

米国経済の見通し

～構造調整の進展とともに 2011 年後半から成長ペースが加速～

1. 景気の現状

景気は回復基調を維持

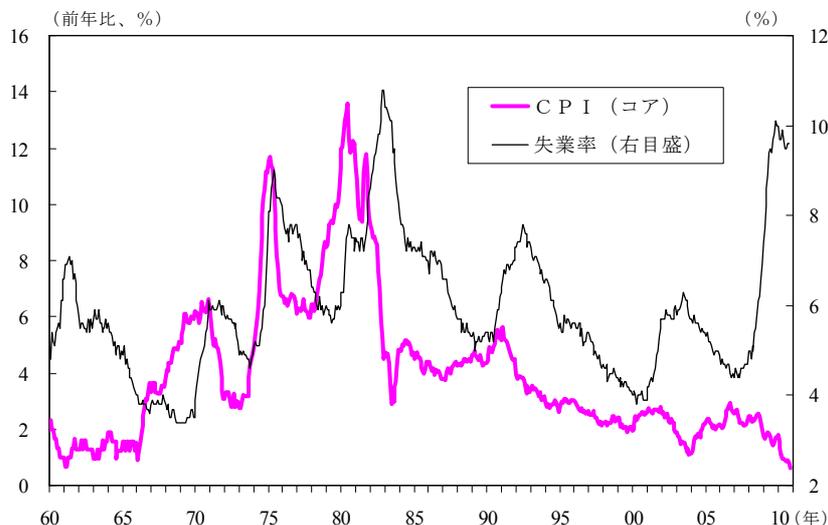
米国景気は回復基調を維持している。但し、回復ペースは緩慢で 7-9 月期の実質成長率は前期比年率 2.0% に止まった。4-6 月期の同 1.7% から小幅加速したが、国内民間最終需要の伸びは前期から半減（4.6% → 2.3%）した。個人消費が 2 四半期連続で年率 2% 台を維持して底堅さを見せたものの、住宅投資が減税の終了で 3 割近く減少、設備投資も一桁の伸びに減速した。

但し、回復ペースは緩慢

足元の成長ペースはデフレギャップを速やかに縮小させるには不十分で、失業率は 9% 台半ばで高止まりしている。大幅なデフレギャップによる物価下押し圧力から、物価も、エネルギー・食料品を除いたコア・インフレ率は 1957 年の統計開始以来の最低を更新している（第 1 図）。こうした現状に危機感を強めた連邦準備制度理事会（FRB）は 11 月の連邦公開市場委員会（FOMC）で追加緩和（QE 2）を決定した。

第 1 図：失業率と消費者物価上昇率

失業率と消費者物価上昇率



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

<概要>

2011 年前半～景気対策効果の剥落や構造調整圧力から成長率は伸び悩み

後半～構造調整の進展で民需の自律回復力が高まり成長率は加速

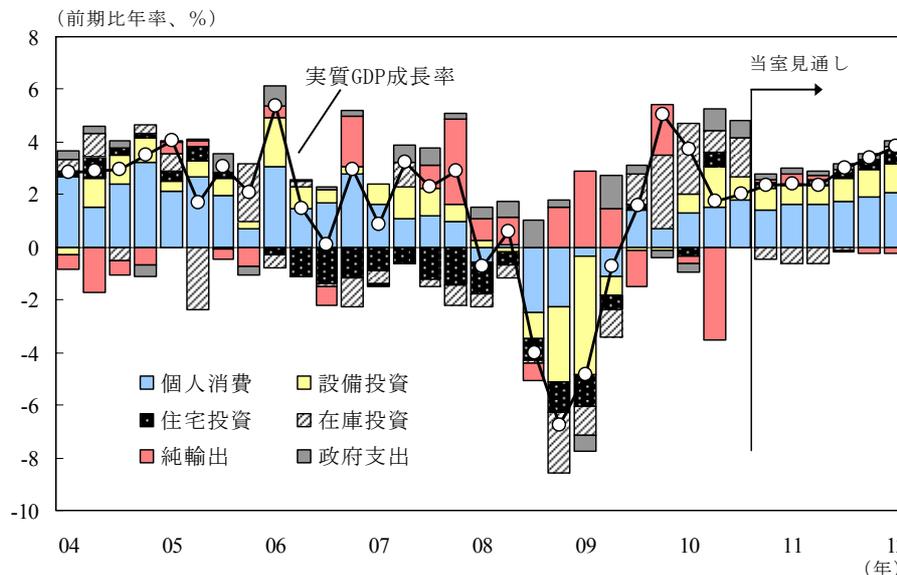
リスクは①過度の金融緩和の副作用、②規制強化によるマインド萎縮など

2011 年の前半は、景気対策効果の剥落や構造調整圧力の残存から成長率は 2% 台で伸び悩み見通しである。雇用の回復ペースは鈍く、失業率は引続き 9% 台に止まろう。雇用不安に加えてバランスシート調整圧力から個人消費の回復も緩慢となろう。住宅投資は過剰在庫の調整の遅れから低調が見込まれる。生産は、出荷・在庫バランスの悪化で春頃まで調整が継続するが、ドル安や堅調な新興国需要を背景とした輸出の下支えなどから調整は軽微に止まると予想される。設備投資は建設投資を中心に伸び悩み、物価は賃金上昇率の低下を主因に底這いが続くと思われる。

後半は、構造調整の進展に加えて、金融機能の回復により金融緩和の効果が顕現化し、民需の自律回復力が徐々に高まると予想される。成長率は 3% 台に加速する見通しである（2011 年通年の成長率は 2.4%）。個人消費はバランスシート調整圧力の緩和により力強さを増そう。住宅投資は引続き緩やかな回復に止まるが、設備投資は設備稼働率の上昇などから増勢が強まり、雇用も増加ペースが高まる見通しである。物価は賃金上昇率の下げ止まりから緩やかに底入れするが、大幅なデフレギャップを背景に FRB が安定とみなすレンジを引続き下回るとみられる。

2012 年に入ると家計のバランスシート調整がほぼ終了し、民需の自律回復力が一段と高まることから、成長率は通年でも 3% 台に回復すると予想される。リスクは、①過度の金融緩和がもたらす資源価格高騰やインフレ期待の上昇、②規制強化（医療保険改革、金融規制改革 etc.）による企業・家計のマインド萎縮、③世界的な保護主義の高まりなどである。

第 2 図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<詳細>

(1) 住宅市場

住宅市場はしばらく緩やかな回復に止まる

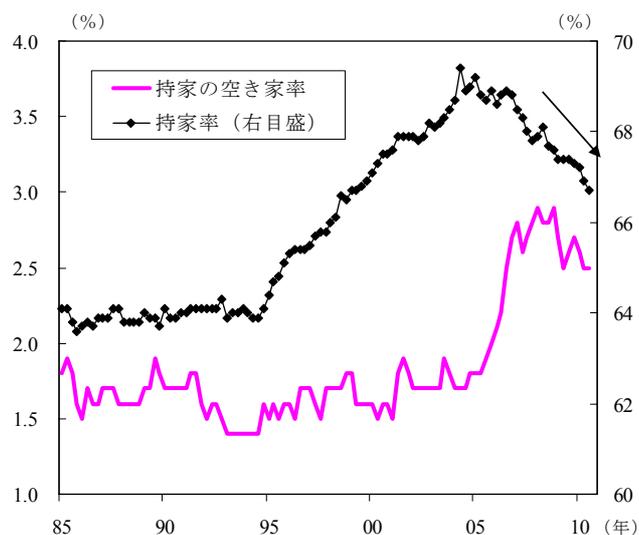
住宅市場の回復ペースはしばらく緩やかなものに止まると予想される。購買環境は引続き良好ながら、住宅販売の基調は弱いままである。①雇用不安が依然強い、②住宅減税でかなりの需要が先食いされた、③住宅ローン債務者の約4分の1がネガティブ・エクイティ（住宅価格がローン残高を下回る）の状態にあり買換えが難しい、④高水準の差し押さえが続き住宅価格の先安感が払拭できない、などが背景である。このうち、雇用不安や需要の先食いの影響は次第に薄れると見込まれるが、ネガティブ・エクイティや価格先安感の問題は解消に時間がかかりそうだ。持家率の低下には当面、歯止めがかからず、販売低迷で過剰在庫は高止まりが続く見通しである（第3図）。このため、住宅着工もしばらく低調な推移が予想される。

住宅市場はベビーブーマーの高齢化で中期的にみても厳しい

住宅市場は中期的にみても厳しい状況が続く見通しである。米国では2011年以降、ベビーブーマー世代（1946-64年生まれ、推定7800万人）が順次65歳を迎え、約20年に亘り高齢化が進展する。住宅購入の中心年齢層（25-64歳）の人口増加ペースが大きく鈍化する一方、住宅のネットの売り手である65歳以上人口^(注)の伸びが加速する結果、持家を中心に住宅需給の緩和が予想される（第4図）。このため、住宅投資が長期にわたって過去の平均を下回ることが懸念される。

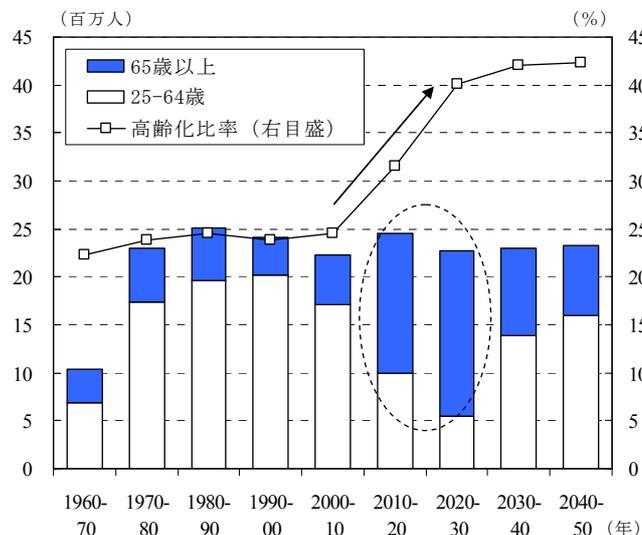
(注) 高齢になると子供と同居したり、老人ホームに移ったり、郊外の広い一戸建てから便利な都市部のアパート（貸家）へ住み替えたりで、持家を売り切るケースが増える。米国では65歳以上の年齢層は住宅の売却が購入を上回るネットの売り手となっている。

第3図：持家の空き家率と持家率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：25歳以上人口の推移と高齢化比率



(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

個人消費は当面、過去の回復ペースを下回る

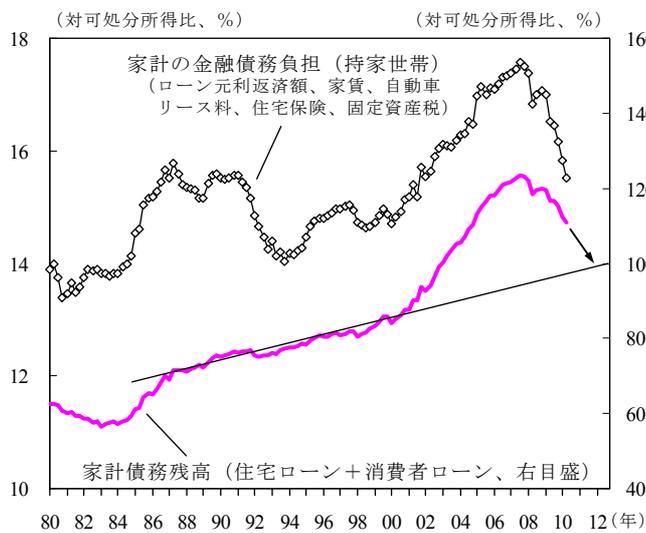
バランスシート調整圧力は2011年後半頃から弱まる見通し

個人消費は、足元、底堅さを維持しているものの、雇用不安を反映して消費マインドが低迷しており、当面は過去の回復ペースを下回ると予想される。力強さを増すのは2011年の後半以降とみられる。

個人消費伸び悩みの一因である家計のバランスシート調整には進展がみられる。家計の債務残高は順調に減少しており、返済負担も住宅バブル前の水準まで低下している（第5図）。もっとも、これには差し押さえの急増で貸出償却が進んだ影響もあり、割り引いて見る必要がある。実際にはバランスシート調整圧力はまだ残っており、例えば、住宅ローンの借換えでは、債務の返済を優先して残債を下回る金額で借り換える人の割合（Cash-In比率）が統計開始以来の最高水準に上昇している。バランスシート調整圧力は当面、残るとみられるが、債務残高が2011年末頃にはトレンド線に戻るとみられることもあり、2011年後半になると調整圧力が徐々に弱まって個人消費は力強さを増すことが期待される。

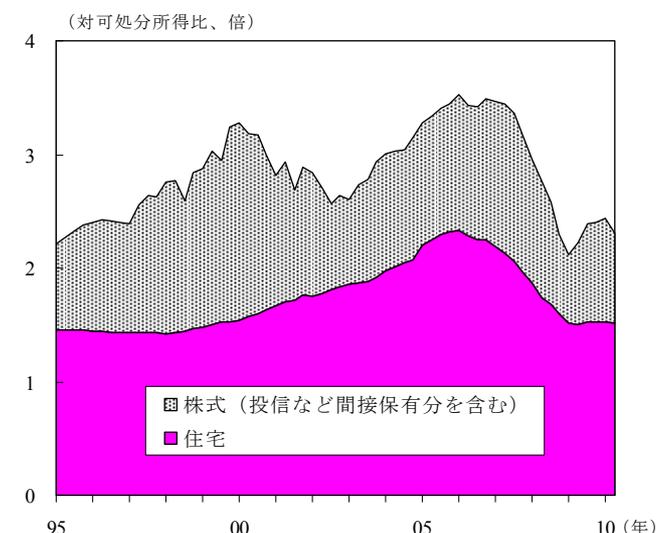
なお、QE2による資産効果については多くを期待できない。株価はQE2を織り込む過程で上昇しており一定の景気浮揚効果が見込まれるが、一方で住宅価格指数が2ヵ月連続で下落するなど住宅価格には再下落の兆しが出ている。住宅差し押さえの高止まりで住宅価格の先安感は根強く、株価に比べると値上がりは期待しにくい。家計資産に占める住宅のウェイトは株式の約2倍ある（第6図）。価格上昇による消費の押し上げ効果も各種経済モデルによれば住宅は株式の約1.5倍と大きい。このため、株価が上昇しても住宅価格が弱含むと消費の押し上げ効果は大きく減殺されてしまう。

第5図：家計の債務負担



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：家計の株式・住宅資産保有残高



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業部門

生産は当面、調整が続く

生産活動は、製造業の出荷・在庫バランスが限界的に悪化方向にあり、しばらく増勢鈍化が予想される。もともと、在庫率（在庫／出荷）の上昇は小幅に止まっており、調整は軽微となる可能性が高い（第7図）。来年初から春頃には調整が終了し、生産は再び増勢を強めよう。

設備投資もしばらく伸び悩み

設備投資は、7-9月期に建設投資が約2年振りに前期比増加に転じた。しかし、足元では再び商業不動産価格が軟調に推移しており、先行き不透明感が残っている。機械投資は堅調を維持しつつもリーマンショック後のペントアップ・ディマンド（先送りされた需要）の顕現化が一巡し、伸びは鈍化傾向にある。先行指標の資本財受注にピークアウト感が出ていること、生産調整の影響で設備稼働率が頭打ちとなっていることなどから、しばらく伸び悩みが見込まれる（第8図）。

来秋には、消費回復、稼働率上昇などを背景に設備投資・雇用の増勢が強まる見通し

但し、企業収益は底堅く、キャッシュフローに占める設備投資の比率が歴史的低水準にあるなど投資余力は十分にある。来年後半には個人消費が徐々に力強さを増し景気の先行き見通しが好転すると予想される上、生産の回復で設備稼働率も上昇が見込まれることから、設備投資は来年秋頃から徐々に増勢を強めるとみられる。また、設備投資の回復に伴い雇用の増加ペースも加速しよう。

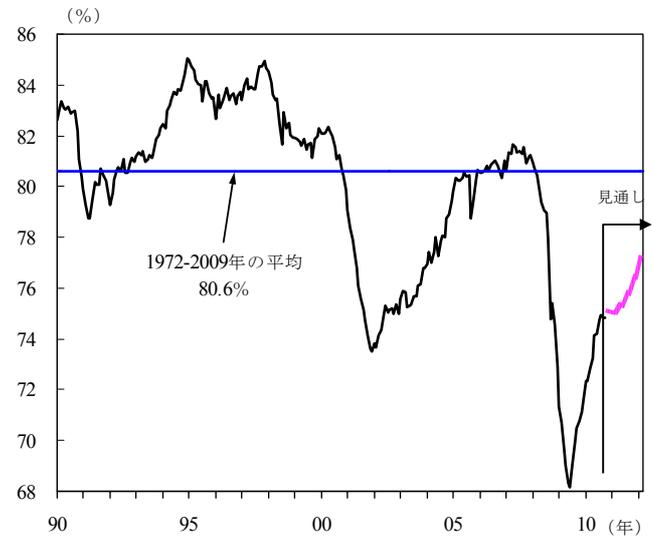
なお、企業は設備投資、雇用に慎重な理由として、個人消費低迷や、税制・規制面での不透明感などをあげている。中間選挙で大敗したオバマ政権は産業界との関係修復が課題となっているが、今後の政策対応により企業の不透明感を払拭することができるか注目される。

第7図：製造業在庫率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：鉱工業設備稼働率



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価動向

足元のインフレ率は安定レンジを下回り低下傾向

コア物価は、2011年中は安定レンジを下回る見通し

一方、商品市況など川上の物価には上昇リスク

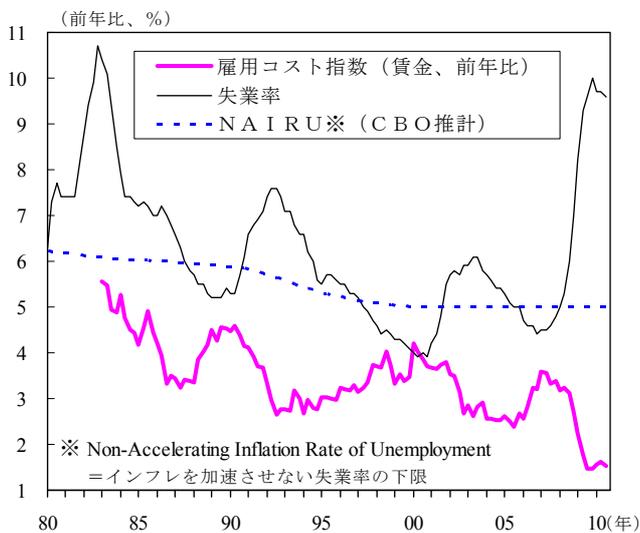
足元のインフレ率はFRBが安定とみなすレンジ（年率1%台後半）を下回り、さらに低下傾向にある。FRBが物価指標として重視するコア個人消費デフレーターは、今年初の前年比1.8%から9月は同1.2%まで低下している。

コア物価は当面、軟調に推移し、2011年中はFRBの安定レンジを下回った状態が続く見通しである。主因は賃金コストの低下である。賃金上昇率は基本的に失業率と逆相関にあるが、足元の失業率がNAIRU（インフレを加速させない失業率の下限）を大きく上回っていることから、賃金上昇率が加速する可能性は小さい（第9図）。職種、地域等、需給のミスマッチからNAIRUが上昇している可能性はあるが、それを考慮しても労働需給が大幅な緩和状態にあることは変わらないとみられる。FRBも構造要因によるNAIRUの上昇は限定的と判断している。失業率はしばらく高止まりが予想されることから、コア物価がFRBの安定レンジに戻るのには2012年に入ってからと予想される。

一方、商品市況などの川上の物価や、エネルギー・食料品を含めた全体のインフレ率には上昇リスクがある。FRBの量的緩和に伴うドル安や過剰流動性の急激な流入により、資源価格が高騰する懸念は強い。その結果、現在は安定している市場のインフレ期待が上昇し、FRBの金融緩和の足枷となるリスクもある（第10図）。

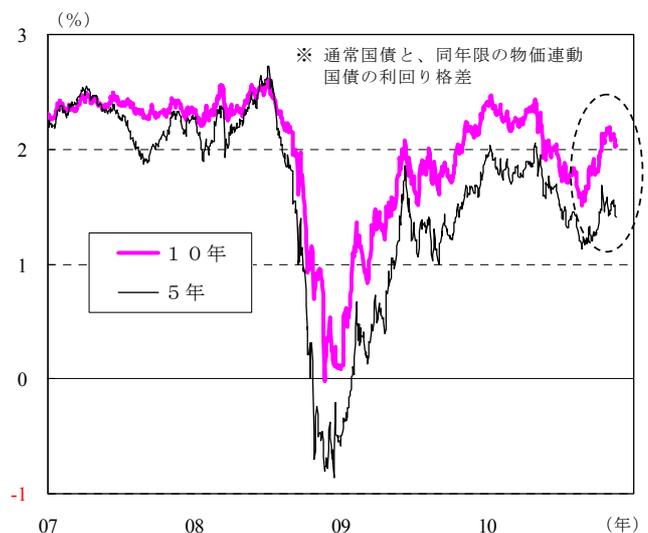
なお、大幅なデフレギャップの下、需給が緩和しているため、川上の物価上昇が川下に転嫁されることは見込みにくい。コア物価への影響は限定的となり、景気にはデフレ的に作用するとみられる。

第9図：失業率と賃金コスト



（資料）米労働省、議会予算局（CBO）より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：市場が織り込む期待インフレ率



（資料）Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 中間選挙の結果と景気への影響

中間選挙では民主党が歴史的な大敗

中間選挙では事前の予想通り、民主党が歴史的な敗北を喫した。下院では60議席以上を失った結果、過半数を割り込み少数党に転落した。上院では過半数を維持したものの、共和党との議席差が縮まり、議会運営は一段と厳しくなった。また、州知事選でも大敗し、勢力の逆転を許した（第1表）。

大型の景気対策発動は困難に

今後、「ねじれ議会」の下でオバマ政権の政策遂行力が大きく低下することは避けられず、大型の景気対策を発動することも非常に難しくなった。元々、共和党は財政支出の拡大や大きな政府には反発が強いが、保守色の強いティーパーティー運動の躍進でこうした傾向が一段と強まっている。減税では、民主党と共和党が歩み寄る余地はあるものの、財源で合意することは難しく、ティーパーティー運動支持層を中心に財政赤字拡大に対する抵抗が強いため、減税規模は限られよう。但し、今年末で期限が切れるブッシュ減税（2001、2003年実施）については、オバマ大統領は世帯年収25万ドル以上（単身では20万ドル以上）の富裕層には延長を認めない方針だったが、富裕層を含めた延長を求めている共和党に譲歩し、全面的な延長を行う可能性が出てきた。この点は景気にとってプラスの要因となる。

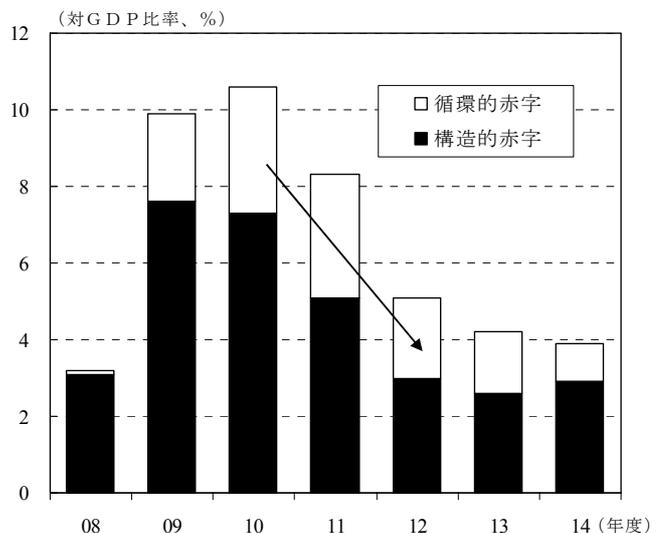
財政は、2009年の大型景気対策（American Recovery and Reinvestment Act of 2009）の効果剥落から、2011年、2012年と景気には抑制的に作用することが見込まれる（第11図）。このため、景気対策では引続き、金融政策に負担がかかる見通しである。

第1表：中間選挙の結果（11月18日現在）

上院(100議席)			
	改選前	改選後	増減
民主党	57	53	▲4
共和党	41	46	+5
独立系	2		
未決定		1	
下院(435議席)			
	改選前	改選後	増減
民主党	255	189	▲66
共和党	178	239	+61
空席	2		
未決定		7	
州知事(50州)			
	改選前	改選後	増減
民主党	26	19	▲7
共和党	24	29	+5
独立系		1	
未決定		1	

(資料) The Washington Post より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：構造的財政赤字と循環的財政赤字



(資料) 米行政管理予算局 (OMB) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 金融政策

FRB が追加緩和 (QE2) を決定

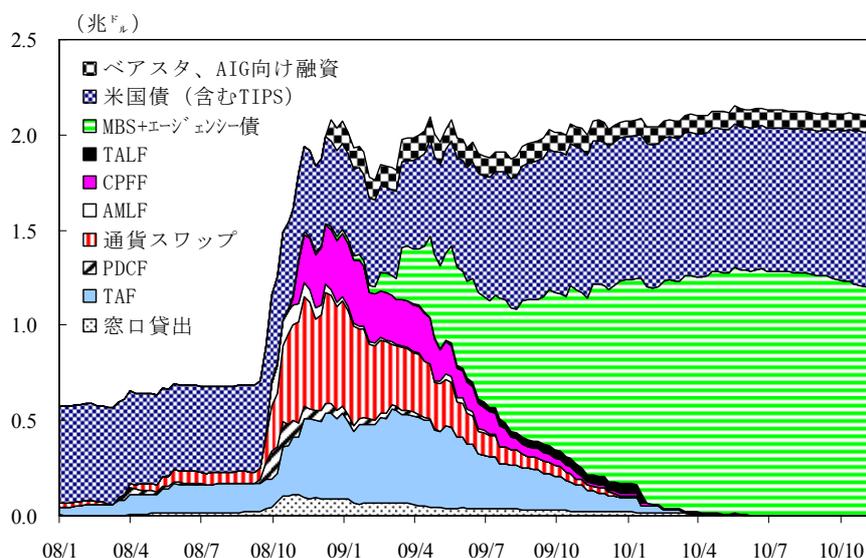
2011年6月末までに6000億ドルの米国債を購入予定

FRBは11月のFOMCで米国債の追加購入を決定し、量的緩和第2弾(QE2)の実施に踏み切った。QE2については、効果が不確実なことやコストが大きい(将来のインフレリスク等)ことなどを理由にFOMCメンバーの中でも慎重論が少なくなかった。今回の会合でも激しい議論があったと推測されるが、FRBの2つの使命(物価安定と最大雇用の達成)から大きく外れた経済の現状に危機感を強めたバーナンキ議長が指導力を発揮したとみられる。

量的緩和策は既に第1弾(QE1)が実施済みである。2008年末にスタートし、米国債、住宅ローン担保証券(MBS)、エージェンシー債を合わせて1.7兆ドル強購入して今年3月末で終了した。QE1では金融市場が強いストレス下にあったため1.7兆ドルという巨額の買い入れが行われた。今回は、金融市場の安定に加えて金融政策の柔軟性を損なわないよう、6000億ドルという比較的小額で始めてFOMCごとに購入ペースと購入総額を見直す方法が採用された。購入される米国債はMBSの平均満期に近い残存期間5-6年の債券が中心で、住宅ローン金利の押し下げ効果を期待しているとみられる。なお、FRBの資産規模は現在、約2兆ドルと未曾有の水準に拡大しているが、QE2により2011年6月末までに2.5兆ドルを超えることが予想される(第12図)。

QE2には、長期金利低下や資産価格上昇などの経路を通して景気を刺激し、物価下落圧力を緩和する効果が期待されている(ポートフォリオ・リバランス効果)。ニューヨーク連銀では、QE1による長期金利の押し下げ効果を0.30~1.00%と試算しているが、QE1導入時に市場の

第12図：FRBの資産残高と内訳



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

QE2 に即効性は期待できないが、金融機能の回復や構造調整の進展に伴い、効果が顕現化

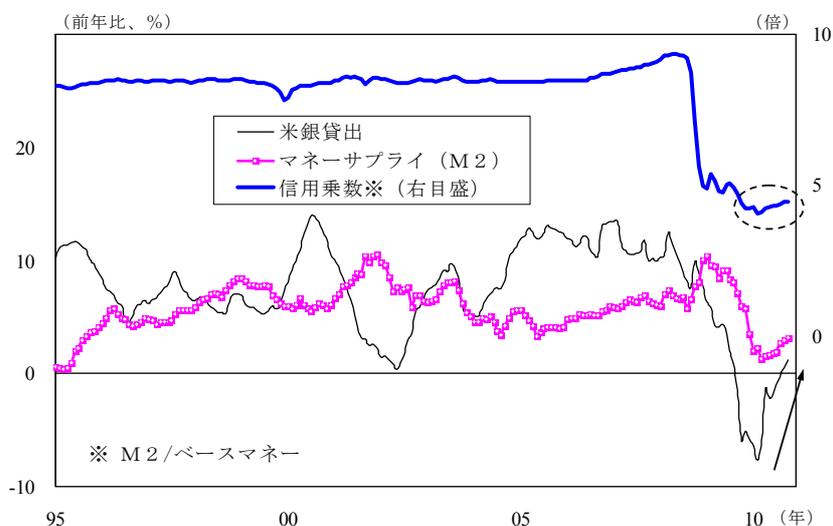
流動性が低下していたことが大きな効果を得られた要因であると分析している。この点、金融市場が安定を取り戻した現状では、QE2による長期金利の押し下げ効果はQE1に比べて限定的になるとみられる。

景気浮揚効果についても過度の期待は禁物である。前述のように住宅ローン債務者の約4分の1がネガティブ・エクイティの状況にあり、住宅ローン金利が下がっても住宅の買換えやローンの借換えは難しく、住宅投資や個人消費に対する刺激効果は限定的となる。また、資産価格の上昇も、家計がバランスシートの修復を優先している下では消費刺激効果が減殺されよう。このため、景気・物価指標が早期に上向くことは期待しにくい。

一方で、明るい材料もある。金融危機により遮断された金融緩和の波及経路が修復されつつあることだ。米銀の貸出態度厳格化に歯止めがかかり貸出の伸びが底打ち、マネーの伸びも回復しつつある。この結果、大幅に低下した信用乗数にも底打ちの兆しが出ている（第13図）。こうした金融機能の回復に加え、家計のバランスシート調整などの構造調整が進展するのに伴って、QE2の実体経済への効果が徐々に顕現化すると予想される。こうした効果が期待される2012年には、コア物価がFRBの安定レンジに戻り、失業率も8%を下回るなど、FRBが出口政策を本格化させる環境が整うとみられる。

なお、QE2にはリスクもある。QE2による過剰流動性が商品市場や途上国に流入して世界経済を不安定にしかねない面があり、途上国などから強い批判を受けている。

第13図：貸出、マネーサプライと信用乗数



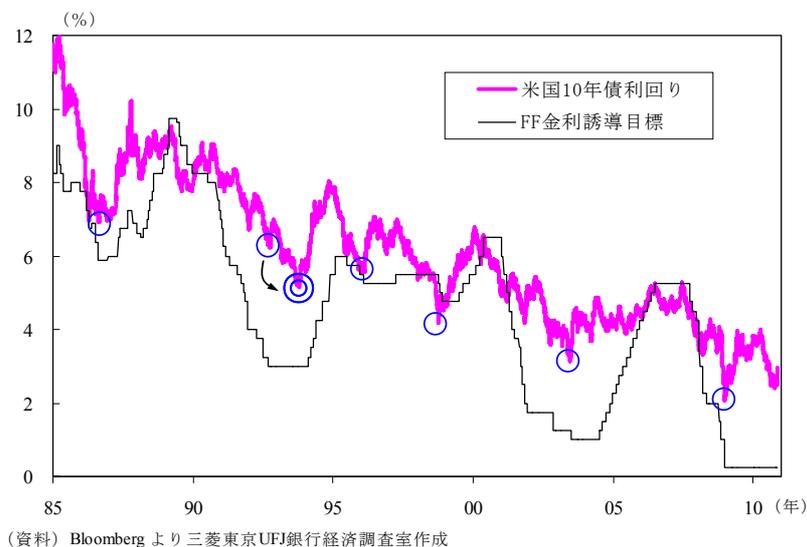
(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(7) 長期金利

長期金利は2011年秋頃から本格上昇の見通し

過去、長期金利は最後の利下げ前後から上昇基調に転じることが多かった(第14図)。例外は1990年代の前半である(当時の経済情勢は、米銀のバランスシート毀損による信用逼迫で景気回復が遅れるなど、現在と似た面があった)。1992年9月にFRBが最後の利下げを行った直後に長期金利はいったん上昇したが、その後、景気回復がもたつきインフレ率も低下したため長期金利は再び低下基調に戻った。金利が本格上昇に転じたのは利上げ開始の4ヵ月前だった。今回も、QE2実施後に金利には上昇圧力がかかっているが、景気・物価指標が早期に上向く可能性は低いとみられることから、長期金利が本格的に上昇するのは、市場が利上げを織り込み始める2011年秋以降になると予想される。

第14図：FF金利誘導目標と長期金利



(山中 崇)

(円ドル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：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@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<http://www.bk.mufg.jp>でもご覧いただけます。

米国経済金融見通し

平成22年（2010年）11月19日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2009				2010				2011				2012	2009	2010	2011
	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	実績	見通し	見通し
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	▲3.9	▲0.4	2.3	4.7	4.8	3.7	4.2	4.0	4.1	4.1	4.9	5.2	5.8	▲1.7	3.8	4.2
実質GDP	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.0	2.3	2.4	2.3	3.0	3.4	3.8	▲2.6	2.7	2.4
個人消費	▲0.5	▲1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.6	2.0	2.3	2.3	2.5	2.7	3.0	▲1.2	1.6	2.3
設備投資	▲35.2	▲7.5	▲1.7	▲1.4	7.8	17.2	9.8	8.0	7.0	7.0	8.0	10.0	10.0	▲17.1	5.7	8.4
住宅投資	▲36.2	▲19.7	10.6	▲0.8	▲12.3	25.6	▲29.1	10.0	0.0	10.0	15.0	15.0	20.0	▲22.9	▲2.9	3.4
在庫投資(2005年連鎖価格)	▲1258	▲1618	▲1282	▲367	441	688	1155	1005	805	605	555	555	605	▲1,131	822	630
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.1)	(▲1.0)	(1.1)	(2.8)	(2.6)	(0.8)	(1.4)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.7)	(1.5)	(▲0.1)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲3,892	▲3,420	▲3,908	▲3,301	▲3,384	▲4,490	▲5,149	▲5,106	▲4,953	▲4,907	▲4,925	▲4,997	▲5,083	▲3,630	▲4,532	▲4,946
（同、前期比年率寄与度）	(2.9)	(1.5)	(▲1.4)	(1.9)	(▲0.3)	(▲3.5)	(▲2.0)	(0.1)	(0.5)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	(1.1)	(▲0.7)	(▲0.3)
政府支出	▲3.0	6.2	1.6	▲1.4	▲1.6	3.9	3.3	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.6	1.1	1.5
最終需要(国内民間)	▲7.2	▲3.0	1.8	0.6	2.1	4.6	2.3	3.0	2.8	3.1	3.6	4.0	4.4	▲4.2	2.0	3.1
鉱工業生産	▲17.6	▲10.3	8.3	7.0	7.1	7.1	5.2	1.5	▲0.5	2.0	3.0	4.0	5.0	▲9.3	5.5	2.2
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.6	9.5	9.4	9.2	9.0	8.8	8.5	9.3	9.6	9.1
生産者物価（前年比）	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.4	4.8	4.4	3.8	2.7	0.7	1.3	1.7	2.0	2.7	▲2.6	3.9	1.4
消費者物価（前年比）	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	1.8	1.2	1.0	0.9	1.4	1.4	1.5	1.6	▲0.4	1.6	1.3
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,212	▲1,135	▲1,321	▲1,401	▲1,513	▲1,696	▲1,711	▲1,890	▲1,890	▲1,900	▲1,940	▲1,980	▲2,030	▲5,069	▲6,810	▲7,710
経常収支	▲956	▲844	▲975	▲1,009	▲1,092	▲1,233	▲1,247	▲1,427	▲1,427	▲1,437	▲1,477	▲1,517	▲1,567	▲3,784	▲4,999	▲5,857
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（3カ月物）	1.7	1.3	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0	0.5	0.4
国債流通利回り（10年物）	2.7	3.3	3.5	3.5	3.7	3.5	2.8	2.6	2.6	2.7	2.8	3.2	3.3	3.3	3.1	2.8

(注) ・在庫投資と純輸出は年率換算した実績。

・FFレート誘導目標は期末値。

・その他の金利は期中平均値。ユーロドル金利はLIBORレート。

照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL:03-3240-3204 E-mail:koji_sakuma@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 <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。