

# 米国経済の見通し

～企業から家計への波及改善を支えに、成長率は緩やかながらも高まる展開に～

## 1. 米国経済の現状

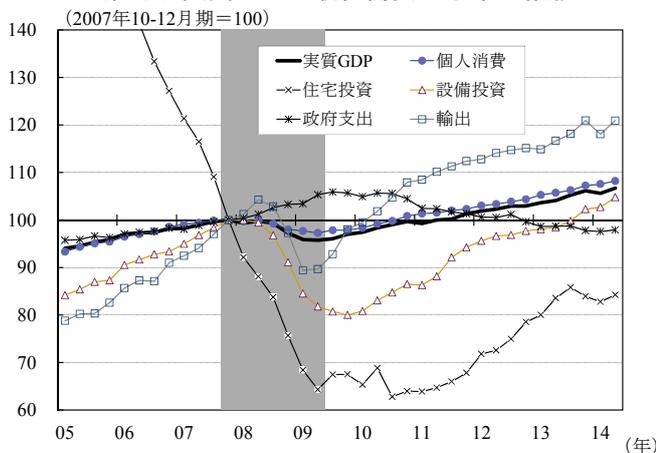
4-6 月期は悪天候の影響からの反動もあり急反発

米国経済は緩やかな回復基調が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は、悪天候の影響などで前期比年率▲2.1%と大きく押し下げられたが、4-6 月期には、その反動もあり、同+4.2%と急反発をみせた。もっとも、年前半の 6 ヶ月では同+0.8%と、2013 年通年の 2.2%に対して半分以下の成長ペースにとどまった。1-6 月期の動きを最終需要項目別にみると、個人消費が同+2.1%とやや伸び悩んだほか、住宅投資も同▲3.2%とマイナスの伸びとなった。一方、企業の設備投資は同+5.4%と高めの伸びを維持し、成長率の押し上げに寄与した（第 1 図）。

企業部門と家計部門の間に温度差

個別の指標を詳しく見ると、企業部門と家計部門との間に温度差が窺われる（第 1 表）。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などの回復の勢いが増し、かつ危機前の平均を上回っている。一方、小売や住宅販売など家計部門では、各種指標上で伸び悩みがみられる。

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: 主要経済指標(2014年)

		危機前平均	6月	7月	8月	評価
企業	製造業生産指数(前年比、%)	2.8	3.5	4.9	N.A	○
	非国防資本財受注(除く航空機)(前年比、%)	7.9	5.7	8.3	N.A	○
家計	コア小売売上高	5.8	4.2	3.7	N.A	△
	自動車販売台数(年率、百万台)	16.8	16.8	16.4	17.4	○
	新築住宅販売戸数(年率、万戸)	117	42	41	N.A	×
	中古住宅販売戸数(年率、万戸)	672	503	515	N.A	△
	非農業部門雇用者数(前月差、万人)	15.2	26.7	21.2	14.2	△
時間当たり賃金(前年比、%)		2.8	2.3	2.3	2.5	△

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

(資料) FRB、ICSC、商務省、全米不動産協会、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

年後半も緩やかなペースでの成長が続く見通し

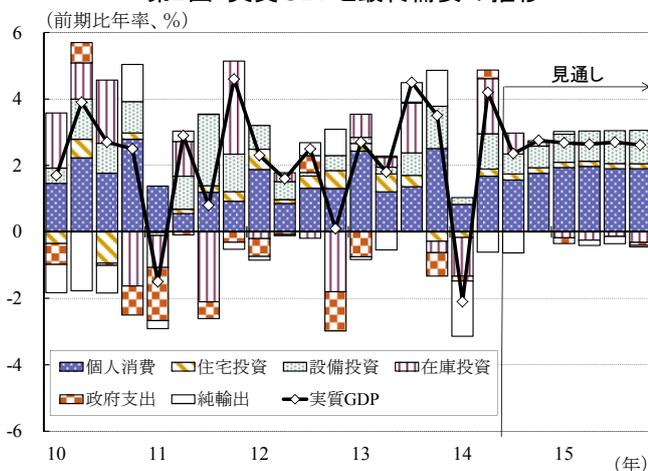
米国経済の先行きを展望すると、景気回復6年目に入り、構造調整に伴う下押し圧力が緩和するなか、個人消費の裾野の広がりや企業の設備投資拡大など、内需を中心に緩やかな回復を続けていくとみられる。もっとも、企業から家計への景気回復の波及が遅れるなか、当面は賃金の低い伸びが個人消費の拡大を抑える公算が高い。このため、年後半も2%台半ばと緩やかなペースでの成長が続き、通年の実質GDP成長率は2%程度にとどまる見通しである。2015年にかけては、雇用・所得環境の改善に伴い内需が底堅さを増すことで、成長ペースは幾分高まる見込みだが、金融出口戦略の進展に伴う金利上昇が成長ペースを抑制する方向に働くこともあり、成長率は2%台後半と緩やかな成長が続くと予想する(第2図)。

金融出口戦略に伴う内外金融市場の反応には引き続き留意が必要

最大の景気下振れリスクとしては、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が考えられ、引き続き幅広い注視が求められる。あわせて、ウクライナ情勢の緊迫化等、地政学リスクの高まりや中国経済の動向など外部環境の変化にも、引き続き目配りが必要である。

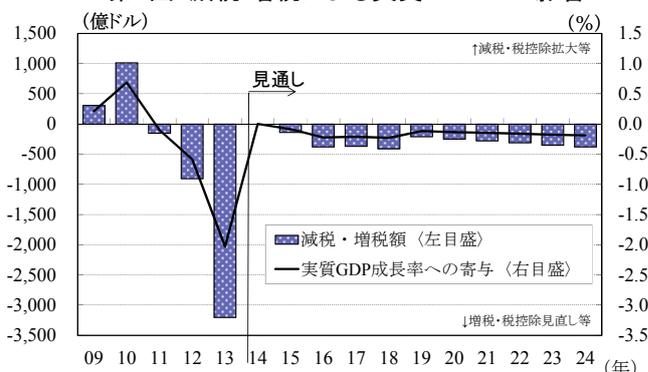
また財政面では、足元の財政バランスは改善方向にあり、目先、財政面からの景気への下押し圧力の緩和が見込まれるものの、中長期的には緊縮財政に伴う下押し圧力は残っている(第3図)。また秋の中間選挙では、民主党が苦戦を強いられる公算が高く、共和党が下院に加え上院でも過半数を占めることになれば、足元既に法案成立率が過去20年で最低水準に落ち込むなど、停滞色が強い政治情勢に一段と影が差す恐れがあり、政治が経済に与える影響からも目が離せない。

第2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3図: 減税/増税による実質GDPへの影響



(注) 2014年以降の『増税・税控除見直し額』は、議会予算局ベースライン予測(現行の予算に関わる既存の法令等を基準に、推計期間中に新しい政策決定が行われないことを前提とし、また、労働力、生産性、貯蓄率などの長期トレンドに基づいて推計したもの)。

(資料) 米国商務省、議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 家計部門と企業部門

個人消費は、賃金上昇ペースが引き続き緩やかにとどまることから、一段の加速にはまだ時間が必要

今後の米国経済が回復力を強めていく上で拠り所としたいのが、雇用の質的改善と個人消費の加速である。まず、労働市場の現況を確認すると、失業率こそ比較的順調に低下基調を辿っているが、労働参加率が過去最低水準に低下している影響が無視できないほか、職探しを断念した労働者や経済的理由でのパートタイム労働者を含む広義失業率が依然高水準にあり、平均失業期間も長期化したままであるなど、需給の「緩み」が大きく、労働市場の改善は依然道半ばにある（第2表、第4図）。この背景には、労働生産性の伸び悩みが続くなか、企業部門では人件費を抑えることで高い収益率を確保する格好となっていることが影響していると考えられる（第5図）。このため、過去に比べて企業から家計への波及度合いが弱く、当面の賃金上昇ペースは引き続き緩やかとなる見通しである。

家計部門では、これまでの景気回復や雇用増加等を背景に、消費者信頼感指数が約7年ぶりの水準まで高まっているものの、所得の伸びが限られるなか、消費の一段の加速には、まだ時間を要しよう。

第2表：FRBが重視する各種雇用指標の動向

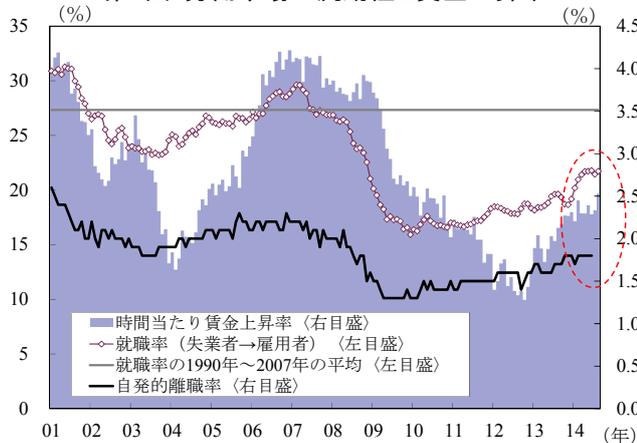
	危機前平均 (00-07年)	2008年以降の 最悪値	2008年以降の 最善値	直近値 (14年8月)	
失業率	5.0%	10.0% (09年10月)	4.9% (08年2月)	6.1%	△
労働参加率 (労働力人口÷就業可能人口)	66.4%	62.8% (14年8月)	66.2% (08年1月)	62.8%	×
平均失業期間	16.7週	40.7週 (11年12月)	16.5週 (08年3月)	32.4週	×
就業者率 (就業者÷生産年齢人口)	63.0%	58.2% (13年10月)	62.9% (08年1月)	59.0%	×
失業者に占める長期失業者(27週以上)の割合	17.5%	45.3% (10年4月)	16.9% (08年3月)	31.2%	△
広義失業率	8.7%	17.2% (10年4月)	9.0% (08年2月)	12.0%	△
失業者に占める自発的離職者の割合	11.4%	5.5% (10年9月)	11.1% (08年4月)	9.0%	△

(注)1.『直近値』の評価は、『2008年以降の最悪値』を基準に、『危機前平均』との差の50%以上改善した場合を△、50%未満の場合を×とした。

2.『広義失業率』は、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。

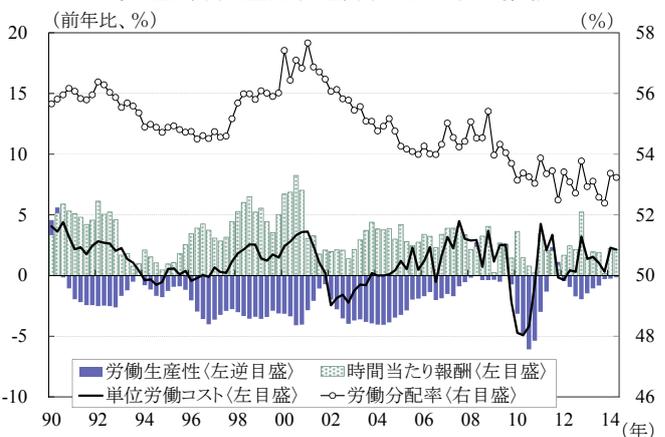
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：労働市場の流動性と賃金上昇率



(注)3ヵ月移動平均。  
(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5図：労働生産性と労働分配率の推移



(注)労働分配率は簡便法(雇用者所得÷GDP)により算出。  
(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

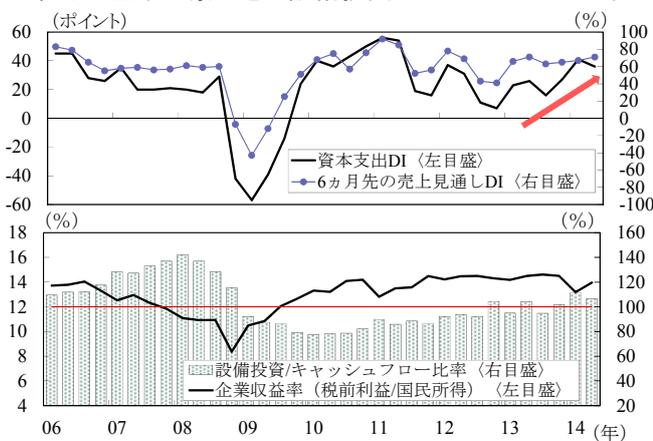
**住宅市場の動向も  
個人消費の先行き  
に影響**

また、個人消費・景気の先行きに影響を与える要因として、個人消費に1年程度の先行性が認められる住宅市場の動向にも目配りが必要である。足元の住宅販売は、年初来の金利低下などを支えに、中古住宅を中心に持ち直しの動きがみられるが、所得増加ペースを上回る価格上昇や世帯形成の遅れなどから、新築一戸建て住宅では回復に遅れが目立つ。この先、景気回復に伴う緩やかな所得増加が住宅購入環境の改善に繋がることが期待されるものの、一方で金融出口戦略の進行にあわせた金利上昇が重石になるとみられる。

**企業の設備投資は  
一段と改善へ**

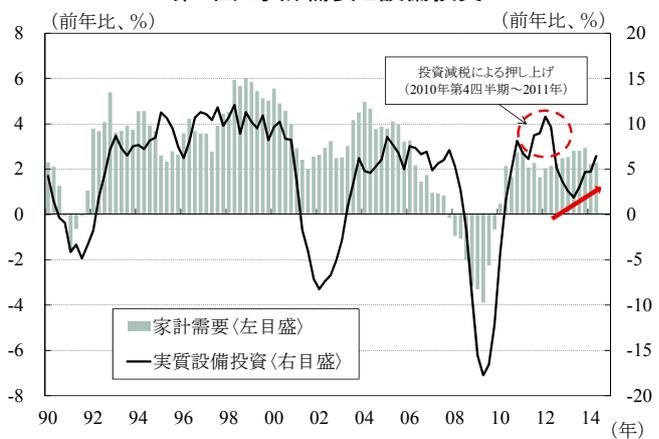
他方、企業部門では、設備投資意欲の高まりが窺える。経済団体ビジネスラウンドテーブルの非製造業を含む経営者を対象とした調査によれば、景気の先行き見通しの改善などを受け、資本支出DIが上昇方向にある(第6図)。実際の設備投資もキャッシュフローを上回る水準まで高まってきている(設備投資の対キャッシュフロー比率は1-3月期、4-6月期ともに100%超)。企業収益率(税前利益/国民所得)が高水準を維持しており、また、過剰な資本ストックや負債等の構造問題を抱えていない点なども踏まえると、設備投資は徐々に伸びを高めていくことが予想される(第7図)。

第6図: 企業の景況感と設備投資キャッシュフロー比率



(資料) ビジネスラウンドテーブル、商務省、FRB統計等より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 家計需要と設備投資



(注) 『家計需要』は、実質個人消費と実質住宅投資の合計。  
(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

**(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**

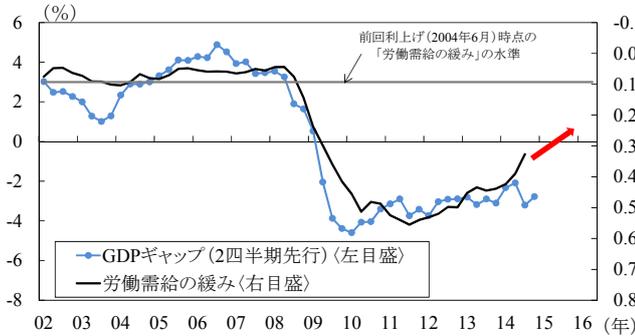
金融政策に関しては、FRBによる資産買入策の終了が視野に入り、焦点は利上げのタイミングに移りつつある。金融政策の先行きを占う上では、労働市場の改善ペースが重要な鍵を握る。労働市場では、高水準のパートタイム労働者や長期失業者など需給の「緩み」が、GDPギャップの縮小に遅行する形で縮小基調を辿っているが、前回2004年6月の利上げ時の水準に比べて、まだかなりの「緩み」が残っている(第8図)。また、年

前半の成長率が低めにとどまった影響で GDP ギャップの縮小が遅れていることもあり、労働需給の「緩み」が今後も順調な改善基調を辿るかは不透明である。FRB は、実体経済の動静を広く見極めながら、引き続き慎重に出口戦略を進めていくとみられる。

**長期金利は足元で低下するも、一段の低下余地は限られる見込み**

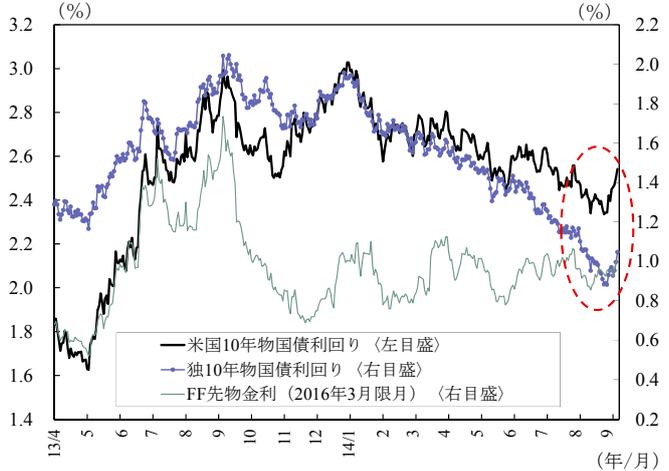
長期金利は、引き続き低水準で推移している。超低金利の長期化観測に加え、8月には、地政学リスクの高まりを受けた「質への逃避」需要の増大、欧州での金利低下の影響などもあり、10年物国債利回りは2.3%台と2013年6月以来の水準まで低下した(第9図)。期待インフレ率が2%台前半で安定推移するなか、金利低下余地は限られ、今後、金融政策正常化が視野に入るにつれ、上昇圧力が徐々に強まるとみられるものの、外部環境の変化等で、市場が一時的に不安定化し得る点には留意すべきだろう。

第8図: GDPギャップと労働需給の緩みの推移



(注)1.『GDPギャップ』は、潜在成長率(議会予算局推計)と実際の成長率との乖離。  
 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。  
 (資料)米国商務省、議会予算局、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 米独10年物国債利回りとFF先物金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 竹島 慎吾 shingo\_takeshima@mufg.jp  
 福地 亜希 aki\_fukuchi@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さ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	4.2	2.4	2.8	2.7	2.6	2.7	2.6	2.2	2.0	2.7
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	2.3	2.6	2.9	2.9	2.8	2.8	2.4	2.3	2.7
住宅投資	7.8	19.0	11.2	▲ 8.5	▲ 5.3	7.2	5.9	5.5	5.3	5.0	5.0	4.8	11.9	1.7	5.4
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	8.4	4.7	5.0	6.5	7.0	7.5	7.5	3.0	5.6	6.4
在庫投資（寄与度）	0.7	0.3	1.5	▲ 0.3	▲ 1.2	1.7	0.6	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.1	0.0
政府支出	▲ 3.9	0.2	0.2	▲ 3.8	▲ 0.8	1.4	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.5	▲ 2.0	▲ 0.6	▲ 0.2
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	▲ 0.5	0.6	1.1	▲ 1.7	▲ 0.6	▲ 0.6	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
輸出	▲ 0.8	6.3	5.1	10.0	▲ 9.2	10.1	5.9	6.6	6.3	5.5	6.0	7.0	3.0	3.3	6.4
輸入	▲ 0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.0	9.0	5.0	4.6	5.5	6.3	6.0	1.1	4.9	6.1
国内民間最終需要	3.4	2.3	2.9	4.2	1.0	3.5	2.8	3.1	3.5	3.6	3.6	3.6	2.8	2.7	3.4
名目GDP（前期比年率、%）	4.2	2.9	6.2	5.0	▲ 0.8	6.4	4.3	4.8	4.7	4.7	4.8	4.7	3.7	3.7	4.8
鉱工業生産（前期比年率、%）	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.3	2.1	3.2	3.0	2.9	3.1	2.8	2.9	3.8	3.1
失業率（%）	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	6.2	6.1	6.0	5.7	5.7	5.6	7.4	6.3	5.8
生産者物価（前年比、%）	1.5	1.4	1.2	0.9	1.6	2.8	2.8	3.0	2.8	2.6	2.7	3.0	1.2	2.6	2.8
消費者物価（前年比、%）	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	2.1	2.2	2.3	2.0	2.0	2.2	1.5	1.9	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,776	▲ 1,771	▲ 1,779	▲ 1,691	▲ 1,823	▲ 1,893	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 1,815	▲ 1,820	▲ 7,017	▲ 7,330	▲ 7,248
経常収支（億ドル）	▲ 1,055	▲ 1,061	▲ 1,013	▲ 873	▲ 1,112	▲ 960	▲ 974	▲ 979	▲ 974	▲ 979	▲ 984	▲ 989	▲ 4,003	▲ 4,025	▲ 3,927
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	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
10年物国債利回り（%）	2.0	2.0	2.7	2.7	2.8	2.6	2.5	2.7	2.9	3.2	3.5	3.8	2.4	2.6	3.3

(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