

# 米国経済の見通し

～住宅・労働市場の改善が進むなか、内需を中心に回復持続～

## 1. 米国経済の現状

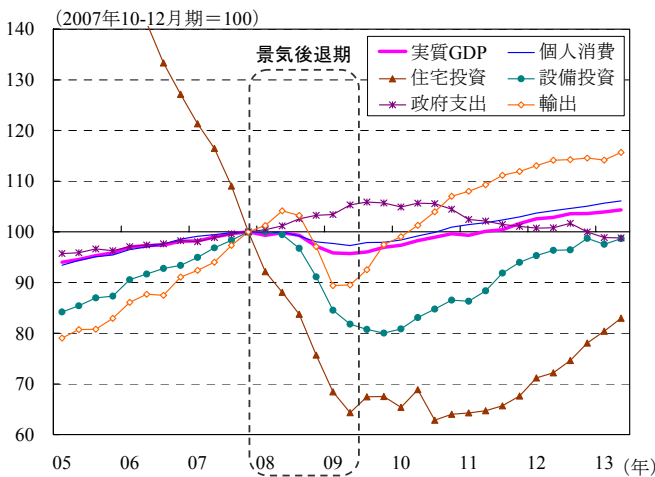
成長ペースは依然として緩やかながら、着実に回復方向

米国経済は緩やかながら回復基調を辿っている。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.7%。昨年 10-12 月期に同+0.1%まで減速した後、1-3 月期(同+1.1%)に続いて持ち直した格好である。最終需要項目別にみると、引き続き住宅投資の急伸が目立った(4-6 月期に前期比年率+13.4%、4 四半期連続で同+10%を超える伸び)。確かにその水準は前回の「景気の山」(2007 年 10-12 月期)を大きく下回るなど依然低位だが、着実に正常化しつつあることは間違いないようだ(第 1 図)。このほか、個人消費は鈍化したものの、まだまだ底堅いと言えるレベル感。設備投資と輸出は前期比プラスに転じ、政府支出の減少幅も縮小した。

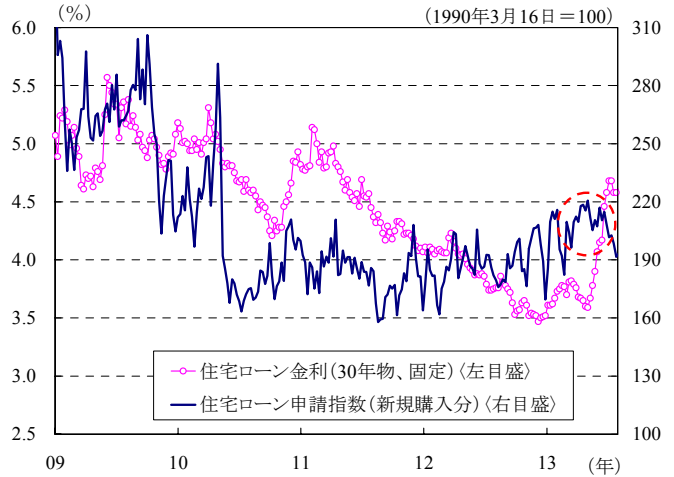
足元でも雇用、住宅市場を中心に回復が継続

7 月以降の動きも悪くない。直近の雇用統計では、同月の非農業部門雇用者数が前月比+16.2 万人と引き続き増加し、失業率も同▲0.2%ポイント低下・改善した。雇用者数の増加ペースで言えば、年初来の平均は同+19.2 万人と、依然、昨年を上回る走りとなっている。また、住宅関連では、金利上昇に伴う借り換えローン需要の減少が幾分か窺われるが、新規購入ローンの需要はこれまでのところ未だ安定している模様である(第 2 図)。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



第2図: 住宅ローン金利と住宅ローン申請指数の推移



## 2. 今後の見通し

### (1) 実体経済

米国経済の成長率は、今年が約+2%、来年が+2%台半ばの見通し

先行きを展望すると、引き続き内需を中心とした景気回復が見込まれる。住宅、労働市場の正常化をはじめとした構造調整の進展が支えとなるほか、年初の給与税増税や富裕層向け増税など各種増税が消費者マインド等へ及ぼした悪影響も、時間の経過とともに剥落してくる公算が大きい。また、財政再建に伴う下押し圧力は先々まで残り続けるとしても、その下押し度合いは徐々に逓減すると想定される。こうした結果、実質 GDP 成長率は年後半にかけて持ち上がり、2013 年に前年比+2%程度、2014 年には同+2%台半ばに達するものと予想される（第 3 図）。前述した通り、足元では市中金利の上昇がみられるが、水準的には依然として歴史的な低さで、景気刺激的な状態は不変。一方向的な上昇となることがない限り、景気回復の腰を折るまでの大きな妨げとはならないと考えられる。

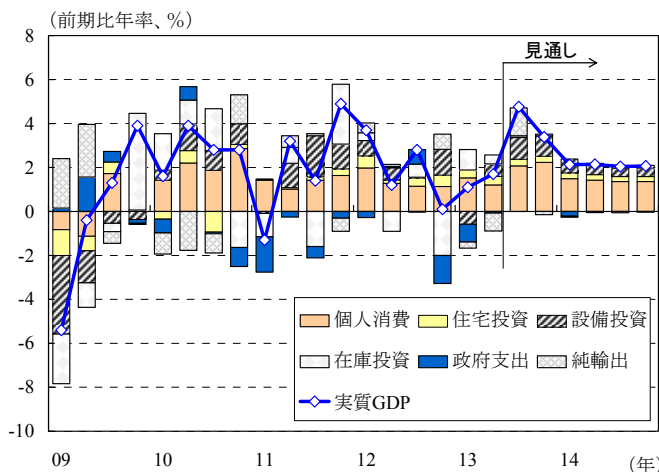
シェール革命に因る効果はますます拡大、本格化

加えて、シェール革命のプラス影響も本格化している。とりわけ、原油生産の増加によるエネルギー価格抑制などが、当面の成長を下支えするとみられる（第 1 表）。シェール革命の影響は、天然ガス・原油の採掘増加に直接的に係わる「投資や雇用の増加」から、最近では国内原油生産の大幅増加による「原油輸入減少（貿易収支改善）」効果、「エネルギー価格の低下・抑制を通じた家計の実質購買力改善」効果と広がりを見せている。今後も米国経済のプラス材料として十分に見込み得るところだ。

出口戦略の失敗、財政再建に伴う混乱、外部環境の悪化が、景気下押しリスク

一方で、景気の下振れリスクとしては、①金融政策に関する出口戦略の失敗、②財政再建に向けた議論の紛糾、政治的混乱による不透明感の増大、③海外経済の急変調などが挙げられる。これまでの国内財政絡みの動向に加えて、大幅な金融緩和状態から始まる出口戦略の帰趨や新興国景気など外部環境にも十分な目配りが必要であろう。

第3図：実質GDPと最終需要の推移



(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1表：シェール革命が米国経済へ及ぼす影響の試算

		2011年				2012年				2013年		
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	
①	生産量の増加 (前年比、%)	天然ガス	6	8	7	9	10	5	4	1	▲1	—
②		原油	0	4	2	7	▲13	13	16	18	14	▲18
③	純輸入量の増加 (前年比、%)	天然ガス	▲21	▲30	▲29	▲19	▲30	▲13	▲10	▲35	▲21	—
④		原油	▲5	▲10	▲15	▲9	▲13	▲13	▲9	▲17	▲16	▲10
⑤	鉱工業生産の増加 (前年比、%)	鉱業	5	6	5	8	9	6	6	4	3	4
⑥		化学	1	▲1	▲0	0	0	▲1	1	0	1	—
⑦	構造物投資の増加 (前年比、万人)	鉱業	▲32	24	25	31	28	2	9	1	1	8
⑧		製造業	▲30	▲14	11	35	39	23	9	7	9	▲0
⑨	雇用者数の増加 (前年比、万人)	鉱業	▲6.9	8.3	9.0	9.2	10.4	7.6	4.5	2.6	1.7	1.5
⑩		化学	▲0.7	▲0.3	0.0	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.2	0.4	0.9	1.3
⑪	原油輸入減少(貿易収支改善)による実質GDP増加		▲0.3	0.3	0.1	▲0.0	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	▲0.0
⑫	「エネルギー価格低下→家計の実質購買力改善」による実質GDP増加		▲1.0	▲0.9	▲0.1	0.2	▲0.2	0.4	▲0.3	▲0.3	0.1	0.5

(注)1.『原油輸入減少による実質GDP増加』は、原油実質輸入額の変化が実質GDPへ与える影響。

2.『「エネルギー価格低下→家計の実質購買力改善」による実質GDP増加』は、エネルギー価格の変化に伴うエネルギー関連消費の増減分が、そのまま他の消費を増減させ実質GDP成長率へ影響を与えると想定して試算したものである。

(資料) 米国商務省、労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 見通し上のキーポイント

### さらなる財政緊縮 リスクは後退

米国の実体経済を見通すに当たっては、「財政問題の帰趨」と「住宅市場の回復の持続性」が重要なカギを握っているものと考えられる。財政面から言えば、現在の2013会計年度の財政赤字が6月まで9ヵ月間の実績で前年度比ほぼ半減の走りとなっているなど、一段の財政緊縮リスクは後退しつつある。予想を上回る財政赤字縮小の要因としては、各種の増税や歳出削減に加え、景気回復にあわせた税収の増加、GSE（政府支援機関）からの多額の配当収入（会計上は政府支出の戻し入れとして計上）が挙げられる（第2表）。10月から始まる2014会計年度も引き続き緊縮方向となるものの、景気の腰折れに直結するほどの急激な財政緊縮措置は想定し難いところである。と同時に、債務上限問題の再燃など不透明要素も依然残存している点には注意が必要であろう。

### 住宅市場の回復は 持続的、ただし一段 の加速までは見込 めず

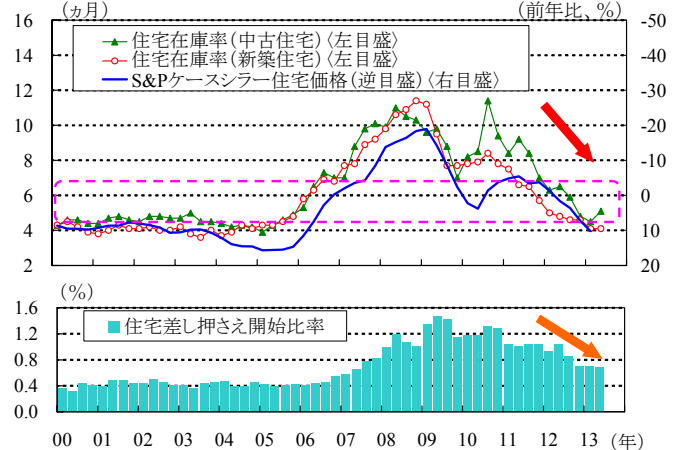
住宅市場では、在庫率が常態と推察される水準まで低下し、過剰在庫の解消に目処がつつあるほか、住宅価格も安定的な上昇を示すようになってきている（第4図）。また、住宅の差し押さえ開始比率は着実に低下傾向を辿っており、差し押さえを通じて在庫供給圧力が急激に強まるリスクも限られてきているようだ。先行指標とされる住宅着工戸数が足元でやや弱含むなど部分的には懸念材料も窺われるものの、総じてみれば、住宅市場の回復傾向は持続的と判断される。一方で、価格の割安感などは薄れつつあり、さらなる回復ペースの加速までは見込み難いことも事実だ。実際、住宅価格の年収倍率は中古住宅でこそ3.3倍と今なお低率ながら、新築の場合には4.5倍と1990年代の平均的な水準に戻っている。先行き、金利上昇を睨んだ一時的な駆け込み需要が出てくることを考慮しても、住宅投資は徐々に回復ペースを切り下げていくこととなろう。前述した通り、GDPベースの住宅投資は目下、前期比年率+10%超の増加ペースとなっているが、早晚これが一桁台の伸びへ落ち着いてくるものと予想される。

第2表：財政収支の現状

	①2013会計年度(億ドル)	②2012会計年度(億ドル)	変化額(①-②、億ドル)	財政赤字縮小への寄与率
<b>歳入</b>	20,871	18,241	+2,630	67%
所得税・社会保障税	17,080	14,842	+2,238	57%
法人税	2,056	1,759	+297	8%
その他	1,735	1,640	+95	2%
<b>歳出</b>	25,990	27,280	▲1,290	33%
国防費	4,580	4,900	▲320	8%
社会保障	5,990	5,680	+310	-8%
メディケア	3,670	3,620	+50	-1%
メディケイド	1,980	1,880	+100	16%-3%
失業保険	560	750	▲190	5%
その他	8,090	8,400	▲310	8%
利払い	1,940	2,010	▲70	2%
GSEへの支出	▲820	5	▲825	21%
<b>収支</b>	<b>▲5,100</b>	<b>▲9,040</b>	<b>+3,940</b>	

(注)『2012、2013会計年度』ともに、前年10月～6月までの9ヵ月間。  
(資料)米国財務省、議会予算局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：住宅在庫率と住宅価格、差し押さえ開始比率の推移



(資料)全米不動産業協会、米国商務省、Standard & Poor's社、  
米国抵当銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 金融政策と長期金利

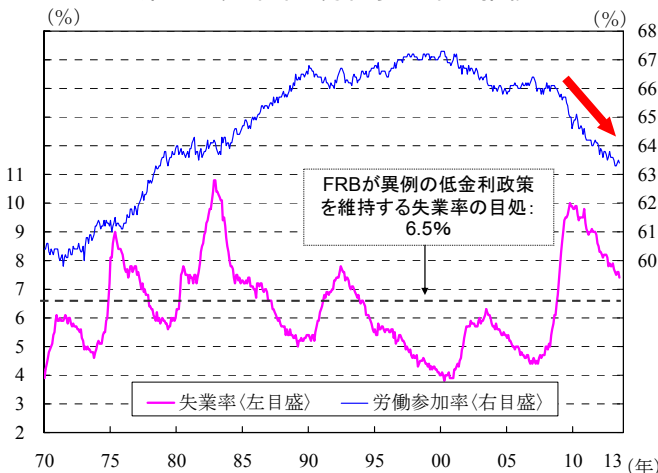
FRB の出口戦略は緩やかに段階的に進められる見通し

金融政策に関しては、5月にバーナンキFRB議長が資産買入策(QE3:量的緩和第3弾として住宅ローン担保証券を月400億ドル、国債を同450億ドル、あわせて同850億ドルのペースで買入れ実施中)の年内縮小開始の可能性に言及して以降、そのタイミングとプロセスがどうなるのか、出口戦略がより現実のものとして広く認識されるようになってきている。ただし、第一段階となる資産買入策の縮小開始についても、FRB高官による発言は区々で、依然不透明な状況にある。また、異例の低金利政策の解除については、FRB自身が一つの目処として「6.5%までの失業率低下」を提示してきたところ(第5図)。前述した通り、失業率は直近7月に7.4%と比較的順調に低下しているが、他の雇用関連指標をみると決して芳しい結果ばかりではない(第3表)。FRBは失業率に限らず、労働市場の状態を総合的に見極めていく姿勢であり、資産買入策の縮小から異例の低金利政策の解除まで、出口戦略は緩やかなペースで進められる公算が大きい。

長期金利の一方的な上昇は回避の見込み

長期金利は足元、資産買入策の早期縮小観測などを背景に上昇している。もっとも、実際には出口戦略は実体経済や金融市場の反応を確認しながら、慎重に進められるはず。長期金利の急騰、一方向的な上昇は避けられよう。

第5図:失業率と労働参加率の推移



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表:FRBが重視する雇用指標の動向

雇用指標	2008年以降の最悪値	直近値(2013年7月)	改善度合い
失業率	10.0% (09年10月)	7.4%	○ 低下ペースは速い(超低金利解除の条件は6.5%)
① 広義失業率(職探しを断念した労働者、経済的理由でのパートタイム労働者を含む)	17.1% (10年4月)	14.0%	△ 金融危機前の2000年~2007年の平均は8.7%で、低下は道半ば
② 平均失業期間	40.7週 (11年12月)	36.6週	× 金融危機前の2000年~2007年の平均は16.7週で、大幅に長期化
③ 労働参加率(労働力人口÷就業可能人口)	63.3% (13年4月)	63.4%	× 2008年以降の低下傾向が継続(2007年末は66%)
④ 就業者比率(就業者÷就業可能人口)	58.2% (11年7月)	58.7%	× 金融危機前の2000年~2007年の平均は63.0%で、上昇は限定的
⑤ 新規雇用率(新規雇用者÷雇用者)	2.8% (09年6月)	3.1% (6月)	△ 金融危機前の2001年~2007年の平均は3.8%で、上昇は道半ば
⑥ 自発的失業率(自発的離職者÷失業者)	5.6% (10年9月)	8.6%	△ 金融危機前の2000年~2007年の平均は11.4%であり、上昇は道半ば

(資料)米労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、福地 亜希)

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	1.7	4.8	3.4	2.1	2.1	2.0	2.1	2.8	1.9	2.6
個人消費	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	3.1	3.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.2	2.1	2.4
住宅投資	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	13.4	10.0	9.0	8.5	8.0	7.0	7.0	12.9	13.2	8.7
設備投資	5.8	4.5	0.3	9.8	▲ 4.6	4.6	8.0	7.5	5.0	4.0	3.0	3.0	7.3	3.2	5.2
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 0.9	0.6	▲ 2.0	0.9	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	▲ 0.0	0.1
政府支出	▲ 1.4	0.3	3.5	▲ 6.5	▲ 4.2	▲ 0.4	0.0	0.0	▲ 1.2	0.0	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 2.0	▲ 0.3
純輸出（寄与度）	0.4	0.1	▲ 0.0	0.7	▲ 0.3	▲ 0.8	1.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
輸出	4.2	3.8	0.4	1.1	▲ 1.3	5.4	9.0	4.8	4.8	5.0	5.3	5.5	3.5	2.6	5.5
輸入	0.7	2.5	0.5	▲ 3.1	0.6	9.5	▲ 1.0	5.0	4.3	4.5	4.8	4.8	2.2	1.7	4.2
国内民間最終需要	3.9	2.4	1.9	3.4	1.5	2.6	4.0	4.1	2.9	2.6	2.3	2.3	3.3	2.7	3.1
名目GDP（前期比年率、%）	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	2.4	6.5	5.5	4.2	4.2	4.1	4.1	4.6	3.4	4.6
鉱工業生産（前期比年率、%）	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	0.3	4.6	4.9	2.2	1.6	2.0	2.2	3.6	2.6	2.7
失業率（%）	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	7.6	7.4	7.3	7.3	7.2	7.1	7.0	8.1	7.5	7.2
生産者物価（前年比、%）	3.4	1.0	1.5	1.7	1.5	1.7	0.9	0.8	1.1	2.0	2.1	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	1.3	1.1	1.3	1.8	1.9	2.0	2.1	1.4	1.8
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,936	▲ 1,865	▲ 1,790	▲ 1,824	▲ 1,791	▲ 1,745	▲ 1,750	▲ 1,805	▲ 1,840	▲ 1,845	▲ 1,840	▲ 1,845	▲ 7,415	▲ 7,092	▲ 7,371
経常収支（億ドル）	▲ 1,208	▲ 1,105	▲ 1,067	▲ 1,023	▲ 1,061	▲ 1,015	▲ 1,020	▲ 1,075	▲ 1,110	▲ 1,115	▲ 1,110	▲ 1,115	▲ 4,404	▲ 4,172	▲ 4,452
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	2.5	2.5	2.5	2.7	2.8	3.0	1.8	2.2	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