

# 米国経済の見通し

～「財政の崖」は回避も、財政再建が当面の成長ペースを抑制～

## 1. 景気の現状

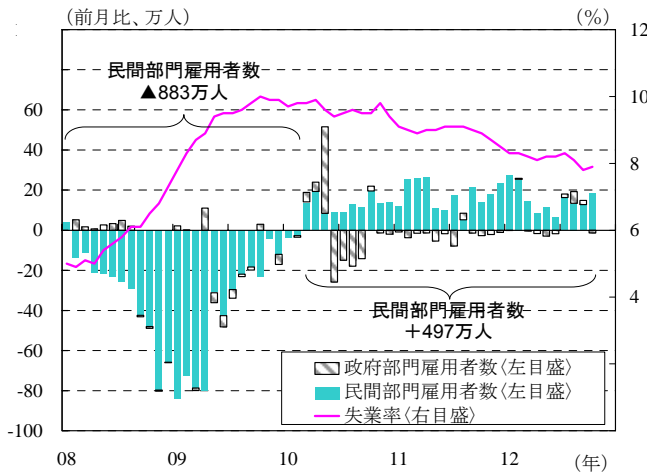
景気回復は依然として道半ば

米国では、2009 年 6 月の景気の谷から拡大期間が 3 年を越えたが、回復は依然として道半ばの状況である。後退期間の景気の落ち込みが大きかったうえに、その後の回復ペースもごく緩やかに止まっている結果、雇用者数は景気後退期に減少した分の 6 割弱しか回復しておらず、失業率は 8% 程度と今なお高水準である（第 1 図）。

景気回復の中身は足元で変化

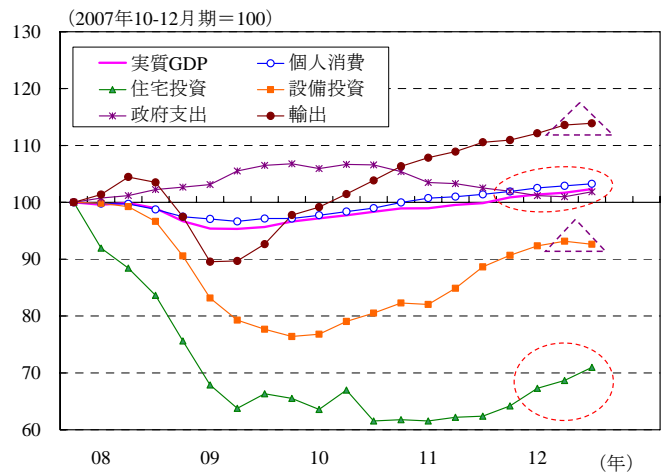
景気回復の中身については、このところ変化しつつある。これまでの回復過程では、住宅バブル崩壊とバランスシート調整を受けて家計部門が低迷する一方、新興国を中心とした海外経済の拡大によって、輸出や設備投資など企業部門が堅調に推移してきた。現状は逆に、海外景気の鈍化を受けて輸出が減速し、設備投資も 6 四半期ぶりに減少するなど、製造業を中心に企業部門で停滞感が強い（第 2 図）。一方、個人消費は底堅さを増しつつあり、住宅市場では住宅価格が底を打ったとみられるほか、住宅投資が依然低水準ながら 6 四半期続けて増加するなど改善の動きが安定化しつつある。企業部門と対照的に、家計部門は比較的良好な状態だ（第 2 図）。

第1図：雇用者数と失業率



（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2図：実質GDP



（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

成長率は 2%台が  
続く

米国経済は、構造調整の進展などもあり徐々に底堅さを増すものの、海外景気の低迷や財政からの下押し圧力により、実質 GDP 成長率は 2013 年後半でも前期比年率+2%台に止まる見通しである（第 3 図）。

内需は底堅く推移  
も力強い成長の牽  
引までは期待でき  
ず

内需の柱である個人消費と住宅投資は、過去数年間の重石となってきた諸々の構造調整が一定程度進展したことで、底堅く推移する見込みである。しかしながら、欧州など海外景気の低迷持続は、米国からの輸出や米国内での設備投資を抑制する方向に作用し続けるであろう。

現環境下では、内需の回復を起点とした力強い成長は難しいとみられる。今次景気回復局面は、家計がバランスシート調整中のなか、企業は労働分配率引き下げなどで国際競争力を強化し、外需を取り込んできた格好である（第 4 図）。足元でやや持ち直しているとは言え、依然として家計はバランスシート調整途上で正常化への道半ばである。加えて、労働分配率低下の結果、所得・消費の好循環は以前より強まり難い状況となっており、外需の不振を完全に補うほどの力強さは期待できない。

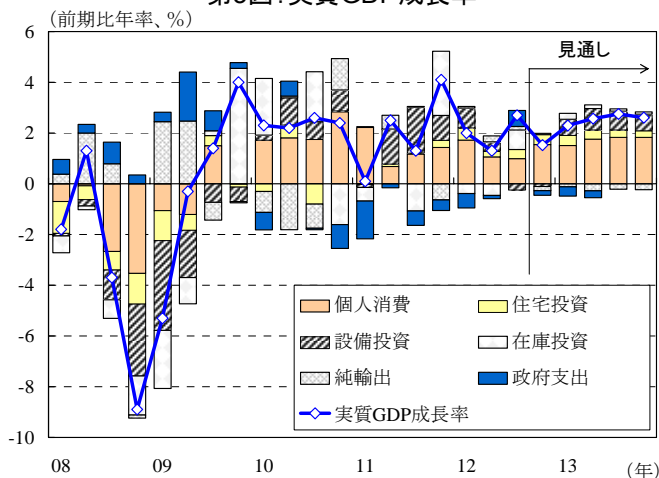
財政支援の早期取  
り外しは困難

なお、本見通しに際しては、少なくとも来年に限っての意図せざる急激な財政緊縮、いわゆる「財政の崖」は何とかギリギリのところで回避されることを前提としている。経済の本格回復が見込めないなか、財政再建は緩やかなペース（＝公的債務残高の急拡大を押し止める程度のペース）にならざるを得ないものと予想されるからである。この場合、景気への下押し圧力は「財政の崖」が全面的に実現する場合と比べて小さくなるものの、それでも財政再建自体の必要性がなくなるわけではない。段階的な財政再建の実行は今後も長期にわたり経済成長の下押し圧力となる。

主な下振れリスク  
は財政関連

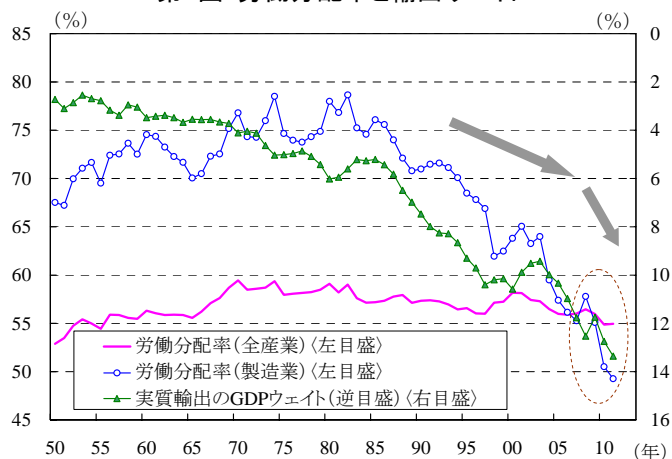
景気の下振れリスクとしては、①「財政の崖」回避や財政再建の議論紛糾による不透明感の増大、②「財政の崖」、急激な財政緊縮の全面的な実現、③欧州債務問題の一段の深刻化・中国経済の失速、などが挙げられる。なかでも、財政絡みの動向がポイントである。政府部門は、リーマン・ショック以降に各種景気対策などを通じて、民間家計部門の過剰負債を実質的に肩代わりしてきたと言える。家計負債が一定程度減少し、そこからのリスクが減じつつある一方、政府部門に起因する下振れリスクが高まっている状況だ。

第3図: 実質GDP成長率



(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4図: 労働分配率と輸出ウェイト



(注)『労働分配率』は、雇用人報酬を付加価値で除したものの。  
(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) 大統領・議会選挙を経て焦点は財政運営へ

オバマ大統領再選・議会支配構造不変で、概ね現状政策が継続へ

11月6日の大統領選挙では、オバマ大統領が再選された。議会選挙では引き続き、上院では民主党、下院では共和党が過半となったが、民主党が上下院でわずかながらも議席数を伸ばしている。このため、経済政策は概ね現状維持となるも、やや民主党寄りの運営が予想される(第1表)。

当面の焦点は財政運営

当面の政策の焦点は財政運営であり、具体的には「財政の崖」対応である(第2表)。「財政の崖」は、それが全面的に顕在化すれば景気後退に導きかねない一方、完全に回避すれば(来年に緊縮的な財政運営を全く行わずに先送りすれば)米国債が格下げされるなど財政懸念が強まるリスクがある。双方向へバランスをとった解決策が求められ、円滑な「財政の崖」回避は容易なことではない。

また、「手続き」面も回避の障害になる可能性がある。例えば、「財政の崖」の一部を成す歳出の強制削減措置は、債務上限と密接に関連している。連邦債務は年末に債務上限に到達し、来年2月か3月にも債務上限の引き上げが必要と見込まれる状況にあるが、現状の債務上限は、昨年成立した財政管理法により、強制削減措置を条件に引き上げられた経緯がある(注)。強制削減措置を停止しつつ、ここから一段と債務上限を引き上げるとは、昨年成立させた財政管理法から大きく逸脱することになり、政治的なハードルは高いであろう。

「財政の崖」回避に向け両党は歩み寄りの姿勢

とは言え、経済情勢が緊縮財政に耐えうる状況でないことが徐々に明らかになるなか、少なくとも当面のところに関しては、「財政の崖」は何とか回避される方向へ情勢が進みつつある。選挙後には、両党ともに「財政の崖」回避に向けて歩み寄りの姿勢をみせているほか、廃止が最も濃厚であった給与税減税についても、延長方向で議論が進んでいる。このため、合計 6,000 億ドル程度の「財政の崖」のうち、顕在化するのは富裕層向け所得税減税廃止などを中心に 1~2 割程度に止まろう。

段階的な財政再建実施は不可避

ただし、中期的な財政再建策の策定と着実な実施は不可避である。財政再建ペースは、①経済の本格回復が見込めないこと、②下院共和党が主張してきた急激な財政再建策は選挙戦で否定されたことなどから、オバマ大統領の予算教書に近い緩やかなペースが見込まれる。それでも、経済成長に対しては年▲0.4%程度の下押しが当面続こう。

なお、このような緩やかな財政再建ペース下では、公的債務残高が高水準で横這うこととなる。財政懸念を強めないためにも、信頼性の高い中期的な財政再建策の策定は必須であり、この点に関しても注視が必要だ。

(注) 2011 年財政管理法は 2 段階から成り立っている。第一段階では、裁量的支出の 10 年間で 9,170 億ドル削減を決定するとともに、債務上限を昨年秋に 9,000 億ドル引き上げた (14.29 兆ドル→15.19 兆ドル)。第二段階では、議会に新設した特別委員会が財政赤字削減策のとりまとめに失敗したため、1.2 兆ドル規模の財政赤字自動削減策を成立させるとともに、債務上限を今年に入り 1.2 兆ドル引き上げた (15.19 兆ドル→16.39 兆ドル)。

第1表:オバマ大統領・民主党の政策方針

財政運営方針	10年間で3兆ドルの赤字削減(歳出削減と富裕層向けの増税実施)	
税制	法人税率	35%から28%へ引き下げ(製造業は25%以下に)
	所得税率	富裕層を増税(最高税率35%→39.6%)
	キャピタルゲイン・配当税率	キャピタルゲイン税は20%へ引き上げ、配当税は所得税水準へ戻す(最高税率39.6%)
	その他	米国内で雇用創出した製造業への税率引き下げ、米国企業の海外利益に対する国際最低税の導入
社会保障改革	2014年に全面実施	
雇用	今後4年で製造業雇用を100万人増加(製造業支援、中小企業減税、クリーンエネルギー投資等)	
住宅	既存住宅対策の継続・強化	
金融政策	(直接的な言及はなし)	
貿易政策	FTA・TPP推進	
中国(人民元)	為替操作国への認定見送り(実質ベースでの人民元上昇を評価)	
金融規制改革	着実に実施	
エネルギー	2020年までに原油の純輸入量を半減、2035年までにクリーン・エネルギーの割合を80%へ引き上げ	

(資料) 民主党綱領等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:「財政の崖」の概要

	影響額(億ドル)	名目GDP比(%)	2013年の実質GDPへの影響(%)	両党のスタンス
個人所得税減税および代替ミニマム税軽減措置の終了	2,210	1.4	▲1.4 (うち富裕層部分は▲0.15)	共和党は恒久化、民主党は富裕層のみ増税
その他税制優遇措置の終了	650	0.4		-
給与税減税の終了	950	0.6	▲0.75	共和党議員から反対が多い
緊急失業保険給付の終了	260	0.2		共和党は、民主党に比べ短めの給付期間を主張
歳出の強制削減措置の発効	650	0.4	▲0.75	国防費が50%を占めるため主に共和党が反対
医師に対するメディケア診療報酬の支払額削減	110	0.1		-
医療保険改革による増税	180	0.1	▲1.0	-
その他の歳入と歳出の変化	1,050	0.7		-
計	6,060	3.9	▲3.9	-
経済状態の変動を通じた歳入と歳出の変化	▲470	▲0.3		-
合計	5,600	3.7	-	-

(資料) 米国会予算局資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 金融政策と長期金利

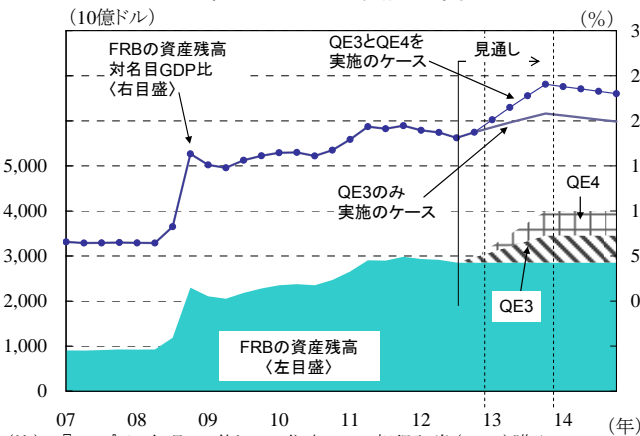
QE3 は来年を通じて継続へ

金融政策では、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）で追加緩和（QE3）が決定された。FRBは、失業率を重視し緩和に積極的なスタンスを強めており、QE3は少なくとも来年を通して継続されそう（第5図）。また、年末にはオペレーションツイストの期限が到来するが、短期国債の売却を伴わず、長期国債購入のみを実施する形へ変更して継続される可能性が高まってきている（QE3.5やQE4と呼ばれる可能性も）。このような追加緩和実施により、将来的な政策金利引き上げのタイミングは、大きく後ずれしたと言えよう。

長期金利は低めの水準で推移

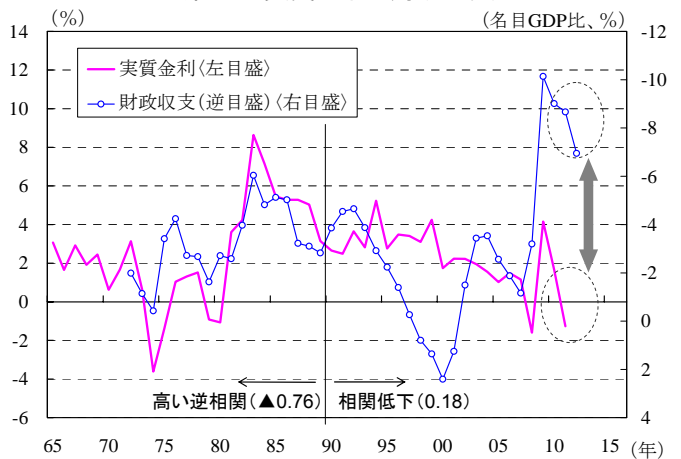
長期金利は、景況感改善に伴う金利上昇圧力がかかる一方、政策金利がゼロ近傍で推移し、財政状況悪化からの金利上昇圧力も限られるなか、当面は低水準が続く見通しである（第6図）。

第5図：FRBの資産残高



(注)1. 『QE3』は、毎月400億ドルの住宅ローン担保証券(MBS)購入。  
2. 『QE4』は、毎月450億ドルの長期国債購入と想定。  
(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：実質金利と財政収支



(注)『実質金利』は、10年物国債利回りから消費者物価上昇率を引いたもの。  
(資料)米国財務省資料、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 →

(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	1.3	2.7	1.5	2.3	2.6	2.8	2.6	1.8	2.2	2.3
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	1.4	2.2	2.1	2.5	2.6	2.6	2.5	1.9	2.2
住宅投資	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.5	14.2	15.0	15.0	13.0	10.0	9.0	▲1.4	12.0	13.1
設備投資	▲1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	3.6	▲2.2	▲1.0	6.0	8.0	7.0	6.0	8.6	7.0	4.0
在庫投資(2005年連鎖価格)	303	275	▲43	705	569	414	613	630	710	760	790	820	310	557	770
(寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(2.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(0.8)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(0.2)
純輸出(寄与度)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(▲0.6)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	1.1	0.0	4.0	4.0	4.5	5.0	6.7	3.5	3.1
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.8	0.1	1.0	4.0	5.0	5.0	5.5	4.8	2.9	3.3
政府支出	▲7.0	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.5	▲1.0	▲2.0	▲1.5	0.0	0.0	▲3.1	▲1.4	▲0.6
実質最終需要(国内民間)	2.5	2.6	3.7	3.2	3.6	2.0	1.3	2.2	3.0	3.5	3.4	3.3	3.1	2.8	2.8
名目GDP	2.2	5.2	4.3	4.2	4.2	2.8	5.5	3.2	4.1	4.4	4.8	4.7	4.0	4.1	4.2
鉱工業生産	4.4	1.2	5.6	5.1	5.9	2.3	▲0.0	▲0.0	2.0	2.7	3.2	2.8	4.1	3.6	1.7
失業率	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.1	8.2	8.2	8.1	7.9	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	1.0	1.5	1.8	1.7	3.3	2.5	2.6	6.0	1.9	2.5
消費者物価(前年比)	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.8	1.6	2.0	1.9	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	▲1,943	▲1,858	▲1,742	▲1,860	▲1,865	▲1,870	▲1,875	▲1,880	▲7,384	▲7,403	▲7,490
経常収支	▲1,200	▲1,191	▲1,082	▲1,187	▲1,336	▲1,174	▲1,057	▲1,175	▲1,180	▲1,185	▲1,190	▲1,195	▲4,659	▲4,742	▲4,751
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
ユーロドル金利(3カ月物)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
国債流通利回り(10年物)	3.5	3.2	2.4	2.0	2.0	1.8	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4	2.8	1.8	2.1

(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。