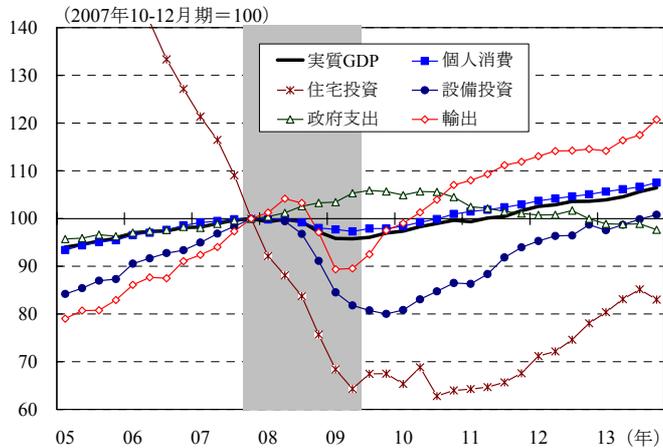
政府機関閉鎖にもかかわらず、3%台の成長ペースを維持

米国経済は緩やかな回復局面にある。直近 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.2%と、7-9 月期の同+4.1%から鈍化しつつも堅調を維持、半期でみると、成長ペースは昨年前半の同+1.2%から後半には同+3.5%へ加速した。最終需要項目の中では、10 月の連邦政府機関閉鎖の影響などで政府支出が落ち込んだほか、住宅投資も同▲9.8%と約 3 年ぶりに減少に転じ、成長率を押し下げた(第 1 図)。一方、輸出の拡大や堅調な個人消費などが成長率を押し上げる方向に作用した。設備投資も、前回の景気後退期(2007 年 10-12 月期～2009 年 4-6 月期)に住宅投資に次ぐ落ち込みとなったが、足元はリーマン・ショック前の水準まで回復している。

足元の経済指標の弱さは天候要因以外にも目配りが必要

ただし、年明け以降、弱めの経済指標の発表が相次いでいる。記録的寒波の影響もあるとみられるが、現在と同様、景気拡大局面にあった 20 年前の記録的寒波時(1994 年初)には消費や生産は力強さが持続し、雇用者数も増加していた(第 1 表)。また今回の悪天候による就業不能者数が長期平均の水準を下回っている点からも、経済指標の弱さは天候要因だけで説明することはできない可能性がある。

第1図: 実質GDPと最終需要の水準の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(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: 記録的寒波を含む四半期の経済・金融環境

	1994年		2014年		評価
	93Q4	94Q1	13Q4	14Q1	
実質GDP成長率(前期比年率, %)	5.4	4.0	3.2	3.2	△
鉱工業生産指数(前期比年率, %)	6.1	5.1	5.5	2.6	△
製造業設備稼働率(%)	81.0	81.4	76.6	76.0	×
コア小売売上高(前期比年率, %)	4.5	5.7	4.7	▲0.9	×
非農業部門雇用者数(前月差の3ヵ月平均, 万人)	28.7	31.2	19.5	11.3	×
悪天候による就業不能者(1980年以降の各月の平均値からの乖離, 万人)	▲2.1	10.7	3.2	▲11.4	×
失業率(%)	6.6	6.6	7.0	6.6	○
可処分所得(前期比年率, %)	5.0	4.3	1.5	1.5	×
FF金利(%)	3.00	3.50	0-0.25	0-0.25	○

(注) 1. 『コア小売売上高』は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品を除くベース。
2. 直近の雇用統計と製造業設備稼働率は1月実績、小売売上高と鉱工業生産指数は1月実績の3ヵ月前比年率。
3. 『評価』は、1994年と比べて水準および方向感の両面から、各指標の強弱(FF金利については、金融緩和度合い)を3段階で評価したもの。
(資料) 米国商務省、労働省、FRB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) 実体経済

回復が続く中でも、
当面の成長率は
+2%程度の見通し

目先、財政絡みの混
乱リスクは後退、焦
点は秋の中間選挙
に向けた与野党の
攻防に

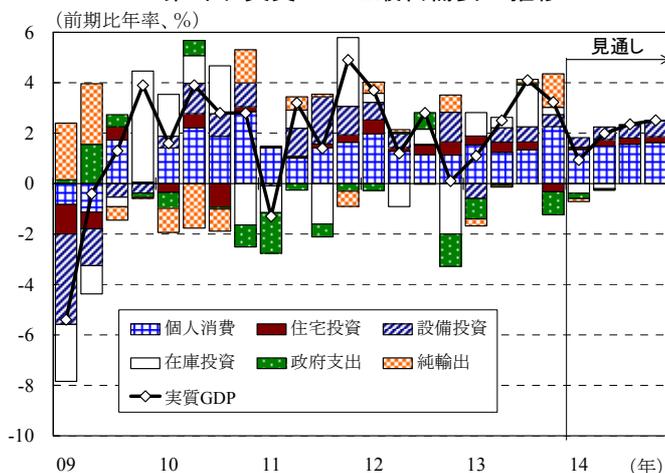
QE3 縮小に伴う内
外金融市場の動向
には引き続き留意
が必要

米国経済の先行きを展望すると、家計のバランスシートや住宅市場の正常化などの構造調整の進展を支えに、緩やかな回復が続くとみられるが、財政再建や金融出口戦略の実施が成長ペースを抑制する公算が高い。実質GDP成長率は、1-3月期に悪天候や在庫増加ペースの鈍化などで低めとなるが、2014年中は前期比年率+2%台での推移を予想する（第2図）。

財政面について言えば、財政問題を巡る混乱リスクの後退が、今年の景気にとってプラスに作用しよう。昨年10月、計16日間に及ぶ連邦政府機関閉鎖や米国債デフォルト懸念の高まりという異例の事態が生じ、政府支出の減少や消費者マインドの悪化などを通じて、実体経済への下押し圧力が強まった。その後、昨年12月に超党派委員会が今後2年間にわたる予算規模や強制削減措置の緩和で基本合意、2月には議会が政府債務上限を約1年間凍結する法案を可決した。ただし、強制歳出削減措置を通じた景気へのマイナスの影響は続くほか（第3図）、秋の中間選挙に向けた政局の行方も予断を許さない。野党・共和党は、上院奪回に向け、オバマケア等を巡る攻防で巻き返しを図る構えであり、今後、与野党の対立激化による政策遂行能力の低下には留意が必要だろう。

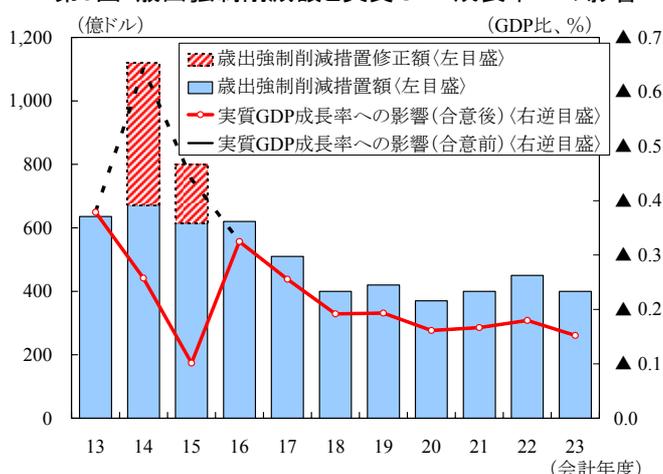
加えて、FRBによる量的緩和第3弾（QE3）の縮小も、一定の成長抑制要因としてみておくべきだろう。FRBがQEを導入した2009年以降、株価は約2倍の水準に上昇、株高は資産効果を通じ個人消費の押し上げ要因となってきた。今後、一本調子での株高は見込み難しく、資産効果の剥落は、目先の成長ペースを抑制する公算が高い。加えて、大幅な金融緩和状態から始まる出口戦略の実施に伴う、国内外の金融市場や新興国経済の反応などには予断を許さない部分が多く、注視が求められる。

第2図：実質GDPと最終需要の推移



(資料) 米商務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：歳出強制削減額と実質GDP成長率への影響



(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

(2) 家計部門と労働市場

家計のバランスシート調整の進展や住宅市場の正常化が景気拡大の支えとなる見通し

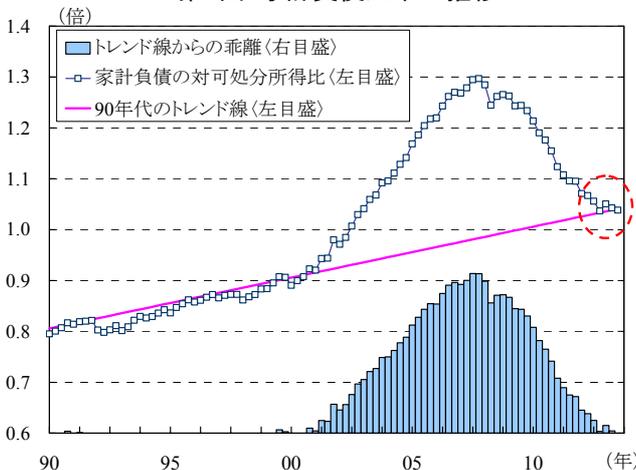
当面の景気の下支え要因は、家計のバランスシートや住宅市場の正常化をはじめとする構造調整の進展である。家計部門では、バランスシートの調整にほぼ目途がつき、新たな借入余地が広がりつつある（第4図）。加えて、住宅価格上昇による資産効果やガソリン価格の低下、政治的な不透明感後退を受けた消費マインドの改善なども消費拡大の追い風となろう。

次に住宅市場では、中古および新築ともに過剰在庫の解消に目途がついているほか、住宅の差し押さえ開始比率が着実に低下し、供給面からの調整リスクも小さくなっている。もっとも、昨年央以降、QE3 縮小観測の高まりに伴う住宅ローン金利上昇や、急ピッチでの住宅価格上昇を受け、住宅需要の伸び悩みが窺える。この先、長期金利の上昇が住宅需要をさらに抑制する公算が大きいのが、住宅価格上昇ペースの鈍化や緩やかな景気回復に伴う所得増加などが下支えしよう。結果、GDP ベースの住宅投資は、過去2年間の年率二桁の伸びから、同一桁台へ落ち着くとみられるが、それでも米国経済にとっては、貴重なサポートとなろう。

労働市場は成長ペースに追随する形で、緩やかな回復が持続

労働市場では、失業率こそ比較的速いペースで改善が進んでいるが、労働参加率の低迷や失業期間の長期化、雇用増加ペースの鈍化など、足元、労働市場の回復は斑模様となっている。非農業部門雇用者数の動きを均してみると、通常、天候の影響を受けにくい製造業や小売、教育・ヘルスケアのほか、専門・事業支援サービスなどでも昨年11月までの勢いはみられない（第2表）。昨年後半にかけ在庫積み増しとともに雇用拡大の動きが加速したが、最終需要の伸びに限られるなか、足元、在庫圧縮に向けて、企業が発注および採用を抑制している可能性が考えられる。春以降は、天候要因の一巡に加え、財政問題を巡る不透明感の後退などを追い風に成長ペースは緩やかに加速、景気回復に追随する形で労働市場の回復も期待されよう。

第4図:家計負債比率の推移



(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:主要な雇用指標の推移

	13年 9月	10月	11月	12月	14年 1月
非農業部門雇用者数 (前月比、万人)	16.4	23.7	27.4	7.5	11.3
うち民間	15.3	24.7	27.2	8.9	14.2
うち建設	1.3	1.5	3.2	▲2.2	4.8
うち製造業	0.3	1.8	3.5	0.8	2.1
うち小売	2.7	4.2	2.2	6.3	▲1.3
うち専門・事業支援サービス	3.7	5.3	7.3	0.4	3.6
うち教育・ヘルスケア	0.9	3.1	2.5	▲0.4	▲0.6
うち娯楽・宿泊	0.9	6.5	3.7	2.0	2.4
うち政府	1.1	▲1.0	0.2	▲1.4	▲2.9
失業率(%)	7.2	7.2	7.0	6.7	6.6

(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

(3) 金融政策と長期金利

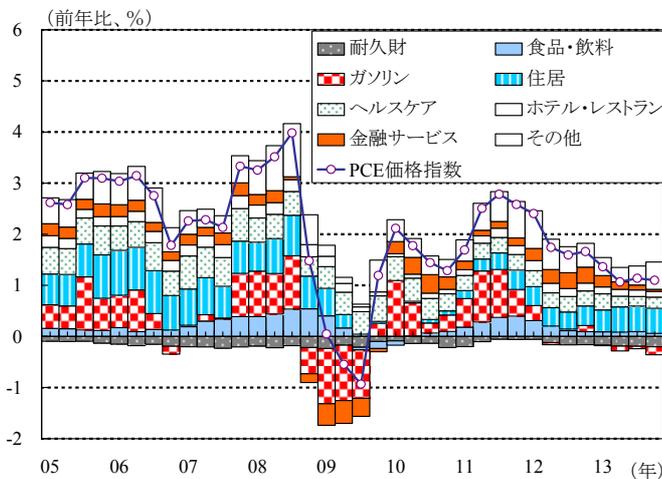
FRB は引き続き慎重に出口戦略を進める見通し

金融政策に関して、FRB は昨年 12 月に続き 1 月の FOMC でも資産買入額の縮小を決定（月 850 億ドルの資産買入額が、1 月は 750 億ドル、2 月以降は 650 億ドル）。ただし、異例の超低金利政策について FRB は「失業率が 6.5%を下回ってから、インフレ率が 2%を下回る間は、かなりの期間続けるのが適切となり得る」とし、フォワードガイダンスを強化している。インフレ率については、足元の PCE（個人消費支出）価格指数が前年比+1%台前半と低位安定が続いている。シェール革命によるガソリン価格低下や住宅価格の伸びの鈍化などが背景となっているほか（第 5 図）、賃金の伸びが抑えられていることもあり、目先、急加速は想定し難い。イエレン新議長の下、FRB は引き続き実体経済の動静を広く見極めながら、慎重に出口戦略を進めていくとみられる。

長期金利は上昇方向ながら、その急騰には FRB が歯止めをかけると予想

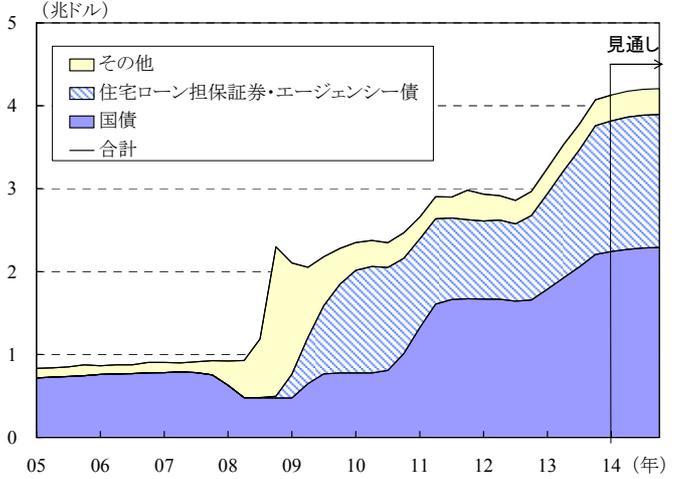
長期金利は、低水準での推移が続いている。FRB のバランスシートは量的緩和第 3 弾（QE3）の実施で一段と拡大（第 6 図）、今後、この巻き戻しに伴い、金利への上昇圧力が掛かり易くなるとみられる。FRB の慎重な政策運営により一方向的な上昇は回避可能とみられるが、一時的に上昇ピッチが速まり、市場が不安定化する可能性には留意が必要であろう。

第5図:PCE価格指数伸び率に対する項目別寄与度



(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6図:FRBのバランスシートの推移



(資料)ニューヨーク連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(宮城 充良、福地 亜希)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiko_ishimaru@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、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

	2012				2013				2014				2012年	2013年	2014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. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	4.1	3.2	0.9	2.0	2.4	2.5	2.8	1.9	2.3
個人消費	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	2.0	3.3	2.0	2.2	2.3	2.4	2.2	2.0	2.3
住宅投資	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	14.2	10.3	▲ 9.8	3.0	8.5	8.0	7.5	12.9	12.0	3.9
設備投資	5.8	4.5	0.3	9.8	▲ 4.6	4.7	4.8	3.8	3.0	4.0	4.0	5.0	7.3	2.6	3.9
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 0.9	0.6	▲ 2.0	0.9	0.4	1.7	0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1
政府支出	▲ 1.4	0.3	3.5	▲ 6.5	▲ 4.2	▲ 0.4	0.4	▲ 4.9	▲ 1.2	▲ 0.3	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 2.2	▲ 1.3
純輸出（寄与度）	0.4	0.1	▲ 0.0	0.7	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	1.3	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
輸出	4.2	3.8	0.4	1.1	▲ 1.3	8.0	3.9	11.4	3.8	5.0	5.6	5.7	3.5	2.8	6.0
輸入	0.7	2.5	0.5	▲ 3.1	0.6	6.9	2.4	0.9	4.0	4.3	4.5	4.8	2.2	1.4	3.6
国内民間最終需要	3.9	2.4	1.9	3.4	1.5	2.7	2.7	2.9	2.2	2.7	2.8	3.0	3.3	2.4	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	3.1	6.2	4.6	1.8	3.6	4.2	4.6	4.6	3.4	3.7
鉱工業生産（前期比年率、%）	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	1.2	2.4	5.6	▲ 0.5	2.1	3.0	3.3	3.6	2.6	2.3
失業率（%）	8.2	8.2	8.0	7.8	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.7	6.6	6.6	8.1	7.4	6.7
生産者物価（前年比、%）	3.4	1.0	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2	0.8	1.1	2.1	1.8	2.5	1.9	1.2	1.9
消費者物価（前年比、%）	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	1.4	1.6	1.2	1.2	1.5	1.4	1.6	2.1	1.5	1.4
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,936	▲ 1,865	▲ 1,790	▲ 1,824	▲ 1,787	▲ 1,750	▲ 1,779	▲ 1,716	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 7,415	▲ 7,032	▲ 7,228
経常収支（億ドル）	▲ 1,208	▲ 1,105	▲ 1,067	▲ 1,023	▲ 1,049	▲ 966	▲ 948	▲ 886	▲ 974	▲ 979	▲ 974	▲ 979	▲ 4,404	▲ 3,850	▲ 3,907
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
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
10年物国債利回り（%）	2.0	1.8	1.6	1.7	2.0	2.0	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	3.0	1.8	2.4	2.8

(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