

米国経済の見通し

～家計需要の拡大を牽引力に、緩やかな回復基調を維持する見通し～

1. 米国経済の現状

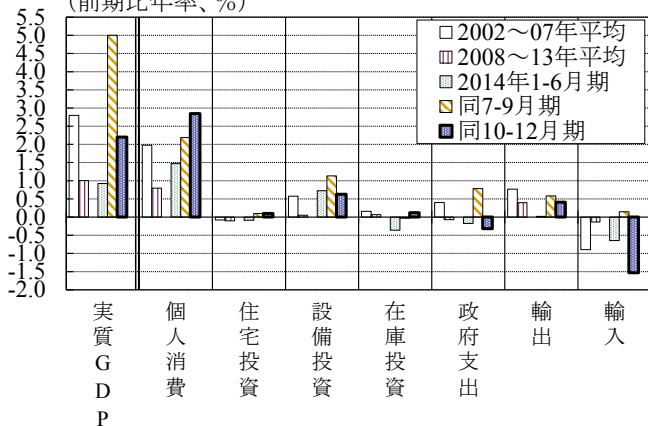
10-12 月期の実質 GDP 成長率は、底堅さを維持

米国経済は緩やかな回復基調が続いている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%と、輸入（同+10.1%）の急増や政府支出のうち国防費（同▲12.4%）の大幅減少等を背景に 7-9 月期（同+5.0%）から減速したものの、個人消費（同+4.2%）を中心とした国内民間需要は底堅さを維持した（第 1 図）。

企業の設備投資が足元鈍化する一方、個人消費は底堅さを増す傾向

個別の指標をみると、部門毎の回復ペースに、足元でもばらつきがみられる。企業部門では、製造業生産が底堅く推移し、設備稼働率は危機前平均を上回る水準が続いているものの、ドル高やエネルギー産業で顕在化している原油安のマイナスの影響等を受けて、景況感の改善には頭打ちの兆しがみられる（第 1 表）。資本財受注も勢いを欠いており、10-12 月期の GDP ベースの機械設備投資は前期比年率+0.9%（7-9 月期：同+11.0%）と伸びが大幅に鈍化した。他方、家計部門では、住宅市場の回復がやや勢いを欠くものの、労働市場の改善が続いていることに加えて、原油安による実質所得拡大も追い風となり、個人消費は底堅さを増す傾向にある。

第1図: 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度 (前期比年率、%)



第1表: 主要経済指標

	危機前平均	2014年		2015年		評価	
		11月	12月	1月	2月		
企業	製造業生産指数(前年比、%)	2.8	4.9	4.7	6.0	—	○
	製造業設備稼働率(%)	77.3	79.0	78.9	78.9	—	○
	製造業ISM指数(%)	55.5	57.6	55.1	53.5	52.9	△
	非国防資本財受注(除く航空機)(前年比、%)	7.9	1.4	1.6	4.2	—	×
家計	コア小売売上高(前年比、%)	5.8	4.7	4.5	5.6	—	△
	自動車販売台数(年率、百万台)	16.8	17.1	16.8	16.6	16.7	△
	新築住宅販売戸数(年率、万戸)	117	45	48	48	—	×
	中古住宅販売戸数(年率、万戸)	672	495	507	482	—	△
	非農業部門雇用者数(前月差、万人)	15.2	42.3	32.9	23.9	29.5	○
	時間当たり賃金(前年比、%)	2.8	2.3	1.9	2.0	1.6	△

(注) 需要項目は、『実質GDP成長率』に対する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. 『時間当たり賃金』は、民間の生産従事者・非管理労働者ベース。
3. 『評価』は、直近3ヵ月の伸び/水準が危機前平均(2003年7月～2006年)を上回る場合「○」、下回る(5割以上)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

家計需要の拡大を牽引力に、緩やかな回復基調を維持する見通し

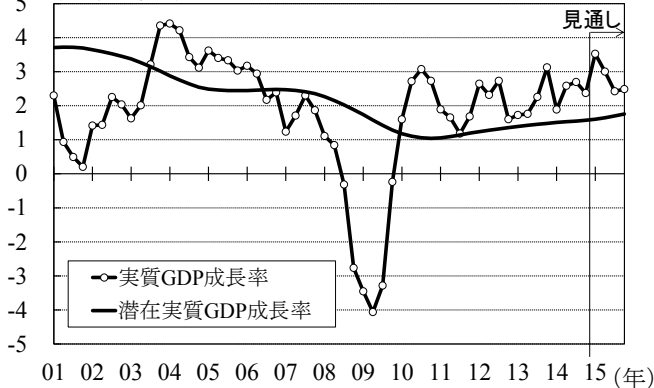
先行きの米国経済は、家計需要の拡大を牽引力に、緩やかな回復基調を維持する見通しである（第2図）。雇用者数が着実に増加する中、家計全体でみた所得の増加ペースは足元で加速している。時間当たり賃金の回復ペースは依然緩やかながら、この先、労働需給と生産性の改善に合わせて、徐々に伸びを高めていくと予想される。また、当面は原油安による実質所得押し上げも個人消費の底上げに寄与するだろう。ドル高や海外経済の減速、原油安によるエネルギー産業の業績悪化などは企業活動の抑制要因となるものの、家計部門の回復が底堅さを増していくことで、経済全体でのマイナスの影響はある程度相殺される見込みだ。

出口戦略を受けた金融市場や新興国経済の反応には、幅広い注視が必要

景気下振れのリスクは、大幅な金融緩和状態からの出口戦略の影響が想定以上に大きくなることである。株式市場では2月末にかけて、各国・地域の中銀による金融緩和実施等を背景に、世界的に株価が上昇方向にあった。但し、足元ではFRBによる利上げ実施への警戒感の高まりを受けて、株価は下落傾向にある（第3図）。今後、出口戦略が進展する中で、国内外の金融市場や新興国経済が大きく混乱する場合には、米国経済への下押し圧力が強まる虞がある。

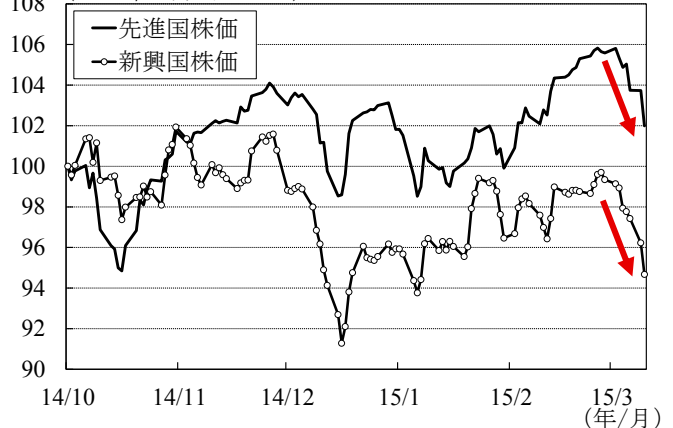
政治面では3月15日に債務上限の一時撤廃期限が到来するが、秋頃までは新規国債を発行せずとも財務省の資金繰りにより何とか対応が可能とみられている。また、来年には大統領選挙を控える中、デフォルトに至るまでの事態悪化は回避される公算が高い。但し、財政運営を巡る一時的な混乱が、企業や家計のマインド悪化を通じて景気を下押しするリスクには警戒しておく必要があるだろう。

第2図：実質GDP成長率と潜在実質GDP成長率
(前年比、%)



(注)『潜在実質GDP成長率』は、米国議会予算局(CBO)による推計値。
(資料)米国商務省統計、議会予算局資料等より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：先進国と新興国の株価
(2014年10月1日=100)



(注)『先進国株価』と『新興国株価』はMSCIインデックス。
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

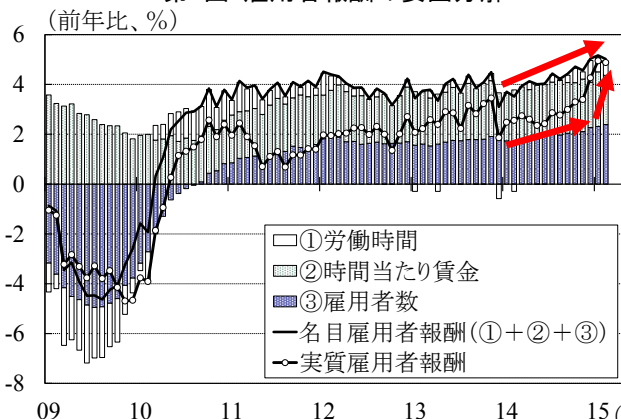
(2) 家計部門と企業部門

家計需要は、雇用・所得環境の改善や原油安を追い風に、底堅さを増していく見込み

先行きの家計需要は、金融危機以降の債務圧縮に伴う消費抑制の影響が一巡する中で、雇用・所得環境の改善持続や原油安を背景に、底堅さを増していく見込みだ。労働市場では、失業者に占める自発的離職者の割合が上昇し、また、労働参加率の低下にも底打ちの兆しがみられるなど、労働需給の緩やかな改善が続いている。こうした中、雇用者数の増加と労働時間の拡大を背景に、名目雇用者報酬の増加ペースは速まっている（第4図）。更に、原油安やドル高を背景としたインフレ鈍化を受けて、実質ベースでの伸び率は一段と加速している。

先行きも家計所得が拡大基調を維持する上で、鍵を握るのは賃金の回復動向だ。雇用統計ベースの時間当たり賃金の伸びは、依然として前年比+2%程度に止まっているものの、前述した労働需給の改善は、いずれ賃金面にも反映されてくると期待される。また、家計需要の拡大を下支えに、今後も企業の設備投資が底堅さを維持することで、金融危機以降、生産性向上の妨げを通じて賃金上昇を抑制してきた資本装備率の低下にも歯止めがかかると予想される（第5図）。この先、労働需給の改善と生産性向上の進展が賃金押し上げに寄与し、所得拡大が持続することで、家計需要は個人消費を中心に回復基調を維持する公算が高い。

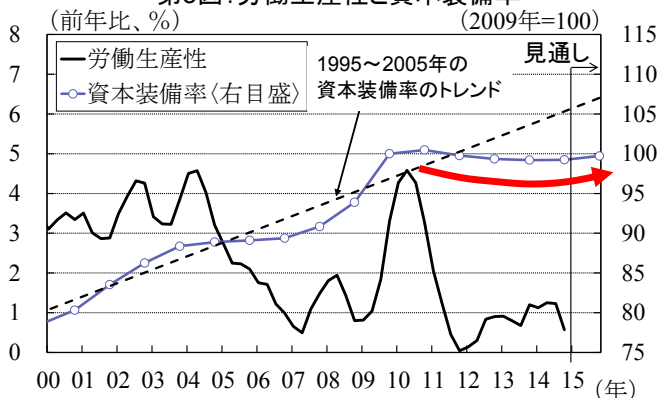
第4図：雇用者報酬の要因分解



(注)『実質雇用者報酬』は、個人消費支出デフレーターにより実質化。直近は、デフレーターが前月から横這いとして試算。

(資料)米国労働省、商務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、直近の実質資本ストックは過去の償却率を基に推計。
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

企業活動は家計需要の拡大を下支えとして、底堅さを維持する公算

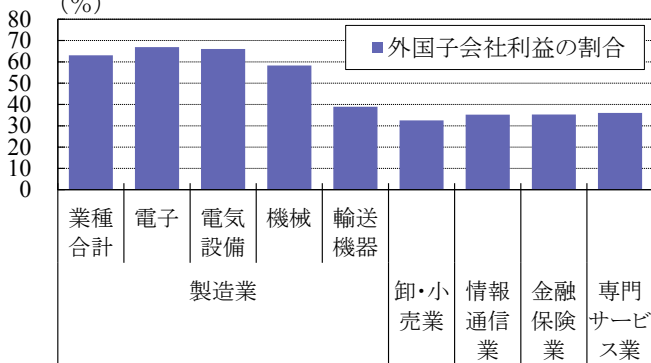
企業部門では、①ドル高の進展や、②エネルギー産業を中心に顕在化してきている原油安のマイナスの影響が下押し要因となる見込みだ。まず、①点目のドル高の影響を貿易面からみると、輸出先の成長ペース鈍化に加え、ドル高によって企業の価格競争力が低下することで、輸出数量への下押し圧力が掛かってくると予想される。また、価格競争力の低下を避けるべく、企業がドル建ての輸出価格を引き下げれば、収益減につながり得る。

ドル高が企業利益に及ぼす影響では、企業全体の付加価値のうち約2割を占める多国籍企業において、外国子会社の利益がドル換算額の目減りによって抑制されるという経路もある。特に、外国子会社利益の割合が6割程度を占める製造業を中心に、マイナスの影響が大きくなる可能性がある(第6図)。

他方、②点目の原油安の影響により、シェール関連産業の設備投資は暫く停滞する見込みだ。既に、大手のエネルギー関連企業では、設備投資計画の下方修正が出てきている。企業全体の設備投資に占める石油・ガス採掘業のシェアは約6%だが、シェール関連投資が活発化する中、2010年以降は実質GDP成長率を年平均で約0.1%ポイント押し上げてきた。原油安が長期化する場合、同業種での設備投資減退の影響が大きくなる可能性がある。また、シェール産業が集積しているダラス連銀の管轄地区では、製造業活動全般に急減速の兆しがみられるなど、エネルギー関連業種以外へのマイナス影響の波及にも幅広い注視が必要だ。

もともと、こうしたドル高や原油安がもたらすプラスの効果は、しっかりと存在する。企業利益の面では、ドル高による輸入価格の下落や原油安を通じた仕入コストの改善等により、マイナスの影響が緩和される見込みだ。また、需要面では、家計需要の拡大が輸出やシェール産業での設備投資減退の影響を和らげるだろう。加えて、足元では、鉱工業生産が堅調を維持し、設備稼働率も高めの水準が持続している中、金融危機後に大きく低下した企業の投資性向は上昇傾向にある(第7図)。今後も家計需要を牽引力に緩やかな景気回復が続くとみられる中、企業の投資抑制スタンスが和らいでいくことで、設備投資は底堅さを維持すると予想される。

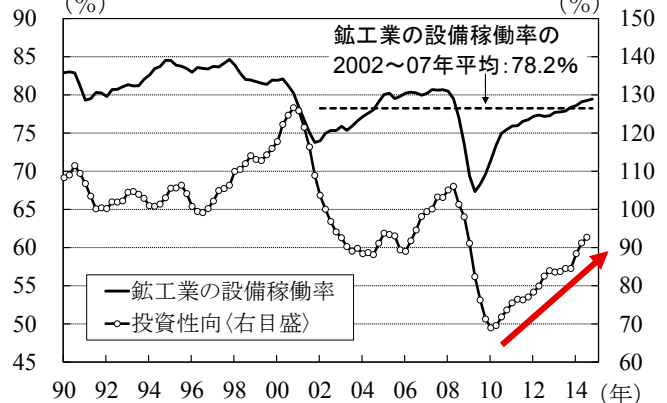
第6図: 多国籍企業の利益に占める外国子会社利益の割合 (%)



(注)『外国子会社利益の割合』は、「多国籍企業の親会社の利益」と「親会社が議決権の50%超を有する外国子会社の利益」の合計に対する割合であり、2012年の実績。

(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7図: 設備稼働率と非金融法人企業の投資性向 (%)



(注)『投資性向』は、非金融法人企業の資本支出(設備投資+在庫)を内部留保で除いたものであり、4四半期移動平均値。

(資料)FRB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

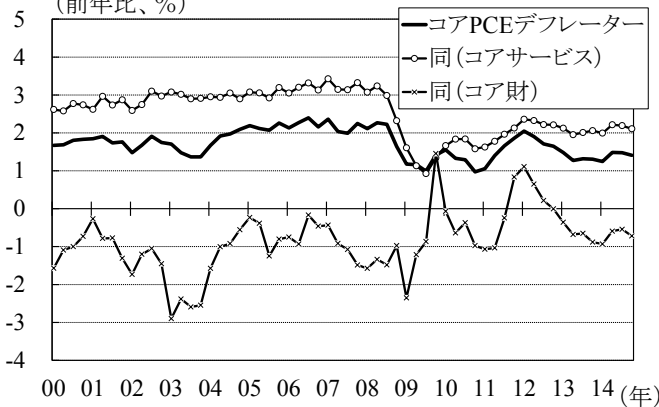
FRB は引き続き、慎重に出口戦略を進める見通し

金融政策では、FRB は1月のFOMCで金利政策に関するフォワード・ガイダンスを維持した。声明文では、景気の現状判断を上方修正する一方、政策判断で考慮する要素に「国際情勢」を追加した。後日、発表されたFOMC議事録やイエレン議長の議会証言の内容をみても、海外経済減速やドル高等が実体経済や金融市場に及ぼす影響に対して、FRBが警戒感を強めている様子が窺われる。物価の動向をみると、食品とエネルギー関連を除いたコアベースの個人消費支出デフレーターの上昇率は、FRBの目標水準である2%を下回る推移が続いている(第8図)。この先、コアベースのサービス価格はGDPギャップの縮小とともに上昇ペースを徐々に速めていくと予想されるが、コアベースの財価格は原油安やドル高の影響等により、当面の間、下押し圧力が残る公算が高い。労働市場の改善が続く一方、インフレの下方リスクは高まる状況にあり、ドル高による外需の下振れ等も懸念される中、FRBは実体経済や金融市場の動静を幅広く見極めながら、引き続き慎重に出口戦略を進めていくと想定される。

先行きの長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込み

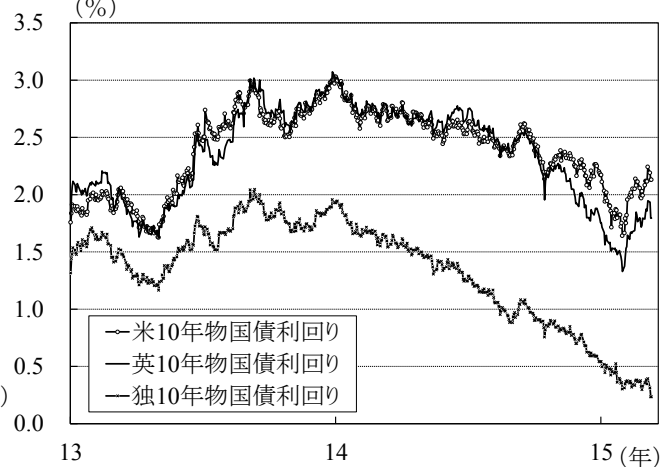
長期金利は2%台前半の低水準で推移している(第9図)。この背景には、欧州を中心としたデフレへの懸念、世界経済減速や地政学リスクの高まりを受けた「質への逃避需要」、他の先進国などに比べて高金利にある米国債への需要の高まり等があるとみられる。今後の長期金利は、出口戦略の進展に伴い、徐々に上昇圧力が高まると考えられる。但し、デフレ懸念が払拭されるまでには暫く時間を要する公算が高いこと、世界的な金融緩和を背景に米国債への需要が高まる傾向が続くとみられることなどから、長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込みである。

第8図: 個人消費支出(PCE)デフレーター (前年比、%)



(注)『コアサービス』は、サービス価格全体からエネルギー関連を除く。
『コア財』は、財価格全体から食品とエネルギー関連を除く。
(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9図: 米国と英国、ドイツの10年物国債利回り (%)



(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おります。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、弊社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	5.0	2.2	2.4	2.5	2.6	2.4	2.2	2.4	2.9
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	3.2	4.2	2.8	3.1	3.2	2.9	2.4	2.5	3.2
住宅投資	7.8	19.0	11.2	▲8.5	▲5.3	8.8	3.2	3.4	5.6	5.9	5.5	5.0	11.9	1.6	5.1
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	9.7	8.9	4.8	4.0	6.1	7.0	6.7	3.0	6.3	6.0
在庫投資（寄与度）	0.7	0.3	1.5	▲0.3	▲1.2	1.4	▲0.0	0.1	▲0.2	0.0	0.2	▲0.0	0.1	0.1	0.1
政府支出	▲3.9	0.2	0.2	▲3.8	▲0.8	1.7	4.4	▲1.8	0.6	0.5	0.5	0.4	▲2.0	▲0.2	0.7
純輸出（寄与度）	▲0.1	▲0.5	0.6	1.1	▲1.7	▲0.3	0.8	▲1.2	▲0.2	▲0.8	▲1.0	▲0.7	0.2	▲0.2	▲0.5
輸出	▲0.8	6.3	5.1	10.0	▲9.2	11.1	4.5	3.2	2.3	1.7	1.2	1.4	3.0	3.1	2.9
輸入	▲0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.3	▲0.9	10.1	3.2	6.3	7.1	5.3	1.1	4.0	5.6
国内民間最終需要	3.4	2.3	2.9	4.2	1.0	3.8	4.1	4.3	3.1	3.7	3.9	3.6	2.8	3.0	3.7
名目GDP（前期比年率、%）	4.2	2.9	6.2	5.0	▲0.8	6.8	6.4	2.3	3.2	4.5	4.7	4.5	3.7	3.9	4.2
鉱工業生産（前期比年率、%）	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.7	4.1	4.3	3.0	3.3	3.4	2.9	2.9	4.2	3.7
失業率（%）	7.7	7.5	7.2	7.0	6.6	6.2	6.1	5.7	5.7	5.6	5.6	5.5	7.4	6.2	5.6
生産者物価（前年比、%）	1.5	1.5	1.2	0.8	1.6	2.8	2.5	0.8	▲2.3	▲2.0	▲1.0	0.9	1.2	1.9	▲1.1
消費者物価（前年比、%）	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.2	▲0.1	0.0	0.3	1.0	1.5	1.6	0.3
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲1,776	▲1,771	▲1,779	▲1,691	▲1,813	▲1,882	▲1,811	▲1,852	▲1,720	▲1,695	▲1,688	▲1,686	▲7,017	▲7,358	▲6,789
経常収支（億ドル）	▲1,055	▲1,061	▲1,013	▲873	▲1,021	▲984	▲1,003	▲1,006	▲862	▲828	▲812	▲801	▲4,003	▲4,014	▲3,303
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	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	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	2.0	2.3	2.5	2.7	2.4	2.5	2.4

(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