

Ⅱ. 米国経済見通し ～緩やかな景気拡大持続でゼロ金利政策長期化～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 大幅な需給ギャップの残存や歳出抑制等が抑制要因となる一方で、雇用の回復傾向、減税、世界経済の成長等が押し上げ要因となり、米国の2011年実質GDP成長率は前年比+2.5%（4月予想同+2.5%）、12年は同+2.6%（4月予想同+2.6%）と、緩やかな成長が予想される。
- 11年前半につき、個人消費はエネルギー・食料品価格の上昇によって抑制されるものの、雇用者所得の拡大、給与税の引き下げ、株高によって緩やかに拡大しよう。一方、住宅部門の低迷、東日本大震災によるサプライチェーンの寸断等が成長率の押し下げ要因となり、潜在成長率である前期比年率+2.5%を下回る成長にとどまると予想される。11年後半には、設備投資減税が11年末で期限切れとなるため駆け込み需要が期待される。加えて、日本の復旧・復興需要や新興国を中心とする世界経済の成長持続等によって、米国の成長率は押し上げられる可能性が高く、3%強の成長が予想される。
- 上記のような成長経路を辿っても、08年、09年の急激な落ち込みによって拡大したマイナスの需給ギャップは限定的な縮小にとどまる。結果、失業率の低下は限られ、高いオフィス空室率も持続するため、雇用・住宅投資・商業不動産投資の伸びは抑制されよう。また、減税の一部は11年末で終了する。世界経済を牽引する新興国は、インフレや利上げの影響等により成長ペースがやや鈍化するとみられる。以上を勘案すると、12年も米国経済は緩やかな成長にとどまると予想される。
- 金融政策については、上述のような経済情勢や、需給ギャップの残存によるコアインフレの低い伸びを背景に、FRBは事実上のゼロ金利政策を13年1-3月期まで継続すると予想される。
- 予測の上振れリスクは、給与減税による所得増加が想定以上に消費に回る場合や、世界経済の回復加速により輸出や生産活動が想定以上となる可能性が挙げられる。下振れリスクは、早すぎる政策転換や長期金利の急騰、北アフリカ・中東情勢の混乱拡大に伴う原油価格の大幅上昇など。行き過ぎた欧州債務危機懸念などにより金融市場が混乱すれば、金融機関の融資姿勢を一層引き締めに向かわせる可能性もある。

1. 実質GDP成長率は2011年+2.5%、2012年+2.6%と緩やかな成長

実質GDP成長率は、2011年は前年比+2.5%（4月予想同+2.5%）、12年は同+2.6%（4月予想同+2.6%）と、不動産市場の低迷や、歳出の抑制等を背景に緩やかな成長にとどまると見込まれ、前回予測から変更はない（10年実績は前年比+2.9%成長）。

11年は、不動産市場の低迷、歳出の抑制、雇

用回復力の弱さなどが成長を抑制すると予想される。ただし、減税などの政策効果、株高による資産効果、世界経済の堅調さに支えられ、潜在成長率程度の成長となろう。12年は減税の一部終了、新興国経済の成長ペース小幅鈍化が見込まれるが、商品価格の上昇一服、循環的な回復要因により、緩やかな拡大傾向を辿ると予想する。

現時点での当社の米国経済見通しはコンセン

サスを下回っているが、エネルギー価格などの前提が高いことや減税による押し上げ効果を比較的小さく見ていること等が主な理由である。

2. 悪天候等により11年1－3月期は成長ペース鈍化

米国経済はQE2（量的緩和第二弾）を受けた株高、新興国の高成長持続などを背景に、緩やかなペースで成長を続け、リセッション前の水準を上回っている。しかし、11年1－3月期の実質GDP成長率（改定値）は、本年度予算の未成立による政府支出の減少、年末年始の寒波、エネルギー価格高騰など一時的な要因によって、前期比年率+1.8%（10－12月期同+3.1%）と鈍化した。

3. 11年前半は低成長も後半に成長ペースが加速する公算

4－6月期は、寒波の影響などが剥落するため国内需要の再加速が見込まれるものの、エネルギー価格の上昇、東日本大震災でのサプライチェーン寸断による部品不足を背景とした自動車部門の生産削減・在庫減少、輸入の増加によって成長ペースは抑えられ、潜在成長率である+2.5%程度を小幅下回る緩やかな成長が予想される。

11年後半には、雇用・所得の拡大により個人消費は緩やかな増加傾向を辿る中、設備投資の100%費用控除など新規に導入される減税が11年末に期限切れを迎えるため駆け込み需要が期待され、情報化投資を中心に設備投資は急増すると予想される。こうした11年設備投資減税の100%費用控除や給与税率の2%引き下げ、など新規の減税策は、11年の実質GDP成長率を約0.3%ポイント押し上げると試算される。さらに、日本の復旧・復興需要の顕在化、この影響を受けたアジア経済の加速、新興国を中心とする世界経済が堅調さを維持すると見込まれること等によって、米国の成長率は押し上げられ、前期比年率+3%強の成長に加速すると予想される。

4. 12年は減税効果の一部剥落もゲタを除く年間成長率はほぼ同率に

12年については、11年末での減税策の期限切れが成長率を押し下げる要因となろう。加えて、米国では11年8月までに債務残高の上限を引き上げないとデフォルトに陥るリスクがあるが、下院で多数を握る共和党は財政赤字削減で合意しない限り債務上限の引き上げに反対する姿勢を示していることから、先行き連邦政府の歳出は大幅に抑制されると予想されることも景気を下押ししよう。

そのため、12年はゲタを除く成長率は前年比+1.52%（11年同+1.51%）と前年並みになると予想される。

前述のような成長経路を辿っても、失業率の大幅な低下は期待できるほどの成長とはならない。このため、失業率は11年末で8%台後半、12年末でも8%前後と高止まりが続くと予想する。オフィス空室率も高い水準が持続し、商業不動産投資の伸びは抑制され、住宅市場の低迷も解消されないだろう。12年までの米国経済は景気回復が続くものの、回復感は強まらない。

5. 大幅な需給ギャップによりコアインフレは落ち着いた推移に

原油など資源や食料の価格上昇によって個人消費支出（PCE）デフレーターの上昇率は加速している。しかし、FRBが重視しているPCEコアデフレーターは前年同月比+1.0%と依然として低い伸びにとどまっており、インフレ期待も安定している。

WTIが一時1バレル=147ドル台に急騰した08年には、PCEデフレーターが同+4.5%まで上昇したものの、PCEコアデフレーターは同+2.6%にとどまったように、94年以降エネルギー価格上昇のコアインフレへの波及は限定的となっている。加えて、今回は米国内の需給ギャップが拡大しており、外部要因によるエネルギー価格の上昇は需要を抑制することから、コアインフレ率が急速に上昇する可能性は小さい。

6. ゼロ金利政策は13年まで継続の見込み

4月26、27日のFOMCでは、長期国債の6,000億ドルの購入を継続し一段と金融を緩和させるが、11年6月末までに予定通り完了することを決定した。その他の政策では、フェデラル・ファンド・レート（FF金利）誘導目標のレンジは0.00%～0.25%に据え置き、信用緩和策として購入したGSE（政府支援企業）債、MBS（住宅ローン担保証券）の償還分を長期国債に再投資する「保有証券の償還分の再投資」の継続も決定した。時間軸政策については、「経済状況は長期間の異例な低水準のFF金利を正当化する」との文言は変更されず、FOMCは低金利が正当化される経済状況が長期間続くとの見方を維持した。

今後の金融政策に関しては、失業率の低下は鈍く、コアインフレの低位安定が持続する見込みであることから、FRBは6月末に総額6,000億ドルの国債購入を終了した後、11年後半から12年1－3月期にかけてGSE債、MBSなどの償還分を長期国債に再投資する「保有証券の償還分の再投資」を継続し、バランスシート水準を維持する政策を行うと予想される。

その後、11年の減税策が終了した後も景気拡大していることが確認できる12年3月頃に「保有証券の償還分の再投資」を終了し、バランスシートの縮小を進めると予想される。ただし、12年も経済成長は緩やかであると見込まれるため、事実上のゼロ金利政策は13年1－3月期にかけて継続される公算が大きい。また、保有証

券の継続的な売却は、ゼロ金利政策を継続している期間は実施されないだろう。

7. 上振れ要因は株高等による消費加速、下振れ要因は早すぎる政策変更

今後リスク要因は多数ある。上振れ要因として、株高の持続や給与税引き下げによって想定以上に消費が強くなる場合、あるいは中小企業向け減税の恒久化や法人税率の引き下げ、商業不動産市場対策の実施など、追加の経済・景気対策が行われる場合が挙げられる。さらに、日本の復旧・復興需要の顕在化が早くなることやこれによるアジア地域や新興国など世界経済の回復ペースの一段の加速によって、米輸出や生産活動が想定以上となる可能性も挙げられる。

一方、下振れリスクとしては、①早すぎる政策変更（金融引き締め、財政規律の強化による大幅な歳出抑制）、②北アフリカ・中東での民主化の動きの強まりに伴うエネルギー・原材料価格の急騰、③欧州債務危機に対する金融市場の過度な混乱、④財政赤字の拡大による長期金利の急騰、などが挙げられる。これらのリスクが顕在化すれば、追加の金融安定化策、景気対策が実施されると想定されるが、政策のタイムラグ等によっては成長率の下振れは避けられず、数年にわたり停滞感の強い状況が続く可能性があるだろう。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）

米国経済成長率予測表(前年比)

暦年	名目GDP	実質GDP (%)									
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需		政府支出		
							輸出	輸入			
2007	4.9	1.9	(1.4)	2.4	6.7	▲18.7	(▲0.2)	(0.6)	9.3	2.7	1.3
2008	2.2	0.0	(▲1.1)	▲0.3	0.3	▲24.0	(▲0.5)	(1.1)	6.0	▲2.6	2.8
2009	▲1.7	▲2.6	(▲3.7)	▲1.2	▲17.1	▲22.9	(▲0.6)	(1.1)	▲9.5	▲13.8	1.6
2010	3.8	2.9	(3.3)	1.7	5.7	▲3.0	(1.4)	(▲0.5)	11.7	12.6	1.0
2011	4.0	2.5	(2.5)	2.6	8.6	▲2.1	(0.0)	(▲0.0)	8.9	7.2	▲0.7
2012	4.0	2.6	(3.0)	2.3	8.5	2.1	(0.3)	(▲0.3)	10.8	10.9	0.5

(注) カッコ内は寄与度。

(出所) 米商務省、予測は第一生命経済研究所。