

米国経済の見通し

～企業部門の堅調さが家計部門へも波及し、緩やかな回復が持続する見通し～

1. 米国経済の現状

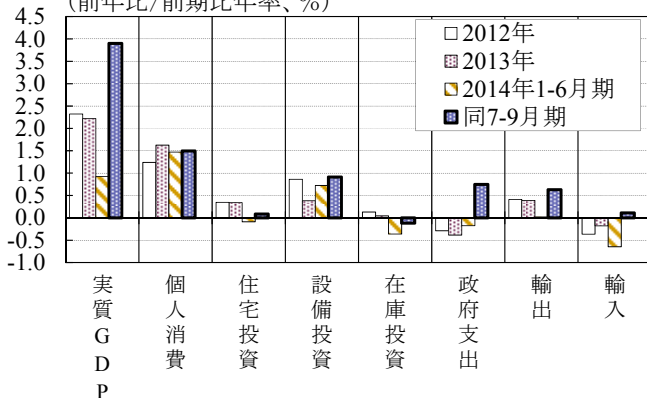
7-9 月期は年前半比で成長ペースが加速

米国経済は緩やかな回復基調が続いている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.9%と、年前半（1-6 月期：同+0.9%）と比べて成長ペースが加速した（第 1 図）。政府支出のうち国防費の急増が同+0.7%ポイント分の押し上げに寄与している点は割り引いてみておく必要があるものの、個人消費（同+2.2%）や設備投資（同+7.1%）が底堅く推移したほか、輸出も伸びを高めた。

企業部門は堅調を維持、家計部門は回復にやや勢いを欠くも労働市場の改善は持続

部門毎に個別の指標をみると、企業部門では、製造業生産や設備投資の先行指標とされる資本財受注の堅調な伸びが続いているほか、景況感も高水準を維持し、それぞれ危機前の平均を上回っている（第 1 表）。他方、家計部門は、賃金の伸び悩みが続く中、小売売上高や住宅販売などで回復にやや勢いを欠く状況が続いている。もっとも、労働市場の改善傾向は持続している。非農業部門雇用者数は直近 3 ヶ月の平均増加ペースが 28 万人弱に達し、失業率は 6%割れの水準まで低下、雇用関連の指標を幅広くみても労働需給の「緩み」は和らぐ方向にある。

第1図: 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度 (前年比/前期比年率、%)



第1表: 主要経済指標 (2014年)

		危機前平均	8月	9月	10月	11月	評価
企業	製造業生産指数(前年比、%)	2.8	3.7	3.6	3.4	-	○
	製造業ISM指数(%)	55.5	59.0	56.6	59.0	58.7	○
	非国防資本財受注(除く航空機)(前年比、%)	7.9	7.3	8.3	8.2	-	○
家計	コア小売売上高(前年比、%)	5.8	4.8	4.2	4.2	-	△
	自動車販売台数(年率、百万台)	16.8	17.4	16.3	16.3	17.1	△
	新築住宅販売戸数(年率、万戸)	117	45	46	46	-	×
	中古住宅販売戸数(年率、万戸)	672	505	518	526	-	△
	非農業部門雇用者数(前月差、万人)	15.2	20.3	27.1	24.3	32.1	○
	時間当たり賃金(前年比、%)	2.8	2.5	2.3	2.2	2.2	△

(注) 需要項目は、『実質GDP成長率』に対する前年比/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

(注) 1. 『コア小売売上高』は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品を除いたもの。

2. 『評価』は、直近3ヵ月の伸び/水準が危機前平均(03年7月～06年)を上回る場合「○」、下回る(5割以上)の場合「△」、5割以下の場合「×」とした。

(資料) FRB、米国商務省、全米不動産協会、米国労働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) 実体経済

今後も 2%台半ばの成長ペースを維持する見通し

米国経済の先行きを展望すると、雇用・所得環境の改善を通じて企業部門の堅調さが家計部門へも波及し、内需を軸とした好循環が強まることで、緩やかな回復基調が持続する見込みである。今のところ、賃金の伸びは低位に止まっているものの、この先、労働需給と労働生産性の改善が徐々に進展することで、賃金の回復ペースも緩やかに高まり、個人消費を押し上げると想定される。2015年にかけては、FRBによる金融出口戦略の影響が成長を抑制する方向に作用し、欧州・中国を中心とした世界経済の減速も下押し要因となる見込みだが、内需が原油価格の下落にも助けられ底堅さを増していく中で、実質GDP成長率は前期比年率+2%台半ばのペースを維持していく見通しだ（第2図）。

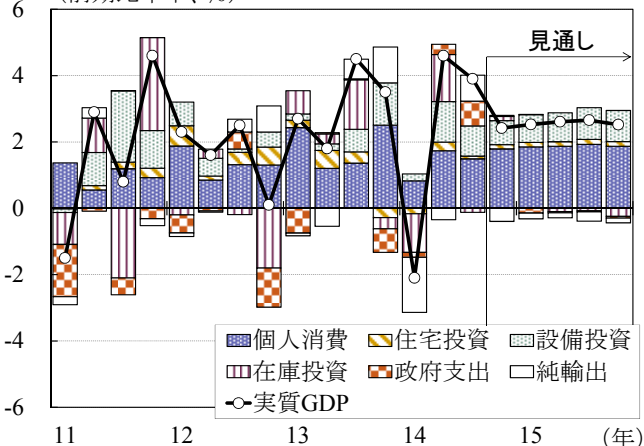
金融出口戦略を受けた内外金融市場の反応には留意が必要

景気下振れの最大のリスクは、大幅な金融緩和状態からの出口戦略の影響で国内外の金融市場や新興国経済が大きく動揺し、米国経済への下押し圧力が強まることだ。2013年5月に資産買入れ縮小開始が示唆された際、新興諸国の通貨や株価が大きく下落したように、米国金融政策の動静が国際金融市場へ与えるインパクトは大きいと見込まれる。高リスク資産への資金フローの拡大が続いている点も気懸かりだ（第3図）。足元で世界経済減速への懸念が高まる中、グローバルベースの資金フローの動向には幅広い注視が怠れない。

また、政治面の動向にも留意が必要だ。中間選挙で共和党が圧勝したことにより、上下院の「ねじれ」に代わって、議会と大統領が完全な「ねじれ」状態となった。今後、議会と大統領の対立が激化した場合、政府機関閉鎖や債務上限問題といった混乱が再燃する可能性がある点はリスクとしてしておく必要があるだろう。

第2図：実質GDPと最終需要

(前期比年率、%)

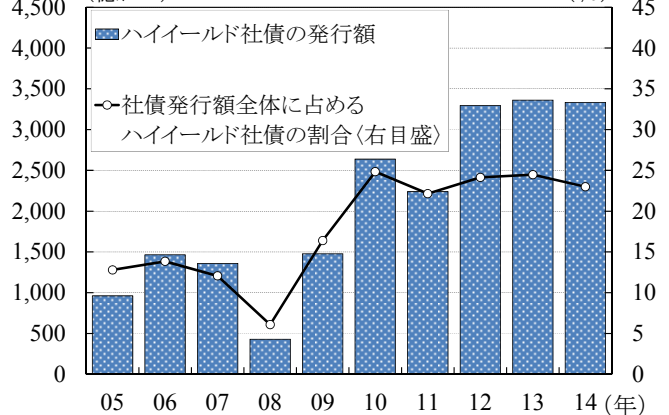


(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ハイイールド社債の発行額

(億ドル)

(%)



(注) 2014年は、10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) 家計部門と企業部門

雇用・所得環境の改善に加えて、原油価格下落も追い風となり、個人消費は回復基調を維持

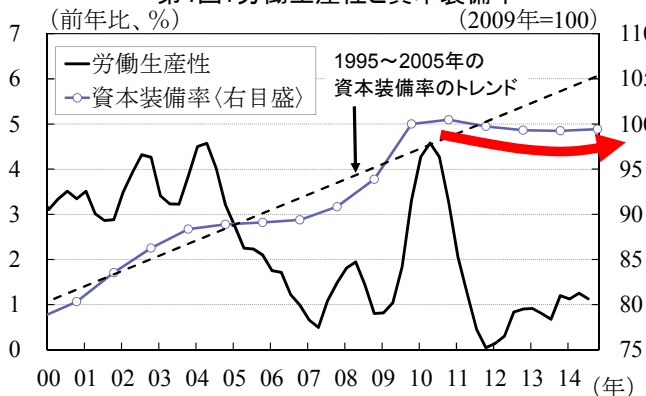
今後の米国経済が回復基調を持続する上で鍵を握るのは、賃金上昇を通じた個人消費の回復だ。労働市場では、非農業部門雇用者数の増加や失業率の低下が続いていることに加えて、足元にかけては「就業者率」や「求人率」といった労働需給の「緩み」を示唆する一部の指標も改善ペースを加速させている。

一方、賃金の伸びは依然横ばい推移が続いている。賃金伸び悩みの背景には、金融危機以降、労働生産性が停滞する中で、企業が労働コストを抑制してきたことがあると考えられる。企業のコスト抑制姿勢が根強い中、賃金回復が本格化するためには労働生産性の上昇が不可欠だが、これまではリーマンショック後の深い景気後退からの脱却の過程で企業が守りの経営を余儀なくされたことなどを背景に設備投資の回復が遅れ、資本装備率の低下が続いたことで、生産性向上が妨げられてきた(第4図)。但し、リーマンショックから5年余りを経て、漸く構造調整圧力が一服し、足元で設備投資の回復が底堅さを増しつつある中、資本装備率にも上向きの兆しが見え始めている。この先、労働市場の需給と労働生産性の改善が徐々に進展する中で、賃金の伸びも緩やかに高まっていくことが想定される。

また、家計部門では2009年以降、大幅に拡大した債務圧縮のために消費が抑制されてきたが、足元にかけて、こうした調整が一巡したこともプラス要因となろう。債務調整の進展に伴う借入余地の拡大を受けて、消費性ローン残高が増加基調にあるほか、消費性向は2000年代前半の水準まで再上昇している(第5図)。

雇用・所得環境の改善持続や債務調整の一巡に加えて、原油価格下落もエネルギー関連価格の下落による家計の実質所得増加を通じて消費を底上げするとみられる。こうしたことから、個人消費はこの先も緩やかな回復基調を維持する公算が高い。

第4図: 労働生産性と資本装備率

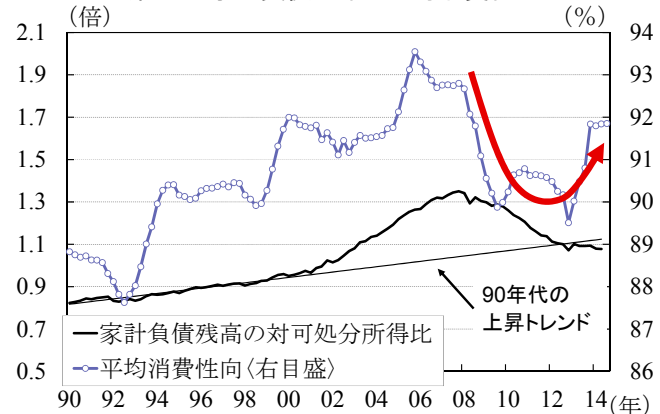


(注)1. 『資本装備率』は、実質資本ストック÷労働投入量(労働者数×労働時間)であり、2014年は当室見通しと足元までの実績を基に推計。

2. 『労働生産性』は、4四半期移動平均値。

(資料) 米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 家計負債比率と平均消費性向



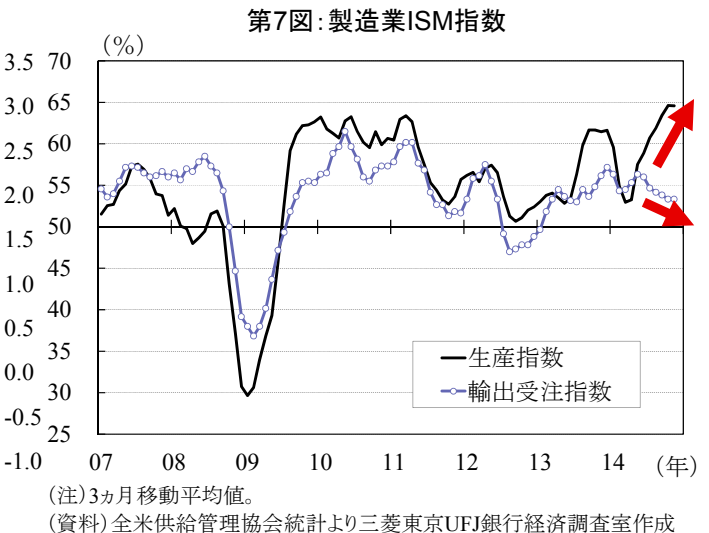
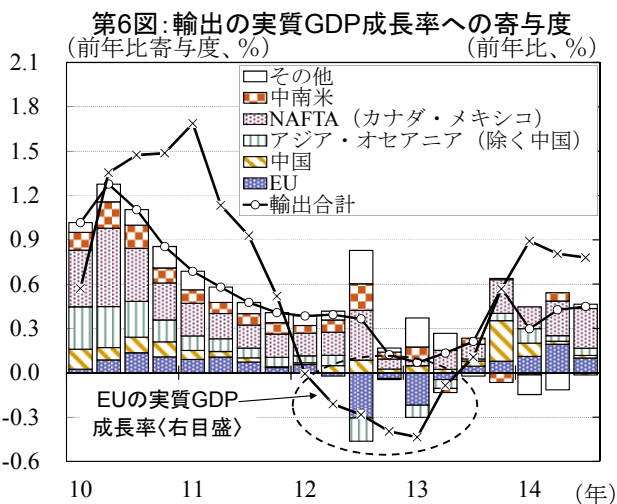
(注) 『平均消費性向』は、個人消費を可処分所得で除したものであり、4四半期移動平均値。

(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

世界経済減速は企業活動の下押しとなるも、底堅さを増す内需が牽引役に

企業部門では、欧州や中国を中心とした世界経済の減速が輸出や企業収益の下押し要因となる見込みである。国・地域別の輸出動向をみると、景気減速への懸念が高まる欧州（EU）向けは全体の2割弱を占めており、欧州債務危機の影響が和らいだ2013年半ば以降は成長率への押し上げ寄与も高まっている（第6図）。また、実質GDPに占める輸出のシェアが高まる傾向（2005年：10%⇒2013年：13%）にある点からも、世界経済減速による輸出の減退には留意が必要だ。

但し、製造業ISM指数の動向をみると、足元で輸出受注指数が軟調となる中でも、生産指数は拡大基調を維持している（第7図）。海外経済減速は輸出を一定程度下押しするとみられるが、この先、個人消費を中心とした内需が底堅さを増していく中で、企業の生産活動は堅調を維持すると見込まれる。



(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

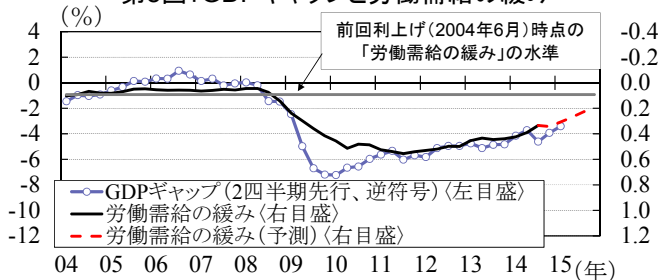
金融政策では、FRBは10月のFOMCで資産買入の終了を決定した。あわせて、利上げの開始時期は経済指標の結果次第であることを改めて強調し、引き続き実体経済の動静を幅広く見極めながら、慎重に出口戦略を進めていく姿勢を示している。労働市場では、「労働参加率」が過去最低水準で推移していることや、経済的理由によるパートタイム労働者等を含む「広義失業率」の改善が緩慢である点などから、需給の「緩み」が依然大きいことが示唆されるが、前述の通り、一部の雇用関連指標は改善ペースを加速させている。この先も緩やかな景気回復が持続する中、GDPギャップの縮小に遅行する形で労働市場の「緩み」は改善に向かうと想定される（第8図）。他方、物価面では、コアベースの消費者物価上昇率はFRBの目標水準2%を幾分下回る水準で安定しているものの、世界的なディス

インフレ懸念の高まり等を受けて、市場の期待インフレ率は低下傾向にある。家計のインフレ期待も足元にかけてやや低下しており、物価の下振れリスクには目配りしておく必要があるだろう。

長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込み

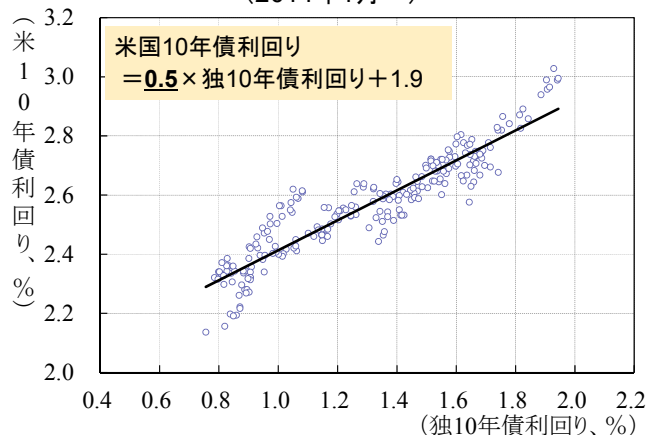
長期金利は、出口戦略の進展に伴い、徐々に上昇圧力が高まる見込みだ。もともと、当面は世界的なデフインフレ懸念が残存する可能性が高いこと、追加金融緩和の実施が予想される欧州の金利には下方圧力が強まり、米国金利の上昇も一定程度抑制されるとみられることなどから、長期金利の上昇ペースは緩やかとなる公算が高い（第9図）。

第8図：GDPギャップと労働需給の緩み



(注) 1. 『GDPギャップ』は、潜在成長率(議会予算局推計)と実際の成長率の乖離。
 2. 『労働需給の緩み』は、「失業率」、「労働参加率」、「平均失業期間」、「就業者」、「失業者に占める長期失業者(27週以上)の割合」、「広義失業率」、「失業者に占める自発的離職者の割合」について、2000年～2007年平均値からの乖離(失業率については、完全失業率との乖離)の標準偏差を推計したもの。
 3. 『労働需給の緩み(予測)』は、各構成指標が2014年3月～11月平均のペースで改善した場合。
 (資料) 米国商務省、議会予算局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：米国とドイツの10年物国債利回りの関係 (2014年1月～)



(資料) Bloomberg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 →

	2013				2014				2015				2013年	2014年	2015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、%）	2.7	1.8	4.5	3.5	▲ 2.1	4.6	3.9	2.4	2.5	2.6	2.7	2.5	2.2	2.3	2.8
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	2.2	2.7	2.7	2.8	2.9	2.8	2.4	2.3	2.7
住宅投資	7.8	19.0	11.2	▲ 8.5	▲ 5.3	8.8	2.7	4.1	4.3	4.5	4.8	4.6	11.9	1.5	4.4
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	9.7	7.1	5.6	6.4	6.7	7.2	7.0	3.0	6.2	6.7
在庫投資（寄与度）	0.7	0.3	1.5	▲ 0.3	▲ 1.2	1.4	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0
政府支出	▲ 3.9	0.2	0.2	▲ 3.8	▲ 0.8	1.7	4.2	0.2	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 2.0	▲ 0.1	0.4
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	▲ 0.5	0.6	1.1	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	▲ 0.2	▲ 0.1
輸出	▲ 0.8	6.3	5.1	10.0	▲ 9.2	11.1	4.9	4.7	5.3	5.6	5.7	6.7	3.0	3.3	5.7
輸入	▲ 0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.3	▲ 0.7	6.5	5.5	5.6	6.5	6.4	1.1	3.8	5.4
国内民間最終需要	3.4	2.3	2.9	4.2	1.0	3.8	3.0	3.2	3.4	3.4	3.6	3.5	2.8	2.8	3.4
名目GDP（前期比年率、%）	4.2	2.9	6.2	5.0	▲ 0.8	6.8	5.3	3.9	4.2	4.4	4.6	4.5	3.7	3.8	4.6
鉱工業生産（前期比年率、%）	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.7	3.3	2.5	3.0	3.2	3.3	2.9	2.9	3.9	3.2
失業率（%）	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	6.1	5.9	5.8	5.7	5.7	5.6	7.4	6.2	5.7
生産者物価（前年比、%）	1.5	1.5	1.2	0.8	1.6	2.8	2.4	1.5	0.7	0.7	1.4	2.5	1.2	2.1	1.3
消費者物価（前年比、%）	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.4	1.2	1.1	1.8	2.3	1.5	1.7	1.6
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,776	▲ 1,771	▲ 1,779	▲ 1,691	▲ 1,823	▲ 1,893	▲ 1,821	▲ 1,840	▲ 1,821	▲ 1,794	▲ 1,865	▲ 1,836	▲ 7,017	▲ 7,377	▲ 7,317
経常収支（億ドル）	▲ 1,055	▲ 1,061	▲ 1,013	▲ 873	▲ 1,021	▲ 985	▲ 990	▲ 1,001	▲ 974	▲ 938	▲ 1,001	▲ 964	▲ 4,003	▲ 3,998	▲ 3,878
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（%）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
10年物国債利回り（%）	2.0	2.0	2.7	2.7	2.8	2.6	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5	2.7	2.4	2.6	2.5

(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